

法律环境差异对 中国证券市场发展的 影响研究

冯 锐 冯玉音 著



经济管理出版社

法律环境差异对 中国证券市场发展的 影响研究

冯 锐 冯玉音 著



经济管理出版社
ECONOMIC & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

法律环境差异对中国证券市场发展的影响研究 / 冯锐, 冯玉音著.
— 北京: 经济管理出版社, 2017.10

ISBN 978-7-5096-5325-8

I. ①法… II. ①冯… ②冯… III. ①证券法—影响—证券市场—
研究—中国 IV. ①D922.287②F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 221573 号

组稿编辑:杨国强

责任编辑:杨国强 张瑞军

责任印刷:司东翔

责任校对:张晓燕

出版发行:经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址:www.E-mp.com.cn

电 话:(010)51915602

印 刷:玉田县昊达印刷有限公司

经 销:新华书店

开 本:720 mm×1000 mm/16

印 张:13.25

字 数:238 千字

版 次:2017 年 10 月第 1 版 2017 年 10 月第 1 次印刷

书 号:ISBN 978-7-5096-5325-8

定 价:58.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部负责调换。

联系地址:北京阜外月坛北小街 2 号

电话:(010)68022974 邮编:100836

前 言

法与金融学是 20 世纪 90 年代中后期兴起的一门由金融学和法学交叉而形成的新兴科学，是法律制度经济学在金融领域的具体应用，属于法律制度经济学研究的前沿分支学科。金融学实际问题研究的本质离不开价值的本源，金融活动产生的价值具有显著的时间特性，而未来的金融价值则充满了不确定性，那么如何把人的金融交易活动规则转变为不同的未来随机事件则是现实世界中金融学必须研究的问题。显然，新古典经济学在金融学研究的运用中并没有完全化解这个命题，也就是说新古典经济学在研究金融价值的过程中，忽略了金融活动权利与义务配置的重要性，缺失现实生活中政府监管与执法及其法院对金融有机体的动态“疗养”，没有从本质上剖析金融活动的有机演化机制。然而，法与金融学的研究范式则聚焦了金融活动主体的行为与目的，关注制度在金融有机体的一系列功能，例如对诚实、信用、审慎、透明的激励机制设计；对投机、欺诈、暴力、胁迫的约束机制设计等。这些制度的功能比较贴近理想的金融研究与现实的金融世界，因此通过制度与金融的耦合研究，能够使我们更加科学地探索金融生态的治理机制。

法治化道路是西方发达国家证券市场繁荣发展的共同经验。著名学者道格拉斯·诺斯（Douglass North）曾经指出“法律在创造社会财富中扮演着重要角色”。随着新制度经济学的蓬勃发展，现代西方产权理论体系的形成逐步深化了“法律影响金融发展”的理念，认可了法律在推动社会证券市场发展以及相关利益和谐方面所起到的作用。西方主流观点认为，成熟的制度安排可以提供稳定的、可预测的产权保护，确保安全的、顺畅的产权交易，营造科学的、高效的政府监管，为金融活动的所有利益相关者提供有力的制度保障，实现市场资源要素的优化配置。证券市场的发展本质上是一系列金融合约的集合，该特点决定了证券市场的发展比任何其他商品市场更加依赖于法治，因此，证券市场被誉为“制度密集型”或“法律密集型”市场。值得关注的是，针对法制环境与证券市场发展的关系问题，学术界也提出了部分质疑。比如，中国的证券市场在法律制度不完善、弱产权法律保护、契约实施不力和政府干预盛行的情况下，利用 20 多年的时

间迅速成为无论从总市值和募集资金规模，还是交易活跃程度都走在世界前列的主要市场，跨越了西方发达国家几百年的历程。面对法律与证券市场发展领域的“中国之谜”，我们不禁会问，难道证券市场改革取得的“中国奇迹”真是“人治”主导而非“法治”掌舵的结果吗？

党的十八届四中全会审议通过《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》，指出社会主义市场经济本质上是法治经济。四中全会的依法治国落实到证券市场，其核心就是依法治市。对于我国证券市场，良好的法制环境既是修正和规范市场秩序的需要，也是打击投机主义、保护市场投资者利益的需要。显然，党的十八届四中全会并不是我国第一个法制建设的高潮，但确实史无前例地开启了研究全面推进依法治国重大问题的进程。回顾中国法制建设，从1954年我国第一部《宪法》的正式颁发，到十一届三中全会作为我国依法治国历史进程的起点，再到当前“依法治国”主题的国家战略方针，法制伴随着我们国家发展的每个阶段。待我们认真地剖析中国证券市场的发展历程之后，法律与证券市场发展领域的“中国之谜”将不再令人费解。

本书主要是基于中国证券市场20多年的发展历程，运用法律经济学的理论和方法，在全面回顾并分析经典理论与梳理现有领域学者文献的基础上，深入剖析我国法制环境与证券市场发展的特殊关联性，进而开展法制环境对证券市场发展的影响机制和经验证明，试图从定量的角度回答以下问题：法制环境是否成为中国证券市场的可持续发展的关键因素？为什么对经济增长存在相同需求的不同地区之间，相对完善的法制环境能够带来更高水平的证券市场发展水平？具体而言，从投资者对于金融合约缔结事前防范层面来讲，加强区域法律制度的建设进程是否有利于证券市场规模的发展？从投资者对于金融合约实施事后救济层面来讲，强化行政执法与提升司法环境对于证券市场的发展会产生怎样的效果和作用？尤其是对于司法环境的改善，通过坚持中国司法保护投资者权利能够使证券市场的功能和规模产生质的飞跃吗？

本书立足于法制环境与中国证券市场的变迁历程，分析两者之间的特殊关联性，即政府主导改革与剩余立法权、证券稽查改革与集权式执法权、市场权益保护与能动型司法权、“重执法、轻司法”与法律制度不完备，打开了中国法制环境与证券市场发展二者关系的“黑匣子”，总结了实践改革中的特殊性和规律性。在把握我国法制环境与证券市场发展之间关联性的基础上，本书借助于现代西方产权理论的指导，按照法制环境的差异带来交易成本的变化，进而引致产权安排的异质，最终形成不同金融资源配置效率的逻辑思路进行“中国式改革”的推理。在研究过程中，本书的法制

环境则依据投资者在证券市场中金融合约缔结和实施所面临的不同外部风险涵盖的不同交易成本，将其定义为事前防范法制环境和事后救济法制环境，分别考察事前防范的法律制度和事后救济的第三方治理（证监会与法院）对证券市场发展的影响。研究表明，证券市场改革取得的“中国奇迹”与我国法制环境的提升存在本质联系。经验研究结果也积极地论证了本书的理论分析和实证命题，并为如何有效地丰富和完善有助于促进证券市场规模、市场功能改善的法律制度提供良好而有效的政策建议。

本书的理论与实证研究表明：首先，地方政府出台的法规、规章、指引、判例以及具有法律效应的政府规范性文件为代表的地方法律，能够快速对中央政府的顶层制度设计进行因地制宜的细化，加速实现从中央制度改革到地方制度改革的制度变迁的实施，提高改革效率，实现市场资源配置的帕累托改善；其次，尽管我国的证券市场治理呈现出“重执法、轻司法”的格局，但是我国的行政执法机构和法院在惩治证券市场机会主义行为的过程中，法院同中国证监会一并发挥着重大作用，尤其是在司法诉讼中，其主导作用更是无可替代；最后，中国特色的司法独立作为一股独立的外部力量具有其自身的优越性，在治理证券市场投机行为中发挥着积极作用，但其中也表现出自身一定的缺陷。总的来讲，良好法律环境的营造对于中国证券市场的改革和发展具有不言而喻的作用。

本书的难点与创新点主要体现在：首先，走出了目前大部分学者关于法与金融领域中往往研究不同国家的状况而忽略某一个国家的特殊性的局限，以中国情况为研究对象，充分考虑转轨背景及中国特殊国情。其次，试图深入地探讨法律环境与中国证券市场发展之间的作用机制。以往的学者研究仅仅是从立法、执法或者司法的角度探索法律对中国证券市场的影响，而且对于作用机制的阐述往往是考察证券市场的某个微观领域，而没有从宏观上考察法律环境对中国证券市场的影响。本书综合地考察法律环境对中国证券市场发展的作用机制，而这恰恰丰富了目前该领域的研究。最后，深入剖析和归纳出我国法律环境完善在证券市场中的特殊作用，并利用实证研究、经验论证支持法律与证券市场中的理论分析，充分结合定量研究与定性研究，提高结论与政策的科学性。其中，如何对法律制度进行量化、如何改善计量分析方法、提高实证分析的可靠性、稳健性和有效性，这是对法律与中国证券市场发展之间进行实证分析的难点。

冯 锐

2017年2月于广州大学

目 录

1. 绪 论	1
1.1 研究问题的提出	2
1.2 研究的意义	5
1.3 研究的相关概念和范畴	8
1.4 本书的结构安排	14
1.5 可能创新点	17
2. 法律环境与证券市场发展的理论渊源与文献研究	19
2.1 理论渊源	20
2.2 文献研究	24
2.3 文献评述	40
3. 法律环境与中国证券市场的特殊关联性	44
3.1 中国金融法律环境的变迁历程	44
3.2 中国证券市场的变迁历程	55
3.3 中国法律环境与证券市场的特殊关联性	69
3.4 小 结	81
4. 法律环境差异影响证券市场发展的作用机制	82
4.1 法律环境对金融合约缔结的事前作用机制	83
4.2 法律环境对金融合约实施的事后作用机制	85
4.3 小 结	92
5. 法律环境差异影响证券市场发展的实证分析	94
5.1 法律制度差异对金融合约缔结事前防范影响的实证分析	94
5.2 行政执法效力差异对金融合约实施事后救济影响的 实证分析	102
5.3 司法审判效率差异对金融合约实施事后救济影响的 实证分析	110

5.4 司法独立性差异对金融合约实施事后救济影响的 实证分析	119
6. 证券市场法治治理的国际经验	130
6.1 美国证券市场发展的法治经验	130
6.2 日本证券市场发展的法治经验	134
6.3 英国证券市场发展的法治经验	136
6.4 香港地区证券市场发展的法治经验	139
7. 结论总述和政策建议	143
7.1 法律环境对证券市场发展影响分析的结论总述	143
7.2 法律环境对证券市场投资者事前权益保护政策建议	144
7.3 法律环境对证券市场投资者事后权益救济政策建议	151
7.4 司法独立对证券市场投资者的保护政策建议	166
8. 结 语	173
8.1 研究不足	173
8.2 进一步研究方向	174
附 录	175
附录 1 司法条例	175
附录 2 《美国联邦民事诉讼规则》第 23 条	178
参考文献	188
后 记	202

1. 绪 论

法律环境与证券市场发展的关系问题，一直备受学术界的关注和争议。17世纪早期，爱尔兰的总检察长约翰·戴维斯（John Davis）写道：“产生国王首要也是最重要的原因是为了维护人民的财富和契约，交通和商贸。”历史告诉我们，通过提供一个促进商业发展的法律环境和法律机制来鼓励经济的成长是每种形式政府的首要目标。20世纪末期，哈佛法学院的路易斯·卡普洛教授（Louis Kaplow）和斯蒂文·沙维尔教授（Steve Shavell）曾经就到底是广泛的福利还是一般的公平性问题是法律实现哲学意义上的正义这一问题开展了长期并且激烈的争论（Louis Kaplow & Steve Shavell, 2002）。当时这个哲学争论映射到本书研究的问题，便是法律通过促进证券市场发展能推动社会普遍福利到什么程度，即使这个不是法律关注的唯一价值，但无疑也是它存在价值的某一部分。事实上，随着社会的发展，经济学家们通常强调的在增加社会福利过程中的效率角色开始改变，而在创造社会财富中扮演公平的法律角色也开始逐渐被重视。换句话说，我们重视的是法律在推动社会资本市场发展以及相关利益方面所起到的作用，这也是法律和公平的本质与精髓所在。例如，道格拉斯·诺斯（Douglass North）创建的“新制度经济学”对研究法律制度在促进资本市场发展过程中的重要性奠定了一定的理论基础（North, 1990）。具体地说，是法律能够服务资本主义、为其提供便利并最终促进经济增长。

回顾美国和欧洲这些发达国家法律环境和证券市场发展关系的历史，我们可以看出对于一个经济贸易高度依存和文化多样性的世界，仅仅依靠人类的习俗和无意识的行为标准是不够的，商贸组织的规模壮大和发展需要法律“有意识的规制”来激励和约束不同的经济体及其日益复杂的经济关系，从而促进交易的效率和公平（O. Lee Reed, 2001）。例如，美国基础法中的《合同法》《物权法》和《侵权法》为商业关系的可预见性以及商业信任进行了铺垫；《公司法》中“独立合法身份”

“永久所有权”“有限责任制”“管理者的集中控制”“管理人员的诚信”“保护少数股东”等内容的规定为公司发展遇到的一系列基本问题扫除了障碍；《证券法》中的“信息披露制”“内幕交易”和“收购”等内容在不断完善《公司法》的基础上，解决了如何保持现代证券市场高效的、可持续发展的基本问题。总的来讲，如果一个仁慈、开明的君主对于自己国家的发展被获准只可以向神灵祈求一个愿望，他不应该选择黄金、石油或者大量现代化的制造工厂，抑或是过剩的西方管理咨询师，实际上，他最明智的愿望应该是祈求良好的法律制度和环境。从欧洲和美国繁荣的证券发展历程可以看出，没有什么会比一个完善和稳定的法律环境体系对证券市场发展更为重要，因为该法律环境体系能够创造合理明晰产权、保护契约的制定和实施的合理机制（弗兰克·B.克罗斯，2011）。

面对中国证券市场后续的发展历程，我们或许应该从人为治理证券市场本身的改革中解脱出来，转而考虑证券市场的法律环境建设。然而在中国证券市场改革由“人治”转为“法治”的大背景下，关于中国法律环境与证券市场的研究却极度缺乏。本书在证券市场亟须法制化建设的背景下，试图从理论与实证角度分析这一论题，本书仅作为学术上的初步探索，以期抛砖引玉。

1.1 研究问题的提出

面对中国证券市场发展遇到的诸多难题，我们的目光为什么会集中在法律环境差异对区域证券市场发展的影响这一命题上呢？主要是基于以下三个方面的原因：第一，该命题突破了传统金融发展理论的局限性；第二，该命题有助于理解“科斯定理之谜”的中国经验积累；第三，该命题在中国的特殊性备受关注。

1.1.1 命题突破了传统金融发展理论的局限性

众所周知，戈德史密斯（Goldsmith）是金融发展理论的开山鼻祖，最早提出金融发展的概念。具体而言，在1969年出版的《金融结构与金

融发展》^①一书的基础上，麦金农（R.J.Mckinnon）和肖（E.S.Shaw）提出金融抑制和金融深化理论，即解决金融压制问题的有效途径就是金融深化，取消金融抑制政策，通过放松利率管制，控制通货膨胀使利率反映市场对资金的需求水平，使实际利率为正值，恢复金融体系集聚金融资源的能力。在第一代金融发展理论之后，20世纪80年代罗默（Romer, 1986）和卢卡斯（Lucas, 1988）提出第二代金融发展理论——内生增长理论，即经济增长是经济体系内生因素作用的结果，而不是外部力量推动的结果。进入20世纪90年代，一些经济学家在汲取内生增长理论的基础上，将内生增长和内生金融中介体（或金融市场）并入模型中，突破了麦金农—肖框架，研究金融中介与金融市场如何内生于经济增长之中，以及金融体系的发展对经济增长的作用机制。

随着对金融发展理论的研究，学者们逐渐认识到金融合约这个基础性要素在其中的重要性。从本质上讲，金融市场的发展是基于金融资源权利的合理配置和优化，而金融资源权利的流转则是以金融合约为核心的。因此，金融市场能否发展的关键在于金融合约产权是否具有法律保护以及保护的程序如何。而证券市场作为金融发展体系中的重要组成部分，通过将法律环境纳入区域证券市场发展的影响因素，从金融合约产权的法律保护角度进行研究，突破了证券市场发展的传统研究。因此，从法律经济学的角度审视法律环境的差异所引致的不同的金融合约产权法律保护在区域证券市场的发展中到底扮演什么角色是非常有必要的，而且对以中国为代表的发展中国家及转轨国家的实践进行探讨，将会对检验法律环境差异对区

① 戈德史密斯将金融结构划分为三个层次：第一个层次是“金融上层结构”与其“经济基础”（即国民财富）的关系，提出了金融相关比率的概念。金融相关比率是指“某一时点上现存金融资产总额（含有重复计算部分）与国民财富——实物资产总额加上对外净资产之比”，以说明金融在整个经济体系中的重要性。从严格意义上来说，这不是金融本身的结构问题。第二个层次是金融工具结构，将金融工具划分为债权类和股权类两大类型，这一层次主要研究不同种类、不同性质、不同期限的金融工具在其总额中的相对比重，及其在各种产业中的分布。第三个层次是金融中介结构，首先是金融部门的金融资产在金融资产总额中的比重，用以说明一个国家金融部门的发达程度；其次是不同类型中介机构的金融资产在金融机构总资产中的比重，用以反映不同类型中介的市场份额。该研究仅仅表达了经济增长与金融发展的一种相关性。

域证券市场发展影响这一命题提供丰富素材。

1.1.2 命题有助于理解“科斯定理之谜”的中国经验积累

法与金融领域的学者认为有利于投资者保护的法律制度将会积极地影响金融和经济的发展，而科斯定理则认为只要权利能够自由地交易和流转，那么投资者法定的初始权利配置将不会影响金融市场的发展效果，由此产生了法金融领域的“科斯定理之谜”（Coase, 1937）。

证券市场的发展从本质上可以看作是金融合约市场的集合，而金融合约所具有的财富约束、重置谈判约束的合约特征将会直接表现为：金融合约一旦难以履行，将会面临执法和司法行为所带来的高昂的交易成本，尤其是在中国证券市场法制环境不完善的背景下更是如此。然而科斯定理的分析并没有考量执法和司法行为对交易成本的影响，这就相当于打开了科斯定理分析中的“黑匣子”。所以，分析中国证券市场中行政执法和司法审判等对交易成本的影响，不但有助于进一步科学地理解科斯定理，而且能够进一步丰富该领域研究的中国经验。

1.1.3 命题在中国的特殊性备受关注

中国证券市场用短短 20 多年时间走过了发达国家 100 多年的建设历程，中国各个省份的上市公司数量和股票市值成倍增长造就了举世瞩目的“中国奇迹”，然而到底是什么因素促成了目前的成就，吸引了大量学者的研究（陈梦根，2007；胡海峰、孙飞，2011）。随着 LLSV 的“法与金融”理论研究的推广和影响，一批法律经济学的学者开始关注区域证券市场发展的本质问题。事实上，正式法律制度作为影响区域证券市场发展的本质因素在学术界至今仍是备受争议的问题。

西方学者的主流观点认为，证券市场的成熟发展需要本国法律系统提供稳定的、可预测的产权以及有效的契约实施、有限制的政府（North, 1990）。具体而言，法律通过保护金融产权安全、金融合约自由和履行以及限制政府过度干预金融市场，为证券交易和投资提供有力的法律保障，

进而减少交易成本,促进金融发展。而“红庙子市场”^①和“深圳8·10事件”^②等中国地区现象告诉我们,在缺乏完善的法律制度、政府政策主导市场的情形下却实现了中国区域证券市场的快速发展。此时,我们可能会质疑中国不同区域的发展经验真的是法与金融理论的未解之谜吗?事实上,中国法律环境的组成要素远非国外法律环境那么单一,通过后续本书的相关定义与研究范畴就可以看出。此外,国内的部分学者比较认可法与金融理论在中国区域证券市场研究的适用性和科学性,并指出中国的法律是在区域金融发展不断试错的过程中前行,法律环境的不断提升可以促进新的金融发展(Chen, 1999),也有学者表明法律在金融发展中起作用,但作用是次要的(Allen, 2005)。目前法律环境的差异和变迁是否影响中国区域证券市场发展的本质因素?与西方经验相比,存在哪些特殊的中国经验?这一系列问题亟待解决。

1.2 研究的意义

1.2.1 理论意义

首先,探讨法律环境和证券市场发展的两者关系,发展了金融发展理论的相关研究。从20世纪70年代戈德史密斯提出金融发展的概念,到麦金农和肖提出的金融抑制和金融深化论,再到罗默和卢卡斯提出的内生金融发展理论,我们可以看出金融发展理论几乎没有关注过金融体系自身的发展。随后,美国学者La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer和Vishny在1998年发表了一篇文章《法律和金融》,将法律因素引入到解释金融发展和经济增长的具体研究中,创新了金融发展理论。目前从金融合约产权的

-
- ① 在20世纪90年代初期,由于证券市场建设尚不完善,在四川省除了成都,自贡、德阳、绵阳、乐山、南充等地也都出现过自发证券交易市场。由于极不规范,且存在各种风险隐患,“红庙子市场”实际上只存在了1年多的时间,然后在当地政府各部门的配合下迁址,最终平稳关闭。应该说,“红庙子市场”反映了证券市场发展初期投资者对于投资和规范市场的渴求。
- ② 深圳市将向社会公众发行面值5亿元的新股票,采用认购抽签表的方式认购。由于舞弊现象严重,导致广大排队购表股民的极度不满,并与政府发生冲突。该事件之后,国家在长达1年内停止新股发行工作。

法律保护角度探讨影响金融市场发展的本质原因是对法与金融研究领域的新延展和新思路。此时探究中国的法律环境与证券市场的关系,不仅可以印证金融合约产权法律保护的重要性,而且可以完善发展中国家区域证券市场发展的理论研究。

其次,研究法律环境对证券市场发展的影响程度,丰富了中国法与金融理论的研究成果。在法与金融理论创立之后,除了国际上很多学者研究之外,中国学者也开始逐步关注本国法律与金融市场发展之间的内在关系问题。比如,政府以法律制度的手段能够有效保护银行与企业之间的外在合约关系(朱文胜,1998),而且还可以改善本国股权和债券失衡的金融结构(杨树旺、刘荣,2003),实现金融市场的良性发展。这些研究文献很好地解释了法律制度与信贷市场之间的关联影响。然而,可能是基于中国侧重于以银行为主导的金融市场的客观现实,目前该领域的研究成果显然缺乏法律环境与证券市场之间的关系研究。因此,从法经济学的角度深入剖析法律环境对中国证券市场发展的影响无疑充实了法与金融理论在中国的研究成果。

最后,剖析法律环境对证券市场发展的作用机制,补充了中国之谜研究的理论基础。在法经济学界,学者们在中国证券市场中弱产权保护、法律实施不力、政府干预盛行的现实情况下,针对市场中上市公司数量和股票市值成倍增长的态势表示疑惑,这一困惑表明中国法律制度与证券市场发展之间存在一定的特殊关联性,法律制度对中国证券市场发展的作用机制仍未被充分发现。本书尝试着剖析两者之间的作用机制和规律,具有一定的创新性。

1.2.2 实践意义

首先,通过探讨法律环境和证券市场发展两者的关系,有助于指导我国金融法律制度的变革方向。在党的十八大报告中提出的运用“法治思维”和“法治方式”执政的背景下,“有法可依”成为当前我国证券市场建设的首要任务。通过研究法律环境与证券市场的关系,可以明确当前我国市场存在的问题和发展瓶颈应当通过哪些法律的手段进行解决。例如,针对国内股市近年的持续低迷,2005年《证券法》的变革动向体现在证券品种上由“窄口径”立法转向“宽口径”立法、重新修整证券经纪人制度、引入保荐人制度等。事实上,这些法律制度的变革符合证券市场内生发展的需求,有效提振了市场发展。从法律经济学的角度来看,法律是证券市场交易和运行的游戏规则,法律制度的变革方向深刻影响着市场参与主体的偏好、交易机会、激励机制、行为的成本与收益,最终对主体的

行为决策产生影响。所以只有在探讨中国法律环境与本国证券市场之间关系的基础上,才能科学地论断何种法律才是市场需要的制度。

其次,通过研究法律环境对证券市场发展的影响程度,有利于深化我国金融法治为先的变革理念。科斯在谈到中国改革问题时一针见血地指出,“法律体制的改革是深化经济改革的一个重要方面”,而改革的实质内容则是利益的重新再分配。目前中国的证券市场仍旧以政府为主导,政府过多行政干预所导致的寻租、腐败、权力参与资源分配等问题导致市场价格扭曲、资源配置低效率、改革成本过高等问题。例如,中国证券市场中 IPO 采用的审批制实际为政府寻租提供了很大空间,而且给上市企业提供了造假动机,使得证券市场的假案频频,金融资源分布极大扭曲。研究法律环境与证券市场的关系可以使政府清醒地认识到政府高成本、低收益的“人治”应该转向低成本、高效益的市场化“法治”,确立我国金融法治为先的基本理念。如博登海默所言,法律是“相互冲突的利益之调整”,其主要作用之一就是“调和上述种种相互冲突的利益,无论是个人利益还是社会利益”。因此,本书的研究对于强调政府以法治为先导,通过法与金融理论所倡导的“效率”原则解决证券市场中资本要素的有效配置问题是有现实意义的。

最后,通过剖析法律环境对证券市场发展的作用机制,有益于构建我国更合理的市场融资体系。中国证券市场的发展虽然取得了辉煌的成就,但是目前不论是全国市场还是区域市场的融资体系仍然存在很多问题。例如间接融资比例较高(见图 1-1)、证券市场结构失衡(见图 1-2),等等。事实上,造成该问题的本质原因在于我国融资市场中不同金融合约的法律保护差异问题。本书深刻剖析了法律环境与中国证券市场之间的作用机制,使我们更清晰地认识到法律制度在保护投资者权利方面所起的作用。与此同时,构建和培育良好的法律环境,既可以有效地实现法律制度对证券市场发展的长效机制,也将有益于投资者同等地看待证券市场的各种金融产品,从而形成更合理的市场融资体系。

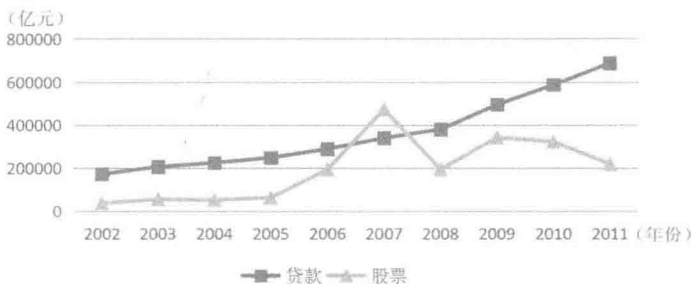


图 1-1 2002~2011 年中国直接融资额与贷款融资额对比

资料来源:2002~2011 年的《中国金融年鉴》。

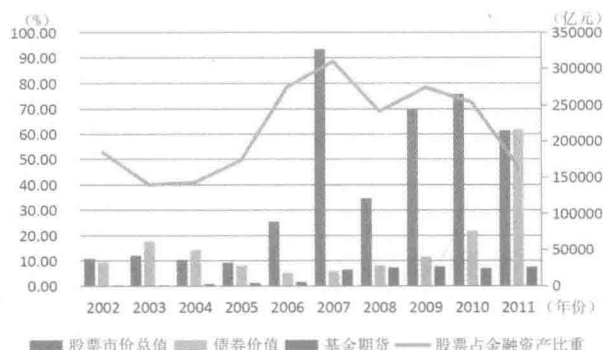


图 1-2 2002~2011 年中国证券市场构成结构

资料来源：2002~2011 年的《中国金融年鉴》。

1.3 研究的相关概念和范畴

1.3.1 证券市场

证券市场有广义和狭义之分。广义的证券市场是指所有经济权益凭证的发行和交易场所；狭义的证券市场是指资本证券市场、货币证券市场和商品证券市场，包含股票、债券、商品期货、期权、股票期货、期权、利率期货、期权等证券品种。相比国外的证券市场，中国证券市场的品种交易在很大程度上受政府管制，其中，股票市场是证券市场的细分市场，市场化交易比较成熟（朱玲，2012），它不仅有效地反映和调节了资本要素的运动，而且对整个金融的运行具有重要影响。因此，本书主要讨论狭义的证券市场，在后续章节的实证分析中，作者将以证券市场中最成熟的股票市场进行经验分析。

值得注意的是，证券市场上的交易活动就其法律性质而言，它所体现的是投资者之间缔结金融合约的交易行为。事实上，从早期证券市场上分散的、一对一的、面对面的邀约谈判和合同履行到现在成熟的电子化、时空分离的新型合约成交和执行，虽然这些高效而复杂的变革给传统证券市场交易活动蒙上了一层神秘的面纱，但是证券市场中的买卖合约性质从未变化，只是所涉及的法律关系和制度设计更加复杂化、精密化而已。因此，我们可以看出证券市场的发展实质，可以看作是金融合约的规模和质

量不断发生变化的过程。

在证券市场的发展过程中,从全国层面来看,由于改革开放以来我国实施了过多向东部地区倾斜的优惠政策,大量生产要素流向东部地区,东部、中部和西部地区的证券市场呈现出一定的差异性;从区域层面来看,由于不同地区地方政府出台的政策以及地区优势不同,证券市场的发展程度也体现出一定的空间差异性,具体表现在不同地区所拥有的上市公司的数量、股本规模、市场价值以及直接融资能力都具有差异性(田霖,2007)。此外,在衡量一个国家或地区证券市场发育程度时,很多学者往往以地区股票市值与地区 GDP 的比值表示(LLSV,1998)。

1.3.2 法律环境及其差异

法律环境通常是指法律意识形态以及与其相适应的法律规范、法律制度、法律组织机构、法律设施所形成的有机整体。事实上,针对不同的学者研究,法律环境的含义也不同。学者刘志坚(1998)指出,法律环境是制约和影响法的生成、存在、实施、发展等的各种因素或条件及其相互作用的统一体;学者赵胜才(2012)认为,法律环境不仅包含法律制度等表层结构,而且还包括法律意识形态等里层结构。由于本书的研究对象是证券市场,所以在法律环境的含义阐述中,我们主要是从投资者法律保护的角度进行定位。

本书法律环境的定义主要是在现代西方产权理论的框架下,按照法律环境差异带来交易成本的变化,进而引致产权安排的异质,最终形成不同的金融资源配置效率的逻辑思路进行。显然,证券市场运行及资源配置有效与否的关键取决于交易成本,这里采用威廉姆森在1985年出版的《资本主义经济制度》一书对交易成本的明确规定,即交易成本包括“金融合约缔结过程中起草、谈判、对交易双方当事人未来产权产生不确定性困扰而需要明确的双方权利、义务、责任的成本集合和金融合约缔结后为确保契约关系正常实施或保护双方当事人所有者权益而付出的费用”^①。本书的法律环境则依据投资者在证券市场中所面临的不同外部法律风险涵盖的不同交易成本,将其定义为事前防范法律环境和事后救济法律环境。通

^① 事后的交易成本包括以下内容:交易参与人为政府解决他们之间的矛盾冲突所付出的费用;为确保交易关系的长期稳定化和非间断连续性所付出的费用;当事人想退出某个契约关系而必须付出的费用;交易者发现事先确定的价格错误而需要变更原来价格所需要付出的费用;等等。