

TAISHAN JINRONG XUEZHE WENCONG

【泰山金融学者文丛】

The Impact of Government-pushed Security Market on Investor Protection

政府主导性对我国投资者 保护的影响研究

孙莉 著

 中国金融出版社

泰山金融学者文丛

政府主导性对我国投资者 保护的影响研究

孙 莉 著



中国金融出版社

责任编辑：任 娟

责任校对：孙 蕊

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

政府主导性对我国投资者保护的影响研究 (Zhengfu Zhudaoxing dui Woguo Touzizhe Baohu de Yingxiang Yanjiu) / 孙莉著. —北京：中国金融出版社，2010. 10

泰山金融学者文丛

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5619 - 4

I. ①政… II. ①孙… III. ①国家干预—影响—证券—交易—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 167700 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 8.75

字数 129 千

版次 2010 年 10 月第 1 版

印次 2010 年 10 月第 1 次印刷

定价 15.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5619 - 4/F. 5179

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

本套丛书获下列基金资助：

山东省政府金融学“泰山学者”专项基金

山东省金融学重点学科建设基金

山东财政学院学位点建设专项基金

山财金融学院学术著作出版基金

“泰山金融学者文丛”专家委员会

刘锡良

西南财经大学中国金融研究中心主任

国务院学位办应用经济学学科评议组成员

山东省“泰山学者”岗位（金融学）特聘教授

经济学博士

陈学彬

复旦大学金融研究院常务副院长 教授 经济学博士

袁一堂

山东财政学院党委书记 教授 经济学博士

刘兴云

山东财政学院院长 教授 管理学博士

王玉华

山东财政学院副院长 教授 经济学博士

慕好东

山东财政学院副院长 教授 管理学博士

黄 磊

山东财政学院金融学院院长 教授 经济学博士

宿玉海

山东财政学院金融学院副院长 教授 经济学博士

刘瑞波

山东财政学院金融学院教授 管理学博士

总 序

“泰山金融学者文丛”是山东财政学院金融学院为集中展示一批学术研究成果而编辑出版的系列丛书。该套丛书的作者是一批来自泰山脚下、黄河之滨，有志于金融学科研究的年轻学者。他们的著作代表了山东省政府确立的金融学“泰山学者”特聘教授岗单位的最新学术研究成果。该套丛书的出版，对于落实我校“学科立校”、“人才强校”的发展战略，繁荣学术研究，加快学术队伍建设，加强同学术界的交流，以及扩大我校的学术影响都有着重要的意义。

始建于1986年、由邓小平同志题写校名的山东财政学院，是在改革开放的春风里，由财政部和山东省人民政府共同创办、实行以地方管理为主的普通高等财经院校。2009年，被教育部确定为新增博士学位立项建设单位。金融学院作为一个重要的二级学院，已走过了23年的光辉历程，现设有金融学、保险学、金融工程、信用管理四个本科专业。此外，还设有一个金融学专业硕士学位点、一个资本运作研究中心和一个金融研究所。2001年，金融学专业正式获得硕士学位授予权。2005年，金融学进一步被确定为山东省重点建设学科。2007年，我校与济南市政府合作建立了金融外包服务培训基地及金融外包服务实验室。2008年，建成了中央与地方共建金融学特色优势学科实验室；同年，金融学专业又被评为山东省省级特色专业。现拥有《证券投资学》、《国际金融学》、《金融学》、《公司金融学》和《保险学》等多门省级和校级精品课程。2009年，被山东省政府确立为省内唯一的金融学“泰山学者”特聘教授岗单位。

金融学院始终坚持以学科建设为中心，坚持教学改革，大力培养、引进人才，努力提高教学、科研水平和人才培养质量，积极发挥专业、学科优势，努力向社会提供专业服务，并形成了自身的学科优势和特色。现已为社会培养和输送了5 000多名优秀毕业生。其中，每年都有相当数量的毕业生或被国家政府机关和大型金融机构录用，或考取名牌大学研究生继续深造。经过多年的努力和建设，金融学院已成为山东省最大的金融类本科人才培养基地和重要的研究

生培养基地。

为使该套丛书反映、代表我校金融学科建设和学术研究的最高水平，我们在书稿的遴选过程中，严格学术标准，规范评审程序，并建立了科学的评审机制，最终确定了入选该套丛书的书稿。丛书中的每部著作都凝聚了作者多年来潜心研究的心血和汗水，也展现了我们金融学院学人勇攀学术高峰的精神风采。

“泰山金融学者文丛”的顺利出版，得到了中国金融出版社的大力支持，在此表示衷心的感谢！在该套丛书的出版过程中，山东财政学院领导及相关部门领导高度重视，金融学院领导精心组织，各位作者积极配合，谨在此表示诚挚的谢意！

“泰山金融学者文丛”由于内容浩繁且涉及诸多金融前沿问题，缺点和错误在所难免，敬请读者批评指正。

“泰山金融学者文丛”专家委员会

二〇一〇年六月二十六日

前 言

本书所要研究的核心问题是在政府主导下的证券市场中投资者保护水平的变化特征及其对资源配置效率的影响。通过本研究,尝试回答以下问题:(1)在存在自身利益的情况下,国家从攫取垄断租金转向供给产权保护的动机是什么?(2)政府主导下的产权保护水平有着怎样的变化轨迹和特征?这种变化对资源配置效率产生了怎样的影响?(3)在政府主导下的制度变迁过程中,产权保护水平的提升是否能够自我实施且具有可持续性?本书通过分析我国证券市场上中小股权投资者权利保护水平的变化事实,来尝试回答上述问题。

投资者保护是指通过法律保护中小投资者利益免受来自控股股东的侵害。既有的以发达国家资本市场为研究对象的文献在投资者保护与资源配置效率的关系问题上得出的结论是:投资者保护水平与资源配置效率正相关,即投资者保护水平高的国家,其资源配置效率也高。在我国,问题的特殊性在于:大多数上市公司是由国有企业转化而来的,投资者保护水平的选择在很大程度上是国家作为控股股东攫取控制权私人利益与供给产权保护扩大社会剩余之间进行权衡的结果,因此中国的投资者保护问题有别于其他国家或地区,具有特殊性。研究这一具有特殊性的问题,既可以拓展现有的关于投资者保护理论的研究范围,又可以将之作为一个案例,通过提炼总结,探求国家的目标收益的变化与产权保护之间的关系,扩展和丰富国家理论与产权保护理论。

本书的主要研究思路是:首先,对我国证券市场的投资者保护水平及其变化轨迹进行描述,实证分析变化轨迹对证券市场效率的影响,指出在中国证券市场上投资者保护具有显著的政府主导性特征;其次,对中国证券市场上投资者保护水平的变化过程进行理论解释,着重分析政府在投资者保护水平选择上的理论逻辑,提炼出国家的目标收益与所供给的产权保护水平之间的理论关系。

本书的大致结构和内容如下:

第一章为引言,提出本书所要研究的问题,介绍书中所使用的主要概念、研究方法等内容。

第二章从投资者保护与资源配置效率之间的关系、政府在产权保护中的角色两个角度进行了文献回顾,发现现有文献的研究主要集中在投资者保护的衡量指标、投资者保护水平对证券市场的影响、决定投资者保护水平的因素以及国家为什么要保护产权、国家保护产权的行为如何影响经济效率等问题上。

第三章从一般意义上介绍了投资者权利保护制度的构成、投资者权利保护的实现方式以及影响投资者权利保护水平的因素,并着重分析了政府在投资者保护中的双重角色。

第四章对我国证券市场的政府主导特征以及这一特征所决定的投资者保护水平及其变化轨迹进行了分析,发现在我国证券市场上,政府是在根据自身利益相机调控投资者保护水平,投资者保护水平存在波动性而不是持续地提升。投资者权利保护水平的波动对证券市场效率产生了影响,即当投资者权利保护水平上升时,证券市场效率随之提升;当投资者权利保护水平下降时,证券市场效率也随之下降。

第五章对中国证券市场上投资者保护水平的变化规律进行了理论分析。首先将国家的效用目标界定为垄断租金收益与社会剩余形成的税收收入双重目标。前者与投资者保护水平负相关,后者与投资者保护水平正相关。强势政府的兼容利益导致了证券市场的制度变迁,在证券市场发展初期,强势政府根据投资者的参与约束与自己的目标收益确定投资者保护水平,投资者保护水平处于政府控制下的较低水平。随着证券市场在经济增长中的重要程度上升以及证券市场上各利益主体谈判能力的增强,政府调整自己的收益构成与实现收益的方式,使投资者保护水平得到提升。同时,由于对政府获取垄断租金利益的行为缺乏制度化约束,当获取垄断租金利益的紧迫性增加时,国家依然会侵害投资者的利益,所以我国证券市场上的投资者保护水平存在波动性。

第六章对全书进行了总结,并根据研究结论,结合后金融危机的背景,提出了一些完善中国投资者保护制度的政策建议。

贯穿全书的主要思想是:在政府主导的证券市场上,政府将根据自身利益以及实现自身利益的方式相机调节投资者保护水平,投资者保护水平在总体提升的趋势中存在反复、波动,并导致证券市场效率在总体提升的趋势中存在波动。

这一主要思想通过本书对中国证券市场上投资者保护水平的变化轨迹进行

的分析得到了验证。全文得出的主要研究结论是：政府所追求的两种收益之间存在着一定的统一性与可替代性。当政府攫取垄断租金收益的成本上升时，政府有动力通过行政手段推动自上而下的制度变迁，扩大对投资者权利的保护来实现资源配置效率的提升，从而实现国家目标收益不同构成部分之间的替代。强政府的相容利益使得从权力手中释放权利，从而使提升产权保护水平成为可能。在强势政府的主导下利用行政手段启动和推进渐进式制度变迁，可以促进资源配置效率的提高，随着制度变迁过程成长起来的各个经济主体的谈判能力的提升使其权利得到保障。不过，此时政府的强势又反而成为产权保护水平持续提升的潜在障碍。这一两难冲突能否解决，取决于能否实现经济制度变革与政治制度变革的互动。这一理论解释有助于我们重新理解国家目标利益与产权保护的关系，是对现有国家理论以及产权保护理论的延伸与扩展。

本书的主要创新之处是：（1）分析视角上的创新。对于投资者保护，已有的研究主要是从微观层次的公司治理角度，将投资者保护视为保护中小投资者（外部投资者）免受公司内部人（控股股东、经理）的侵害的法律制度的界定与实施，而本书着重探讨了国家目标收益及其变化对投资者保护水平的影响，采取的是一个更为宏观的制度变迁的角度。（2）研究结论的创新。本书从纵向角度考察了我国证券市场上投资者保护水平的变化及其对证券市场效率的影响，认为我国的投资者保护水平在总体提升趋势中存在反复与波动，这一结论有别于现有研究所得出的结论。（3）对现有理论的拓展。本书通过建立理论模型对投资者保护水平的变化进行分析，对有关国家目标利益与产权保护的关系的现有研究进行了梳理与再思考。一方面，本书验证了新制度经济学关于政府产权保护水平选择理论的判断；另一方面，本书也更加细致化地指出，产权保护水平的确认和提高一旦启动，就具有了不断自我巩固的内在动力。

目 录

第一章 引 言	1
第一节 研究背景与研究意义	1
第二节 本书的框架与布局	5
第三节 本书的主要创新之处及下一步的研究方向	8
第二章 投资者保护对资源配置的影响及政府在产权保护中的角色： 文献综述	10
第一节 投资者保护对资源配置的影响	10
第二节 政府在产权保护中的角色	24
第三章 投资者权利的保护：一般性介绍	32
第一节 产权与产权保护一般理论	32
第二节 投资者权利保护的制度构成	34
第三节 投资者权利保护水平的决定	40
第四章 政府主导下的投资者保护水平及其对证券市场效率的影响	49
第一节 我国证券市场的政府主导性特征	49
第二节 政府主导下的证券市场的发展特征	54
第三节 政府主导下投资者保护的特征	60
第四节 政府主导下投资者保护水平的选择对证券市场效率的影响 研究	67
第五章 国家目标收益与产权保护的关系	79
第一节 我国投资者保护水平的选择：一个理论解释	79
第二节 对国家目标利益与产权保护的重新认识	92

第六章 结论与建议	101
第一节 研究结论	101
第二节 启示与建议	103

目 录

参考文献	110
后 记	123

第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究意义	2
第三节 研究思路	3
第四节 研究方法	4

第二章 我国投资者保护的现状	10
第一节 我国投资者保护的现状	10
第二节 我国投资者保护的现状	11
第三节 我国投资者保护的现状	12

第三章 我国投资者保护的现状	13
第一节 我国投资者保护的现状	13
第二节 我国投资者保护的现状	14
第三节 我国投资者保护的现状	15

第四章 我国投资者保护的现状	16
第一节 我国投资者保护的现状	16
第二节 我国投资者保护的现状	17
第三节 我国投资者保护的现状	18

第五章 我国投资者保护的现状	19
第一节 我国投资者保护的现状	19
第二节 我国投资者保护的现状	20
第三节 我国投资者保护的现状	21

第一章 引言

第一节 研究背景与研究意义

一、研究背景

国家理论与产权理论是新制度经济学研究内容的重要组成部分。国家是产权保护的重要实施者，研究国家的目标收益与产权保护之间的关系，无疑对于理解产权保护水平的变化具有十分重要的意义。对以上问题的研究需要一个可行的切入点。我国证券市场上投资者保护水平的变化为研究这一问题提供了一个很好的视角。

首先，证券市场对于一国经济增长的重要性是不言而喻的，正如奥尔森所认为的，“在最繁荣的国家，资本市场、保险以及衍生产品和期货贸易量是如此之大和重要，以及资本的密集性和大规模的公司生产是如此广泛，以致这些国家的政府必须创造更多的市场而不是压制或者取代市场^①”。我国证券市场在短短 20 年的时间里，有着惊人的发展速度与规模扩张，目前已经成为世界上重要的证券市场之一。根据中国证券监督管理委员会的统计，截至 2007 年底，上海、深圳证券交易所共有上市公司 1 550 家，总市值达 32.7 万亿元，相当于国民生产总值的 132.6%，成为全球最大的新兴市场；2007 年，股票市场首次公开发行 4 595.8 亿元，位列全球第一，日均交易额为 1 903 亿元，我国股票市场成为全球最为活跃的市场之一。^② 证券市场作为一项基础性制度安排，是由各种层次的制度安排有机组成的制度架构，其内部的各项制度安排之间实现了协调与互动，共同服务于证券市场在经济运行与社会发展中的制度功能的发挥。证券市场制度可以被视为交易制度、组织制度、保障制度等一系列制度的综合体，

① [美] 奥尔森著，苏长和、嵇飞译：《权力与繁荣》，3~4 页，上海，上海世纪出版集团，2005。

② 中国证券监督管理委员会：《中国资本市场发展报告》，77 页，北京，中国金融出版社，2008。

这一系列制度彼此间应协调配合,而非掣肘,是证券市场正常运行与制度功能发挥的保障。其中,投资者保护制度是证券市场资源配置功能发挥的重要前提。

其次,与成熟的资本市场不同的是,我国证券市场的发展具有明显的政府主导特征,不仅政府的利益决定了证券市场的建立,而且政府把握、调节着证券市场的运行节奏与变迁方向。尽管温加斯特(Barry R. Weingast, 2003)认为,资本市场提供了为数不多的客观指标之一,可以用它来评价巩固有限政府的制度发生变迁所产生的功效,但确定无疑的是,我国政府具有强政府特征,证券市场在政府主导下,在短时间内获得了长足的发展。这使得我国证券市场上的投资者保护问题有其特殊性。

已有的关于投资者权利保护的研究主要是针对中小投资者与控股股东之间的利益冲突。在现代股份有限公司中,利益冲突不仅存在于股东与经理之间,而且存在于控股股东与中小投资者之间。控股股东的利益与中小投资者的利益并不完全一致,因而控股股东存在着侵害中小投资者利益、攫取控制权私人收益的倾向。投资者保护制度作为一种公共产品,指的是通过法律保护中小投资的利益免遭控股股东的侵害,从而维持其对证券市场的信心。

在我国证券市场上,相当数量的上市公司是由国有企业转化而来的,国有股在股份总量中占相当大的比重,因而股份有限公司中控股股东与中小投资者之间的利益冲突,在我国证券市场上就表现为国有股的持有者——国家与中小投资者之间的利益冲突。同时,国家又扮演着公共产品供给者的角色,是投资者权利保护的重要实施者。那么,国家在投资者保护中的这两种角色就决定了投资者保护水平必然受制于国家的目标,投资者保护水平的变化轨迹也就体现了国家的目标收益与产权保护水平之间的关系。所以,国外文献关于投资者保护的研究思路不能充分解释我国证券市场上政府主导下的投资者保护问题的特殊性。

通过研究我国证券市场上的投资者保护问题,我们可以尝试回答以下问题:(1) 政府作为制度变迁的主导者,是如何协调其攫取垄断租金利益与供给包括产权保护在内的公共产品从而扩大社会剩余的收益之间的关系的?(2) 国家从攫取垄断租金向供给产权保护转换的动力是什么?(3) 政府主导下的产权保护水平是如何决定及变化的,对资源配置效率又产生了怎样的影响?(4) 从国家权力手中向经济主体释放权利是否可以自我实施的且是可持续的?对以上问题的回答,有利于理解国家的目标收益对产权保护水平的影响,探求产权保护

水平得以持续提升的途径。

二、本研究的研究意义

首先,进行本研究,有助于从纵向角度考察投资者保护水平的变化对资源配置效率的影响。国外的研究通过使用跨国数据揭示了投资者保护水平与资源配置效率的关系:投资者保护水平与资源配置效率正相关,投资者保护水平高的国家,其资源配置效率也高。在一国证券市场的纵向发展过程中,必然伴随着投资者保护水平的变化。进行投资者保护水平的纵向变化与资源配置效率之间关系的研究,有助于扩展现有投资者保护与资源配置效率关系理论的维度。

其次,进行本研究,有助于丰富对投资者保护水平及其决定因素的现有研究。政府是投资者保护的重要实施者,在政府主导的证券市场上,国家效用目标必然影响投资者保护水平的确定。厘清国家作为公共产品供给者的角色以及国家作为控股股东获取垄断租金的行为对投资者保护水平的不同影响,对于正确理解我国证券市场上投资者保护水平的选择及其变化轨迹具有重要意义。投资者保护水平变化的中国特色可以充实现有产权保护理论。

再次,进行本研究,有助于实现国家理论与产权保护理论的内容衔接,而国家理论与产权理论恰恰是理解制度结构的两大基石(诺斯,1994)。通过刻画强政府主导下用行政手段推进的制度变迁过程中产权保护水平的变化轨迹,以及该产权保护水平的变化对经济效率的影响,可以重新梳理、思考国家的目标收益构成与国家供给产权保护的关系,从而延伸国家理论,使之更好地与现实中的产权保护问题相衔接。

最后,更为重要的是,进行本研究有助于以小见大,思考在后金融危机的时代背景下,对中国转轨模式中的政府角色进行反思,即反思为了保持中国经济增长的可持续性,是否应实现政府由资源的支配者到公共产品的供给者这一角色的转换。

三、对本书中主要概念的说明

(一) 关于“投资者保护”

首先,关于投资者保护的對象。投资者保护指的是对哪些投资者进行保护,学者对此见解不一。例如,李振宁(2005)认为,投资者保护指的是保护作为

弱势群体的社会公众投资者 (public investor); 高志凯 (2005) 认为, 法律对所有股东拥有的股票都一视同仁地予以保护。但按照大多数相关文献的说法, 投资者保护指的是对中小投资者 (minority investors) 或外部投资者 (相对于经理层或控股股东等内部人) 的保护, 或对参与公司治理程度较低的投资者 (distant investor) 的保护。本书沿用这一定义。之所以如此定义, 是因为在本书中, 将投资者持有的证券资产看做是投资者权利, 投资者权利的完整界定是资源配置效率实现的前提条件, 而在外部保护力量 (法律、习俗等) 一定的情况下, 不同投资者实现自己权利的能力存在区别。相比较而言, 中小投资者保护自己权利的能力较弱, 更容易在利益边界上受到侵犯, 因而投资者保护问题主要是指中小投资者保护问题。已有文献中的中小投资者包括中小股权投资者与债权人, 本书侧重于研究股份有限公司中的中小股权投资者利益保护。

其次, 在投资者所受利益侵害的来源方面, 现有研究主要侧重于研究如何保护中小投资者免受控股股东的侵害, 而陈琼华 (2007) 认为, 可以将投资者保护分为两个层面: 一是公司层面, 公司的经营者和控股股东等通过公司行为对投资者造成损害; 二是纯市场层面, 在股票市场中上市公司之外的其他主体会对投资者造成损害。本书研究的投资者保护包括这两个层面, 但主要指保护中小投资者免受来自控股股东的侵害。

最后, 关于投资者保护的实施来源。现有研究主要侧重于投资者法律保护, 即保护投资者的法律权利。本书也主要研究了国家通过法律法规实施的投资者保护, 并在此基础上进行了扩展。所说的投资者权利是指投资者的经济权利, 因此涉及投资者保护的不同实施来源, 即包括来自国家的法律法规、政策实施的保护, 除国家之外的其他第三方组织, 如证券业协会实施的保护, 以及公司层面自我实施的对投资者的保护。

(二) 关于“证券市场”

本书中所指的“证券市场”, 主要涉及基本证券品种的发行与交易市场, 即股票市场与债券市场, 不涉及期货、期权等衍生产品市场。

(三) 关于“政府”

本书中所指的“政府”, 主要指中央政府, 并参照有关研究 (黄少安, 2000a) 的做法, 没有对“政府”与“国家”进行刻意区分, 有时换用。

第二节 本书的框架与布局

一、基本研究思路

本书选取了政府主导下投资者保护水平这一视角来透视国家目标收益与产权保护的关系问题。以发达国家的资本市场为研究对象的文献研究指出,投资者保护作为对投资者权利的界定与实施,与资源配置效率密切相关。政府作为公共产品的供给者,是投资者权利的重要界定者与实施者,其通过颁布、实施法律法规等形式保护中小投资者的利益免遭控股股东侵害。政府自身利益必然影响其对投资者保护这一公共产品的供给水平。我国证券市场具有明显的政府主导性特征,政府主导下的我国证券市场在转轨过程中具有特殊功能,这一特殊功能使政府在证券市场上的地位具有两重性:一是作为控股股东,二是作为公共产品供给者。前者决定了其与中小投资者之间存在利益冲突,后者决定了其有动力实施投资者保护,从而提升资源配置效率。政府根据不同时期自身目标利益的构成、实现方式而相机调控投资者保护水平,证券市场上投资者保护水平在总体提升中存在波动,这种波动性对证券市场效率产生了影响:当政府提高投资者保护水平时,证券市场效率得以提升;当政府出于自身利益侵害投资者利益,投资者保护水平降低时,证券市场效率也随之降低。通过对投资者保护水平变化轨迹进行理论分析,可以得出以下结论:政府出于自身利益而利用行政手段推进的制度变迁由于其兼容利益的存在,能够扩大对产权的保护,但也会由于其攫取垄断租金利益的紧迫性而侵害产权,从而导致产权保护水平的波动性。通过对我国投资者保护水平变化轨迹的理论解释,可以提炼出国家目标收益对产权保护水平的影响。强政府使得从国家权力手中向民间主体释放权利成为可置信的承诺,同时也成为产权保护水平持续性提升的潜在障碍。政府主导下制度变迁效率的可持续性,有赖于通过正式规则约束政府的行政行为对产权主体利益的侵害。

二、本书的主要研究内容

全书共分为六部分:

第一部分是引言,介绍本书的研究背景、研究意义、主要行文思路以及研