

国家社会科学基金(12BGL033)阶段性成果



融资偏好视角下 中小投资者利益保护研究

魏成龙 郭璐◎著

RONGZI PIANHAO SHIJIAOXIA
ZHONGXIAO TOUZIZHELIYI BAOHUYANJIU

家社会科学基金（12BGL033）阶段性成果



融资偏好视角下 中小投资者利益保护研究

魏成龙 郭璐◎著

RONGZI PIANHAO SHIJIAOXIA
ZHONGXIAO TOUZIZHELIYI BAOHUYANJIU



企业管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

融资偏好视角下中小投资者利益保护研究 / 魏成龙, 郭璐著. —北京: 企业管理出版社, 2013. 10

ISBN 978 - 7 - 5164 - 0519 - 2

I. ①融… II. ①魏… ②郭… III. ①上市公司—企业融资—投资者—权益保护—研究—中国 IV. ①F832.48 ②F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 222282 号

书 名: 融资偏好视角下中小投资者利益保护研究

作 者: 魏成龙 郭 璐

责任编辑: 刘一玲 崔立凯

书 号: ISBN 978 - 7 - 5164 - 0519 - 2

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100048

网 址: <http://www.emph.cn>

电 话: 总编室 68701719 发行部 68414644 编辑部 68701322

电子信箱: 80147@sina.com zbs@emph.cn

印 刷: 北京媛明印刷厂

经 销: 新华书店

规 格: 710 毫米×1000 毫米 16 开本 12 印张 160 千字

版 次: 2013 年 10 月第 1 版 2013 年 10 月第 1 次印刷

定 价: 30.00 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

前 言

以“控制人剥夺其他投资者利益”为特征的企业恶意股权融资行为，已经成为制约中国资本市场发展的瓶颈之一，它不仅损害了广大中小投资者的权益，而且使得稀缺的资本资源没有得到更有效率的配置，阻碍了中国资本市场的长期、健康和规范发展。本书在研究中小投资者利益保护机制对公司融资行为的作用机理的基础上，对中国企业股权融资偏好的特征、发展趋势、形成机理和影响因素展开全面系统的理论研究；实证分析了中国上市公司股权融资偏好与中小投资者利益保护之间的关系；从矫正与治理企业强股权融资偏好的角度，研究了企业资本结构的优化机制、企业控制人行为的制衡机制和企业融资行为的市场监管机制，从完善股东大会制度、改进董事会治理、加强管理层激励约束、重视股权融资的标准及价格规制、提高强制信息披露质量、强化事后监管惩罚和加强外部细分市场体系建设等方面，提出了中小投资者利益保护的理念、制度和对策建议。

1. 以融资的有效性为主线，分两个步骤研究了中小投资者利益保护机制与公司融资行为的关系问题。第一步，研究规范的投资者保护机制对上市公司融资行为的作用机理；第二步，在研究中国上市公司股权融资偏好的基础上，实证分析中国上市公司股权融资偏好的成因及其对中小投资者利益侵害的问题，提出在中

国上市公司存在强股权融资偏好的大背景下保护中小投资者利益的机制和对策。

2. 在有效市场的假设和传统的投资者理性两大基础之上,对中小投资者利益保护机制需要新的市场发展现实状况下进行修正。本书首先对中小投资者利益保护相关的国内外理论文献进行综述,分析比较每个观点的形成背景、适用条件,以及应用的局限性等,弄清各个理论观点形成、发展、变化的脉络。相对而言,国内学者的研究起步较晚,中小投资者利益保护相关成果不成系统,更多的只是基于某个视角的观点和看法,总体上缺乏针对性、实效性,可操作性不强。尤其是近年来,国内中小投资者利益受侵害现象出现新的特点和趋势,中小投资者利益保护相关的理论研究相对比较滞后,大多仅限于在制度和措施层面探讨投资者利益保护问题,论证不充分,因此需要在深度和广度方面进一步拓展研究。

3. 研究了中小投资者保护机制对上市公司融资行为的作用机理。依据 Jensen and Mecking (1976) 公司金融环境研究理论、Tversky 和 Kahneman (1979) 前景理论等,应用 Becker (1968) 的“犯罪与惩罚”的分析框架,通过构建中小持股者在极少享有相应法律保护的大背景下上市公司的一个简单模型,研究了投资者保护机制对公司融资行为的影响,发现了规范的投资者保护机制能够通过影响上市公司的融资方向和融资规模,提高市场资源配置的效率,上市公司不仅能够更多融资,而且这些资金也会更多地流入效率较高的项目。

4. 研究了中国上市公司强股权融资偏好的成因及其对中小投资者利益的侵害。在分析中国上市公司融资偏好的基础上,借鉴 DEA 模型的理论方法,运用数据包络分析法,以沪深两市 2010

年股权融资的 59 家上市公司作为决策单元，构建 VRS 和 CRS 模型，对各个决策单元分别进行 DEA 分级和 VRS 与 CRS 的综合，从两方面推演数据进行有效性评价以使结论更为客观，实证分析了中国上市公司股权融资偏好的成因及其对中小投资者利益的侵害。其中在输入和输出指标的选择方面，首次将增发股份数与公司增发后股份总数的比重作为 DEA 的输入指标，这样做的好处在于百分比是一个相对概念，数据相对客观，便于用来比较分析（很多文献使用融资额度作为输入指标，这是个绝对概念）。模型推演结果：3.39% 的中国上市公司规模收益递减；84.75% 的上市公司的股权融资不能达到 DEA 有效，也即不能达到技术和规模同时有效；托宾 Q 值高达 3.44；上市公司对融资增发股份数占增发后总股数的比重、营业收入增长率等松弛变量关注程度最大，资产负债率次之，而对股权集中度、净资产收益率等松弛变量关注程度相对较小。以上结论表明：在其他条件不变的情况下，中国上市公司强股权融资偏好存在着必然性，融资效率低下，并对中小投资者利益造成必然的侵害。

5. 中小投资者利益保护问题不仅仅属于证券市场建设进程问题，更为重要的，中小投资者利益保护问题本质上属于融资效率问题，从而深化了对股权融资偏好和中小投资者利益保护之间关系的把握和认识。强股权融资偏好和弱有效中小投资者保护会产生融资的低效率；弱股权融资偏好（也即“优序融资”偏好）和强有效中小投资者保护则会提升融资的有效性。并以融资的有效性为主线提出了融资偏好视角下中小投资者利益保护方面相对完善的保护机制和比较系统的保护对策。

本书为国家社科基金（编号：12BGL033）阶段性成果，是在魏成龙教授指导下，在郭璐博士论文的基础上完成的。在写作

过程中胡建绩教授、胡海峰教授、刘占军教授、杨松贺教授、董拴成教授、王性玉教授、李新功教授、冯海龙教授、屠巧平教授等专家提出了许多修改意见，在此表示感谢。

作者

2013 年 6 月

目 录

前 言/1	
-------	--

第一章 导 论/1

第一节 研究背景、目的及意义	1
一、研究背景和研究目的	1
二、研究的理论意义	4
三、研究的应用价值	6
第二节 行文逻辑	7
一、研究思路和方法	7
二、分析框架	11

第二章 国内外文献综述/14

第一节 相关概念的界定	14
一、中小投资者	14
二、机构投资者	15
三、中小投资者利益	16
四、融资偏好	16
五、融资效率	16

第二节 国外理论文献综述 17

 一、中小投资者利益保护问题研究的理论基础 17

 二、中小投资者利益保护问题研究的内部理论拓展 31

 三、中小投资者利益保护问题研究的外部理论拓展 36

第三节 国内理论研究文献 38

 一、上市公司治理和中小投资者利益保护 38

 二、法律法规制度和中小投资者利益保护 44

 三、证券市场监管与中小投资者利益保护 45

 四、股权分置改革与中小投资者利益保护 47

 五、机构投资者与中小投资者保护 47

 六、中小投资者受损的根源与保护对策分析 49

小 结 52

第三章 公司融资行为与中小投资者利益保护
 机制相互作用机理/54

第一节 外部投资者法律保护的影响因素 54

第二节 中小投资者利益保护机制与企业
 融资行为关系的模型构建 56

第三节 中小投资者利益保护机制与融资行为
 关系的理论分析 59

 一、投资者利益保护机制水平不同的制度背景下
 公司融资决策的模型分析 59

 二、基于中小投资者利益保护的公司融资均衡分析 66

小 结 71

第四章 中国上市公司的强股权融资偏好/72

第一节 中国上市公司融资结构的形成基础与特征	73
一、中国上市公司融资结构的形成基础	73
二、中国上市公司融资结构的特征	80
第二节 中国上市公司强股权融资偏好的 形成机理及影响因素	83
一、中国上市公司强股权融资偏好的形成机理	83
二、中国上市公司强股权融资偏好形成的影响因素	87
第三节 中外上市公司融资的偏好比较	91
一、国内外上市公司融资结构的比较	91
二、国内外上市公司融资模式的比较	93
小 结	95

第五章 公司股权融资偏好与中小投资者利益保护的关系/96

第一节 DEA 方法介绍	96
第二节 模型构建	99
一、数据包络 DEA 分析法的应用步骤	99
二、建构 DEA 模型	100
第三节 变量选取与数据来源	102
一、设置指标的原则	102
二、确立评价指标	102
三、评价数据的收集与处理	104
第四节 实证分析	108
一、DEA 模型相关数据基于强股权融资偏好的整体分析 ...	116
二、DEA 模型输出指标分析	121

小 结	123
第六章 融资偏好视角下中小投资者利益保护机制的构建/125	
第一节 企业资本结构的优化机制	127
一、规范股票市场行为，优化上市公司股权结构	127
二、大力拓展债券市场，优化上市公司负债结构	128
三、优化公司治理结构，健全对经理层的 激励和内部监督	129
四、规范融资监管体系，加强融资行为外部监督	130
第二节 企业控制人行为的制衡机制	130
一、公司内部制衡机制	131
二、公司外部制衡机制	133
三、构建发挥利益相关者职能的监督机制	135
第三节 企业行为的市场监管机制	135
一、建立完善的监管评估体系	136
二、建立完善的再融资监管实施机制	136
三、构建激励与约束并举的再融资市场机制	136
第四节 中小投资者股东权益的保障机制	137
一、构建维护中小投资者个人本位的证券市场制度	137
二、完善股份回购制度，健全异议股东股份 回购请求权的相关制度	137
三、发挥网络优势，实施网络投票制度	138
四、构建维护中小投资者权益的高质量信息披露机制	138
五、加强投资者教育，发展机构投资者，建立 投资者的自我保护机制	139
小 结	140

第七章 融资偏好视角下中小投资者利益保护的对策及建议/142

第一节 完善股东大会制度、改进董事会治理	142
一、完善独立董事制度，构建专业化的董事会， 提高决策质量	143
二、健全监事会制度，协调独立董事与 监事会之间的职能关系	144
三、引入“股东实质平等”和中小股东 行权的便捷性原则	145
第二节 制定融资行为的考核标准， 加强管理层激励与约束	146
一、国有资本适当退出，完善公司治理结构	147
二、设计合理的薪酬制度，建立多指标考核制度	147
三、提升违规行为的风险成本	148
第三节 重视股权融资的标准及价格规制	148
第四节 提高信息强制披露质量	149
一、构建信息披露质量评价体系，提供标准、 规范的信息编报指南	150
二、提升审计准则的可操作性	150
三、改进信息采集途径和方式，发挥监事会 和利益相关者的监督作用	150
四、加大信息违规处罚力度，制定诉讼救济制度	151
五、推动和引导自愿性披露	151
第五节 强化融资事前监管，加大事后惩罚力度	152
一、健全证券市场基础制度、加快市场转型	152
二、健全监管体制，注重监管效率	154

第六节 加强外部细分市场体系建设	156
一、资本市场建设	157
二、大力发展商品市场	157
三、要培育职业经理人市场	158
四、大力发展债券市场，优化公司的融资结构	158
小 结	158

结论与展望/159

一、主要的结论	159
二、不足与创新之处	161
三、对未来研究的展望	163

参考文献/165

第一章 导 论

第一节 研究背景、目的及意义

一、研究背景和研究目的

经济全球化使得世界上更多的经济体能够以更加有利的条件进入国际资本市场，国际资本市场从 20 世纪 80 年代以来持续高速发展，并且逐步成为世界金融体系中替代商业银行的主导力量。同时，各国资本市场的联动性日益增强，主要体现在世界各国经济发展的影响力越来越受到资本跨国界流动的影响，1975—1998 年间，发达国家各类证券在居民和非居民之间成交总额所占 GDP 的比重大幅提升，德国从 5% 上升到 334%，日本从 2% 上升到 91%，美国从 4% 上升到 230%，意大利从 1% 上升到 640%，增长最为迅速的时期集中在 20 世纪 80 年代以来。与此相对应，国际资本流动的规模 1998 年 4 月交易额突破 1.5 万亿美元，比 1995 年增长接近 50%，年均增长 14%，远远超过 1995 年之前年均增长 9% 的幅度。国际资本流动性的增强，使得各国间利率联动性日益增强，国际资本价格出现趋同趋势。

相比国际资本市场的迅猛发展，中国多年来一直属于高储蓄率的国家， $M2/GDP$ 是衡量一国货币化程度的重要指标，无论与发达国家还是与发展中国家相比，中国货币化程度长期以来都处于较高水平，一直呈现为高货币化特征，金融体系结构与生产要素的高速货币化进程是导致

中国高货币化的主要原因。同时，中国也是一个资金严重短缺的国家，目前中国公司普遍处于规模扩张时期，融通资金的需求也因此更为强烈。融资问题的经济实质就是由储蓄向投资的转化。不过在现实经济运行中，储蓄和投资既能够由同一主体来完成，也能够由不同主体来实现。在储蓄与投资由一个主体完成的情况下，投资主体把自身积累的储蓄运用于投资活动，这一过程被称为内部融资过程。在储蓄和投资由不同主体完成的情况下，投资主体能够直接或者经由中介过程由资金供给主体那里，也即从储蓄主体那里获得资金，这一过程被称为外部融资过程。外部融资没有范围的限制，既可以在一国的范围内实施，也可以超出国界扩展到国外。中国市场对外开放之后，高科技产业通过国际资本市场融资将是一个必然的趋势。不过，银行系统持有的资产占总金融资产的比重仍占绝对优势，2011 年底全国的居民存款余额大约 35 万亿元，由于缺乏储蓄转化为融资进而实现投资的有效机制，中国资本市场的长期资本供给仍然极其短缺。中国公司尤其是中小企业能够选择的投融资渠道十分有限，并且没有充分的自主权。不仅有中小企业先天缺乏信用、担保物和大公司通过融资侵吞外部股东和中小股东利益等企业内部原因，也有中国融资制度不规范，融资环境差等外部原因，譬如金融市场分割严重，投融资产品种类少、数量有限，政府对利率进行控制，资本市场的资源被导入政府偏好的部门，以上都说明中国还存在着普遍的金融压抑。金融压抑严重破坏了金融资源配置的市场机制和价格体系，导致资本市场长期不能发挥资源有效配置的功能。

自 1990 年上海、深圳证券交易所成立以来，中国证券市场经历了 20 多年的发展壮大，已经成为世界资本市场的一个重要分支。与发达国家资本市场相比，中国证券市场仍然是一个新兴的市场，但是短短的时期内取得了令世人瞩目的巨大成就。自 1990 年证券市场成立至 2012 年 9 月底，上市公司由最初 10 家增至 2601（含 A、B 股）家，发行总股本由 73.5 亿股增至 38299.83（含 A、B、H 股）亿股，总市值由

1048 亿元增至 212784 亿元（包括 A、B 股），流通市值由 862 亿元增至 165033.37 亿元（含 A、B 股）。^① 中国证券市场正在以前所未有的高速度发展壮大。股权融资在一定程度上缓解了中国企业自有资金不足、融资困难等问题，使企业的资产负债率下降，转移了企业财务风险，为企业改变经营机制提供了有利条件。但是中国上市公司普遍存在着强烈的股权融资偏好，即使在资产负债率比较低的情况下，上市公司仍然倾向权益融资，这种非正常的融资偏好和被西方发达国家实践所普遍证实了的优序融资理论的要求相悖，说明优序融资理论不再适用于中国的现实。

中国股市呈现出强烈的投机性、波动剧烈以及高换手率等特点。大多数投资者缺乏正确的投资理念，上市公司非理性投资行为与对资本利得的偏好对股市的健康发展产生了不良影响。中国上市公司通常利用散布虚假信息，疯狂过度融资以达到“圈钱”的目的，造成股票价格和其实际价值远远脱离。这种融资方式无助于证券市场有效配置社会资源，对公司的业绩和股东利益产生了长期的负面影响，很大程度上挫伤了投资者信心，最终也必然会导致企业融资能力的下降，扭曲上市公司的治理结构。保护投资者尤其是中小投资者的合法权益，是每一个国家资本市场健康高效发展的前提，也是政府管制证券的宗旨。但是中国政府管制证券市场思维远远滞后于动态变化的证券市场，并由此造成对管制边界的控制力不足，政府管制证券的预期难以为中小投资者所判断，比如 2007 年的“5·30”事件，证券市场交易的印花税被突然调高，造成股市持续大跌并给中小投资者造成巨大损失。另外，自律组织常常严重受制于政府主导，致使其功能难以发挥，无法切实保障中小投资者权益，而且中小投资者利益受到侵害时，因相关部门监督缺位、司法救济措施缺乏等，就造成证券市场发展环境的进一步恶化。

国内外证券市场大量的实践和研究表明，投资者受保护的程度是造

^① 摘自中国证监会 2012 年 10 月份证券市场概况统计表。

成各国证券市场发展水平不同的最重要因素之一，LLSV（1997）对各国证券市场比较研究的结果说明，一国证券市场的健康发展和其中小投资者的权益保护状况密切相关。大股东和中小投资者的利益关系也在发生新的变化，公司融资行为作为联结市场资源配置效率和中小投资者利益的桥梁，其治理水平的提高有助于促进公司价值的持续增长。因而寻求有效融资的制度和措施，强化中小投资者市场地位的保护，有助于确保中小投资者权益不受侵害和证券市场的健康发展，最终实现市场资源的最优配置。理论界和证券实务界围绕中小投资者权益保护问题所提出的各种政策与措施普遍缺乏系统、全面的制度设计。因而，深入研究上市公司在强股权融资偏好的大背景下中小投资者利益保护问题在当前具有很强的现实性与迫切性。

二、研究的理论意义

在现代企业制度中，公司治理是最重要的组织结构，公司治理水平的高低是公司运营效率的一个标志。20 世纪 90 年代以来，经济全球化规模空前，公司治理问题日益为实务界和理论界所关注，对公司治理问题的研究也成为学术领域的一个热点。公司治理规定了公司董事会、管理层、股东以及其他利益相关者的权利和责任，明确了公司决策事务中应该遵循的程序与规则，公司治理最重要的职能就是保护投资者权益，可见投资者权益保护的理论起源于公司治理方面的委托—代理理论。因而，研究融资偏好视角下中小投资者利益保护问题有利于公司治理理论的拓展。对中小投资者利益的侵害实质上属于对投资者所有权的侵犯，从法律的角度看保护私人的财产权利是天经地义的，但是上市公司对投资者利益的侵害行为屡见不鲜，根本的原因不在于法律的因素，而在于投资者保护方面的制度不健全，措施不得力。研究股权融资偏好的中小投资者保护问题，有助于丰富产权理论的内容。

最早关注投资者权益的学者应该是古典经济学家亚当·斯密，早在