

上海证券交易所研究报告

投资者保护系列研究报告之一

# 投资者保护：理论与实践综述

---

研究中心：胡汝银 司徒大年

2002 年 1 月



上海證券交易所  
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

## 一、投资者保护：问题的缘起和意义

投资者保护问题是公司治理的核心问题之一，也是公司治理所要实现的基本目标。它源于代理问题<sup>1</sup>，核心内容是防止内部人（管理层和控股股东）对外部投资者（股东和债权人）的“掠夺”（expropriation）。“掠夺”在公司股权比较分散的情况下，主要表现为管理层的机会主义；在股权集中于控股大股东的情况下，体现为管理层和控股股东对中小股东与债权人的双重侵害<sup>2</sup>。在很大程度上，公司治理和投资者保护就是外部投资者藉以防止权利被内部人剥夺的一套机制。这里的外部投资者指所有的不控制公司的投资者，包括分散的中小股东、非控股的大股东、小债权人和大债权人/主银行。

“掠夺”有以下多种形式：

1、转移定价（Transfer pricing），如以高于市场价格向公司出售大股东的物业、以低于市场利率向公司借款或以高于市场利率借款给公司。

2、转移资产（Transfer of assets），如通过董事的自我交易（self-dealing）将公司资产转移出去。

3、追求非利润最大化目标，如大股东与公司争夺商业机会，占用公司资金，不顾公司现金紧张支付红利。

4、定向发行和回购证券（Targeted issues and repurchases of securities），包括将公司的控制性股份售给计划掠夺公司的个人或机构和发行股票稀释小股东的股份价值等。

5、在职高消费和管理层高工资，包括装修豪华的办公室，购置昂贵小汽车，一掷千金地招待客人和出行，以及大股东等在公司任职支取过高的薪酬。

6、随意决策，公司内部缺乏科学的决策机制，管理层随意决策。

7、对小股东权利的限制，如限制小股东的投票权，限制小股东用通讯方式投票等，削弱每小股东在公司治理中的地位，使小股东股份的控制功能受到很大影响，进而影响到股份的收益功能。又如支付不同红利，通过降低小股东股份的

---

<sup>1</sup> 代理问题是指委托人和代理人之间的委托——代理关系——即代理的内部关系问题。斯蒂格利兹指出委托——代理关系即是“委托人（如雇主）如何设计一种报酬体系（一份契约）来驱动另一个人（其代理人）为委托人的利益行事”。代理关系主要涉及到委托人如何聘选、激励和监督代理人这三个方面。它的产生是与股份公司股权和管理权相分离联系在一起。1932年Berle和Means最早提出“所有权与控制权相分离”的论点。

<sup>2</sup> 控股股东对小股东侵害问题根源在于中小股东相对处于弱势地位，中小股东弱势地位又是因为小股东和控股股东之间信息不对称、“搭便车”及中小股东持股比例小从而控制权弱。

市场能力增加大股东股份的市场能力，以及阻止向小股东支付红利，迫使其以低价出售股票给控制者。

实证研究发现，大股东对小股东的“掠夺”在很多国家都很普遍，特别是在公司所有权集中程度较高的国家<sup>3</sup>。Claessens 等人（1998）曾对东亚地区 2658 家公司进行实证研究，发现存在着广泛的掠夺小股东的现象。Zingales（1994）的研究则显示意大利的掠夺问题很突出。Weinstein 和 Yafeh 发现日本存在主银行的公司比其他公司要支付更高的平均利率。Hoshi 和 Scharfstein 等人发现存在主银行的企业从主银行融资的成本超出其收益。Frank 和 Mayer 调查了一些德国银行抵制外部投资者接管其控制企业的案例，认为主要原因是这些银行害怕会失去来自与控制企业关系的利润。这说明在日德以银行控制为核心的治理体制中，存在着银行作为大股东利用控制权地位损害公司利益和其他股东利益的现象。

郎咸平（2001）研究了亚洲上市公司家族控股企业，发现公司的第一大股东和第二大股東串謀一起剝削其他小股東，亞洲家族企業仍存在着掠奪小股東的本質，傳統性的公司治理措施無法保護小股民。胡汝銀（2000）則分析了中國上市公司現行的公司治理結構，指出中國上市公司治理結構可概括為關鍵人模式，關鍵人通常為公司的最高級管理人員或（和）控股股東代表，具有幾乎無所不管的控制權，且常常集控制權、執行權和監督權於一身，並有較大的任意權力。在這種模式下，控股股東嚴重侵害了中小股東利益。

內部人對小股東掠奪現象的廣泛存在，使得投資者保護具有特別重要的意義：

第一，有利於減少公司代理成本，提高公司價值。良好的投資者保護可以提高公司內部人掠奪投資者的成本，減少代理成本，保證公司運行和發展的质量與效率，增強投資者信心，提高公司價值和外部融資能力。

第二，有利於金融體系的发展。良好的投資者保護是金融體系穩定和健全的

---

<sup>3</sup>长期以来，研究者认为现代公司主要是 Berle 和 Means 标准的公司（即股权高度分散、存在所有权与控制权分离的公司）。但 Eisberg（1976）、Demsetz（1983）、Lehn（1985）和 Morck, Shleifer Vishny（1988）的研究表明，即使在美国大公司，股权也有相当的集中度。在发展中国家，股权则更为集中（LaPorta et al. 1998）。Rafael Porta 和 Andrei Shleifer（1999）等人曾对 27 个富裕国家的大公司的所有权结构进行了实证考察，发现符合 Berle 和 Means 标准的现代公司并非普遍情形，即使在美国和英国，存在大股东的大公司仍然占多数，在这些国家中大部分的大公司仍由家族或国家控制。控制性股东一般通过直接加入管理层或金字塔式股权结构拥有比现金流权利（即持有股票代表的收益权）更大的控制权。因此他们认为，对许多国家的大公司来说，投资者保护的主要问题并非是限制不负责任的职业经理人扩展企业帝国的行为，而是抑制大股东对小股东的“掠夺”（La Porta 等；1998），投资者保护主要是中小股东利益保护。

基础，投资者保护越好，金融体系就越发达，抗风险能力就越大。

第三，有利于实体经济的增长。通过健全公司内部机制，巩固金融体系基础，良好投资者保护提高了资源配置和使用效率，推动实体经济增长。

## 二、投资者保护的主要理论流派

根据政府立法和执法在投资者保护过程中的作用，投资者保护理论可以分为契约论和法律论两种。

### 1、契约论

契约论的学者认为，投资者通过和公司签订契约就可保护自身合法利益，因此，政府只需保证契约执行即可。Ronald Coase (1960) 分析了个人和私人公司合意地制订契约的条件。只要执行这些契约的成本为零，个人就不需要法律或可找到规避法律而签订契约的方法。契约学派有以下 3 个重要的观点：法律不重要；法律重要，但会有其他制度使私人签订有效的契约；当法律和国内制度不健全时，公司和个人可以通过签订国际契约，实现效率。

#### (1) 法律不重要

Easterbrook 和 Fishel (1991) 认为那些希望外部筹资的公司可以通过一系列机制来善待投资者。法律可能会限制这些机制范围，但公司和投资者总可以找到有效的安排。按照这种观点，在极端情况，如果所有国家都有良好的司法体系，应该会有相近的和有效的公司财务安排。

#### (2) 法律重要，但有其他有效的投资者保护机制

持这派观点的学者认为，法律重要，但也可以采取其他政府或民间制度，通过政府干预或公司与投资者的私人契约来达到理想的投资者保护水平。具体来说有三种投资者保护机制。

第一，即使法律没有做出要求，政府也可以对公司施加压力，让其善待股东。如果公司“掠夺”股东，则可能受到惩罚，如被取消税收优惠或被勒令停止营业 (Berglof 和 von Thadden, 1999)。

第二，高度集中的外部投资者所有权。高度集中的外部投资者所有权可以构成对管理层的强有力约束，从而保护投资者。Gorton 和 Schmid (1999) 发现在德国大股东持股份额越大，公司价值也就越高。在新兴国家，Lins (1999) 也发现大股东通常增加公司价值。

第三，公司维护自身声誉 (reputation building)。比如，通过支付红利，公司可建立善待股东的声誉。一般而言，管理层和股东之间的反复博弈可以树立公司值得信赖的形象，从而增强公司外部融资能力。

#### (3) 签订国际契约，实现投资者保护

随着资本市场国际化,在本国投资者保护不足时,公司可以通过交叉挂牌到投资者保护好的市场上市(如非美国公司采取 ADR 形式在美国挂牌),从而提高投资者保护效率。

概言之,契约论的基本观点是,只要契约是完善的,执行契约的司法体系(法庭)是有效的,那么投资者与公司签订契约就可达到保护自己利益的目的,法律并不重要。

## 2、法律论

这派理论主要以 LaPorta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny(以下简称 LLSV)为代表,主要观点是法律在投资者保护方面至关重要,是决定投资者保护水平差异的最重要因素。LLSV 分析了 49 个国家投资者保护水平情况,发现法系差异决定了投资者保护水平差异。LLSV 进一步分析了智利、德国、波兰和韩国的投资者保护法律和规则变革情况,发现法律规则的变化提高了投资者保护水平和公司外部融资能力。因此,LLSV 认为必须完善投资者保护的相关法律框架,建立强有力的监管架构。

对于契约论所提出政府干预、集中的外部所有权、公司信誉和交叉上市这 4 种投资者保护机制,LLSV 分别做出了以下批评。首先,政府干预的前提是政府必须是有效和廉洁的,而政府是否有效和廉洁又是部分地由法律体系所决定的外生变量。LLSV(1999)研究表明,大陆法系的国家腐败程度较高,政府效率偏低。政府虽然表示要保护投资者,但在经济危机时,更倾向于抛弃投资者而保护企业家。1997 年亚洲金融危机中一些以大陆法系为基础的东亚国家政府表现就是明证(Johnson 和 Mitton 2001)。第二,在外部投资者所有权集中的公司中,当大股东实际控制管理层时,也存在如何保护中小股东不被“掠夺”问题。捷克的经验表明,在缺乏有效法律保护的情况下,大股东更容易控制公司并“掠夺”公司价值。Hellwig(1999)指出了在公司外部所有权集中的德国和瑞士缺乏对小股东的足够保护。第三,公司信誉机制也不可靠。在经济前景好时,公司可能善待投资者,但在经济前景不好时,公司可能置投资者不顾。第四,交叉上市可在一定程度上提高投资者保护水平,但不是所有的公司都会在国外上市,因此交叉上市不能替代法律规则的变革。

## 3、简评

契约论和法律论指出了投资者保护机制的不同方面,二者相互补充。契约论存在以下几个问题。首先,契约不完备。契约论隐含的一个假设是投资者有完备的信息,可制定完善的契约。但在现实生活中,由于信息不对称和不确定性,投资者可能没有足够的信息来采取行动以及制定完备的契约。其次,缺乏高效的司法体系。契约论隐含的另一个假设是有高效的司法体系能够执行产权和契约。但

在现实生活中，法庭也可能因资金或动力不足、缺乏相关经济知识甚至腐败而不能有效地发挥作用。在很多国家，投资者并不能依靠法庭来执行契约。LLSV(1998和1999a)发现在大陆法系的国家，司法腐败程度和对契约执行的效率都不如普通法系国家和地区。第三，恶意欺骗。如果没有法律制止和惩罚恶意欺骗、违约与明火执仗的“抢劫”行为，仅靠签订契约也无法保护投资者利益。正是由于以上三方面原因，必须有一个相关的法律规则框架，制定详细规则（如信息披露标准），提高公司透明度，使投资者获得足够信息，同时保证法庭有效运作。而且还有必要创建一个监管框架和强有力的监管机构来制定相关规则和执法。因此，法律规则和执法是签订和执行契约的基础。

### **三、投资者保护：原则与制度**

#### **1、目标与原则**

投资者保护的根本目标是要维持投资者信心，实现公司价值最大化，促进资本积累、证券市场发展和经济增长。

投资者保护的原则包括：

第一，公平对待所有股东。

第二，在投资者保护和公司管理层相机抉择、公司效率以及其他利益相关者利益之间取得合理平衡。

第三，建立保护投资者的法律规则（包括股东表决权制度、股东诉讼制度等）对投资者保护至关重要。

第四，建立强有力的证券执法机构，对侵害投资者利益的违规行为进行严格惩罚。

第五，建立严格的信息披露标准，提高公司运作透明度，保证公司信息完整准确地传递给投资者。

第六，建立对管理层和公司业绩的监督和评价机制。

#### **2、制度**

投资者保护需要一系列制度安排。投资者保护制度的核心是要通过一整套正式的、非正式的规则，包括广泛接受的各种有关做法，建立一套涉及关键“行为人为人”（“Actors”）的激励与约束机制，使他们利益与投资者一致。投资者保护制度具体涵盖公司和社会两个层面。

##### **（1）公司层面**

在公司层面，相关制度安排要使代理成本最低，使代理人只有按照股东或公司最佳利益行事，才能实现最大限度的个人利益（货币收益与非货币收益）。公司层面的制度安排，主要涉及完善公司内部治理，清晰界定管理层和董事会的责

权利，建立公司内部的控制与监督机制，具体包括：

—股东投票权和投票程序，包括诸如累积投票权和其他所谓的反对董事权利（anti-director rights），这些对保护相对于控股股东和相对于管理层的少数股东的权利来说极为重要。

—包括董事会和单个董事在内的公司董事的职责、权力和责任，如“独立”董事的界定，关于董事会构成以及审计、董事提名、董事及管理层报酬等董事会委员会的构成的要求等。

—对公司内部人的自我交易的禁止，不管自我交易是借助于关联交易，还是通过“管道输送”或采取内幕交易的形式。

—公司收购规则，即在发生公司购并和公司私有化（公司不再挂牌）时对小股东进行保护。

—通过派生诉讼和集体诉讼，股东拥有对管理者和董事的法律求偿权。

## （2）社会层面

从整个社会的角度来看，要在公司以外的相关层面建立相关制度，使这些层面的“行为人”只有按照股东或公司最佳利益行事，才能使个人利益最大化。

—政治层面，要清晰界定的政商关系，政府应避免既是“裁判员”又是“运动者”的利益冲突。

—法律层面，要建立保护投资者权益的完善的法律体系，包括公司法、破产法、收购兼并法和证券法等。要制定关于公司股票与债券发行和交易的法规，包括关于证券发行人和诸如证券公司、会计师事务所、投资顾问等市场中介机构的职责和责任的法律。要明确投资者保护措施，主要是事前保护和事后救济两方面。事前保护措施有股东表决权制度（如累积投票制、代理权征集制、表决权限制等）、新股发行的优先认购权等，事后的救济措施有派生诉讼、集体诉讼等。此外还应建立与股东诉讼相配套的个人信用制度、收入账户公开和个人破产制度。

—司法层面，要有足够的政治独立性、足够的司法权、足够而不会导致过度延误的法律实施资源、能做出信息充分而又公正的判决的司法体系。

—执法层面，建立依照证券法运用监督手段和法律实施手段而对公司证券的发行和交易进行监管的政府机构（“证监会”）。

—自律层面，如证券交易所的上市规则，即公司证券容许在交易所挂牌和交易而必须达到的条件，证券交易所对上市公司的信息披露要求，投资者协会对投资者的保护等。其中信息披露尤为重要。美国、波兰和德国市场的成功经验表明，证券发行者必须有大量强制性的财务信息披露。信息的准确性，即使在股东无权据此采取诸如集体诉讼行动时，也对股东保护至为关键。关于信息披露的制度涉及，公司财务报告所依据的会计标准及其确定；外部审计及相应的审计机构的选

择；以清晰、及时的方式公开披露各种有关信息，包括财务报表（分部的和合并的报表，董事和高层管理人员的报酬水平和奖励手段等）、关联交易、公司治理准则和其他有关的准则、法律、规章和自己公布的公司价值与目标的实施情况或未能实施的理由。

—市场层面，如约束和激励管理层的公司控制权市场、经理人才市场和产品市场。

—证券中介机构层面，主要是投资基金和大机构投资者的分析师<sup>4</sup>和会计师事务所和律师事务所的自律。股票分析师对公司客观价值进行持续性分析，会计师事务所对上市公司财务的审计，起到了监管上市公司和保护投资者的作用。为使中介机构充分发挥监督作用，还应在市场中引入卖空机制，为分析师和媒体监督公司提供一种激励机制，也即卖空机制存在可以使分析师通过追查企业欺诈行为，卖空股票获利。此外还要建立通过成员资格授予、信息共享、同业压力等界定并维持本行业执业标准的专业协会，如会计师协会、证券经纪商协会、公司董事协会等。

—媒体层面，主要指媒体对公司可能的欺诈和侵害投资者的行为独立地进行分析、报导和揭露。

概言之，投资者保护制度，无论是在公司层面还是社会层面，主要涉及到公司的监督和控制、信息披露和公司透明度这两大类，这些制度的着眼点在于最大限度地降低信息不对称程度和道德风险，实现激励相容，保证代理人利益与委托人的利益尽可能地一致，保护投资者利益。

投资者保护是一个系统化的工程，以上这些制度构成了投资者保护的完整机制，缺一不可。立法、执法和政府监管在很多国家是投资者保护改革成功的关键因素<sup>5</sup>。但对政府监管而言，它的资源有限，必须依靠证券市场参与者（交易所、

---

<sup>4</sup>股票分析师大致可分为两类，第一类是职业股票分析师，由于他们是经纪公司雇员，而这些公司靠承销、推销股票挣钱，靠投资者买卖股票的佣金挣钱，因此这些证券分析师（security analyst）有明显的利益冲突，他们有把什么股票都说成“好股”的动机。习惯上，这些职业者在美国被称作“卖方分析师”（sell-side analyst）。另一类是机构投资公司、基金管理公司和对冲基金公司的证券分析师与基金经理，以及为投资者和这些基金公司提供分析报告、但不靠股票交易本身挣钱的证券分析师，他们都被通称为“买方分析师”（buy-side analyst）。显然，买方分析师有充分的激励和动机去对上市公司作客观的分析，因为他们的收入最终是靠其分析报告的准确度而决定（陈志武，2002）。

<sup>5</sup>以波兰和捷克的证券法改革为例。在这两个转轨经济中，20世纪90年代初的司法一般都被认为是无效的。那时，波兰政府引进了一个严格的证券法，将注意力放在股东保护上。像美国证券法一样，波兰的法规主要关注由新证券发行商和已上市公司披露的重要信息，以及中介机构的执照和密切监管。该法律还建立了一个强大的证券交易委员会，它拥有重要的执行力量，不用依靠法庭。这次改革使得波兰股票市场有了显著发展，新上市和已上市公司在市场上的股票都增加了。相反，捷克政府在私有化的过程中，既没有选择



会计和律师中介机构、投资机构、媒体和投资者)、公司内部和市场的监管, 否则成本太高。如美国立法要求中介机构承担明晰会计准则和信息披露责任, 而且美国证监会 (SEC) 的监管主要集中在这些相对较少的中介机构上。SEC 也强调了中介的自律。因此, 一旦会计业认识到对其服务需求在上升, 它就成为一个独立的私人力量, 以确保与信息披露的规则一致。结果, 一个小委员会就能够管理一个资源相对较少的大市场。让私人中介参与法规的实施这一原则已都为德国和波兰等很多国家所采纳 (LLSV, 1999)。投资机构、媒体和市场对公司的监管通常更直接, 甚至在事态刚刚发生或正在发生时就可产生效果。在众多的上市公司欺诈案中, 如美国的安然 (Enron) 和中国的银广夏, 都是投资分析师和媒体“先知先觉”, 发现公司欺诈的蛛丝马迹。因此, 一个好的投资者保护机制需要发挥证券市场各个参与者的互相监督的作用。

#### 四、投资者保护：国际比较与分析

##### 1、投资者保护的国际比较

法律保护是投资者保护的重要方面, 法律框架的不同直接导致投资者保护水平的差异, 因此法律所规定的股东权利以及对这些权利的执行情况是投资者保护水平的重要衡量标准。LLSV 制定了一套投资者保护指标——股东权指数、债权人保护指数和执法效率指数(称为 LLSV 指标)。根据这些投资者保护指标和法系, LLSV 对世界 49 个有代表性的国家和地区的投资保护水平进行了比较(见表 1)。

表 1 法系和投资者权利

法系 <sup>6</sup>					
指标	普通法系 (18 国)	法国法系 (21 国)	德国法系 (6 国)	斯堪的纳维亚法系 (4 国)	世界平均 (49 国)
股东权利保护					
抗董事权指数	4.00	2.33	2.33	3.00	3.00
通信投票权	39%	5%	0%	25%	18%
无阻碍出售权	100%	57%	17%	100%	71%

颁布严厉的证券法, 也没有创立一个强有力的市场监管者。可能正因为如此, 捷克的市场为大量的小股东权利被剥夺所困扰, 资产从公司和共同基金中流失。与波兰市场相比, 捷克的市场停滞了, 成百家公司离开股市并且没有进行实质性的上市证券融资 (Coffee, 1999; Glaeser, Johnson 和 Shleifer, 2000)。对波兰和捷克的比较特别有启发意义, 因为这两个国家的收入和经济政策都大致相似。在这种环境下, 波兰对股票市场和上市公司的监管集中在投资者保护上, 发挥了非常有益的作用。(LLSV, 1999)。

<sup>6</sup>这些国家(地区)按照其商业法典的起源分为四类: 英国法系以普通法 (common law) 为基础, 其他三个法系都是从大陆法 (civil law) 中发展起来的; 但经过某些变化形成法国法系、德国法系和斯堪的纳维亚法系。法系的起源在数百年前就决定了。

累计投票权或比例投票权	28%	29%	33%	0%	27%
受压少数股东机制	94%	29%	50%	0%	53%
优先权	44%	62%	33%	75%	53%
召开特别股东大会的权利	94%	52%	0%	0%	78%
债权人保护					
债权人权利指数	3.11	1.58	2.33	2.00	2.30
不得自动扣押抵押品(no automatic stay on secured assets)	72%	26%	67%	25%	49%
首先支付有抵押的债权人	89%	65%	100%	100%	81%
对进入重组的限制	72%	42%	33%	75%	55%
管理层不得参与重组	78%	26%	33%	0	45%
执法效率					
司法效率	8.15	6.56	8.54	10.00	7.67
腐败水平	7.06	5.84	8.03	10.00	6.90
会计准则	69.92	51.17	62.67	74.00	60.93

说明：LLSV 指标的股东权指数主要包括 8 个指标：

(1) 投票权。一国公司法或商法要求普通股每股有一份投票权则该指标为 1；否则为 0；禁止存在多投票权或无投票权的股票或者禁止限制单一股东的最大投票权为 1，否则为 0。

(2) 通信投票权。允许股东将其对公司事务的投票邮寄给公司为 1，否则为 0。

(3) 无障碍出售权。法律禁止公司要求股东在股东大会前若干天不能出售其所持股票为 1，否则为 0。

(4) 累计投票权或比例投票权。法律允许股东将其所有投票权给予某一个董事候选人或少数股东可以提名等比例的董事进入董事会为 1，否则为 0。

(5) 受压少数股东机制。少数股东有权挑战董事会或股东大会的决定，拥有在反对某些重大决策时可以要求公司收购其股票的权利为 1，否则为 0。这里的少数股东指持股 10% 以下的股东。

(6) 优先权。法律赋予股东优先购买新发股份的权利，这种权利只能经由股东投票加以限制。拥有此权为 1，否则为 0。

(7) 召开特别股东大会的权利。提议召开特别股东大会的最低股份比例要求，该比例一般介于 1% - 33% 之间，10% 以下可得 1 分。

(8) 对抗董事权指数。将上述 2 - 7 项权利归结为对抗董事权，是衡量少数

股东对管理层和控股股东有多大反抗权利的指标。该项权利得分为 0-6。

债权人权利指数包括不得自动扣押抵押品、首先支付有抵押的债权人、对进入重组的限制和管理层不得参与重组 4 个指标，是对 4 项指标的汇总，介于 0-4 之间。

(1) 不得自动扣押抵押品：一旦重组申请通过，有抵押的债权人可以占有抵押品为 1，否则为 0。

(2) 首先支付有抵押的债权人：破产公司资产处置后收入首先支付给有抵押债权人为 1，否则为 0。

(3) 不得进入重组的限制：债务人不得管理准备重组的资产为 1，否则为 0。

(4) 管理层不得参与重组：管理层不得参与重组为 1，否则为 0。

执法效率指数主要包括司法体系的效率、法律规则、腐败水平和会计准则 4 个指标。

(1) 司法体系的效率：根据国际商业公司（一家私人风险评估机构）对各国影响商业的法律环境的效率和整体性所作的评估；期间为 1980-1983。较低的分代表较低的效率水平。

(2) 法律规则：“各国风险指南”（ICR）对一国的法律和秩序传统所做出的评估，为 1982-1985 年间每月指数的平均值，较小的指数值表示存在较少的法律和秩序的传统。

(3) 腐败水平：根据“国别风险指南”对各国政府中的腐败情况的评估；为 1982-1995 年间的每月指数的平均值，评分较低意味着较高程度的腐败。

(4) 会计准则：这是国际金融分析与研究中心根据 1990 年样本公司的年报中披露的 7 类 90 个会计指标做出的评价指数。评分低意味着会计准则较不完善。

资料来源：LLSV, “Investor Protection: Origin, Consequences, Reform”, NBER Working Paper No. 7428

从表 1 可以看出，普通法国家（地区）在股东权利保护方面最好，法国法系的股东保护最差，德国和斯堪的纳维亚国家居于中间。法律实施方面的差别也很大，法国法系国家在法律实施和会计标准方面最差，斯堪的纳维亚法系最好，德国和普通法国家（地区）也较好。因此总的来说普通法国家的股东保护水平最高，德国和斯堪的纳维亚国家次之，法国法系国家最差。

## 2、投资者保护水平差异的解释

由上述分析可知，具有历史渊源的不同法系很大程度上影响了市场的发展，决定了不同法系下国家和地区投资者保护水平的差异。为什么普通法系国家和地区投资者保护水平要高于和大陆法系的国家和地区呢？解释主要有两派观点。

**司法理论**（Judicial Theories, Coffee1999）。持该理论的学者认为，法官

的灵活决策 (Discretion) 和诚信义务是良好投资者保护的关键。在普通法国家 (地区) 中, 法官发挥重要作用。即使某些行为并未在法律中载明, 他们也能灵活地根据一般法律哲学原则和以往判例对商业案件做出判决。在投资者权益方面法官多依据诚信义务原则处理控股股东 (包括管理层) 与小股东的关系 (目前这个原则已成为多国公司法的基本原则)。而在大陆法系中法律条文起决定作用, 法官难以超越法律条文的规定做出自己的解释, 因此“内部人”可以选择法律没有明文禁止的手段掠夺小股东。

**政治理论** (Political Theories, LLSV1999)。根据该理论, 影响法律的重要历史因素是政商关系, 即国家在监管商业中的作用。英美民族有其特殊的“英美政治传统” (The Anglo-American Political Tradition)。英国“光荣革命” (1684) 年后, 英语民族在人类历史上第一次成功地约束了王权。1776 年“美国革命”后, 美国摆脱了英皇统治, 又建立了人类历史上第一个“民国”, 把“君权”换成“民权”。在英美民族独特的政治传统下, 英美民族的普通法在发展过程中较少受到当时的政府干预, 是在与国家对立过程中发展起来的, 如法庭主要受议会和房产所有者的影响, 法律在发展过程中也主要是保护私有产权不受君权的侵犯, 因而一般说来更倾向于保护私人出资人的利益, 法律实施的效率也较高。反观大陆法系, 法律形成过程中政府起了重要作用 (法国的拿破仑和德国的俾斯麦重写了商法), 法律主要是进一步发展国家目标, 法官更倾向于维护政府和管理部门的利益, 法庭依赖于政府, 而不是像普通法那样与政府对立, 因此大陆法系对投资者的利益保护较少, 法律实施的效率也较低。

因此, 一个国家和地区政府对法律和市场的干预越大, 投资者保护水平也就越低。胡汝银 (2000) 强调了投资者保护水平、证券市场监管架构和国家干预的关系。他指出要保护投资者利益, 首先要规范政府行为, 规范国家与企业的关系。他认为, 一般来讲, 按国家对证券市场的影响程度来划分, 证券市场的监管模式可分为政府主导模式和市场主导模式两种。政府主导模式以日本和法国为代表, 监管机构隶属于政府, 拥有不受约束和监督的超级监管权力, 运作带有浓厚的官僚体制色彩, 在监管取向上, 强调企业的融资和规模的扩大, 但往往忽视或不重视投资者利益的保护, 这种模式为持财政部观点的监管模式。新经济史研究表明, 在持财政部观点的监管模式下, 政府往往按政府或长官意志发展政府控制企业, 企业没有良好的治理机制, 公司内部控制人现象严重, 投资者利益未能得到充分保护, 整个金融市场和资源使用效率都很低。

市场主导模式以英美为代表。它的特点是以立法、执法和行政三权分立和司法独立的权力制衡机制为基础, 比较好地解决了政府独大引起的相应问题和利益冲突, 能够提供一个较好的立法框架。因此, 这种模式法制比较完备, 并易于实

施，同时对监管机构本身的监督机制也比较健全。更重要的是，这种模式充分发挥了市场作用，是国家集中监督和市场分散监督相结合的证券市场监管架构，即一方面国家通过立法执法对证券市场进行监督，另一方面投资者和中介机构也可对违规公司进行民事诉讼，要求民事赔偿。投资者人数众多，对自己切身利益保护的动机最为强烈，而且还有与投资者诉讼相配套的司法安排，保证诉讼得以实施，如派生诉讼、代表诉讼和保险公司承保（即保险公司支付投资者诉讼费用，作为补偿，提取投资者胜诉后所获报酬的一部分），因此这种市场自身的监督往往是投资者利益最有效的保障形式。

## 五、投资者保护、资本市场与经济增长

投资者保护直接影响到上市公司的股权集中度、公司价值、跨地上市和资本市场规模，并通过资本市场最终影响到实体经济的增长。

### 1、股权集中度

股权集中度和投资者保护密切相关。企业家在集中与分散股权的选择中，主要是权衡控制公司的私有利益的大小。投资者保护好，较高公司股权集中度的利益就越小，股权就越分散（Lucian Arye Bebchuk, 1999）。

实证研究表明，一个国家或地区对中小股东投资者利益保护得越好，则该国家或地区上市公司的股权就越分散。在这些国家和地区，中小投资者愿意为股票付出高价，因为即使他们不能直接影响公司决策，他们的投资也是受到法律良好保护，不会被大股东侵害。当中小股东越愿意投资，控股股东股票融资的意愿也就越强，他们愿意减持股份，实现股权多元化。而且控股股东也不必担心，在失去公司控制权后，自己会被其他股东“掠夺”，因而更愿意减持股票（Rafael La Porta、Florencio Lopez-de-S 和 Andrei Shleifer, 1998）。

表 2 列出了不同法系国家上市公司的股权结构。从表 2 可以看出，由于普通法系相对于大陆法系，对投资者有较好的保护，普通法系国家企业股权集中度要低于大陆法系国家。

表 2 不同法系国家上市公司所有权结构

	普通法系		大陆法系					
	英国		斯堪的那维亚	德国	法国			
控制类型：20 家最大非金融性公司中股权分散比例								
单个国家	美国	80%	瑞典	25%	德国	50%	法国	60%
	英国	100%	丹麦	40%	瑞士	60%	意大利	20%
	加拿大	60%	挪威	25%	日本	90%	墨西哥	0%
			芬兰	35%	韩国	55%	阿根廷	0%
集中度：前三大股东股权持有比例								
小组平均	42%		33%		33%		55%	

单个国家	美国	12%	瑞典	28%	德国	50%	法国	24%
	英国	15%	丹麦	40%	瑞士	48%	意大利	60%
	加拿大	24%	挪威	31%	日本	13%	墨西哥	67%
	新加坡	53%	芬兰	34%	韩国	20%	阿根廷	55%
20 家最大非金融性公司中由家族、国家、或其他企业控股的比例								
单个国家	美国	20%	瑞典	55%	德国	35%	法国	35%
	英国	0%	丹麦	50%	瑞士	30%	意大利	65%
	加拿大	40%	挪威	60%	日本	10%	墨西哥	100%
	英国	80%	芬兰	50%	韩国	40%	阿根廷	95%
20 家最大非金融性公司中由金融企业控股的比例								
单个国家	美国	0%	瑞典	20%	德国	15%	法国	5%
	英国	0%	丹麦	10%	瑞士	10%	意大利	15%
	加拿大	0%	挪威	15%	日本	0%	墨西哥	0%
	新加坡	5%	芬兰	15%	韩国	5%	阿根廷	5%

资料来源：根据 LLSV (1999)，LLSV (1998) 等整理。

## 2、公司价值

投资者保护决定公司价值。市场价值是衡量公司价值的最有效指标之一，而市场价值具体体现为股权价值和债权价值之和。在小股东被“掠夺”的情况下，投资者就不愿意持有公司股票，或对公司股票只愿意付出较低价格，这会使股票交投低迷，价格不振（债券价格也是如此），从而会导致公司的市场价值下跌。另一方面，在存在大股东“掠夺”的公司，职业经理人经营管理的积极性也会受到影响，因为职业经理人的激励计划多与股价相联系，“掠夺”使他们的努力不能反映在股价上，从而影响了其积极性的发挥。这两个因素都对公司业绩和价值有负面影响。S. Claessens (1998) 等人曾对东亚地区的 2658 家上市公司的情况进行实证研究，发现在这些公司存在着广泛的控制权超过现金流权利（持股比例）的情形，日本、印尼和新加坡 3 国公司的现金流权利与控制权之比分别为 0.602、0.784、0.794。控制权与现金流权利比例较高一般意味着更大程度地掠夺小股东的可能，因为大股东可以利用这种超过现金流比例的控制权谋取自身利益，成本却由全体股东承担，二者差距越大，大股东掠夺小股东的机会就越大。Claessens 的研究表明，现金流权利与控制权两者的差距与公司价值是负相关，差距扩大 10%，公司价值将降低 5%。这说明掠夺反映在股价上。可见大股东掠夺对公司市场价值有很大影响。

LLSV 的实证研究（见表 3）也显示，在其他条件不变的情况下，股东保护较好国家或地区（普通法系国家或地区）的企业价值（Tobin Q 值和价格与现金流的比率）较股东保护较差国家（大陆法系国家）公司高。根据表 3，普通法

系国家或地区 Tobin's Q 的中数为 1.23, 而大陆法系国家该值为 1.10。另外, 在其他条件不变的情况下, 企业的现金流所有权越高, 大股东“掠夺”小股东的成本就越大, 因此, 管理层现金流所有权对于投资者保护有激励作用 (Jensen 和 Meckling, 1976)。LLSV 的实证研究发现, 现金流所有权的激励越大, 公司价值也就越高。

表 3 投资者保护与公司价值

国家	拥有大股东企业的数目	抗董事权	Tobin Q	现金流 / 市值
<b>中值</b>				
阿根廷	20	4	1.1494	0.1467
奥地利	19	2	1.1131	0.1502
比利时	19	0	1.2181	0.1326
丹麦	16	2	1.5695	0.0851
芬兰	14	3	1.0457	0.2045
法国	10	3	1.2176	0.1022
德国	13	1	1.1842	0.1537
希腊	20	2	1.6734	0.0748
意大利	18	1	1.0320	0.1503
日本	7	4	1.3655	0.0462
韩国	9	2	1.0580	0.1232
墨西哥	20	1	1.6388	0.0949
荷兰	13	2	1.9258	0.0754
挪威	16	4	1.1443	0.1130
葡萄牙	18	3	1.1367	0.1067
西班牙	15	4	1.2061	0.1104
瑞典	17	3	1.2130	0.1032
瑞士	13	2	1.4645	0.0782
<b>大陆法系中值</b>	<b>16</b>	<b>2</b>	<b>1.2096</b>	<b>0.1086</b>
澳大利亚	6	4	1.4823	0.0696
加拿大	10	5	1.5783	0.0779
香港	19	5	1.1842	0.0811
爱尔兰	7	4	1.3288	0.0738
以色列	19	3	1.1699	0.1189
新西兰	15	4	1.4771	0.0839
新加坡	14	4	1.6874	0.0398
英国	1	5	3.3825	0.0306
美国	3	5	2.2638	0.0561

普通法系中值	10	4	1.4823	0.0738
样本中数	15	3	1.1510	0.1141

说明：普通法，该国或地区公司法或商法源于英国普通法，等于 1，否则为 0。

大陆法：该国或地区公司法或商法源于罗马法，等于 1，否则为 0。

抗董事权：同表 1。

Tobin' Q：在最近一个财政年度末，资产市值与重置价值之比。

资料来源：LLSV, “Investor Protection and Corporate Valuation”, 1999, Harvard Institute for Economic Research, Discussion Paper 1882, Harvard University

### 3、交叉上市与增资发行

从理论上讲，随着资本市场国际化，企业可以选择上市地点，交叉上市。相应地，投资者保护差的国家或地区的企业到投资者保护好的国家或地区上市，可以提高投资者保护水平<sup>7</sup>，增加企业以后的增资发行。Coffe (1999a) 和 Stulz 指出交叉上市可以使一个公司影响它本国的法律体制。在实践上，经理在考虑交叉上市时，必须在个人利益和进入国际市场融资之间权衡，因此交叉上市和提高投资者保护水平之间关系不是很清楚<sup>8</sup>。但股票发行、交叉上市和投资者保护之间的关系较明显。Reese 和 Weisbach (2001) 对在美国交叉上市的外国公司研究表明，在交叉上市后，无论母国投资者保护水平如何，在美国交叉上市的外国公司股票发行的数量和价值都有较大的增长，但来自投资者保护弱国家或地区的公司倾向于发行更大数量的股票。而且，来自大陆法系（通常投资者保护弱）国家或地区公司增发的股票大部分都在美国外，而来自普通法系（通常投资者保护强）的国家和地区的公司倾向于在美国境内增发股票。Reese 和 Weisbach 认为，母国有较强投资者保护的公司在美国交叉上市以进入美国市场筹资，而母国投资者保护弱的国家在美国交叉上市的目的是自我约束，遵守美国证券市场规则，以在本国和其他地方更容易地筹资。

### 4、资本市场发展

<sup>7</sup> 如非美国的公司在美国交叉上市，可以得到许多投资者保护手段，包括运用美国股东对公司欺骗性陈述的诉讼、遵守美国通用会计准则和交易所规则、在美国证券交易委员会注册以及遵守保护小股东的收购兼并准则。

<sup>8</sup> Reese 和 Weisbach 对在美国上市的外国公司的研究表明，使用单变量统计分析，交叉上市的公司多来自投资者保护比较弱的国家，但考虑了公司规模等其他因素后，发现交叉上市的公司多来自投资者保护强的国家和地区。



投资者保护将促进资本市场的发展。投资者保护越好，资本市场的素质就越高，投资者对市场就越有信心，越愿意投资，对证券越愿意付出溢价，从而激励企业发行更多证券，促进资本市场的发展。麦肯锡咨询公司 1999 年底 - 2000 年初对 200 个代表 32500 亿美元资产的国际机构投资者所做的调查表明，80% 的被调查者认为，在其他因素相同的情况下，他们愿意为“良好治理”的公司付出溢价。公司治理是衡量投资者保护水平的一个重要指标。换言之，投资者愿意为良好的投资者保护水平付出溢价。实证研究表明，一国或地区投资者保护越好，则

- (1) 股票市场规模越大<sup>9</sup> (La Porta et al. 1997, 见表 4) ;
- (2) 上市公司数目越多 (La Porta et al. 1997, 见表 4);
- (3) 上市公司资产和销售越大 (Kumar, Rajan 和 Zingales 1999);
- (4) 上市公司相对于其资产的价值越高 (Claessens et al. 1999, La Porta et al. 1999);
- (5) 红利支付额越大 (La Porta et al. 2000);
- (6) 所有权控制集中度越低 (欧洲公司治理网络; La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Sheleifer 1999, Claessens et al. 2000);
- (7) 控制公司的私有利益越低 (Zingales, 1994, Nenova 1999);
- (8) 投资机会和实际投资的关联度越高 (Wurgler 2000)。

表 4 投资者保护与资本市场

	资本市场市值 / GNP	公司数/百万人	公开发行数/百万 人	债务 / GNP
普通法系	60%	35.45	2.23	68%
法国法系	19%	11.89	0.28	56%
德国法系	46%	16.79	0.12	97%
斯堪地纳维亚法系	30%	27.26	2.14	57%
<b>世界 (49 国)</b>	<b>40%</b>	<b>21.59</b>	<b>1.02</b>	<b>59%</b>

资料来源: Johnson, Simon and Andrei Shleifer. 2001. “Privatization

<sup>9</sup>La Porta 等人 (1998) 曾研究过世界范围内 49 个有代表性国家的投资者保护与资本市场和经济增长的关系。结果发现，投资者保护较好的国家，其资本市场在规模和广度方面也较为领先，经济增长也较为迅速。以外部融资占 GNP 的比例和上市公司占人口的比例这两个指标来看，法国法系国家都只有全部国家平均水平的一半左右；IPO (首次公开招股) 占人口的比例也只有平均水平的 1/5。许多拉美国家 (属法国法系) 的股票市场尤其狭小，上市公司占人口的比例只有平均水平的 1/3。IPO 比例为世界水平的 1/10。比较而言，进入股权市场在普通法国家较为容易，外部股权市场价值占 GNP 比例为 60% (世界平均水平为 40%)，每百万人的 IPO 数目为 2.2 (平均水平为 1.02)。斯堪的纳维亚法系国家的证券市场比德国法系国家的市场规模要小但较宽广。总的来讲，大陆法系国家的资本市场规模最小，普通法国家最大。债务市场也大致如此，债务占 GNP 的比例法国法系国家为 45%，北欧国家为 57%，普通法国家为 68%，德国法系国家为 97%，拉美国家只有 29%。

and Corporate Governance.” Manuscript. Harvard Business School.

投资者保护对资本市场的稳定和防止金融危机尤其重要。在投资者保护弱的国家，内部人在公司前景看好时，为了持续外部融资，可能会善待外部人。但一旦前景堪忧，内部人则会加紧“掠夺”，而外部人，无论是股东还是债权人，都无计可施。“掠夺”的逐步升级导致投资者信心削弱，减少投资，证券价格下降，加剧金融危机，在投资者保护缺乏的国家尤其严重。为验证这个假设，Johnson等（1999）考察了1997-1998年亚洲危机期间25个国家证券市场的衰退和货币贬值情况。他们发现，投资者保护指数和执法质量等公司治理变量，对危机期间的市场滑坡程度有很强的说服力。与一直以政策讨论为中心的宏观经济变量相比，这些变量能够比较好地解释下降情况。

### 5、实体经济

通过影响资本市场，投资者保护也影响到实体经济（LLSV, 1999）。根据Beek, Levin和Loayza（2000）的研究，资本市场发展能够从三个方面加速经济增长。首先，它能够强化储蓄；第二，它能把这些储蓄引导到实体投资中，促进资本积累。第三，一旦金融家对企业家的投资决策的控制达到一定程度，资本市场发展就使资本流向更有生产力的用途，从而提高资源配置效率。所有三个渠道在原则上会对经济增长产生较大影响。

许多学者对金融发展与经济增长联系进行了研究。King和Levin（1993）首先指出，初期资本市场较大的国家，其经济增长将来也更快。Demirguc-Kunt和Maksimovic（1998）、Levin和Zingales（1998）、Carlin和Mayer（1999）进一步支持了这个论点。其中一些研究认为，法律渊源作为一种分析工具，可以推出一国或地区资本市场发展程度，而资本市场发展作为一个外生变量，可以预测经济增长。

更多的研究区分了金融市场作用于实体经济的三个渠道：强化储蓄、积累要素和增进效率（LLSV, 1999）。Beck, Levine和Loayza（2000）发现，银行部门的发展对全要素生产率的提高有很大的影响，而对个人储蓄和资本积累影响较小。Wurgler（2000）发现，与金融欠发达国家相比，金融发达国家更多地随着增长机会的变化而在各产业间分配投资。Morck, Yeung和Yu（2000）发现，更发达国家的股票市场很好地结合了公司专用性的信息，从而帮助更有效地分配投资。该项研究认为，金融发展改善了资源配置。通过这个渠道，投资者保护有利于促进生产力提高和产出的增长。例如，由于欧洲大陆等国对投资者保护不如美国强，资本市场相对不发达，这在一定程度上阻碍了高科技公司上市和高科技产业的发展（Johnson和Shleifer）。

## 六、中国需要构造有效的投资者保护制度

保护投资者，对于完善公司治理，推进我国证券市场和经济健康发展具有重要意义。当前，由于投资者保护不足，产生了各种严重的经济问题和社会问题，这些问题突出地表现为滥用和浪费社会资本和经济资源。只有形成良好的投资者保护制度，才能保证善用稀缺的社会经济资源，将社会储蓄有效地转化为投资，促进社会资本形成，促进社会经济可持续发展，动态地保持和提升中国经济和中国金融市场的国际竞争力，真正地控制和化解金融风险与有关的社会风险。中国证券市场的发展，需要避免浮躁和短视，需要着眼长远，扎扎实实地打好基础，尤其是搞好制度性基础设施的建设。因此，加强投资者保护制度建设是当前中国证券市场发展的重要任务。

中国投资者保护制度建设的基本导向涵盖两个方面。第一，是在社会运作层面上确立以公民为本的法治社会和公民社会（即卡尔·马克思所说的“市民社会”）。法治有两大功能：一是约束国家，防止国家官员揽权寻租、滥用公共权力和公共资源，避免经济活动的官僚化、政治化；二是约束市场参与者，防止他们滥用市场机制和市场资源。第二，在经济运作层面上确立以投资者为本和利益相容的市场机制。

从中国目前的实际来看，投资者保护制度建设需要包括以下 7 个方面的变革。

### 1、国家角色变革

要建立以公民为本的社会权力制衡机制，实现更彻底的政商分离，国家机构运作要基于以公民为本的法治秩序，并且要更加透明。国家作为所有者和作为协调监管者的角色要进一步分离和专业化，避免既是游戏规则制定者和“裁判员”又是“运动员”的角色冲突和利益冲突，防止揽权寻租和公共权力黑箱运作，防止过度管制和角色错位。

### 2、法律变革

- - 基于投资者本位，以保护投资者和保证公司健全运作为目标，修改《公司法》：引入防止控股股东滥用公司控制权的刺穿公司面纱等措施。

- - 基于投资者本位，以保护投资者和保证证券市场健全运作为目标，修改《证券法》。

- - 发展独立、高效的司法体系：可考虑引入巡回法院制度，以克服地方保护主义。

法律变革的核心原则应是法律的有效性。法律变革应具有可操作性、便捷性和经济性，使投资者保护成本最小化，包括使法律实施的成本和障碍最小化（最重要的是细节和不过分复杂）和程序经济，实现诉讼成本最小化和诉讼拖延最小

化。过高的诉讼成本将阻止投资者对司法的接近，否定他们诉诸司法的权利。要建立恰当的实体法和程序法架构，发展以投资者主动行动为基础的法律自我实施机制，包括集体诉讼和代表诉讼机制，同时还要完善民事赔偿机制的配套建设，包括全面建立个人财产申报和个人破产制度。

### 3、监管变革

要建立国家集中监督和社会分散监督相结合的证券市场监管架构，发展国家监管的独立性和专业性，加快独立的自律机制的建设，强化和完善投资者、市场中介与传媒的独立监管，避免监管政治化——使监管角色和宏观调控等角色相分离。

在现有法律框架中，充分发挥交易所的自律作用，提高信息披露标准，对投资者保护能起到重要的促进作用。以德国新市场（Neur Market）为例。该市场在现有的公司法、证券法和破产法的框架下实行了新的更严格的保护投资者的规定，如引入国际会计准则、对挂牌企业实行更加严格的信息披露要求等，从而促进了新企业的融资活动和德国风险投资的发展。

### 4、国企和国有资产管理机制与治理机制的变革

国企和国有资产管理机制与治理机制变革的重要方面是要使国有资产管理角色的单一化、专业化、商业化和透明化。为此，要强化国有股东代理人的责任，包括强化他们的忠诚责任、注意责任（勤勉尽责）和报告责任；使国有资产管理目标和业绩度量指标单一化，即以创造股东价值作为单一的目标和业绩考核标准。

### 5、市场中介执业标准的提高和治理机制的变革

首先，要健全银行体系，发挥银行在公司中的监督作用。其次，要培育机构投资者并完善机构投资者的治理机制，避免“廉价投票权”和利益冲突等问题。

### 6、发展公司控制权市场（并购市场）和经理市场

需要借鉴国际经验，大力推进民营化，按照单一的商业原则，重新构造国有资产运作机制，真正实现国有资产的保值增值，促进公司控制权市场的发展。另外，需要按照国际标准建立成熟的经理市场，在人事制度上真正避免公司运作的政治化和官僚化。

### 7、发展完整的公司董事会和管理层的约束与激励机制

一种完整的投资者保护制度同时包含着有效的约束和有效的激励。约束旨在抑制损人利己的分配性努力和毁灭股东价值的行为，着重解决的是如何不毁坏蛋糕的问题；激励是旨在促进创造价值的生产性努力，着重解决的是如何将蛋糕做大的问题。如何促进公司董事会和管理层善用而不是滥用公司资源，既需要注重解决约束问题，也必须注重解决激励问题。要强化利益共同体机制，如管理层强

制持股制度。此外，在监管（约束）和效率之间需要保持一种恰当的平衡。明显降低效率的过度约束和监管，与约束和监管不足一样并不可取，因此要进行各种监管或约束手段的成本收益分析，选择最有效的监管与约束手段组合。

## 参考文献

- 陈志武，杨林，“媒体和市场对上市公司的治理监管效率”，2002年，财经周刊。
- 郎咸平，“中国家族企业控股与监管”，2001年8月，香港资本杂志。
- 郎咸平，“中国上市公司的特色”，2001年7月，香港资本杂志。
- 胡汝银，“投资者保护与证券监管架构”，2000年11月，上海证券报。
- 胡汝银，“制度架构与公司治理发展”，2001年8月，海通研究。
- 裴武威，“投资者保护、公司治理与资本市场发展”，2000年，证券市场导报。
- 屠光绍，朱从玖，“公司治理：国际经验与中国实践”，2001年，人民出版社。
- Barclay, Michael, and Clifford Holderness, (1989). “ Private Benefits from Control of Public Corporations.” *Journal of Financial Economics* 25, 371-395.
- Bebchuk, Lucian., 1994. “ Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control.” *Quarterly Journal of Economics* 109, 957-994.
- Bebchuk, Lucian. 1999. “ The Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control.” Cambridge, Mass: Harvard Business School.
- Bukart, M., Gromb, D., and Panunzi, F., 1997.” Large Shareholders, Monitoring ,and Fiduciary Duty.” *Quarterly Journal of Economics* 112, 693-728.
- Burkart, Mike, Denis Gromb, and Fausto Panunzi, (1998), “ Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders.” *Journal of Political Economy* 106, 172-204
- Claessens, Stijin, 1997, “Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics,” *Journal of Finance*,51:1641-58.
- Claessens, S., Djankov, S., 2000. “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations.” *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Coase, Ronald,1960, *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago: Univ. of Chicago Press.
- Coffee, John C, Jr., 1999, “The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications”. *Northwestern Law Review*, 93:631-707
- David, Rene, and John Brierley. 1985. *Major Legal Systems in the World Today*. London: Stevens and Sons.
- Demirguc-kunt, Asli, and Vojislav Maksimovic. 1998. “ Law, finance, and Firm Growth.” *Journal of Finance* 53, 2107-2139
- Demsetz, Harold, and Kenneth Lehn. 1985. “ The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences.” *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- European Corporate Governance Network(ECGN). 1997. *The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries Preliminary Report to the European Commission*. Volumes 1-4. Brussels: European Corporate Governance Network.

- Finer, Samuel. 1997. *The History of Government*, Vol. III. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Franks, Julian, and Colin Mayer. 1994. "The Ownership and Control of German Corporations." London Business School.
- Gorton, Gary, and Frank Schmid. 1996. "Universal Banking and the Performance of German Firms." Working Paper 5453. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Grossman, S., Hart, O., 1988., "One-share Vote and the Market for Corporate Control." *Journal of Financial Economics* 20, 175-202.
- Haris, Milton and Artur Raviv. 1998. "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules." *Journal of Financial Economics* 20, 203-235.
- Hart, Oliver. 1995. *Firms, Contracts, and Financial Structure*. London: Oxford University Press.
- Holderness, Clifford, and Dennis Sheehan. 1988. "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis." *Journal of Financial Economics* 20, 317-346.
- Jensen, Michael, and William Meckling. 1976. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure." *Journal of Financial Economics* 3, 305-60
- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach, and Eric Friedman. 1999. "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis, 1997-98." Cambridge, Mass: MIT.
- Johnson, Simon, and Andrei Shleifer. 1999. "Coase v. the Coasians".
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheifer, Robert W. Vishny. 1997. "Legal determinants of External Finance." *Journal of Finance* 52, 1131-1150.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheifer, Robert W. Vishny. 1999, "Law and Finance"
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheifer, Robert W. Vishny. 1999, "Investor Protection: Origins, Consequences, Reform". The World Bank. Financial Sector Discussion Paper No. 1
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheifer. 1998. "Corporate Ownership Around the World". NBER. Working Paper 6625.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheifer, Robert W. Vishny. 1999. "Investor Protection and Corporate Valuation". Harvard Institute for Economic Research. Discussion Paper 1882
- Levine, Ross, and Sara Zervos. 1998. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth". *American Economic Review*, 537-58
- Shleifer, Andrei, Daniel Wolfenzon. 2000. "Investor Protection and Equity Markets". NBER. Working Paper 7974.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1994. "Politicians and Firms." *Quarterly Journal of Economics* 109, 955-1025
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1997. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance* 52, 737-783

- Stigler, George. 1964. "Public Regulation of the Securities Market." *Journal of Business* 37, 117-142.
- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales. 1998. "Financial Dependence and Growth." *American Economic Review* 88,559-586
- Reese, Jr., William A., Michael S. Weishbach, 2001, "Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings
- Wurgler, J., 2000. "Financial Markets and the Allocation of Capital." *Journal of Financial Economics* 58, 187-214.