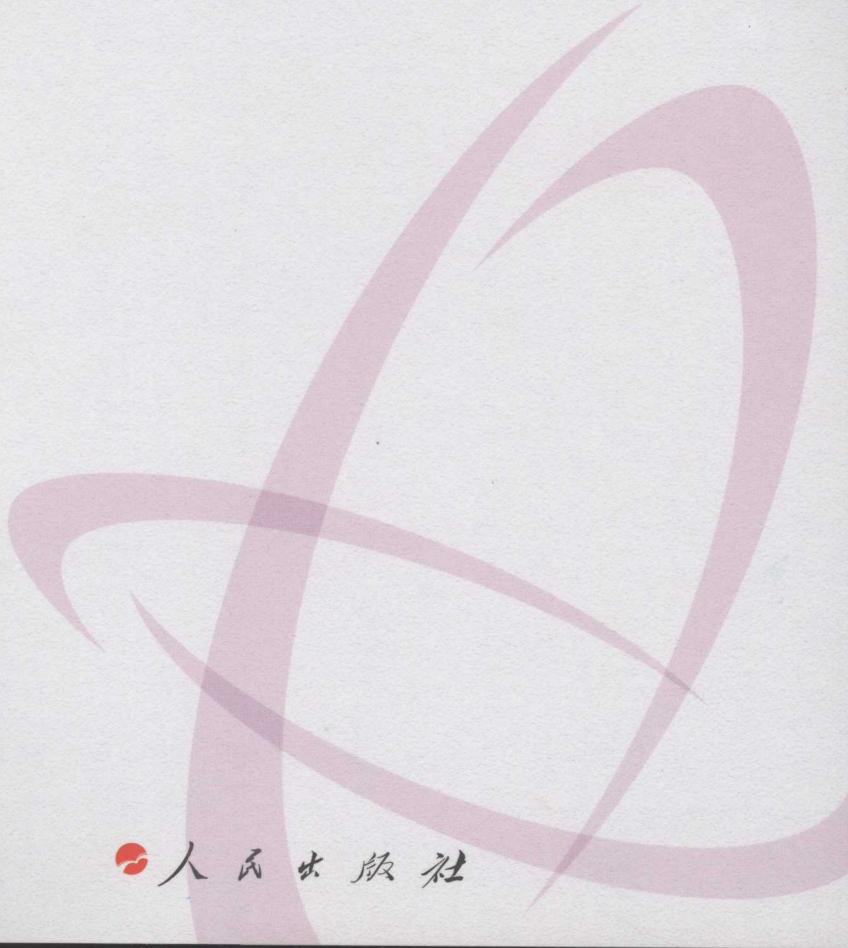




林勇 陈创练 ◎著

TOUZIZHE BAOHU
LILUN YU
ZHONGGUO
SHIJIAN DE FAZHAN

投资者保护理论 与中国实践的发展



人民出版社

TOUZIZHE BAOHU
LILUN YU
ZHONGGUO
SHIJIAN DE FAZHAN

投资者保护理论 与中国实践的发展

陈创林 勇
◎著

人民出版社

责任编辑:陈 登

图书在版编目(CIP)数据

投资者保护理论与中国实践的发展/林勇 陈创练 著.

-北京:人民出版社,2008.10

ISBN 978 - 7 - 01 - 007319 - 4

I. 投… II. 林… III. 证券法—研究—中国

IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 144021 号

投资者保护理论与中国实践的发展

TOUZIZHE BAOHU LILUN YU ZHONGGUO SHIJIAN DE FAZHAN

林 勇 陈创练 著

人民出版社 出版发行
(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京瑞古冠中印刷厂印刷 新华书店经销

2008 年 10 月第 1 版 2008 年 10 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:10.5

字数:255 千字

ISBN 978 - 7 - 01 - 007319 - 4 定价:24.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号
人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

随着世界金融市场的日益成熟和金融创新的不断推进，各国的金融监管制度也在不断完善。然而，在金融市场上，投资者保护问题仍然存在一些不足之处。例如，一些国家在保护投资者方面做得不够好，导致投资者权益受损。因此，加强投资者保护是当前金融领域的一个重要任务。

序

几年前，我就知道民建会员林勇教授一直在从事投资者保护理论研究，那时，他曾谓我言：等理论研究形成专著了，麻烦您来写个序。我接受了这个邀请。今天看到林勇教授的大作，非常高兴，一睹为快，欣然作序。

随着全球经济竞争的不断深入，人们越来越认识到经济的繁荣离不开对投资者正当权益的合理有效保护。投资者保护理论应运而生。该理论出现以来，一直吸引着许多专家学者的眼球。在短短的数十年间，不论是研究对象的变化，理论学派之间的交替，不同研究角度之间的争论，还是亚洲金融危机以来研究主题之多，让人目不暇接，可谓百花齐放，百家争鸣。

林勇教授的这本专著对投资者保护理论的现有研究进行了系统全面的梳理和评述，从投资者内部保护——公司治理机制（董事会制度和股权激励结构），外部保护——公司外部治理机制（法律制度、金融监管），以及投资者保护的地区差异性三个维度对我国（地区）的投资者保护问题做了深入探讨和研究，从而思索如何建立有效的投资者保护机制，以促进国家、地区金融的可持续发展，其视角新颖，自成体系，具有很好的理论和实际价值。该书很好地继承和延伸了投资者保护理论中法与金融学派

的研究，依赖其独辟蹊径的视角开辟了一条从法律制度根源性的角度研究金融体制形成和演变的有效方法，对我国的法律制度建设、金融体制改革实践具有参考和指导意义。

首先，法律论指明投资者保护不足是制约发展中国家资本流入的一个重要制度因素。因此，加强我国投资者的法律保护对于中国金融市场的发展具有关键性的意义。

其次，法律论认为：对于法律移植的国家，执法效率和程度远远比法源来得重要，较高的执法质量和效率同样能弥补法律制定本身的缺陷。中国作为一个转轨国家，在金融体制改革过程中，司法效率的低下较立法的不完备显得更为突出，加强法律执行效率以保护投资者合法权益甚为迫切。此外，在移植国外法律制度的同时，应重视本国自身法律的传统，考虑本国金融发展的内生自律性。

第三，自从实施股权分置改革以后，我国上市公司经历了股权集中化向股权分散化演化，“一股独大”的现象得到改变，与此同时，股权的分散又使得内部控制的治理效果非常微弱，因此，引入机构投资者势在必行。就目前而言，尽管我国机构投资者在单个公司持股比例较高，但是参与公司治理状况不佳，而更注重个股炒作，追求短期利差，甚至操纵市场、内幕交易，追其根源主要在于政府干预市场的失灵。因此，在这非常时期应该借鉴国外的成功经验，并结合我国的实际进行制度改制，建立和完善激励机构投资者参与公司治理的外部法律环境，以提高国内机构投资者的质量和规模。

第四，依靠制定完备的法律法规和落实执法质量和效率的法律论，通过从法律渊源探究法律制定与执法效率的区别，解释了公司治理的国别差异，法制精神能最大限度地纠正市场的侵害行为，但法律本身的滞后性和不完备性使得必须加入政府监管来有

序

效弥补法律的空白和提高执行效率。在金融监管的问题上，法律论认为完善证券市场监管、保护投资者权益的主要问题在于：提高会计披露透明度、约束内部交易法执行、实行卖空限制以及防止公共机构腐败，这对我国金融体制改革、金融监管有着非常重要的启示意义。

理论研究的生命力不仅在于其不落窠臼，而且在于其研究的实际意义。本著作将公司内部治理机制和公司外部法制治理机制结合起来进行系统的研究，弥补了相关研究失之偏颇的缺陷，并开拓研究广东省城市投资者保护差异性与区域金融发展的关系，探究投资者保护地区差异的根源，找寻投资者保护的改革路径。通过广东省城市区域金融发展的案例分析，系统阐释投资者保护的经济后果及其根源，探讨了投资者保护的改革方向，并拓展了投资者保护理论在广东省城市区域经济中的运用，为评价广东各城市的投资环境和政务环境提供了重要的经验证据。可为省政府制定投资者保护的改革政策、宏观投资政策和可持续发展战略提供一定的决策依据。

值得一提的是，本书运用了现代计量经济学的研究方法，对我国上市公司进行实证研究，用事实说话，特点鲜明。作者开创性地将审计师选择作为投资者保护的变量，并结合审计师选择与股权制衡这两种公司治理机制，实证分析股权制衡、审计师选择的治理功能和业绩效应，在经验研究结果的基础上剖析大股东治理与公司价值的内部作用机制，并提出了相关治理政策建议。这一系列的探讨对于我国上市公司内外部治理机制的改进，证券市场的完善都具有建设性的积极意义。

是为序。

宋 海

2008 年 8 月

DE	外資對上市公司的投資者保護 4.1
DE	目前其迅雷網的股權分置改革 4.1
DE	類似於中國上市公司投資者保護 5
DE	外資對上市公司的投資者保護 1.5
DE	公司治理與上市公司的投資者保護 1.1.5
DE	外資對上市公司的投資者保護 2.1.5
DE	素國外債對上市公司的投資者保護 2.1.5
DE	外資對上市公司的不實披露與投資者保護 2.5
1	1 投資者保護理論 1
2	1.1 投資者保護及相关概念 1
3	1.1.1 投資者保護 1
4	1.1.2 投資者保護與投資者 2
5	1.2 投資者保護的意義 4
6	1.2.1 金融發展與經濟增長意義 4
7	1.2.2 地區發展意義 5
8	1.2.3 可持續發展的意義 6
9	1.2.4 政府質量意義 7
10	1.3 投資者保護理論研究 7
11	1.3.1 投資者保護理論產生的背景 7
12	1.3.2 投資者保護理論及其發展 11
13	1.4 中国投資者保護理論的研究發展 28
14	1.4.1 公司治理與投資者法律保護 28
15	1.4.2 投資者法律保護在宏觀經濟層面的作用 31
16	1.4.3 股權分置改革與投資者保護 33

1.4.4 直接投资与投资者法律保护	34
1.5 投资者保护理论的评价及其前景	34
2 投资者保护：中国的实践	37
2.1 我国资本市场的发展现状	37
2.1.1 资本市场的概念与分类	37
2.1.2 我国资本市场的现状	38
2.1.3 我国资本市场发展的制约因素	41
2.2 我国法律制度下的投资者保护	44
2.2.1 法律规定	44
2.2.2 司法解释	45
2.2.3 行政法规及部门规章	46
2.3 我国证券市场的信息披露制度	47
2.3.1 信息披露制度概述	47
2.3.2 我国上市公司信息披露存在的问题	47
2.3.3 我国证券信息披露的制度规范	49
2.4 我国证券监管机制与投资者保护	51
2.4.1 证券监管的基本目标和主要内容	51
2.4.2 中国证监会保护投资者权益的实践	52
2.5 我国上市公司中小股东权益的保护现状	53
2.5.1 中小股东权益保护的主要规定	53
2.5.2 中小股东权益受侵害的现状	54
2.5.3 中小股东权益受侵害的原因	54
2.5.4 我国上市公司的质量	55
2.5.5 市场监管：适度与过度	55

2.5.6	独立董事制度的作用	56
2.5.7	机构投资者的作用	59
2.6	保护投资者合法权益的途径	64
2.6.1	学习和借鉴国际经验	64
2.6.2	保护投资者利益的重中之重	64
2.6.3	保护流通股股东的合法权益	65
2.6.4	关键在于制约大股东的行为	66
2.6.5	必须制约政府主管部门的行为	67
2.7	投资者保护中存在的问题与对策	67
3	投资者保护与董事会制度：公司治理（一）	70
3.1	董事会制度	70
3.1.1	董事会	70
3.1.2	董事会的职能	72
3.1.3	董事会是一个内生的决定制度	72
3.2	董事会治理：投资者保护的核心	73
3.3	董事会制度与绩效的经验研究及其选择	74
3.3.1	董事会研究的一般方程	74
3.3.2	董事会制度与公司绩效研究评价	75
3.3.3	回归方程的选择	83
3.4	上市公司董事会特征与绩效实证分析	91
3.4.1	研究设计	91
3.4.2	实证研究结果	93
3.4.3	实证研究分析与结论	102

3.5 本章小结	103
3.5.1 基于研究结论的政策建议	103
3.5.2 研究的局限性	108
4 投资者保护与股权激励结构：公司治理（二）	109
4.1 股权结构概述	109
4.2 投资者保护下的股权结构研究	110
4.2.1 投资者保护与股权制衡	110
4.2.2 投资者保护与股权多元化	113
4.2.3 投资者保护与外部治理机制	119
4.3 股权多元化的激励结构研究	122
4.3.1 制度背景与上市公司股权现状	122
4.3.2 投资者保护、股权结构与公司成长性	124
4.3.3 结论及政策意义	133
4.4 第一大股东持股与公司价值的实证研究	134
4.4.1 研究假设	135
4.4.2 研究设计：模型与变量	138
4.4.3 资料来源与样本选择	141
4.4.4 实证结果及分析	146
4.4.5 小结	151
4.5 多个大股东的股权制衡对公司绩效影响的实证研究	152
4.5.1 研究假设	153
4.5.2 研究设计：模型与变量	155

4.5.3	资料来源与样本描述	159
4.5.4	实证结果及分析	166
4.5.5	小结	175
4.6	投资者保护与外部审计师选择	175
4.6.1	研究假设	176
4.6.2	研究设计：模型与变量	178
4.6.3	描述性统计	180
4.6.4	实证结果及分析	181
4.6.5	结论及政策建议	184
5.1	投资者保护与资本成本理论模型：公司治理（三）	187
5.1.1	引言与文献综述	187
5.1.1.1	问题的提出	187
5.1.1.2	中国上市公司的典型事实	190
5.1.1.3	国外投资者保护与资本成本理论综述	200
5.1.1.4	国内有关企业融资行为的研究成果综述	203
5.1.2	投资者保护与资本成本的理论模型	208
5.1.2.1	模型假设	208
5.1.2.2	大股东最优掠夺行为模型	209
5.1.2.3	投资者保护与资本成本理论模型	211
5.1.3	企业权益资本成本影响因素的实证研究	218
5.1.3.1	计量方法的选择	218
5.1.3.2	研究设计：模型与变量	220
5.1.3.3	样本数据准备	222

5.3.4 实证结果及分析	227
5.3.5 小结	230
5.4 中国投资者法律保护实践与企业权益	
资本成本的实证研究	231
5.4.1 中国投资者法律保护的演变	231
5.4.2 中国投资者法律保护程度的指标设定	232
5.4.3 研究设计：模型与变量	234
5.4.4 实证结果及分析	240
5.4.5 小结	250
5.5 研究结论与政策建议	251
5.5.1 研究结论	251
5.5.2 政策建议	253
本章附录	255
6 投资者保护与区域金融发展：案例分析	266
6.1 区域发展的不平衡性	266
6.1.1 广东省区域经济发展概述	266
6.1.2 三个经济区域	267
6.2 投资者保护的地区差异性分析	270
6.2.1 总体概述	271
6.2.2 经济因素的比较	274
6.2.3 政务因素的比较	282
6.2.4 法律环境的比较	286
6.2.5 社会环境的比较	287

目 录

6.3 基于投资者保护的广东省区域金融发展比较	292
6.3.1 广东省投资者保护的地区比较实证研究 体系	292
6.3.2 主要结论及完善投资者保护的政策建议	298
本章附录	304
 参考文献	311
 后 记	323

1 投资者保护理论

1.1 投资者保护及相关概念

1.1.1 投资者保护

要全面理解掌握投资者保护的基本概念，就需区分投资者保护与投资环境之间的区别。一方面，投资者保护与投资环境有一定的联系，也有明显的区别。投资环境，国外文献一般称为 Investment Climate 或者 Business Environment，其内容往往与跨国直接投资所面临的环境相联系，是指影响跨国直接投资的各种政治因素、自然因素、经济因素和社会因素之间相互依赖、相互制约形成的矛盾统一体。而投资者保护是指通过法律、行政、行业自律等各种手段对投资者利益采取的保护性措施，以确保投资者能够公平地获得信息和投资机会，降低投资风险，免受各种不公平、歧视及环境差异可能带来的损失。另一方面，投资者保护具有部分和投资环境相同的影响因素，但是投资者保护剔除掉先天的自然和地理环境等因素，主要针对后天可以

改变或者完善的影响投资者投资决策、资金安全、效益等的政务、法律、市场、人文相互依赖构成的体系，其在区域层面上，主要表现为政务、法律、经济和人文等因素对投资者权益的影响。

因此，投资者保护是指通过法律、行政、行业自律等各种手段对投资者合法权益采取的保护性措施，使投资者能够公平地获得信息和投资机会，降低投资风险和系统性风险，免受各种不公平、歧视及社会环境差异等可能带来的损害或无谓损失。主要涉及法制因素、政务政策因素以及社会文化环境等影响投资者投资决策、资金安全、合法权益、经营状况和争取效益等一系列建立在硬环境基础上的后天可以改变或者完善的结构体系。

1.1.2 投资者保护与投资者

1.1.2.1 概念

在经济学者的研究中，投资者可以分为两类，一类是指购买并持有上市公司股票的中小投资者，一类是指以获取投资收益为目的，以资金或者设备投资于某地区的法人。在现代公司制度上，投资者的概念可分为广义和狭义两种。广义上的投资者包括公司股东、债权人和利益相关者。狭义上的投资者则仅指股东。

在本书中，投资者包括了以获取投资收益为目的、在证券市场上购买并持有上市公司公开发行的股票或基金的自然人和法人，同时也包括上市公司非流通股的持有者和具有投资意向的潜在投资者以及将资金或设备投资于某地区的法人。本书对所有投资者的保护问题作一个全面的研究。

1.1.2.2 损害投资者利益的行为

投资者保护针对的是损害投资者利益的行为。在证券市场

上，这类行为主要表现为以下几个方面：

(1) 公司控股股东或内部人对外部投资者利益的侵害行为。所谓内部人，是指公司中控股股东或非财产所有者（如经营者），由于实际上掌握了公司的控制权，因而取得对公司经营决策的支配性地位。外部投资者，则是指相对于控股股东和内部人而言，中小投资者由于无法对公司治理和经营决策施加影响，从而事实上无法介入公司内部事务的状态。

控股股东或内部人对外部投资者利益的侵害行为表现为：价格转移、资产剥离、转移公司的合作机会、把可能不合格的家族成员安置在管理岗位上、控股股东对公司事务进行控制、过高支付管理者报酬、以不公平价格与上市公司进行关联交易、为大股东或其他关联企业提供债务担保、在股票发行中进行虚假或误导性陈述、发行股票稀释中小股东持股比例以及限制中小股东的投票权等行为。

(2) 证券欺诈行为。证券市场中，上市公司、证券中介机构、具有资金优势和持仓优势的大投资者与中小投资者之间存在着信息不对称。信息的不对称使得前者可通过虚假陈述、内幕交易和市场操纵等行为损害投资者的利益。

(3) 证券经营机构对投资者的损害。投资者需要通过证券经营机构进行证券交易，如果对其监管不当，便可能引发证券经营机构侵害投资者利益的行为。如证券商挪用客户资金、不优先执行客户交易指令、由于证券经营机构自身经营风险造成对客户不能清偿等。

(4) 过度监管、不当监管对投资者的损害。政府对证券市场的过度监管或是不当监管对企业的决策产生了一定的影响，从而促使企业的政策决定并非围绕股东利润最大化为目标，故此，对投资者造成一定的损害。

：面对个几乎所有企业要生产各种产品，上
市计划者更应将注意力放在企业经营上（1）
（2）

（3）（4）（5）（6）（7）（8）（9）（10）
（11）（12）（13）（14）（15）（16）（17）
（18）（19）（20）（21）（22）（23）（24）
（25）（26）（27）（28）（29）（30）（31）
（32）（33）（34）（35）（36）（37）（38）
（39）（40）（41）（42）（43）（44）（45）
（46）（47）（48）（49）（50）（51）（52）
（53）（54）（55）（56）（57）（58）（59）
（60）（61）（62）（63）（64）（65）（66）
（67）（68）（69）（70）（71）（72）（73）
（74）（75）（76）（77）（78）（79）（80）
（81）（82）（83）（84）（85）（86）（87）
（88）（89）（90）（91）（92）（93）（94）
（95）（96）（97）（98）（99）（100）
（101）（102）（103）（104）（105）（106）
（107）（108）（109）（110）（111）（112）
（113）（114）（115）（116）（117）（118）
（119）（120）（121）（122）（123）（124）
（125）（126）（127）（128）（129）（130）
（131）（132）（133）（134）（135）（136）
（137）（138）（139）（140）（141）（142）
（143）（144）（145）（146）（147）（148）
（149）（150）（151）（152）（153）（154）
（155）（156）（157）（158）（159）（160）
（161）（162）（163）（164）（165）（166）
（167）（168）（169）（170）（171）（172）
（173）（174）（175）（176）（177）（178）
（179）（180）（181）（182）（183）（184）
（185）（186）（187）（188）（189）（190）
（191）（192）（193）（194）（195）（196）
（197）（198）（199）（200）（201）（202）
（203）（204）（205）（206）（207）（208）
（209）（210）（211）（212）（213）（214）
（215）（216）（217）（218）（219）（220）
（221）（222）（223）（224）（225）（226）
（227）（228）（229）（230）（231）（232）
（233）（234）（235）（236）（237）（238）
（239）（240）（241）（242）（243）（244）
（245）（246）（247）（248）（249）（250）
（251）（252）（253）（254）（255）（256）
（257）（258）（259）（260）（261）（262）
（263）（264）（265）（266）（267）（268）
（269）（270）（271）（272）（273）（274）
（275）（276）（277）（278）（279）（280）
（281）（282）（283）（284）（285）（286）
（287）（288）（289）（290）（291）（292）
（293）（294）（295）（296）（297）（298）
（299）（300）（301）（302）（303）（304）
（305）（306）（307）（308）（309）（310）
（311）（312）（313）（314）（315）（316）
（317）（318）（319）（320）（321）（322）
（323）（324）（325）（326）（327）（328）
（329）（330）（331）（332）（333）（334）
（335）（336）（337）（338）（339）（340）
（341）（342）（343）（344）（345）（346）
（347）（348）（349）（350）（351）（352）
（353）（354）（355）（356）（357）（358）
（359）（360）（361）（362）（363）（364）
（365）（366）（367）（368）（369）（370）
（371）（372）（373）（374）（375）（376）
（377）（378）（379）（380）（381）（382）
（383）（384）（385）（386）（387）（388）
（389）（390）（391）（392）（393）（394）
（395）（396）（397）（398）（399）（400）
（401）（402）（403）（404）（405）（406）
（407）（408）（409）（410）（411）（412）
（413）（414）（415）（416）（417）（418）
（419）（420）（421）（422）（423）（424）
（425）（426）（427）（428）（429）（430）
（431）（432）（433）（434）（435）（436）
（437）（438）（439）（440）（441）（442）
（443）（444）（445）（446）（447）（448）
（449）（450）（451）（452）（453）（454）
（455）（456）（457）（458）（459）（460）
（461）（462）（463）（464）（465）（466）
（467）（468）（469）（470）（471）（472）
（473）（474）（475）（476）（477）（478）
（479）（480）（481）（482）（483）（484）
（485）（486）（487）（488）（489）（490）
（491）（492）（493）（494）（495）（496）
（497）（498）（499）（500）（501）（502）
（503）（504）（505）（506）（507）（508）
（509）（510）（511）（512）（513）（514）
（515）（516）（517）（518）（519）（520）
（521）（522）（523）（524）（525）（526）
（527）（528）（529）（530）（531）（532）
（533）（534）（535）（536）（537）（538）
（539）（540）（541）（542）（543）（544）
（545）（546）（547）（548）（549）（550）
（551）（552）（553）（554）（555）（556）
（557）（558）（559）（560）（561）（562）
（563）（564）（565）（566）（567）（568）
（569）（570）（571）（572）（573）（574）
（575）（576）（577）（578）（579）（580）
（581）（582）（583）（584）（585）（586）
（587）（588）（589）（590）（591）（592）
（593）（594）（595）（596）（597）（598）
（599）（600）（601）（602）（603）（604）
（605）（606）（607）（608）（609）（610）
（611）（612）（613）（614）（615）（616）
（617）（618）（619）（620）（621）（622）
（623）（624）（625）（626）（627）（628）
（629）（630）（631）（632）（633）（634）
（635）（636）（637）（638）（639）（640）
（641）（642）（643）（644）（645）（646）
（647）（648）（649）（650）（651）（652）
（653）（654）（655）（656）（657）（658）
（659）（660）（661）（662）（663）（664）
（665）（666）（667）（668）（669）（670）
（671）（672）（673）（674）（675）（676）
（677）（678）（679）（680）（681）（682）
（683）（684）（685）（686）（687）（688）
（689）（690）（691）（692）（693）（694）
（695）（696）（697）（698）（699）（700）
（701）（702）（703）（704）（705）（706）
（707）（708）（709）（7010）（7011）（7012）
（7013）（7014）（7015）（7016）（7017）（7018）
（7019）（7020）（7021）（7022）（7023）（7024）
（7025）（7026）（7027）（7028）（7029）（7030）
（7031）（7032）（7033）（7034）（7035）（7036）
（7037）（7038）（7039）（70310）（70311）（70312）
（70313）（70314）（70315）（70316）（70317）（70318）
（70319）（70320）（70321）（70322）（70323）（70324）
（70325）（70326）（70327）（70328）（70329）（70330）
（70331）（70332）（70333）（70334）（70335）（70336）
（70337）（70338）（70339）（70340）（70341）（70342）
（70343）（70344）（70345）（70346）（70347）（70348）
（70349）（70350）（70351）（70352）（70353）（70354）
（70355）（70356）（70357）（70358）（70359）（70360）
（70361）（70362）（70363）（70364）（70365）（70366）
（70367）（70368）（70369）（70370）（70371）（70372）
（70373）（70374）（70375）（70376）（70377）（70378）
（70379）（70380）（70381）（70382）（70383）（70384）
（70385）（70386）（70387）（70388）（70389）（70390）
（70391）（70392）（70393）（70394）（70395）（70396）
（70397）（70398）（70399）（703100）（703101）（703102）
（703103）（703104）（703105）（703106）（703107）（703108）
（703109）（703110）（703111）（703112）（703113）（703114）
（703115）（703116）（703117）（703118）（703119）（703120）
（703121）（703122）（703123）（703124）（703125）（703126）
（703127）（703128）（703129）（703130）（703131）（703132）
（703133）（703134）（703135）（703136）（703137）（703138）
（703139）（703140）（703141）（703142）（703143）（703144）
（703145）（703146）（703147）（703148）（703149）（703150）
（703151）（703152）（703153）（703154）（703155）（703156）
（703157）（703158）（703159）（703160）（703161）（703162）
（703163）（703164）（703165）（703166）（703167）（703168）
（703169）（703170）（703171）（703172）（703173）（703174）
（703175）（703176）（703177）（703178）（703179）（703180）
（703181）（703182）（703183）（703184）（703185）（703186）
（703187）（703188）（703189）（703190）（703191）（703192）
（703193）（703194）（703195）（703196）（703197）（703198）
（703199）（703200）（703201）（703202）（703203）（703204）
（703205）（703206）（703207）（703208）（703209）（703210）
（703211）（703212）（703213）（703214）（703215）（703216）
（703217）（703218）（703219）（703220）（703221）（703222）
（703223）（703224）（703225）（703226）（703227）（703228）
（703229）（703230）（703231）（703232）（703233）（703234）
（703235）（703236）（703237）（703238）（703239）（703240）
（703241）（703242）（703243）（703244）（703245）（703246）
（703247）（703248）（703249）（703250）（703251）（703252）
（703253）（703254）（703255）（703256）（703257）（703258）
（703259）（703260）（703261）（703262）（703263）（703264）
（703265）（703266）（703267）（703268）（703269）（703270）
（703271）（703272）（703273）（703274）（703275）（703276）
（703277）（703278）（703279）（703280）（703281）（703282）
（703283）（703284）（703285）（703286）（703287）（703288）
（703289）（703290）（703291）（703292）（703293）（703294）
（703295）（703296）（703297）（703298）（703299）（703300）
（703301）（703302）（703303）（703304）（703305）（703306）
（703307）（703308）（703309）（703310）（703311）（703312）
（703313）（703314）（703315）（703316）（703317）（703318）
（703319）（703320）（703321）（703322）（703323）（703324）
（703325）（703326）（703327）（703328）（703329）（703330）
（703331）（703332）（703333）（703334）（703335）（703336）
（703337）（703338）（703339）（703340）（703341）（703342）
（703343）（703344）（703345）（703346）（703347）（703348）
（703349）（703350）（703351）（703352）（703353）（703354）
（703355）（703356）（703357）（703358）（703359）（703360）
（703361）（703362）（703363）（703364）（703365）（703366）
（703367）（703368）（703369）（703370）（703371）（703372）
（703373）（703374）（703375）（703376）（703377）（703378）
（703379）（703380）（703381）（703382）（703383）（703384）
（703385）（703386）（703387）（703388）（703389）（703390）
（703391）（703392）（703393）（703394）（703395）（703396）
（703397）（703398）（703399）（703400）（703401）（703402）
（703403）（703404）（703405）（703406）（703407）（703408）
（703409）（703410）（703411）（703412）（703413）（703414）
（703415）（703416）（703417）（703418）（703419）（703420）
（703421）（703422）（703423）（703424）（703425）（703426）
（703427）（703428）（703429）（703430）（703431）（703432）
（703433）（703434）（703435）（703436）（703437）（703438）
（703439）（703440）（703441）（703442）（703443）（703444）
（703445）（703446）（703447）（703448）（703449）（703450）
（703451）（703452）（703453）（703454）（703455）（703456）
（703457）（703458）（703459）（703460）（703461）（703462）
（703463）（703464）（703465）（703466）（703467）（703468）
（703469）（703470）（703471）（703472）（703473）（703474）
（703475）（703476）（703477）（703478）（703479）（703480）
（703481）（703482）（703483）（703484）（703485）（703486）
（703487）（703488）（703489）（703490）（703491）（703492）
（703493）（703494）（703495）（703496）（703497）（703498）
（703499）（703500）（703501）（703502）（703503）（703504）
（703505）（703506）（703507）（703508）（703509）（703510）
（703511）（703512）（703513）（703514）（703515）（703516）
（703517）（703518）（703519）（703520）（703521）（703522）
（703523）（703524）（703525）（703526）（703527）（703528）
（703529）（703530）（703531）（703532）（703533）（703534）
（703535）（703536）（703537）（703538）（703539）（703540）
（703541）（703542）（703543）（703544）（703545）（703546）
（703547）（703548）（703549）（703550）（703551）（703552）
（703553）（703554）（703555）（703556）（703557）（703558）
（703559）（703560）（703561）（703562）（703563）（703564）
（703565）（703566）（703567）（703568）（703569）（703570）
（703571）（703572）（703573）（703574）（703575）（703576）
（703577）（703578）（703579）（703580）（703581）（703582）
（703583）（703584）（703585）（703586）（703587）（703588）
（703589）（703590）（703591）（703592）（703593）（703594）
（703595）（703596）（703597）（703598）（703599）（703600）
（703601）（703602）（703603）（703604）（703605）（703606）
（703607）（703608）（703609）（703610）（703611）（703612）
（703613）（703614）（703615）（703616）（703617）（703618）
（703619）（703620）（703621）（703622）（703623）（703624）
（703625）（703626）（703627）（703628）（703629）（703630）
（703631）（703632）（703633）（703634）（703635）（703636）
（703637）（703638）（703639）（703640）（703641）（703642）
（703643）（703644）（703645）（703646）（703647）（703648）
（703649）（703650）（703651）（703652）（703653）（703654）
（703655）（703656）（703657）（703658）（703659）（703660）
（703661）（703662）（703663）（703664）（703665）（703666）
（703667）（703668）（703669）（703670）（703671）（703672）
（703673）（703674）（703675）（703676）（703677）（703678）
（703679）（703680）（703681）（703682）（703683）（703684）
（703685）（703686）（703687）（703688）（703689）（703690）
（703691）（703692）（703693）（703694）（703695）（703696）
（703697）（703698）（703699）（703700）（703701）（703702）
（703703）（703704）（703705）（703706）（703707）（703708）
（703709）（703710）（703711）（703712）（703713）（703714）
（703715）（703716）（703717）（703718）（703719）（703720）
（703721）（703722）（703723）（703724）（703725）（703726）
（703727）（703728）（703729）（703730）（703731）（703732）
（703733）（703734）（703735）（703736）（703737）（703738）
（703739）（703740）（703741）（703742）（703743）（703744）
（703745）（703746）（703747）（703748）（703749）（703750）
（703751）（703752）（703753）（703754）（703755）（703756）
（703757）（703758）（703759）（703760）（703761）（703762）
（703763）（703764）（703765）（703766）（703767）（703768）
（703769）（703770）（703771）（703772）（703773）（703774）
（703775）（703776）（703777）（703778）（703779）（703780）
（703781）（703782）（703783）（703784）（703785）（703786）
（703787）（703788）（703789）（703790）（703791）（703792）
（703793）（703794）（703795）（703796）（703797）（703798）
（703799）（703800）（703801）（703802）（703803）（703804）
（703805）（703806）（703807）（703808）（703809）（7038010）
（7038011）（7038012）（7038013）（7038014）（7038015）（7038016）
（7038017）（7038018）（7038019）（7038020）（7038021）（7038022）
（7038023）（7038024）（7038025）（7038026）（7038027）（7038028）
（7038029）（7038030）（7038031）（7038032）（7038033）（7038034）
（7038035）（7038036）（7038037）（7038038）（7038039）（7038040）
（7038041）（7038042）（7038043）（7038044）（7038045）（7038046）
（7038047）（7038048）（7038049）（7038050）（7038051）（7038052）
（7038053）（7038054）（7038055）（7038056）（7038057）（7038058）
（7038059）（7038060）（7038061）（7038062）（7038063）（7038064）
（7038065）（7038066）（7038067）（7038068）（7038069）（7038070）
（7038071）（7038072）（7038073）（7038074）（7038075）（7038076）
（7038077）（7038078）（7038079）（7038080）（7038081）（7038082）
（7038083）（7038084）（7038085）（7038086）（7038087）（7038088）
（7038089）（7038090）（7038091）（7038092）（7038093）（7038094）
（7038095）（7038096）（7038097）（7038098）（7038099）（70380100）
（70380101）（70380102）（70380103）（70380104）（70380105）（70380106）
（70380107）（70380108）（70380109）（70380110）（70380111）（70380112）
（70380113）（70380114）（70380115）（70380116）（70380117）（70380118）
（70380119）（70380120）（70380121）（70380122）（70380123）（70380124）
（70380125）（70380126）（70380127）（70380128）（70380129）（70380130）
（70380131）（70380132）（70380133）（70380134）（70380135）（70380136）
（70380137）（70380138）（70380139）（70380140）（70380141）（70380142）
（70380143）（70380144）（70380145）（70380146）（70380147）（70380148）
（70380149）（70380150）（70380151）（70380152）（70380153）（70380154）
（70380155）（70380156）（70380157）（70380158）（70380159）（70380160）
（70380161）（70380162）（70380163）（70380164）（70380165）（70380166）
（70380167