
LAW AND FINANCE;
THE CASE OF CHINA

陈国进
赵向琴
林辉等 / 编著

法律制度 与 金融发展： 中国经验与理论创新

法律环境与金融发展：理论和国际比较；我国的法律环境、金融发展和经济增长；实证分析；证券市场执法和投资者保护效率；境外上市和外部投资者保护；理论和基于H股的证据；控制权私利、公司治理与投资者法律保护；政府治理机制与投资者法律保护；市场竞争、声誉机制、长期关系和金融发展



经济科学出版社
Economic Science Press

LAW AND FINANCE:
THE CASE OF CHINA

法律制度 与

陈国进
赵向琴
林 辉 等 / 编著

金融发展： 中国经验与理论创新



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

法律制度与金融发展：中国经验与理论创新 / 陈国进等著. —北京：经济科学出版社，2008. 12

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7787 - 0

I. 法… II. 陈… III. 金融法 - 研究 - 中国
IV. D922. 280. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 197865 号

责任编辑：沙超英
责任校对：王肖楠
技术编辑：董永亭

法律制度与金融发展：中国经验与理论创新

陈国进 赵向琴 林辉等 编著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京中科印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 17.5 印张 320000 字

2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7787 - 0 / F · 7038 定价：34.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

自 LLSV (1997) 关于法与金融的经典文献发表以来, 法律制度与金融发展关系就成为现代金融研究中最活跃的研究领域之一, 国际上金融学家、法学家和政治学家都纷纷加入到这一研究领域中, 出版了一系列重要的研究成果。但是从一个中国学者的角度看, 至少存在两个方面的不足:

第一, 这一领域的研究主要采用基于国别数据的国际比较的实证方法, 而大部分的研究都没有包括中国的数据。中国是当今世界最重要的国家之一, 也是经济发展最快的国家这一, 采用 LLSV 相同的样本期 (1990~1999 年), 中国年均 8.4% 的经济增长率远远高于 LLSV 样本国家平均年增长率, 因此, 中国应该成为研究法与金融理论最重要的案例之一。

第二, 艾伦、钱和钱 (Allen, Qian and Qian, 2005) 的文章是发表在重要学术期刊上专门研究中国法律制度、金融制度和经济增长之间关系的为数极少的文献之一。艾伦、钱和钱提出了一个“中国之谜” (China Puzzle) 的命题: 与 LLSV 的样本国相比, 中国的法律制度和金融制度都是很不发达的, 但是中国成为经济发展最快的国家之一, 除了法律机制之外, 是否有其他机制促进了金融交易和经济增长? 特别是由于中国经济快速增长主要来自于国有企业和上市公司之外的“非正规部门”, 是什么机制保证了金融功能 (筹资和公司治理等) 正常发挥作用? 艾伦、钱和钱 (2005) 给出的推测是, 除了法律制度之外, 产品市场的竞争机制、声誉机制、长期关系和地方政府的业绩评价机制对于法律机制起了重要的替代作用。

艾伦、钱和钱对“中国之谜”只是做出了推测性的结论, 并

没有进一步严谨的理论分析或者实证研究；还有，艾伦、钱和钱的研究是静态的，并没有反映中国在法律制度建设和执法效率提高上取得的进步。

因此，针对我国的法律制度、金融发展和经济增长之间更为深入严谨的研究，不论是用中国的案例来丰富法与金融理论本身，还是对于我国法律制度的建设和金融改革都具有重要的意义。

本书的主要内容包括：

第1章“法律环境与金融发展：理论和国际比较”。

本章全面阐述了法与金融理论的基本结论。第1节阐述了法律起源与投资者法律保护之间的关系，法律起源是影响不同国家投资者保护差异性的重要因素。在第1节中还分析了不同法律起源导致投资者保护差异性的主要机制。第2节主要分析了法律中介对金融中介机构（银行）的影响，特别分析了法律环境对银行价值、银行信贷成本的影响。第3节专门分析了法律环境对证券市场发展的重要影响。第4节阐述了法与金融的其他理论成果，如法律环境与金融市场效率、金融危机、金融监管效率等之间的关系。第5节重点从国际视角比较来研究中国的法律环境。

法与金融理论综合运用金融学、法学和计量经济学的方法，第一次明确运用法律制度对金融发展的重要作用，开辟了从投资者法律保护角度研究法律起源与金融发展的先例。同时，法和金融理论对中国的金融体制改革、金融创新和司法改革具有重要的指导意义。

法与金融理论为我国当前正在积极推进金融法制建设和金融改革，提供了许多借鉴之处：（1）法律起源对金融发展起着重要的作用，但不是决定性的，加强投资者法律保护对金融发展起着关键的作用；（2）执法效率和质量对金融中介、证券市场也起着重要的作用；（3）法律的私人执行比公共执行更能保护投资者的利益，从而促进金融市场的健康发展。

第2章“我国的法律环境、金融发展和经济增长：实证分析”。

在第1章的基础上，从实证分析的角度重点分析我国法律环境、金融发展和经济增长之间的关系。

第1节主要基于我国省际的面板数据分析了法制、金融发展和经济增长的关系。首先，金融发展对经济增长的促进作用，虽然以银行总贷款余额衡量的金融

深度指标对经济增长没有显著影响，但流向私人部门的银行贷款对经济增长有着促进作用。因此，商业银行应该要加大对非国有企业的金融支持力度以缓解这些部门融资难问题，实现国民经济的协调发展。其次，法律环境对金融发展具有重要的促进作用，加强法制能使非国有部门获得更多的银行贷款，也使商业银行在面向国有企业开展业务时加大风险控制力度，避免不良资产的形成。因此，加强法制有利于商业银行的市场化和商业化。

第2节主要基于关联交易规制的角度实证分析了我国小股东法律保护与股票市场发展之间的关系。结论表明小股东法律保护程度是股票市场发展的良好预测指标。随着投资者法律法规环境对小股东法律保护的加强，股票市场规模、流动性逐步扩大。

第3章“证券市场执法和投资者保护效率”。

主要从证券执法角度探讨了投资者保护问题，是对上一章研究的进一步延伸和深入。首先，通过对比波兰和捷克在私有化进程中股票市场的发展差异，说明了证券执法和证券监管在投资者法律保护方面的重要性。

其次，利用我国2001~2003年间受到公开处罚的上市公司为样本，通过事件分析法初步分析了我国上市公司违规违法行为对外部投资者投资收益的影响。从理论上讲，加大对上市公司违规违法处罚力度可以对上市公司内部人起到威慑作用，提高对中小投资者利益的保护。但是实证分析表明，加大对上市公司处罚并没有给投资者带来正的非正常收益，反而在处罚公告日前后使投资者遭受了损失，这表明投资者的利益并没有得到更好的保护，说明证券执法部门对上市公司违规违法处罚力度不够，对于违规违法的直接当事人并没有起到真正的威慑作用。加大证券违法处罚力度，明确规定证券违法的民事责任应该成为证券执法改革的重要内容。

最后，探讨了借鉴美国证券集团诉讼完善我国证券民事责任的诉讼制度问题，特别是完善我国证券代表人诉讼制度，包括修改登记程序，改变诉讼代表产生办法，扩大诉讼代表的权限范围等。

第4章“境外上市和外部投资者保护：理论和基于H股的证据”。

本章以H股上市为例探讨我国的境外上市和外部投资者保护问题，书中阐述了境外上市动机与溢出效应研究共同的理论基础；在介绍境外上市动机假说和

我国 H 股上市的制度背景的基础上，实证研究了我国 H 股上市是否放松了 H 股公司的融资约束问题；在介绍境外上市溢出效应的观点以及我国 A+H 上市的制度背景基础上，实证研究了我国 A+H 上市的溢出效应。

结果表明 H 股上市后，H 股公司投资对内部现金流的敏感程度下降，说明境外上市有利于放松公司的融资约束。香港证券市场更严格的信息披露、更完善的投资者法律保护，有利于缓解上市公司与投资者之间的信息不对称，减少内外部融资成本的差异，放松公司的融资约束。同时我们的研究也支持了法与金融研究中通过境外上市改善外部投资者法律保护的主流观点。

但是，当这些 H 股公司回到 A 股上市后，并没有带动其他 A 股上市公司资本成本下降，反而与它们争夺资金资源，增加了 A 股市场的扩容压力。A+H 上市至少短期内对 A 股市场和 A 股公司产生了负的溢出效应。同时，这也间接证明了，H 股上市的主要目的之一是为了融资需要。

因此，对境外上市公司而言，更严格的信息披露、更完善的投资者法律保护有利于放松融资约束。管理层必须切实做好信息披露，增加公司透明度，切实保护投资者利益及公司的长远利益。对内地上市公司与内地市场而言，建立健全现代企业管理制度，提高信息披露质量，增强自身与 H 股公司竞争力是应对分流效应的根本之法。证券监管部门应该完善信息披露方面的立法并加大执法力度，规范有关充分披露、降低欺诈行为与内幕交易行为，强化证券市场参与者的自律规则，以达到保障投资者合法权益的目的。

第 5 章“控制权私利、公司治理与投资者法律保护”。

首先，分析了控制权私利的表现形式和衡量。控制权私人利益的主要表现形式是在职消费、帝国建造和对企业资源的转移等。不论是采用大宗交易的控制权溢价方法，还是投票权溢价的衡量方法，都证明了控制权私利的广泛存在。控制权私利的存在将直接影响上市公司数量和投资者的投资意愿，从而影响到股票市场的发展和金融的发展。

其次，从现金流权与投票权所有权相偏离的角度分析了大股东控制权的实现方式，表明两权分离的控股模式使控股股东对外部股东的侵占行为更便利。在此基础上，通过构建理论模型，从一般意义上深入地分析了金字塔型结构下控股股东的侵权行为与投资者保护之间的内在关系。

除了控股股东对外部投资者的“掏空”之外，有研究表明控股股东也有对

外部投资者“支撑”行为。本章的研究表明，金字塔型结构存在内部融资优势。这种优势可以使得企业集团内部能够充分利用正净现值的项目，控股股东利用金字塔型所有权结构的这一优势对下层企业的资金“支撑”，但这种“支撑”行为并不能抵消控股股东的“掏空行为”，随着投资者保护的提高，控股股东的掏空激励将降低。

作为法律制度的制定者和执行者，当政府及其代理人凭借其掌握的国家机器赋予的强制力服务于自身的政治经济目标时，政府就不能有效地保护私人产权，更可能的是被不同利益集团所俘获，通过干预企业来侵害投资者。

第6章“政府治理机制与投资者法律保护”。

本章先从新政治经济学的角度探讨了政府行为与投资者法律保护之间的关系。政府的“扶持之手”有利于保护外部投资者的利益，约束公司内部人的侵权。与公司内部人一样，政府官员也具有凭借政府权力获得控制权私人利益的激励，政府的“掠夺之手”往往会同时损害公司内部人和外部投资者的利益。

基于以上分析，第2节建立了一个公司内部人和政府对外部投资者双重侵权的理论模型。当公司外部投资者面临双重侵权时，公司内部人股权的集中，一方面可以减少公司内部人对外部投资者的侵权，另一方面可以促使内部人通过寻租行为减少政府官员的侵权。由于政府治理效率的提高是一个缓慢的过程，内部人股权的适度集中不失为一种外部投资者保护的权宜之计。

在模型分析的基础上，第3节实证分析了所有权集中度对政府官员侵权的约束作用，结论表明，上市公司第一大股东的持股比例与政府官员侵权概率之间存在“倒U”型关系，说明第一大股东的所有权集中度是约束政府官员侵权行为的一个重要变量。第二大股东在监督控股股东和政府官员的双重侵权行为方面能够起到一定的作用。结论还表明经济增长对政府行为的改善具有重要的促进作用。

由于国有股在我国上市公司中的第一大股东中占有绝对大的比重，本章最后从实证的角度分析了国有股股权结构与上市公司违法违规行为之间的关系。我们将国有控股细分为国家法人股（国家控股的企业）控股和国家直接控股（国资委）两种不同模式在约束上市公司违法违规行为中的作用。研究结果表明，相对于国家股模式，在国有法人股模式下不论从定性还是定量的角度公司发生违法违规的可能性显著降低。

不同国有股模式下高管持股激励方式对企业违法违规可能性也有不同的影响。在国家股模式下高管持股比例与公司违法违规行为之间没有统计上显著的关系，而国有法人股模式下高管持股比例越高，企业发生违法违规的可能性越高。

因此，针对我国现阶段普遍存在的国有股权模式，在上市公司的股权结构中可以逐步把国有资产管理机构所持股份减持，尽量转化为真正法人意义上的国有法人股，这样既保留了上市公司的国有性质，又能在一定程度上抑制企业不良行为的发生。对于由于种种原因无法转化的国家股，可以考虑适当增加高管持股的比例，通过增加高管激励来提高企业决策效率。

第7章“市场竞争、声誉机制、长期关系和金融发展”。

除了法律制度和公司治理机制以外，还有其他机制促进金融交易的顺利进行。本章主要考察了市场竞争机制、声誉机制和长期关系对法律机制的互补和替代作用。

第1节通过对来自工业行业的457家生产性企业2004~2006年产品市场竞争和所有权结构对生产率增长率的影响进行实证分析发现，具有在市场上处于竞争优势地位的公司和股权较为集中的公司具有较高的生产率增长率。市场份额较大和获得垄断租金的公司的生产率增长较快，第一大股东的高控股比例也有利于公司的生产率的增长；而且，表示公司所获得的垄断租金RENTS和表示公司治理水平的第一大股东持股比例CR以及第一大股东的控制变量CONTROL在对公司生产率的增长的效应上还显示出一定的互补性。

第2节主要从理论和实证分析角度分析了声誉机制在约束上市公司违法违规行为中的作用。从实证角度看，声誉机制在约束我国上市公司违法违规行为方面的作用还非常有限。由于市场竞争是声誉机制发挥作用的制度性基础，这也从一个侧面反映了我国上市公司的生存和发展还受到较多的行政干预。并不能因为我们无法得到非正规部门声誉机制的代理指标，就意味着声誉机制在非正规金融中没有发挥作用。

第3节从理论上分析了长期关系对中小企业融资的影响。根据现代银行理论，贷款人和借款人之间的信息不对称会严重影响融资的顺利完成，而银行和企业之间的长期关系可以有效地降低信息成本。银行与企业契约关系的时间越长，贷款的利率越低。但是当存在一个竞争性的资本市场时，银行和企业之间的长期关系就变得非常不稳定，从而会影响到长期关系机制有效地发挥作用。

另一方面，虽然信贷市场上的价格竞争对长期银企关系的稳定性带来不利的影
响，但金融产品创新的竞争有利于长期银企关系的巩固和发展，因为银行金融
创新的重点是为企业提供满足企业特殊资金需求和风险管理需求、个性化的金融
产品。信贷市场的竞争越是激烈，银行基于长期关系的金融创新就越重要。

总之，本书综合运用理论建模和实证分析方法系统研究了我国法律制度和金
融发展之间的关系，以及公司治理、市场竞争机制、声誉机制、长期关系对法律
机制的辅助和替代作用，弥补了国内学术界在这一领域中的研究不足，同时也丰
富了国际学术界在法与金融研究领域的成果。

参加本书研究和写作的有陈国进、赵向琴、林辉、王磊、王景、姚佳、项蔓
菁、李崇等。张亦春、白钦先、王聪、吕江林、杨胜刚、朱孟楠、杜朝运等著
名专家、教授提供了许多的学术帮助，谨此致谢。

本书是国家社科基金《法律制度与金融发展：中国经验与理论创新》（批准号
04-BJL026）、教育部“新世纪优秀人才支持计划”《金融发展的法律环境和其他
辅助机制研究》（批准号 NCET-05-0576）和福建省社科规划项目《金融制度设
计：理论与应用》（批准号 2003E003）的结题成果，本书还得到教育部人文社科基
地重大项目《金融制度设计与经济增长》（批准号 05JJD790026）的资助；同时赵
向琴特别感谢厦门大学王亚南经济研究院提供的研究资助。

作者

2008年11月

目 录

第1章 法律环境与金融发展：理论和国际比较	/ 1
第1节 法律起源与投资者保护	/ 1
第2节 法律环境与金融中介发展	/ 17
第3节 法律环境与证券市场发展	/ 22
第4节 法与金融的其他理论成果	/ 33
第5节 中国法律环境与金融发展：国际比较	/ 35
第6节 本章小结	/ 40
参考文献	
第2章 我国的法律环境、金融发展和经济增长：实证分析	/ 42
第1节 法制、金融发展和经济增长：基于我国省际面板 数据分析	/ 42
第2节 小股东法律保护与股票市场发展：基于关联交易规制的 实证分析	/ 53
第3节 本章小结	/ 67
附录 2.1	/ 68
附录 2.2	/ 68
参考文献	
第3章 证券市场执法和投资者保护效率	/ 75
第1节 法律起源和投资者法律保护执行效率的差异性	/ 75
第2节 执法激励和证券监管	/ 79
第3节 我国上市公司违规违法处罚和投资者利益保护的 实证分析	/ 88

第4节 借鉴美国证券集团诉讼完善我国证券民事责任的
诉讼制度 / 95

第5节 本章小结 / 101

参考文献

第4章 境外上市和外部投资者保护：理论和基于H股的证据 / 105

第1节 境外上市动机与溢出效应的理论基础 / 107

第2节 我国境外上市溢出效应研究——以A+H交叉上市为例 / 126

第3节 本章小结 / 141

参考文献

第5章 控制权私利、公司治理与投资者法律保护 / 146

第1节 控制权私利和投资者法律保护 / 146

第2节 公司所有权、控制权和投资者利益保护：认识的演进 / 158

第3节 大股东控制权的实现方式 / 163

第4节 金字塔型股权结构下控股股东的掏空和支持行为分析 / 173

第5节 本章小结 / 183

参考文献

第6章 政府治理机制与投资者法律保护 / 186

第1节 投资者保护的政治经济学分析 / 187

第2节 双重侵权和外部投资者保护：一个理论模型 / 193

第3节 所有权集中度对政府官员侵权约束的实证分析 / 201

第4节 国有股股权结构与上市公司的违法违规行爲 / 211

第5节 本章小结 / 224

附录 / 225

参考文献

第7章 市场竞争、声誉机制、长期关系和金融发展 / 230

第1节 公司治理、产品市场竞争和企业绩效 / 230

第2节 声誉机制、公司治理和上市公司违法违规行爲分析 / 247

第3节 长期关系和中小企业融资 / 259

第4节 本章小结 / 264

参考文献

法律环境与金融发展：理论和国际比较

20 世纪 80 年代以来内生经济增长理论的形成和发展，使我们能够在主流经济增长理论的框架中讨论金融制度对经济增长的促进机制。从微观经济学的角度看，建立在博弈论和信息经济学基础上的微观金融理论的形成和发展，为我们打开了金融制度对经济增长贡献机制的分析之门。金融制度通过便利风险交易和风险共担、减少信息获得和信息处理成本，强化企业监督和企业控制等基本功能，降低金融交易的信息成本，最终达到促进经济增长的目的。既然发展良好的金融体系会加速经济的增长，从而促进社会福利的提高，那么我们可以利用哪些法律、政策、监管措施来完善金融体系的运行，从而促进经济的增长呢？

第 1 节 法律起源与投资者保护

一、法律起源与投资者法律保护差异的国际比较

(一) 理论背景

莫迪里安尼和米勒 (Modigliani and Miller, 简称 MM,

1958) 的传统金融理论认为, 各类证券是通过未来所能获取的现金流来区分的。例如, 债券承诺支付固定的利息流, 股票是赋予其持有人取得股利。但是, 现代金融理论认为各类证券是通过证券持有人所能获得的权利来区分的 (Hart, 1995)。例如, 股票持有人具有公司董事会选举的表决权, 受担保债券持有人具有在借款人违约时优先获取担保品的权利。

在所有权和经营权分离的情况下, 证券所保障的权利就更为重要。证券赋予的权利能够保障投资者从管理者手中取得收益, 能够防止管理者以自身利益最大化为经营目标。如果管理层不支付收益给投资者, 股东有权投票更换管理层, 债权人能够获取担保品来偿债。如果证券没有这些权利属性, 投资者的收益就不能得到保障, 从而公司就难以取得外部融资。

但是近年来兴起的法与金融理论认为, 通过证券固有的权利来区分证券类型也是不完全的, 因为证券的权利还要依赖于证券发行地的法律法规环境。在美国、德国、法国、墨西哥一名公司股东所享有的权利是截然不同的, 在担保品价值相同的情况下, 受担保债权人在债务人违约时所处的境遇也是截然不同的。法律法规环境对证券持有人所享有的权利以及权利的受保护程度起着重要的决定作用。由于投资者法律保护决定着投资者对公司的融资意愿, 从而法律环境对各国的公司治理和金融发展起着重要的作用。

投资者法律保护的差异性能够解释各个国家公司融资模式和所有权结构的差异性, 也能对各国金融发展的困惑做出解释。例如, 为什么意大利的公司很少公开发行股票 (Pagano, Panetta and Zingales, 1998)? 为什么德国的银行业发达而证券市场却十分弱小 (Edwards and Fischer, 1994)? 为什么意大利、以色列的投票权溢价明显高于瑞典和美国 (Levy, 1983; Rydquist, 1987; Zingales, 1994, 1995)? 为什么美国、英国的大公司股权如此分散 (Berle and Means, 1932)?

(二) 法律起源

LLSV^① (1998) 实证考察了 49 个国家投资者保护立法、执法效率与法律起源的关系, 并分析了这些差异对公司所有权结构和金融发展的影响。他们收集了各国涉及投资者法律保护和法律执行质量的数据, 发现各国法律环境存在巨大的差异, 而且法律起源对这些差异起着重要决定作用。沃特森 (Watson, 1974) 指出任何国家的法律都不是随意撰写的, 而是从少数的法源或法律传统移植过来的。一般来说, 各国的商法大致有两大来源: 普通法系和民法法系, 前者起源于

^① LLSV 是 La Porta、Lopez-de-Silanes、Andrei Shleifer 和 Robert Vishny 四位作者的简称。

英国，后者从罗马法中演化而来。民法传统又分化为三大家族：法国法系、德国法系和北欧（斯堪的纳维亚）法系。法国法系、德国法系和普通法系通过一系列征服、殖民化以及移植到全世界而传播开来。LLSV 实证发现普通法系国家的投资者保护水平明显高于民法法系的国家。英美法系国家具有最高的投资者法律保护，法国法系最弱，德国法系和北欧法系居于两者之间；同时，LLSV 发现股权集中是对弱投资者法律保护的替代机制。

法学家们认为世界上各个主要的法律体系形成于欧洲，民法法系即罗马-日耳曼法系是最古老、影响最大的法律体系。民法起源于罗马法典，利用法规和综合性法条作为基本的法制工具，因此依赖于法官、法学者编制完整的法条法规（Merryman, 1969）。

公元3世纪以后，罗马帝国开始走向衰落，公元395年，罗马帝国分裂成了东西两个帝国。为了重振昔日罗马帝国的雄风，统治者开始对罗马法进行全面整顿和系统编撰。公元6世纪东罗马帝国国王查士丁尼一世对罗马法进行了重大的修改：第一，尽管罗马法让法律凌驾于所有个人之上，但修改后的查士丁尼法典让皇帝凌驾于法律之上；第二，试图通过取消法官的法律制定权来打破罗马法的立法传统。查士丁尼法典对欧洲大陆法律体系的形成和发展产生了重要影响。在接下来几个世纪，查士丁尼法典被翻译并应用解决整个欧洲的法律纠纷，最终欧洲各国在查士丁尼法典的基础上形成了各自的法典：法国法系、德国法系和北欧法系。

法国民法典是1904年在拿破仑的领导下编纂的，拿破仑本人将法典的传播比军事征服本身看得更为重要，他将法典传播到所有被征服的疆土，包括意大利、波兰、哈布斯堡王朝领地。通过后来的殖民化统治，法国将其法律影响又波及近东、非洲北部和撒哈拉附属区、印度支那、大洋洲、法属圭亚那、法属加勒比群岛。法国的民法典还对葡萄牙和西班牙的法律体系产生了重大的影响，这使得法国法律传统波及中南美洲。

1871年俾斯麦实现了对德国的统一，并在1896年完成了德国民法典的编纂。德国民法典对澳大利亚、瑞士、中国、捷克斯洛伐克、希腊、匈牙利、意大利、南斯拉夫、日本、朝鲜和韩国产生了重大影响。

北欧（斯堪的纳维亚）各国在17世纪、18世纪形成了各自的民法典。北欧法系中罗马法的成分不及法国和德国法系多，但是法学家们还是把北欧法系视为民法法系家族（Zweigert and Kotz, 1987）。这些国家法系由于较少受到英大法系、德国法系和法国法系的影响而相对变化较少。因此，北欧法系各国之间的法律十分相似，但是与其他三个法系国家的法律有着很大的区别。

英美法律传统不属于成文法一类，是法官在解决法律纠纷中形成的判例法。通过征服和殖民统治，普通法传播到了个英属殖民地国家，包括美国、加拿大、

澳大利亚、印度等国家。

（三）法律起源与股东法律保护差异的国际比较

LLSV (1998) 考察了各国《公司法》和《破产法》中涉及投资者保护的条款，实证检验投资者法律保护对各国公司治理和金融发展差异的影响。由于股东主要通过投票表决选举董事会成员并决定公司重大事项，学者们通常关注投票表决程序来评价股东法律保护程度。股东法律保护指标——抗董事权指标主要涉及七项内容：（1）一股一票；（2）通信表决权；（3）累计投票权；（4）股东大会时无股票冻结；（5）临时股东大会召集权；（6）优先认股权；（7）小股东保护机制。抗董事权指标衡量了在公司决策过程中法律能够多大程度地保护小股东免受大股东或者管理者的侵权。

1. 一股一票制。

一股一票原则的确立，使股东对公司事务控制力的大小，完全取决于其所拥有的股份数额：股东对公司投资越多，拥有的股份越多，所承担的风险越大，对公司事务的发言权就越大。股东会决议的通过与否，在存在分歧的情况下，取决于大股东的意愿，这体现了建立在股份平等基础上的股东平等原则。现实中存在着多种违背一股一票原则的情况，如无投票权股票，差别投票权股票，一股多票，具有高表决权的发起人股票。

2. 通信表决权。

有些国家法律规定股东必须本人或者派授权代表参加股东大会的表决。而有些国家允许股东直接邮寄投票到公司，并且允许股东查阅相关信息。在日本，所有公司的股东年会都固定在6月末的某一天举行，并也不允许邮寄投票，这使得股东很难执行他们的表决权。

3. 股东大会时无股票冻结。

某些国家的法律规定股东大会前，股东必须将其股票寄存在公司或者金融中介机构。股东大会期间所有股票将被冻结，不允许上市交易，股东大会数天后才能解冻。这项规定能够防止股东在股东大会期间以及前后时间内出售股票。

4. 累计投票权。

累计投票制，是指股东大会选举董事或者监事时，每一股份拥有与应选董事或者监事人数相同的表决权，股东拥有的表决权可以集中使用。累计投票制的直

接目的，就在于防止大股东利用表决权优势操纵董事、监事的选举，矫正“一股一票”表决制度存在的弊端。按照这种投票制度，股东在选举董事时拥有的表决权总数等于其所持有的股份数与待选董事人数的乘积。投票时，股东可以将其表决权集中投给一个或几个候选人，通过这种局部集中的投票方法，能够使中小股东选出代表自己利益的董事、监事，避免大股东垄断全部董事、监事的选任，增强小股东在公司治理中的话语权。例如，A 股份公司要选举 7 名公司董事，其中股东 B 持有公司 40% 股份，股东 C 持有公司 60% 股份，如果没有累计投票的时候，只能是采取直接投票的方法，股东 C 永远能够把他所推荐的代表推选为董事会成员，而股东 B 所选的董事可能一个都通不过，这样对股东 B 是非常不利的。如果有累计投票权，股东 B 持有 40% 的股份选 7 名董事，他就有相当于 280 票的投票权，但股东 B 的策略就是想让 4 名他最信任的董事当选而放弃对另外 3 名董事的选举权，他就可以一人投 70 票。而若股东 C 虽然总共有 420 票的投票权，但他若平均分配他的投票权，7 个人每人只能获得 60 票，这样统计下来，股东 B 所选 4 名董事每人 70 票，而股东 C 所选的 7 名董事每人都是 60 票，所以股东 B 所选的 4 名董事都可以顺利当选。这样代表股东 B 利益的董事有 4 名，代表股东 C 利益的董事就只有 3 名，这样就起到了保护小股东的利益。当然在实际操作中大股东也会有其他选举策略，但累计投票权制度起码可以最大程度地平衡大股东和小股东的利益关系。

5. 小股东保护机制。

一些国家法律给予小股东反对大股东侵权的机制。这些机制包括对董事会决议的挑战，如股东派生诉讼，或者要求公司回购反对股东的股票。股东派生诉讼是指，当公司的正当权益受到他人侵害，尤其是受到控制股东、董事和管理人员的侵害，而公司拒绝或者怠于行使诉权时，股东有权以自己的名义为维护公司利益而对侵害人提起诉讼，追究其法律责任。股东代表诉讼中，股东行使的则是一种公益权，股东基于公司的团体性利益受到侵害且公司拒绝或者怠于行使诉权而代为公司提起诉讼。

6. 优先认股权。

当公司增发新股时，现有股东具有优先认购的权利，以保持其现有的持股比例。

7. 临时股东大会召集权。

各国法律都规定了召集临时股东大会的最低持股比例。如果法律要求的比例