

法律经济学博士文丛

史晋川 主编

投资者法律保护的理论 与实证研究

THEORETICAL-EMPIRICAL RESEARCH
ON INVESTORS' LEGAL
PROTECTION

栾天虹 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大學出版社

法律经济学博士文丛

史晋川 主编

投资者法律保护的 理论与实证研究

THEORETICAL-EMPIRICAL RESEARCH
ON INVESTORS' LEGAL
PROTECTION

江苏工业学院图书馆 著
藏书章



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

投资者法律保护的理论与实证研究 / 栾天虹著. — 杭州: 浙江大学出版社, 2006.5
ISBN 7-308-04748-2

I. 投... II. 栾... III. 证券法—研究
IV. D912.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 049854 号

投资者法律保护的理论与实证研究

栾天虹 著

丛书策划 袁亚春
责任编辑 陈丽霞 袁亚春
封面设计 刘依群
出版发行 浙江大学出版社
(杭州天目山路 148 号 邮政编码 310028)
(E-mail: zupress@mail.hz.zj.cn)
(网址: <http://www.zjupress.com>)
排 版 浙江大学出版社电脑排版中心
印 刷 浙江大学印刷厂
开 本 787mm×1092mm 1/16
印 张 13
字 数 226 千
版 印 次 2006 年 5 月第 1 版 2006 年 5 月第 1 次印刷
印 数 0001—2000
书 号 ISBN 7-308-04748-2/D·241
定 价 25.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话 (0571)88072522

作者简介

栾天虹，女，1975年11月生，吉林东辽人。2004年6月毕业于浙江大学，获经济学博士学位，曾在《中国社会科学评论》、《经济学家》、《学术月刊》和《中国经济问题》等杂志发表论文数篇，多次参加过省级经济和政策课题的研究。现就职于浙江工商大学金融学院，主要从事法与金融、公司治理和金融管制等领域的研究。

总 序

《法律经济学博士文丛》是由浙江大学经济学院政治经济学和西方经济学专业法律经济学研究方向博士研究生的博士学位论文集成的一套学术丛书。

法律经济学(或“法和经济学”)是一门法学与经济学的交叉学科,自 20 世纪 50 年代以来,在科斯、阿尔钦、卡拉布雷西和波斯纳等人的倡导下,在西方学术界兴起和蓬勃发展。尽管法律经济学自诞生以来就从来不是一场统一的学术运动,但是,大多数学者对于法律经济学的学科定位不外乎认为是以下两个方面:一是强调法律经济学的研究重心是剖析法律对社会经济活动的影响;二是强调法律经济学的研究重心是用经济学的理论和分析工具研究法律问题。

中国大陆的法律经济学引进与研究,可以说是 1978 年改革开放以后的事情。在法学界,北京大学、中国人民大学、吉林大学、复旦大学和西南政法大学的法学院都活跃着一批法律经济学的研究者,其中北京大学法学院的朱苏力教授在介绍和引进法律经济学理论,尤其是大力翻译介绍波斯纳教授的法律经济学文献方面,做出了很大的努力和贡献。在经济学界,中国社会科学院的张曙光教授、盛洪教授和复旦大学的张军教授、山东大学的黄少安教授,在推动法律经济学的研究过程中,也做出了显著的成绩,法律经济学在国内经过二十多年的发展,已经成为一门受到法学界和经济学界愈来愈多关注的学科。

浙江大学经济学院的学者对法律经济学的关注始于 20 世纪 90 年代初期,至今也不过十余年,浙江大学经济学院开设博士研究生的法律经济学相关课程及招收法律经济学研究方向的博士研究生,距今也只不过七至八年的时间。但是,可以欣喜地看到,浙江大学经济学院的从事法律经济学研究的师生经过数年勤奋努力的研究,已经在《经济研究》、《中国社会科学季刊》、《中国社会科学评论》、《经济学季刊》和《管理世界》等学术期刊上发表了数十篇高水平的学术论文,同时初步形成了一支年青的和充满学术活力的法律经济学研究团队,跻身于国内法律经济学研究领域的前列。

毋庸讳言,中国大陆的法律经济学研究不仅与国际学术界的研究前沿相比较,即使与中国台湾地区的学术研究水平相比较,都仍然存在着差距。法律经济学这门学科在中国大陆的发展,事实上至今存在着两大问题:一是

法律经济学研究的进一步本土化的问题,而且这一问题由于不同的法系——普通法与大陆法——的差异性,给研究者带来了更大的挑战;二是在法律经济学研究中经济学与法学家的学科“磨合”问题,而且这一问题由于中国大陆法学界与国际学术界接轨相对滞后于经济学界(请相信这绝对是一个善意的批评,且笔者认为是基于客观事实的),显得更为突出。当然,尽管在研究中存在着诸多的困难与问题,我们仍旧对法律经济学在中国大陆的发展充满信心。浙江大学经济学院的法律经济学研究团队,希望在今后的研究中有更多的机会向国内外的同行学习和开展学术交流,为推动法律经济学的学科建设贡献一份浙大人微薄的力量。

史晋川

2006年5月7日于杭州南都德加公寓

摘 要

本书以投资者法律保护为研究对象,将法律问题引入经济分析,旨在从理论上探寻增强投资者法律保护的机制和途径,并利用各国数据对相应理论命题进行验证。为此,本书分成四部分共八章,其中第一部分提出研究的主要问题;第二和第三部分侧重于理论分析,从投资者法律保护的内生决定和外在替代机制两个角度探讨增强投资者保护的具体机制和途径;第四部分利用中国和转轨经济国家的数据对以上相关理论命题进行实证检验。本书的结构如下:

第一部分包括第一章和第二章,提出本书研究的主要问题。第一章从研究背景、理论与现实意义角度论述了投资者法律保护问题的重要性。第二章在介绍投资者法律保护的定义、意义和指标量化方法的基础上,从投资者法律保护的经济影响和投资者法律保护的决策两个角度对以往的文献进行了评述。

第二部分是第三章,研究投资者法律保护程度决定的问题。该章从投资者法律保护的内生性出发,试图从理论上找到决定一国投资者法律保护程度的主要因素。一项法律的确立涉及立法和司法两个方面,由此,本书在对投资者法律保护的立法、司法以及立法与司法相互作用进行深入分析的基础上,构建一个附加诉讼的游说竞争博弈模型。模型论证了一国投资者法律保护程度决定于该国投资者保护的立法、司法及其相互作用这一观点,并将其具体归结为一国的司法独立程度和相关利益集团的力量对比两个主要因素。随后,本书通过历史和实证分析,验证了一国投资者法律保护程度与该国的司法独立程度和利益集团力量对比的强相关性,并且利用一个理论框架整合了投资者法律保护的国别差异的三种理论解释,为增强投资者法律保护提供了具体途径。

第三部分包括第四章和第五章,研究投资者法律保护的替代机制问题。第四章的考察对象是股权结构对投资者法律保护的替代治理及其作用。本章分为两个分析层次:一是考察企业家授权管理者执行投资项目时股东与管理者之间存在的代理冲突;二是分析作为执行投资管理者的企业家在控股股东与小股东之间的角色扮演,并由此追踪研究如何通过设计股权结构解决代理冲突,即从股权结构及其代理的角度来研究投资者的法律保护程度问题。第五章从信贷合约的执行出发,提出非正规金融所具有的非

正式执行机制是债权人法律保护的一种替代机制。

第四部分包括第六章、第七章和第八章,利用转轨经济国家和中国的数据验证前面各章的相关理论命题。第六章在给出各转轨经济国家投资者法律保护状况的基础上,通过比较波兰、俄罗斯和捷克的不同实践经验,对这些国家源于投资者法律保护制度不完善条件下的股权结构的治理进行了研究,并通过差异比较,验证了在投资者法律保护制度不完善情况下的替代股权结构的理论命题。第七章是根据对中国投资者法律保护的背景描述,利用上市公司的数据与控股权争夺的案例,验证了第一大股东持股比例与上市公司会计业绩的关系是先降后升的非线性关系、第二大股东股权比例与企业会计业绩的负相关关系和第二大股东股权比例较低三个理论假说。第八章则是对中国未来涉及投资者法律保护的法律改革的举措提出了一些从本书研究而得出的政策性建议。

本书侧重研究的是投资者法律保护的相关问题,主要围绕投资者法律保护的决定和替代来探寻增强投资者法律保护的具体途径。就投资者法律保护程度的决定,笔者利用司法独立程度和相关利益集团力量对比两个因素在一个理论框架内为投资者法律保护程度差异给出更为全面的理论解释;就股权结构之于投资者法律保护的替代,本书研究了内部人股权比例对投资者法律保护的替代和外部大股东监督的有效性问题;就债权人保护的替代,本书提出二元化的金融(正规金融和非正规金融)是和不同的合约执行机制(正式的司法机制和非正式的人格化执行机制)相对应的,在司法机制不完善的情况下,非正规金融所对应的非正式执行机制往往是对正规金融所依赖的正式执行机制的一种重要替代。

关键词 投资者法律保护 股权结构 司法独立 法律渊源

Abstract

The development trend of economics is the gradual syncretism with other social science interrelated closely with economic issues, that is, practical needs determine the focus of theoretical research. The study object of this book is investors' legal protection. The aim of blending economic analysis with legal issues is to find the mechanisms and channels to increase the degree of investors' legal protection in the theory and to confirm the propositions using countries' data. There are four sections including eight chapters in this book. Sections 2 and Section 3 tend to theoretical analysis. It proposes the endogenous substitute mechanisms and channels of shareholders protection. Section 4 tests those propositions by using data of transition economies and China. The main content of the book is structured as follows:

Section 1, including Chapter 1 and Chapter 2, proposes the dominant theme of the book. By referring to research background and significance, Chapter 1 deduces the importance of investors' legal protection. Chapter 2 overviews the issues on determinations and consequences of investors' legal protection, after introducing the concept, meaning and measure of investors' legal protection.

Section 2, including Chapter 3, examines the determinants of investors' legal protection in theory. Referring to endogenesis of investors' legal protection, the chapter's aim is to find the determinants of investors' legal protection in theory. The establishment of legal rules involves legislation and litigation. The book establishes a formal theoretical model of lobbying on litigation, based on the analysis of legislation, litigation and their interaction. The model demonstrates that the degree of investors' legal protection is determined by legislation, litigation and their interaction. There can be boil down to two ingredients: the degree of judicial independence and the difference in endowments of the related interest groups. By referring to the historicam description and empirical study, the chapter elaborates the strong relativity between the degree of investors' legal protection and two ingredients above. So the book establishes an analysis framework integrating three theoretic explanations that are about the difference of investors' legal protections across countries.

Section 3, including Chapter 4 and Chapter 5, studies the substitute mechanisms and channels of investors' legal protection. Chapter 4 examines

substitution effect of ownership structures in a given legal environment. It considers how an entrepreneur deals with agency problems on designing ownership structure under the condition of (1) hiring a manager to operate the project and (2) operating the project himself. On the basis of credit contract enforcement, Chapter 5 proposes informal enforcement mechanism depended on informal finance is a substitute of creditors' legal protection.

Section 4, including Chapter 6, Chapter 7 and Chapter 8, confirms the propositions by using data of transition economies and China. Chapter 6 presents the situation of investors' legal protection firstly, compares practical experiences in Poland, Russia and Czech secondly, and studies the governance ownership structure when the law is poor. By contrast, it also confirms the propositions on substitute ownership structure when the law is poor finally. Chapter 7 examines the degree of investors' legal protection in China. Then it tests three hypotheses by using data of listed corporation in China and a case of fighting for corporation control, in order to prove that performance by accounting return decrease firstly with ownership of the largest shareholder and then increase, and performance by accounting return significantly decrease with ownership of the second largest shareholder, and ownership of the second largest shareholder is small. On the base of theoretical analysis above, Chapter 8 puts forward some feasible suggestions of legal reform in China.

The book focuses the related issue of investors' legal protection. It looks for the channels to increase the degree of investors' legal protection, by examining some substitute mechanisms. As determination investors' legal protection, the author interprets the differences of investors' legal protections across countries in an analysis framework, using the degree of judicial independence and the difference in endowments of the related interest groups. As substitute effect of ownership structure, the book examines substitute effect of inside ownership and outside blocks' monitor. As substitute effect of creditors' protection, the book proposes dual finance is corresponding with difference enforcement mechanism of contracts. Informal enforcement mechanism depended on informal finance is a substitute of formal enforcement mechanism depended on formal finance, when the law is poor.

[**Key words**] Investors' legal protection, Ownership structure, Judicial independence, Legal origin

目 录

1 导论	(1)
1.1 研究背景及主题	(1)
1.2 研究的理论与现实意义	(3)
1.3 研究目的和方法	(7)
1.4 研究思路、基本框架和可能的创新	(8)
2 投资者法律保护:文献述评	(12)
2.1 投资者法律保护的意义及其衡量	(12)
2.2 投资者法律保护的经济影响	(24)
2.3 投资者法律保护国别差异的争议性解释	(33)
2.4 投资者法律保护与公司法的演化趋势	(38)
2.5 投资者法律保护的补充和替代机制	(48)
2.6 理论述评及问题的提出	(51)
3 投资者法律保护的決定:立法与司法	(56)
3.1 初始资源与立法的游说竞争	(56)
3.2 司法独立与附加诉讼的游说竞争	(60)
3.3 利益集团的力量对比与投资者法律保护	(68)
3.4 法律渊源与投资者法律保护	(75)
3.5 小结	(84)
4 股东法律保护的替代:股权结构	(86)
4.1 投资者法律保护与股权结构	(86)
4.2 投资者法律保护与替代性内部股权结构	(89)
4.3 投资者法律保护与外部监督股权	(96)
4.4 外部大股东与企业家的合谋	(102)
4.5 替代性股权结构——各国的实证	(105)
4.6 小结	(112)

5 债权人法律保护的替代:非正规金融·····	(114)
5.1 非正规金融理论回顾及问题的提出·····	(114)
5.2 合约执行机制及其关系·····	(119)
5.3 信贷合约形式与执行机制·····	(127)
5.4 非正规金融组织的演进·····	(132)
5.5 非正规金融的广泛存在·····	(134)
5.6 小结·····	(137)
6 投资者法律保护:转轨经济的实证·····	(139)
6.1 转轨经济国家的制度背景·····	(139)
6.2 转轨经济日趋集中的股权结构·····	(145)
6.3 转轨经济股票市场的发展·····	(147)
6.4 转轨经济的法律改革·····	(151)
6.5 小结·····	(155)
7 投资者法律保护:中国的实证·····	(156)
7.1 中国投资者法律保护状况·····	(156)
7.2 替代性股权的实证分析·····	(160)
7.3 中国证券市场的发展与国有股减持·····	(172)
7.4 案例分析——金马的控股权争夺·····	(174)
7.5 小结·····	(179)
8 投资者法律保护:未来的法律改革·····	(181)
8.1 中国投资者法律保护较弱的原因·····	(181)
8.2 法律改革建议·····	(185)
8.3 小结·····	(189)
参考文献·····	(190)
后 记·····	(200)

1 导 论

本章首先由转轨经济、东南亚金融危机和欧洲一体化三大事件的发生引发对投资者保护法律制度问题的关注;继而在公司治理的理论发展和中国所面临的问题基础上提出了投资者法律保护问题研究的重要理论与现实意义,然后概要地描述了本书的研究目的和方法;最后,精炼出了本书的基本框架和可能取得的理论创新。

1.1 研究背景及主题

20 世纪末发生的三件极为重要的经济事件激发了人们对公司治理法律制度的关注。

第一个事件就是东欧社会主义国家的解体,这可以说是 20 世纪末的标志性事件。各国经济转轨经验不尽相同:俄罗斯由于缺乏制度准备而采取了“休克式”私有化,从而致使俄罗斯 1998 年的 RTS 股票市场指数几乎比 11 月前下跌了 90%;捷克虽然与俄罗斯的私有化方式不同,并且也考虑了效益较好企业股权结构的选择,然而由于私有化策略过分迷恋于追求速度,对于一连串危机和谣言只能进行事后的管制,使股票市场迅速萎缩;波兰私有化虽然进行得较慢,但效益较好,在金融危机中所受的影响也最小,被认为与俄罗斯和捷克形成鲜明的对比。改革伊始,一些“改革者”曾认为,虽然迅速的私有化策略导致了社会财富不公平集中和大量的社会腐败现象,但产权私有化后市场规律会发挥作用,企业也会有更好的市场表现,一些外国顾问甚至坚持说肮脏的私有化也比不搞私有化好。然而,转轨的实际情况却没有为这些论断提供佐证,迅速的私有化方案非但没有创造无数的小股东,反而导致股票市场衰退。对于转轨经济的股票市场出现的不同表现,一般的观点认为根源于私有化和转制的方法,方法的不同可能会导致不同的治理方式,进而导致不同的业绩。另一个观点是制度性解释,主要代表是 La Porta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer(2002)等人,他们指出早期关于转轨经验的讨论忽视了制度差异而集中于改革速度,并把速度作为衡量改革成效的决定性因素。然而对速度的迷恋在事后却被证明不过是一场新闻游戏,各国经济转轨成就的巨大差异在很大程度上取决于新制度的有效性,而非变革的速度。Coffee 曾指出,由于缺乏保护投资者的法律制度,在转轨经济

中,知名的监管者(机构投资者)并不热心于监控,而是利用内幕消息,在不健全的、不透明的市场上进行知情交易,损害小股东的利益。在这种情况下,证券市场十分脆弱,一旦出现丑闻,市场就很容易崩溃。制度性解释同样忽略了一个重要问题,即仅提出法律制度是重要的仍然无济于问题的解决。另外,仅用制度的有效性解释捷克与波兰市场的表现差异仍是不完备的,因为法律制度的完善并非一朝一夕可以完成的,那么在法律制度还不完善的过程中,何种因素填补了公司治理真空从而导致转轨经济不同的业绩表现仍是个没有解决的问题。

第二个事件是1997—1998年发生的东南亚金融危机。第二次世界大战后东南亚各国取得了令世界瞩目的经济发展奇迹。其中最为成功的国家和地区包括:韩国、中国香港、新加坡、中国台湾和马来西亚,当然还有印度尼西亚和菲律宾。但在20世纪90年代末的亚洲金融危机中,上述国家和地区货币、金融体制以及整个经济都遭受了巨大的打击。对东南亚金融危机的解释集中于宏观经济和银行问题:如有学者把东南亚金融危机归罪于其20世纪90年代不适当的宏观经济政策(Greenspan、Corsetti、Pesenti和Roubini,1998)。Wade和Veneroso(1998)则提出危机刚开始时只是没有真实基础的轻度恐慌,是IMF增加利率和关闭银行的压力使情况恶化。Krugman(1998)在国际银行行为的基础上提出了第三个理论,即认为是资产价格泡沫产生了潘哥拉斯均衡。他认为亚洲恐慌源于政府对银行的隐含担保和投资者的信心丧失,这一解释同时认为是一些与经济基础不相关的原因导致了新兴市场国家国内和国外投资者的信心丧失,并因此导致了资本流入的下降和资本流出的上升以及汇率贬值和股市下挫。但是这些解释并没有解决一个问题,即为什么信心丢失对汇率和股票市场的巨大冲击发生在新兴市场国家而不是其他国家。Johnson等人(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。但是同样,他们没有指出东亚各国决定投资者法律保护程度的因素,更没有解释金融危机前的东亚奇迹出现的原因。

欧洲经济一体化是20世纪90年代末发生的第三件大事。欧盟从1993年1月1日起初步建立起内部统一的大市场,欧洲各国在地方性偏好、法律、习俗和利益等方面千差万别,这将给欧洲共同体的经济制度运转带来许多问题。当政治家们在布鲁塞尔为制定欧洲统一的法律规则绞尽脑汁的时候,他们至少还需要考虑一下什么是真正好的规则。在公司治理方面,盎格鲁—撒克逊模式的特征是公众广泛持有公司股权,对小股东严格保

护并且有发达的资本市场;而德国模式的特征是强大的银行、家族式公司,但对小股东的权利保护不够。这两种模型哪一种更可取呢?如果欧共体国家想在世界市场和美国竞争,那么未来最佳的干预政策和法律制度又是什么呢?

为了探索和回答上述问题,笔者确立“投资者法律保护的理论及实证研究”这一研究主题作为本书的选题,期望通过理论和实证研究,就投资者法律保护的决定和替代性治理机制问题得出一般性结论,并由此为中国上市公司的改制和相应的法律改革提供一些建议。

1.2 研究的理论与现实意义

投资者法律保护问题的研究对于契约执行机制、公司治理和非正规金融的研究具有重要理论意义,对于国内上市公司治理问题及证券市场的发展实践具有重要的现实意义。

1.2.1 理论意义

新制度经济学认为契约的有效履行需要一套有效的执行(治理)机制作保证。契约执行机制经历了一个由私人执行到法律正式执行再到私人执行的一个演化阶段。就最初对私人执行的研究而言,主要集中于对企业契约(要素所有者间契约的联结)私人执行(控制)和自我实施契约两个部分。

企业契约的私人控制分为契约的内部控制和外部控制。企业契约的内部控制产生于 Alchian 和 Demsetz(1972)对团队生产偷懒问题的研究,他们指出要减少团队生产的偷懒就必须安排一个可以获得部分剩余收益的监督者。沿着这一思路, Grossman 和 Hart(1990)与 Holmstrom 和 Tirole(1989)等人强调了所有权结构在解决企业激励问题上的重要性。Aghion 和 Bolton(1992)的研究进一步发展了 Grossman 和 Hart 的思想,他们指出有效的企业契约激励控制方式应该是依企业状态来决定控制权在股东和债权人之间的分配。接下来的研究,主要是针对发挥最有激励控制的最优债权数量(Dewatripont 和 Tirole, 1994)、债权结构和债权人的控制力等方面展开。契约的外部控制主要表现为契约外在的市场,包括经理市场、产品市场和控制权市场的约束。市场竞争通过增强契约代理人的激励而形成了对契约的由外之内的控制。对自我实施契约的研究,主要来自于 Telser(1981)与 Klein 和 Leffler(1981)等人, Telser 把自我实施契约描述为,“如果一方违背了契约条款,另一方的唯一办法就是终止契约”(Telser, 1981),自我实施契约理论假设法院和其他第三方不介入契约。对此, Klein 和 Leffler 在一篇论文中就曾指出,合约是不能由政府或任何第三方执行的。

诚然,纯粹的私人执行是一种极端情况,私人安排总是在法律的阴影下运作的。近来有关法律作为契约履行的外部保障的研究来自于 La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny(1997,1998;以下简称 LLSV)等人。他们的研究表明,契约的委托人,即投资者之所以能够得到收益是因为法律赋予并保障了他们的这项权利。LLSV 认为各国由于法系的不同,从而造成对外部投资者法律保护程度的不同,而这一差异又与各国在资本市场的规模和深度、股权结构和经济发展上的差异存在很大的相关性。Denis 和 McConnell(2002)将他们的研究定义为第二代公司治理研究。

纯粹的私人执行是极端的,但完全摒弃契约的私人执行机制而强调法律的正式执行对委托人——投资者的保护又是片面的,因为虽然法律可以给予契约履行很好的外在保障,但法律是不完备的(许成钢和皮斯托,2003),很多国家的法律及其执行也是不完善的。因此,问题的关键集中于如何提高投资者法律保护水平,以及在投资者法律水平既定的情况下,何种契约的私人执行机制可以保护投资者的利益。

本书对以上问题的研究不仅对契约执行机制的研究,而且对于已有的公司治理和非正规金融的理论研究也具有重要的理论意义。人们对于股权结构问题的研究是出于对公司绩效的关心。Berle 和 Means 在其著作《现代私有公司和财产》中指出,现代公司的分散小股东与职业经理人之间的利益目标是不一致的,小股东无法对职业经理人形成有力的监督,这样职业经理进行在职消费不可避免,甚至会损害股东的利益。因此,这类公司的绩效可能无法达到最优。这一观点实际暗含了一个假设:公司股权越分散,公司经营绩效越差;相反,公司股权相对集中,公司绩效就会提高。这一观点引发了持久而激烈的争论,股权结构与公司绩效之间是否存在必然的对应关系?学者们就这一问题进行了理论的逻辑推演和大量的实证分析研究,但到目前为止,理论界还没有形成被广泛接受的权威结论。后来,国内外学者对这一问题也进行了大量实证分析。不同的学者对股权结构和公司绩效的指标选取及计量回归模型建立有所差异,得到的结论也各不相同。

综观中外学者对于股权结构与公司绩效关系问题的研究有两种相对立的观点:一种认为两者之间存在显著相关关系;另一种否认两者之间具有相关关系。第一种观点又分为两种情况,有的学者认为股权结构正向影响公司绩效,有的学者则认为股权结构与公司绩效是负相关的。对两者之间关系的研究都是运用计量经济模型进行回归分析,学者们从不同的研究角度选取研究样本,没有考虑到样本公司所处外部环境(尤其是外部法律环境)的差异,研究结果不能代表所有的情况。因为当研究局限于单个国家时,人

们往往无法比较不同国家股权结构和公司业绩(价值)关系的差异,更无法解释这种差异背后的深层原因。而对投资者法律保护问题的研究,则结合了公司外在的法律环境,更深层地思考了股权结构与企业业绩的关系,从而可以为各国在股权结构与企业业绩关系研究中出现的问题提供合理的解释。以往对非正规金融的理论研究主要探讨非正规金融本身的产生和发展;而 LLSV 等人则把注意力集中于法律对信贷规模,即债权规模的影响,并没有区分法律执行机制对正规与非正规金融的不同影响。本书从合约执行机制探讨了债权人法律保护的替代性的同时,综合了以上两个方面的研究,不仅考察了不同执行机制与信贷合约的关系,还由此找出了正规金融与非正规金融的理论关系。

1.2.2 选题的现实意义

就上市公司的问题而言,多少年以来,试图从产权的角度来诠释中国企业面临的经营管理问题似乎已成为一些主流学者的思维定势,似乎一旦产权明晰就可自发解决公司治理中的所有问题,而使企业走出困境。由此,无论是学术界还是决策层都将产权改革视为国企脱困的唯一出路。但是,为什么东欧、俄罗斯实行全民配股的私有化改革明晰产权后不但没有改善公司治理状况,反而使情况变得更糟?为什么中国产权明晰的民营上市公司仍摆脱不了国有上市公司所存在的经营困境?这些都说明如果企业产权改革仅仅着眼于产权问题,不一定是最优的方式,从长期来看,保护投资者利益才是市场与企业发展的根本。

学者们就普遍认为“一股独大”导致第一大股东支配公司董事会和监事会,形成一言堂,日常经营中一手遮天,产生造假、不分配、肆意侵吞上市公司资产等漠视投资者利益的行为。“一股独大”是上市公司法人治理结构不平衡、不彻底、不完善的主要根源,也是我国证券市场资源配置效率低下等诸多弊端的源头。此外,随着民营背景上市公司的不断增多,民营企业创始人“一股独大”的现象日益突出。2001年2月以来,已有4家家族持股高达50%—70%的企业上市:康美药业家族持股66.38%,以2001年6月13日收盘价计算,市值20多亿元;广东榕泰67.19%,市值37亿元;用友软件大股东王文京直接持股比例为55.2%,市值40多亿元,间接持股比例为75%;太太药业大股东朱保果及其家族持股比例高达74.18%,市值82亿元;潘广通父子也持有天通股份24.9%的股份……未来创业板上市公司中,类似的家族或民营创始人“一股独大”的股权结构将大量出现。由于亚洲金融危机,家族控股的上市公司所产生的公司治理问题应引起高度重视。不少人士因此认为,民企上市公司“一股独大”所引起的后果在某种意义上