



复旦大学新政治经济学研究中心
新/政/治/经/济/学/研/究/译/丛

公司治理的历史

从家族企业集团到职业经理人



*History of Corporate Governance Around the World:
Family Business Groups to Professional Managers*

[加] 兰德尔·K. 莫克 主编
许俊哲 译

复旦大学新政治经济学研究中心
新/政/治/经/济/学/研/究/译/丛

公司治理的历史

从家族企业集团到职业经理人



*History of Corporate Governance Around the World:
Family Business Groups to Professional Managers*

[加] 兰德尔·K. 莫克 主编
许俊哲 译

格致出版社  上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司治理的历史:从家族企业集团到职业经理人/
(加)莫克(Morck, R. K.)主编;许俊哲译. —上海:格
致出版社:上海人民出版社,2011

(新政治经济学研究译丛)

书名原文:A History of Corporate Governance
around the World: Family Business Groups to
Professional Managers

ISBN 978-7-5432-1951-9

I. ①公… II. ①莫…②许… III. ①公司-企业管
理-经济史-世界 IV. ①F279.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 050794 号

责任编辑 罗 康
美术编辑 路 静

新政治经济学研究译丛

公司治理的历史

——从家族企业集团到职业经理人

[加]兰德尔·K. 莫克 主编

许俊哲 译

出 版 世纪出版集团 格致出版社
www.ewen.cc www.hibooks.cn
上海人民出版社
(200001 上海福建中路193号24层)



编辑部热线 021-63914988

市场部热线 021-63914081

发 行 世纪出版集团发行中心
印 刷 上海江杨印刷厂
开 本 635×965 毫米 1/16
印 张 40
插 页 2
字 数 588,000
版 次 2011 年 11 月第 1 版
印 次 2011 年 11 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-5432-1951-9/F·421
定 价 78.00 元

新政治经济学研究译丛 编委会

主任：史正富

委员：（按汉语拼音顺序）

陈 平 陈 昕 崔之元

何元龙 刘 昶 王小卫

张 军

序言

必须指出的是,本书有别于大多数会议论文集,因为本书不是由某些相互独立的研究论文结集而成的。我们要求每位作者撰写关于某个国家的公司治理的历史,其历史时期必须上溯到足够解释这个国家的企业治理如何发展到现有的阶段。商业家族、政治和制度发展不可避免地相互影响。每个章节都经过反复修改,因为作者们都互相接受了彼此的观点,最终融汇在全书中。

我非常感谢参与撰写本书的各位令人尊敬的作者以及点评人——他们中间有一些是全球顶尖的金融经济学家和经济史学家——他们接受我的挑战,来探索这个少为人知但非常重要的研究前沿领域。本书正是他们数千个小时工作的物质成果。

本书的出版,得益于阿尔伯塔大学商学院及该校颇有声望的企业和家族公司研究中心的资助。本书得到了全国经济研究局在后勤和组织上的帮助,特别是2002年9月在美国马萨诸塞州的剑桥市召开的一次成功的筹备会议,以及2003年6月在(加拿大)阿尔伯塔省的莱克路易斯市召开的本书作者和评论者会议。还要特别感谢 Helena Fitz-Patrick 排除困难邀请了很多繁忙的作者来讨论本书最终的定稿,同时要感谢 Brett Maranjian 完美地组织了剑桥和莱克路易斯的两次会议。

本书的多篇论文在2004年在法国的枫丹白露召开的第二次会议上宣读,这也得益于其他方面的资助,为此,我们要感谢经济政策研究中心、欧洲公司治理研究所和欧洲工商管理学院的资助。感谢本书的评论人及在枫丹白露会议上对本书内容作出评论的以下研究者:

Gordon Redding、Silvia Giacomelli、Rosa Nelly、Travino、Javier Suárez、Christine Blondel、Yishay Yafeh、Mark Roe、Erik Berglöf、Bruce Kogut、Ronald Anderson、Enrico Perotti、Xavier Vives 和 Sabine Klein。

我们在编撰本书的过程中，得到了来自全国经济研究局的主席及 CEO Martin Feldstein、阿尔伯塔大学商学院院长 Michael Percy 及企业和家族公司研究中心主任 Lloyd Steier 的宝贵的鼓励。

同样在关键时刻提供了不可或缺的帮助的，还有：欧洲公司治理研究所所长 Marco Becht、欧洲工商管理学院的高级项目经理 Christine Blondel、加州大学伯克利分校的经济学及政治科学 George C. Pardee 和 Helen N. Pardee 讲座教授 Barry Eichengreen、欧洲工商管理学院技术创新 Solvay 讲座教授及大型家族企业 Wendel 讲座教授 Ludo van der Heyden，以及哈佛大学经济学 Whipple V. N. Jones 讲座教授 Andrei Shleifer。

我还要感谢 Stephen Jarislowsky 提供的智识上的鼓励和经济上的资助。两位匿名的评审人提供了极有见解的、敏锐的修改意见，极大地提高了本书部分章节——尤其是那些我有所参与的章节——的质量。此外，更要感谢全国经济研究局的 Helena Fitz-Patrick，他很有耐心地指导我们将文稿变成出版物，也要感谢芝加哥大学的 Peter Cavanaugh，他对出版流程进行了非常专业的监督。最后，要感谢我的妻子，感谢她的耐心和给予我的帮助。

兰德尔·K. 莫克

目录

序言/1

导论:公司治理的全球历史/1

1. 大众持有公司的兴衰

——加拿大公司所有权的历史/55

2. 中国公司治理的历史

——国家资助、公司法律和控制问题/110

3. 法国公司所有权

——历史的重要性/128

4. 德国公司所有权和治理权的历史/148

5. 印度所有权集中化的演变:普遍模式及印度软件行业的发展历程/212

6. 意大利公司所有权的历史/258

7. 井底之蛙

——日本公司所有权发展的历史/303

8. 荷兰的融资与管控:历史透视/411

9. 瑞典公司所有权的历史与政治/467

10. 用更少的时间与家族共度

——英国家族所有权的下降/538

11. 为何美国鲜有大量持股的情况/571

导论：

公司治理的全球历史

0.1 我们敢把公司治理委托给谁？

21 世纪初的资本主义是各种经济体制的杂交产物。在美国，资本主义就是大量独立的公司为了消费者互相竞争的体制。虽然有时候法院——这个对付垄断的守卫者——并不完美，但是垄断终究是非法的。每个公司都有一名首席执行官（CEO），他向处于被动的董事会发号施令，决定公司的政策和战略。美国大公司的真正拥有者是数百万中产阶级股东，他们每个人只拥有几百或几千股股票，分散而没有影响力。只有少数的机构投资者能够积聚大量股份（持有少数大型公司 3%—5% 的股票比例），从而可以对公司的董事会施加影响。公司的首席执行官们根据自己的政治、社会和经济信念来运用或者滥用他们巨大的权力。在美国之外的许多地方，资本主义就是使少数巨富家族控制该国几乎所有的大公司甚至完全控制该国政府的一套体制。在这些国家，竞争其实是

海市蜃楼,因为几乎没有公司是独立的,职业经理人被雇用来服务于寡头家族王朝以维护他们的权力,这有时候对国家造成很大的损失。

本章的目的就是探究资本主义如何发展为资本主义,这在世界各地各不相同,即探究有些经济体如何发展到把大公司的治理交给少数富有的老家族,而其他的经济体则把公司治理委托给职业 CEO。

对“资本主义”一词的这种不同使用有助于不同的交流。美国的经济学家常常对那些似乎受到了良好教育的外国人不情愿采纳自由企业原则感到很困惑,而国外经济学家对美国经济学家的天真简单则备感诧异。事实上,如果更认真地看待对方,双方都能更好地理解对方。世界各国并不是简单地与美国相同,但是通常不同程度地比美国贫穷。不同的国家以不同的方式组织经济,而公司的治理(决定资源如何在公司间和公司内部配置)也被委托给不同的人,由不同的机构控制。

拉波塔(La Porta, 1999)的一份重要研究把注意力集中在经济领域,他比较了一部分国家的大中型公司的所有者结构。图 1 展示了他的研究发现。墨西哥的大公司完全由一小部分极其富有的家族控制,然而,英国的公司则全部由非控制性的股东掌握。大部分阿根廷公司都由家族控制,但是大部分的美国大公司则不是这样。富有家族控制大公司的现象并非仅仅局限于穷国,也出现在像以色列、中国香港和瑞典这样富有的国家和地区。

尽管如此,克拉森、达扬科夫和朗(Claessens, Djankov and Land, 2000)的研究,坤纳和里夫金(Khanna and Rivkin, 2001)的研究以及其他学者的研究都表明了由家族控制的公司集团在穷国的普遍性。穷国的公司通常由政府机构和富有家族的混合体控制。图 1 反映的多样性主要是发达国家的特点。

大部分英美大公司都是由大众拥有,而其他地方的大公司则往往由一小部分富有家族所控制。这个事实也许并不能充分解释不同的资本主义认知在不同国家的影响,因为不管由谁控制,互相竞争的独立公司总是能达到经济效率。然而,大多数国家的公司治理还有一个与英美不同的特征,即金字塔式的商业集团(简称金字塔式)。这种区别在经济上非常重要,以至于产生本质上完全不同的经济体制,当然所有这些经济体制都标榜为资本主义而存续。

所谓金字塔,就是这样一个结构:在它的顶端是一个非常富有的家族,控制着一个上市(或者不上市)公司。而这家公司控制着其他上市公司,每个其他上市公司再控制更多的其他上市公司。像这样的结构在英美以外具有普遍性。这种结构包含数百家上市的和私人的公司,从而使一个国家的大部分经济都掌控在一个家族手中。这种结构还使极少部分精英能够控制国家更多的产业部门。

波利和明斯(Berle and Means, 1932),本卡克、卡拉曼和特鲁提斯(Bebchuk, Kraakman and Triantis, 2000),莫克、斯坦克兰德和杨(Morck, Stangeland and Yeung, 2000)以及其他一些学者的研究都论证了在这种金字塔式的商业集团中会出现严重的公司治理问题。不过,本章对于这些问题感兴趣,只是由于它们推动了商业集团的形成或者瓦解了商业集团。我们的焦点集中于公司控制的不同区别(如图0.1所示)是如何产生的。

本章余下的结构安排如下:第2节解释为什么图0.1所示的区别很重要。事实上,这个区别是定义不同形式资本主义的最突出的特征。第3节简要叙述了各章的核心论点和发现。第4节则探究这些发现,从中找出与我们当前思考公司治理有联系的一些共同线索。第4节还会考虑这些共同线索带来的启示。第5节将会作一个总结。

0.2 这些区别重要吗?

资本主义被称之为资本主义,是因为它是一个围绕资本生产和配置而组织起来的经济体制。个人储蓄是所有资本的基础。但是,不同的国家有不同的积累和配置资本的方式,而且这种方式似乎和每个国家如何处理公司治理问题密切相关。

个人可以通过投资公司股票和公司债券来进行储蓄。那些被认为是好的公司可以通过发行证券募集到大量资金,比如谷歌在2004年通过公开发行新股融资16.7亿美元。而一家被投资者认为很差的公司就很难通过发行新股来筹得大量资金。比如,基于互联网的销售中间商德佳公司(deja.com)认识到投资者不大可能以管理层希望的价格购

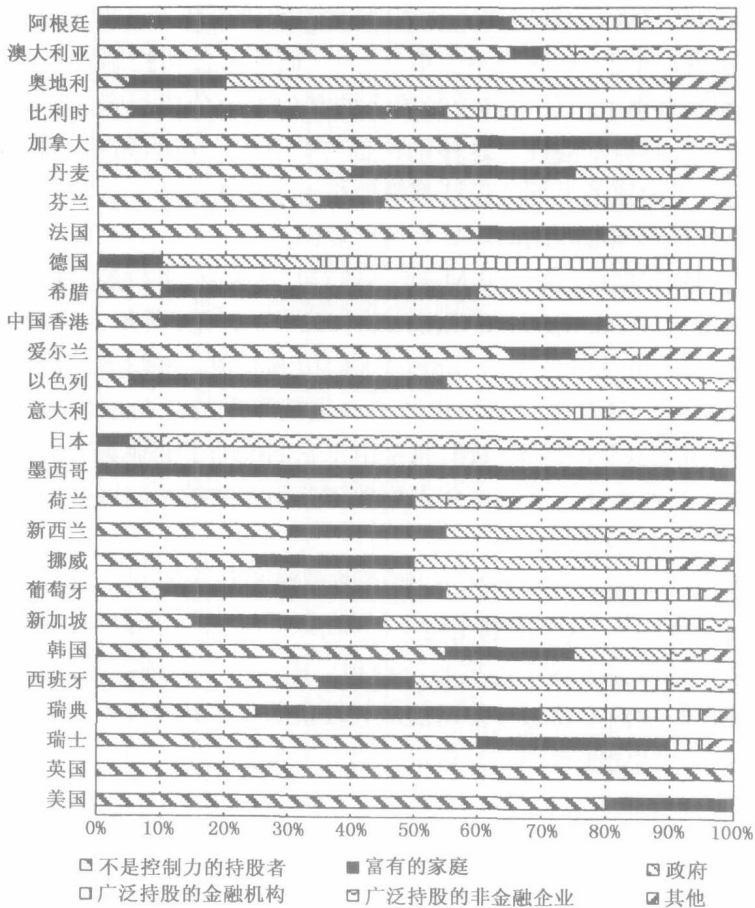


图 0.1 谁控制着世界上的大公司？

来源：La Porta et al. (1999) with Japanese data augmented by Morck and Nakamura(1999) to account for combined *keiretsu* stakes and German data augmented with information from Baums(1995) to account for bank proxy voting.

买其股票，遂撤回了它于 2000 年提出的股票发行计划。

如果投资者能了解他们自己正在做的，那么资本就可以配置到那些能够有效使用资本的公司，而不会流向那些可能浪费资本的公司。英美等一些国家就实行这样的资本配置过程，这也构成了股东资本主义的基础。在这些国家，公司可以通过发行股票和债券来吸收资金，从而建造厂房、购买设备和发展技术。

对于信任公司因而购买其股票的投资者来说，他们需要得到保证，即公司是诚实而有效地运行的。这就是公司治理的关键所在。这些国家的大公司的公司治理都委托给了首席执行官们和职业经理人。投资者一起监督上市企业的公司治理质量，而企业的股价反映了投资者共同的看法。

这套体制也有成本。在经济运行中监督每个企业的公司治理质量会耗尽资源。英美资本市场和监管者试图把这种成本从投资者身上转移，要求公司披露详细的财务报告、内部人持股情况、管理层薪酬和其他一些利益冲突情况。其他一些规定则不允许操纵股票，禁止某些公司交易和其他内部人私自交易。股东可以起诉任何违反这些规定的公司董事会成员和管理人员。这些旨在帮助投资者的禁令既加强了监管也增加了司法失察。机构投资者随时准备把那些无能或不诚实的经理撤换掉。这些富有的机构投资者能够负担更多的监督公司治理的成本，也能负担更多消除发生治理问题的成本。

这套体制并非完美无缺。如果投资者把事情搞错的话，好的经理会受到惩罚，而差的则受到了奖励。而这种情况似乎也时有发生，比如，在1999年网络公司兴起的时候，当时的投资者怀着无理性的热情去购买与网络相关的公司股票。但从长期看，通过商业周期的潮起潮落，盎格鲁-美利坚式的资本主义似乎能够带来高的生活水平。

但是盎格鲁-美利坚式的股东资本主义只是例外，占据主导的是其他类型的体制。拉波塔(La Porta, 1999)发现世界上最通常的公司治理体制是家族资本主义，在这种体制中，一个国家的大公司治理被托付给该国少数富有家族。如果投资者对大部分公司都不信任，并且倾向于把他们的储蓄交给那些享有较高声誉的个人来投资的话，那么这种体制情况就会发生。在那些为投资者提供较少法律权利的国家中，家族企业就会占据更大的股票市场份额。受人尊敬的商业家族控制着许多上市公司，这些上市公司再控制其他上市公司，这一层又一层的公司间持有关系使商业家族能够更有效地提高他们的声誉。这种金字塔式的商业集团更普遍地存在于那些投资者法律权利薄弱的国家。

然而，家族资本主义也有它的问题。许多国家的公司治理大量集中于一小部分富有家族的手中。如果控制商业集团的家族领袖或者继

承人很无能,或者过分保守,或者过于维持现状,那么这种治理方式就会使大片经济受损。由于现状显然对这些家族有利,因而最终的可能结果就很令人不安。比如,他们可能游说政府维护本已薄弱的投资者权利,使新兴者无法与他们竞争公众投资者的储蓄。

投资者也可以通过另一种方式储蓄,即把钱存到银行或者其他金融机构;然后公司从银行贷款以购买厂房、设备和技术;或者有时候银行直接购买公司股票或债券来投资。这就构成了另一种积累和配置资本的方式。德日的银行在配置资本中所起的作用要远远大于英美的银行。当然,莫克和中村(Morck and Nakamura, 1999)以及福林(本书第4章)的研究表明,银行在这两类国家所起的作用也许都被夸大了。

在银行资本主义中,银行的过失替代了股东的勤奋。银行家监督公司治理并干预修正治理问题。如果行为不轨的经理拒绝改变他的行事方式,那么银行将收回贷款,从而使这些治理不当的公司得不到资金。只要银行家们无私且有能力,那么这套体制就能有效地配置资本。但是,如果小部分关键的银行本身治理不当,那么,后果将更糟糕,而且会对所有依靠银行融资的企业造成困难。银行资本主义给战后的德日两国以及韩国等新兴国家带来了坚实的经济增长。但是在这三个国家中,一些关键银行对那些治理不当的企业过度贷款,也会造成金融问题,这些问题将继续阻碍宏观经济的增长。

不过,投资者还有一种储蓄方式,即交税,让国家来为企业提供资本。社会主义的指导原则就是这种方式的极端化。但是从历史上来看,由国家引导的有关资本积累和配置的产业政策对自由市场国家也很重要。例如,德国、意大利、日本的法西斯政府都对他们国家的大公司实行这种国家主导的公司治理。而在加拿大、战后的日本、印度和一些欧洲大陆国家,包括一些新兴市场国家,由民主决定的产业政策起到了相当大的作用。20世纪中期的英国政府实行过国有化产业政策,而美国政府也实行过大规模的国防和公共设施投资的产业政策。

在政府资本主义中,公共官员监督公司经理并干预纠正出现的任何治理问题。如果官僚监管者确实是无私而有能力的,那么他们就能够指导公司决策,从而促进大众福祉。但是,如果公共官员能力不够,或者不具备作出正确决策的知识,甚至为了获取个人或团体的政治支持

而歪曲决策,那么由此便会产生难以对付的治理问题。政府资本主义给许多国家带来短期的高增长,但是长期来看,就会出现严重的治理问题。

最后,投资者也可以通过贮藏黄金和银币来储蓄。如果人们既不相信金融市场,又不相信富有的家族,也不相信银行家和政府官员,那么就只剩下这种储蓄选择了。墨菲(Murphy)(本书第3章)认为在法国发生的一系列金融丑闻和危机确实促使几代法国人在家里的后院埋藏硬币,以备不时之需。这种不信任严重阻碍了法国的金融发展。当企业无法获得广大公众的储蓄的时候,那么每个企业只能依靠自己的利润来获得增长。这又使更多的资本流向那些已经控制企业的人,同时也不可能在经济上有效率。而且,这让白手起家变得非常困难。

当然,没有一个国家纯粹代表着上述任何一种资本主义形式。每个资本主义的变种都是各国资本形成的一部分,这都会在本书中提及。但是不同的变种显然有不同的相对(国家间的和时间上的)重要性,这种区别意义重大。把公司治理委托给富有家族、少数强势的银行家或官僚精英,这对某些人似乎是非常不民主的;把公司治理委托给经过民选官员挑选的人民公仆,这似乎对另一些人又不民主。而把公司治理委托给有声誉的领导家族,似乎在另一些人看来是非常草率而不负责任的。此外,正如本书各章所述,非人格化的股票市场、银行、富有家族和政府官僚都是源自于不同的情况,以不同的方式运行,同时也带来一系列各不相同的问题。

0.3 为什么不同的国家有不同的发展途径?

对于七国集团(由加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国组成)各成员国的公司治理的历史,本书分章作了叙述。我们也加了一章叙述荷兰的公司治理历史,因为它是最早的资本主义经济体,而且许多决定公司控制的机构都发源于荷兰。我们还加了一章有关瑞典的,因为它表现了资本主义另一种标准模式——调和了社会民主的瑞典模式。最后,我们对印度、中国也分别加了一章以作介绍,它们是世界上最大的两个发展中国家。这些国家还不完全,因为我们省略了像澳大

利亚、俄罗斯、西班牙和瑞士这样重要的国家,我们也没有提到过大部分亚洲国家和所有的南美、非洲、中东等国家。我们希望其他研究公司财务或经济史的学生能够填补这片空白。

最初的研究表明,几乎所有国家的第一个大公司都是家族企业。而且,在工业历史比较短的国家,家族公司一般都占据了主导地位。因此,我们选择上述列举的国家进行介绍,并不是因为它们更重要,而是因为它们都有一个相对比较长的工业历史。那些工业历史只能追溯至前一代或两代人的国家,比如韩国、马来西亚和新加坡,都没有足够的时间使改变公司治理的力量发生作用。虽然这些国家从其他角度来看非常有趣,但是比起老牌工业国家,它们较少能提供有关公司控制的演进的洞见。

每篇研究的作者都被邀请撰写一份有关指定给他的那个国家的公司控制演进历史的报告。重点主要在于大公司,因为几乎所有的小公司都趋向于有一个具有控制权的股东。比如在印度、意大利和美国的夫妻店的拥有者就是夫妻两人。资本主义的不同内涵也为各个国家的政治辩论增添了各不相同的趣味,这主要是由于每个国家大公司的控制者各不相同。

本节主要总结每章的核心结论。下一节则把这些结论和发现浓缩起来构成一篇有关公司治理是如何走向不同道路的综合性报告。

加拿大

在第1章,Morck, Percy, Tian 和 Yeung 描述了加拿大的前工业历史。首先作为一个为皮毛贸易而进行原料提炼的法国殖民地,然后又作为一个英国殖民地的定居点。他们的主题是加拿大在殖民期间建立起来的制度是如何影响随后的工业发展的。

这篇研究有两个要点。第一,加拿大直到几代人之前一直是一个相当腐败的国家。加拿大从它的法国殖民历史中继承了重商主义政策,这种政策常被官方滥用。实际上,这个国家可以说是法国重商主义之父 Colbert 的试验田。其后的英国和加拿大的精英们把这种特色保留到了加拿大的政府、经济和文化中。

第二点是加拿大公司控制的显著结构。一个世纪以前的大企业就像现在一样:由家族控制的金字塔式商业集团占据微弱的主导地位,同

时还有很多独立的大众持有的公司。然而在 50 年前，加拿大的大企业基本都是那些独立的大众化持有的公司。

在 20 世纪前半叶，加拿大的富有家族有的在繁荣的股市中卖尽自己的股份；有的在衰退中破产；有的为了筹集收购的资金而发行股票，从而稀释了它们的股权比例；有的为了支付遗产税而变现公司。这些现象的净效果就是导致了家族控制和金字塔式集团的失势。到 20 世纪中期，加拿大非常像图 0.1 中的美国。然后到了 20 世纪 60 年代末 70 年代初，金字塔式的集团重新崛起，直到 20 世纪末又一次占据了重要的地位。出现这种反复的原因并不清楚。作者推测，遗产税的无效和政府经济干预的扩大也许是其缘由。遗产税的失效使大笔财富得以生存并壮大。政府干预使企业与政治的联系比过去更有价值，而金字塔式的商业集团也许比独立的、大众持有的、由职业经理管理的公司更能建立和挖掘这种关系。

Siegal 在这章中的论述介绍了一种非常有见地的划分，即把制度发展分为三个阶段。最初是普及教育，这对企业理念的产生是必须的；其次是金融制度的建立，这对实现企业理念是必须的；最后是有关系继承的公共政策，这能够防止某一时期的企业家妄自尊大或者阻碍他人创业。

中国

由 Foetzmann 和 Koll 撰写的第 2 章，检视了 19 世纪末 20 世纪初中国的公司治理情况。这一段时期很重要，因为当时正好是中国工业化的开始阶段，同时也是将一些西方机制试图移植到一个非西方经济体的时期。因此，新中国之前的工业发展更能为那些现代新兴经济体提供一个有趣的教训。当然，对于中国自身来说，这段时期的资本主义发展也可作为一个参考。

19 世纪晚期，中国第一代工业企业的股权虽然时有变化，但仍然是国家控制之下。这些企业虽然由私人商家出资和运营，但是最终还是由清朝官僚掌控，就像清朝的盐业垄断一样。为了恢复中国的自尊和威望，这些企业试图使中国从外国武器制造商、船运商、制造商中摆脱出来。工业化就是他们的手段，使中国能够结束对外国的依赖，并恢复传统的经济平衡，但不是结束经济平衡。

清朝官员已经习惯于收受贿赂并提供支持。那些有盈利的企业因此往往更多地招致官员的疏忽失察，而他们的利润也很快被耗尽。虽然官僚干预保护企业免受竞争，但是这些企业的商人投资者和经理越来越不满意这些封建官僚收取的费用和索要的贿赂。

1895年，中国在中日战争中战败，清朝政府被迫允许外国私人企业进入条约规定的通商口岸。这些口岸受外国法律管辖，从而不再能阻止中国私人工商业的建立。新的工业商业飞速发展。

为了监管这些企业，清朝政府在1904年颁布了一部新的《公司法》。作为当代英国和日本公司法律的浓缩版本，新《公司法》引入了有限责任、授权股东大会、董事会、审计和年度报告。1860年，上海就有了股票买卖，而股权参与也成为一项悠久的商业准则。因此，1904年的法案是对已经建立的实践的颠覆性修改，而不仅仅是对商业公司的引进。它最主要的改进就是用有法律基础的行为准则代替了官方的庇护，以此吸引公众股东的投资。

这种做法实际上非常无效。Goetzmann和Koll研究了一个当时比较大的企业——达申第一棉厂，想看看1904年的法律是如何改变它的治理，最终发现实际上根本没有任何效果。公司的建立者和总经理张建继续把公司和个人的资金混在一起，无视股东对他用公司资金捐助政治事业的批评。但他并没有被赶下台，因为公司章程中含有许多保护他权力的条款。缺乏标准的审计准则也使公布的财务账簿毫无用处。

暗含在这场失败之下的原因并不完全清楚。也许文化上的惰性阻碍了真正的改革，而中国历史上一直有一种文化，即家族企业应该为帝国官僚对其的庇护支付报酬，这种文化深深地印在中国人的脑中。但是，那些彻底的改革者们也只是把资本市场看作资金的来源，忽视了它可以作为一种机制规范公司内部人。面对这种事实，投资者们无法影响公司治理，于是便选择抛售股票。这使中国的股票的市场流动性不足，而且陷入严重的繁荣衰退的循环。这反过来又进一步使内部人不愿出售股票和多元化经营，也使他们无法增强由控制带来好处的价值。

在那一章的讨论中，Perkins认为中国传统的法律制度也是一个重要的因素。中国每个省的封疆大吏，作为中央政府的代表，被授予审判