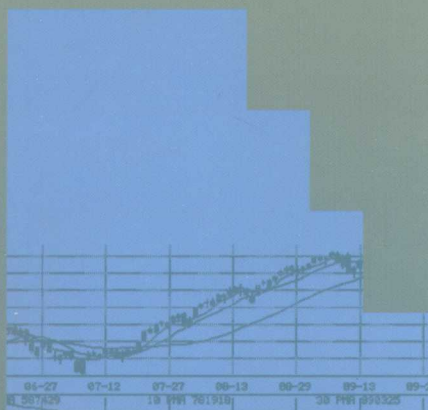
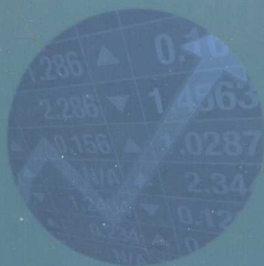




法治环境、股市参与和公司治理问题研究

余劲松 著

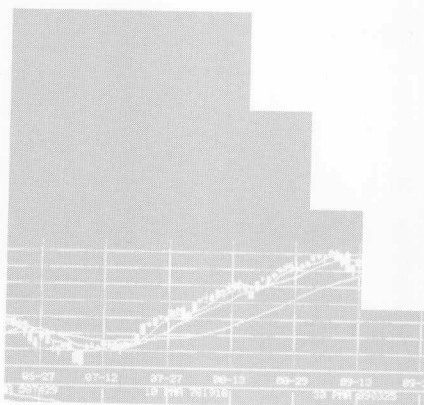
A Research on the Effects of
Legal Environment on Stock Market
Participation and
Listed Companies' Governance



经济科学出版社
Economic Science Press

014011958

D922. 287. 4
72



法治环境、股市参与和公司治理问题研究

余劲松 著

A Research on the Effects of
Legal Environment on Stock Market
Participation and
Listed Companies' Governance



经济科学出版社
Economic Science Press



北航

C1698384

D922.287.4

72

图书在版编目 (CIP) 数据

法治环境、股市参与和公司治理问题研究 / 余劲松著.
—北京: 经济科学出版社, 2013. 10
ISBN 978 - 7 - 5141 - 3816 - 0

I. ①法… II. ①余… III. ①证券法 - 影响 - 股票市场 - 研究 - 中国②证券法 - 影响 - 上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①D922. 287. 4②F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 226381 号

责任编辑: 周国强

责任校对: 刘 昕

版式设计: 齐 杰

责任印制: 邱 天

法治环境、股市参与和公司治理问题研究

余劲松 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

编辑部电话: 010 - 88191350 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京密兴印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 11.25 印张 220000 字

2013 年 10 月第 1 版 2013 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3816 - 0 定价: 46.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

优质的上市公司和成熟的投资者是证券市场发展的基石。在过去的 20 多年里，中国的证券市场取得了长足发展，我国的上市公司无论是从数量还是从规模上来看均实现了跨越式增长。在数量方面，从最初的老八股开始到 2012 年的 2494 家，增长逾 300 倍；从上市公司股权性质上看，截至 2012 年 7 月，在 2422 家上市公司中有民营企业 1394 家，占比 58%；而随着一批大型国有企业、金融机构和军工类企业的上市，上市公司已经涉及我国国民经济的所有领域。通过上市为这些企业提供了发展所需的资金，也正是通过上市成为公众公司促进了这些企业治理结构的转变，提升了这些企业的整体盈利能力。一大批企业快速成长，成为行业翘楚和我国经济发展的中坚力量。与此同时，我国证券中介也得到了迅猛发展，2012 年我国证券公司数量达到了 114 家，营业部数量超过 5000 家，包括美林国际、摩根大通、野村证券和瑞银国际等在内的一大批国际知名金融机构分别在我国上海、北京和广东等地设立了代表处。证券投资逐渐被国人理解和接受，成为普通居民一个常用的投资理财工具。截至 2012 年年底，上海和深圳两个证券交易所开设有效股票账户数超过 1.4 亿，累计开设 A 股账户数 1.7 亿、B 股账户数 256 万，基金开户数 4226 万，超越英美等发达国家证券市场而成为个人投资者数量最多的国家。

不过，总体上我国证券市场仍处于新兴加转轨阶段，上市公司整体质量不高，形形色色的上市公司丑闻屡禁不绝。从最初的深圳原野（1992 年，后更

名为世纪星源)的财务欺诈和掏空上市公司,到1999年银广夏虚增巨额利润、2001年蓝田股份虚假财务报告和亿安科技股价操纵案,以及2007年杭萧钢构“大订单”等事件,每一个案件都造成了极大的负面影响,严重侵害了公众投资者的利益,直接影响了投资者对股市的信心,阻碍了我国证券市场的健康发展。

正是在这种情况下,我国的证券市场充满了浓厚的投机性,主要表现为换手率高和股票指数习惯性大起大落。在1994~2011年,上海和深圳两个交易所的平均换手率分别达到了310.08%和333.19%,其中,上海交易所平均换手率最高的年份为1994年,达到了1134.65%,深圳交易所平均换手率最高的年份为1996年,达到了1350.35%(中国证券期货统计年鉴,2012),远高于成熟国家证券市场同期水平。这表明投资者对我国股票市场总体上信心不足,宁愿选择短线投机而不是长期持有。在股票指数方面,上证综指在1999年5月19日单日涨幅近5%,接下来的30天内累计上涨幅度达到65%;2005年开始的股权分置改革将我国股市带出了长达5年的熊市,演绎出一段一路狂奔、波澜壮阔的行情,在不到两年的时间内上证指数连克2000、3000、4000、5000和6000点整数关口,并于2007年10月16日摸高至6429.28点,如果从2006年第一个交易日开盘指数开始计算,其间上涨幅度超过了425%;但尔后市场行情的发展便走向了另一个极端,在一年多一点的时间内,中国股市单边下行,于2008年10月28日跌至1749.02点,降幅高达72.8%,跌幅居同期世界之首。

在这种情况下,我国数以亿计的个人投资者见证了我国证券市场从无到有、从小到大的发展历程,是我国证券市场最大的资金供给者。他们或通过动用积蓄、或通过抵押借贷、或通过民间融资,将资金从其他渠道转移到证券市场,对我国股市不离不弃,股市的涨跌影响着这些投资者的悲喜。然而,正由于我国股市的独有特征,我国庞大的个人投资者群体不仅承担了较大的市场风险,也承担着各类人为制造的风险,他们不仅没能获得超额的回报率,相反经常被套牢,成为股市中的弱势群体。同时,我国的投资者对证券中介服务机构缺乏足够的信任,倾向于直接投资于股市与机构投资者共舞,但同时他们却缺

乏应有的学习能力和应对能力，因此当股市上涨时盲目进入，而在股市下滑时被深度套牢。

这种局面凸显了我国证券市场基础法律制度的缺失，特别是当投资者特别是外部中小股东的利益受到恶意侵犯时，我国的法律体系没有对他们的利益提供有效保护，这也进一步助长了上市公司挑战法律权威的气焰，不利于证券市场的健康发展。正是基于这个考虑，本书选择了证券市场法治环境对上市公司和股民这两个证券市场基本主体行为的影响。

本书分为三大部分，共八章。前三章可以视为理论追溯，分别讨论了公司治理的经济学与法学理论、法治环境对公众股市参与影响的理论演变，公司治理模式的演进以及我国证券市场法律制度演变的轨迹和特征等问题。应该说，公司治理理论一直是理论界持续关注的热点问题之一，汇聚了法学、经济学和社会学等多个领域的智慧和努力，经历了从建立在对“委托人—代理人”问题分析为基础的贝利—米恩斯范式到基于大小股东代理问题为核心的 LLSV 范式的转换，对公司研究的范围也从仅限于欧美发达国家公司制度拓展到对全世界不同国家的公司制度，如果说以贝利—米恩斯为代表的学者开始致力于“解开公司的面纱”，那么以拉·波塔为代表的法与金融学理论则致力于“解开制度的面纱”，讨论从制度设计层面如何保护中小投资者利益，进而促进金融发展。如果从这个角度审视中国的证券市场发展，不难发现正是由于法律供给的不足，包括立法的缺陷和执法不力等，导致了我国证券市场发展中存在的诸多问题。第四章和第五章为第二部分，讨论法治环境对股市参与的影响。公众参与股市的有限性是金融学理论关注的“异象”（abnormal phenomenon）之一。既有研究发现，一方面，世界各国的证券市场上均存在不同程度的股权溢价，即股票市场有非常高的超额回报率，那些投资于股票市场的居民尽管承担了更大的风险，但总体而言其财富积累水平较没有投资的要高；另一方面，各国证券市场上也存在显著的“有限参与”现象，而且各国居民参与股市的程度也显著不同。对此，本书关注的问题有两个方面，第一个问题是：包含法治水平在内的制度变量是否以及如何影响了居民股市参与率？第二个问题是：在我国证券市场上城镇居民股市参与如何影响到其财产性收入的？我国的法治环

境是否对居民股市参与决策有影响？第六章和第七章为第三部分，讨论法治环境对上市公司治理的影响。通过建立发生在投资者和上市公司之间的不完全信息博弈论模型，利用世界营商环境数据库的投资者保护指标以及南开大学公司治理指数，实证检验法治环境对上市公司治理的影响。第八章是结论、政策建议和研究展望。

如果从法与金融理论的视角，保护中小投资者利益免受大股东掠夺是提高上市公司治理的核心内容，既有文献对上市公司的行为进行了多角度的研究，但鲜有文献讨论个人投资者行为和个人投资者行为与上市公司治理之间的关系。本书正是从这个角度，利用相关研究成果对我国规制上市公司行为和中小股东行为的影响进行系统分析。不过由于该主题涉及内容繁多，加之笔者水平有限，难免存在疏漏，敬请读者斧正！

目 录

1	引言	1
1.1	研究背景	1
1.2	研究出发点、目的和意义	5
1.3	概念界定、研究内容与研究框架	7
1.3.1	主要概念界定	7
1.3.2	主要内容	9
1.3.3	研究框架	11
1.4	本书的主要研究方法	12
1.5	本书可能的创新点	13
2	法治环境、公司治理和股市参与：文献述评	15
2.1	公司治理的法和经济学理论	15
2.1.1	公司治理的法学理论	16
2.1.2	公司治理的经济学理论	19
2.2	公司治理的法与金融学理论	23
2.2.1	法与金融学理论的兴起	24
2.2.2	对法与金融学理论的批判与发展	26
2.3	法治环境与股市参与	29
2.3.1	资本资产定价理论、股权溢价之谜与股市参与的有限性	31

2.3.2 股市参与的差异性与影响因素	34
2.4 本章小结与简短的评论	36
3 公司治理模式的演进与我国证券市场法律体系的总体特征	39
3.1 公司治理的两大模式	39
3.1.1 外部人治理模式	39
3.1.2 内部人治理模式	41
3.1.3 对两类治理模式的简要评论	43
3.2 股东结构、投资者股市参与和公司治理	45
3.2.1 股东结构与个人投资者的作用	45
3.2.2 个人投资者对公司治理的影响	49
3.3 治理模式趋同与中小投资者利益的法律保护	52
3.4 我国证券市场法律体系的总体特征	56
3.4.1 我国证券市场发展的总体表现	56
3.4.2 我国规范证券市场发展的制度建设解读	59
3.4.3 我国现阶段证券市场立法和执法情况的总体特征	62
3.5 本章小结	71
4 法治环境与股市参与：基于国际数据的实证研究	73
4.1 境内外投资者股市参与的衡量与比较分析	75
4.2 影响股市参与的主要因素与研究假设	81
4.2.1 影响投资者股市参与的主要因素	81
4.2.2 研究假说的提出	83
4.3 股权结构、法治环境对投资者股市参与影响的实证分析	85
4.3.1 变量与模型	85
4.3.2 实证检验结果	87
4.4 本章小结	90
5 我国证券执法对居民股市参与的影响	92
5.1 我国投资者股市参与的衡量与总体特征	94
5.1.1 我国城镇居民股市参与的广度与总体特征	94

5.1.2	我国城镇居民股市参与的深度与总体特征	97
5.1.3	我国个人投资者股市参与的总体特征	99
5.2	股市参与对城镇居民财产性收入的影响	102
5.2.1	我国城镇居民财产性收入：现状与特征	102
5.2.2	股市参与对居民财产性收入的影响分析	105
5.2.3	模型、变量与数据	107
5.2.4	实证检验结果与分析	109
5.2.5	稳健性检验	112
5.3	证券执法对我国个人投资者股市参与的影响	114
5.3.1	模型、变量与数据	114
5.3.2	实证结果及分析	117
5.4	本章小结	119
6	法治环境与上市公司治理：国际比较视角	121
6.1	法治环境与上市公司治理：一个不完全信息静态博弈模型	124
6.1.1	模型假定和构建	124
6.1.2	模型均衡解及其经济意义分析	127
6.2	法治环境对公司治理影响的实证检验	130
6.2.1	待检验研究假设	130
6.2.2	检验模型设定、指标与样本数据选取	130
6.2.3	实证检验结果及分析	134
6.3	本章小结	136
7	我国证券执法对上市公司治理影响的实证研究	138
7.1	我国证券市场执法与公司治理概况	139
7.1.1	我国证券执法的主要特征	139
7.1.2	我国上市公司治理的总体特征	148
7.2	模型与数据	151
7.3	实证检验结果	153
7.4	本章小结	155

8 结论、政策建议和研究展望	157
8.1 研究结论	157
8.1.1 法律环境与个人投资者参与	157
8.1.2 法律环境与上市公司治理	158
8.2 政策建议	159
8.3 研究的局限性和进一步研究展望	161
参考文献	163
后 记	170

引 言

1.1 研究背景

在过去的 20 多年里,中国证券市场发展迅速,取得了举世瞩目的成就。上市公司数从 1990 年年底的 10 家增加到 2009 年的 1718 家,市价总值从 978 亿元增加到 2009 年的 2.4 万亿元,20 年间增加了 246.5 倍,随着一大批国有和民营企业的上市,上市公司逐步成为国家和地区经济发展的中坚力量;与此同时,股票投资也逐步得到了社会公众的接受和认同,逐步成为了我国居民进行理财的一种常规手段,在 1993~2009 年 17 年间,我国投资者总账户数增加了 20.56 倍,超越欧美等发达国家证券市场成为全球个人投资者数量最多的国家。与此同时,与证券市场相关的金融和服务机构也获得了长足发展。截至 2009 年年底,全国共有证券公司 106 家,各地证券营业部共计 3956 个,总资产规模达到了 20287 亿元;同时,我国证券市场也引起了境外证券类机构的广泛关注,截至 2009 年,包括美林国际、摩根大通、野村证券、瑞银国际等在内的一大批国际金融机构分别在我国上海、北京和广东等地设立了 154 个代表处;同年,国内具有投资咨询业务资格的机构数达到了 98 家,基金管理公司 60 家,管理开放式基金 516 只, QFII (合格境外机构投资者) 94 家, QDII (合格境内机构投资者) 10 家,为我国公众参与证券市场提供了更多途径,促进了我国证券市场的发展。

不过,我国证券仍处于发展阶段,二十余年的发展过程中暴露出诸多问题,上市公司治理整体水平不高、市场充满了浓厚的投机性、股指习惯性大起大落。从 20 世纪 90 年代我国证券交易所建立以来,投机性与股市大起大落便

一直是阻碍我国证券市场健康发展的重要问题。从有统计数据的 1994 ~ 2009 年间来看,上海和深圳两个交易所的平均换手率分别达到了 522.42% 和 526.95%,其中,上海交易所平均换手率最高的年份为 1994 年,达到了 1134.65%,深圳交易所平均换手率最高的年份为 1996 年,达到了 1350.35% (中国证券期货统计年鉴,2010)。从国际比较来看,我国两市的换手率也远高于成熟国家证券市场。以 2007 年为例,我国上海和深圳两个证券交易所平均换手率分别达到了 927.19% 和 987.42%,而同期成熟市场上,美国换手率为 216.5%,英国为 270.1%,日本则只有 141.6%,这直接表明投资者对我国股票市场总体上信心不足,宁愿选择短线投机而不是长期持有。这也在客观上造成了股票指数的大起大落。以上证综指为例,在 1999 年 5 月 19 日,当日从 18 日的 1059.87 点上升至 1109.09 点,单日涨幅近 5%,随后步入单边上涨行情,接下来的 30 天内累计上涨幅度达到 65%;2005 年开始的股权分置改革将我国股市带出了长达 5 年的熊市,演绎出一段一路狂奔、波澜壮阔的行情,在不到两年的时间内上证指数连克 2000、3000、4000、5000 和 6000 点整数关口,并于 2007 年 10 月 16 日摸高至 6429.28 点,如果从 2006 年第一个交易日开盘指数 1223.93 开始计算,其间上涨幅度超过了 425%;但尔后市场行情的发展便走向了另一个极端,在一年多一点的时间内,中国股市步入单边下行局面,于 2008 年 10 月 28 日跌至 1749.02 点,降幅高达 72.8%,熊居同期世界之首。

本书以法治环境对上市公司治理和股市参与的影响为主题,主要基于以下几个方面的考虑:

(1) 公司治理机制的形成和演变是影响一国金融体系和经济发展的的重要因素,是理论界持续关注的焦点问题之一。

长期以来,公司治理问题得到了来自全球多个领域学者和实务界的广泛关注。来自不同领域伴随着对该问题持续深入的讨论和研究,人们普遍认识到,良好的公司治理是促进经济发展的重要动力,总体而言拥有健康的公司治理和发达的资本市场的经济体能在长期内保持了更好和更健康的发展。在微观层面,公司治理与股东利益、劳动者权益、教育、人力资本投入和收入分配等问题密不可分,良好的公司治理有助于吸引国际直接投资和动员国内资金,引导资金配置、提高资金利用效率,增强股东、管理层、职工以及债权人对企业发展的信心。在宏观层面,公司治理与政府和公共服务、法治进程、贸易争端以及国际经济合作等问题紧密联系,良好的公司治理有助于抑制寻租和商业腐

败，为经济发展的可持续性奠定坚实的微观基础。正是基于对公司治理重要性的普遍认同，各国政府均着力采取措施改造或修缮本国的法律体系，改善本国法治环境，使其朝向有利于提高公司治理水平的方向发展。

也正是基于这些考虑，不同国家在证券市场发展和公司治理出现了一定范围内的合作，并导致公司治理准则出现了一定的趋同现象。其中的典型属于经合组织（OECD）的工作，从1999年首部《OECD公司治理准则》（*The OECD Principles of Corporate Governance*）问世以来，它们提出的各项治理措施，包括OECD公司治理准则2002年修订版，《OECD公司治理原则2004》和《OECD国有企业公司治理指引》（*OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*）均引起了全球决策者、投资者、企业的高度重视，并将其作为改善公司治理水平、修改本国或地区法律和规章制度的基准。除了OECD之外，其他国际机构，如国际货币基金组织、世界银行和国际证监会组织等也纷纷加入了推动公司治理运动的行列，其中包括国际货币基金组织（IMF）制定了《财务透明度良好行为准则》及《货币金融透明度良好行为准则》、世界银行与OECD合作建立了全球公司治理论坛（Global Corporate Governance Forum）等。但20世纪末期以来证券市场发展和公司治理的实践表明，由于政治、文化和经济发展程度等方面的原因，公司治理并不存在一套普适性的标准，即便完全相同的规则在不同国家的执行效果存在较大分化，许多在其他国家被证明行之有效的制度并不能实际带来公司治理水平的改善和经济发展。同时，由于安然、世界通讯和帕特拉马等系列公司丑闻的爆发以及2008年金融危机以来一些知名投行的倒闭，人们对此前深信不疑的美国或欧洲模式本身也提出了挑战和疑问，如何进行适当的制度设计来约束上市公司高管的行为因而成为相关领域的一个焦点。

与此同时，理论界对与证券市场发展和公司治理的研究也取得了较大进展，对证券市场发展和上市公司治理改革的法律实践形成了强有力的支持。随着公司治理的法与金融理论（law and finance）的兴起，研究法治环境对于公司治理和证券市场发展及如何通过改善法律系统来促进证券市场发展乃至一国经济增长的文献大量涌现。在拉·波塔和洛佩兹·塞莱斯等四位学者（La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, LLSV）的开创性研究以来，越来越多的学者深信，对投资者特别是外部中小投资者利益的保护是公司治理的核心，在那些法律对中小投资者提供更好的国家，拥有更发达的证券市场 and

更强的资金动员能力,进而能促进经济的增长。他们不仅在理论上对此进行了分析,更重要的是,他们建立了系列来衡量法律对中小投资者加以保护的指标,并将其实际应用于世界范围内不同国家或地区的法律实践。他们的工作引起了世界范围内理论和实务界的广泛关注,一时追随者众,投资者利益保护问题也成为被广泛关注的问题之一。

(2) 股票投资已经成为我国居民特别是城镇居民常规的理财手段之一,个人投资者已经成为影响我国证券市场发展的一支重要力量,如何保护他们的利益也成为我国相关立法和监管机构政策制定的重要出发点。

我国股市发端于民间市场,经历过短暂的观望和犹豫期后,在股市建立初期财富效应的刺激下,我国公众迅速接受了股票投资这种全新的理财手段,大量个人投资者投身于股票投资。在1993~2009年17年间,我国投资者总账户数从835.17万户增加到了18001.57万户,增加了20.56倍,其中股票账户14027.88万,剔除休眠账户后,期末有效账户数为12037.69万户,超越美国成为全球个人投资者数量最多的国家。这些大量、分散的个人投资者是我国股票市场资金的主要提供者。根据中国证券期货统计年鉴提供的数据,2005年年底,我国个人投资者持有A股市值的比重为69.87%,是所有机构持股总数的2.3倍。尽管近年来机构投资者发展迅速,但2008年年底个人投资者账户持有上市流通A股的比重仍达到了45.39%,仅比所有机构投资者持有的比例低了不到10个百分点。同时,深交所2007年公布的动态交易数据则表明,当年12月份深市个人投资者的交易份额达到了84.21%,是包括证券投资基金、券商和QFII等在内所有机构交易份额的5.3倍。即便在轰轰烈烈、大起大落的2007年,深市机构投资者的交易份额也仅占个人投资者的1/5左右。

但与此形成鲜明对比的是,这些个人投资者不仅承担了较大的市场风险,也承担着各类人为制造的系统性风险,导致他们不仅没能获得超额的回报率,相反经常被套牢,成为股市中的弱势群体。一个典型的表现是当投资者特别是外部中小股东的利益受到侵犯时,我国的法律体系没有对他们的利益提供有效保护;第二个表现我国上市公司股息和红利分配率普遍不高,投资者长期持有股票分红所得远远低于其在二级市场上的买卖所得;第三个表现我国投资者对证券中介服务机构缺乏足够的信任,倾向于直接投资于股市,但同时他们却缺乏应有的学习能力和应对能力,因此当股市上涨产生收益时盲目进入,而在股市下滑时被深度套牢。

(3) 我国上市公司的数量不断增加,已经成为国家和地方经济发展的中坚力量,大量公司通过上市获得了长期的发展能力。但另一方面,我国上市公司公司治理水平仍然不高,大量出现的公司丑闻影响了投资者长期投资理念的形和证券市场的健康发展。

截至 2009 年年底,我国沪深两市共有上市公司 1718 家,总股本达到了 2.06 万亿股,流通股本 1.42 万亿股,总市值 24.39 万亿元,沪深两市总市值在全球排名第三位,仅次于美国和日本。市价总值和流通市值与 GDP 之比分别达到了 71.64% 和 44.42%,随着一批大型国有企业和金融机构的上市,上市公司已经囊括国民经济的各个领域,2009 年全部上市公司实现主营收入 8.53 万亿元,占当年 GDP 的 25.05%,在国家经济的重要性与日俱增。

但另一方面,从目前的情况来看,我国上市公司治理整体水平仍然不高,上市公司丑闻频出。从我国股市建立以来,形形色色的上市公司丑闻屡禁不绝,影响了投资者对股市的信心,并阻碍了我国证券市场的健康发展。从最早发现的深圳原野(1992 年,后更名为世纪星源)被发现存在严重的财务欺诈和掏空上市公司,到 1999 年银广夏虚增巨额利润、2001 年蓝田股份虚假财务报告、亿安科技股价操纵案,以及 2007 年杭萧钢构“大订单”等事件,每一个案件都造成了极大的负面影响,严重侵害了公众投资者的利益。这种局面的直接结果是上市公司整体质量低下、市场投资价值不高和证券市场投机氛围浓厚,并导致上市公司股价严重偏离其内在价值,各种“内幕信息”、“利好”消息成为股市投机的推手。

这种局面凸显了我国规制证券市场发展和公司治理基本制度的缺失,特别是法律执行不严格和投资者利益得不到有效保护,助涨了一些市场参与者挑战法律权威的气焰,进而使得相关书面立法目的落空。在这个背景下,进一步改善我国证券市场法治环境特别是提高执法力度对于改善公司治理和促进股市健康发展显得具有特别的理论和现实意义。

1.2 研究出发点、目的和意义

高质量的上市公司和高素质的投资者是促进证券市场健康发展的两个重要力量。在二者之间的关系上,高质量的上市公司仍是吸引投资者参与的主要诱

因，反过来投资者是监督上市公司行为、敦促上市公司质量提升的重要力量。针对我国证券市场投机性过强、公司质量整体不高的局面，本书有以下几个基本判断：①无论是上市公司还是投资者，均是一定制度的理性人，其行为选择总是在一定制度环境下进行权衡取舍的结果。一项制度出现初期，所有参与者会选择成为制度遵守者，但个体并非制度的被动接受者，随着时间的推移，他们会在实践中解读制度，寻找有利于自己的行为方式，并通过各种手段使得这些制度不断得到强化，同时尽可能规避并弱化于己不利的那些制度。②作为最正式和最有威慑力的制度，法律体系对于一个市场的发展而言毫无疑问是至关重要的，书面立法的导向及其能否被有效执行，决定了市场参与者的行为选择，并最终决定整个市场的表现。市场主体并非天然的规则遵守者或规则破坏者，良好的制度及严格的执行机制会激发他们遵守秩序的一面，而执法不严则会诱发他们的侥幸心理、并导致敢于挑战法律的权威性，进而使书面立法目的落空。③我国证券市场发展中上市公司质量普遍不高是包括公司实际控制人、高管等在内的主体行为选择的结果，而高换手率和高投机性可能正是投资者保护自己利益的一种方式。对于上市公司（及其高管、实际控制人等）而言，他们会在实践中解读制度，寻找有利于自己的行为方式，并通过各种手段使得这些制度不断得到强化。如果在规则范围内努力提升公司质量所产生的收益高于通过违反规则（如掏空上市后公司、披露虚假信息等）所可能产生的收益，则其会专注于公司主业经营，努力提升上市公司业绩；如果相反，他们则会勇于挑战法律的权威，制造虚假信息提升股价，以获取个人利益最大化。同时，包括个人和机构在内的投资者在不断的投资实践活动和理财学习过程中，发现长期持有上市公司股票产生的收益远远不如短期投机所得，因而会选择不断寻找和发现乃至制造各种“内幕”消息，做一个短期的波段操作者，而不愿意长期持有公司股票。

因此，包括书面立法和法律的执行等在内的法治环境是影响证券市场发展的基本因素，基于该考虑，本书的主要目的在于从书面立法和执法两个方面分析法治环境对个人投资者股市参与和上市公司治理的影响。遵循法与金融学理论的观点，本书将公司治理定义为规范公司行为吸引投资者股市参与的制度安排，分析法治环境对个人投资者股市参与和上市公司治理的引导和约束作用。

在理论意义方面，从投资者角度，公司治理问题的分析大体可以包括两大