

学校编码: 10384

密级_____

学号: 15120051402948

厦门大学

博士学位论文

投资者保护与公司治理：
理论与证据

Investor Protection and Corporate Governance:
Theory and Evidence

张 玲

指导教师姓名: 陈汉文 教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2009年 11 月

论文答辩时间: 2009年 月

2009 年 11 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（）课题（组）的研究成果，获得（）课题（组）经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘 要*

本文从宪政经济学的理论视角重新考察了投资者保护和公司治理问题，首先追溯了公司治理的研究进路，分析了公司治理研究从以激励和约束经理人为中心到以投资者权利的保护为中心的研究框架的转变，并综述了 LLSV 等学者关于法律对保护投资者和公司治理以至金融市场发展的重要作用的理论和实证研究内容；继而，文章对法律影响投资者保护和公司治理提出了进一步的思考：法律起源是否是造成投资者保护和公司治理跨国差异的主要原因？对于转型经济国家来说，在什么条件下法律机制才能发挥应有的作用？什么样的制度基础才能使法律的条款成为法律的实践？实践中的法律执行又如何保障？也许，可以在另一层面来理解的执行机制，即一国根本性的制度环境宪政体制可能是理解投资者保护和公司治理问题的基础性思路。

本文介绍了宪政经济学的兴起和内容，以及几位主要代表人物的宪政思想，并重点分析了宪政经济学的核心思想及其对投资者保护和公司治理的意义，以及对于转型经济国家的意义。继而，本文创新性地提出了一个资本市场投资者保护的三重契约模型，分别论述了从市场参与者之间的私人契约，到引入法律法规、交易规则和会计标准的法律契约，再到引入约束行政权力的宪政契约，即资本市场对投资者权利保护的三个契约阶段。本文进一步追溯了经济学思维范式的发展演化路径，从以斯密为代表的古典经济学开始，到现在的宪政经济学的兴起，表现出经济学向其古典传统的复归。

由于我国正处于新兴加转轨的发展阶段，这样的制度背景使得资本市场表现出的特征之一便是以国有控股股东为主和政府对市场进行干预。从 1990 年证券市场成立之初到现在，经过 20 年的发展，资本市场在投资者保护和公司治理方面得到了明显的改善和提升，而国有股权和政府干预的制度特点使得投资者保护和公司治理仍存在着一些可以改进的地方。本文对此进行了深入的考察，并且给予了政策建议：加快产权改革，减少国有股权在资本市场的份额，提升上市公司的治理水平；同时完善外部治理环境，让投资者保护机制在法律的框架下运行。

* 本文部分研究成果发表在《金融研究》2009 年第 2 期。

进一步，本文采用来自中国证券市场的经验数据，考察了控制人性性质和治理环境因素（包括政府干预与法治水平）对债务契约假说的影响，论证了由于国有控股银行和公司，以及政府对市场的干预，导致政府控制的上市公司的债务契约行为不同于单纯的市场经济行为。经验证据支持了本文的假设预期，政府控制上市公司和非政府控制上市公司的财务行为表现出较大的差异。研究发现：（1）由于政府控制的公司债务约束软化，公司的负债水平对其盈余管理并无明显影响；而在非政府控制的样本组中，公司的负债水平则与盈余管理显著正相关；（2）治理环境因素显著影响非政府控制公司负债与盈余管理之间的正相关关系：在市场化程度高、政府干预程度低、法治水平高的地区，这种正向关系更为强烈。该实证检验结果的政策意义在于：加快产权改革，使得银行对企业的债务融资能够真正按照市场体制来运作；完善治理环境，削弱银行负债—盈余管理的相关性，降低金融市场债务融资的逆向选择风险。

关键词：投资者保护；公司治理

ABSTRACT

The paper reexamines the issue about investor protection and corporate governance from the perspective of constitutional economics. At first we review research path of corporate governance and analyze the change of research framework from focusing on inducing and restricting managers to focusing on investor protection. And the paper summarizes academic and empirical research by LLSV et al. that law affects investor protection, corporate governance and financial market development. Thus when we further consider this question we wonder that where the country is provided with perfect basic institutional background, the law maybe is important; but where the country is in the transitional period, are legal rules important? How to ensure legal implementation in practice? We argue that whether investor legal protection mechanism is effective lies in an implementation mechanism in a broader sense, the constitutional system. This is more essential research way to understand investor protection and corporate governance.

The paper introduces the rising and content of constitutional economics and constitutional thoughts of several main representative characters. Further, the paper lays stress on analyzing core points of constitutional economics and its significance to investor protection and corporate governance, and to transitional economy. Then we build “triplicate contract” model of investor protection in capital market which describes private contract between market participants, legal contract introducing legal rules, exchange regulation and accounting standard, and constitutional contract restricting administrative power. Then the paper reviews evolving path of economic thinking paradigm which shows to come back to classical tradition.

Regarding China’s capital market the institutional background is characterized by state-owned banks, state-owned listed enterprises and government disturbance. Although China’s capital market has made great progress in protecting investor rights and corporate governance, practical difficulties still exist. The paper further examines the above issue. The paper points out that the way to reform is changing ownership structure, decreasing state ownership share and improving governance mechanism of listed companies. At the same time governance environment need be improved and intervention to capital market by administrative power should be decreased so that investor protection mechanism can function under the legal rule.

The paper uses empirical data from China’s capital market to examine how

controller's characteristic and governance environment factors (including government disturbance and rule of law level) affect debt-covenant hypothesis. We argue that for state-owned bank and listed companies and administrative intervention to capital market, government controlled listed companies manifest different financing behavior from that of developed market economy. The results support our hypothesis that financial behavior is significantly different between non-government controlled and government controlled companies. The results are following: (1) Because debt constraints become soft to the government controlled companies, debt level has no significant effect on earnings management; debt level shows significant positive relation with EM only to non-government controlled companies; (2) For non-government controlled company, governance environment factors significantly affect positive relation between debt level and EM. In the area which is of higher marketization, or lower government intervention, or higher legal level, their positive relation is stronger. The policy meaning is advancing ownership reform so that debt financing can function by market mechanism and improving governance environment so as to reduce adverse choice risks of debt financing.

Key Words: Investor Protection; Corporate Governance

目 录

第一章 导论	1
1. 1 问题的提出	1
1. 2 框架与结构安排	3
1. 3 学术贡献与创新之处	4
第二章 理论分析与文献回顾	6
2. 1 公司治理研究进路	6
2. 2 法律、投资者保护与公司治理	10
2. 3 法律影响投资者保护和公司治理的进一步思考	15
2. 4 本章小结	19
第三章 投资者保护与公司治理：基于宪政经济学理论	21
3. 1 宪政经济学的主要内容及核心思想	21
3. 1. 1 亚当·斯密的宪政经济学思想	22
3. 1. 2 哈耶克的宪政经济学思想	23
3. 1. 3 布坎南的宪政经济学思想	24
3. 1. 4 宪政经济学的核心思想及对资本市场投资者保护和公司治理的意义	25
3. 1. 5 宪政经济学理论对转型经济国家的意义	30
3. 2 资本市场投资者保护的三重契约模型	30
3. 3 经济学思维范式的演化轨迹：向古典传统的回归	33
3. 4 本章小结	35
第四章 制度背景与现状描述	37
4. 1 我国资本市场的制度背景	37
4. 2 我国资本市场投资者保护和公司治理的现状描述	41
4. 3 政策建议	48
4. 4 本章小结	49
第五章 控制人性性质、治理环境与债务契约假说	51
5. 1 文献综述、制度背景与假说发展	51

5. 1. 1 盈余管理与债务契约.....	52
5. 1. 2 控制人性性质与债务融资.....	53
5. 1. 3 治理环境与债务融资.....	54
5. 2 研究设计	56
5. 2. 1 样本选择和数据来源.....	56
5. 2. 2 检验模型.....	58
5. 3 实证检验与分析	61
5. 3. 1 全样本的描述性统计分析.....	61
5. 3. 2 回归结果与分析.....	62
5. 3. 3 敏感性测试.....	67
5. 4 本章小结	71
第六章 结论与启示	72
6. 1 研究结论	72
6. 2 启示及政策建议	73
6. 3 研究的局限性及后续研究方向	74
主要参考文献	75
后 记.....	82

Contents

Chapter1 Introduction.....	1
1.1 Motive of the Research	1
1.2 Research Framework.....	3
1.3 Academic Contribution and Main Innovation	5
Chapter 2 Theoretical Analysis and Literature Review	6
2.1 Research Path of Corporate Governance	6
2.2 Law, Investor Protection and Corporate Governance.....	10
2.3 Further Considering	15
2.4 Conclusions	19
Chapter 3 Investor Protection and Corporate Governace: From Constitutional Economics.....	21
3.1 Content of Constitutional Economics and Meaning to Investor Protection and Corporate Governance.....	21
3.1.1 The Views of Smith.....	22
3.1.2 The Views of Hayek	23
3.1.3 The Views of Buchanan.....	24
3.1.4 Core of Constitutional Economics and Meaning to Investor Protection and Corporate Governance	25
3.1.5 Meaning to Transitional Economy.....	30
3.2 Triplicate Contract Model of Investor Protection in Capital Market.....	30
3.3 Evolving Path of Economic Thinking Paradigm: Back to Classical Tradition	33
3.4 Conclusions	35
Chapter 4 Institutional Background and Descriptions of Realistic Conditions	37
4.1 Institutional Background of Capital Market.....	37
4.2 Realistic Conditions of Investor Protection and Corporate Governance .	41
4.3 Policy Suggestions	48
4.4 Conclusions	49
Chapter 5 Controller’s Characteristic, Governance Environment and	

Debt-covenant Hypothesis.....	51
5.1 Theoretical Analysis and Hypotheses Development	51
5.1.1 Earnings Management and Debt-covenant	52
5.1.2 Controller’s Characteristic and Debt Financing	53
5.1.3 Governance Environment and Debt Financing	54
5.2 Research Design	56
5.2.1 Samples Selection	56
5.2.2 Models Specification	58
5.3 Empirical Results and Analysis	61
5.3.1 Descriptive Statistics	61
5.3.2 Regression Result Analysis	63
5.3.3 Sensitivity Tests.....	67
5.4 Conclusions.....	71
Chapter 6 Conclusions and Implications.....	72
6.1 Main Conclusions.....	72
6.2 Implications and Policy Suggestions	73
6.3 Limitations and Future Research.....	74
References	75
Acknowledgments	82

第一章 导论

作为开篇之论，本章简要阐述了本文的研究背景和写作动机，提出了研究的问题并介绍了论文的研究框架与结构安排、学术贡献与创新。

1.1 问题的提出

公司治理自 Jensen 和 Meckling (1976) 的论文发表以来一直成为学术界持续的研究热点。在 Jensen 和 Meckling 的代理成本分析框架下，早期公司治理研究的出发点和目标是从激励和约束经理人员的角度，使之行为符合股东利益最大化，既而减少两权分离的代理成本。就如一枚硬币有正反两面，随着以 Hart 为代表的新产权理论 (1986, 1990) 对企业所有权分析框架的改变，从投资者（包括股东和债权人）保护的角度出发来研究公司治理和公司融资问题逐步进入学者的视野。Hart 以剩余控制权来界定投资者权力，认为投资者的权利是受到法律保护的。LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (1997, 1998, 2000a, 以下简称 LLSV) 的系列研究显示法律及其执法质量是影响投资者保护和公司治理的关键因素。当股东和债权人的权利广泛存在并被很好执行时，投资者乐意向公司融资；相反，当法律体系不保护外部投资者时，公司治理和外部融资就不能有效进行。

以 LLSV 为代表的公司治理研究学者的实证研究结果进一步证明了强有力的投资者保护与有效的公司治理相联系，显示投资者保护与外部资本市场规模、公司股权分散程度、更多的红利分配、公司价值的增加、私人控制权收益的减少、资本市场的资源配置效率以及经济增长等之间存在正相关关系 (LLSV 1999, 2000a, 2000b, 2002; Beck, Levine & Loayza 2000; Morck, Yeung & Yu 2000 等)。既然对外部投资者权利的保护是公司治理的核心，那么，影响一国投资者保护强弱程度的因素是什么？LLSV (1998) 认为投资者保护取决于相应的法律体系和执法力度，投资者保护的性质以及更普遍的资本市场管制深深植根于每个国家的法律结构及其法律渊源之中。LLSV (1998) 和 Djankov et al. (2008) 的跨国比较研究分别选取不同的衡量指标构建了投资者权利保护指数，实证结果表

明：普通法系国家的投资者保护水平显著优于大陆法系，相应的，普通法系国家相对于大陆法系国家而言提供了更好的公司治理机制。

但是，投资者保护取决于相应的法律体系，以及普通法较之大陆法呈现出显著的优势，这样的观点有待于进一步证明。法律起源是否是造成投资者保护和公司治理跨国差异的主要因素？在什么条件下法律机制才能发挥应有的作用？什么样的制度基础才能使法律的条款成为法律的实践？19世纪末美国和英国都没有为中小投资者提供有力的法律保护，为何能成功发展有深度有广度的金融市场？当法律不能为投资者提供良好保护时，什么样的制度机制能够保证市场自身产生保护投资者利益的替代方式？在法律条文必然是不完备的约束条件下，什么样的制度背景才能保障剩余立法权和执法权的合理分配，足以监督和制衡这些额外权力的运用并防止权力滥用，从而强化法律执行的有效性？

一个可能的答案也许在于：法律起源于普通法还是大陆法并不重要，甚至法律条文本身完备与否也不重要，投资者法律保护机制是否有效，真正有价值的是是否有足够的执行机制来支撑它。但是，执行机制这个概念也许可以在另一层面来理解，而不是仅仅考察特定法律救济能否获得。因为，法律的执行更多地依赖于坚持法律救济的激励力量，胜于法律救济渠道本身。

这样的执行机制和支撑法律救济的力量也许就是宪政体制。本文尝试从宪政经济学的理论视角来理解法律在投资者保护和公司治理中的重要作用，这可能是一个更为基础性的思路。投资者权利本质上是个人的财产权，其受到剥削的威胁除了来自于具有信息优势和机会主义倾向的公司内部人，还来自于行政权力对市场的干预。在行政权力对市场干预较少的情形下，投资者权利得到基本的尊重，容易形成理性预期，信息不对称现象会减轻，从而促进投资者保护法律条款的完善和法律救济的有效性；同时公司治理机制因国有股权减少而更加富有效率。宪政体制是投资者权利保护、公司治理和金融市场健康发展的制度平台，宪政体制越完善的国家投资者保护和公司治理水平越完善，并不一定在于该国家的法系来源是普通法还是大陆法。

就我国资本市场的现实情形来看，自90年证券市场成立以来，经过近20年的发展，资本市场对投资者权利的保护较之成立之初已有了很大的改善和进步。证券市场的建立初衷是为国有企业解困，募集资金发展，到后来逐渐转移到以投

投资者权利保护为中心，投资者保护问题成为证监会等监管机构的核心目标。《公司法》、《证券法》等商法相继出台了一系列与投资者权利保护相关的规定，并在实践中不断得以修订细化。目前的问题是，我国资本市场上市公司的治理机制仍需完善，如国有大股东对上市公司的资金占用，预算软约束造成债务融资的治理效应失效等等；而一系列财务报表虚假陈述案件的发生使得中小投资者利益受到损害，且民事赔偿诉讼程序效率不高，中小投资者的权利保护问题仍值得关注。基于我国资本市场正处于新兴加转轨阶段，制度背景有其转轨阶段的特殊性，主要表现在以政府控制的银行和上市公司为主体，政府对资本市场有较多干预。在这样的制度约束条件下，对我国资本市场的投资者保护和公司治理会产生怎样的影响，如何使投资者法律保护机制更加顺利运行？

基于上述思考，本文从宪政经济学的理论视角重新考察了投资者保护和公司治理理论，并且针对处于新兴加转轨期的中国资本市场，进行了理论分析和实证检验。本文的研究，有助于我们更好地理解我国资本市场面临的投资者保护和公司治理的困境；能够为我们正在进行的股权分置改革提供理论和经验支持；对于加强投资者权利的保护提供制度支撑；对更好地抑制国有控股股东的“利益输送”行为，加强上市公司的公司治理，会提供有意义的变革方向。

1. 2 框架与结构安排

本文从宪政经济学的理论视角重新检视了现有的投资者保护和公司治理理论。公司治理的核心在于一套有效保护外部投资者权利的机制，而学界主流观点认为投资者保护取决于相应的法律体系和执法力度，投资者保护的性质以及更普遍的资本市场管制深深植根于每个国家的法律结构及其法律渊源之中，并且经过跨国比较得出普通法系国家的投资者保护水平和公司治理显著优于大陆法系的实证结果。本文从宪政经济学的理论视角出发，认为法律起源造成投资者保护和公司治理跨国差异的观点值得进一步探讨；投资者法律保护机制是否有效，可能不在于法系来源是普通法还是大陆法，真正有价值的在于是否有足够的执行机制来支撑它，这样的执行机制就是宪政体制。本文尝试从宪政经济学的理论视角来理解法律在投资者保护和公司治理中的重要作用，这可能是一个更为基础性的思路。全文共分六章：

第一章为导言。主要阐述了论文的研究动机和出发点，全文的结构安排，以及文章的贡献与创新之处。

第二章是理论分析与文献回顾。首先阐述了公司治理的研究进路，简要分析了公司治理研究从减少代理成本到以投资者保护为核心的研究视角的变迁；进而分析了法律及其执行机制是投资者保护与公司治理的关键因素；在此基础上，文章对法律影响投资者保护和公司治理的观点提出了进一步的思考，尝试从宪政经济学视角而非法律视角来理解投资者保护和公司治理的跨国差异，这可能是一个更为基础性的思路。

第三章是从宪政经济学视角对投资者保护与公司治理的阐述和分析。第一节回顾了宪政经济学几个主要代表人物亚当·斯密、哈耶克和布坎南的宪政经济学思想，并阐述了宪政经济学的核心思想及其对资本市场投资者保护和公司治理的意义所在。进而，第二节创新性地提出了一个资本市场投资者保护的三重契约模型，并对三个阶段契约构建的原因、内容与后果进行了分析。本章最后追溯了经济学从古典经济学到宪政经济学思维范式的发展演化路径。

第四章是制度背景与现状描述。本章试图对我国资本市场的制度背景做一深度剖析，以及考察在此制度背景下投资者保护和公司治理面临的现实情况，并且对解决此问题给予政策建议。

第五章是实证研究。上一章我们提到我国金融市场的制度背景是以国有银行和国有控股公司为主导，本章采用来自我国证券市场的经验数据，考察了控制人性性质和治理环境变量（包括市场化进程指数、政府干预指数和法治水平指数）对债务契约假说的影响，论证了在我国目前的制度背景下，这种双重所有权所带来的经济后果和财务行为的异化，以及对投资者保护和公司治理的影响。

第六章是结论与启示。主要包括本文的研究结论与启示、研究的局限性与不足之处，以及未来可以继续研究的方向。

1. 3 学术贡献与创新之处

La Port 等人的第二代公司治理研究认为公司治理的核心在于法律对外部投资者的保护，相应地他们用跨国数据进行了开创性的实证研究，并在一系列的实证研究中得出了法系渊源对投资者保护、公司治理以及金融市场具有显著影响的

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库