

# 法律、投资者保护和金融体系的发展

张钰新

**摘要:**法与金融的研究作为现代金融理论研究的前沿课题,近年已取得较大的发展。在对这一领域的理论研究进展进行简述的基础上,对其两个主要观点分别加以探讨。首先,其投资者保护这一核心概念因为忽略了外部投资者之间的利益冲突和对企业其他利益相关者的激励,而具有一定的局限性。应通过法律对合约的维护来实现对投资者的保护。其次,在法系对金融体系的影响上,无论是基于司法体系本身还是基于法系起源的政治经济分析都忽视了政府管制对法律体系的补充作用。最后,针对处于转轨中的发展中国家对金融市场的管制提出政策建议。

**关键词:**法与金融 投资者保护 法系

近来法与金融已成为金融研究的前沿课题。众多学者从保护投资者的角度论述了法律对金融体系发展的影响,并已取得了众多的研究成果。这些研究对于像我国这样法律体系亟待完善、金融体系亟待发展的处于转轨中的发展中国家,无疑具有重要的现实意义。鉴于此,笔者拟在对这一领域的理论进展进行简要综述的基础上,首先对这一理论的核心概念——投资者保护加以分析,并提出自己的观点;其后通过对法系与金融体系的关系的分析,指出在促进金融体系发展上,政府管制与法律保护所具有的互补性,并有针对性地提出政策建议。

## 一、理论综述

最近大量的实证研究表明,各国金融体系如资本市场的广度和深度、新证券的发行频率、公司治理结构及股利政策、资本分配的效率等方面的差异,都可以用各国法律体系对外部投资者的保护加以解释。

投资者保护之所以如此重要,是因为在很多国家,控股的大股东和管理者(这里统称其为企业的内部人)对小股东和债权人的掠夺十分严重。这种掠夺可以有多种形式,内部人可以直接将企业的利润据为己有;内部人也可以将企业的资产以低于市场价的价格转让给其控制的其他公司,这种转移定价尽管有时是合法的,但其在本质上和直接的偷盗并没有任何区别;有时内部人也采取转移企业的投资机会、安排不称职的亲属到公司任职、向管理层支付不合理的高薪酬等较为隐蔽的方式掠夺投资者。

如果掠夺行为十分严重,其必然影响到金融体系的发展,那么如何对内部人的掠夺行为加以限制?关键在于通过法律体系对投资者的权益加以保护。从这个角度看,法律及其执行的效率是解释不同国家金融市场发展水平及企业资本结构的关键变量。

从法律的角度研究金融体系的发展是近40年来企业融资理论发展的自然延续。Modigliani和Miller(1958)将企业看成是投资项目及其带来的收益的集合,由此其自然将债权和股权视为对企业收益的权利。但其没有解释企业为什么要

将收益返还给投资者。Jensen和Meckling(1976)指出不能将投资者从企业分得收益视为当然,因为企业内部人完全可以利用企业的资源使自己获益。他们将各种融资手段视为一种合约,这一合约规定了投资者对企业收益所具有的权利。在他们的模型中,通过赋予企业内部人剩余收益权来限制其掠夺行为。Grossman和Hart(1988)进一步将研究的重点集中于企业投资者和内部人之间权力的对比,并区分了投资者所拥有的合约规定的控制权和实际的剩余控制权。这一理论指出投资者之所以能取得收益是因为其拥有的权力。因此不同于Modigliani和Miller的模型,改变企业的融资结构相应会改变权力在投资者和内部人之间的分配,因而也就会改变企业的投资决策。

无论是在Jensen和Meckling的委托-代理模型还是在Grossman和Hart的剩余控制权模型中,投资者的权益都是由法律来加以保护的(有时甚至由法律加以界定)。例如合同法对私人间的合约加以规范,而公司法、破产法、证券法等直接规定企业投资者和内部人所具有的权力。因此法律及法律的执行是企业融资选择及整个金融体系发展的重要影响因素。

经济学家对法与金融的研究主要集中于以下三个领域。

(一)对公司治理结构的影响。这一领域的研究源自Grossman和Hart(1988)、Harris和Raviv(1988)对企业内控制权和收益权的最优分配的研究,其认为当投资者保护较弱时企业家会倾向于保留对企业的控制。La Porta、Lopez-de-Silanes和Shleifer(1999)指出当对投资者的掠夺需要隐秘进行时,分散的控制权将限制企业家的行动。Zingales(1995)和Bebchuk(1999)指出如果企业家将控制权出让给外部分散的投资者,就将会丧失控制权带来的私人收益。在Bebchuk的模型中,外部的敌意收购者可以不必补偿控制权的“私人收益”就从分散的外部投资者手中取得企业控制权,这会导致分散的控制权结构的不稳定。又因为法律对投资者的保护会减少控制权的“私人收益”,因此在对投资者的法律保护较弱的国家,企业会普遍采取股权集中的公司治理形式。

(二)对金融市场的发展的影响。当投资者得到很好的

法律保护,可以免受企业内部人的掠夺时,投资者会更愿意购买企业发行的证券,这也会吸引企业发行更多的证券。La Porta、Lopez - de - Silanes、Shleifer 和 Vishny(1997)对 49 个国家所进行的实证研究,及 Gorton 和 Schmid (2000)对德国, Claessens、Djankov、Fan 和 Lang (2002)对东亚国家进行的实证研究都证明了这一点。Johnson、Boone、Breach 和 Friedman (2000)开创性地将法律对投资者保护与金融危机联系起来。他们指出即使在对投资者保护很差的 国家中,如果企业经营的前景很好,内部人也不会严重掠夺投资者,因为其还希望能继续进行外部融资;而如果企业经营的预期恶化,内部人为谋求短期利益会加重对投资者的掠夺,而这种掠夺行为又会导致企业证券价格的加速下跌。其对 1997 - 1998 年亚洲金融危机中 25 个国家证券市场进行的实证研究也表明,对投资者的法律保护不力的国家的金融市场在金融危机中的表现明显差于其他国家。

(三)对国民经济的影响。对投资者的法律保护也会通过对金融体系的作用影响到国民经济的发展。King 和 Levine (1993)、Rajan 和 Zingales(1998a)等的研究都指出金融市场发达、尤其是创业资本丰富的国家未来的发展潜力更大、发展得也会更快。

以上对法与金融研究的理论进行了简要综述。尤其需要指出的是,La Porta、Lopez - de - Silanes、Shleifer 和 Vishny (1997,以下简称 LLSV)在理论分析的基础上进一步对法系与金融的关系进行了实证研究,得出英美普通法系国家的金融发展水平普遍比大陆民法系国家要高的结论。

## 二、法律对投资者的保护

在对法与金融的研究中,无论是从委托 - 代理理论的激励相容的角度,还是从控制权理论中的控制权的私人收益的角度进行分析,都把对投资者的法律保护视为核心概念,并以此为出发点进一步探讨法律体系与公司治理、金融市场的发展的因果关系,并由此得出应加强法律体系的建设以保护投资者权益的政策建议。毫无疑问,这些研究将法律作为一个重要的制度变量加以考察是开创性的,极富启示作用的。但将研究的重点集中于对外部投资者的法律保护是否全面,由此提出的政策建议是否成熟,笔者认为还值得商榷。

### (一)投资者保护的局限性

首先,法与金融的研究均把外部投资者视为一个整体加以分析,而忽略了在这些外部投资者内部所存在的利益冲突。这当然可能是为了理论分析而做出的简化,但这一简化确实一定程度上影响到理论分析的全面性。每类外部投资者的利益要求是各不相同的,虽然都追求投资价值的最大化,但由于其各自的投资形式、投资期限上的差异(例如普通股、优先股、可转换债券、长期债券和短期债券投资等)以及各自对企业内部人的监督能力的差异,都会使不同的投资者对企业的同一决策有不同的判断,做出不同的反应。即使是面对企业内部人对投资者的同样的掠夺行为,不同的投资者的反应程度也是不同的。外部投资者之间的这些利益差异往往会使法律在对外部投资者的保护上面对两难的选择。以破产法对债权人的保护为例,不同的债权人由于其贷款期限、与陷入困境的债务人的关系及自身处理债务重组的经验 and 能力等的不同,其对是破产还是清算有着不同的倾向。在

这种情况下,单独地最大化对债权人的保护可能并不是最优的选择。

其次,强调对外部投资者的保护也会影响到对企业经营管理者及其他利益相关者的激励,可能并不有利于企业价值的最大化,因此也是有成本的。

Aghion 和 Bolton(1992)的模型已经证明,对于企业的内部人(既包括企业的经营管理层也包括控股的大股东)过于严格的控制会削弱其经营的积极性。这是因为外部投资者尤其是分散持股的小股东无法补偿企业内部人因为严格监督而丧失的控制权的准租金或控制权的私人收益。这时,最大化对外部投资者的保护可能会破坏对内部人的激励相容,会影响到企业价值的最大化,因此可能并不是最优的。这是在传统意义上的、狭义的公司治理的框架下考察外部投资者与企业内部人的委托 - 代理关系。将同样的逻辑扩展到广义的公司治理框架,也可以用来分析外部投资者与企业的利益相关者之间的关系。

按 Berglof 和 Thadden(1999)的定义,广义的公司治理应是这样一种机制,其可以将产品和要素市场中产生的信号转化为企业的经营行为。这一定义集中于两方面的关系:企业外部所产生的信号和企业内部根据这一信号进行决策的控制权结构。这一定义相对于传统的公司治理的定义要广,它揭示出企业及其经营者不仅仅受到股东的压力,它也强调应该在更为广阔的产品市场的竞争和公司网络的背景下看待公司治理这一问题。

在这一框架下,对投资者保护的考察就应考察其对利益相关者的影响。供货商、雇员、消费者和企业管理者等利益相关者都会对企业进行专用性投资,这对于企业价值的形成和增长都是必不可少的。但由于这些专用性投资一旦投入后就无法收回,或即使可以收回也有较大的减值,形成类似于固定资产投资中的沉没成本。所以这种投资只有在能够得到充分保护的条件下才会进行。除此之外更值得注意的是,在一般情况下对专用性投资的保护是由投入者和企业之间的非正式的、隐性合约加以保护的。但问题在于这些隐性合约往往得不到外部投资者的承诺,或者外部投资者即使做出承诺,但由于金融市场一般是短期利益导向的,外部分散投资者的这种承诺也是不可置信的。因为在利益相关者的专用性投资做出之后,一旦收购价格足够高,分散的外部投资者的最优选择就是出售股份。这无疑会造成专用性投资的不足,影响到企业价值的最大化。

从这一角度看,拥有控制权的企业大股东或管理者实际上也起着防止外部人掠夺企业内部资源的守护人的作用。在这种情况下,过于强调对外部投资者的保护,不仅会削弱拥有控制权的企业内部人对企业内部资源的保护作用,也会影响到利益相关者进行专用性投资的积极性,最终影响到企业价值的最大化。

当然需要指出的是,利益相关者理论发展到极端是极其危险的。偏离“股东价值”很容易纵容管理者以目标的分散为借口,为个别利益相关者攫取超额租金提供便利,Jensen (1993)和 Tirole(1998)对这一理论都已表示了怀疑。但我们的观点并不是要股东的权益让位给利益相关者。我们这里的讨论只是想表明,不应该过于强调对外部投资者的保护,而忽视了众多利益相关者在企业中应得的权益。

通过以上分析可以看到保护外部投资者这一主张是不全面的。就外部投资者本身而言,它忽略了其内部不同类型投资者的利益冲突,因此是宽泛和模糊的;而就外部投资者与企业内部人及其他利益相关者之间的关系而言,其又过于狭隘。正因为此,笔者认为对法与金融的研究不应囿于对外部投资者保护这一方面,尽管这可能是相对最重要的内容,而应回复到法律在经济领域最基本的职能——对合约的保护。

## (二) 法律对合约的保护

法与经济学的传统理论认为,在产权得到明确界定、合约得到充分执行的情况下,由于理性的经济主体已对法律的影响有充分的预期,所以法律本身对经济主体的行为选择不会产生实质性影响,唯一起作用的是市场机制。但最近法与金融的研究强调在金融市场中,由于信息的不对称及未来的不确定性等因素导致合约的不完备是普遍存在的,并进而提出合约的不完备决定了法律体系可以影响金融市场中各利益主体的行为选择。例如法律可以强制信息披露等手段减轻信息不对称的影响,或在合约发生争议时通过司法判决影响相关利益和责任在双方之间的分配等形式发生作用。因此可以把法律体系视为市场体系的补充和辅助机制。从这一点来看,其相对于传统的法与经济学的观点无疑是一个重要的理论进步。

但也要看到法律对金融市场的促进也必须通过市场机制来进行,忽视市场机制,片面强调对外部投资者的保护,极可能走向另一个误区。

金融市场本身存在解决合约不完全性的内在机制。例如,尽管融资合同无法对未来各种可能的事件都做出明确的规定,但各市场主体可以通过选择不同的资本结构来规定未来的决策机制,以尽量减少合约的不完全性带来的不利影响(Aghion and Bolton, 1992)。当然各方对资本结构的选择也要受到社会、政治、法律等外部因素的影响和制约。LLSV也正是基于这一点提出法律体系决定各国所选择的资本结构的推断,认为民法系尤其是德国民法系对债权投资保护较好,而英美普通法系对股权投资的保护更为得力,并以此解释日德两国与英美两国企业在公司治理形式的选择上的差异。即使是LLSV所一直强调的通过法律强制企业的信息披露的制度,也是为了减少信息的不对称,使金融合约能更好地界定缔约双方的权利和义务。

忽略金融市场内在的作用机制,片面强调对外部投资者的法律保护是十分危险的。这是因为单独强调对外部投资者加以保护,很可能改变其在竞争性市场中与其他市场主体讨价还价的能力,从而造成对市场机制的扭曲,最终很可能产生意想不到的负作用。

所以即使是在LLSV所指出的对外部投资者的掠夺十分严重的处于转轨中的发展中国家中,也不应把保护外部投资者的利益作为立法或司法改革的指导原则(尽管其最终会实现对外部投资者的保护)。这是因为各国金融体系的形成是经济、政治、法律等诸多外部因素共同作用的结果。即使一国的法律体系相对来说不能给予产权、合约以足够的保护,可能使外部投资者的利益受到侵害,其也必然具有某种替代机制在发挥作用,同法律体系一起共同保证金融体系的稳定和发展。例如在东亚国家盛行的家族治理企业以及日本的

主银行制等关系型融资形式(LLSV对其是持完全批评态度的),也是适应本国的具体制度环境而产生的,可以被视作是对法律体系的补充机制。在这些国家单方面强调保护外部投资者,并将其作为立法和司法改革的指导原则,必然破坏现有的基础制度架构。在新的替代机制还没有形成的情况下,这必然会影响到金融市场的稳定和发展。

当然,这里强调法律对合约的保护,并不是认为保护外部投资者不重要,也不是认为保护外部投资者与金融市场的发展之间存在公平与效率这样的矛盾,而是认为应该通过加强法律体系对合约的保护,通过市场机制的作用取得保护外部投资者的最终结果。

## 三、法系对金融体系影响

LLSV通过实证研究指出,英美普通法系国家的金融市场发展水平要高于同等经济发展水平的大陆民法系国家,也就是说金融市场的发展与各国的法律体系存在着较强的相关性。尽管一些学者也对LLSV等研究者的样本数据和计量方法等的选择提出批评,认为不够客观和准确,但理论界大多已基本认可LLSV的实证研究结果。只是在如何从理论上解释这种相关性,尤其是如何解释为什么普通法系国家对投资者的保护会优于民法系国家上,还没有定论。

### (一) 基于司法体系本身的分析

一种较为流行(尤其是在法学界)的观点是从司法制度本身来解释这一差异的成因。其认为,由于普通法系中的法律通常是由法官根据以往的判例或依据法律的一般原则如信用、公平等做出。因此,对于一些新出现的,法律没有明文规定的情况,法官也可以根据一般原则进行判断。例如在对投资者的保护上,即使企业内部人的掠夺行为没有先例,也没有法令禁止,但如果法官从这种行为中觉察到对外部投资者的不公平,有损投资者的权益,也会及时地禁止它。震慑于法官的这种自由裁量权,企业内部人对投资者权益的侵占必然会收敛。

相反,在民法系国家中,法律由立法机关制定,法官只能遵照明确的法令进行判决,没有自由裁量权,不能依据法律的一般原则做出自己的判断。虽然立法机关也会根据现实不断修订各项法规,使其更完备,但由于立法的滞后性,使法规很难涵盖金融市场上层出不穷的创新。这样,如果企业的内部人发现某种掠夺行为没有被法律所禁止,就会肆无忌惮地利用它去侵占投资者的权益,而不必像在普通法系中那样还需顾及法官可能做出的对己不利的判罚。也就是说民法系的法律对内部人不法行为的震慑、预防作用要弱于普通法系。可见力图对各种情形都详细规定的民法系法律,反倒极可能被富于创造性、“进取心”的企业内部人所利用,对投资者的保护反倒不如更为笼统模糊的普通法系的法律有力。

但这种局限于对司法体系本身的分析并不能令人满意。首先,普通法系国家在与投资者利益联系紧密的商法领域实行的大多也是成文法,例如美国的公司法和破产法等都是成文法。另一个也是最重要的问题是,这种分析不能很好地解释为什么法律会有保护外部投资者的偏好。原则上我们也可以设想,普通法系的法官会运用它的自由裁量权来认可企业内部人的掠夺行为而不是制止它。法官也可以利用它的自由裁量权为政治利益服务,尤其是当外部投资者阻碍了政

府目标的实现。

## (二) 基于法系起源的政治经济分析

近来以LLSV为代表的法与金融的研究指出应该从法系的起源来解释不同法系国家在投资者保护上的差异,主张进行政治经济分析。这种观点认为,尽管大多数国家对法律体系的选择是非自愿性的,但在两大法系的母国——英国和法国,这种选择却是有意为之。

在英国,从17世纪起国王就部分丧失了对法院的控制,法院处于代表大多数产权人利益的国会的控制之下。结果,起源于英国的普通法就主要为保护产权人的利益不受王权的干预服务。逐渐地,法院将对产权人的保护扩展到对投资者的保护。与之相对,在法国和德国,国会的力量一直很弱。直至19世纪,才由拿破仑和俾斯麦建立起自己法律体系。随着时间的推移,民法系国家保留了对企业的一定控制,通过成文法来间接管理经济活动,而没有把权力让渡给投资者,同样重要的是,民法系国家也没有将规范经济运行的权力让渡给法院。

LLSV认为从法的起源来看,最初普通法系国家的立法即是为了限制国家(起初是王权)的干预,保护投资者(产权人)的权益不受侵犯;而民法系国家最初的立法则是为了国家管理经济而服务的,更强调国家的利益,而忽视了对投资者(产权人)的保护。虽然随着时代的变迁,二者也开始取长补短互相融合,但由于二者不同的出发点、不同的历史、政治影响因素所形成的“路径依赖”,使得两大法系的国家在保护投资者方面存在较大的差异。

这种对法的起源进行的政治经济分析相对于原有的局限于对司法制度本身的分析可以说是一种理论进步。但笔者认为其在分析中只是强调了国家干预可能对产权、合约的稳定性的影响,而忽略了国家在保护投资者上可能起到的积极作用,因而也是不全面的。

## (三) 政府管制对法律的补充作用

LLSV的观点在一定程度上继承了哈耶克的思想。尽管其并没有如哈耶克一般对国家干预全盘否定,但其理论的内在逻辑仍认为在投资者保护上国家干预与法律体系是对立的。因此其在分析中一直是将国家可能起到的积极作用排斥在外,即使是针对转轨中的发展中国家所提出的政策建议也是围绕着司法体系的改革和完善法律体系做出的。

显然,LLSV的理论暗含着这样的逻辑,因为金融合同的签约双方都是理性的,所以大多数对金融市场的政府管制是不需要的。一般说来,理性的投资者会认识到存在被企业内部人掠夺的风险,因此会利用各种合约安排来保护自己的权益,也会通过“用脚投票”等市场手段惩罚那些没有按合约披露信息、侵犯投资者权益的企业。因为企业要承担由此带来的成本,所以这就促使企业约束自己、善待投资者。正是在这个意义上,施蒂格勒(1989)提出“有效率的资本市场甚至比保护投资者重要——实际上,有效率的资本市场就是保护投资者的主要手段。”无疑这一逻辑源自科斯定理,并严格依赖于零交易成本的假定和法律体系对合约的精确界定。

但经济学家已经指出,由于现实经济中存在的信息不对称、市场主体众多等原因,这些假定是难以满足的,也就是说交易成本是普遍存在的,而且可能最重要的交易成本就是法律对产权的界定、保护和执行合约的成本。在金融市场中,

对于一些复杂情形,比如说什么情况下证券经纪人的行为是违背信用原则的,什么情况下上市公司未披露的信息是有实质影响的,什么样的关联交易是损害小股东利益的等等,无论是判例法还是成文法都难以给出明确的界定和解释,或是虽然能够做到,但其成本过高,已远超过可能带来的社会效益。那么这时从社会的角度出发,也许通过一定形式的政府管制来保护投资者的权益会更有效率。

相对于司法体系而言,一个强有力的管制机构会更有动力去保护投资者,也会拥有更多的资源和专业知识来对相应的法律法规加以解释,对企业内部人的行为进行判定,从而给予投资者强有力的保护。尽管众多经济学家经常利用科斯定理对政府管制进行质疑,但实际上科斯已经意识到一定的政府管制的有效性和可行性。科斯(1960)在《社会成本问题》一文中即已指出,“没有理由认为这种政府行政管理不会导致经济效率的提高”,尽管他并没有强调法律体系的低效率。即使在施蒂格勒那篇批评证券市场政府管制的经典论文中,也承认政府管制排除了高风险的证券的发行。利用类似施蒂格勒的研究方法,其他经济学家也得出这样的结论,对证券市场的管制确实提高了股票价格的精确度和市场上有效信息的数量。因此从保护投资者的角度看,政府对金融市场的行政管理确实可以作为法律体系的有效补充,在一些情况下还可能取得更高的效率。

需要指出的是,对金融市场的政府管制对于处于转轨期的发展中国家尤为重要。在这些国家,普遍存在立法滞后、执法不力等问题,其法律体系的不健全严重制约着金融市场乃至整个国民经济的发展。针对这种情况,LLSV提出的围绕保护产权与合约、保护投资者权益来推动司法改革、健全法律体系的政策建议无疑是切中要害的。但问题是法律体系的建立和完善不是一朝一夕的事,可能要经过一代甚至几代人的共同努力才能完成。立法本身即需要一定的酝酿期,众多既得利益集团的压力也可能使得立法不可能一步到位,只能逐步推进。而且在发展中国家最关键的可能还不是法律内容本身,而是对法律的执行。这些国家中执法不严、有法不依甚至司法腐败等现象十分严重。这都有赖于司法制度的健全和司法人员整体素质的提高,而这更需要长时期的积累和沉淀。因此发展中国家在不遗余力地推进司法改革、健全法律体系的同时,更可以将政府对金融市场的行政管理作为法律体系的补充,来共同推进金融市场的健康发展。

## (四) 对政府管制的政策建议

首先,在法律体系还很很不健全的发展中国家,一个具有充分权力、强有力的金融市场管理者是必要的,只有这样才能弥补法律体系的不完善,给予产权、合约以实质性的保护,并最终达到保护投资者权益的目的。

波兰和捷克两国证券市场发展的对比就是一个十分典型的例证。对这两国的对比分析是极富借鉴意义的,不仅因为两国都处于转轨期,而且其国民收入、经济政策、法律体系等都是极为近似的,具有极强的可比性。在1990年代初期,这两个转轨国家的法律体系同样是不健全、低效率的。但波兰政府在建立证券市场时,引入了极为严格的证券法规,给予投资者较好的保护。类似于美国的做法,波兰的政府管制集中于对新上市公司和已上市公司的信息披露的严格要求,而且对证券市场的中介机构实行进入限制,对其经营进行严

格的监督、管理。同时也赋予证券监管部门相对独立于现有法律体系的行政权力,使其成为一个强有力的管理机构,减少了立法滞后、司法低效对证券市场发展的制约。这些举措最终带来了波兰证券市场的快速健康发展,不仅上市公司的数量不断增加,而且已上市公司的再次融资也十分顺畅。相反,捷克政府在发展证券市场时,既没有引入严格的证券法规也没有建立一个强有力的市场管理者。随之而来的是大量的上市公司、投资基金对中小股东权益肆无忌惮的掠夺。结果,与波兰证券市场的欣欣向荣相对照,捷克的证券市场中大量的上市公司被迫退市,整个市场陷入萧条、停滞不前。

相同的起点,相同的发展环境,波兰证券市场的发展要远优于捷克的证券市场。毫无疑问,波兰政府基于对投资者的保护,而对证券市场和上市公司进行的强力管制在其中起着决定性作用。

其次,金融市场的管理者也可以充分利用社会中介机构和政府其他部门的行政资源来共同对金融市场加以管理。这在提高管制的效率、降低管制成本的同时,还有利于避免政府管理部门的机构膨胀和官僚主义的滋生。

例如1933-1934年美国证券业的改革,将更多的确保上市公司会计信息的准确性和信息披露的责任赋予证券市场的中介机构,这样监管部门的责任就主要集中于对这些数量较少的中介机构的监督。而对会计信息需求的增长,也引致整个会计行业的迅速扩张,成为确保信息披露制度有效执行的独立力量。这样,通过对社会中介机构的充分利用,一个较小的市场管理机构就能够以较少的资源来管理一个巨大的市场。这已成为各国证券市场管理普遍遵循的重要原则。

同样,金融市场的管理者也可以利用政府其他部门的行政管理资源来对上市公司、借款企业进行监督,保护外部投资者和债权人的权益。例如在监督企业的问题上,国家税收征管机关与外部投资者具有共同的目标:确定企业的实际收益,并从中分得一定比例。由此税务机关对企业纳税的监管客观上也会起到保护外部投资者的效果。例如对于关联交易中资产的转让价格,税法规定以基于竞争市场的公允价值定价。因此如果税务机关加强对关联交易的监管,无疑会大大限制企业内部人通过转移定价的形式掠夺外部投资者。而且税务机关在监督企业的问题上还不存在外部投资者会面临的“搭便车”的问题。更为重要的是税务机关具有外部投资者和社会中介机构所不具有的法律所赋予的行政强制力。

#### 四、结束语

法与金融的研究主要是对法律体系这一制度变量进行政治经济分析,可以被视为制度经济学的新领域。但既然是对制度因素的考察,尤其是对不同国家的制度比较,就应该考虑各国其他制度因素的影响,就应该在分析中考虑到各国、各地区具体国情的差异。虽然在理论研究中可以将这些差异适当忽略,但在根据理论模型引导出具体的政策建议时,就应当将这些影响因素考虑在内,根据具体国情来给出具体的政策建议。因此笔者就法与金融研究的一些概念及政策建议进行了一些分析和思考,尽管可能不够全面,但仍

希望其能对我国这样的处于转轨中的发展中国家的法律体系和金融市场的建设有所裨益。

#### 注释:

Ragan 和 Zingales(1998b) 将企业定义为围绕关键资源的专业化投资的网络,利益相关者对企业进行专用性投资。这些专用性投资于企业关键资源具有互补性,二者的结合不仅会提高企业的价值,也会促使这些专用性投资自身产生增值。

#### 参考文献:

1. 乔治 J. 施蒂格勒:《产业组织和政府管制》,中文版,上海,上海三联书店,1989。
2. 弗里德里希·冯·哈耶克:《自由秩序原理》,北京,三联书店,1997。
3. Aghion, Philippe and Bolton, Patrick, 1992. "An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting." *Review of Economic Studies*, 59.
4. Bebchuk, Lucian, 1999. A Rent - Protection Theory of Corporate Ownership and Control. Manuscript, Harvard Law School.
5. Berglof, Erik and Thadden, Ernst - Ludwig von, 1999. The Changing Corporate Governance Paradigm: Implication for Transition and Developing Countries. Manuscript, SITE, Stockholm School of Economics.
6. Claessens, Stijn; Djankov, Simeon; Fan, Joseph and Lang, Larry, 2002. "Expropriation of Minority Shareholders in East Asia." *Journal of Finance*, Forthcoming.
7. Coase, Ronald, 1960. "The Problem of Social Cost." *Journal of Law and Economics*, 3.
8. Gorton, Gary and Schmid, Frank, 2000. "Universal Banking and the Performance of Germany Firms." *Journal of Financial Economics*, 58.
9. Grossman, Sanford and Hart, Oliver, 1988. "One Share One Vote and the Market for Corporate Control." *Journal of Financial Economics*, 20.
10. Harris, Milton and Raviv, Artur, 1988. "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules." *Journal of Financial Economics*, 20.
11. Jensen, Michael, 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems." *Journal of Finance*, July.
12. Jensen, Michael and Meckling, William, 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, 3.
13. Johnson, Simon; Boone, Peter; Breach, Alasdair and Friedman, Eric, 2000. "Corporate Governance in the Asian Financial crisis." *Journal of Financial Economics*, 58.
14. King, Robert and Levine, Ross, 1993. "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right." *Quarterly Journal of Economics*, 108.
15. Modigliani, Franco and Miller, Merton, 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment." *American Economic Review*, 48.
16. La Porta, Rafael; Lopez - de - Silanes, Florencio and Shleifer, Andrei, 1999. "Investor Protection and Corporate Governance." *Journal of Finance*, 54.
17. La Porta, Rafael; Lopez - de - Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei and Vishny, Robert, 1997. "Legal Determinants of External Finance." *Journal of Finance*, 53.
18. Rajan, Raghuram and Zingales, Luigi, 1998a. "Financial Dependence and Growth." *American Economic Review*, 88.
19. Rajan, Raghuram and Zingales, Luigi, 1998b. "Power in a Theory of the Firm." *Quarterly Journal of Economics*, 108.
20. Tirole, Jean, 1998. "Corporate Governance." *CEPR Discussion Paper Series*.
21. Zingales, Luigi, 1995. "Inside Ownership and the Decision to Go Public." *Review of Economic Studies*, 62.

(作者单位:吉林大学经济学院 长春 130012)  
(责任编辑: S)