

黑暗中的治理：金融危机与公司治理^{*}

——特集导读

沈 伟^{**}

公司治理没有统一的概念。比较约定俗成的观点是，公司治理是指管理和控制公司的制度。公司治理也被宽泛地理解为一整套决定公司行为、公司控制者行使控制权以及公司风险和收益承担的法律、文化和制度安排。新经济学的的方法是解读公司和与公司有关的主体之间的关系。这个分析方法将以公司为核心的内部人和外部人之间的关系引入到研究框架之中。如此一来，作为学术概念的“治理”，就指代与公司有关的当事方之间的结构安排，以处理他们之间的契约和自愿形成的关系。法学界的基本共识是，公司治理调整公司机构之间的代理关系，解决（经济学意义上的）代理人和被代理人之间的利益冲突、协调和一致。

在后金融危机时代，关于公司治理的文章盛行于世，精彩纷呈，糅合了众多跨学科的知识，但主流的方法仍然是将公司治理视为公司法的一个分支，这主要是因为公司治理所涉及的问题有相当大的部分是传统公司法问题，例如，在股东和董事会之间合理地划分公司权力、对小股东的财产权保护以及董事的受信义务。金融危机中暴露的公司、金融机构和证券市场的一系列丑闻，促使人们更加广泛和深入地关注良好的公司治理以及与之相关的（更加精确的和在政治上正确的）实践。

基于这样的背景，这里集结的文章对金融危机中暴露的公司治理困境进行不同角度的梳理，展示了公司治理问题的广度、深度和难度。尽管金融危机次次不同，但金融危机遗留下来的公司治理难题和困境却是如出一辙，并无二致。因此，每次金融危机之后，我们需要从法律、治理、规制和市场的角度深省公司治理的改进路径和范式。

《全球金融危机与公司治理》从个体理性的角度出发，讨论为什么公司愿意进行高风险投资，从而推动了危机的发生。文章对金融危机进行概括性描述，对金融机构在金融危机中所受损失进行分析，指出金融机构愿意进行高风险投资在公司治理方面的原因（股东利益最大化以及高管薪酬激励问题）以及解决途径。

文章涉及了公司法和公司治理的核心概念：股东利益最大化理论。关于这个概念的讨论可以

* “黑暗中的治理”源于丹麦导演拉斯·冯·提尔 2000 年执导的，由冰岛歌手比约克主演的电影《黑暗中的舞者》。特此说明。

** 上海交通大学凯原法学院教授、法学博士。

追溯到著名的关于“公司管理者受托于谁?”的伯利-多德(Berle-Dodd)论争。^{〔1〕}这个论争的延展开辟了一条新的思辨路径——利益攸关者理论,继而引导公司承担更加广泛的社会责任而非仅仅在合法的前提下谋求股东利益最大化。在现实主义法理学层面,公司的社会责任回应了真实实体理论:公司并非是拟制的,而是真实存在的。^{〔2〕}对这两个概念的普及,在普通法地区遭到了顽强的抵抗。比如,英国的判例法明确称股东利益最大化是公司最主要的目的。^{〔3〕}对于利益攸关者理论的运用会不经意地掉入泛化的泥沼。路径依赖理论支持这样的思路,如果兼顾利益相关者的利益,可能会帮助降低公司的风险偏好。这是因为金融机构杠杆率非常高,所以在诸多公司利益相关者中,股东的风险偏好是最高的。因此,如果在董事中引入非股东的代表(比如独立董事或职工代表),或许可以降低公司决策层的总体偏好。但是,这个路径的难点在于稀释了股东利益,对传统(经典)公司法理论的实施构成了障碍。

《注意义务的任务与极限:公司法的信义义务与金融风暴的省思》从公司法的角度审视金融危机和金融治理,有交叉分析的痕迹。文章涉及的董事义务是公司法最为核心的要素。这个要素事关公司治理中代理问题的解决。公司作为区别于合伙和个体经营的商业模式,复杂性在于内部存在着功能和利益有所差别的公司机构。实现利益和索取利益的公司内部机构存在利益冲突。在金融危机以及后危机时代研究公司的董事义务其实就是为了进一步解决代理问题,实现公司董事利益和股东利益,甚而利益攸关者利益的重合和冲突最小化。

以此为起点,公司治理可以进而研究董事、董事会、现代公司中的股权模型、交叉持股、双重上市、企业集团、家庭持股公司、私人募股公司、企业功能、企业透明度等等,这样一系列在商业活动中与公司治理问题的复杂性相关的概念和议题。作者将董事义务放在金融危机的语境中加以讨论,使得读者有机会在现实的场景中理解这一概念的实际含义。但是,值得特别留意的是公共领域(国家控制或所有)的公司治理。这类公司的独特性体现在它的多层次性和目标的复杂性,这一目标包括通过盈利来维持自身的运营、收入再分配、确保服务可以负担大部分人的消费以及社会发展。这些目标的集合与公司利用资金为股东创造财富这一公司治理的核心原则无疑是背离的。这种与传统公司治理价值的联系与变异值得深入探讨。对于中国大陆的学者,这样的论题不是简单的学术课题,而是更有现实意义的社会议题。

《浮沉背后:次贷危机之后的金融监管与公司内部治理》一文试图解答这样的疑问,为什么在经济危机中,有些公司表现良好,有些则衰退甚至破产。尽管作者主要以个体银行作为分析对象,文章涉及的主题和得出的结论对其他业界的公司也有参考作用。

由于作者的研究对象集中于银行,因此就必然或多或少地讨论了财务披露。这个视角是许多研究金融危机学者的惯用进路,即研究会计、审计和财务人员的职责。鉴于这些主体也无法阻止2008年金融危机的发生,他们的实际作用不能被过分地高估。这其中可能有多种原因。首先,当公司报告和外部审计被置于核心地位时,焦点就应该转移到如何将公司报告作为一种有效的方

〔1〕 Adolf Berle, “Corporate Powers as Powers in Trust”, 44 *Harvard Law Review* (1931), 1049; Merrick Dodd, “For Whom Are Corporate Managers Trustees: A Note”, 45 *Harvard Law Review* (1932), 1145; Saleem Shiekh, *Corporate Social Responsibility: Law and Practice* (London: Cavendish, 1996), pp. 153-157.

〔2〕 Gunther Teubner, “Enterprise Corporatism: New Industrial Policy and the Essence of the Legal Person”, 36 *American Journal of Comparative Law* (1988), 130-135; Mary Stokes, “Company Law and Legal Theory”, in William Twining (Ed.), *Legal Theory and Common Law* (Oxford: Blackwell, 1986), p. 155.

〔3〕 *Re Smith & Fawcett Ltd* [1942] Ch 304, p. 306; *Dorchester Finance v Stebbing* [1989] BCLC 498, 501-502.

法,将根据全球认可的会计原则、行业标准以及公司具体情况做出的信息给予股东以及其他利益攸关者,从而保证他们对信息的获取。很少有公司在披露问题上采取这种“三叉戟”的模式。因此,公司承诺的更加透明的信息披露总体而言仍然处于初级阶段。在这种情况下,监管者或许可以采取更强势的立场,积极地提出一套以规则为导向的全方位的披露制度。事实上,全球的标准已经被拟定,由市场管理者执行并赋予其惩罚违法者的权力。与此相联系,我们已经见到了一种不同法域趋同化的趋势。第二,审计的松散状态应该得到矫正,从而恢复传统上由审计所扮演的市场监管机关的看守人功能。这有几种可能的路径,其中一条是像美国法正在尝试的那样,限制审计人员同时向审计客户提供咨询服务。这样审计人员不再会为了赢得投资者的偏爱而投放额外费用维护信誉。尽管扩大审计员的义务范围会导致审计人员遭遇诉讼,而遭到其抵抗,但是扩大审计员的义务范围仍是一条可选的路径。当前,审计员的义务限制在审核每一年度报表的一致性上,而没有被要求就选择的可采用标准的适当性提供专业意见。第三,当我们将大量精力投入到监督审计人员时,也应当全面地审查其他的专业人士,例如在公司治理中起着关键作用的律师、包销商、分析师以及评级机构等。我们可以将更多的注意力投放在这些“看门人”(gatekeeper)的身上。^[4]此外,赋予股东更多的权力,比如对公司运营的关键性事项的投票权也是有效的路径选择。^[5]

本文采取的研究视角是文化和心理学的分析方法,^[6]这是一个更加广阔和多元的图景和视角。这个研究路径应和了从道德危机的角度分析经济危机根源的思路。自然而然的结论是,解决经济危机深层次问题的方法是重建社会道德责任感,从而达到有意义和持久的经济复苏的目标。^[7]但是,这里需要给予那些热衷(或反对)从文化和心理角度解释公司治理模式的读者一些善意的解释。如果不解释某些机构为何把公司治理纳入广义的国民经济和法律系统中来,纯粹地从文化和心理角度来看公司治理似乎是不完整的。如果有志运用这一分析工具,政治方法似乎也是必须的。^[8]

《银行透明度和信用风险模型技术》研究了与金融危机直接相关,且又与公司治理紧密联系的银行。作者从宏观到微观,从一般到具体,对与商业银行透明度有关的问题进行了分析。文章讨论的是一个老生常谈的问题,但是与众不同之处在于特别的计量和模型研究方法。美国商法的研究方法已经从纯学术的学理思辨向以数据和实证导向的范式过渡。同样,研究公司治理有许多维度。晚近研究的走向是从理论到实践,从经验到实证,从学理到数据。本文的最大价值和参考意义是为加强银行披露制度从而增加银行透明度的惯有研究路径增加了经济学分析的力度和质感,通过数据模型的推演、分析和适用,将银行披露这一常用的治理方法构建成经得起推敲和考验的公式、数据和模型,增强了可信度。这一研究方法不仅丰富了学术研究,而且被国外金融监管机构

[4] John C. Coffee, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance* (Oxford: Oxford University Press, 2006).

[5] Mike Powell, “Good Independent Directors Are Critical”, *Financial Times* (April 12, 2010), 6.

[6] Bob Tricker, *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices* (Oxford: Oxford University Press, 2009), p. 21, 183, 227-229.

[7] 参见[美]杰弗里·萨克斯:《文明的代价》,钱振明译,浙江大学出版社2014年版。

[8] Mark J. Roe, *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context and Corporate Impact* (Oxford: Oxford University Press, 2006); Allan C. Hutchinson, *The Companies We Keep: Corporate Governance for a Democratic Society* (Toronto: Irwin, 2005); Joel Bakan, *The Corporation: The Pathological Pursuit of Profit and Power* (Toronto: Viking, 2005).

所采纳。根据最新的可持续性财务标准(the Sustainability Accounting Standards),美国的银行和金融公司需要报告反映它们投资的公司社会和环境影响的量化指标。^[9]

通过改进披露机制从而使得银行更具透明度的治理路径是否具有普适性是一个值得深究的问题。银行透明度问题在中国也有,但问题的成因和解决进路因为中美两国金融规制体系的不同而具有相似性和非似性。但是,应当看到论文涉及的主题对我国的实践还是有很强的借鉴意义。我国的金融结构高度依赖于债务融资,这就使得中国银行业的风险控制相对于别国或许更为重要。适当地引入计量、统计和实证方法,强化银行披露制度是一个具有可操作性的方法。

《中国过于宽泛的内幕交易执法制度——法定授权和机构实践》一文对中国内幕交易执法制度的整体框架作一鸟瞰式观察与分析,围绕近年来我国内幕交易立法的变迁,深入分析了证券法和证监会内部指引之间的内在冲突,呈现出我国司法运作中比较普遍的行政执法机关超越立法授权,借口监管便利或回应市场需求,而基本不受限制的自身扩权冲动。从内幕交易这一目前金融市场非常关注的主题切入,文章对反思我国当下的内幕交易的执法体制具有较大的借鉴意义。

作者作为“局外人”,犀利地指出中国证券执法的问题所在:“其中包括:监管资源受限;调查取证不够老练且技术手段不足;同期检测和取证的困难;规制者不能作为民事诉讼原告(并据此从市场其他参与者那里获得信息和(或)达成解决协议);整个中国公司法和证券法体系对个人民事诉讼的限制;中国司法体系下不平衡的能力、自主性和独立性;和——在中国语境中最重要的问题——某些公然违反法律的机构或者个人所拥有的政治和经济上的权力……”。文章采用一定的实证数据分析,通过证券法、行政法、刑法和诉讼法的交叉研究,使得论述具有张力。

文章涉及的是证券市场的公司治理问题。内幕交易执法涉及的是作为资本市场“守门人”的行政监管部门的执法能力和执法效力,是一种不同于“私人执法”的执法方式。关于我国证券监管部门执法实践的定性和定量分析以及具体效果是进一步研究的议题。比如,我国内幕交易的主要问题是实际中的操作问题,纯粹分析立法层面某些禁止性规定是否与上位法冲突是不是具有现实意义?精确的法条比较分析和味道浓重的普通法评价是否对改进中国的行政执法具有切中要害的效果?等等。这些是比较公司治理研究中经常会触及但又未必有结论的难解之题。由于文章讨论的是监管,市场的作用需要重新发现。这可以引出一系列的问题,诸如,市场是如何运作的?它们有多重要?哪些是市场可以作为的?哪些是(政府)监管可以实现的?金融危机之后,政府监管的力度不断增强,而市场的作用和功效受到了质疑。金融危机和自由市场精神之间是是非非的核心是哈耶克和凯恩斯之争。坚定的市场派可能鼓吹重铸自由市场。^[10]这在中国语境下可能显得尤为重要。

《“向中国标准看齐”?——后金融危机时代的国际证券监管竞争》一文的标题标新立异,有些逆势而为的意蕴。本文研究的是从世界范围内的监管制度竞争格局分析中国的证券市场监管体制构建问题,讨论的主题其实是中国公司治理规则在全球法域竞争中的引领问题。针对作者讨论的议题可以有不同的解读:比如从实证的角度看,文章分析并回答了“中国加入国际证券监管竞争是否会导致全球公司治理水平的降低”这一问题;从规范的角度看,文章讨论了“中国的公司治理法律机制究竟应当如何定位”的问题。事实上,公司治理的其他法律问题也是各国制度竞争的重

[9] Ed Crooks and Camilla Hall, “Banks Hit by Fresh Reporting Demands”, Financial Times (February 24, 2014), 18.

[10] 参见[美]史蒂夫·福布斯、伊丽莎白·埃姆斯:《重铸美国自由市场的灵魂》,段国圣译,华夏出版社2014年版;[美]麦克米兰:《重新发现市场》,余江译,中信出版社2014年版。

要内容,例如关于并购过程中董事会的权力,公司利益攸关者的地位,等等。这个研究进路是更加宏观的法域竞争,也就是不同法域通过制度设计对公司活动产生牵引作用的竞争。文章没有解答,但是读者和学者可以进一步思考的是:既然谈到看齐,那么肯定存在孰优孰劣的差别;中国公司治理模式的特点和走向是否可以引领以及为什么引领国际公司法制的竞争和趋同。

从比较法的角度来看,文章讨论的议题涉及几个基础性但又相互关联的问题:为什么在公司治理中存在着国别差异?在各种公司治理模式中,比如,原则型的,或者规则型的,到底哪一种是更胜一筹或者更有效的模式并能最终成为引领全球的模式?其他的国家是否都应该学习英美的公司治理模式?^[11]是否在全球范围内存在公司治理趋同化的可能性?^[12]这些问题的重要性不能被轻易地忽视,因为美国和欧盟正向两个不同的方向发展。在面对一些基础性的问题时,比如在处理公司治理问题时,原则与规则之间孰重孰轻,具体的评估可能是一项极具挑战的任务,尽管当前正统的标准和规定比非正式的以及原则型的方式更为盛行。然而,至少还有一些方面可以做出明确的判断。当前美国、英国以及其他发达国家^[13]的监管者和立法者均倾向于“法律本位”原则。^[14]公司的股权形式与这一组矛盾息息相关。^[15]在以集中型股权为特征的地区,公司法需要的不过是借助强有力的决定权和任免权来控制管理机会主义,因为有控制权的股东拥有保护自己的内在能力。与之相反,在公司所有权分散的法域,法律保护公司管理者的利益的同时也向小股东提供了强有力的法律保护。多数经理人对原则型公司治理改革的态度比较开明,因为这样的改革并不会动摇他们的管理权。令人惊讶的是,这种“股东资本主义”倾向变得愈发显著。股权模式的重要性并没有被足够重视,而这恰恰可以解释为什么要触及两种公司治理模式的差异。^[16]

《后危机时代中企海外收购面临的安全审查困局及治理路径——以美国CFIUS监管机制为切入点》尝试剖析的是截然不同的议题。

^[11] Henry Hansmann and Reinier Kraakman, “The End of History for Corporate Law”, 89 *Georgetown Law Journal* (2001), 439.

^[12] See, e. g., Ronald J. Gilson, “Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function”, 49 *American Journal of Comparative Law* (2001), 329; John C. Coffee, “The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Significance”, 93 *Northwestern University Law Review* (1999), 641; Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, Mark J. Roe and Eddy Wymeersch (Eds.), *Comparative Corporate Governance—The State of the Art and Emerging Research* (Oxford: Clarendon Press, 1998).

^[13] John Keefe, “Fixing A Failed US Pension Scheme”, *Financial Times* (January 25, 2010), 9(报道说美国证券交易委员会和劳动部考虑对基金经理人的受信义务采取校正措施); Jose Maria Brandao de Brito, “New Rules on Liquidity Could Do More Harm than Good”, *Financial Times* (December 3, 2009), 9(报道说英国的金融服务监管机构制定了新的规则提高银行对流动性困境的适应性); Scheherazade Daneshkhu and Ben Hall, “Paris Looks for 360M from Bank Bonus Tax”, *Financial Times* (January 13, 2010), 5(报道说法国政府对其境内的银行支付巨额奖金征收费用); and Patrick Jenkins et al., “Bankers’ Fury at UK Bonuses Supertax”, *Financial Times* (December 10, 2010), 1(报道说英国将向银行的奖金征收50%的超级税)。

^[14] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, “Legal Determinants of External Finance”, 52 *Journal of Finance* 3 (1997), 1131-1150; and “Law and Finance”, 106 *Journal of Political Economy* 6 (1998), 1113-1155; Douglass C. North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance* (Cambridge: Cambridge University Press, 1990).

^[15] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, “Corporate Ownership Around the World”, 54 *Journal of Finance* 2 (1999), 471-520.

^[16] 比较: Lucian A. Bebchuk and Mark J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”, 52 *Stanford Law Review* (1999), 127.

上文提到的从文化、心理和政治视角解读公司治理问题的思考路线还可以帮助读者理解跨国公司的反社会行为、政策和实践。比如,向社会具体披露其开支、规避法律和规则、将市民转变为消费者以及将公共资源私有化,而这种种行为都会导致民主的亏损。这一主题可能是高度政治化的,它可能改变我们从“合同的连接”概念、成本收益分析和所有权原理中所得出的结论。例如,股东的权力也许相当于由不享有民主程序的精英进行治理而行使的权力。依据这一政治逻辑,公司可以被安排在个人与国家之间的位置,从而加强公共利益和民主价值。

本文就是这一视角和图景的尝试,围绕着后危机时代、海外并购和安全审查这几个关键词展开。作者对规则进行了经济学的分析,对规则、市场、经济和金融进行交叉研究,以公司治理为着力点,联系了投资政策和国家安全,试图找出这一跨国图景下的公司治理问题所在。金融危机之后,新兴国家在国际投资活动中异常活跃,这是我们熟悉的“做大国际国内两个市场”策略的典型范例。利用跨国投资活动实现公司利益最大化和资源利用最大化,合理解释了海外收购活动的内在逻辑。但是海外收购面临更为复杂的监管问题和治理问题。同公司利益最大化不同,监管成本和监管差异会阻碍海外收购,如何化成本、差异和阻碍为收益、趋同和促进,进而实现公司治理结构和规则的优化,是大量中资企业海外收购需要解决的现实课题。中国企业的海外上市已经成为这些企业优化公司治理的一种机制,同样化安全审查为有效监管治理模式或许也是一种可能的选项,使中国企业不仅获得更大的市场和更多的收益,而且获得境外法域公司治理的“溢出效果”。

金融危机的冷冬渐行渐远,但是金融和经济的暖春还未真正到来。由金融危机引起的公司治理的讨论和追问自然也未结束。从公司治理引申开来的是法律、企业和市场的关系问题。三者在全球化和市场经济的广袤图景下有着怎样复杂的关系而不为我们所知呢?这个复杂的关系对我们首要发展的金融中心和自贸区有什么启发呢?

关于法律在市场和金融中心建设中的作用一直没有定论。通说认为,健全的法律制度、强大的执法体系是建设市场经济和国际金融中心的基本要件。^[17] 1998年,拉波塔、洛配兹·西拉内斯、安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼(La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer和Vishny,以下简称LLSV)四位学者研究认为,法律起源决定金融发展,法律、执法机制和法律制度支配金融交易。主要理据是合同安排形成金融活动和交易的基础,与不保护债权人、股票持有者权利或不能有效执行合同的司法体系相比,保护投资者和支持合同履行的司法体系更激励金融发展。在此种观点下,市场和金融在法律的框架内发展,法律成了一种自我生成与发展的自给自足的系统。由于该研究路径独特,而被称为LLSV范式或法律起源理论,其核心是强调法律制度的决定作用。

LLSV范式解释了法制在市场和金融中心形成过程中的作用。世界上主要存在着英美法系和大陆法系两个法系。大陆法系以法典为基础,以立法权为中心,重视法条和法典,法官适法,追求细节,具有理性主义的精神气质;而英美法系以判例为依据,公平、公正和公义的司法准则和社会风俗、习惯和道德等一般原理都对司法活动和财产权保护产生重要影响。法院独立进行审判,不受政府干涉,司法人员履行职责,兼具司法和造法功能。由于判例的作用,法院的司法活动具有相当的灵活性,散发出自由主义的风气。两大法系的差别对市场和金融中心在全球的分布产生重大影响。^[18] 这是因为,由于法律体系的理念不同,法系所属国的行政监管模式也有所不同。英美主要坚持行业领导监管型的治理模式,而欧陆国家主要实行政府主导型的监管模式。行业监管的重

[17] 王力、黄玉华等编著:《国际金融中心研究》,中国财政经济出版社2004年版,第89页。

[18] R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, “The Economic Consequences of Legal Origins”, 46 *Journal of Economic Literature* 2 (2008), 285-332.

点是保护中小投资者和行业利益,有利于建设金融中心。这主要是因为市场会发挥有效的融资功能,保障各方参与者的合法利益。大陆法系下的市场受制于强势的政府监管,市场的发展受到局限。从这点上说,普通法系对企业运营和盈利更为有利。不同的监管和司法模式造就了不同的金融市场。英美法系出现了证券市场主导的金融中心,而大陆法系通常是银行主导的金融市场。晚近三、四十年,以证券市场为主的金融市场基本上是英美法系为主,而欧陆金融市场主要是靠银行及债券等方式发展。这种不同市场主导的金融中心的特点并不是偶发或自然形成的,而与法律制度和监管模式有很大的关系。真正具有国际规模的金融中心也多在普通法系法域,如纽约、伦敦、新加坡、香港等。这说明国际金融中心和法制模式之间存在一定的因果关系。

当然与 LLSV 范式的法律起源论决定金融发展的观点相反,剑桥大学柴芬斯教授(Brian Cheffins)和哥伦比亚大学科菲教授(John C. Coffee)分别从不同角度进行研究并得出了与 LLSV 范式不同的结论。他们认为,是金融发展导致了法律变革。柴芬斯于 2000 年的研究发现,“尽管英国的司法制度提供了稳定的争端解决方式,但该法律制度在 20 世纪前期的大多数时候并没有为中小投资者提供很好的保护,而市场却产生了保护投资者利益的很好替代方式,如自律监管体制,它们在保护中小投资者的过程中起到了一种替代性的作用”。^[19] 因此,法律不决定市场的发展,是市场的发展催生了法律。科菲在 2001 年的研究中提出这样的观点,“法律变革总是滞后于金融发展的实践,法律改革需要大量社会公众股股东相应利益需求的支持,只有他们在政治上提供修改法律、增加有关投资者保护的条款,有关投资者保护的改革才具有了民间上的可取性。按照这个逻辑,英国式的金融发展实践是因,法律变革是果,这恰恰与 LLSV 的理论相反”。^[20] 尽管这些研究从某些方面对 LLSV 研究范式和基本结论提出了挑战和修正,特别是包括法院、仲裁等法律机制和股东权保护制度等在内的法律体系,但 LLSV 范式对金融市场形成和演化的作用显然不可忽视。无论 LLSV 范式存在何种缺陷,其所揭示的法制对金融起到某种程度上的促进作用是毋庸置疑的。

如果把该理论应用到上海国际金融中心的建设或上海自贸区的推动进程中,自然会得到这样的结论,即法制会为金融中心的发展提供不可或缺的推动力,并产生积极的作用。我们可能熟悉这样的结论,但是又有意或无意地忽视在法制中起到重要作用的法院。如果我们的法院一直带有政治机构的秉性,而不能承担起执法裁判所的功能,那么我们所言的法制或推进金融中心的法制可能仅仅是个被空置的概念。良好的法制环境包括健全的法律体系、透明的监管制度、公正的司法体系、高效廉洁的行政执法制度、完善的金融法制、健全的社会信用体系、充分的权利(财产权和所有权)保护机制等等。我们需要的是这样的法制,而不是仅仅汗牛充栋的、停留在法条里的法律。

后金融危机时代不仅向我们展示了改进公司治理的诸多难题和路径,也向我们提出了继续深入洞察法律、企业和市场之间复杂关系的命题。

[19] 《法律变革与金融发展的因果关系:对 LLSV 的驳论之一》,载北京益正伟业投资担保的新浪博客(http://blog.sina.com.cn/s/blog_811cc6ff0100x53b.html,最后访问时间 2013-11-01)。

[20] 见前注[17],王力、黄玉华等书。