

强制性治理与自主性治理问题探讨与比较

马连福，陈德球

(南开大学公司治理研究中心，天津 300071)

摘要：公司治理优化大体遵循了强制性治理的“合规”阶段和自主性治理的“创新”阶段。探讨强制性治理和自主性治理之间的边界、自主性治理的动力机制及其与公司治理优化之间的作用机理，将成为今后公司治理理论研究的重要方向。本文首次从强制性治理和自主性治理两个视角出发，对公司治理的相关研究成果进行了全面的回顾和评述，梳理和归纳了国外最新研究进展，最后总结和论述了这些研究成果对于我国上市公司开展自主性治理的借鉴和启示。

关键词：公司治理；强制性治理；自主性治理；合规；创新

中图分类号：F **文献标识码：**A

1 引言

20 世纪 90 年代以来，经济全球化，尤其是资本流动的全球化，以及随之而来的资本竞争的加剧，使高质量的公司治理成了企业赖以生存和发展的关键因素。公司治理是公司潜在价值的源泉，而投资者愿意为治理质量好的公司支付更高价格的原因，就在于公司治理对公司价值具有决定性的作用。上市公司为了改善治理质量和提升公司绩效，积极践行公司治理改革，探索公司治理的优化路径，提高治理效率。Bruno 和 Classens (2006) 认为，有关公司治理改革路径的理论和经验研究，主要是从国家层面的法律制度和公司层面的治理实践两个维度展开的。¹各国在保护投资者、加强资本市场监管等方面逐渐形成了共识，具体表现为对公司法、证券法等法律的修订，从而为公司治理优化奠定了制度基础。但是，安然公司丑闻，以及网络公司、电信公司和能源公司股价泡沫的破灭，迫使我们现行强制性法律框架下的公司治理优化问题进行反思。MacAvoy 等 (2006) 研究发现，根据美国 2002 年颁行的《萨班斯—奥克斯法》和其他相关法律强制推行的公司治理改革，在过去的几年里仍然没能充分优化美国的公司治理。在中国资本市场上，2006 年 1 月 1 日开始实施的新公司法更多地鼓励公司自治，完善治理结构 (吴晓求，2007)。有越来越多的学者和企业家开始认识到，公司治理优化的关键在于上市公司在遵守法律制度的前提下所采取的自治行为。

中国证券市场经过 10 多年的建设，取得了长足的发展：国家层面的法律监管制度不断得到完善，上市公司治理也已经进入了强制性“合规”阶段。然而，随着证券市场的发展，投资者的投资决策行为日趋理性，市场对公司治理的质量要求也越来越高，仅限于强制性治理的上市公司已经无法满足投资者对治理质量的要求，还必须在严格实行强制性治理的基础上自主开展治理创新活动，向自主性治理的“创新”阶段过渡。我国著名公司治理问题专家李维安教授 (2007) 认为，合理的公司治理结构不但能做到“合规”，而且还必须要有利于“创新”。

长期以来，学术界只强调国家层面规定的强制性治理，因此，上市公司治理失效的问题日益凸现。国外学者开始从公司层面的自主性治理视角来研究公司治理问题。公司治理作为一种制度安排，是通过公司组织和金融领域的关联博弈达成的均衡结果，是投资者、公司员工和经理人等参与人策略互动的自我实施机制 (青木昌彦，2001)；公司治理制度在投资者与经理人等参与人内生的自我实施机制和外生的法律监管制度相互博弈的冲突和协调过程中不断演进，并根据博弈双方在实施过程

中的作用表现为强制性和自主性。我们认为，“强制性治理”是指在公司组织领域外生的法律监管制度在与上市公司参与人内生的自我实施机制的相互博弈过程中占据主导地位，并迫使上市公司采取非自愿的“守信”行为的治理形式，它更多地表现为上市公司被动迎合外在法律对公司治理规定的最低监管要求；而“自主性治理”则是指在公司组织领域上市公司参与人内生的自我实施机制在与外生的法律监管制度相互博弈的过程中占据主导地位，上市公司出于自身提高公司治理效率和创造公司价值的内在需要而在满足法律监管要求的基础上主动进行治理创新。因此，本文以公司治理改革为背景，以公司治理优化为目的，从“合规”阶段强制性治理和“创新”阶段自主性治理这两个视角来梳理和归纳公司治理的最新研究成果，并对未来的研究进行展望，以期深化公司治理研究，为完善我国上市公司治理、促进资本市场的健康发展提供有益的借鉴。

2 “合规”阶段的强制性治理

2.1 强制性治理的产生背景

在资本市场上，投资者对公司进行投资的目的是为了获得投资回报。在投资者对公司进行投资以后，他们通常能获得一些受法律法规保护的权益。然而，近些年来，损害小股东和债权人利益的行为在很多国家频频发生。外部投资者在对公司进行投资时要承担一定的风险，如他们的某些权益被控股股东或经理人剥夺，从而无法兑现投资回报。控股股东和经理人剥夺外部投资者的行为极大地损害了金融体系的运行基础，也严重制约着一国资本市场和上市公司的健康发展。

那么，如何保证投资者享受其应得的权益，以帮助他们实现投资回报呢？有学者认为，金融市场的大多数监管者根本就没有存在的必要，投资者通过与公司签订契约，就能够保护自身的合法权益。Jensen 和 Meckling (1976) 认为，投资者认识到存在受盘剥的风险，并且能够惩罚那些不按规定披露有关信息和约束自己行为以善待投资者的公司，因此，公司在发行证券时有动力与投资者签订契约来约束自己的剥夺行为。^[2] Stigler (1964) 认为，只要财务契约能够得到很好的履行，金融市场就不需要监管者。^[3] 但是，La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishney (2000，以下简称 LLSV) 则认为，契约的履行是需要成本的，当这种成本超过一定的水平以后，保护投资者的法律制度就会取代契约，并对经理人进行监管，也许就更加有效。^[4] LLSV (2002) 通过深入研究发现，基于法律视角的公司治理研究表明，通过法律体系（即立法和执行）来保护外部投资者是问题的关键。^[5] 虽然信誉和泡沫可能有助筹集资金，但要揭示有些国家的公司筹集的资金多于其他国家的公司的原因，立法和执法方面的差异是一个关键因素。如果潜在股东和债权人的权益能得到法律的保护，那么，他们就会愿意向公司融资。与公司员工或供应商相比，外部投资者更容易受到权益被剥夺的伤害。因此，他们对法律的依赖性也更大。在 LLSV 看来，公司治理在很大程度上，就是为外部投资者采取的阻止内部人（控股股东和经理）实施盘剥行为的一整套机制。由此，他们开创了公司治理的法与金融学研究方法，从国家层面的法律制度（即强制性治理）保护投资者权益的角度来研究公司治理问题。

2.2 强制性治理的经济效应

一国的公司治理机制对于公司的获利性和增长性、获取资本的能力以及资本成本具有重要的影响。然而，强制性治理具有怎样的经济效应呢？LLSV (1998 和 2002) 从全球的视角在国家层面上分析比较了各国的投资者保护状况，考察了强制性治理水平对公司乃至对国家经济的影响。他们发现，强制性治理水平的差异是导致不同公司治理模式的内在动因。在微观层面，强制性治理水平较高的英美法系国家，公司内部治理结构更加合理，资本在公司间配置的效率也更高；而在强制性治理水平较低的大陆法系国家，公司的股权集中度较高，而绩效较差。在宏观层面，强制性治理水平的差异会导致不同的金融市场监管模式和力度，从而影响一国金融市场的发展乃至经济的增长。^[5] ^[6] 他们认为，与传统的银行主导和市场主导区分法相比，采用强制性治理水平差异来考察和比较各国的金融制度和公司治理结构，可能更加合理。Himmerblerg 等 (2002) 采用 LLSV 的研究方法，考察

了不同的强制性治理机制所导致的公司资本成本差异，并且得出了在投资者保护力度较大的国家里，公司的资本成本较低的结论。^[7] Nenova（2003）以及 Dyck 和 Zingales（2004）研究发现，在强制性治理机制保护投资者力度较大的国家，控制权私人收益较少。^[8, 9] Bris 和 Cabolis（2005）也运用 LLSV（1998）所界定的法律强制保护投资者权益这个概念，研究了不同强制性治理水平下的跨国并购收益问题。他们对 39 个国家的 506 起并购交易进行的研究表明，如果并购方所在国家的强制性治理水平和会计准则的质量较高，那么，跨国并购就比在国内并购产生更多的并购溢价。^[10]

由上可见，不同国家上市公司在股权集中度、资本市场的深度和广度、股利政策以及公司接近外部资本市场的能力等方面都存在很大的差别，而强制性治理水平是造成这些差别的主要原因。公司的所有权结构和治理模式被看作是对公司所处法律环境的一种均衡反映。从国外的研究现状来看，强制性治理研究仍然只局限于比较不同国家法律（主要是公司法、证券法和破产法）保护投资者的现实情况，分析由此引发的不同国家的公司治理、公司业绩的表现，以及宏观层面金融市场、资本市场发展等经济效应。所采用的评价指标，就是从一国现行法律是否规定投资者权利以及法律的实施情况，主要适用于不同国家之间的比较研究，而不能用于同一国家不同公司之间的比较。

综上所述，尽管样本数据和研究方法各不相同，但是，不同学者从“合规”阶段强制性治理的视角探索公司治理优化路径的研究，取得了较为一致的结论：法律制度建设及其完善是改善公司治理和促进金融发展的关键所在。投资者之所以能够收回现金流，是因为他们的这种权利受到了法律的保护（LLSV，2000），法律是保护投资者权利的重要手段。但是，Burkart 等（1997）认为，过多的强制性治理有可能挫伤公司管理层的主动性，进而影响公司价值。政府应该局限于教育和劝导公司来改善治理，但最后的决定权应当留给公司，在公司治理方面应该赋予公司一定的自由空间，过多的强制性治理规则会削弱公司的竞争力（Hart，1995）。国家法律的过度介入会削弱私人治理机制的作用，从而影响公司自行纠正治理缺陷的积极性。目前，上市公司的治理更多是一种完全迫于监管压力的强制性“合规”过程。Carvalho 等（2005）研究发现，由于旨在保护中小股东权益的公司法改革遇到了严重的政治阻碍，因此，投资者与上市公司之间的私人契约安排，将会成为一种试图让公司自愿做出承诺的非法律性改革。公司应该自动采取比较严格的公司治理和信息披露标准，增加投资者福利，促进资本市场的发展。^[11]由此可见，加大一国法律保护投资者权益的力度并不能在短期内一蹴而就，而且，单纯依靠强制性治理也不足以确保投资者享受应有的权益，必须在强制性治理以外寻找新的治理机制作为实现强制性治理的补充。因此，在进一步完善强制性治理的基础上，大力提倡和鼓励上市公司进行治理机制创新，并实施自主性治理，这或许是解决公司治理优化问题的关键。

3 “创新”阶段的自主性治理

竞争性市场体系是公司治理制度演进的基础，它有助于公司各利益相关者做出更多的治理创新选择。在全球化背景下，为了能够在全球性资本竞争中获胜，具有创新意识的公司会主动开展治理创新活动，探索公司治理优化的路径。Gordon 等（2004）认为，同一国家的上市公司竞相采取高效率的公司治理机制，有利于推进公司治理改革。^[12] Klapper 等（2005）进一步研究发现，越来越多的公司主动提高信息披露水平、遴选独立董事，通过实施严格的治理机制来阻止管理层和控股股东侵占中小股东的利益，提高投资者权益保护水平。^[13]因此，从基于“创新”的自主性治理视角出发，探索公司治理改革背景下的治理优化路径，就逐渐成为公司治理研究的一个焦点。下面，我们从自主性治理的驱动因素和价值效应两方面对相关文献进行梳理和述评。

3.1 自主性治理的驱动因素

资本、股权和产品流动的全球化趋势，给公司创造了许多潜在的获利机会，诱使公司治理制度发生变迁，而公司治理本身也有优化的需要。为了应对愈演愈烈的资本竞争，并利用全球化带来的新机遇，在外部资本市场压力和公司内部创新需求的双重压力推动下，不少上市公司在严格实施强

制性治理的基础上，开始引入自主性治理机制。

自主性治理作为公司自身实施的一种制度安排，要受到公司特征及其外部因素的影响。经济全球化导致了资本市场的全球化扩张，企业有动机采取高效的治理机制，向投资者披露更加透明的信息，以吸引更多的投资者。部分实证研究证实了公司特征和外部因素对上市公司治理创新所产生的影响，但是，总体而言，已有的研究结论还不尽一致。Klapper 等（2005）对为东欧国家保护小投资者利益实施的公司累积投票权和代理邮寄投票权这两项治理条款的决定因素进行了差异性比较分析，结果发现：虽然这两项条款是 LLSV（1999）股东权利保护指数六项构成内容中的两项，但在他们研究的样本中，公司法和商法都没有对这两项条款做出强制性规定，公司采取这些治理条款完全是它们的自主行为。^[13] Klapper 等后来进行了更加深入的实证研究，并且发现持股 50% 的控股股东都不愿实施这些条款，而小股东和其他大股东都愿意实施这些条款，目的在于保护自己的权益不受控股股东的侵害。Anand 等（2006）以加拿大公司为研究对象，并以董事会质量作为衡量上市公司自主性治理水平的指标，考察了公司特征与自主性治理水平之间的关系。他们发现，自主性治理水平与大股东或高管持股比例负相关，与公司较好的投资机会或高水平的研发支出正相关。资本需求是公司实施自主性治理的重要动因，公司对外部资金的需求越大，就越有动机采用更加有效的治理实践，以吸引潜在的投资者。^[14] 不过，Kouwenberg（2006）的研究却没有发现相关证据。Kouwenberg（2006）以泰国上市公司为对象，研究发现新兴市场国家的公司的外部融资需求，并不能推动公司开展自主性治理活动，而公司规模与自主性治理水平之间存在较弱的正相关性。^[15] 在发展水平相对较低的金融市场上，由于外部融资的成本比较昂贵，公司实施自主性治理的成本也比较高（Doidge 等，2007）。Silvra 等（2007）以巴西 1998~2004 年 200 家上市公司为对象，研究了自主性治理机制的演化及其决定因素。^[16] 他们以公司自主采纳公司治理指引中的条款为框架，把股东权利、董事会运作与职能、公司透明度、公司道德水平和利益冲突等作为自主性治理水平的衡量指标，结果发现公司增长前景、规模、价值和所有权结构与自主性治理水平不相关。

公司治理水平决定投资者是否能够获得高质量的信息并据以做出投资决策（Rosser, 2003）。在强制性治理框架下，资本市场上的公司治理水平容易出现混同均衡状态，当有关上市公司治理质量的信息不能令投资者满意，或者逆向选择导致市场不能明辨公司的治理质量时，上市公司的价值就很容易被投资者低估。因此，上市公司有动机采取自主性治理机制，以降低与投资者之间的信息不对称，提升投资者对公司的信任水平，并增加公司价值。投资者对公司价值的折价预期会导致很高的成本，因此，公司管理层会主动向投资者传递信号，以免投资者做出折价预期（Verrecchia, 1990）。Coffee（1999）指出，在法律保护力度较小的国家，公司为了赢得投资者的信任，会主动到强制性治理水平较高的国家公开上市，以约束自己采纳严格的公司治理标准，并向投资者做出有效的承诺。为了降低公司价值被低估的概率，公司管理层有动机实施自主性治理（Anand 等，2005）。不过，自主性治理活动会给公司带来成本，那么，公司为什么还会选择这种治理机制呢？Chhaochharia 和 Laeven（2007）以 2003~2005 年 23 个国家 2 300 家公司的数据作为研究依据，对这个问题作出了回答。^[17] 上市公司在满足强制性治理要求的基础上再主动实施自主性治理，其目的在于把实施自主性治理作为一种信号工具，向潜在投资者发出公司能够得到有效治理的信号，并向他们承诺公司会采纳优于强制性治理的治理机制。这种信号能帮助公司更加方便获得外部融资的成功，也有利于提升公司价值。在美国，有不少公司能够主动地采取自主性治理措施，如在董事会主动实施两职分离。通用汽车公司自己制定了董事会宪章，对从监督体制、监督与执行职能分离到董事会开会次数和决议形成程序等事宜做出了详细的规定。英国公司的在年度报告中会披露详细的委任说明书、经理报酬、监事会的使命等信息，而这些内容都不在英国公司法和证券监管条例的规定之列。

3.2 自主性治理的价值效应

如前所述，既然自主性治理能够优化公司治理，改善公司与投资者之间的关系，增强投资者对公司的信心，那么，它最终对上市公司会产生怎样的价值效应呢？国外文献对自主性治理与公司价值之间的关系进行了实证研究，但研究结论并不一致。Alves 和 Mendes（2004）、Jong 等（2005）、

Gilson和Milhaupt（2005）以及Nowak（2006）分别以葡萄牙、新西兰、日本和德国上市公司为研究对象，考察了上市公司自主性治理水平与公司价值之间的关系，结果发现自主性治理主要依赖于自我监管，但对公司价值或股票价格没有影响；而McKnight等（2005）以英国上市公司为对象进行的研究则显示，自主性治理的实施与公司价值之间显著正相关。^[18]

Chhaochharia和Laeven（2007）在区分强制性治理和自主性治理的基础上，通过跨国比较分析了自主性治理对公司价值的影响，^[17]结果表明很多公司主动实施超越强制性治理的自主性治理，而且它们的自主性治理水平与公司价值显著正相关。同时，他们认为，尽管提高自主性治理水平，往往会伴随着成本的增加，但公司还是愿意实施自主性治理。市场会回报公司的自主性治理行为，自主性治理水平的提高有助于公司市场价值的提升。Bruno和Claessens（2007）认为，公司价值受强制性治理和自主性治理的驱动。随后，他们以23个国家5 857家上市公司为对象，分析了强制性治理和自主性治理对公司价值的影响。结果显示，与自主性治理相比，强制性治理对公司价值的作用较小，可能是因为过度监管抑制了管理层的创新意愿。^[1]这意味着提高强制性治理水平并不一定能够提高公司绩效，倒可能限制管理层的主动性。同样，不同国家的公司即使具有基本相同的公司治理实践，也可能对投资者产生不同的影响。治理实践对投资者的影响主要取决于它们是法律强制规定的还是公司自主实施的。

总结现有的研究可以发现，学者们分别采用董事会质量和运作方式、股东权利、信息披露、公司与利益相关者之间的利益冲突等指标来度量上市公司自主性治理水平，并从外部融资需求，投资机会以及公司规模、价值和股权结构等视角来考察自主性治理的驱动因素。有关自主性治理水平与公司价值之间的关系的实证研究得出了不同的结论，究其原因，可能是因为自主性治理是资本市场上近几年才出现的一种新型治理模式，其度量指标参差不齐，对与公司价值的作用机理还没有探明，目前还无法形成统一的结论。公司治理结构在很大程度上内生于公司所处的制度环境，了解制度环境对治理结构的影响，应该是公司治理研究的基础（Williamson，2000）。因此，不同国家上市公司所处的不同治理环境，也可能是导致上市公司自主性治理水平不同的原因之一；同时，自主性治理水平受到很多因素的影响，在不能完全控制其他影响因素的情况下，研究结论难免会缺乏稳定性和可靠性。

4 强制性治理与自主性治理比较分析

强制性治理是对投资者权益进行保护的一种制度安排，也是一种通用的公司治理模式，由国家强制规定实施，主要目的在于防止公司对外部投资者采取机会主义行为，节约交易成本，并体现国家的政治意志。公司是各要素所有者之间的契约结合点，这种契约性质要求公司利益相关者之间有充分的空间进行讨价还价。Easterbrook等（1991）认为，应该允许公司保留自主履行融资契约的权利，开展公司层面的治理改革，并允许它们与投资者按照自己的意愿来构建公司治理体系，而不应由监管者来完成大量的审查工作。^[19]同时，包括我国在内的新兴市场国家普遍存在法律保护投资者权益不力的问题，因此，单纯依靠法律来保护投资者的权益，对于新兴市场国家来说，在短期内是不可能实现公司治理机制的变革（郑志刚，2007）。即使在享有法律保护投资者权益良好声誉的美国，仍然也会发生安然、世通和环球电信等公司的会计丑闻，可见，美国公司也需要实行公司治理改革，这也表明单纯依靠强制性治理对投资者权益的保护，是远远不够的。要想真正优化公司治理，还必须借助于自主性治理，自主性治理是公司治理制度在其演进过程中出现的一种新趋势。

强制性治理与自主性治理是投资者权益保护机制的两个不同方面，两者应该是互为补充的关系，缺一不可。自主性治理作为公司治理领域的一种创新，应该赋予投资者更多的知情权、监督权和建议权，使投资者能够在其基本权益得到保护的前提下实现投资决策最优化。要想提高公司透明度，使投资者获得充分的信息，还必须由强有力的监管机构来制定相关规则并监督执行。因此，强制性治理是实行自主性治理的前提条件，而自主性治理是上市公司在满足强制性治理要求的基础上实施

的治理创新，并且是对强制性治理的有效补充和超越。这两种治理机制产生于投资者、公司管理层等内生的自我实施机制和外生的法律监管制度相互博弈的冲突和协调过程，其影响作用取决于博弈双方的实力。

投资者今天对公司投入 1 元钱，期望未来能收回远多于 1 元钱。公司治理不仅要承担保护投资者基本权益的受托责任，而且还必须在此基础上担负起创造公司价值创造的责任。^[20]强制性治理的目的就是要实现“合规”阶段的证券市场“公平”，保护投资者的基本权益，为投资者提供“保健因素”；而自主性治理的目标就在于确保“创新”阶段的证券市场“效率”，通过为公司创造价值来实现投资者价值最大化，为投资者提供“激励因素”。因此，基于“创新”的自主性治理就是要在保护投资者基本权益的基础上，实现公司价值最大化。

近年来，在公司治理优化路径的探索从强制性治理向自主性治理跃迁过程中，对基于“创新”的自主性治理研究文献日益增多，然而现有研究仅仅从经验上分析了自主性治理产生驱动因素和价值效应，对公司治理制度从强制性治理向自主性治理跃迁的动力机制、自主性治理体现在公司治理质量差异上所带来价值效应的作用机理以及它与强制性治理之间具有怎样的互动关系，两者之间的边界和整合等问题，都没有给出合理的理论假说和实证检验，自主性治理还没有形成完整的理念和系统的理论体系。因此，回应这些问题，理论界和实务界迫切需要构建一套完整的自主性公司治理理论体系，尤其是要针对在新兴市场国家的制度背景下，分析如何通过上市公司的自主性治理机制，优化公司治理，提升公司绩效，促进资本市场的发展和经济增长。

5 结论及研究展望

追溯公司治理理论和实践发展的脉络，在公司治理改革体系的构建中，上市公司经历了从被动接受强制性治理到主动从公司层面改善公司治理、实施自主性治理、优化公司治理的跃迁。在世界经济和金融一体化的潮流中，上市公司在满足强制性治理要求的基础上实施自主性治理，正是世界各国进行公司治理机制改革的共同方向。值得注意的是，近年来我国上市公司治理问题日趋频，我国的强制性治理研究也正呈现方兴未艾之势，而自主性治理研究迄今并未引起国内理论界和实务界的重视，几乎是一片空白。在我国，自主性治理是否会或已经成为上市公司优化公司治理、提高公司绩效、促进资本市场发展的一种重要治理模式？这些关键问题并未得到深入的研究。国外基于自主性治理的研究能为加强我国的相关研究提供依据，并为完善自主性治理的制度建设提供借鉴。

我国上市公司治理水平目前正在从完全迫于监管压力的强制性治理，向源自市场压力和公司内部需求的自主性治理转变。作为法律实体的上市公司和外部投资者之间的关系从被动、主动到互动的发展进程，正推动着公司治理理论和实践的创新。上市公司在探索优化公司治理路径的创新中，越来越关注自己与投资者之间的互动和信息沟通，在与投资者展开的博弈中自发形成了投资者关系管理制度。投资者关系管理是上市公司通过充分、自愿的信息披露来与投资者和潜在的投资者进行互动沟通，实现公司价值最大化的一项战略管理活动。马连福等（2008）认为投资者关系管理是公司治理契约执行机制从强制治理向自主治理演进的选择依赖，是自主性治理机制的一个具体内容。2005 年 7 月，为完善公司治理结构，切实保护投资者的合法利益，我国证监会颁布了《上市公司与投资者关系工作指引》，积极倡导和推动上市公司的投资者关系管理工作，并结合股权分置改革，把投资者关系管理推到了改革的浪尖。投资者关系管理开始作为一种新型的治理机制成为学术界和实务界关注的焦点。以此为背景，在优化公司治理、提高公司质量的过程中，投资者关系管理，将成为我国资本市场上自主性公司治理改革的一条重要路径。以投资者关系管理作为一种新型的自主性治理机制为视点，分析上市公司自主性公司治理行为，探索公司治理优化路径，推动我国资本市场的健康稳定发展，具有重要的理论和实践意义，也将成为公司治理研究的一个重要方向。

参考文献

- [1] BRUNO CLAESSENS. Corporate governance and regulation: Can there be too much of a good thing? [EB/OL]. World Bank Policy Research Working Paper, 2007, No. 4140.
- [2] JENSEN, MICHAEL, and WILLIAM MECKLING. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3: 305-360.
- [3] STIGLER, G. Public regulation of the securities market[J]. Journal of Business, 1964, 37: 117-142.
- [4] LA PORTA, R, LOPEZ-DE-SILANES, F, SHLEIFER, A, AND VISHNY, R W. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 3-29.
- [5] LA PORTA, R, F LOPEZ-DE-SILANES, and A SHLEIFER. Investor protection and corporate valuation[J]. Journal of Finance, 2002, 57(3): 1147-1170.
- [6] LA PORTA, R, F LOPEZ-DE-SILANES, and A SHLEIFER. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106: 1113-1155.
- [7] HIMMELBERG, CHARLES P, R GLENN HUBBARD, and INESSAN LOVE. Investor protection, ownership, and the cost of capital[EB/OL]. Columbia University Working Paper, 2002.
- [8] NENOVA, T. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68: 325-351.
- [9] DYCK, A, and L ZINGALES. Private benefit of control: an international comparison[J]. Journal of Finance, 2004, 59: 537-600.
- [10] ARTURO BRIS, and CHRISTOS CABOLIS. The value of investor protection: Firm evidence from cross-border Mergers[EB/OL]. Working Paper, 2005.
- [11] CARVALHO, PENNACCHI, SILVERA, LEAL, and SILVA, BARROS. Can voluntary market reform promote efficient corporate governance? Evidence from firms' migration to premium market in Brazil[EB/OL]. SSRN Working Paper, 2005, <http://ssrn.com/abstract=678282>.
- [12] GORDON, ROE. Governance and persistence in corporate governance[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.
- [13] KLAPPER, A, and LAEVEN LOVE. What drives corporate governance reform? Firm-level evidence from Eastern Europe[EB/OL]. World Bank Policy Research Working Paper, 2005, No. 3600.
- [14] ANAND, MILNE, PURDA. Voluntary adoption of corporate governance mechanism[EB/OL]. SSRN, Working Paper, 2006, <http://ssrn.com/abstract=921450>.
- [15] KOUWENBERG, A. Does voluntary corporate governance code adoption increase firm value in emerging market? Evidence from Thailand[EB/OL]. SSRN, Working Paper, 2006, <http://ssrn.com/abstract=958580>.
- [16] SILVERA, LEAL, and SILVA, BARROS. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil[EB/OL]. SSRN Working Paper, 2007, <http://ssrn.com/abstract=995764>.
- [17] Chhaochharia, Laeven. Corporate governance norms and practices[EB/OL]. ECGI - Finance Working Paper, 2007 No. 165.
- [18] MCKNIGHT, P J, MILONAS, N T, TRAVLOS, N G, and C WEIR. The cadbury code reforms and corporate

performance[EB/OL]. Working Paper,2005, <http://ssrn.com/abstract=675627>.

[19] EASTERBROOK, FRANK, H DANIEL, and R FISHCHEL. The economic structure of corporate law[M]. Cambridge: Harvard University Press, 1991.

[20] KOH, LAPLANTE, TONG. Accountability and value enhancement roles of corporate governance [J]. Accounting and Finance, 2007, 47: 305–333.

Mandatory Governance and Voluntary Governance-- A Survey

Ma Lian-fu, Chen De-qiu

(Research Center for Corporate Governance of Nankai University)

Abstract: With the Impetus of Economic Global, The Reform of Corporate Governance in the World became the focus of academic and Practice Field. The Routine of Corporate Governance undergo the Mandatory Governance of “Compliance Stage and Voluntary Governance of “Innovation” Stage. More and More Firms Voluntary Innovation Governance Practice Beyond the Mandatory Requirement. Research the Integration between Mandatory and Voluntary Governance, the Theory Foundation and Value Effect of Voluntary Governance will be the more Important Field. This Paper Review the Corporate Governance Reform Theory at the angle of Mandatory and Voluntary Governance, Finally ,we pay special attention to the importance of Voluntary Governance.

Key Words: Corporate Governance; Mandatory Governance; Voluntary Governance;

收稿日期: 2008-12-25;

基金项目: 本研究得到国家自然科学基金重点项目《中国公司治理及其评价研究》(编号: 70532001), 教育部人文社科重点研究基地项目《基于公司治理的投资者关系价值创造及其战略管理行为研究》(编号: 06JJD630008), 天津市社科研究规划项目(编号: TJGL06-010), 南开大学“985”、“211”工程项目等资助

作者简介: 马连福(1963-), 男, 汉族, 河北沧州人, 南开大学商学院/公司治理研究中心教授, 管理学博士, 博士生导师, 南开大学公司治理研究中心副主任, 南开大学现代管理研究所所长。研究方向: 公司治理、投资者关系管理、营销管理; 陈德球(1981-), 男, 汉族, 安徽安庆人, 南开大学商学院/公司治理研究中心博士研究生, 主要研究方向: 公司治理、投资者关系管理、比较制度分析。