

法律、股权结构对证券市场参与影响的实证研究*

余劲松^{1,2}, 梁红英³

(1. 重庆大学 经济与工商管理学院, 重庆 400044; 2. 西南政法大学 经济学院, 重庆 400031;
3. 西南政法大学 管理学院, 重庆 400031)

摘 要:能否吸引公众的有效参与是发展一国证券市场的关键。文章利用 27 个国家和地区的面板数据, 分析法律和股权结构对证券市场参与率的影响。研究发现: (1) 证券市场参与率与法律制度的完备程度正相关; (2) 证券市场参与率与股权集中度显著负相关; (3) 法律制度对证券市场参与率的促进作用随股权集中度的提高而逐渐减弱。这些结论可以为我国证券市场现阶段的改革与发展提供一定的借鉴。

关键词:法律; 执法效率; 股权结构; 证券市场参与

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2006)06-0034-10

一、问题的提出与文献综述

证券市场参与率用于描述直接和间接(通过共同基金)持有股票居民(或个人)占一国全部居民(或成年人口)的比例, 它是一国公众对证券市场态度和信心的体现。经验研究表明, 历史上证券市场有非常高的超额回报率, 尽管那些投资于证券市场的居民承担了更大的风险, 但总体而言, 其财富积累水平比没有投资证券市场的要高(Mehra 和 Prescott, 1985; Fama 和 French, 2002)。但综观世界各国证券市场的发展, 我们可以发现: 几乎在所有国家, 参与到证券市场的居民(或个人)的比例都非常有限^①。而且, 在不同国家, 该比例存在相当大的差异。例如, 在 1998 年, 美国持有股票居民的比例最高, 约为 48%, 英国为 30%, 而同为发达国家的法国和德国, 该比例分别只有 15% 和 9%, 在奥地利、土耳其和斯里兰卡, 则分别只有 5.6%、1.2% 和 2.3%^②。

图 1 给出了一国证券市场资本化程度与参与率之间的关系, 从中可以发现, 在总体上, 参与率较高的国家拥有较为发达的证券市场。公众参与率的提高, 不仅可以为证券市场带来更多的资金, 而且可以促使上市公司更加珍惜自己的声誉, 提高其信息披露的质量和公司治理水平, 进而促进证券市场的发展

收稿日期: 2006-03-08

作者简介: 余劲松(1972—), 男, 湖北洪湖人, 重庆大学经济与工商管理学院博士生, 西南政法大学经济学院副教授;

梁红英(1970—), 女, 四川仁寿人, 西南政法大学管理学院讲师。

(Harrison Hong, Jeffrey D Kubik, Jeremy C Stein, 2004)。因此,能否有效吸引公众的参与对于发展一国证券市场而言非常关键。

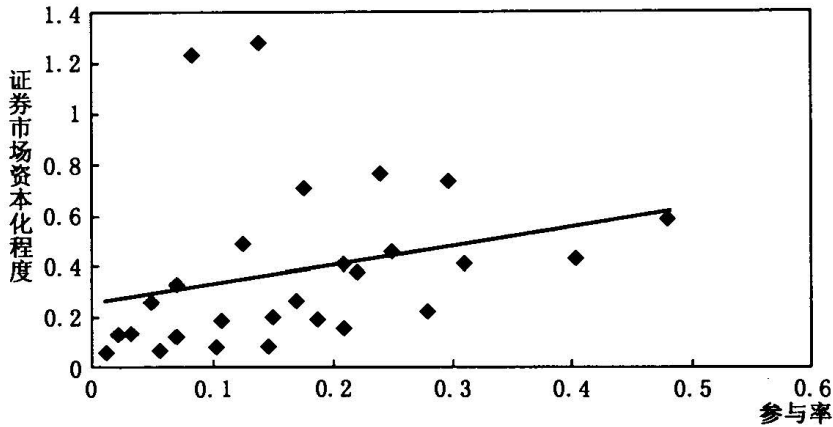


图1 参与率与证券市场资本化程度

资料来源: World Federation of Exchanges(1999, 2003)。

既然如此,我们可以采取何种措施来提高公众的参与率?或者说,影响居民参与证券投资的主要因素是什么?对于这些问题,理论界给出的答案不一而足。Luigi等(2002)认为,这种差异的产生与一个国家和证券市场的总体特征有关。他们对1986~1997年间美国、英国、法国、荷兰、瑞典、德国和意大利七国居民的参与情况进行了比较分析,发现美国、荷兰、瑞典以及英国证券市场的平均回报率比法国、德国和意大利高出至少5个百分点。而公众进行证券投资的根本目的在于追逐利润。Lucas(1996)分析了交易成本对投资者决策的影响,认为由于经济主体收入的不稳定性以及消费保险的不完全性,人们总是在股票和债券之间进行选择,交易成本越高,潜在投资者需要的溢价水平越高,参与率越低。Giannetti和Yrjö Koskinen(2003)利用26个国家的直接参与率数据分析了投资者保护与收入分配对参与率的影响,发现参与率与投资者保护显著正相关,与基尼系数负相关,但不具有统计上的显著性。此外,美国所特有的股权文化和日本特有的企业文化,导致这两个国家拥有较高的参与率(Tokuo Iwaisako, 2003)。

Mankiw和Zeldes(1991)等则强调居民(人口)特征的影响,包括收入和财富、受教育程度以及年龄等。他们以美国1998年居民的参与情况为样本,研究发现:第一,收入和财富较高居民的相对风险规避系数较小,购买股票的意愿相对强烈;第二,收入较低的居民受到流动性的约束,大多数没有持股的居民同时也没有持有其他形式的金融资产;第三,人们持股的意愿与受到的教育和劳务收入成正比。Vissing(2000)认为受教育程度更高的居民(个人)不仅可以拥有较多的财富,而且能更好地了解证券市场和共同基金的运作知识,进而降低其参与成本。在不同的国家,年龄对参与意愿的影响有所不同。在

日本,随着年龄的增长,居民购买股票的意愿递增,到50岁左右达到最高,然后趋于稳定(Tokuo Iwaisako, 2003);法国、意大利和荷兰居民的参与率与年龄成正相关,但在统计上不显著;美国和瑞典的情况则相反,年龄与参与率呈负相关,而且影响非常有限(Luigi等, 2002)。

Hong、Kubik和Stein(2004)则分析了社会资本(包括金融教育、居民所处的环境、信仰与交际面等)的作用。社会资本是一种通过“口碑”(word of mouth)或者“观察性学习”(observational learning)进行信息交换的机制,通过这种机制,人们能更容易了解基金的运作方式,发现投资机会。并且,人们往往希望与共同体内成员的行为保持一致,因此,交际面广的居民参与的意愿较强烈。Brown、Ivković、Smith和Weisbenner(2003)则分析了“共同体效应”和“本地公司效应”,发现居民(个人)的持股意愿和数量不仅受到共同体成员行为的影响,还与本地公开上市交易公司数量有关。

综观上述分析,迄今为止的研究主要局限于对发达国家的分析,多数研究侧重于微观因素,探讨制度作用的文献较为匮乏。而根据现代公司治理和金融发展理论(La Porta等, 1998),包括法律、产权(此处即股权结构)等在内的制度因素恰恰是发展证券市场的关键。那么,这些制度到底对公众参与率有何影响?这两种制度之间有无内在联系?哪种制度更为根本?类似的问题在迄今的文献中都没有给出明确的答案。基于此,本文第二部分根据法和金融学的相关理论,分析法律和股权结构与证券市场参与率之间的关系,并在此基础上建立计量模型;第三部分进行实证检验;最后是结论及对我国的启示。

二、研究假说与模型设计

(一)法律、股权结构与证券市场参与:两个研究假说

关于法律的作用,目前影响较大的是由LLSV等倡导的法和金融学理论,尽管没有直接研究证券市场参与,但从他们的理论中,我们还是可以得到一些有益的启示。根据他们的研究(LLSV, 1998),无论是在发达还是发展中国家,控股股东剥削中小股东和债权人利益的现象非常普遍,为了解决该问题,关键是要发挥法律的作用。在投资者保护较差的国家,中小股东更容易遭受大股东的剥夺,随着法律的完善,内部人必须采用更为隐蔽和成本更高的手法,这样直接降低了大股东欺骗所得的收益。与此相对应,法律对投资者的保护作用增强。当其利益受到法律保护时,中小投资者购买股票的意愿也在增加,反过来也吸引企业家发行更多的证券,促进了证券市场的发展。这种观点引起了学界的广泛关注,我国学者(沈艺峰等, 2004)的研究也证实了他们的这个结论。

同时,也有大量文献表明,仅有书面立法是不够的,成文法(如公司法、证券法等)可以通过移植、技术援助等方式加以提供,但其是否能真正发挥作用还取决于法律的实际执行情况。强有力的执法可以替代虚弱的立法活动

(LLSV, 1998), 相对独立、高效率的执法活动, 不仅可以贯彻立法者的意图, 还可以部分地弥补立法的缺陷, 推动立法进程的加快 (Venkat R. Eleswarapu 和 Kumar Venkataraman, 2003)。相反, 如果人们无法真正理解法律的精神, 或者说得不到人们的尊重 (包括投资者、法官以及政府官员) 和执行, 投资者保护的目亦无法实现, 进而影响到投资者参与的意愿。换言之, 投资者是否购买股票不仅取决于一国能否制订正确的法律, 还取决于投资者对法律的公正执行是否抱有信心。由此, 我们可以得到:

假说 1: 其他条件不变, 证券市场参与率与法律 (包括立法和执法) 的完善程度正相关。

法律对投资者的保护还会影响到一国证券市场的股权结构。如 Rajan 和 Zingales (1995) 注意到, 在不同国家或地区中, 公司的资本结构不一致, 而且资本结构与投资者保护有关; LLS (1998) 发现, 投资者保护水平和股权结构之间负相关, 投资者保护水平越高的国家股权集中度越低; Shleifer 和 Wolfenzon (2002) 证明, 投资者保护水平更高的公司拥有更高的市场价值和较为分散的股权结构。

具体而言, 当股权高度集中时, 大股东的存在将对公司绩效产生两种相反的效应, 一方面, 股权集中有利于降低传统的代理问题, 从而对公司绩效产生正向的激励效应; 另一方面, 控股股东可能在项目选择、规模扩张以及董事任命等重大经营事项上产生代理成本, 特别是当现金流量所有权与控制权发生分离时, 大股东有可能仅顾私利而损害公司和外部投资者的利益, 从而对公司绩效产生负向的侵害效应 (Claessens 等, 2002)。如果法律不能对投资者利益提供足够的保护, 股权的集中可以为大股东带来较大的控制利益, 并导致所有权和控制权的进一步集中。这样, 公众的参与率将进一步降低。由此, 我们可以得到:

假说 2: 其他条件不变, 证券市场参与率与股权集中度负相关。

(二) 变量与模型

根据上述分析, 本文以证券市场参与率 (par) 为因变量, 以法律和股权集中度为解释变量。对于法律, 我们采用目前较常用的两种衡量方法: 一种由 LLSV (1998) 建立, 将法律划分为立法与执法两个独立的指标; 另一种由 KKZ (Kaufmann, Kraay 和 Zoido-Lobaton, 2002) 建立的法治指数。此外, 根据现有的研究, 我们还引进了人均收入与基尼系数两个变量。所有解释变量的含义和预测符号如表 1 所示。

我们的分析包括两个阶段, 首先考察法律、股权集中度对参与率的影响, 使用的方程为:

$$\text{par} = c + \beta_1 \text{invest} + \beta_2 \text{judicial} + \beta_3 \text{gini} + \beta_4 \ln \text{pgdp} + \beta_5 \text{ownership} + \epsilon$$

或: $\text{par} = c + \alpha_1 \text{law} + \alpha_2 \text{gini} + \alpha_3 \ln \text{pgdp} + \alpha_4 \text{ownership} + \epsilon$

在此基础上, 我们增加了法律与股权集中度的交叉项, 以观察在不同的股权结构下法律对参与率的作用是否不同, 使用的方程为:

$$\text{par} = c + \beta_1 \text{invest} + \beta_2 \text{judicial} + \beta_3 \text{gini} + \beta_4 \ln \text{pgdp} + \beta_5 \text{ownership} + \beta_6 \text{ownership} \times \text{invest} + \epsilon$$

或: $\text{par} = c + \alpha_1 \text{law} + \alpha_2 \text{gini} + \alpha_3 \ln \text{pgdp} + \alpha_4 \text{ownership} + \alpha_5 \text{ownership} \times \text{law} + \epsilon$

表1 解释变量的含义与预测符号

变量	符号	含义	预测符号
法治指数	LAW	用于描述人们对社会规则的信心和遵守情况,包括对犯罪的理解、执法系统效率和可预见性及契约可执行性三个子指标,取值范围为-2.5~2.5,数值越大,法治程度越高(KKZ,2002)	+
投资者立法保护	INVEST	法律条文对投资者的保护性规定,取值范围为0~7(LLSV),取值越大,投资者立法保护越完善。	+
执法效率	JUDICIAL	执法行为的可预见性和公正性,取值范围为0~10(LLSV),取值越大,执法效率越高	+
基尼系数	GINI	衡量收入分配差距的常用指标	-
人均收入	LNPGDP	人均国内生产总值的自然对数	+
股权集中度	OWNER-SHIP	十大非金融上市公司中前三大股东持股比例的中位数(LLSV)	-

三、实证检验

(一)描述性统计

本文收集了1998年包括英、美、德国在内的27个国家和地区的相关数据^①。其中,参与率数据来源于Giannetti和Yrjö Koskinen(2003),并根据World Federation of Exchanges(1999,2003)进行的股权结构调查和Luigi等(2002)的研究对部分国家和地区的数据进行了调整。参与率的计算方法中,除了美国采用的是持股居民占有所有居民之比外,其他国家和地区的数据均是持股个人占成年人口总数的比例,如果不考虑不同国家和地区家庭人口结构的差异,这两种计算方法没有太大的不同。法治指数、投资者立法保护系数来源于世界银行网站(www.worldbank.org),执法效率和股权集中度数据来源于La Porta等(1998),基尼系数来源于World Income Inequality Database,人均收入数据来源于World Development Indicators。表2给出了相关变量的描述性统计。

表2 描述性统计

法治指数	参与率	股权集中度	人均收入的自然对数	执法效率	基尼系数	投资者	保护系数
均值	0.169259	0.395556	9.601559	8.629630	0.372111	5.333333	1.559259
中位值	0.145000	0.400000	10.11739	9.400000	0.350000	5.000000	1.810000
最大值	0.480000	0.680000	10.67706	10.00000	0.582000	7.000000	2.360000
最小值	0.012000	0.120000	6.272877	4.000000	0.246000	2.000000	-0.11000
标准差	0.118136	0.173168	1.203789	1.653392	0.078186	1.074172	0.686496
中国*	0.056	0.656	6.8876	n.a	0.403	3	-0.22

*我国参与率的数据为近似值,为总开户数与全国成年人口之比。由于未扣除股民重复开户和空头账户数量,因此,该值为我国参与率的最大值估计。由于该数据缺乏权威性,在本文以下的回归分析中,没有包括我国的情况。

在所有样本国家和地区中,公众的参与率(直接和间接参与之和)最高的为美国,达到了48%,最低的是土耳其,仅为1.2%。超过30%的有美国、英国、新西兰和澳大利亚四个国家,占样本总数的14.8%;在10%~30%之间的有14个,占样本总数的51.9%;低于10%的有9个,占样本总数的33.3%。根据表3中的结果,购买股票的居民(或个人)仍是少数,所有样本国家和地区的平均参与率仅为约17%,而中位值为14.5%,表明多数国家和地区的参与率低于平均水平。

表2中的数据还显示,我国证券市场参与率较低,即便在没有扣除重复开户和空头账户的情况下,该值仅为约5.6%,不仅低于样本均值,而且低于绝大多数国家的水平。这种结果的出现与我国现行法律体系和股权结构的特点有关。表2显示,我国书面立法对投资者保护的分值为3,低于样本均值,对投资者的保护度也比绝大多数样本国家要差。包括立法和执法在内的法治水平则低于所有样本国家;在股权结构层面,我国未流通股占所有股本的比例为65.6%,在所有样本中仅次于希腊。

(二)回归结果分析

本文的多元回归分析采用Eviews4.0完成。根据前述分析,我们进行了两组回归,其中,方程1、2和5采用KKZ的法治指数,方程3、方程4和方程6采用LLSV等的方法,表3给出了多元回归分析的结果,研究发现:

1. 几乎在所有方程中,法律制度变量对参与率具有显著的正向作用(方程1、方程2、方程3、方程5、方程6)。其他条件相同,投资者立法保护系数增加一个单位,参与率将提高0.049(4.9%,方程3)。在所有包含执法效率的方程中,该变量与参与率成正相关(方程3、方程4和方程6),而且都具有统计上的显著性,其他条件不变,执法效率增加一个单位,参与率提高0.032(3.2%,方程3)。这种结果表明,司法效率具有一定的独立性。

这个结果与LLSV(1998)和Giannetti等(2003)的实证结果是一致的,这说明投资者立法保护立法越完善和执法效率越高的国家,对潜在投资者权益的保护越周全,使他们更愿意为证券市场提供资金,进而有助于证券市场的发展。但值得注意的是,方程3没有考虑到股权结构,一旦将其加入回归模型,情况有很大的不同(方程4),此时尽管投资者立法保护对参与率也具有正向的关系,但不再具有统计上的显著性。表明与投资者立法保护相比较,股权集中度是一个更重要的变量。

2. 证券市场参与率与股权集中度显著负相关。在其他条件相同的情况下,股权集中度每降低一个单位,参与率将提高0.27(方程4)。在我们的样本中,股权集中度的最大值为0.68,最小值为0.12。换言之,在其他条件相同的情况下,股权集中度最低的国家比最高的国家的证券市场参与率高出近12个百分点($0.44 \times 0.27 = 11.88\%$)。

3. 投资者立法保护对证券市场参与率的正向影响随股权集中度的提高而减弱。在第二组回归中(方程 6),投资者立法保护的系数为 0.11,而股权结构与投资者立法保护的交叉项的系数为-0.23,当股权集中度为 48%时,投资者立法保护性立法对证券市场参与率的影响为 0。如果同时考虑立法和执法(方程 5),该比例提高到 65%。

表 3 法律制度、股权结构对参与率影响的回归结果

变量	第一组				第二组	
	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4	方程 5	方程 6
常数项	-0.22 (-1.23)	-0.034 (-0.21)	-0.551*** (-2.89)	-0.30 (-1.40)	-0.39* (-2.03)	-1.05** (-2.72)
INVEST			0.049** (2.249)	0.011 (0.49)		0.11** (2.27)
JUDICIAL			0.032** (2.55)	0.034*** (2.92)		0.043*** (3.80)
LAW	0.11*** (3.80)	0.08*** (3.17)			0.29*** (3.65)	
LAW* OWNERSHIP					-0.44** (2.75)	
OWNERSHIP		-0.31*** (-3.14)		-0.27** (-2.20)	0.33 (1.32)	1.075 (1.77)
OWNERSHIP* INVEST						-0.23** (-2.26)
GINI	0.42 (1.71)	0.39* (1.88)	0.38 (1.68)	0.41* (1.97)	0.38** (2.05)	0.39** (2.02)
LNPGDP	0.0065 (0.44)	0.0056 (0.44)	0.0084 (0.62)	0.0074 (0.59)	0.0089 (0.80)	0.015 (1.25)
F 值	5.251***	7.9220***	6.514***	7.083***	9.7394***	7.897***
R ²	0.4065	0.5902	0.5422	0.6277	0.6987	0.7031
调整 R ²	0.3291	0.5157	0.4590	0.5391	0.6270	0.6142

注:括号内的数值为 t 检验值;***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%水平下显著。所有方程经过怀特异方差检验。

由此可以推断,当股权集中度低于一个临界值(本文中为 48%)时,加强投资者立法保护性立法可以提高公众的参与率,但这种作用随股权集中度的提高而逐渐减弱;如果股权集中度超过一定比例(本文中为 48%),通过立法来保护投资者利益的目的可能无法实现。而一旦股权过于集中(本文中超过 65%),则包括立法和执法在内的法律制度无法起到对投资者的保护作用。对于上述结果,本文给出的解释是:(1)与投资者立法保护相比,产权(此处即股权结构)制度更为根本。如果股权集中度高,即使立法者考虑到了对投资者(尤其是中小股东)利益的保护,但这种立法肯定是不充分的。因为强大的既得利益集团(控股股东)可以借助政治、经济地位的优势通过游说等方式将自己的意愿体现在立法文本之中;(2)在企业内部,控股股东可以比较方便地绕开法律的强制性规定,通过利益输送、关联交易等方式损害公司和外部投资者的利益;(3)即便控股股东的违法行为被发现,进入执法程序,他们也可凭借政治和经济地位上的优势通过游说、施压或行贿等手段影响执法的公正性,从而

使投资者保护立法的目的落空。因此,在改革次序上,股权结构应优先于投资者立法保护加以考虑。这与 La Porta(1998)等人的解释不同。

此外,从上述回归分析中,我们还发现了另一个重要结论:在所有方程中,人均收入变化与参与率正相关,但不具备统计上的显著性;而收入分配差距与参与率显著正相关。这与 Giannetti 等(2003)的结论相反。出现这种结果的主要原因是:其一,一国的国内经济地位较低的居民面临较强的预算约束,相对风险规避系数较高,绝对收入的提高不一定会促使其购买证券,而是更多地用于消费和无风险投资;经济地位较高的群体风险承担能力更强,参与意愿更强烈。其二,我们的样本中,多数国家和地区的参与率低于 17%,说明证券投资总体上仍是少数人的游戏。基于这个角度,我们的结论与 Mankiw 和 Zeldes(1991)等是一致的。

四、研究结论和启示

(一)结论

本文利用 27 个国家和地区的横截面数据,从国家和地区特征层面考察了法律制度和股权结构对证券市场参与率意愿的影响。研究结果发现:(1)法律制度对于提高公众的参与率有重要影响,投资者保护水平和执法效率更高的国家和地区中,公众的参与率更高;(2)证券市场参与率与股权集中度负相关,股权结构更分散的国家和地区拥有更高的参与率;(3)在法律与股权结构之间的关系上,作为产权制度具体体现的股权结构更为根本。法律的作用随股权集中度的提高而减弱,过于集中的股权结构有可能使投资者保护目的落空,从而不利于证券市场的发展。此外,我们还发现了收入分配与证券市场参与率之间的正向变动关系,表明证券投资总体上仍然是少数人的游戏,经济地位较高的群体风险承担能力更强,参与率更高。

(二)启示

总体上,我国公众的参与率较低,而且体现出强烈的投机特征,较少有投资者真正关注上市公司的成长和内部治理。这种局面的出现,与我国股权结构和法律制度的特征有关。由于分裂的股权结构以及法律对投资者利益保护不力,降低了中小股东对公司进行监督的激励和能力,进而导致公司实际控制人行为恣意膨胀,加剧了对中小股东利益的掠夺(杨彦如,2004)。一旦这种现象成为常规,在证券市场上便会体现为系统性风险的增加,这样反过来会激发公众的投机心理。其主要体现是:当股市进入上升通道时,公众参与率会增加,具体表现为开户数和 market 成交量均会大幅增加,导致公司股价严重偏离其价值;而当股市进入下降通道或表现出下降趋势时,公众的参与率会迅速下降,成交量锐减,使证券市场面临“失血”之痛。我国证券市场近几年的发展现实有力地证明了这一点。本文的研究结论表明,为保持公众对我国证券市场

的信心,维持并提高证券市场参与率,培育成熟的投资理念,需要切实改善证券市场的产权和法律制度基础。

* 本文提交第二届中国金融学年会(2005)进行了讨论,感谢南开大学李长英教授的有益评论。同时,厦门大学博士生刘启亮、重庆大学博士生余元全为本文提出了宝贵的意见,在这里我们一并表示感谢,但文责自负。

注释:

- ①该问题也因此被理论界称为“参与之谜”(participation puzzle)。
- ②数据来源:World Federation of Exchanges(1999,2003)。
- ③这些国家和地区分别是澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、中国香港、印度、爱尔兰、意大利、日本、荷兰、新西兰、挪威、葡萄牙、新加坡、斯里兰卡、瑞典、瑞士、中国台湾、土耳其、英国、美国和韩国。

参考文献:

- [1]沈艺峰,许年行,杨熠.我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验[J].经济研究,2004,(9):90~100.
- [2]孙永祥.公司治理结构:理论与实证研究[M].上海:上海三联书店、上海人民出版社,2002.
- [3]杨彦如.国有股权和要素缔约能力:证券市场萎缩趋势的微观解释[J].世界经济,2004,(10):57~65.
- [4]Fama, Eugene F, Kenneth R French. The equity premium[J]. The Journal of Finance LVII, 2002 :637~659.
- [5]Giannetti, Yrjö Koskinen. Investor protection and equity-holdings: An explanation of two puzzles? [R]. SSRN Working Paper,2003.
- [6]Guiso Luigi, Michael Haliassos, Tullio Jappelli. Household stockholding in Europe: Where do we stand and where do we go? [J]. Economic policy, 2002, 18:123~170.
- [7]Heaton John, Deborah J Lucas. Evaluating the effects of incomplete markets on risk sharing and asset pricing[J]. Journal of Political Economy, 1996, 104: 443~87.
- [8]Hong Harrison, Jeffrey D Kubik, Jeremy C Stein. Social interaction and stock-market participation[J]. Journal of Finance, VOL LIXNo1,2004, 2:137~163.
- [9]Jeffrey R Brown, Zoran Ivković, Paul A Smith, Scott Weisbenner. The geography of stock market participation: The influence of communities and local firms[R]. NBER Working Paper, No. 10235,2003.
- [10]Kaufmann Daniel, Aart Kraay , Pablo Zoido-Lobaton. Overnance matters II-Updated indicators for 2000/01[R]. World Bank Policy Research Department Working Paper No. 2772, Washington, D. C. ,2002.
- [11]La Porta, Rafel Florencio Lopez-de Silance, Andrei Shleifer, Robert W Vishney. Law and Finance[J]. Journal of Political Economy, 1998,106:1113~1150.
- [12]La Porta, Rafel Florencio Lopez-de Silance, Andrei Shleifer . Corporate ownership around the world[J]. Journal of Finance ,1999,54:471~518.
- [13]Mankiw N G, Zeldes S P. The consumption of stock holders and nonstockholders[J].

- Journal of Financial Economics, 1991, 29:97~112.
- [14] Mehra R E, C Prescott. The equity premium: A puzzle[J]. Journal of Monetary Economics 1985, 15:145~161.
- [15] Rajan Roghoram G, Luigi Zingales. What do we know about capital structure? Some evidence from international data[J]. Journal of Finance, 1997, 50: 1421~1460.
- [16] Shleifer Andrei, Daniel Wolfenzon. Investor protection and equity markets[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 66: 3~27.
- [17] Tokuo Iwaisako. Household portfolios in Japan[R]. NBER Working Paper No. 9647, 2003.
- [18] Venkat R Eleswarapu, Kumar Venkataraman. The impact of legal and political institutions on equity trading costs: A cross-country analysis[Z]. 14th Annual Conference on Financial Economics and Accounting (FEA); 5th Annual Texas Finance Festiva, 2003.
- [19] Vissing-Jorgensen A. Towards an explanation of household portfolio choice heterogeneity: Nonfinancial income and participation cost structures[R]. NBER Working Paper No. 8884, 2002.
- [20] Claessens Stijn, Simeon Djankov, Joseph P H Fan, Larry H P Lang. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholding[J]. Journal of Finance, 2002, 57:2741~2771.

An Empirical Study on the Effect of Law and Ownership Structure on the Equity Market Participation

YU Jin-song^{1,2}, LIANG Hong-ying³

(1. School of Economics and Business, Chongqing University, Chongqing 400044, China;

2. School of Economics, South-west Political and Law University, Chongqing 400031, China;

3. School of Management, South-west Political and Law University, Chongqing 400031, China;)

Abstract: Equity Market Participation is crucial to the development of the securities market. By using the cross-section data of 27 countries around the world, this article attempts to analyse the effect of the completeness of law and equity structure on the equity market participation rate. The results of this article suggest that: (1) there is a positive relation between the completeness of law and equity market participate rate; (2) negative relation between with the degree of equity concentration and the equity participation rate; and (3) the positive effect of law decreases with the increase of the degree of equity concentration. These results have important implications to the development of the securities market in our country.

Key words: law; judicial efficiency; ownership structure; equity market participation

(责任编辑 喜 雯)