

投资者保护测量:一个研究综述

徐根旺¹, 马亮¹, 吴建南²

(1. 西安交通大学 管理学院, 陕西 西安 710049; 2. 西安交通大学 公共政策与管理学院, 陕西 西安 710049)

摘要: 投资者保护是公司成长、证券市场发展乃至经济增长的源泉, 因而有关投资者保护的研究伴随着法和金融学的兴起而蓬勃发展。作为一个关键变量, 如何测量投资者保护成为大量相关研究亟待解决的难题, 也是推进我国投资者保护事业的关键任务。本文从国家、地区和上市公司三个层面, 对投资者保护测量的研究文献进行综述, 尤其探讨了国内投资者保护的研究进展, 认为从公司内、外两个维度考察投资者保护的研究值得关注。

关键词: 投资者保护; 测量; 研究综述; 法和金融学; 公司治理

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1003-5192(2010)02-0076-05

The Measurement of Investor Protection: A Literature Review

XU Gen-wang¹, MA Liang¹, WU Jian-nan²

(1. School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China; 2. School of Public Policy and Administration, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China)

Abstract: As the source of company growth, stock market development and even economic growth, investor protection has been the hot point of international studies, especially following the growth of law and finance school. Becoming the key variable, the measurement of investor protection is vital to and difficult for lots of problems to explore. Based on triple-level (countries, regions, and companies) to analyze, classic researches and very recent works towards investor protection measurement are discussed in this literature review, in which studies conducted by domestic scholars are analyzed specifically. It's found that investigation both from inside and outside aspects of listed companies simultaneously is deserved to be focused on.

Key words: investor protection; measurement; literature review; law and finance; corporate governance

1 引言

国内外研究表明, 证券市场发展在很大程度上取决于股东和债权人的法律保护程度^[1,2]。既然投资者保护力度是影响证券市场发展的重要因素, 那么什么因素决定了投资者保护的力度? 学者们关注最多的因素是一国或地区的法律起源^[3,4]。此后学者们还探讨了非法律因素对投资者保护力度的影响^[5]。但上述研究多是国别研究, 尽管其数据收集对象为上市公司, 但仍然以国别研究为纲领^[6]。研究中对投资者保护的测量可分为两大类, 分别是宏观研究中的国别度量和微观分析中的上市公司测量。前者研究以 La Porta 等四位学者(简称 LLSV)为首, 后者针对 LLSV 测量盲点, 采用

地区和上市公司的数据进行分析。关于前者的述评已经积累了较多文献, 但针对后者的研究尚待开启。国内对投资者保护的度量主要采取法律规则测量和间接测量两种方式: 前者根据 LLSV 的界定方式, 结合中国特征考察相关法律中对投资者保护的规定, 按照历史演进纵向分析; 后者探讨投资者保护与其他因素(如掠夺行为)的逻辑关系, 以之作为替代性测量指标。由于缺乏合适的测量指标, 研究者往往无法实质考察不同公司在投资者保护上的差异及其经济后果, 许多文献都停留在泛泛而论上^[7]。本文将综述国内外有关投资者保护的测量问题, 以及投资者保护与其他变量的相关研究, 探究中国证券投资者保护的测量方法, 并为今后研究提出可行的建议和方向。

收稿日期: 2009-05-30

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70873092); 教育部新世纪优秀人才资助项目(NCET-06-0851); 西安交通大学腾飞人才特聘教授资助项目

2 如何测量投资者保护?——国外研究评述

2.1 LLSV的经典研究

关于投资者保护的研究主要是 LLSV 发起的。对投资者保护的研究以上市公司的委托代理关系为基础,聚焦公司治理和大股东的“掠夺”行为,考察公司外部人(中小股东和债权人)如何抵制和防范公司内部人对公司利益或投资者全体利益的掠夺^[8]。法律作为保护外部投资者的重要机制成为学者们关注的焦点。LLSV 搜集整理了 49 个国家的法律和证券市场发展的数据,根据法律体系的起源和特点予以分类,通过不同法系对投资者权利的规定来反映投资者保护状况^[11]。

LLSV 选择一股一票制、邮寄代理投票、强制分红等指标,如果该国法律有此规定,则赋值为 1,否则为 0。上述指标汇总得出各国“抗董事权指数”。此外,LLSV 还设计了“债权人权利指数”,体现对债权人的保护。投资者保护既需要立法保障和支持,也有赖于执法严厉和无偏,为此 LLSV 设计了执法效率方面的指数。LLSV 对投资者保护的理解反映出其坚持“法律论”的立场,即立法对投资者的保护至关重要^[9]。他们主要关注公司治理中投资者对公司控股股东、董事会和高层管理者的对抗,没有考虑证券交易中投资者的权利^[10]。

2.2 DLLS 的后续研究

LLSV 的研究虽然得到了多数学者的共识,但也引发了一些批评^[4]。由于其多数变量是衡量对少数股东权利的保护,但对少数股东的保护并不是公司法的唯一目的,因此 Pistor 又设计了发言权、退出权、对抗管理层权利、对抗控股股东权利等指标加以补充^[11]。此外,Pistor 还衡量转轨经济中法律制度的有效性。

LLSV 也修正了其投资者保护的测量方法,这体现在 La Porta^[12] 和 Djankov 等(以下简称 DLLS)^[13] 的研究中。他们提出“抗自我交易指数”,从三个维度描述了投资者保护:交易的透明度(披露程度指数)、自我交易的法律责任(董事责任指数)以及股东起诉经理和董事的不正当行为的能力(股东投诉指数),最终平均为投资者保护力度指数。DLLS 计算 72 个国家的法律条款,数据来源于对律师的调查,并以公司法、法庭采信规则和证券监管规定为基础。

如果投资者权利得不到保护,那么在公司中获

得多数股权就成为消除侵占现象的唯一方法。但如果这样,投资者就必须投入更多精力进行监督,投资数量也必然有限。结果将导致创业精神受抑制,赢利性投资项目减少。因此,DLLS 认为,哪里的假公济私现象得到遏制,哪里的股权集中程度就低,对行业的信任度就越高,投资者就能够实现投资组合多元化,而企业家也就能获得资金^[13]。

3 中国中小投资者法律保护的横向比较和历史研究

3.1 中国与其他国家的横向比较

由 LLSV 开创,Pistor 和 DLLS 加以修正的投资者保护指数研究,都是从法律的完备性和执法效率两个方面,考察投资者权利是否完备并得到有效保护。但是,除 DLLS 以外,上述指数都没有包括中国。有鉴于此,Allen 等^[14] 以及国内学者对中国投资者保护状况进行了分析。

按照 LLSV^[11] 的计算方法,中国在 9 项股东权利中仅有三项,分别是投票权、通信投票权和召开特别股东大会的权利。据此计算,中国投资者保护的法律得分是 3,属中等水平^[15]。按照 DLLS^[13] 的方法,2006 年中国投资者保护指数为 5,略低于亚太地区 and 经合组织成员国。中国证券投资者保护指数有这么高吗?由于国有股“一股独大”,我国投资者所享有的合法权利往往无法实现或实现成本高昂。与立法相比,中国的执法效率更低^[14],有法不依、执法不严的问题远甚于有无法定的问题^[16]。因此,尽管 DLLS 的测量更加精细和具体,但并未考虑“实施中的法律”,仍然停留在“字面上的法律”,其测量结果也是不准确的。而且将中国与发达国家相比不合适,因为两者差异太大。合理的做法是将中国与同处转轨时期的国家相比^[17]。

3.2 中国投资者法律保护的历史分析

沈艺峰等从股东权利和其他制度与政策两个方面,确定了上述中小投资者法律保护的 16 条具体条款以及加减分原则,然后根据有关法律法规建立了中小股东法律保护分值^[18]。其中,股东权利主要包括 LLSV 的 6 项条款,并增加了重大事项表决方式,共 7 项条款;其他制度与政策主要包括信息披露制度等 9 项条款。由于法律与行政法规、部委规章的法律效力不同,他们对各类法律法规分别赋予不同分值,真实反映法律效力。

仅从法律法规出台的数量进行研究,很可能得出相反的结论^[7]。为此,许年行、吴世农在此基础

上引入“执法力度指标”,构建了包括立法与执法两个方面的投资者保护指标体系^[19]。与立法有关的变量是中小投资者法律保护总分值,与执法有关的变量包括两组:一是“年处罚金额与年筹资总额的比值”和“年违规家数与上市公司数的比值”来衡量与证券市场有关的法律法规的执行情况;二是分别用“年检察院的结案数与接受案件数的比值”和“年法院执行案件数与人口总数的比值”来衡量检察院和法院的执法效率。

王鹏也从立法和执法两个角度考察投资者保护水平,立法维度参照 LLSV 和沈亿峰等的研究;执法力度以各省法律环境指数^[20]和加权信用水平数据^[21]来测量^[22]。将投资者法律保护条款与法律执行力度相乘以构造综合法律指标,即从纵向反映不同年度的法律保护差异,又从横向体现不同地区的执法力度差异。

以国家为分析单位,采用跨国数据考察不同国家投资者保护的差异是以往许多研究都采用的策略。这种研究路径尽管有其可取之处,但却可能存在测量误差大、样本有限、数据可获得性低等问题^[5]。这种方法只适用于对不同国家之间的对比研究,而对国内不同公司的研究不适用;这种方法侧重于事前保护手段,但却不能解释为何在同样的法律规范下不同公司之间投资者保护的极大差别^[23]。这种反思性批判导致对同一国家内不同地区之间投资者保护差异的研究,比如上述的历史分析。这种研究策略认为,即便同一国家内也存在制度发展上的显著差异,而区域性差异会像国家之间的制度差异一样,影响融资决策及其他因素^[24]。国内跨区域研究可以发现制度对公司决策的影响,而无需考虑各国差异的干扰^[25]。

4 国内上市公司投资者保护的微观研究

除了历史分析和横向比较,国内学者还就上市公司投资者保护进行了研究。由于没有投资者保护的准对应变量,学者们一般通过探讨投资者保护与其他变量的逻辑关系,以其他变量作为替代指标。投资者保护不利的表现在于,公司内部人通过多元化经营、关联交易等隧道行为“掏空”公司资本和股东利益,损害投资者权益。因此,可以将上市公司大股东侵害度或掠夺程度^[26]作为测量投资者保护力度的负向指标。比如,有学者认为“一股独大”和国有股集中是投资者保护的对立面,因而

可将股权结构与控股股东制衡关系作为投资者保护的表征指标^[27]。或者仅考虑国有股问题,分行业研究不同类型行业的国有股集中问题^[28]。也有学者认为,信息披露的准确性和真实性是决定投资者保护的重要因素,因而可从上市公司年报的审计意见类型来刻画投资者保护程度^[29]。还有学者将上述二者结合在一起,利用股权结构制衡机制和企业控制权市场机制,以及财务信息披露和透明度保障机制作为测量投资者保护的虚拟变量^[30]。

4.1 基于股权结构的测量

张人骥、刘春江从公司治理的微观角度定义了基于股权结构的股东保护变量^[27],包括三个操作变量,分别是第一大股东的绝对持股比例、第一大股东的相对持股比例、第一大股东的股本性质。中国上市公司特殊的股权结构客观上导致公司内部人控制相当严重,国有股比例越大,公司内部人控制就越强,而内部人控制强就意味着投资者保护差,因而就在国有股与股东保护之间建立了某种逻辑联系。然而,这种测量在实证研究中却未得到支持。实证分析发现,“一股独大”未必导致掏空,反而控股股东持股比例越低,掏空越严重^[31]。此外,国有股权在一定程度上发挥着替代性的投资者保护功能,因而国有股权控制未必是投资者保护差^[32]。因此,经验数据说明从股权结构来操作投资者保护变量的做法值得商榷。

与其考察影响大股东掠夺行为的潜在因素,不如直接以掠夺程度作为测量变量,从结果角度考察投资者权益实际受到侵害的状况。Berkman 等对中国证券市场的研究中,采用企业关联交易或担保的价值作为掠夺程度的虚拟变量,考察了政治关系与小股东保护的关系,以及隧道行为的决定因素和影响^[26]。

4.2 内外兼具的测量

仅从公司内部股权结构角度考察投资者保护,一方面缺乏经验数据的支持,另一方面没有考虑除法律以外其他环境因素的影响。对此其他学者进行了补充,从公司内外两方面考察投资者保护。王克敏、陈井勇认为股权结构(大股东监督水平)和外部投资者保护分别代表公司治理的内外两种机制,当外部治理机制较弱时,大股东的存在可以减少代理成本,并改进公司绩效^[33]。他们利用上市公司年报的审计意见类型来刻画投资者保护程度^[29]。审计意见类型反映了一家公司年报数据的

真实性和准确程度,数据越真实,则外部股东获得的信息质量就越好,从而对其保护也就越强。韩志丽等构造了一个投资者保护的虚拟变量,包括第二至第十大股东持股变量的平方和(赫芬德尔指数,反映股权结构制衡机制和企业控制权市场机制)及是否在其他市场挂牌交易(反映财务信息披露和透明度的机制)两个变量^[30]。

从外部环境角度测量投资者保护的学者认为,处于同一法律体系下的不同上市公司的投资者保护水平主要取决于信息披露质量和监管环境^[31]。他们采用上市公司年报的审计意见类型与会计师事务所类型作为信息披露质量的替代性指标,进而作为投资者保护水平的虚拟变量。国际四大会计事务所比当地会计公司拥有更高的声誉维持需要和独立性,需要为犯错承担更大的法律责任,其审计工作代表着更高的审计质量。因此,如果会计事务所为国际四大,则认为信息披露质量高,投资者保护水平高。

中国内地上市公司在境外成熟证券市场上挂牌上市(如到香港上市的H股和到美国上市的B股)的投资者保护水平更高,因为这些公司将面临着双重的监管环境,并受到大量境外机构投资者的监视,而且需要采用国际会计标准,面临着更高的信息披露要求,因而不得不加强监管力度,其信息披露程度也更高^[34]。据此可设计另一个指标,将是否发行H股或B股作为内地上市公司投资者保护的一个变量。

然而,国际四大的会计信息审计质量真的未必比本地会计事务所高。实证研究也发现国际四大与非国际四大的审计质量并不存在着显著的差异^[35]。但也有分析发现国际四大的审计质量显著高于国内十大会计师事务所^[36]。究竟能否将四大作为上市公司投资者保护的测量指标,尚待进一步的探讨。但是,将交叉上市作为投资者保护的指标已经得到国外学者的证实^[37]。

4.3 通盘考虑的测量

除了上述两类研究以外,还有从评价学角度通盘考虑中国投资者保护的评价问题。王晓梅、姜付秀认为,投资者保护的效果评价应该从效率(公司盈利和投资者获得回报)和公平(股东地位平等)两个层面出发,包括投资者获得投资回报、良好的公司质量以及公司诚信等三个评价模块^[23]。姜付秀等设计的中国上市公司投资者利益保护指数是

迄今较为完善的一个测量指标,但他们仅从事后进行了考察,而投资者保护是一个多维复合概念,其内涵非常丰富,如何从事前、事中及事后全过程来界定和评价是一项困难的事情。

证券投资者既是资金的供给者,也是证券的购买者,这决定了证券投资者拥有双重的身份。但目前研究仅仅考虑了作为上市公司股东和债权人的投资者身份,并未涉及作为证券交易主体的投资者身份。投资者保护主要关注上市公司的内部治理和外部法律制度环境的保障,而证券投资者保护既关注上市公司治理、外部法律制度建设,又关注证券市场的规范与监管,以及投资者教育^[10]。这就要求在证券投资者的测量方面,既要吸收现有投资者保护文献的方法,又要开创新的测量指标,主要是券商规范和执法、投资者教育等^[10]。

5 结论

投资者保护是公司成长、证券市场发展乃至经济增长的源泉,因而有关投资者保护的研究伴随着法和金融学的兴起而蓬勃发展。“过去的十年见证了运用投资者保护框架的公司治理研究的大爆发”^[38]。然而,上述评述表明,有关投资者保护的测量现状尚不尽如人意,相关研究存在不一致、冲突乃至矛盾之处,使我们仍然无法准确判断中国投资者保护的基本状况,并由此限制了相关研究的进一步分析。因此,尽管投资者保护研究取得了较大的进展,但目前还没有发现适合进一步研究的复合指标。

作为一个关键变量,如何测量投资者保护绩效成为大量相关研究亟待解决的难题,也是推进我国投资者保护事业的关键任务。本文从国家、地区和上市公司三个层面,对投资者保护绩效测量的研究文献进行综述,尤其探讨了国内投资者保护绩效的研究进展,认为从公司内、外两个维度综合考察投资者保护绩效的研究值得关注。

参 考 文 献:

- [1] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance [J]. The Journal of Political Economy, 1998, 106(6): 1113-1155.
- [2] La porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate valuation[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(3): 1147-1170.
- [3] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Legal detemnants of external finance[J]. The Journal of Finance, 1997, 52(3): 1131-1150.

- [4] 郑志刚. 金融发展的决定因素——一个文献综述 [J]. 管理世界, 2007, (3): 138-151.
- [5] 郑志刚. 法律外制度的公司治理角色——一个文献综述 [J]. 管理世界, 2007, (9): 136-147.
- [6] Cheung S, Jing L, Rau P R, et al. How does the grabbing hand grab? Tunneling assets from Chinese listed companies to the state [EB/OL]. <http://econ.ucsb.edu/seminar/papers/w06/rau.pdf>, 2006, 2008-12-11.
- [7] 姜付秀, 支晓强, 张敏. 投资者利益保护与股权融资成本——以中国上市公司为例的研究 [J]. 管理世界, 2008, (2): 117-125.
- [8] Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [9] 胡汝银, 司徒大年. 投资者保护理论与实践综述 [A]. 上海证券交易所“投资者保护系列研究报告” [C]. 上海: 上海证券交易所, 2002 1-22.
- [10] 吴建南, 徐根旺, 杨宇谦. 中国证券投资者保护指数研究报告 [A]. 陈共炎, 刘肃毅. 中国证券投资者保护基金有限责任公司研究成果 [C]. 北京: 中国财政经济出版社, 2008 110-148.
- [11] Pistor K. Patterns of legal change: shareholder and creditor rights in transition economies [J]. European Business Organization Law Review, 2000, 1(1): 59-110.
- [12] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. What works in securities laws [J]. The Journal of Finance, 2006, 61(1): 1-32.
- [13] Djankov S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. The law and economics of self-dealing [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(3): 430-465.
- [14] Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1): 57-116.
- [15] 马贤明, 魏刚. 寻找小股东的权益 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2004 2-4.
- [16] 邵颖波. 过度管制导致的挫折——方流芳解析中国证券市场 [N]. 经济观察报, 2001-12-06.
- [17] 计小青, 曹啸. 中国转轨时期的管制制度与投资者保护研究 [J]. 上海金融学院学报, 2007, (6): 35-40.
- [18] 沈芝峰, 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): 115-124.
- [19] 许年行, 吴世农. 我国中小投资者法律保护影响股权集中度的变化吗 [J]. 经济学 (季刊), 2006, 5(3): 893-922.
- [20] 樊纲, 王小鲁, 张立文. 中国各地区市场化相对进程报告 [J]. 经济研究, 2003, (3): 9-18.
- [21] 张维迎, 柯荣住. 信任及其解释: 来自中国的跨省调查分析 [J]. 经济研究, 2002, (10): 59-70.
- [22] 王鹏. 投资者保护、代理成本与公司绩效 [J]. 经济研究, 2008, (2): 68-82.
- [23] 王晓梅, 姜付秀. 投资者利益保护效果评价研究 [J]. 会计研究, 2007, (5): 73-79.
- [24] Li K, Yue H, Zhao L. Ownership, institutions, and capital structure: evidence from China [J]. Journal of Comparative Economics, 2009, 37(3): 471-490.
- [25] Zhang Y, Mang G. Law, economic, corporate governance, and corporate scandal in a transition economy [EB/OL]. <http://www.ccf.org.cn/cicf2005/paper/20050120164038.PDF>, 2008-07-12.
- [26] Berkman H, Cole R A, Fu J L. Political connections and minority shareholder protection: evidence from securities market regulation in China [EB/OL]. <http://ssrn.com/abstract=1029886>, 2008-06-09.
- [27] 张人骥, 刘春江. 股权结构、股东保护与上市公司现金持有量 [J]. 财贸经济, 2005, (2): 3-9.
- [28] 陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护 [J]. 经济研究, 2001, (11): 3-11.
- [29] 王克敏, 陈井勇. 股权结构、投资者保护与公司绩效 [J]. 管理世界, 2004, (7): 127-133.
- [30] 韩志丽, 杨淑娥, 史浩江. 民营金字塔结构下控制性少数股东隧道效应研究——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 系统工程理论与实践, 2007, (6): 1-6.
- [31] 高雷, 宋顺林. 掏空、财富效应与投资者保护——基于上市公司关联担保的经验证据 [J]. 中国会计评论, 2007, (1): 21-42.
- [32] 计小青, 曹啸. 国有股权、替代性投资者保护与中国股票市场发展: 理论与经验证据 [J]. 货币金融评论, 2007, (2-3): 5-47.
- [33] 王克敏, 陈井勇. 所有权结构、投资者保护与管理者行为控制 [J]. 数量经济技术经济研究, 2001, (11): 66-69.
- [34] 白重恩, 刘俏, 陆洲. 中国上市公司治理结构的实证研究 [J]. 经济研究, 2005, (2): 81-91.
- [35] 刘峰, 周福源. 国际四大意味着高审计质量吗——基于会计稳健性角度的检验 [J]. 会计研究, 2007, (3): 79-87.
- [36] 吴水澎, 李奇凤. 国际四大、国内十大与国内非十大审计质量——来自 2003 年中国上市公司的经验证据 [J]. 当代财经, 2006, (2): 114-118.
- [37] Reese W A, Weisbach M S. Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings [J]. Journal of Financial Economics, 2002, 66(1): 65-104.
- [38] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. The economic consequences of legal origins [J]. Journal of Economic Literature, 2008, 46(2): 285-332.