

投资者法律保护与所有权结构关系研究述评

毛淑珍¹(博士) 刘志远²(博士生导师) 乐国林¹(博士)

(1. 青岛理工大学商学院 青岛 266520 2. 南开大学商学院 天津 300071)

【摘要】 本文基于对研究投资者法律保护与所有权结构关系的跨国静态比较法和跨时期动态比较法的分析,认为应构建一个投资者法律保护的统一的概念框架,设计相应的指标体系计算投资者法律保护指数,同时要考虑不同身份持股人持股的情况、金字塔结构下的终极所有权结构以及企业的融资结构。

【关键词】 投资者法律保护 所有权结构 跨国静态比较 跨时期动态比较

一、引言

现代股份公司的两权分离不可避免地导致公司内部人(控股股东及管理)对外部投资者的利益侵占行为,因此,需要一套完善的公司治理机制(包括内部治理机制与外部治理机制)来保护公司外部投资者尤其是中小投资者(股东、债权人)的合法权益不受内部人的侵害,这其中很关键的一个外部治理机制就是法律保护制度(包括立法与执行)。

将法律制度对投资者保护的重要意义最早揭示出来的是 La Porter, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny (LLSV, 1997, 1998, 2000)一系列有关法律与投资者保护的论述。LLSV 采用跨国比较的方法,对法律与投资者保护、投资者法律保护与所有权结构的关系进行了深入的分析,所得出的主要结论就是:每个国家法律渊源的不同导致了各国对投资者保护程度有所差异,从而使不同国家的企业形成了不同的所有权结构;投资者法律保护越好的国家和地区,其企业股权越分散;而在投资者法律保护较弱的国家,其企业股权较集中。随后,有不少学者进行了相关研究,得出了类似的结论。

除了对不同国家的投资者法律保护进行研究,还有一些学者借鉴 LLSV 的方法,对某一个国家或地区的法律制度、法律执行效率及其经济后果,以及投资者法律保护与所有权结构的关系进行了大量研究,大多得出了不同的结论。

那么,是什么原因导致从不同的角度来研究投资者法律保护与所有权结构关系的文献没有得出一致的结论呢?如何完善投资者法律保护的评价方法?对投资者法律保护与所有权结构关系的研究还有哪些方面值得进一步探讨?本文拟结合投资者法律保护与所有权结构关系现有研究文献的主要观点,对上述问题作些探讨。

二、现有研究文献综述

1. 采用跨国静态比较方法探讨投资者法律保护与所有权结构的关系。按照 LLSV 的基本观点,投资者(包括股东和债权人)保护的本质在于通过一系列有效机制(法律法规)避免企业内部人侵占外部投资者的权益。而投资者保护的本质深深地根植于每个国家的法律体系以及法律的起源中,不同

法律体系及其实施效果决定了投资者保护的效率,并最终决定了证券市场的运作效率和发展水平。

为了验证上述观点,LLSV 选择具有不同法律渊源国家作为分组研究的样本,然后设计一套衡量投资者保护水平的指标体系,在计算各个国家指标得分值的基础上,对各组均值及其股权集中度进行比较。结果发现,普通法系国家对外部投资者的保护最强,其股权结构也较分散;内陆法系国家对外部投资者的保护最弱,其股权结构也相对集中。LLSV 因此得出结论:投资者法律保护程度越高的国家或地区,其资本市场发展程度就越高,股权结构越分散,股票流动性越好,企业价值越高。由此,LLSV 提出应从提高投资者法律保护程度的角度来完善一个国家的公司治理机制。

借鉴 LLSV 的研究方法,国外还有不少学者对不同国家的投资者法律保护程度与所有权结构的关系进行了大量的后续研究,这些研究也得出了大致相同的结论。

2. 采用跨时期动态比较法探讨投资者法律保护与所有权结构的关系。LLSV 等对投资者法律保护程度及其与股权结构关系的研究,主要是采用跨国静态比较的方法,但是这种方法有一定的局限性,它不适用于考察特定制度(如政权更迭、宪政不稳定)背景下某一个国家的投资者法律保护水平(沈艺峰等,2004;许年行、吴世农,2006),其结论也未必与某一个国家的投资者法律保护与股权结构的关系相符。

因此一些学者转换研究思路,采用单一国家纵向分析的方法,专门探讨某一个国家股权结构与投资者法律保护之间在时间序列上的关系,采用这种方法进行的研究所得出的结论大部分与 LLSV 的观点不符。如 Cheffins (2001)发现,20 世纪上半叶的英国并不能为中小投资者提供良好的保护,但此时股权结构却很分散。对此,Franks 等(2003)认为是由于收购兼并和股权置换所进行的股权融资稀释了原有股东的股权结构,而非投资者法律保护的结果。Aganin 和 Volpin (2003)对意大利长达 100 年历史的研究表明,股权集中度随着投资者法律保护的加强呈先上升后下降的非线性关系。

我国学者许年行、吴世农(2006)收集了我国 1992 年以来

国家颁布的有关中小投资者利益保护的法律法规,将其按照对投资者的保护水平划分为不同阶段,以1990~2003年沪深两市的A股为样本,分别检验首次发行股票的公司上市时股权集中度和上市后股权集中度与中小投资者法律保护的立法和执法之间的关系。结果发现,在我国,股权集中度的下降不完全是中小投资者法律保护加强的结果,其影响因素较多,如:IPO发行制度的演变、与股权集中度相关的中小投资者法律保护的立法相对较少、政府对国有股权的转让有严格的管理制度、非国有控股公司在保持实际控制权的情况下降低控股比例等,这些也可能导致股权集中度的下降。

3. 采用其他方法探讨投资者法律保护与所有权结构的关系。采用跨国静态比较法与跨时期动态比较法可以研究不同国家或同一个国家不同时期投资者法律保护与所有权结构的关系。但是,这两种方法不完全适合用来评价相同制度背景下某一个具体企业的投资者法律保护水平,也难以分析投资者法律保护与所有权结构的关系。这是因为:其一,这两种方法侧重于从法律制定与否以及法律执行的角度来评价投资者法律保护程度,但是,法律条文对投资者权益保护的规定并不意味着实际上保护了投资者的权益,况且投资者对保护其权益的法律法规的执行程度还难以判断;其二,即使在同一个国家内部,不同经济发展地区、不同企业内部的投资者法律保护水平也不尽相同(樊纲等,2007;王晓梅、姜付秀,2007),而且企业管理层为了自身利益还会采取一些没有明文规定的方式来侵害投资者的利益(Eastbrook和Fischel,1991;JLLS,2000;Claessens等,2000;刘峰等,2004;李增泉等,2005)。

为此,有些学者如王晓梅、姜付秀(2007)提出,保护投资者利益的立法应着眼于根本,即效率和公平。具体讲,投资者法律保护要从投资者获得投资回报、公司质量以及公司诚信三个方面设计指标体系,从事后的角度对企业投资者利益保护的效果进行评价。这种方法对于探讨不同公司在投资者利益保护上的差异,以及这些差异所导致的经济后果的研究具有借鉴意义。但这种方法并未提出具体计算指标,也未进行相应的实证检验,而且投资者利益保护效果的好坏,并不完全取决于法律,还有许多其他的影响因素。

此外,还有一些研究通过建立模型来分析投资者法律保护与股权结构的关系(Shleifer和Wolfenzon,2002;Castillo和Skaperdas,2003;Stepanov,2003;Burkart和Panunzi,2003;栾天虹、史晋川,2004),采用这种方法所进行的研究大都得出了不同的结论,如Burkart和Panunzi(2003)的模型表明,法律保护与股权集中度的关系取决于法律保护与大股东对管理层监督之间的关系:当法律保护和股东的监督相互补充时,法律保护与股权集中度负相关;当法律保护与大股东监督互相替代时,两者呈非单独关系,即既有可能是正相关关系,又有可能是负相关关系。Castillo和Skaperdas(2003)发现,投资者法律保护水平与企业控股股东和管理层的持股比例存在非单独关系,而Stepanov(2003)进一步地分析则发现,投资者法律保护与外部股东的股权集中度存在“U”型关系。栾天虹、史晋川(2004)从我国上市公司控股股东与中小股东的利益冲突占主

导地位的角度来研究投资者法律保护对所有权结构和企业价值的影响,所得出的结论与LLSV基本相同。

三、总结

第一,对不同国家投资者法律保护的评价,主要采用跨国静态比较的方法;对同一个国家不同时期投资者法律保护的评价,主要采用跨时期动态比较的方法。虽然两种方法不完全相同,但是基本上都是采用LLSV所开创的“法与金融学”的研究方法,即通过比较某些国家不同历史时期的法律制度是否规定了保护投资者相应的权利以及这些法律制度是否得到有效执行,来探讨投资者法律保护的不同或变迁。

第二,对投资者法律保护与所有权结构关系的不同研究方法所得出的结论不尽相同,这其中必然涉及不同国家或不同时期制度背景的差异因素,但是尚无一个关于投资者法律保护的概念框架,也是其中的一个重要原因。当前对投资者法律保护程度的评价,侧重于从事前法律制定与事中法律执行的角度来设计指标体系,对法律制度实施环境、投资者法律保护效果则较少关注。因此,未来研究方向之一是运用相关理论工具,构建投资者法律保护的概念框架,设计投资者法律保护的指标体系,计算投资者法律保护指数。

第三,无论是采用跨国静态比较法还是采用跨时期动态比较法对投资者法律保护与所有权结构关系的研究,其中探讨投资者法律保护水平与股权集中度关系的文献较多,而对投资者法律保护水平如何影响不同身份股东的持股结构,如何影响企业的所有权结构、融资结构的研究则较少。

第四,投资者的法律保护不仅影响企业所有权的集中程度,而且影响股权融资和债权融资的比例,而良好的投资者法律保护制度有利于企业形成合理的融资结构。因此应该计算实际股权集中度与最优股权集中度的偏离程度,以此作为一个因变量来考察投资者法律保护对股权结构的影响,克服仅仅通过股权集中度来判断投资者法律保护水平的不足。

第五,由于同样的法律制度环境对不同身份投资者所发挥的保护效应并不一样,且所有者的身份能够传递企业发展、企业形象、企业信用等方面的信息,因而应对所有者的身份特别是内部管理者的身份明确地加以区分,这样有利于判断企业的股权集中度是投资者法律保护影响的结果还是所有者身份的替代性影响的结果。所以,还应当区分不同类型的投资主体,考察法律保护与其持股比例的关系。

【注】本文系山东省社会科学规划资助项目(项目编号:08DJG118)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 栾天虹,史晋川.投资者法律保护与所有权结构.财经论丛,2003;7
2. 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.经济研究,2004;9
3. 王晓梅,姜付秀.投资者利益保护效果评价研究.会计研究,2007;5
4. 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?.经济学(季刊),2006;3