

投资者法律保护机制及其替代问题研究

欧阳励励

(上海海事大学经济管理学院 上海 200123)

【摘要】 本文梳理了投资者法律保护机制对企业价值的影响研究,并在此基础上对这些研究所面临的挑战进行阐述,同时提出了可以采用其他替代机制来弥补投资者法律保护的不足。

【关键词】 投资者法律保护 公司治理 替代机制

一、投资者法律保护的公司治理作用

Coase(1960)指出,在法律界定交易双方权利的前提下,交易双方可以通过市场机制完成交换和实现效用最大化。因此,法律的最基本作用是界定个体的权利,从而实现交换参与者的合理预期。在资本市场中,法律对投资者的权利进行基本的界定,具体体现在《公司法》、《证券法》以及《破产法》等法律法规对投资者索取权、参与决策权等权利的界定上。当然,法律保护不仅停留在法律条文本身,还取决于这些条款是否得到有效实施。LLSV(1998)指出,各国法律在保护投资者权益上存在较大差异,并由此影响一国资本市场的发展。这些差异决定了投资者的权益从而影响了他们对资本市场的信任程度,这些差异体现在同股同权、抗高管权利以及法律实施的有效性上。同股同权决定了股东的控制权与现金流权是否一致。在两权分离的情况下,有较大控制权的一方可能利用其优势获取私人利益。抗高管权利包括通信表决权、累积表决权、少数股东反对权、优先认股权、临时股东大会召集权,这些权利最低限度地保护股东的话语权。此外,法律的执行还有赖于司

主要面临如何处罚盈余管理行为的问题,笔者认为不能简单地谴责相关企业和责任人,应采取其他措施,以提高企业盈余管理成本,实现减少企业盈余管理行为的目的。所以,在监督过程中以及发现问题后的处理是关键,目前这方面需要加强。

此外,对于真实盈余管理行为的治理,提高企业利益相关者的判断能力也是关键,因此需要利用各种渠道,加强对投资人等利益相关者的教育。

主要参考文献

1. Schipper K.. Commentary on Earning Management. Accounting Horizons, 1989; 3
2. Roychowdhury S.. Earnings Management through Real Activities Manipulation. Journal of Accounting and Economics, 2006; 42
3. Bartov E.. The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation. The Accounting Review, 1993; 8
4. Perry S., R. Grinaker. Earning Expectation and Discre-

法系统的有效性、资产被没收的风险以及政府的干预。法律所赋予投资者的这些权利决定了投资者资金出让的可能性和程度。完善的法律体系及其有效实施有助于保证公司资金的提供者获取相应的收益,这体现的正是公司治理的作用。因此,从这个意义上来说,投资者法律保护是大的公司治理框架内的一个重要机制(Shleifer 和 Vishny, 1997)。

二、投资者法律保护机制对企业价值的影响

从理论上来看,在其他机制既定的前提下,法律对投资者的保护越弱,投资者对其投入到资本市场的资金的所有权越不完整,投资者投入资金的意愿将减弱,资产的私人价值与社会价值也将脱钩,公司的价值也将降低。事实上,在投资者法律保护较弱的背景下,公司的大股东或管理层受到的实质性约束大大减少,这些内部控制人往往容易以牺牲小股东的利益为代价实现自身的利益,或采取一些措施保护自己的利益,最终导致公司价值的下降。这些具体表现在:

1. 组织结构。LLSV(1999)在对 49 个国家的跨国研究中发现,投资者保护弱的国家,企业的股权较为集中。在抗高管

tionary Research and Development Spending. Accounting Horizons, 1994; 8

5. Markarian G., L.Pozza, A. Prencipe. Capitalization of R&D Costs and Earnings Management: Evidence from Italian Listed Companies. The International Journal of Accounting, 2008; 43

6. Black E.L., K. F. Sellers, T.S. Manly. Earning Management Using Asset Sales: An International Study of Countries Allowing Noncurrent Asset Revaluation. Journal of Business Finance & Accounting, 1998; 25

7. Hermann D., T. Inoue, W.B. Thomas. The Sale of Assets to Manage Earnings in Japan. Journal of Accounting Research, 2003; 41

8. Raman K., H. Shahrur. Relationship-Specific Investments and Earnings Management: Evidence on Corporate Suppliers and Customers. The Accounting Review, 2008; 83

指数高的国家,即投资者保护强的国家,34%的样本股权分散;在抗高管指数低的国家里,只有16%的样本股权分散。这说明投资者保护弱的国家更多地采用集中的股权结构。他们进一步研究发现,在投资者保护弱的国家,31%的样本中存在大股东通过金字塔结构控制企业的情况,而投资者保护强的国家只有18%的样本存在这种情况。Claessen等(2000)对东南亚国家的研究结果也证明了这种情况,金字塔的组织结构广泛地存在于投资者保护较弱的东南亚国家中。

在投资者保护较弱的国家,大股东往往通过金字塔结构实现控制,与之相对应的是控制权与现金流权的分离。由于大股东享有绝对的控制权,而现金流权未与之相一致,大股东将有通过其控制权获取私人收益的动机,大股东掏空的可能性也将增大。特别是在外部约束较小的情况下,大股东掏空的机会成本较小,其进行掏空的动机将会增强,这必然将带来公司价值的下降。

2. CEO 更换。投资者保护弱的国家或地区,由于管理层比投资者有更大的权力,管理层受到的约束较小,为获取私人收益,管理层的决策有可能背离股东价值最大化的目标。投资者也无法利用其权力更换表现糟糕的管理层,公司的价值则可能降低。Defond 和 Hung(2004)的研究结果表明,在投资者保护较强的国家,投资者更容易行使其权力,更换业绩糟糕的管理层,而更换表现不好的管理层是提高管理效率、实现公司价值最大化的重要方式。

3. 融资成本。企业的融资成本包括以下两部分内容,即股权融资成本与债务融资成本。Bhattacharya 和 Daouk(2002)通过对执行了内幕交易法的样本研究发现,该法的首次执行带来的是公司融资成本的显著下降。研究结果表明,当投资者的权益受到保护,具体表现在监管部门通过有效执行内幕交易法打击侵害股东利益的行为,投资者利用价格进行自我保护的需求减少,从而降低公司的股权融资成本。债务融资也是公司重要的融资手段。债权人愿意把资金转让给企业使用也取决于债权人所受到的法律保护程度的大小。当债权人的利益未能受到《破产法》的保护,债权人可能会通过提高债务的利率等方式保护自己的利益,从而增加了企业的债务融资成本。

4. 掏空行为。掏空指的是通过对企业有控制权的个人或企业转移资源或转移利润等方式获取私人收益,也称为自我交易,具体形式包括资源转移(低价出售资产、担保、窃取公司发展机会)或歧视性金融安排(股权稀释、内幕人交易等)。投资者未能得到法律的有效保护带来的是公司内部控制人机会主义行为的增加。东欧以及俄罗斯等经济转型中国家在公司私有化过程中存在大量的掏空行为就是很好的例子。Atanasov(2005)在对保加利亚私有化拍卖数据的分析中发现,大股东能从交易中获取超过公司价值85%的控制权私人收益,而且股权集中度为51%。当这些私有化后的股票在市场上进行交易时,这些公司的股票都发生40%~60%的折价。研究结果表明了大股东获取控制权以攫取私人收益,这些侵占行为使公司股票发生大幅度的折价。公司除了利用私有化过程

进行掏空,还采取其他方法进行掏空。Bertrand等(2002)根据印度上市公司的数据发现,金字塔式的商业集团公司的最终控制人利用其控制权将金字塔底层的资产转移到顶层公司。其他一些实证研究也证明了在投资者法律保护弱的国家里掏空行为的普遍存在。

三、其他替代机制

通过以上研究可以发现,我们可以采取其他的替代机制来弥补投资者法律保护的不足。

1. 市场机制。

(1) 合约条款的制定。既然法律未能给资金提供者提供必要的保护,资金提供者可以通过调整条款等方式寻求保护。例如,银行在给企业提供贷款之前,对企业的财务状况、信用度等进行评估,并通过调整贷款利率、资产抵押等方式降低违约成本,从而保护自身的权益。Davvydenko 和 Franks(2008)的研究说明了这一点。他们研究指出,在债权人权益保护较弱的德国,银行要求的抵押资产占总贷款的比例更高(为104%);而债权人权益保护较强的英国,抵押资产占总贷款的比例只有62%。研究还发现,在这些抵押资产中,不动产抵押的比例在法国只占11%,英国则为64%。由于法国企业破产时,法院更多地保护员工的利益,债权人的利益次之,因此银行更愿意接受应收账款等银行能直接控制的资产作为抵押资产。这一点也说明在控制了可能采取的市场保护方法后,债权人法律保护程度的差异对债权人的贷款行为仍具有影响。

(2) 公司章程的制定。公司章程界定了公司与股东之间的关系。当国家层面的投资者法律保护不足时,为了防止投资者对公司内部人的利益进行侵占,公司层面可以通过对公司章程条款的制定或修订,给投资者提供额外的权益保护。因此,公司章程的制定是投资者法律保护的另一种可行替代机制。这种做法也得到了—些研究数据的支持。Bergman 和 Nicolaievsky(2007)在对墨西哥上市公司上市前后公司章程的差异研究中发现,超过半数以上的上市公司在上市以前,其公司章程中有超过国家层面的投资者法律保护水平的额外保护条款。然而,当这些公司上市后,基本上没有一家选择提供超过国家法律保护水平的额外的投资者保护条款。该研究结果表明,国家层面的公共投资者法律保护与公司层面的私人投资者法律保护之间存在一种替代关系。当国家层面能给予投资者充分的保护时,公司提供额外投资者保护的激励将消失;反过来说,若国家层面的投资者法律保护不足时,公司则可能通过私人的法律条款给投资者提供额外的保护以减少投资者对利益侵占的担忧。

(3) 跨境上市。Coffe(1999,2002)、Stulz(1999)、Reese 和 Weibach(2002)、Diodge(2001,2009)等研究认为,在投资者保护弱的国家或地区,公司控制人获得私人收益的可能性较大,这些公司往往在本国不具有较高的市场价值,权益融资较为困难,融资成本也可能较高,这时公司则可能会通过跨境上市向市场提出放弃私人收益的信号以提高公司的价值。因此,在投资者保护弱的国家或地区的企业,跨境上市可作为投资者法律保护的一种替代机制。Diodge(2001)发现非美国公司在

美国跨境上市后,其股票价格比其他同类型非跨境上市公司的高。Reese 和 Weibach(2002)的研究指出,跨境上市的公司,特别是那些所在国投资者法律保护弱的公司,往往伴随着权益资本发行的数量及价值的增加,说明了有权益发行需求的公司通过跨境上市能提高投资者保护程度,为融资提供便利。这些研究都支持了“约束假说”,表明跨境上市的投资者保护替代机制的作用。当然,跨境上市是一种昂贵的替代机制。Diodge(2009)的经验数据反映出公司为了维护私人收益而放弃境外上市。因此,是否选择跨境上市是公司权衡利弊后的选择,是一个实证问题。不过,我们在考虑法律保护作用的同时,不能忽略这一机制的存在。

2. 非正式力量。市场机制并非总能有效发挥作用,特别是对于发展中国家或经济转型中国家而言。这些国家的法律、市场机制等往往都不完善,因此企业依赖市场机制来弥补法律保护不足的缺陷不一定见效。此外,这些国家或地区的投资者权益还常常容易受到政府的侵占(Shleifer 和 Vishny, 1998),即政府“掠夺之手”假说。因此,Franklin Allen 等学者强调,在制度不完善的国家或地区,一些非正式力量可能是企业寻求保护的途径之一。这些非正式力量包括声誉或关系等,其中政治关系尤其受到学者们的关注。Rajan 和 Zingales(1998)、Boubakri 等(2008)、Faccio 等(2006)研究发现,制度不完善的地区普遍存在政治关联。Chen 等(2005)则特别指出政治关联在民营企业中的作用。在政府干预动机比较强的地区,民营上市公司建立政治关联的可能性较大。信用市场越不成熟、政府的管制越多、非正式的税收负担越重、法律体系越不健全的地区,私有企业家越可能参与政治。这也说明了企业家通过建立政治关系减少政府利益侵占的可能性。后续的一些研究也证明了建立政治关系能够帮助企业在融资、贷款、进入管制行业等方面获得好处。

主要参考文献

1. Allen F., J. Qian, M.J. Qian. Law Finance and Economic

Growth in China. *Journal of Financial Economics*, 2005; 77

2. Atanasov P.. How Much Value can Blockholders Tunnel? Evidence from the Bulgarian Mass Privatization Auctions. *Journal of Financial Economics*, 2005; 76

3. Bertrand M., Mehta R., Mullainathan S.. Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups. *Quarterly Journal of Economics*, 2002; 17

4. Bergman N.K., Nicolaievsky D.. Investor Protection and Coasian View. *Journal of Financial Economics*, 2007; 84

5. Bhattacharya U., Daouk H.. The World Price of Insider Trading. *The Journal of Finance*, 2002; 57

6. Boubakri N., Cosset J., Saffer W.. Political Connections of Newly Privatized Firms. *Journal of Corporate Finance*, 2008; 14

7. Coffee J.. Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure. *Journal of Corporation Law*, 1999; 25

8. Davydenko S. A., Franks J.R.. Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and UK. *The Journal of Finance*, 2008; 63

9. Defond M.R., Hung M.. Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover. *Journal of Accounting Research*, 2004; 42

10. Dyck A., Zingales L.. Private Benefit of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 2004; 59

11. Faccio M., Masulis R.W., Mc Conell J.J.. Political Connections and Corporate Bailouts. *The Journal of Finance*, 2006; 61

12. Johnson S., Boone P. Breach, Friedman E.. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 2000; 58