

公司财务与投资者法律保护研究述评

许年行^{1,2}, 赖建清¹, 吴世农¹

(1. 厦门大学管理学院, 厦门 361005; 2. 北京大学光华管理学院博士后流动站, 北京 100871)

摘要:近年来,财务学的研究发生了一系列方向性的变化,其中之一是“法律与财务”交叉研究思潮的兴起,简称“Law and Finance”。从宏观层面看,其主要研究法与金融发展和经济增长的关系;从微观层面看,其主要研究法,特别是中小投资者法律保护与公司财务的关系。文章从微观层面,系统地回顾投资者法律保护与公司财务的研究现状和发展动态,特别是对投资者法律保护与公司财务研究的八大热点问题进行系统的总结和评述,并讨论当前“法与财务”研究存在的两大问题,最后指出“法与财务”未来研究的三大趋势。

关键词:公司财务;法与财务;投资者法律保护;述评

中图分类号: K22 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2008)01-0101-09

0 引言

2005年美国著名财务学家 Jay Ritter指出:“与过去研究范式相比,现在财务学研究的最新进展之一是越来越关注于法与财务,尤其是公司治理方面的研究。另一大进展体现在众多学者采用行为的方法来研究公司财务”^[1]。纵观近三十年主流财务学文献的发展轨迹,财务学的研究发生了一系列方向性的变化,其中,公司财务与投资者法律保护、公司财务与公司治理、公司财务与心理行为,以及市场微观结构理论是当前财务学研究的四大前沿热点问题。本文主要对四大研究热点问题之一的“公司财务与投资者法律保护”进行系统地讨论和评述。

中小投资者是各国证券市场历史发展过程中不可或缺的参与者,保护中小投资者利益关系到各国证券市场的生存与发展。从法律上保护中小投资者利益历来是各国证券立法共同遵守的一项基本准则,因此各国先后通过各种各样的立法和执法来保护投资者的利益。但是,法律是否能够真

正地发挥保护投资者利益的作用呢?如果有,法律又是如何发挥保护作用的?如果法律能够发挥保护投资者利益的作用,其又如何影响公司的财务政策和管理决策?关于这些问题,学术界争议颇多。由 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny 四位学者(以下简称 LLSV)所掀起的“法与财务”研究浪潮成为近十年来财务学最前沿、最活跃的研究热点。大量的理论分析和经验证据表明,投资者法律保护既与宏观层面的金融发展和经济增长有关,也与微观层面的公司绩效、财务政策、资本成本、股权结构等公司财务问题有关。本文从微观层面,系统地回顾和总结投资者法律保护与公司财务研究的八大热点问题,并讨论当前“法与财务”研究存在的两大问题,最后指出“法与财务”未来研究的三大趋势。

1 研究现状和研究内容

为了评估法律结构对金融体系的影响,LLSV 首先按照法源将 49个国家分为普通法、法国大陆

收稿日期:2005-10-21;修订日期:2007-12-12

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70502007);中国博士后科学基金资助项目(20070410025)。

作者简介:许年行(1978—),男,福建泉州人,博士,Email:nhxu@gm.pku.edu.cn

法、德国大陆法和斯堪的纳维亚法四大法系^[2],然后制定了一套投资者法律保护指数,包括股东权利保护指数、债权人权利保护指数和执法效率指数。在此基础上,LLSV将投资者法律保护指数与公司财务相联系,发现投资者法律保护与一系列公司财务问题有关,主要体现在如下八大专题,具体见表1。

1.1 投资者法律保护与股权集中度

文献[2]指出,在投资者法律保护较差的国家里,投资者为了避免成为中小股东而遭受管理者的剥削,只有通过持有大量股权而成为大股东,以监督管理者的剥削行为,从而保护自身利益;同时,中小投资者面对较大的被剥削的风险,只愿意以较低的价格来购买股票,这使得股权融资异常困难,促使股权趋向于集中。因此,高度集中的股权结构来源于,或者说,替代了弱投资者法律保护。文献[2]发现,投资者法律保护较差的国家其上市公司的股权集中度更高,两者存在显著负相关关系。对于投资者法律保护与股权集中度之间存在的这种替代关系,除了得到文献[3,4]的支持外,文献[5,6]来自跨国比较的分析结果同样支持LLSV的观点。但单一国家时间系列的分析结果则倾向于否定LLSV的研究结论^[7,8]。

1.2 投资者法律保护与公司价值

文献[9]指出,当外部投资者受到法律保护时,公司的更多利润将以红利或利息的形式返还给外部投资者,而不是被内部人剥削,为此外部投资者愿意为股票和债券支付更高的价格。因此,通过限制内部人的剥削行为,法律保护提高了证券价格。其研究表明:投资者法律保护水平越高,公司价值越高;在投资者法律保护好的国家,控股股东持有的现金流权对公司价值的影响较弱。文献[9]的研究引发了后来一大批学者对投资者法律保护、股权集中度与公司价值三者关系的研究和检验。文献[10]发现,公司治理变量,尤其是投资者法律保护水平,比其他宏观经济变量能更好地解释亚洲金融危机期间汇率和股市市值的变化。文献[11~14]也发现,投资者法律保护越好,公司价值越高,同时股权结构与公司价值的关系受投资者法律保护的影响。此外,文献[6]对39个新兴国家209家私有化公司的实证结果同样支持上述结论。

1.3 投资者法律保护与控制权私利

LLSV认为投资者法律保护可以限制大股东等内部人的剥削行为,投资者法律保护越好,内部人所获得的控制权私利将减少,公司价值将提高。文献[15]发现,与同一国家非交叉上市的公司相比,在美国交叉上市(cross-listings)的公司,其控制权私利水平越低,公司价值更高。文献[16]也发现,在美国交叉上市的外国公司其投票权溢价低于非交叉上市公司,并且投票权溢价的下降水平与上市公司母国的投资者法律保护水平负相关。来自投资者法律保护较弱国家的上市公司,投票权溢价的下降幅度最高。除了使用交叉上市样本外,文献[17,18]分析了不同法系控制权私利水平的差异,其实证结果显示,投资者法律保护水平与控制权价值显著负相关。此外,来自意大利的证据也表明,在时间系列上,随着投资者法律保护的加强,控制权私利逐步降低^[18]。

1.4 投资者法律保护与资本成本

文献[19]认为,在投资者法律保护好的国家,公司利润不容易被内部人侵占,而更多地作为利息和股利返还给外部投资者,外部投资者因此愿意为股票支付更高的价格,使公司可以较低的成本筹集资金,即投资者法律保护越好,资本成本越低。文献[20]也指出,投资者法律保护越好,公司越容易通过筹集外部长期资金实现理想的增长,公司的权益资本收益率越低。文献[21]研究结果表明,内幕交易管制的真正实施可以起到降低权益资本成本的作用。文献[5]分析了投资者法律保护、股权集中度与资本成本三者关系后发现,投资者法律保护水平越高,股权集中度越低,资本成本也越低。文献[22]的实证研究表明,投资者法律保护越好,信息不对称程度越低,其结果导致公司流动性较强,流动性成本较低,公司的资本成本也较低。

1.5 投资者法律保护与股利支付率

文献[23]认为,投资者法律保护与股利政策可能存在两种截然相反的关系。一方面,根据“结果模型”,股利是有效保护投资者的结果。因为在一个有效的投资者法律保护制度下,中小股东将使用法律权利迫使公司“吐出”现金,以阻止内部人使用太高比例的公司盈利来获取私利,所以投资者法律保护越好股利支付率越高。另一方面,根

据“替代模型”，股利是投资者法律保护的一种替代。为了能为有价值的项目筹集外部资金，公司必须树立起在剥削中小股东方面是有节制的声誉，其方法就是支付股利，以减少可供内部人剥削的现金，所以投资者法律保护越差股利支付率越高。文献 [23] 的实证结果支持了“结果模型”。

1.6 投资者法律保护与现金持有

文献 [24] 指出，在投资者法律保护较差的国家里，外部股东无法强迫管理层“吐出”现金，管理层将持有大量现金并做出许多不利于股东的决策，而且投资者法律保护越差外部融资的成本越高，管理层倾向于持有大量现金以备用于未来有价值的投资项目。文献 [24] 通过对 45 个国家的实证分析后发现，在投资者法律保护较差的国家，公司的现金持有量是投资者法律保护较好国家公司现金持有量的两倍，投资者法律保护是公司现金持有量的重要决定因素，支持了 Jensen 的“自由现金流假说”。在此基础上，Pinkowitz, Stulz 和 Williamson 认为^[25]，在投资者法律保护较差的国家，社会较不稳定，公司不得不持有较多流动资产以应对外部突发事件，同时这些国家的金融市场较不发达，筹集资金成本较高，致使公司必须持有大量现金。三位学者指出，在投资者法律保护较差的国家，控股股东更容易盘剥公司现金以谋取个人私利。

1.7 投资者法律保护与盈余管理

文献 [26] 指出，公司内部人有动力去获取控制权私利，并对公司的盈余进行管理，以粉饰公司业绩和隐瞒控制权私利，但强有力的投资者法律保护将限制内部人获取控制权私利的能力，进而降低内部人管理会计盈余的积极性。文献 [26] 发现，投资者法律保护在影响不同国家盈余管理水平上扮演着重要角色：投资者法律保护水平越高，盈余管理程度越低。文献 [27] 进一步指出，投资者法律保护与盈余不透明度 (earnings opacity) 存在两种相反关系：一方面，投资者法律保护越差，内部人越有可能去粉饰公司业绩，盈余不透明度越高，两者存在负相关关系；另一方面，投资者法律保护越好，内部人通过盈余不透明度而遭受外部股东监督和惩处的力度越强，内部人越有动力

去隐藏自己的寻租行为，两者存在正相关关系。文献 [27] 的实证结果支持了投资者法律保护越好盈余不透明度越高的结论。

1.8 投资者法律保护与 CEO 变更

作为评价公司治理好坏的一个准则，当公司业绩下降时，董事变更概率将上升。基于此，文献 [28] 以投资者法律保护水平较差的意大利为样本，研究董事变更与公司业绩之间的关系。研究发现，当董事来自控股股东时，董事变更概率及董事变更与公司业绩之间的敏感度较低；当控股股东持有的现金流越高，董事变更与公司业绩之间的敏感度越高；当公司存在“股东联盟”时，两者之间的敏感度较高。对此，文献 [28] 提出应加强投资者法律保护水平以提高意大利较低的公司治理水平。文献 [29] 进一步的研究发现，在立法水平很高的国家，CEO 变更与公司业绩无关，而在执法水平很高的国家，CEO 变更与低下的公司业绩有关。其理由是，在投资者法律保护水平较差的国家，董事与 CEO 相互勾结来剥削股东财富，所以董事没有积极性去解雇公司业绩表现较差的 CEO^[29]。

在投资者法律保护与公司财务的八大热点问题中，最前沿、最核心的要数“投资者法律保护与股权集中度”和“投资者法律保护与公司价值”两大研究热点。因为：第一，“投资者法律保护与股权集中度”的研究体现了股权从分散走向集中所带来的代理问题的转变，即从股东与管理者之间的代理冲突转移到大股东对中小股东的剥削，而法律被认为是限制和防止大股东剥削的有效手段，同时，股权集中也是投资者法律保护的后果之一，两者关系的研究高度概括了“法与财务”的来龙去脉；第二，投资者法律保护的目的是提高公司治理水平，使公司价值最大化，那么投资者法律保护效果如何，最终还要通过公司价值的高低来衡量，因此法律保护与公司价值的研究抓住了“法与财务”研究的关键，是整个领域的精华所在；第三，从 LLSV 一系列研究也可看出，投资者法律保护、股权集中度与公司价值三者关系始终是其研究的重中之重^[2, 3, 4, 9]，这也吸引后来一大批学者的检验和证明，研究成果最为丰硕。

表 1 公司财务与投资者法律保护的主要研究成果汇总

Table 1 Main literature on the relationship between corporate finance and legal investor protection

主要研究领域		关系	代表性人物
1	法律保护与股权集中度	-	LLSV (1998, 2000) ^[2,41] ; LLS (1999) ^[31] ; Himmelberg, Hubbard, Love (2002) ^[5] ; Boubakri, Cosset, Guedhami (2005) ^[61] ; Homen, Hogfeldt (2004) ^[71] ; Chirinko R, <i>et al</i> (2004) ^[81]
2	法律保护与公司价值	+	LLSV (2002) ^[91] ; Johnson, <i>et al</i> (2000) ^[101] ; Milton (2002) ^[111] ; Lemmon, Lins (2003) ^[121] ; Lins (2003) ^[131] ; Klapper, Love (2004) ^[141] ; Boubakri, Cosset, Guedhami(2005) ^[61]
3	法律保护与控制权私利	-	Doidge, Karolyi, Stulz(2004) ^[151] ; Doidge(2004) ^[161] ; Nenova(2003) ^[171] ; Dyck, Zingales(2004) ^[181]
4	法律保护与资本成本	-	LLSV (1997) ^[191] ; Demiguc-Kunt, Maksimonvic (1998) ^[201] ; Bhattacharya, Daouk (2002) ^[211] ; Brockman, Chung (2003) ^[221] ; Himmelberg, Hubbard, Love (2002) ^[5]
5	法律保护与股利支付率	+ / -	LLSV (2000) ^[231]
6	法律保护与现金持有	-	Dittma, Mar-Smith, Servaes(2003) ^[241] ; Pinkowitz, Stulz, Williamson(2003) ^[251]
7	法律保护与盈余管理	-	Leuz, Nanda, Wysocki(2003) ^[261] ; Riahi-Belkaoui(2004) ^[271]
8	法律保护与 CEO 变更	+	Volpin(2002) ^[281] ; Defond, Hung(2003) ^[291]

2 争议的主要问题

虽然 LLSV 对投资者法律保护与财务之间所存在的各种关系做出了富有创造性和启发性的理论解释,但作为一门新兴的交叉学科,“法与财务”理论也受到学术界的质疑和批评。从宏观层面看,“法与财务”面临的最大的挑战是法律与金融发展两者谁因谁果的问题。LLSV 强调投资者法律保护是“因”,金融发展是“果”。文献 [30, 31] 对此逻辑关系提出了强烈批评,在 Coffee 等人看来,LLSV 本末倒置了,正确的逻辑关系应是,金融发展是“因”,法律变革是“果”,先有金融市场的发展,而后才需要强有力的法律来保护市场中投资者的利益。从微观层面看,“法与财务”研究争议的焦点主要集中在如下两个问题:一是法律与公司财务之间的关系问题;二是投资者法律保护指数的设计问题。

2.1 法与财务之间的关系问题

对于法与财务之间的关系问题,争议的焦点又分为两个层面:第一,法与财务之间的因果关系问题,是法律保护影响公司财务还是公司财务影响法律保护?第二,如果是法律保护影响公司财务,那么法律是直接影响因素还是间接影响因素?

对于第一个问题,LLSV 秉承其一贯的观点,认为法律保护是因,公司财务是果,法律保护会影响公司财务问题的决策。投资者法律保护越好,股权越分散、股利支付率越高、盈余管理水平越低、现金持有量越低、控制权私利越低。但是,法与财务之间的因果关系也可能恰好与 LLSV 的观点相反,即公司财务是因,法律保护是果,投资者法律保护的出现有可能是公司的财务问题或财务政策发展到一定水平的产物。以法律保护与股权集中度之间的关系为例,当股权结构非常分散时,公司的主要代理问题为股东与管理层之间的利益冲突,此时法律保护作为一种外部治理机制并未得到学术界的关注。伴随股权结构趋于集中而出现的大股东,往往利用自身的控制地位来剥削处于弱势地位的中小股东,此时法律作为一种限制大股东剥削、保护中小股东利益的有效手段,开始走入财务学家的视野并成为学术界的研究热点。因此,法律保护有可能是股权结构集中的结果, Coffee 等学者为此观点提供了佐证。Coffee 发现^[30], 20 世纪上半叶的英国并不能为中小投资者提供很好的保护,但此时股权集中度已非常分散,与 LLSV 的观点不符。文献 [32] 同样来自英国 20 世纪股权集中度演变史的证据表明:在 20 世纪上半叶,是收购兼并和股权置换而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

法律保护的结果；在下半叶，投资者法律保护的加强同样不影响股权集中度的分散。除了上述两派有关因果关系的纷争外，不排除存在第三种情况：即法律和公司财务可能同时是一个系统的内生变量，最后观察到的法律与公司财务之间的关系是该系统均衡的结果，而不仅仅是因果关系。目前，有关法律与公司财务之间的关系问题尚未取得一致结论，有待于学术界进一步的研究。

对于第二个问题，LLSV 强调法律对公司财务的直接影响，即法律是影响众多财务问题的根本因素。但其他学者发现，投资者法律保护只是其他更深层次因素如政治、文化、社会规范和禀赋的一种表征变量。换言之，政治、文化或社会规范等因素通过法律作用于公司财务，法律是影响公司财务的一种间接因素。目前主要有三大反对学派：第一，“政治与金融”（Politics and Finance）学派认为，在决定金融发展和公司财务政策上，政治支配着法律，政治因素是最主要的，而法律的影响是次要的。Roe 指出^[33]，某个经济在特定时期的法律规则依赖于这一经济初始的所有权与治理结构。Bebchuk 和 Roe 进一步指出^[34]，法律法规经常是由受利益集团影响的官员们制定的。利益集团的形成取决于初始的所有权结构，这些利益集团往往从自身利益出发来选择和制定相应的法律，利益集团通过影响政治进而影响法律法规的制定和变革。因此，法律与公司财务之间的关系实际上反映的是政治对公司财务政策的影响。文献 [35] 认为，是政治因素而非法律保护导致各国上市公司所有权结构的差异。与非社会民主（social democracy）国家如美国相比，具有社会民主的国家其股权结构趋于更集中，理由是：在社会民主国家，社会民主的压力促使公司的管理层更大程度偏离股东利益最大化的目标而追求其他政治目标，比如员工的稳定等，因而在这些国家中，管理层的代理成本更高，更需要大股东来监督和控制管理层，股权结构也更集中。第二，“文化与金融”（Culture and Finance）学派认为，投资者法律保护存在国别差异的根本原因在于各国文化和宗教的差异，而非法律渊源上的差异。文献 [36] 发现，一国投资者法律保护水平与一国的共有价值（common value）有关，利用共有价值体系对样本国家分类的结果比利用法源分类的结果更能全面反映法律对

投资者保护的国别差异。文献 [37] 的研究结果表明，在控制了法律渊源后：（1）宗教与债权人保护指数仍显著相关，并且信仰基督教的国家比信仰天主教的国家对债权人的保护程度更强；（2）一国文化比法律渊源能更好地解释个别股东保护指标的国别差异，天主教国家在“优先权”和“累积投票权”上好于基督教国家，但基督教国家在其他指标上优于天主教国家；（3）文化与执法力度显著相关，天主教国家的执法力度较差，特别是在讲西班牙语的天主教国家；（4）债市和银行系统的发展与文化显著相关。这说明，文化和宗教通过法律因素影响各国金融发展，法律只是文化的一个表征变量。第三，以 Coffee 为代表的社会规范（Social Norm）学派认为，并非法律保护而是各国社会规范的不同塑造了各国公司财务上的差异。Coffee 详细分析了各国控制私利水平与法律保护之间的关系后发现，对于投资者法律保护处于中等水平的斯堪的纳维亚法系，控制权私利水平最低，而投资者法律保护水平最高的普通法系，其控制权私利水平却接近于德国大陆法系的平均水平^[38]，与“法与财务”理论不符。Coffee 明确指出，造成各国控制权私利水平存在显著差异的根本原因在于各国社会规范的不同。在斯堪的纳维亚法系，社会凝聚力更强，同质性更高，犯罪率更低，这些属性能有效限制公司内部人的不公平交易等剥削行为，进而降低公司控制权私利水平，因为违反社会规范将给其带来严重的声誉损失^[39]。相反，对于法国大陆法系国家来说，犯罪率较高，种族差异显著，政治局势紧张，造成其社会同质性较差，因而这些国家的控制权私利水平较高。此外，禀赋论（Endowment theory）强调了一国初始禀赋如地理、疾病等在促进金融、财务发展中的作用。该学派认为，虽然殖民者所带来的法律渊源和殖民地的初始禀赋都是股市发展和私有财产保护力度的重要决定因素，但是初始禀赋比法律渊源能更好地解释金融中介和股市的发展，初始禀赋才是影响金融发展的关键^[40]。

2.2 投资者法律保护指数的设计问题

第一，投资者法律保护指数的设计不大合理。由于不同国家的法律条款在保护中小投资者利益的作用强弱不一，内容深浅不同，LLSV 在计算保护股东权利的“抗董事指数”（anti-director index）

时,没有根据不同国家的国情赋予该指数所包含的6项指标不同的权重,而是采用等权的方法加总6项指标,导致LLSV所计算的“抗董事指数”无法准确刻画不同国家中小投资者法律保护的真实水平,其结果可能使实证结论存在一定偏差。第二,投资者法律保护指数不够全面。由于每个国家的法律在保护投资者利益时侧重点和落脚点不同,某些国家的保护条款可能不在LLSV所涵盖的范围内,因此,LLSV所设计的保护条款不能完全体现不同国家法律对投资者的保护程度,特别是对于一些新兴或转型经济国家来说,需要补充和完善新的表征投资者法律保护水平的指标。第三,保护条款的法律来源不够系统。LLSV将法律保护条款仅局限于立法机构制定的法律(stature),而将立法机构通过的决议或法规排除在外,比如证券交易所上市规则以及证券监管法规,导致其设计的法律保护指数不能完全反映各国保护投资者的水平。以澳大利亚为例,根据文献[2]的计算结果,该国法律不强制要求“一股一票”,但其上市交易规则要求实行“一股一票”制,从而低估了该国投资者法律保护水平;另外LLSV所计算的债权人保护指数同样低估了该国真实的债权人保护水平。对此,LLSV承认,“先前设计的指标受到如下批评:选择的投资者保护指标描绘了一幅有关法国大陆法系投资者法律保护的苍白画面”^[19]。第四,在研究一国投资者法律保护与公司财务的动态关系时,由于各国投资者法律保护大多经历了一个从弱到强,逐步发展逐步完善的过程。根据相关理论构建的一国投资者法律保护指数在时间系列上可能出现“单边向上”的态势,而在这个过程中,其他财务指标也可能存在向上或向下的变化趋势,其结果可能导致在理论上关联度不大的法与公司财务,却在实证分析上得到显著的正相关或负相关关系。因此,如何从时间系列上研究一国投资者法律保护与公司财务之间的关系成为“法与财务”研究的另一个难点问题。

3 未来研究的发展趋势

3.1 在研究领域上,从跨国横向比较分析转向单一国家时间系列分析

LLSV采用横向跨国比较分析只能观察某一

时点不同国家投资者法律保护与公司财务之间的静态关系,无法捕捉两者之间的动态关系。纵观世界各国立法的发展历程,投资者法律保护的发展大都经历了从无到有,从弱到强的发展轨迹,同时公司的各项财务政策,如股权集中度,也随着时间推移而呈现逐步调整变化的过程。在这个过程中,投资者法律保护与公司财务之间的动态关系是横截面分析方法所无法准确刻画的。因此,“法与财务”开始转向从时间系列角度详细分析某一国家投资者法律保护与公司财务之间的关系,尤其是法律保护与股权集中度的关系,如对荷兰的研究^[8]、对英国的研究^[30, 31]、对意大利的研究、对瑞典的研究^[7]等。同时,单一国家的分析可以很好地控制住影响公司财务政策的宏观因素,如税收和规制,因而丰富和补充了跨国横向比较研究^[8]。

此外,在跨国横向比较上,研究对象的不同也是一个新的、重要的研究领域。后来学者逐步越过LLSV所研究的49个国家的范围,放眼于全球其他地区和国家,特别是对转型经济国家和亚洲新兴国家的研究。文献[41, 42]不但对LLSV构建的投资者法律保护指数进行补充和改进,而且将研究的样本拓展到东欧、东南欧、前苏联等24个转型经济国家,从而为了解这些转型经济国家的投资者法律保护状况提供了重要证据。文献[43]按照LLSV方法首次评估了中国的投资者法律保护水平,并对“法律-金融-经济增长”三者关系在我国的适用情况进行验证。结果表明:(1)在立法上,我国的投资者法律保护水平较高,接近于LLSV样本里49个国家的平均水平,甚至高于法国法系和德国法系的水平,而仅低于英美法系的平均水平;但我国的执法水平远远低于49个国家的平均水平;(2)“法律-金融-经济增长”三者关系适用于我国的国有企业和上市公司,即法律保护不健全,金融体系较脆弱,这些企业的增长较缓慢甚至为负增长;但三者关系不适用于私有企业,即虽然法律和金融体系不完善,但其增长速度远高于前两类企业,并成为国家经济增长的最重要支柱。据此,文献[43]认为,私有企业的快速增长来源于其他有效的融资渠道和治理机制,如声

誉和关系。

3.2 在法律保护来源上,从国家层面的法律保护转向公司层面的法律保护

对于投资者法律保护较差的国家,通过立法和司法体系的改革或者通过法律移植来提高投资者法律保护水平往往受到政治、文化、社会规范等方面的阻力,国家层面的法律变革是一项漫长而艰巨的任务。因此,从公司层面来增强对投资者的法律保护成为“法与财务”研究的另一发展趋势。文献[14]注意到,同一国家内不同公司对投资者的保护水平存在显著差异。因为,从理论上来说,许多公司有权在公司章程内增加或删除某些保护条款,比如通过如下行为来提高投资者保护水平:提高信息披露水平,选择功能完善且独立的董事会,建立惩处机制来阻止管理层或控股股东的剥削行为。文献[11, 44]同样分析了公司层面的治理水平与投资者法律保护之间的互动关系及其对公司价值的影响。两篇文献的研究结果表明,即使在投资者法律保护差的国家,公司也可以通过提高公司治理水平来克服弱投资者法律保护对公司外部融资所造成的负面效应;随着经济的全球化,公司治理有趋同化倾向,国家边界和司法体系在界定公司治理方面的作用越来越小,而个体公司在这方面的作用越来越大。

3.3 在计量分析方法上,从简单横截面回归技术转向高级计量分析技术

在“法与财务”研究的初始阶段,包括LLSV在内的众多学者均简单采用“普通最小二乘法”(OLS)来分析法与公司财务的关系。近年来,由于“法与财务”受到其他学派的质疑和批评,一些高级的计量分析方法开始被引入实证分析中,主要表现在:第一,伴随着研究样本从横截面数据向面板数据的转移,实证分析方法逐步从简单横截面回归技术转向“固定效应”或“随机效应”等高级计量分析技术;第二,为了克服法律的“内生性”问题,“工具变量法”被引入“法与财务”的实证研究中,并通常使用法律渊源作为投资者法律保护的工具变量;第三,从简单线性分析转向多元非线性分析,许多学者注意到投资者法律保护与公司

财务不仅仅是线性关系,有可能存在非线性关系,特别是投资者法律保护与股权集中度之间关系的研究,法与公司财务之间的多元非线性关系成为未来研究的一个趋势。这些方法和技术的应用,有助于深入了解和掌握法与公司财务之间可能存在的种种复杂关系。

除此之外,在具体的研究内容上,“法与财务”研究呈现由点及面的发展趋势。在研究的初始阶段,“法与财务”主要围绕法律保护与股权结构、法律保护与公司价值,以及三者之间的关系研究。后来,越来越多的财务问题和财务政策被发现与法律保护有关,比如法律保护与控制权私利、现金持有、盈余管理等。可以说,随着研究的深入,预计更多的财务问题将被发现与法律保护相关,这也构成“法与财务”研究的一套完整体系。

4 结束语

总体上看,尽管LLSV所倡导的“法与财务”理论受到诸如上述学者的批评,但不容置疑的是,“法与财务”领域已成为当今财务学,尤其是公司治理方面,最前沿的研究课题。因为它不仅将法律结构引入到财务学的研究中,并对许多财务问题提出创造性的理论解释,大大拓展了财务学的研究视野,而且其所提出的以保护中小投资者利益为中心的思想对于转型经济国家的公司治理和法律制度改革,具有重要的政策指导意义。作为“法与财务”研究的领军人物,LLSV至少在如下两个方面为财务学的研究做出重要贡献:(1)在思想上,使学术界有关代理理论的研究重心发生转移,从研究股东和管理者之间的代理冲突转到研究大股东与小股东之间的代理冲突上,这与世界上大多数国家,特别是东亚、东西欧等转型经济国家上市公司存在的代理问题相吻合;(2)在研究方法上,创造性地构建了一套用于评估49个国家投资者法律保护水平的量化指标,为后来的跨国实证比较研究提供了重要的分析工具和研究框架,从而引领公司治理的研究者从“第一代跨国公司治理研究”迈向“第二代跨国公司治理研究”^[45]。

参考文献:

- [1] Ritter J R. Recent Developments in Corporate Finance[C]. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, Inc, 2005.
- [2] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, *et al* Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106: 1113—1155.
- [3] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *Journal of Finance*, 1999, 54: 471—517.
- [4] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, *et al* Investor protection and corporate governance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58: 3—27.
- [5] Himmelberg C, Hubbard G, Love I. Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital[R]. SSRN Working Paper, 2002.
- [6] Boubakri N, Cosset J C, Guedhami O. Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection[J]. *Journal Financial Economics*, 2005, 76: 369—399.
- [7] Holmen M, Hogfeldt P. A law and finance analysis of initial public offerings[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2004, 13: 324—358.
- [8] Chirinko R, Ees H, Garretsen H, *et al* Investor protection and concentrated ownership: Assessing corporate control mechanisms in the Netherlands[J]. *German Economic Review*, 2004, 5: 119—138.
- [9] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, *et al* Investor protection and corporate valuation[J]. *Journal of Finance*, 2002, 57: 1147—1170.
- [10] Johnson S, Boone P, Breach A, *et al* Corporate governance in the Asian financial crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58: 141—186.
- [11] Milton T. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 64: 215—241.
- [12] Lemmon M, Lins K. Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis[J]. *Journal of Finance*, 2003, 58: 1445—1468.
- [13] Lins K. Equity ownership and firm value in emerging markets[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38: 159—184.
- [14] Klapper L, Love I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2004, 10: 703—728.
- [15] Dojige C, Karolyi A, Stulz R. Why are foreign firms listed in the U. S. worth more[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 71: 205—238.
- [16] Dojige C. U. S. cross-listings and the private benefits of control: Evidence from dual-class firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 72: 519—553.
- [17] Nenova T. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 68: 325—351.
- [18] Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59: 537—600.
- [19] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, *et al* Legal determinants of external finance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52: 1131—1150.
- [20] Demirguc-Kunt A, Maksimonvic V. Law, finance, and firm growth[J]. *Journal of Finance*, 1998, 53: 2107—2139.
- [21] Bhattacharya U, Daouk H. The world price of insider trading[J]. *Journal of Finance*, 2002, 57: 75—108.
- [22] Brockman P, Chung D. Investor protection and firm liquidity[J]. *Journal of Finance*, 2003, 58: 921—937.
- [23] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, *et al* Agency problems and dividend policies around the world[J]. *Journal*

- of Finance, 2000, 55: 1—33.
- [24] Dittmar A, Maht-Smith J, Servaes H. International corporate governance and corporate cash holdings[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38: 111—133.
- [25] Pinkowitz L, Stulz R, Williamson R. Do Firms in Countries with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash[R]. SSRN Working Paper, 2003.
- [26] Leuz C, Nanda D, Wysocki P. Earning management and investor protection: An international comparison[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 69: 505—527.
- [27] Riahi-Belkaoui A. Investor Protection, Earnings Opacity and Corporate Valuation[R]. University of Illinois at Chicago Working Paper, 2004.
- [28] Volp in P. Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 64: 61—90.
- [29] Defond M, Hung M Y. Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover[R]. SSRN Working Paper, 2003.
- [30] Coffee J. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control[R]. Columbia Law School Working Paper, 2001.
- [31] Cheffins B. Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom[R]. SSRN Working Paper, 2000.
- [32] Franks J, Mayer C, Rossi S. Ownership: Evolution and Regulation[R]. European Corporate Governance Institute Working Paper, 2003.
- [33] Roe M. Political and legal restraints on ownership and control of public companies[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27: 7—41.
- [34] Bebchuk L, Roe M. A theory of path dependence in corporate governance and ownership[J]. Stanford Law Review, 1999, 52: 127—170.
- [35] Roe M. Political foundations for separating ownership from corporate control[J]. Stanford Law Review, 2000, 53: 539—606.
- [36] Licht A N, Goldschmidt C, Schwartz S H. Culture, Law and Finance: Culture Dimensions of Corporate Governance Laws[R]. Interdisciplinary Center Herzliya, Israel, Working Paper, 2001.
- [37] Stulz R, Williamson R. Culture, openness, and finance[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70: 313—349.
- [38] Coffee J. Do Norms Matter? A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control[R]. Columbia Law School Working Paper, 2001.
- [39] Kapoff J, Lott J. The reputational penalties firms bear from committing criminal fraud[J]. Journal of Law and Economics, 1993, 36: 757—802.
- [40] Beck T, Demirguc-Kunt A, Levine R. Law, endowments, and finance[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70: 137—181.
- [41] Pistor K, Raiser M, Gelfer S. Law and finance in transition economics[J]. Economics of Transition, 2000, 8: 325—368.
- [42] Pistor K. Patterns of legal change: Shareholder and creditor rights in transition economics[J]. European Business Organization Law Review, 2004, 1: 59—110.
- [43] Allen F, Qian J, Qian M J. Law, finance and economic growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77: 57—116.
- [44] Dumev A, Kim E. To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation[J]. Journal of Finance, 2005, 60: 1461—1493.
- [45] Denis D, McConnell J. International corporate governance[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38: 1—36.

(下转第 121 页)

Survey of empirical studies on contracting and governance of venture capital investments

ZENG Yong, GUO Wen-xin, LIDian-wei

School of Management, University of Electronic Science and Technology of China, Chengdu 610054, China

Abstract: The research of contracting and governance of venture capital investments is an important and emerging area in modern financial contract theory. Exposed to high risk of startups, venture capitalists make complex contracts with entrepreneurs and staged financing to mitigate the agency conflicts between venture capitalists and entrepreneurs. This paper reviews empirical studies on contracting and governance of venture capital investments, and points out the future directions of theoretic and empirical research.

Key words: venture capital contract; incomplete contract theory; principal-agent theory; control right theory; debt theory

(上接第 109 页)

Survey of corporate finance and investor legal protection

XU Nian-hang^{1,2}, LAI Jian-qing¹, WU Shi-nong¹

1. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China;

2. Postdoctor Working Station of Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China

Abstract: Recently, a series of research trends have appeared in finance, one of which is the cross-discipline study on the relationship between law and finance, in short, "Law and Finance". From the macro viewpoint, it deals with the relationship between law and financial development or economic growth; from the micro viewpoint, it is concerned with the relationship between law, especially legal protection of minority shareholders, and corporate finance. This paper surveys current literature and forecasts future developments about legal investor protection and corporate finance. In detail, we summarize and comment eight related hot topics. Then, this paper discusses two key problems in this area. Finally, three future research trends on "Law and Finance" are discussed.

Key words: corporate finance; law and finance; legal investor protection; survey