

投资者保护、创新投入与企业价值*

鲁 桐 党 印

[摘 要]本文构建了一套公司层面中小股东权益保护评价体系,以此对 2007~2010 年沪深 A 股市值最大的 300 家公司进行投资者保护评价,并在此基础上考察投资者保护对创新投入和企业价值的影响关系。评价结果显示,中国上市公司这一代表性群体的投资者保护水平总体上较低,两极分化明显,且中小股东的参与权尚无改善趋势。实证结果表明,公司层面加强投资者保护有利于提升企业的市场价值,这种提升作用在第一大股东非国有、市场化程度低的情形下更明显。同时,公司层面加强投资者保护会提高进行创新投入的可能性,在有创新投入的情形下,投资者保护对企业市场价值的提升作用得到强化。总体结果表明,公司层面投资者保护对企业市场价值的影响与产权性质、外部市场化环境具有一定的替代关系。我们的研究对中国上市公司进一步改革中加强投资者保护、促进创新投入等方面具有一定的参考意义。

关键词: 投资者保护指数 创新投入 市场化程度 企业价值

JEL 分类号: G28 G32 G34

一、引 言

20 世纪 90 年代以来,在全球公司治理改革的浪潮下,中国公司治理改革也取得了全面进展。在宏观层面,一套包括法律和监管在内的公司治理体系已基本形成。在企业层面,上市公司普遍建立了股东会、董事会和监事会等公司治理结构,规范化运作程度有了显著提高。但是,诸如内幕交易、操纵股价、披露虚假信息等现象屡有发生,大股东挪用甚至侵吞上市公司资产等行为屡禁不止,严重损害了中小股东的利益,影响了广大投资者的信心。为何上市公司的治理结构在形式上已经规范,在实际运作中却无法切实保障投资者利益?我们认为,一个可能的原因是,形式规范只是为了满足宏观层面法律和监管部门的要求,上市公司尚未完全树立以投资者保护为核心的治理理念,未认识到保护投资者利益、为投资者创造回报对企业长远发展和市场价值的提升作用。因此,理论和现实需要回答,公司层面加强投资者保护是否会促进有利于长远发展的创新投入,并获得较高的市场价值?

从理论上讲,公司治理起源于两权分离产生的代理问题,基本目的是防止管理层的逆向选择和道德风险,确保股东利益(Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976)。随着研究的深入,大、小股东之间的利益冲突也成为关注对象,公司治理需要防止大股东损害中小股东的利益(La Porta 等, 1999; Claessens 等, 2000, 2002)。Shleifer and Vishny (1997)指出,公司治理的使命即通过各种方式,确保资金的提供者能从投资中获取回报。这包含两层含义,一是保证投资者的基本权利不受侵害(Jensen and Meckling, 1976),二是通过一整套激励机制,提高决策效率,提升企业市场价值,为投资者和利益相关者创造更多的回报(布莱尔, 1999; Lazonick and O'Sullivan, 2000)。可见,

* 鲁桐,中国社会科学院世界经济与政治研究所,研究员,公司治理研究中心主任,博士生导师;党印,中国社会科学院世界经济与政治研究所,博士研究生。作者感谢中国社会科学院世界经济与政治研究所涂勤和于换军对本文的有益评论与建议,感谢教育部 2011 年博士研究生学术新人奖的资助。当然,文责自负。

投资者保护既是公司治理的努力方向,也是公司治理本身的重要组成部分,良好的公司治理意味着投资者不仅在公司日常经营中享有权利,也能分享公司阶段性经营的成果。

从现实中看,大股东在股东会上有较多的投票权,也能派遣董事进入董事会,其利益更有保障,而中小股东相对分散,投票权有限,保障其权利需要更多的措施和手段。由于保护投资者利益涉及到完善的信息披露、促进股东参与决策和加强投资者关系管理等,需要付出专门的努力和大量的成本,但是这种付出是否有利于提升企业市场价值,在实践中仍是一个疑问。再者,为了建立价值投资的预期,上市公司需要给投资者提供长期回报,公司战略需要更关注长远的发展,创新投入变得必不可少。那么,加强投资者保护是否会增大创新投入的可能性?如果公司均有创新投入,投资者保护对企业价值的提升作用是否变得明显?对于企业价值而言,投资者保护、产权和市场环境之间是否具有替代性或互补性?我们认为,对这些问题的回答关系到对公司治理使命的深入认识,以及中国公司治理改革的未来方向,具有重要的理论和现实意义。

本文将建立一个公司层面基于中小股东的投资者保护指数,以 2007~2010 年中国市值最大的 300 家上市公司为样本,从知情权、参与权和收益权三方面衡量这一代表性群体对投资者权益的保护程度,提供一个中国上市公司投资者保护的现状考察。我们的实证结果表明,上市公司加强投资者保护会显著提升企业的市场价值,这种提升作用在第一大股东非国有、市场化程度低的情形下更明显。同时,加强投资者保护会提高公司进行创新投入的可能性,在有创新投入的情况下,投资者保护对企业市场价值的促进作用得到强化。总体而言,公司层面投资者保护与产权性质、外部市场化环境对企业市场价值的影响具有一定的替代作用。我们的研究对中国公司治理进一步改革中加强投资者保护、促进创新投入等方面具有一定的参考意义。

全文结构安排如下:第二部分从公司治理理论的演进角度,指出投资者保护在公司治理中的重要性,并简述现有研究中具有代表性的投资者保护指数。第三部分介绍本文所构建的公司层面的中小股东保护指数。第四部分实证分析中小股东保护与企业市场价值的关系,在不同的治理结构和市场竞争情况下考察这一关系,并将创新投入考虑在内。最后是本文的结论与政策含义。

二、文献回顾

学界对投资者保护的专门研究起始于 La Porta 等(1997,1998,2000),他们主要从跨国比较的视角,研究各国宏观层面法律对投资者保护的差异及经济影响。虽然他们的研究集中于宏观层面,但也引发了大量公司层面投资者保护的研究,他们自身也在后续的一项研究中将公司层面的因素与宏观法律因素结合起来,讨论不同国家投资者保护对企业价值的促进作用(La Porta 等,2002)。在此之前,有关公司治理的研究更多的是关注股权集中度、公司内部治理结构优化及与外部市场的关系等。为了反映投资者保护在公司治理中的地位,我们有必要简要回顾既有公司治理研究的演进脉络。

(一)公司治理理论演进与投资者保护的重要性

首先,公司治理最早关注的是两权分离引起的股东权益受损问题。Berle and Means(1932)用详细的数据指出,美国公司中股东的所有权普遍比较分散,股东将控制权交给从外部聘来的职业经理人,这种所有权与控制权的分离导致经理人的逆向选择和道德风险,使股东利益受到损害,公司治理就是要解决两权分离产生的代理问题。Jensen and Meckling(1976)深入分析了 Berle and Means 提出的代理问题,将此种代理问题产生的成本称为代理成本,给出了一个公司治理的代理成本分析框架,并认为公司治理就是要尽可能降低代理成本,提高企业效率。然而 La Porta 等(1999)、Claessens 等(2000)、Faccio and Lang(2002)分别发现,在英美以外、欧洲及东亚各国的公司中,股

权集中现象非常普遍,大多数公司存在控制性大股东。大股东有动力和能力约束管理层,甚至自身出任管理层,Berle and Means 所关注的两权分离现象在这里不存在,而且两权分离的问题可以通过提高股权集中度得到解决。但与此同时,较高的股权集中度引起了一个新的问题,即大股东滥用权力,通过隧道行为、关联交易等方式侵占中小股东利益,由此大股东与中小股东之间的利益冲突倍受关注。在欧美以外,公司治理的主要目标是优化股权结构,保护中小股东利益。

其次,公司内部治理与外部市场的关系一直是学界关注的重点。与企业理论主要分析企业与市场的替代关系不同,公司治理领域的研究侧重于分析企业与市场的互动关系。一家公司从资本市场上直接融资,还是从银行体系间接融资,对应着两种不同的治理模式。前者的约束主要来自外部资本市场,因此被称为外部治理主导的模式,后者的约束来自债权人,因此被称为内部治理主导的模式^①。同时,前一模式中股东参与公司治理的方式有限,保护自身利益的渠道有限,因此保护股东利益成为重点,被称为股东治理模式。后一模式中,股东可以直接参与公司治理,其利益受损害的可能性较小,公司治理强调保护所有利益相关者的利益。无论哪种治理模式,其背后均对应着一种融资模式,也即公司治理的问题可以从融资市场上找到根源(Williamson,1988;Fan等,2011)。

公司与市场的关系也体现在产品市场和接管市场上。当公司治理不完善时,生产效率会受到影响,不利于在产品市场上保持竞争力,也会受到来自接管市场的压力。因此一些研究认为,来自产品市场和接管市场的压力会促使公司完善治理(Hart,1983;Lin等,1998)。竞争越激烈,资产所有者将获得越多关于经营者努力程度的信息,从而制定更好的激励机制和监督措施,公司治理将更趋于完善,即外部的市场竞争与公司治理存在互补作用。其他一些研究认为,外部市场竞争可以弥补不完善的内部治理,二者对公司绩效的影响具有替代作用(Giroud and Mueller,2010;胡一帆等,2005)。我国学者姜付秀等(2009)提出一种新的思路,他们认为,在不同的产品市场竞争环境下,不同的公司治理机制表现出不同的作用。产品市场竞争与公司治理机制既不是绝对替代,也不是完全互补,这一关系随不同的治理机制而有所差异。

再次,随着研究的深入,更多文献转而关注公司治理本身,从公司内部讨论何种公司治理结构是最优的。此时公司治理被认为是一整套组织结构和制度安排,用于实现股东、董事会和管理层之间权力和责任的平衡(OECD,1999)。此类研究主要讨论哪种公司治理架构更有效率,更有利于提升公司业绩和市场价值,具体包括股权的性质和集中度、董事会的规模和结构,及高管的激励机制等等^②。

最后,由 La Porta 等(1997,1998,2000)开创法经济学以来,投资者保护成为研究公司治理一个重要视角。他们指出,从以上角度分析公司治理虽然可以得出一些认识,但均不能认识问题的根本,他们认为从法律渊源的角度分析公司治理更有效。不同的法律渊源意味着不同的投资者保护情况,导致不同的融资体系,进而决定了公司的融资方式。他们认为,法律对投资者保护得更好的国家,直接融资体系发达,公司更倾向于直接融资,从而股权呈分散状态;法律对投资者保护较弱的国家,间接融资体系发达,公司更倾向于从银行体系融资,从而股权集中度较高。La Porta 等(2002)认为,较好的投资者保护能够更好地激励公司管理者进行有效管理,寻找有益于公司的投资机会,从而提升公司价值,而较差的保护会诱使大股东侵占中小股东利益,并使公司错失良好的投资机会,不利于改善业绩。由此,La Porta 等将法律及其对投资者的保护、融资模式、公司治理、企业绩效等问题置于一个分析框架,实现了法与金融的完整融合。

纵观现有文献,我们发现,无论是从股东层面、竞争层面、公司治理本身,还是更为宏大的投资

① 在一些文献中,两者也分别被称为市场主导型和银行(或关系)主导型治理模式。

② 该类文献卷帙浩繁,相关的文献综述也不胜枚举,代表性的如 Shleifer and Vishny(1997)、Denis(2001)、Gillan(2006)、Yong等(2008)和 Adams等(2010)。

者保护视角,其根本导向均可归结为优化治理结构,提高企业价值,并保护投资者利益。新近的公司治理组织控制学派(Lazonick and O'Sullivan, 2000; O'Sullivan, 2000)认为,公司治理起源于解决两权分离产生的代理问题,保护投资者利益,但这只是剩余收益的分配层面,公司治理更应关注剩余收益的产生。该学派认为,公司治理更重要的是为投资者创造价值,这就需要公司治理承担起新的使命,即促进公司持续不断地创新。毋庸置疑,公司要在市场上保持持续的竞争力,必须不断地创新,因此作为公司运行的基本制度,公司治理须关注创新活动。好的公司治理需为创新提供一定的制度环境,使公司在创新上持续投入资源。虽然已有诸多文献讨论了公司治理机制与技术创新的关系(如 Hillier 等, 2011; Belloc, 2012; 党印, 2012),但很少有文献讨论投资者保护与企业技术创新的关系。温军(2011)进行了这方面的有益尝试,他从法律层面考察中小投资者保护与企业技术创新的关系,发现有关中小投资者法律保护的良好立法与有效实施可以推进企业的技术创新。然而,现有文献尚未从公司层面考察投资者保护是否有利于企业加强创新,这是一个重要的研究遗缺。

(二)投资者保护的衡量及其对企业价值的影响

从投资者保护视角可以将公司治理的诸多问题融合在一起,但是难点在于如何对投资者保护程度进行衡量。现有的投资者保护指数分为三类,一是基于跨国横向比较,主要是 La Porta 等(1997、1998)依据各国法律条款,构建的用于比较国家间投资者保护水平的指数,包括股东权利保护指数、债权人权利保护指数、抗董事权指数和执法效率指数等。Djankov 等(2008)在此基础上进一步构建了抗自我交易指数。这些指数表明一国法律对投资者的保护情况将影响到资本市场的发展及公司的融资方式,进而对公司治理的各方面产生影响。二是基于一国纵向比较。该类指数也大多从法律的角度构建,比如沈艺峰等(2004)在 La Porta 等(1998)的基础上,建立了针对中国的投资者保护立法指数,考察中国 1992~2002 年投资者法律保护的演变情况,以及对首次公开发行的初始收益率的影响。之后,沈艺峰等(2005)进一步运用该指数,发现随着投资者保护水平的提高,上市公司的权益资本成本呈下降趋势。肖松(2010)从立法和执法两方面,对中国 1992~2008 年中小投资者法律保护情况进行定量赋值,发现这一时期内投资者保护水平与公司价值正相关。三是基于公司层面。此类文献认为,不仅国家间投资者保护情况不同,一国之内不同时期投资者保护情况不同,而且在同一时点,一国之内不同公司对投资者保护的力度也存在差异,这种差异无疑对公司绩效具有重要影响(Klapper and Love, 2004)。沈艺峰等(2009)建立了基于问卷调查的公司层面投资者保护执行指数,包括抗董事权、信息披露和投资者保护实施三方面,发现投资者保护执行情况是影响中国上市公司资本结构的重要因素之一,投资者保护执行指数与公司负债比率和负债权益比呈显著的负相关关系。姜付秀等(2008)基于一系列有代表性的财务指标,从全体投资者角度构建了一套公司层面的投资者保护评价体系^①,研究发现,中国上市公司投资者保护水平与股权融资成本呈负相关关系。

大量研究讨论了投资者保护与公司治理的互动关系。比如, Klapper and Love(2004)采用 La Porta 等(1997、1998)的国家层面投资者保护指数,并构建了公司层面的治理指数,分析认为,在法律环境不完美的国家,公司层面的治理机制更重要,公司治理与法律对投资者的保护有替代作用。Dumev and Kim(2005)、Doidge 等(2007)也认为,公司层面治理状况的改善可以弥补外部制度环境的不足,更好地保护投资者的利益。Boubakri 等(2005)研究发现,在投资者保护水平不高的国家,股权集中度对企业绩效的促进作用更明显。王克敏和陈井勇(2004)从企业层面的研究也表明,股权结构对公司绩效作用的强弱受到投资者保护程度的影响。当投资者保护增强时,大股东对管理者的监督力度降低,当投资者保护减弱时,情况则相反,说明大股东的存在可以作为投资者保护的

^① 这一体系包括五个方面,分别是知情权、股东对公司利益的平等享有权、股东财富最大化、投资回报,及上市公司诚信。

一种替代机制。也有研究认为,对企业绩效的全面研究需要将公司治理、竞争和产权结合起来进行考察,如胡一帆等(2005)发现,虽然三个因素都对公司绩效有积极影响,但综合考察时,产权结构与公司治理的作用相对重要,竞争效应则不显著。我们认为,在一个既定国家中,宏观层面法律对投资者的保护可以视为给定,此时,公司层面投资者保护水平可能对企业市场价值产生影响。目前为止,尚没有研究将公司治理、竞争、产权和投资者保护综合起来,考察它们对企业价值的影响是否存在替代性或互补性,或者说公司层面的投资者保护在何种情况下对企业价值的影响更明显。

本文将基于公司层面,考察 2007~2010 年中国市值最大的 300 家上市公司对投资者的保护程度,分析不同的竞争与产权情况下,投资者保护对企业价值的影响,并考察投资者保护是否会促进企业加强创新,以及考虑创新投入的情况下,投资者保护对企业价值的影响是否会提高,以丰富公司层面投资者保护的研究,并拓展现有理论关于治理、竞争和投资者保护关系的分析。本文对这一领域的贡献有三点:第一,构建了公司层面投资者权益保护评价体系,该评价体系不同于姜付秀等(2008)和沈艺峰等(2009)的指数体系,它同时涵盖了投资者保护的实践过程和结果收益,并且立足于中小投资者,而非全体投资者;第二,考察了投资者保护在不同产权和外部市场化情况下对企业价值的影响,丰富了现有公司治理理论文献;第三,考察了创新投入在投资者保护影响企业价值中的作用,指出良好的投资者保护会促使企业专注于价值创造,加大创新投入,并且在有创新投入的情况下,投资者保护对企业价值的提升作用将更加明显。

三、方法与数据

(一)中小股东权益保护指数的构建

各国法律保护投资者权益的一个基本前提是,投资者在法律地位上是平等的,因此,投资者保护的整体水平取决于对中小投资者的保护水平^①。因为与中小股东相比,大股东有更多的渠道参与公司治理,在公司重大事项的决策上更有决定权,其利益更有保障。同时,如果中小股东的权益有保障,那么其他普通投资者的权益将更有保障,公司投资者保护的整体水平将相应提升,因此考察投资者保护的最好参照点是中小股东权益保护水平。自 La Porta(1997)以来,投资者保护指数大多是基于中小股东。在针对中国的投资者保护指数中,沈艺峰等(2004,2005,2009)无论是从法律层面的纵向历史考察,还是对公司层面投资者保护执行情况的分析,均是基于中小股东。当然,姜付秀等(2008)的投资者保护评价体系立足于所有投资者,也是一种有益尝试。相对而言,沈艺峰等(2009)以 2007 年为时间点,着重考察公司层面投资者保护的截面状况;姜付秀等(2008)以 2000~2004 年为时间段,评价体系大多基于一系列财务指标^②,主要从事后角度评价投资者保护情况。

本文基于 La Porta 等(1997,1998,2000,2002,2008)的系列研究,及 Gompers 等(2003)、Cheung 等(2008)的公司治理评价体系,并结合经济合作发展组织(OECD)《公司治理原则》(1999,2004)、中国的《公司法》和《证券法》,及有关投资者保护的法律法规和实践^③,设计了一套从事前和事后

① 公司的投资者通常包括股东和债权人,由于债权人与公司有明确的合约,未来收益有稳定的预期,而股东的收益具有不确定性,因此保护股东权益一直是公司治理的重点。本文也沿承这一分析传统,投资者仅狭义地指上市公司的股东。

② 包括审计意见类型、关联交易占总销售收入的比例、大股东占款占总资产的比例、净资产收益率、托宾 Q、利润增长率、现金分红占股本比例、股票股利占股本比例和回报率,等等。

③ 中国证监会 2002 年出台的《上市公司治理准则》第三条规定,股东对法律、行政法规和公司章程规定的公司重大事项,享有知情权和参与权。2004 年发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》进一步推动上市公司加强投资者权益保护,具体包括重大事项社会公众股股东表决、加强投资者关系管理、提高信息披露质量,实施积极的利润分配办法等。2006 年深交所发布《中小企业板投资者保护指引》,明确倡导上市公司规范运作,保障投资者的收益分配权、知情权和决策参与权。

角度考察公司层面中小股东权益保护的评价体系。在该体系中,我们将公司外部法律对投资者的保护视为既定,关注中小股东在公司层面的三方面权益:知情权、参与权和收益权。具体而言,知情权和参与权侧重于事前,共 18 个指标,收益权侧重于事后,共 2 个指标^①。知情权是投资者获得证券相关信息的权利,投资者有权在及时、准确、完整的条件下知悉上市公司的所有重大信息。《公司法》第九十八条规定:“股东有权查阅公司章程、股东名册、公司债券存根、股东大会会议记录、董事会会议决议、财务会计报告,对公司的经营提出建议或者质询”。知情权是投资者监督公司的基础,也是投资者参与重大决策和获得资产收益的基础。实践中,上市公司需加强信息披露,通过网站、年报等渠道向投资者提供必要的信息,并积极与投资者沟通,为投资者了解公司动态提供便利。参与权是投资者居于平等的法律地位,参与公司决策的权力,包括两个方面:一是直接行使,主要通过股东大会和临时股东大会上提出议案,并对有关决议事项进行投票;二是间接行使,主要是提名董事会或监事会成员,由被提名董事或监事代表投资者行使权利。收益权的最直接体现是股东按实缴的出资比例获得分红。中国证监会一直鼓励上市公司执行股利政策,并于 2008 年 8 月 22 日出台《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,要求上市公司在年度报告中详细披露公司的现金分红政策和历史现金分红数据对比,以促进上市公司的分红意识,使分红具有一定的透明度、持续性和稳定性。另外,收益权也体现在投资者从股价上升中获取的市场收益,如果一家公司的股价表现优于市场整体水平,则投资者将获得较多的资本利得。该指标体系的具体内容如表 1 所示。

(二)基本假设与模型设计

毋庸置疑,上市公司投资者保护涉及到日常运营的各个方面,加强投资者保护意味着要制定详细的制度,派遣专门人员进行投资者关系管理,并促进、监督相关投资者事务有效展开,这些需要上市公司付出大量的成本。这种付出是否会得到所有投资者的一致认可,投资者是否热衷于投资于那些投资者保护良好的公司,这可以从上市公司的市场价值上得到反映。目前已有多项研究构建公司治理指数,考察其与企业价值的影响关系,指数中均包含股东权利、信息披露等涉及投资者保护的要素(如 Gompers 等,2003;Black 等,2006;Cheung 等,2008)。这些研究指出,治理水平较高的公司往往有较高的盈利能力,并获得较高的市场溢价。鉴于投资者保护的重要性,我们认为有必要单独考察其对企业价值的影响关系。如果上市公司信息披露比较完善,重视投资者的各种权利,将会吸引更多的投资者持有该公司股票,企业的市场价值将会上升。由此提出如下假设:

假设 1:上市公司加强投资者权益保护,将会获得较高的市场价值。

与此同时,公司治理的出发点是保护股东利益不受侵害,更重要的使命是通过科学决策,为股东创造价值。创造价值的一个途径即不断创新,保证公司在市场上的竞争力,这就需要一定的创新投入。O'Sullivan(2000)系统地提出公司治理不应仅服务于剩余收益的分配,而应以价值创造为导向。Lazonick and O'Sullivan(2000)指出,良好的公司治理应有利于提高资源配置效率,通过不断创新来最大化股东利益。我们认为,如果上市公司在投资者保护方面制度健全,对中小股东保护水平较高,则意味着会从长远角度考虑公司发展,从而更有可能进行创新投入;如果上市公司不注重中小股东权益保护,则意味着公司被诸多短期目标所束缚,无法着眼于长期目标,从而进行创新投入的可能性较小。由此我们提出假设 2:

假设 2:加强公司层面的投资者权益保护,将提高进行创新投入的可能性。

^① 需要说明的是,该指标体系的内容和权重乃经过一专门小组多轮讨论和修订而最终确定,该小组成员包括学界研究人员、上市公司管理人员和来自独立中介机构的第三方人员,成员一致认为这一评价体系涵盖了上市公司保护投资者权益的重要方面,能反映出公司投资者保护的基本水平。

表 1 中小股东权益保护指标体系

项目	衡量指标	赋值方法
知情权 (30%)	董事、监事任命时应公布其的背景。包括简历、与上市公司或控股股东及实际控制人是否存在关联关系、持有上市公司股份数量、是否受到相关部门的处罚和惩戒。	公布两项以下,0;三项,1;四项,2。
	会计事务所的任命,应公布其名字和费用。	两项均无,0;仅一项,1;两项均有,2。
	投资者关系网页内容是否丰富、充实?是否及时更新?	据网页情况分别赋值为 0、1、2。
	是否建立了公开可查的投资者关系管理制度?	无,赋值为 0;有但不能公开可查,1;公开可查,2。
	根据年报、网页、社会责任报告等披露的信息,判断公司是否与投资者积极沟通?	根据已披露信息,分别赋值为 0、1、2。
	年报中财务绩效一栏是否全面、深入。	分别赋值为 0、1、2。
	年报中经营和竞争能力一栏是否全面、深入。	分别赋值为 0、1、2。
	年报中董事会成员背景一栏是否全面、清晰。	分别赋值为 0、1、2。
	年报中运营风险一栏是否全面、深入、清晰。	分别赋值为 0、1、2。
	上市公司是否有投资者联系热线并有效运行?	无,0;有但无人接听,1;有效运行,2。
参与权 (50%)	公司是否给代理投票提供便利?	否,0;是,2。
	是否实行股东大会网络投票机制?	无,0;有,2。
	股东提出召开临时股东大会所需的股份比例。	>10%,0;=10%,1;<10%,2。
	是否设有分类表决机制?	无,0;有,2。
	股东提出董事、监事候选人所需的股份比例。	>3%,0;=3%,1;<3%,2。
	股东提出独立董事候选人所需的股份比例。	>1%,0;=1%,1;<1%,2。
收益权 (20%)	列为重大事项的购买/出售资产占总资产的比例。	>30%,0;=30%,1;<30%,2。
	列为重大事项的担保金额占总资产的比例。	>30%,0;=30%,1;<30%,2。
收益权 (20%)	公司过去 3 年现金分红占年均可供分配利润的比例。	<30%,0;=30%,1;>30%,2。
	过去一年中,上市公司股价的市场表现。	增长率低于沪深 300 指数,0;高于沪深 300 指数,2。

再者,投资者保护与企业价值的关系可能受到企业的产权性质(即国有或非国有)和外部环境的影响。众多研究已证实,企业的产权性质和外部环境会影响到企业绩效,从而对企业价值产生影响(Lin 等,1998;施东辉,2003;胡一帆等,2005),这些研究指出,投资者保护、公司内部治理因素、产权性质和外部市场化环境均是影响企业绩效的重要方面,任何一个公司不可能在所有方面均达到最好水平,不同方面可能在某些情况下具有替代作用或互补作用。我们认为,在市场化环境不佳的地区,如果某家上市公司在投资者权益保护上有突出表现,则会明显异于其他上市公司,其市场价值将会显著上升。然而如果第一大股东是国有性质,这种促进作用将被打上折扣,因为中国上市公司中国有大股东侵蚀中小股东利益的行为屡见不鲜,此类公司保护中小股东权益的通常行为较难获得市场信任,只有采取高于平均标准的做法,才会受到投资者的认可。相反,如果第一大股东是非国有,只要采取通常意义上的投资者保护措施,市场价值将会明显上升。由此我们提出假设 3 和 4:

假设 3:市场化程度低的地区的公司,加强投资者保护对市场价值的提升作用更明显。

假设 4:第一大股东是非国有股的公司,加强投资者保护对市场价值的提升作用更明显。

基于以上假设,我们构建如下回归模型,考察投资者保护对企业市场价值的影响关系。

$$TOBINQ_{it} = \alpha + \beta_1 IPI_{it} + \beta_2 CONTROLS_{it} + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

在式(1)中, i 代表某家公司, t 代表年份, α 为常数项, ε 为服从正态分布的随机扰动项。被解

释变量是表示市场价值的托宾 Q ，解释变量是本文的投资者保护指数。控制变量是有关公司治理和企业特征的变量，主要包括四个层面。(1)股东层面。包括第一大股东持股比例及其股权性质。第一大股东的持股比例决定了其在公司重大决策中的作用；第一大股东的股权性质决定了其基本目标是经济效益优先还是社会效益优先。(2)董事会层面。我们主要关注董事长与总经理的两职设置情况，不同的两职设置决定了公司内部权力的分配和平衡，是决定董事会有效运行的关键变量。(3)激励机制。包括董事、监事和高管的持股比例之和、年度薪酬总和，分别代表上市公司对董、监、高的长、短期激励力度。(4)企业特征。包括规模、财务杠杆和现金流水平等反映企业特征的基本变量。一般而言，规模越大，现金流越充裕，企业的市场价值将越大。财务杠杆反映了企业的融资结构。这些变量均是现有研究中常见的反映治理与企业特征的变量，控制这些变量将有益于考察投资者保护对企业价值的重要性。当然，我们对行业效应和年度效应也进行了控制。式(1)扩展后形式如下：

$$TOBINQ_{it} = \alpha + \beta_1 IPI_{it} + \beta_2 SH1_{it} + \beta_3 SH1_DUM_{it} + \beta_4 DIR_CEO_{it} + \beta_5 R_BSM_{it} + \beta_6 S_BSM_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 CASH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

为检验投资者保护与创新投入的关系(假设 2)，我们构建如下所示的 Logistic 回归模型，解释变量和控制变量均与式(2)相同，为投资者保护指数和反映公司治理和企业特征的各类变量。被解释变量为创新投入的虚拟变量，如果公司披露了当年的研发投入数值，且研发投入大于零，则赋值为 1，否则为 0。如果公司有研发投入，但未公开披露，鉴于数据不可公开获知，我们将其赋值为 0。

$$INNOV_{it} = \alpha + \beta_1 IPI_{it} + \beta_2 SH1_{it} + \beta_3 SH1_DUM_{it} + \beta_4 DIR_CEO_{it} + \beta_5 R_BSM_{it} + \beta_6 S_BSM_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 CASH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

当然，我们在式(2)和式(3)中已考虑到产权性质和治理结构方面的因素。为考察投资者保护、产权和外部市场化环境之间的替代或互补关系，我们将在实证分析中引入交互项。为考察投资者保护与产权性质的关系，我们引入投资者保护与第一大股东是否国有的交互项；为考察市场化环境的影响，我们引入外部市场化程度变量，并构造投资者保护与外部市场化程度的交互项。为保证结果的稳健性，我们将交互项回归的结果与分组回归的结果作对比，考察前后是否一致。总体上，实证分析的主要变量如表 2 所示。

表 2 主要变量的定义及说明

变量名	变量定义
TOBINQ	托宾 Q =(股权市值+净债务市值)/期末总资产，其中非流通股市值用净资产代替计算。
INNOV	如果公司当年有研发投入并在年报中公开披露，则取值为 1，否则取值为 0。
SH1	第一大股东持股比例。
SH1_DUM	第一大股东的性质，国有取值为 1，非国有取值为 0。
DIR_CEO	董事长与总经理两职兼任取值为 0，两职分离取值为 1。
R_BSM	董事、监事及高管持股比例之和。
S_BSM	董事、监事及高管年薪总额(单位：百万元)。
SIZE	企业规模，以年末资产总额的自然对数值表示(资产的单位为百万元)。
LEV	资产负债率=负债合计/资产总计。
CASH	现金流水平=期末现金及现金等价物余额/资产总额。
MARKET	上市公司注册地所在省份的市场化程度，以 2007 年为参照点，如果高于所有省份的平均水平，则取值为 1，否则取值为 0。在稳健性检验中，市场化程度取公司所在地 1999~2007 年各年水平的平均值。
INDUSTRY	按照证监会行业分类标准，剔除金融行业后，生成 11 个虚拟变量。
YEAR	控制年份的影响，本文样本区间为 4 年，故生成 3 个年度虚拟变量。

(三)样本选取与数据来源

本文的样本是 2007~2010 年市值最大的 300 家 A 股上市公司(市值计算日为次年 6 月 30 日),不包括单纯在香港及海外上市的公司,也不包括当年新公开发行上市的公司。以 2007 年为起始年份的原因是,截至 2006 年 12 月 29 日,沪深两市共有 1269 家公司完成了股改或进入股改程序,市值占比为 97%。并且 2007 年 1 月 9 日沪深股市总市值首次突破 10 万亿大关,证券化率(占 GDP 比重)超过 50%,中国资本市场自 2007 年开始进入了新的发展阶段。四年的样本中,市值最大的 300 家公司是中国上市公司的代表性群体,他们大多是所属行业的领先者,这些公司的投资者保护实践在中国上市公司中具有风向标意义。并且四年中 300 家公司的市值分别占 A 股总市值的 84%、82%、83%、72%,因此对这一群体的考察能在一定程度上揭示中国上市公司对中小股东权益保护的基本状况。

数据来源上,为每家公司评分所依据的信息全部来自上市公司的公开信息,包括公司年报、章程、公告及交易所网站等披露的各种公开可查的信息。我们首先对样本公司按各个指标分别打分,对知情权、参与权和收益权分别进行百分化处理,然后加权得到具体年度的指数,最后对当年 300 家公司的总指数和各部分指数进行算术平均,得到年度投资者保护总指数(Investor protection index, IPI)和子指数(IPI_A、IPI_B、IPI_C)。本文所有财务指标及公司治理变量的数据来自于CSMAR 数据库,各地区市场化程度的数据来自樊纲等(2010)的《中国市场化指数报告》,研发投入数据源于 Wind 咨询数据库和 CSMAR 数据库,对于数据缺失的公司我们以公司年报为依据逐个进行再次确认。由于金融行业的特殊性,实证分析中我们剔除该行业上市公司的样本。为防止异常值的影响,我们对连续性变量按 1%水平进行了 Winsorize 处理。

四、结果与分析

(一)描述性统计结果

自 2007 年至 2010 年,中国市值最大的 300 家上市公司对中小股东的保护呈现出三个特点。第一,总体水平较低。2007 年的平均分最低(均值为 44.66),2008 年大幅提高(54.32),但之后两年持续下降。2008 年平均分提高是由于参与权和收益权得到明显改善,之后下降是由于参与权得分大幅降低。我们认为,2008 年后总体水平下降的一个可能原因是金融危机后国有股份比重增大,使国有股一股独大问题更加凸显,对中小股东权益保护产生负面影响。第二,两极分化严重。在每一年中,最低分和最高分相差巨大,标准差也较大,反映出公司层面投资者保护存在显著差异。第三,指数的各部分差异明显。知情权得分最高,表明上市公司信息披露工作近年来取得了实质性进步;参与权得分最低,且在 2008 年上升后,于之后两年大幅下降,表明中小股东仍停留在公司的决策程序之外,只是资本的提供者,没有真正参与到公司的有关事务中;收益权在四年中总体上不断改善,仅 2010 年有微小下降,这反映了自 2008 年证监会颁布有关分红的规定后,上市公司在分红上进行了明显改善,使更多的股东分享到公司发展的成果。

剔除金融行业后,在所有样本中,创新投入的中位数为 0,四分之三分位数是 1,表明仅少部分公司进行了创新投入。第一大股东持股比例的平均值为 0.455,表明一股独大现象在中国市值最大公司中的普遍性。并且第一大股东是国有股的中位数是 1,表明这种一股独大实质上是国有股一股独大。董事长与总经理两职设置情况较为统一,四分之一分位数为 1,表明大部分公司均实现了两职分离,实现了较好的权力平衡。在董、监、高的持股和薪酬激励上,样本公司的最大值和最小值

表 3 中小投资者保护指数的描述性统计

年份	指数	公司数量	均值	标准差	最小值	四分之一分位数	中位数	四分之三分位数	最大值
2007	IPI	300	44.66	8.179	26.13	38.63	44.75	50.19	67.63
	IPI_A	300	63.55	13.27	25	55	65	70	95
	IPI_B	300	33.29	10.87	6.250	25	31.25	37.50	68.75
	IPI_C	300	44.75	25.69	0	25	25	75	100
2008	IPI	300	54.32	9.323	20.25	48.63	55.50	61	78.38
	IPI_A	300	63.15	12.30	30	55	65	70	95
	IPI_B	300	50.10	11.46	12.50	43.75	50	56.25	81.25
	IPI_C	300	51.58	25.86	0	25	62.50	75	100
2009	IPI	300	51.87	9.520	24.38	45.25	51.50	58.44	82.38
	IPI_A	300	60.75	13.80	25	50	60	70	95
	IPI_B	300	42.13	11.63	12.50	37.50	43.75	50	93.75
	IPI_C	300	62.92	31.71	0	50	50	100	100
2010	IPI	300	50.50	9.558	24.50	44.63	50.50	57.38	73.63
	IPI_A	300	66.25	14.52	25	55	65	75	95
	IPI_B	300	36.29	10.67	12.50	25	37.50	43.75	62.50
	IP_C	300	62.42	32.62	0	50	50	100	100

表 4 主要变量的描述性统计

变量	样本数量	均值	标准差	最小值	四分之一分位数	中位数	四分之三分位数	最大值
TOBINQ	1086	1.987	1.437	0.838	1.095	1.491	2.27	9.371
INNOV	1088	0.392	0.489	0	0	0	1	1
SH1	1088	0.455	0.171	0.081	0.333	0.477	0.576	0.837
SH1_DUM	1088	0.563	0.496	0	0	1	1	1
DIR_CEO	1076	0.894	0.308	0	1	1	1	1
R_BSM	1088	0.017	0.068	0	0	0	0	0.417
S_BSM	1083	5.876	5.762	0.610	2.470	4.179	7.208	47.4
SIZE	1088	9.521	1.193	7.087	8.701	9.38	10.18	14.32
LEV	1088	0.51	0.184	0.081	0.375	0.521	0.650	0.957
CASH	1085	0.17	0.132	0.01	0.076	0.136	0.22	0.812

之间存在明显差异,表明不同公司在激励机制上有明显不同。

(二)公司层面加强投资者保护是否会提升企业价值?

式(2)的回归结果如表 5 所示。其中,模型(1)和(2)为基本回归结果,前者仅加入行业 and 年度的控制变量,后者加入代表公司治理和企业特征的控制变量。在两个模型中,投资者保护指数的系数分别为 0.011、0.01,分别在 5%、1%的水平上显著,表明公司层面加强投资者保护能显著地提升

表 5 投资者保护对企业价值影响的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	全样本		国有	非国有	市场化高	市场化低		全样本	
IPI	0.011** (2.42)	0.010*** (2.76)	0.000 (0.00)	0.023*** (3.28)	0.007 (1.44)	0.020*** (2.92)	0.021*** (3.86)	0.010*** (2.75)	0.025*** (2.42)
SH1		-1.036*** (-4.48)	-1.006*** (-3.74)	-1.143*** (-3.04)	-1.127*** (-4.27)	-0.471 (-0.99)	-1.081*** (-4.67)	-1.031*** (-4.46)	-1.030*** (-4.45)
SH1_DUM		-0.394*** (-4.99)			-0.384*** (-4.02)	-0.502*** (-3.45)	0.581 (1.57)	-0.399*** (-5.03)	-0.400*** (-5.05)
DIR_CEO		0.244** (2.07)	-0.236 (-1.44)	0.532*** (3.12)	0.584*** (4.17)	-0.564** (-2.48)	0.235** (2.00)	0.241** (2.04)	0.237** (2.01)
R_BSM		-2.784*** (-5.07)	-4.910** (-2.36)	-3.129*** (-4.47)	-2.099*** (-3.43)	-3.269** (-2.30)	-2.901*** (-5.28)	-2.74*** (-4.96)	-2.748*** (-4.98)
S_BSM		-0.001 (-0.12)	-0.001 (-0.19)	0.004 (0.31)	0.003 (0.34)	-0.013 (-0.73)	-0.002 (-0.29)	-0.000 (-0.04)	-0.000 (-0.05)
SIZE		-0.447*** (-11.28)	-0.346*** (-8.80)	-0.651*** (-8.28)	-0.475*** (-10.70)	-0.538*** (-5.77)	-0.444*** (-11.23)	-0.445*** (-11.20)	-0.445*** (-11.20)
LEV		-1.402*** (-5.95)	-0.784*** (-3.22)	-1.974*** (-4.61)	-1.080*** (-3.91)	-1.934*** (-4.09)	-1.413*** (-6.01)	-1.426*** (-6.00)	-1.414*** (-5.95)
CASH		1.087*** (3.52)	1.170*** (3.47)	0.931* (1.69)	0.841** (2.40)	1.759*** (2.63)	1.093*** (3.55)	1.080*** (3.49)	1.081*** (3.49)
IPI*							-0.019*** (-2.70)		
SH1_DUM									
MARKET								-0.021* (-1.96)	0.090 (1.15)
IPI*									-0.012** (-2.35)
MARKET									
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Intercept	1.629*** (5.06)	6.760*** (14.69)	5.969*** (10.86)	8.403*** (9.86)	6.788*** (13.01)	7.727*** (7.64)	6.242*** (12.56)	6.894*** (14.12)	6.165*** (6.72)
N	1086	1066	602	464	740	326	1066	1066	1066
R-sq	0.155	0.415	0.415	0.439	0.433	0.465	0.419	0.416	0.416
F	13.096	32.173	18.643	15.659	23.761	11.423	31.323	30.851	29.649

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上统计显著(双尾检验);括号内的数值是 t 统计量。

企业市场价值。模型(3)和(4)以第一大股东是否为国有进行分组回归,模型(5)和(6)以公司所在地区的市场化程度为标准进行分组回归^①。结果显示,投资者保护指数的系数除了在模型(3)中为

① 樊纲等(2010)发布的中国地区市场化指数的区间为 1997~2007 年,本文的分组回归以 2007 年数据为参照点,得出当年所有省份市场化水平的平均值,如果某省份市场化程度高于平均值,则认定为市场化程度相对较高(共 12 个省份或直辖市),低于平均值则认定为市场化程度相对较低(共 19 个省份)。我们假定各省份或直辖市的相对市场化程度在 2007~2010 年期间不发生明显改变。为确保稳健性,在交互项回归中,市场化程度取公司所在地 1999~2007 年的平均值,并假定各地区市场化程度在 2007~2010 年不发生相对改变。

0 外,在其他三个模型中均为正,并且在第一大股东非国有、市场化程度低的情况下,其系数均在 1%的水平上显著。这表明,第一大股东非国有、市场化程度低的情况下,公司层面加强投资者保护能显著地提升企业价值,也即投资者保护与产权性质、外部市场化环境之间具有替代关系。

为进一步验证上述结果,模型(7)和(9)在模型(2)的基础上,考虑了投资者保护与第一大股东股权性质、市场化程度的交互项。结果显示,投资者保护指数的系数均在 1%的水平上显著为正,并大于模型(2)的回归系数。模型(7)显示,投资者保护指数与第一大股东产权性质的交互项系数为-0.019,并在 1%的水平上显著为负,这表明,虽然投资者保护水平对企业市场价值有正向影响,但是第一大股东的国有性质会降低这种正向影响,第一大股东非国有会强化这种正向影响,再次说明公司层面投资者保护水平与第一大股东产权性质存在替代关系。模型(8)说明,公司所在地区的市场化程度越高,公司的市场价值将趋向于降低,表明公司在市场化程度高的地区面临更多外部约束和竞争,其市场价值受到一定程度的抑制。模型(9)显示,投资者保护指数与市场化程度的交互项系数为负,表明二者存在一定程度的替代关系。这再次验证了模型(5)、(6)的结果,即在市场化程度低的情况下,公司层面加强投资者保护可以显著地提升企业市场价值,在市场化程度高的情况下,公司层面加强投资者保护对企业市场价值的提升作用不明显。

总体结果表明,公司层面加强投资者保护对企业市场价值具有显著的提升作用。分组回归和考虑交互项的回归结果表明,这种提升作用在第一大股东非国有、市场化程度低的情况下更明显,也即投资者保护与第一大股东产权性质、外部市场化环境具有替代关系。我们认为,投资者保护与第一大股东产权性质的替代关系是因为:当第一大股东是非国有时,公司层面加强投资者保护将受到市场中投资者的认可,从而公司的市场价值得到提高;当第一大股东是国有时,相同程度的投资者保护不能体现出对市场价值的提升作用,此时上市公司只有做出更大的努力,在更高程度上保护中小股东利益,其对企业市场价值的提升作用才能凸显出来。对于投资者保护与市场化程度的替代关系,我们认为这类似于公司内部治理和外部治理的关系,上市公司的运行受到内外部共同的制约和规范,一定程度的外部竞争和压力可以替代内部的治理规范。如果公司处于市场化程度较低的地区,投资者将寄望于公司层面加强投资者保护,并且如果公司层面投资者保护水平较高,投资者将更加关注和投资该公司,公司的市场价值将越高。相反,如果公司在市场化程度高的地区,外部竞争压力是规范公司运行的有效力量,公司层面的投资者保护水平可以稍弱,因为投资者可以通过市场力量保护自身利益。

(三)加强投资者保护是否会促进创新投入?

式(3)的回归结果如表 6 所示。其中(1)、(2)为基准模型,均控制了行业和年度效应,模型(2)亦加入反映治理特征和企业特征的控制变量。结果显示,投资者保护指数的系数分别为 0.018、0.013,显著性水平分别为 5%、10%,表明公司层面投资者保护水平越高,公司将越倾向于进行研发投入,以促进企业长远发展。模型(3)至(6)以第一大股东是否国有、市场化程度高低作为分组标准,进行分组回归。结果显示,投资者保护指数的系数均为正,并且系数值在第一大股东非国有的情况下大于在国有的情况,在市场化程度低的情况下大于在市场化程度高的情况。显著性方面,仅在第一大股东非国有的情况下呈现出显著性,显著性水平为 5%。这表明,在第一大股东非国有的情况下,如果公司层面加强投资者保护,将更加倾向于进行创新投入。该结果反映了上市公司的基本现实,即如果第一大股东非国有,上市公司保护投资者利益更需要通过加强创新投入来体现,投资者保护水平越高,公司越可能进行创新投入。如果第一大股东是国有,则公司一般为国有企业,保护股东利益的方式除了进行有利于长远发展的创新,还可以通过各种政策和优惠,为股东提供其他利益。相反,非国有企业大多需要按市场化规律运行,可供选择的政策余地相对较小,进行创

表 6 投资者保护对创新投入影响的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	全样本		国有	非国有	市场化高	市场化低		全样本	
IPI	0.018** (2.27)	0.013* (1.65)	0.005 (0.41)	0.025** (2.04)	0.003 (0.32)	0.017 (1.13)	0.020* (1.74)	0.013* (1.66)	0.015* (1.74)
SH1		0.691 (1.43)	0.444 (0.59)	0.592 (0.89)	0.996* (1.65)	0.291 (0.30)	0.652 (1.34)	0.694 (1.43)	0.694 (1.43)
SH1_DUM		0.324* (1.94)			0.716*** (3.27)	0.095 (0.31)	0.962 (1.23)	0.320* (1.91)	0.320* (1.90)
DIR_CEO		0.033 (0.14)	-0.221 (-0.50)	0.188 (0.64)	-0.333 (-1.13)	1.170** (2.15)	0.027 (0.11)	0.030 (0.13)	0.029 (0.12)
R_BSM		4.334*** (3.34)	6.891 (0.74)	3.466** (2.56)	7.061*** (4.29)	3.275 (0.73)	4.247*** (3.27)	4.361*** (3.35)	4.361*** (3.35)
S_BSM		0.031** (2.03)	0.030 (1.30)	0.033 (1.52)	0.028 (1.61)	0.108** (2.20)	0.030** (1.97)	0.032** (2.03)	0.032** (2.03)
SIZE		-0.094 (-1.18)	-0.040 (-0.39)	-0.229* (-1.73)	-0.025 (-0.27)	-0.204 (-1.06)	-0.092 (-1.16)	-0.093 (-1.17)	-0.093 (-1.17)
LEV		0.665 (1.31)	1.300* (1.86)	0.075 (0.10)	1.202* (1.88)	-0.541 (-0.53)	0.667 (1.31)	0.653 (1.28)	0.655 (1.28)
CASH		1.813*** (2.78)	2.101** (2.25)	1.294 (1.33)	0.703 (0.91)	4.384*** (2.91)	1.817*** (2.79)	1.808*** (2.78)	1.807*** (2.78)
IPI* SH1_DUM							-0.013 (-0.84)		
MARKET								-0.011** (-2.13)	0.004 (0.02)
IPI* MARKET									-0.014* (-1.79)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Intercept	-1.302** (-2.24)	-1.380 (-1.44)	-1.748 (-1.08)	-0.188 (-0.13)	-1.316 (-1.16)	-2.101 (-0.95)	-1.708* (-1.65)	-1.308 (-1.29)	-1.409 (-0.74)
N	1082	1062	595	440	731	298	1062	1062	1062
pseudo R-sq	0.181	0.203	0.219	0.181	0.236	0.187	0.204	0.203	0.203

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上统计显著(双尾检验);括号内的数值是 t 统计量。

新投入不失为一种重要的方式。虽然在非市场化的情况下(模型 6),投资者保护指数的系数不具有显著性,但是其远远大于在市场化程度高时的情况,这说明公司在市场化程度低的情况下,进行创新投入是保护投资者利益的一个现实选择。

模型(7)和(9)在考虑交互项后,进一步验证上述结论。结果显示,投资者保护指数的系数均显著为正,说明公司层面加强投资者保护对创新投入有显著的促进作用。投资者保护与第一大股东产权性质的交互项系数为负(模型7),与市场化程度的交互项系数亦为负(模型9)。虽然模型7中交互项系数未表现出显著性,但是系数的符号反映了与上述分组回归相同的结论。模型(8)和(9)综合说明,在市场化程度低的地区,加强投资者保护有利于促进公司进行创新投入。这也可以从另一角度理解:在市场化程度高的地区,创新投入是公司发展的一种常态,公司为保护投资者利益,创新投入将变得更谨慎,较高的投资者保护标准在一定程度上成为创新投入的束缚。

控制变量中,第一大股东持股比例对创新投入具有正向影响,由于这里仅是将该变量作为控制变量,未考虑其平方项,因此不能得出这种正向影响是线性的,抑或是倒U型的。第一大股东股权性质对创新投入亦有正向影响,在部分模型中表现出显著性,说明国有股本身有利于公司进行创新投入,结合上述讨论,我们认为其对创新投入的综合影响需要考虑到公司投资者保护的力度。董监高的股权和薪酬激励对创新均有正向影响,说明较高的激励对创新具有促进作用。公司规模对创新投入的影响系数为负,说明目前规模相对较小的公司更具有创新性。现金流水平对创新投入的系数也普遍显著为正,说明公司拥有越高的现金流水平,将更倾向于进行创新投入。董事长和总经理两职设置情况、财务杠杆对创新投入的影响系数有正有负,这反映了公司之间的异质性,即在某些情况下两职合一或高负债比率有利于公司进行创新投入^①。

(四)考虑创新因素后,投资者保护对企业价值的影响

以上分析验证了公司层面加强投资者保护对企业市场价值的正向影响,以及公司层面加强投资者保护将提高公司进行创新投入的可能性。那么,在公司进行创新投入的情况下,公司层面投资者保护对企业市场价值的正向影响是否会得到加强?我们将引入创新投入与投资者保护的交互项,按照与前述回归同样的方法,分别予以分析。表7显示,投资者保护指数的系数普遍为正,仅在第一大股东国有、市场化程度高的情况下为负,这与前述回归的结果基本相似,说明在这两种情况下,公司层面投资者保护需要较高的水平,才能表现出与第一大股东非国有、市场化程度低情况下相同的正向影响。无论是基本回归(模型1)、分组回归(模型3-6),还是考虑市场化程度和交互项后的回归,创新投入与投资者保护的交互项系数均普遍显著为正,且交互项系数普遍大于表5中投资者保护指数的系数。这说明,在公司有创新投入的情况下,投资者保护对企业市场价值的正向影响得到了加强。模型1显示,创新投入与投资者保护的交互项系数显著为正,说明创新投入对于投资者保护与市场价值的关系具有强化作用。我们注意到,创新投入对于企业市场价值的影响均为负,并且表现出一定的普遍性,该结果符合预期。因为创新具有一定的风险性,即使创新成功,其经济效益也需要一段时间后才能显现出来。考虑创新投入滞后效应的回归显示当年创新投入对第二至第四年企业价值均有正向影响。由于篇幅所限,表7仅报告了创新投入滞后一期的回归结果(模型2)。总体上可以认为,创新投入在当期意味着股东可分配利润的减少,企业的当期市场价值受到下行影响,但自下期开始,创新投入对市场价值的正面影响即可显现出来,这与罗婷等(2009)的结论一致。

表7中投资者保护与第一大股东交互项的系数显著为负,与市场化程度交互项的系数亦为负,这与表6中的结果一致,说明公司层面投资者保护与第一大股东产权性质、外部市场化程度具有一定程度的替代性,投资者保护在第一大股东国有、市场化程度高的情况下对企业市场价值不

^① 考虑到研发投入的信息披露情况,我们进行了Tobit截断回归,进一步验证表6的回归结果。检验结果与表6基本一致,投资者保护水平对研发投入具有正向影响,其中知情权和收益权的正向影响更明显。限于篇幅这里未报告回归结果,有需要者可向作者索取。

表 7 考虑创新因素后,投资者保护对企业价值的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	全样本	全样本(创新 滞后一期)	国有	非国有	市场化高	市场化低		全样本	
IPI	0.001 (0.20)	0.013*** (2.74)	-0.005 (-1.02)	0.009 (0.99)	-0.002 (-0.35)	0.011 (1.12)	0.012* (1.82)	0.001 (0.18)	0.009 (0.53)
INNOV	-1.200*** (-3.23)	0.077 (0.79)	-0.833** (-2.15)	-1.525** (-2.28)	-1.299*** (-2.88)	-0.787 (-1.19)	-1.147*** (-3.09)	-1.213*** (-3.26)	-1.188*** (-3.17)
IPI*INNOV	0.024*** (3.30)		0.014* (1.81)	0.032** (2.43)	0.025*** (2.82)	0.018 (1.38)	0.023*** (3.14)	0.024*** (3.33)	0.024*** (3.24)
SH1	-1.062*** (-4.60)	-0.590** (-2.04)	-1.020*** (-3.80)	-1.160*** (-3.09)	-1.151*** (-4.37)	-0.486 (-1.02)	-1.101*** (-4.78)	-1.056*** (-4.58)	-1.056*** (-4.57)
SH1_DUM	-0.393*** (-4.98)	-0.482*** (-5.10)			-0.377*** (-3.94)	-0.501*** (-3.45)	0.510 (1.38)	-0.399*** (-5.04)	-0.399*** (-5.05)
DIR_CEO	0.243** (2.07)	0.224 (1.49)	-0.242 (-1.48)	0.524*** (3.08)	0.579*** (4.15)	-0.574** (-2.51)	0.235** (2.01)	0.240** (2.04)	0.238** (2.02)
R_BSM	-2.833*** (-5.15)	-2.037** (-2.42)	-4.818** (-2.32)	-3.197*** (-4.56)	-2.148*** (-3.46)	-3.225** (-2.26)	-2.934*** (-5.33)	-2.782*** (-5.03)	-2.786*** (-5.04)
S_BSM	-0.001 (-0.17)	-0.007 (-0.92)	-0.001 (-0.12)	0.003 (0.27)	0.003 (0.34)	-0.015 (-0.85)	-0.002 (-0.33)	-0.000 (-0.11)	-0.001 (-0.14)
SIZE	-0.444*** (-11.25)	-0.436*** (-8.74)	-0.345*** (-8.82)	-0.644*** (-8.20)	-0.472*** (-10.67)	-0.534*** (-5.73)	-0.442*** (-11.21)	-0.442*** (-11.17)	-0.442** (-11.16)
LEV	-1.410*** (-6.00)	-1.383*** (-4.72)	-0.770*** (-3.17)	-1.961*** (-4.60)	-1.081*** (-3.92)	-1.952*** (-4.13)	-1.420*** (-6.06)	-1.437*** (-6.07)	-1.431*** (-6.04)
CASH	1.056*** (3.42)	1.831*** (4.34)	1.200*** (3.56)	0.888 (1.62)	0.834** (2.39)	1.611** (2.37)	1.065*** (3.45)	1.048*** (3.39)	1.049*** (3.39)
IPI* SH1_DUM							-0.018** (-2.51)		
MARKET								-0.024** (-2.25)	0.036 (0.30)
IPI* MARKET									-0.006** (-2.57)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Intercept	7.215*** (15.07)	6.376*** (11.19)	6.248*** (11.05)	8.997*** (10.11)	7.203*** (13.36)	8.182*** (7.64)	6.715*** (12.97)	7.374*** (14.54)	6.973*** (7.36)
N	1066	657	602	464	740	326	1066	1066	1066
R-sq	0.421	0.465	0.421	0.446	0.439	0.469	0.425	0.407	0.407
F	30.288	23.884	17.486	14.744	22.382	10.619	29.512	29.154	28.064

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上统计显著(双尾检验);括号内的数值是 t 统计量。

具有显著的促进作用,在相反的情况下加强投资者保护对市场价值具有显著的促进作用。模型(1)、(3)至(6)的回归说明,公司层面加强投资者保护对企业市场价值具有显著促进作用,这种促进作用在公司有创新投入的情况下得到加强(由投资者保护指数的系数 0.001 上升到投资者保护与创新投入的交互项系数 0.024),并且如果第一大股东是非国有,这种促进作用再次得到加强(投资者保护与创新投入的交互项系数由 0.024 上升到 0.032),如果公司处于市场化程度高的地区,这种促进作用也得到加强(投资者保护与创新投入的交互项系数由 0.024 上升到 0.025)。这说明创新投入对于非国有公司加强投资者保护的重要性,也说明对于处于市场化程度高的地区的公司,如果加强投资者保护并进行创新投入,其市场价值将超过处于市场化程度低的地区的公司。

(五)稳健性检验

本文的数据是 2007~2010 年的非平衡面板数据,表 5 至表 7 的回归均为混合普通最小二乘法(Pool OLS)。为充分运用面板数据所包含的信息,我们将采用面板数据的分析方法作稳健性检验。以式(2)为基础的豪斯曼检验(Hausman Test)显示,P 值为 0.0004,因此我们拒绝随机效应和固定效应的系数无系统差异的原假设,也即随机效应模型的估计不一致,我们采用固定效应模型。由于上市公司所属行业不随时间变化,本文中公司所在地区的市场化程度也假定不随时间变化,因此在固定效应回归中我们没有考虑这两个因素,仅控制年度效应,考虑投资者保护与第一大股东产权性质的交互项、投资者保护与创新投入的交互项。对于不同市场化程度带来的影响,我们以分组回归的方法做区分。

回归结果显示(表 8),全样本且不考虑交互项因素时,公司层面投资者保护水平对企业市场价值的影响为正,其中在未加入控制变量时表现出显著性(模型 1)。全样本且考虑交互项因素时(模型 7、8),投资者保护指数对企业市场价值的影响为正,且其与创新投入的交互项系数亦为正,结果总体上与前述普通最小二乘回归基本一致,说明我们的结论是稳健的。投资者保护与第一大股东产权性质交互项的系数显著为负,再次验证二者的替代性关系。在按第一大股东是否国有的分组回归中,投资者保护指数的系数在非国有组大于在国有组的系数,说明在非国有情况下公司层面加强投资者保护对于企业市场价值具有更大的促进作用。在按市场化程度高低进行的分组回归中,投资者保护指数的系数在市场化程度低时的系数大于在市场化程度高时的系数,虽然未表现出显著性,但从数值大小及结合前述实证结果,我们可以认为公司层面投资者保护与外部市场化程度存在一定程度的替代关系。这也与胡一帆等(2005)的结论基本一致,他们认为,在产权与公司治理,以及产权与竞争之间,存在着某种程度的替代性,非国有企业在某些治理机制方面比国有企业显示出特定的优势,外部竞争环境对于企业绩效的区分作用不明显。我们分析的是公司治理中投资者保护对企业价值的关系,并融入了创新投入因素,这在一定程度上深化了胡一帆等(2005)的研究。

五、结论与政策含义

投资者保护是公司治理的一个核心命题。保护投资者利益不仅包括保障投资者的基本权利,也包括提高企业效率,提升企业价值,为投资者创造更多的回报。本文建立了一套公司层面中小股东权益保护评价体系,以 2007~2010 年沪深市场上市值最大的 300 家公司为样本,考察中国上市公司投资者保护的现实水平和变化情况。在此基础上,我们进一步考察上市公司加强投资者保护是否会提升企业的市场价值,是否会促进创新投入,以及在有创新投入的情形下投资者保护对企业市场价值的提升作用是否会得到加强。我们发现,在此期间上市公司投资者保护总体状况不容

表 8 稳健性检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	全样本		国有	非国有	市场化高	市场化低	全样本	
IPI	0.007*	0.005	0.004	0.008	0.002	0.008	0.013***	0.001
	(1.94)	(1.43)	(0.88)	(1.38)	(0.40)	(1.28)	(2.69)	(0.35)
SH1		-1.707***	0.331	-3.631**	-1.972***	1.556	-1.789***	-1.738***
		(-2.61)	(0.49)	(-2.47)	(-2.65)	(1.08)	(-2.74)	(-2.66)
SH1_DUM		-0.410***			-0.342***	-0.707***	0.333	-0.412***
		(-4.25)			(-3.08)	(-3.64)	(1.02)	(-4.26)
DIR_CEO		0.200	0.016	0.160	0.126	0.050	0.187	0.211
		(1.16)	(0.07)	(0.58)	(0.59)	(0.17)	(1.09)	(1.23)
R_BSM		-4.005*	-6.146	-2.980	-10.516***	1.291	-4.016*	-3.815*
		(-1.74)	(-0.50)	(-1.26)	(-3.01)	(0.40)	(-1.75)	(-1.65)
S_BSM		-0.005	-0.002	-0.013	0.002	-0.041	-0.006	-0.005
		(-0.48)	(-0.15)	(-0.56)	(0.17)	(-1.17)	(-0.51)	(-0.49)
SIZE		-0.534***	-0.705***	-0.270	-0.727***	-0.293	-0.550***	-0.537***
		(-4.02)	(-4.71)	(-0.97)	(-4.21)	(-1.27)	(-4.14)	(-4.04)
LEV		0.229	0.383	-0.525	0.769	-0.862	0.323	0.224
		(0.52)	(0.72)	(-0.73)	(1.51)	(-1.02)	(0.74)	(0.51)
CASH		0.361	-0.779	-0.844	0.800	-0.816	0.441	0.339
		(0.70)	(-1.30)	(-0.88)	(1.35)	(-0.83)	(0.86)	(0.66)
IPI*							-0.015**	
SH1_DUM							(-2.37)	
INNOV								-0.384
								(-1.16)
IPI*INNOV								0.014**
								(1.98)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Intercept	1.823***	7.870***	8.320***	6.722***	9.763***	5.202**	7.596***	8.037***
	(9.73)	(6.27)	(5.69)	(2.63)	(5.95)	(2.35)	(6.04)	(6.35)
N	1086	1066	602	464	740	326	1066	1066
R-sq	0.256	0.322	0.433	0.318	0.332	0.392	0.328	0.324
F	57.253	25.336	21.897	8.807	18.082	10.377	23.989	21.907

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上统计显著(双尾检验);括号内的数值是 t 统计量。

乐观,并且两极分化严重。在知情权、参与权和收益权中,知情权得分最高,收益权次之,参与权得分最低,反映出中小股东普遍游离于上市公司运行之外,其基本权益没有得到充分保障。

我们的实证结果表明,上市公司加强投资者保护会显著提升企业的市场价值,这种提升作用在第一大股东非国有、市场化程度低的情形下更明显,说明公司层面投资者保护与产权性质、外部市场化环境具有一定的替代作用。同时,上市公司加强投资者保护会提高企业进行创新投入的可能性,在有创新投入的情形下,投资者保护对企业市场价值的提升作用得到强化。如果公司第一大

股东为非国有,或处于市场化程度高的地区,并进行创新投入,那么投资者保护对企业市场价值的提升作用将高于平均水平。在第一大股东是国有且有创新投入的情况下,投资者保护对企业价值也有正向影响,但这种影响不够显著,表明国有企业需在投资者保护上做出更大努力,其对企业价值的促进作用才能凸显出来。进一步分析发现,公司外部市场化环境不同,投资者保护和创新投入对企业市场价值的相对重要性有一定差异。在市场化程度高的地区,创新投入是企业市场价值提升的重要信号;在市场化程度低的地区,公司层面投资者保护对企业市场价值的提升作用更明显。

中国国有企业自 20 世纪 90 年代改革以来,先后有产权改革、优化市场环境和完善公司治理结构等三种思路,其根本目的均是提高企业效率,为股东和利益相关者创造更多的回报。自股权分置改革以来,以国有企业为代表的各上市公司先后建立起了较规范的公司治理结构,但是诸如虚假信息、内幕交易等治理问题仍频频发生,其根源在于上市公司没有普遍地将保护投资者利益作为公司治理重点,没有认识到投资者保护对于企业价值的重要性。本文的研究结果表明,上市公司加强投资者保护对企业价值有显著的促进作用,并会促进企业创新投入,而投资者也会认可这种行为,对进行创新投入的公司报以更高的市场溢价。在这个意义上,本文为中国上市公司进一步改革提供了一种参考,即中国上市公司应由完善公司治理结构的时代步入投资者保护时代,以对投资者保护的实际行动践行公司治理的根本使命。

参考文献

- 布莱尔,玛格丽特(1999):《所有权与控制:面向 21 世纪的公司治理探索》,中国社会科学出版社。
- 党印(2012):《公司治理与技术创新:综述及启示》,《产经评论》,第 6 期。
- 樊纲、王小鲁、朱恒鹏(2010):《中国市场化指数:各地区市场化相对进程 2009 年报告》,经济科学出版社。
- 胡一帆、宋敏、张俊喜(2005):《竞争、产权、公司治理三大理论的相对重要性及交互关系》,《经济研究》,第 9 期。
- 姜付秀、黄磊、张敏(2009):《产品市场竞争、公司治理与代理成本》,《世界经济》,第 10 期。
- 姜付秀、支晓强、张敏(2008):《投资者利益保护与股权融资成本》,《管理世界》,第 2 期。
- 罗婷、朱青、李丹(2009):《解析 R&D 投入与公司价值之间的关系》,《金融研究》,第 6 期。
- 沈艺峰、肖岷、黄娟娟(2005):《中小投资者法律保护与公司权益资本成本》,《经济研究》,第 6 期。
- 沈艺峰、肖珉、林涛(2009):《投资者保护与上市公司资本结构》,《经济研究》,第 7 期。
- 沈艺峰、许年行、杨熠(2004):《我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验》,《经济研究》,第 9 期。
- 施东辉(2003):《转轨经济中的所以权与竞争:来自中国上市公司的经验证据》,《经济研究》,第 8 期。
- 王克敏、陈井勇(2004):《股权结构、投资者保护与公司绩效》,《管理世界》,第 7 期。
- 温军(2011):《法律、投资者保护与企业自主创新》,《当代经济科学》,第 5 期。
- 肖松(2010):《中小投资者法律保护与公司价值》,《经济科学》,第 2 期。
- Adams, R., B. Hermalin and M. Weisbach (2010): "The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey", *Journal of Economic Literature*, 48, 58–107.
- Belloc, F. (2012): "Corporate Governance and Innovation: A Survey", *Journal of Economic Surveys*, 26, 1467–6419.
- Berle, A. and G. Means (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, NY, Commerce Clearing House.
- Black, B., H. Jang and W. Kim (2006): "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22, 366–413.
- Boubakri, N., J. Cosset and O. Guedhami (2005): "Postprivatization Corporate Governance: The Role of Ownership Structure and Investor Protection", *Journal of Financial Economics*, 76, 369–399.
- Cheung, Y., P. Jiang, P. Limpaphayom and T. Lu (2008): "Does Corporate Governance Matter in China", *China Economic Review*, 19, 460–79.
- Claessens, S., S. Djankov and L. Lang (2000): "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58, 81–112.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. Lang (2002): "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Sharehold-

ings”, *Journal of Finance*, 57, 2741–2771.

Denis, D. (2001): “Twenty-Five Years of Corporate Governance Research... And Counting”, *Review of Financial Economics*, 10, 191–212.

Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer (2008): “The Law and Economics of Self-Dealing”, *Journal of Financial Economics*, 88, 430–465.

Doidge, C., G. Karolyi and R. Stulz (2007): “Why Do Countries Matter So Much for Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 86, 1–39.

Durnev, A. and E. Kim (2005): “To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation”, *Journal of Finance*, 60, 1461–1493.

Faccio, M. and L. Lang (2002): “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 65, 365–395.

Fan, J., K. Wei and X. Xu (2011): “Corporate Finance and Governance in Emerging Markets: A Selective Review and an Agenda for Future Research”, *Journal of Corporate Finance*, 17, 207–214.

Gillan, S. (2006): “Recent Developments in Corporate Governance: An Overview”, *Journal of Corporate Finance*, 12, 381–402.

Giroud, X. and H. Mueller (2010): “Does Corporate Governance Matter in Competitive Industries”, *Journal of Financial Economics*, 95, 312–331.

Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick (2003): “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107–155.

Hart, O. (1983): “The Market Mechanism as an Incentive Scheme”, *Bell Journal of Economics*, 14, 366–382.

Hillier, D., J. Pindado, V. de Queiroz and C. de la Torre (2011): “The Impact of Country-Level Corporate Governance on Research and Development”, *Journal of International Business Studies*, 42, 76–98.

Jensen, M. and W. Meckling (1976): “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.

Klapper, L. and I. Love (2004): “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”, *Journal of Corporate Finance*, 10, 703–28.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999): “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, 54, 471–517.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1997): “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, 52, 1131–1150.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1998): “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106, 1113–1155.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000): “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 54, 3–27.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2002): “Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Finance*, 57, 1147–1170.

Lazonick, W. and M. O’Sullivan (2000): “Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance”, *Economy and Society*, 29, 13–35.

Lin, J., F. Cai and Z. Li (1998): “Competition, Policy Burdens, and State-Owned Enterprise Reform”, *American Economic Review*, 88, 422–427.

OECD (1999): *Principles of Corporate Governance, Organization for Economic Co-Operation and Development*.

OECD (2004): *Principles of Corporate Governance, Organization for Economic Co-Operation and Development*.

O’Sullivan, M. (2000): *Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, New York: Oxford University Press.

Shleifer, A. and R. Vishny (1997): “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52, 737–783.

Williamson, O. (1988): “Corporate Finance and Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 43, 567–591.

(责任编辑:程 炼)