

我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验

沈艺峰 许年行 杨 熠

(厦门大学管理学院财务研究与发展中心 361005)

内容提要:本文实证检验我国不同历史阶段中的中小投资者法律保护问题。检验结果发现,在我国中小投资者法律保护的不同阶段,首次公开发行(IPOs)的初始收益率存在显著的差别,说明在中小投资者法律保护的不同阶段里,中小投资者的市场保护意识不同,两者之间存在显著的负相关关系。中小投资者得到法律保护较好的阶段,其对市场保护的依赖性较低,即所要求的IPOs的初始收益率较高。反之,在法律保护不健全的情况下,中小投资者往往首先寻求市场保护。随着中小投资者法律保护的逐步完善,中小投资者对市场保护的依赖性会逐步减少。随着中小投资者法律保护从初始阶段进入发展与完善阶段之后,IPOs的初始收益率会有所降低。本文从完全不同的角度支持了La Porta等人的主要观点。

关键词:中小投资者 法律保护 首次公开发行

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny(以下简称LLSV,1997,1998,2000)指出,一个好的法律环境可以有效地保护潜在的融资供给者,使他们愿意为证券市场提供资金,因此有助于股票市场规模的扩大。而在投资者法律保护较差的国家里,中小股东面临遭受大股东剥削的风险,他们只愿意以较低的价格购买公司发行的股票,从而使公司失去向社会公众发行股票的吸引力,所以,投资者法律保护较差的国家,其股票市场规模也较小。但是,LLSV的一系列论文只是横向比较了国与国之间在法律与融资上的差异,他们没有注意到:(1)一个国家的投资者法律保护本身是一个历史实践的发展过程,不同的投资者法律保护阶段,其投资者保护法律与融资行为存在显著的差异;(2)不管其是属于英美法系还是大陆法系,任何一个国家对投资者的法律保护都是从弱到强,逐步健全的历史实践结果,那么,在缺乏投资者法律保护的初始阶段里,其股票市场为何又能够得以发展。我国证券市场从法源上说源自大陆法系,大陆法系国家在中小投资者法律保护方面普遍较差,我国保护中小投资者的法律也经历了一个从弱到强,逐步健全的历史实践过程。本文采用历史研究的视野,用实证研究的方法纵向考察了我国不同历史阶段中的中小投资者法律保护问题。

一、文献评论

在比较了49个国家的法律及其相关数据后,LLSV发现,平均而言,1994年英美法系国家每百万人口就有2.2次首次公开发行股票,法国大陆法系国家每百万人口仅有0.2次IPOs,德国大陆法系国家与斯堪的纳维亚法系国家分别为0.12次和2.1次;同年,美国共有803次IPOs,法国仅有10次,德国为7次。英美法系国家每百万人口平均拥有34家上市公司,法国大陆法系国家每百万人口仅拥有10家,德国大陆法系国家与斯堪的纳维亚法系国家分别拥有17家和27家。少数股东的股票市场资本化/GNP的比率在英美法系国家平均最高(60%),法国大陆法系国家最低(21%),德国大陆法系国家与斯堪的纳维亚法系国家分别为46%和30%。(LLSV,1997)同时,LLSV对49个国家资本市场规模与各种代表投资者保护质量的变量及控制变量进行回归,他们的回归结果表明,不同法源国家里的资本市场,其规模与宽度之间存在系统性的较大差异。英美法系国家的股票市场

比大陆法系国家股票市场的规模来得大。LLSV 还发现,法律强制执行的好坏对股票市场的影响很大。LLSV 所提供的证据表明,比起大陆法系国家的公司,英美法系国家里的公司能够更好地获取外部融资。LLSV 指出:“由于一个好的法律环境保护潜在的资金提供者免于受创业家们的剥削,它增强了资金提供者以资金换证券的意愿,因此扩充了资本市场的范围。”(LLSV,1997,p1149)一年后,在《法律与融资》这篇文章里,LLSV(1998)系统地研究了不同法系国家在股东与债权人法律保护上的差异。他们认为“投资者法律保护上的差异或许有助于解释为何不同国家里的公司融资及所有权是如此之不同。”(LLSV,1998,p1114)根据 LLSV 的分析,中小股东权利法律保护主要有三方面,一股一票(one share - one vote)、抗董事权(antidirector right)和强制股利(mandatory dividend),其中抗董事权又包括六项权利,通信表决权、股票留置权、累积表决权、少数股东反对权、优先认股权以及临时股东会召集权。LLSV 的统计分析结果表明,英美法系下的国家,一股一票方面的平均分值是 0.17,抗董事权的平均分值是 4.00,强制股利的平均分值是 0.00,法国大陆法系下的国家、德国大陆法系下的国家和斯堪的纳维亚法系下的国家,一股一票方面的平均分值分别是 0.29、0.33 和 0.00,抗董事权的平均分值分别是 2.33、2.33 和 3.00,强制股利的平均分值分别是 0.00、0.11 和 0.00。LLSV 于是得出如下结论:“比起那些源自大陆法系国家特别是法国大陆法系国家,那些法律规范源自英美法系传统的国家趋于更大程度上地保护投资者。”(LLSV,1998,p1151)

在 2000 年发表的《投资者保护与公司治理》一文里,LLSV(2000)更为系统地阐述和总结了他们早期关于法律与公司融资之间关系的一系列观点。LLSV 认识到,在许多国家(而不仅是像捷克之类的东欧国家,见 Johnson, et al. 2000b)里,控股股东剥削少数股东和债权人的现象非常之普遍。为此,需要一套公司治理机制来保护外部投资者不受内部人的剥削。LLSV 指出,这套公司治理机制的关键部分就是法律保护制度(包括立法与执行)。LLSV 解释说:“潜在的股东和债权人之所以给公司提供融资,很大程度上是因为他们的权利受到法律的保护(LLSV,2000b,p4)。”按照 LLSV 的看法,法律制度所以能够给外部投资者提供保护,原因在于法律制度约束了控股股东和管理者剥削手段。在根本没有法律保护制度的极端情况下,内部人可以随意攫取公司的利润。随着法律保护制度的完善,内部人就必须采取更为隐蔽的手法。在法律保护制度非常好的情况下,内部人能够利用的剥削方式大致上只有赚取超额薪酬、在管理岗位安插亲信以及浪费投资等。倘若法律保护制度极为健全,那内部人就只有支付股利这条路了。LLSV 指出,正是通过对内部人剥削外部人的手段产生影响,法律制度同时也影响了公司外部融资的机会。当中小投资者受到法律保护时,他们愿意为公司所发行的证券支付更高的价格,反过来也吸引企业家愿意发行更多的证券。由此,LLSV 支持了他们早先的论点,即越是中小投资者法律保护好的国家,股票市场越有价值,可供交易证券数量和首次公开发行活动频率就越高。LLSV 的论点与部分学者的观察结果相一致。例如 Rajan 和 Zingales(1995)注意到,不同法系的国家里,公司的资本结构不一致,而且资本结构与投资者法律保护有关。Reese 和 Weisbach(2002)则发现,通过交叉上市的方式,投资者法律保护较差国家里的公司可以自愿地接受投资者法律保护较好国家的法律约束。例如通过在美国交叉上市,外国公司就必须接受美国 GAAP 和证券法的规范。因此,交叉上市实际上可以改变投资者法律保护的水平。通过交叉上市提高投资者法律保护水平,减少管理者的剥削私利,同时也使公司的潜在筹资成为可能,资金的取得让管理者可以从事更多净现值为正的投资项目,增加公司总预期现金,因而增加公司的公众价值。Reese 和 Weisbach(2002)的研究结果表明,交叉上市后股票发行的数量应该增加。

二、我国中小投资者法律保护的历史实践

中小投资者是我国证券市场历史发展过程中不可或缺的重要参与者,截止 2003 年底,我国中小投资者开户数达到 6955 万,保护中小投资者的利益关系到我国证券市场的生存与发展。所以,

从法律上保护中小投资者利益一直是我国历次各类证券立法共同遵守的一项基本原则,其根本目标在于维持中小投资者的投资信心,实现股东价值最大化,增加资本积累,促进证券市场有序健康地发展,为国民经济增长做出贡献。总体上看,我国中小投资者法律保护是随着我国证券市场的规范与发展而逐渐建立与完善起来的,其发展过程大致上可以分为三大阶段:

第一阶段:中小投资者法律保护的初级阶段(1994年7月以前)

1992年以前,在上海和深圳等证券市场发育较早的城市,中小投资者法律保护的规范和依据主要来自于地方政府或各部委制定的一系列行政法规,例如深圳经济特区《国营企业股份化试点暂行规定》(1986)、广东省《经济特区涉外公司条例》(1986)、上海市《股份制企业暂行办法》(1988)。国家体改委、国家计委、财政部和中国人民银行等《关于股份制企业试点办法》(1992)、国家体改委《股份有限公司规范意见》(1992)和《有限责任公司规范意见》(1992)等。这些地方性或部委性的法规主要对中小投资者的基本权利(例如表决权 and 转让权等)做出暂行规定,均带有明显的地方性和临时性的特点。随着国务院证券委员会和中国证监会的成立,证券立法进入全国性时期,中小投资者法律保护的建设速度明显加快。1993年4月22日国务院发布《股票发行与交易管理暂行条例》,成为新中国第一部正式的全国性股票市场法规,该条例同时对上市公司信息披露、公司会计政策与审计制度以及股权的持有与转让等与中小投资者法律保护的相关行为作了详细和具体的规定。与此同时,《公开发行股票公司信息披露实施细则》(1993)、《禁止证券欺诈行为暂行办法》(1993)、《上市公司送配股的暂行规定》(1993)、《会计法》(1994)、《年度报告的内容与格式》(试行)(1994)和《中期报告的内容与格式》(试行)(1994)等一批重要的法律法规相继出台,对《股票发行与交易管理暂行条例》作了重要的补充和充实,使我国中小投资者法律保护得到明显的改善。不过,这一阶段我国中小投资者法律保护仍具有如下几个缺点:第一,中小投资者法律保护的法律法规具有明显的阶段性特征,容易被新的法律法规所替代;第二,行政色彩较为浓厚,缺乏法律法规的严肃性与权威性,尚不能够对中小投资者进行依法保护;第三,各项法律法规之间缺乏严密的立法逻辑,前后解释没有一致性;第四,有关中小投资者法律保护的条款往往仅具有原则性,可操作性较差。

第二阶段:中小投资者法律保护的发展阶段(1994年7月—1998年7月)

1994年7月1日,我国《公司法》生效,这是新中国第一部规范公司行为的商事法,它成为规范我国公司股票与债券发行和上市的重要法律渊源,同时,《公司法》也将初级阶段的各地方和部委关于中小投资者法律保护的行政法规以完整的全国性立法的形式确定下来。《公司法》所涉及的中小投资者法律保护范围主要包括中小股东的表决权和临时股东大会召集权等基本权利,此外还包括公司会计和送配股等政策性规定以及信息披露和审计等制度性办法。应该说,《公司法》是我国迄今为止最为完整、最为全面的中小投资者法律保护的法律法规,它的施行代表我国中小投资者法律保护开始进入有法可依的阶段。在《公司法》颁布之后,我国又相继发布一系列与中小投资者法律保护有关的法律,这一法律突出显示了这一阶段我国中小投资者法律保护的一大特点,即在这一阶段,我国主要是从信息披露这个角度来规范中小投资者的法律保护。例如这时期先后出台了《公司股份变动报告的内容与格式(试行)》(1994)、《配股说明书的内容与格式》(1994)、《上市公司办理配股申请和信息披露的具体规定》(1994)、《年度报告的内容与格式》(第1次修订)(1995)、《中期报告的内容与格式》(第1次修订)(1996)、《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》(1997)和《上市公司公告书的内容与格式》(试行)(1997)、《招股说明书的内容与格式》(1997)以及《中期报告的内容与格式》(第2次修订)(1998)、《年度报告的内容与格式》(第2次修订)(1998)和《配股说明书的内容与格式》(第1次修订)(1998)等法律法规,这批法律法规从各个方面较为系统和完整地建立起上市公司信息披露制度。

第三阶段:中小投资者法律保护的完善阶段(1999年7月以后)

1999 年 7 月 1 日,我国规范公司证券发行和交易行为,保护投资者合法权益的另一部基本大法——《证券法》正式发布。《证券法》将我国以往的中小投资者法律保护的经验 and 做法以法律的形式予以肯定,既保持了我国中小投资者法律保护实践的连续性,并根据新的情况和新的问题,充实和确立新的中小投资者法律规范。《证券法》除继续强化上市公司信息披露制度外(第二章第 17 条、第 47 条以及第三章第 3 节),开始注意到上市公司治理问题。如对内幕交易、操纵证券价格以及欺诈投资者等行为及法律责任在《证券法》中都做出了较为明确的规定。之后《上市公司股东大会规范意见》(2000)、《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(2001)和《上市公司治理准则》(2002)陆续出台,进一步从公司治理角度确保中小投资者的权益能够得到有效的法律保护。这一阶段中小投资者法律保护呈现如下几个特点:第一,投资者(特别是中小投资者)合法权益的法律保护得到高度的重视。例如《证券法》明确其立法宗旨之一是“保护投资者的合法权益”(第一章第 1 条)。《证券法》认识到必须为证券发行和交易提供良好的法律环境,确保投资公平、公正和公开进行证券交易,防止中小投资者受到欺骗,才能树立中小投资者的信心;第二,中小投资者法律保护的理念发生重大改变,法律保护重点从信息披露等外部制度建设转到上市公司治理上。我国自 1978 年以来,虽然历经扩大企业自主权、经营承包责任制、股份制试点和公司化改造等阶段,但公司治理制度基本上处于有名无实的状态。例如《公司法》尽管可被看成是规范公司治理的基本大法,但没有专章讨论公司治理问题,甚至没有“公司治理”的字眼。而公司治理没有完善,中小投资者的合法权益就无法得到根本保证。因此,这阶段与中小投资者法律保护相关的法律法规重点在于建立公司治理的法律法规体系;第三,认识到董事会在公司治理中至关重要的地位,董事会的重要性和独立性得到重视。1998 年,应香港联交所要求,H 股公司率先设立独立董事,之后,根据《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(2001)规定,上市公司董事会至少都应该包括 1/3 的独立董事。同时,通过在董事会下设立投资、审计、财务和薪酬等多个专业委员会,独立行使董事会的专业职能,使董事会的独立性得到加强。

三、研究设计

(一) 样本设计

本文选取新中国证券市场开始以来至 2002 年底以前在深沪两市上市的所有新发行 A 股股票为研究样本,并剔除如下几类股票:(1)通过“历史遗留问题”途径发行上市的新股;(2)深交所和上交所曾分别于 1991 年 9 月和 1992 年 5 月 21 日起取消对股票交易的涨跌停限制,为了更为准确地衡量新股上市首日真实的涨跌幅情况,本文剔除 1991 年 9 月以前在深交所和 1992 年 5 月 21 日以前在上交所上市的股票;(3)由于本文研究与中小投资者法律保护有关的法律法规对 IPOs 初始收益率的影响,若发行与上市之间的间隔(即所谓的蜜月期)太长的话,在这段时间内出台的法律法规在新股的发行定价过程中没能得到体现,故本文剔除蜜月期在 1 年以上的股票。剔除上述股票后,本文的研究对象为 1991 年 10 月 - 2002 年 12 月在深交所上市的新股和 1992 年 5 月 22 日以后在上交所上市的新股,研究样本共包括 1003 只新股,其中深市 417 只,沪市 586 只。

本文有关 IPOs 的数据均来自于北京色诺芬信息服务有限公司的《CCER 中国证券市场一级市场数据库》,部分缺失或有误的数据由 CSMAR 数据库、广发证券网站(www.gf.com.cn)和证券之星网站(www.stockstar.com)补充和校正。

(二) 中小投资者法律保护具体条款的设定

本文从两大方面设定与中小投资者法律保护有关的 16 项条款:(1) 股东权利,主要包括 LLSV (1998)与中小投资者权利法律保护有关的 6 项条款:一股一票、“抗董事权”中的通信表决权、代理表决权、累积投票权、临时股东会召集权和股东起诉权。此外,本文另外增加了重大事项(如分立、

合并和解散等)的表决方式,共计7项条款。(2)其它制度与政策。法律对中小投资者的保护除了确保投资者相关权利的实行外,还从其它制度和政策的制定上保护中小投资者的权益,主要包括信息披露制度、会计和审计制度、送配股政策、大股东和董事的诚信义务和忠实义务以及外部独立董事等9项条款。其中,信息披露制度又包括三大内容:一是初次发行的信息披露;二是公司定期报告;三是临时报告。从1993年6月发布的《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》开始,为了保证信息披露的充分性、真实性和及时性,中国证监会共发布了10多个有关招股说明书、年报、配股以及关联交易等方面内容与格式的规范性文件,并不断予以完善和更新。此外,强化大股东和董事的诚信义务和忠实义务是保护中小投资者的另一个重要方式。《上市公司章程指引》首次明确规定:“公司的控股股东在行使表决权时,不得做出有损于公司和其他股东合法权益的决定。”《上市公司治理准则》更是对控股股东的行为规范作了详细的规定。而《公司法》和《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》则对董事的义务做出相关规定。

(三) 中小投资者法律保护程度的赋分原则

由于法律与行政法规、部委规章的法律效力不同,本文对各类法律法规在前述16项保护条款的规定上分别赋予不同的分值,赋分原则如表1所示。而对于某一条款所做的加分处理或减分处理,则采用与LLSV相同的方法。

1. 加分

凡以下情况均作加分处理。规定一股一票表决权,允许采用累积表决权、通信表决权和代理表决权,有权召集临时股东大会(满足10%的最低股权比例要求)、准许股东提起诉讼,规定重大事项须经2/3以上表决通过,规定建立外部独立董事制度,限制大股东行为以及在信息披露、会计制度与审计政策、送配股、董监事持股、内部人股权转让、内幕交易和关联交易上做出有利于中小投资者的相关规定。以“信息披露”条款中有关《年度报告的内容与格式》的规定为例,1994年至2001年,证监会先后对上市公司年度报告的内容与格式做了4次修订,每次修订都对年报所应披露的信息作了更具体更严格也更有利于中小投资者的规定,故每次新的《年度报告的内容与格式》出台后,均在“信息披露”条款上加0.5分。

2. 减分

凡与上述各条款作相反规定时,各条款则减去相应的分值。以“通信表决权”为例,2000年出台的《上市公司股东大会规范意见》首次明确规定禁止使用通信表决权,该条款不利于中小投资者合法权益的保护,故该条款减值1分。

表1 16项中小投资者法律保护条款的赋分原则

对保护条款的规定	法律或法规	分值大小	
当某项条款首次由法律或法规作相应规定时	法律	2	
	行政法规或部委规章	1	
当某项条款已由法律或法规作了规定,而后出台的法律或法规又对相同条款作了规定	新规定与旧规定相同	法律	1
		行政法规或部委规章	0
	新规定比旧规定在相同条款上作更强更具体规定	法律	1
		行政法规或部委规章	0.5

(四) 中小投资者法律保护分值

在确定了上述中小投资者法律保护保护的16条具体条款以及加减分原则的基础上,根据中国证监会发行的《投资者维权教育手册》中列出的“维护证券投资者权益的主要法律、法规、规章和其他规

范性文件目录索引”及其他有关的法律法规文本,本文共选取从 1992 年 5 月至 2002 年 6 月施行的 50 个法律法规。我们将全部 50 法律法规文本与 16 项中小投资者法律保护条款逐一进行对照,并在所涉及的中小投资者法律保护条款上加减相应的分值,从而形成了一套比较完整的中小投资者法律保护分值,见表 2。

表 2 中小投资者法律保护分值

时间	股东权利							其它制度与政策								法律分值		各段分值	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	新增法律条款赋值		累计分值
	临时股东大会召集权	代理表决权	通信表决权	一股一票	股东起诉权利	累积表决权	重大事项表决方式	上市公司信息披露	会计政策与审计制度	外部独立董事	送股政策	内部人股权转让	管理层、董监事持股规定	内幕交易	关联交易	限制大股东行为的规定			
1992.5.15 前																	0	0	0
1992	5.15	*	*		*		*		*		*	*	*				8	8	8
1993	4.22							*						*			3.5	11.5	11.5
	6.12																0.5	12	
	8.15																1	13	13
	12.17																0.5	13.5	
	1.1									*							1	14.5	15
1994	1.10																0.5	15	
	6.23																0.5	15.5	
	7.1	*	*		*	**		*	*	*		*	*	*			11	26.5	26.5
	7.27																0.5	27	
	9.28																0.5	27.5	
1995	10.27																0.5	28	
	12.21																0.5	28.5	29.5
	1.24																0.5	29	
	2.7																0.5	29.5	
	4.22																0.5	30	
1996	6.20																0.5	30.5	
	7.24																0.5	31	31.5
	8.1																0.5	31.5	
	12.20																0.5	32	
	1.1																0.5	32.5	32.5
1997	1.6																0.5	33	
	3.3																1	34	
	4.1																0.5	34.5	36.5
	10.1							*						*			2	36.5	
	12.16														*		3.5	40	40
1998	6.18																0.5	40.5	
	12.10																0.5	41	41
	3.17																0.5	41.5	
	5.6																0.5	42	
	6.14																0.5	42.5	46.5
1999	7.1				*			*				*	*				4	46.5	
	12.8																0.5	47	
	5.18																0	47	47
	6.6																0.5	47.5	
	6.15																0.5	48	49
2000	7.1								*								1	49	
	3.15																0.5	49.5	
	3.19																1.5	51	52.5
	3.28																1.5	52.5	
	4.6																0.5	53	
2001	12.10																0.5	53.5	57.5
	1.7			*			*										4	57.5	
	1.15																0.5	58	
	6.22																0.5	58.5	59.5
	6.30																0.5	59.5	

注: 表示法律分值加 0.5 分; *表示法律分值加 1 分; **表示法律分值加 2 分; 表示法律分值减 1 分。

(五) 样本期间

根据我国中小投资者法律保护的历史实践过程的三个阶段:初级阶段(1994 年 7 月以前)、发展阶段(1994 年 7 月—1998 年 7 月)和完善阶段(1999 年 7 月以后),本文将全部样本期间相应分为三个期间,分别计算各个期间中小投资者法律保护分值,然后对各个期间的中小投资者法律保护分值进行累加,依次得到各个阶段的累计法律分值。由于在 1992 年 5 月 15 日《股份有限公司规范意

见》出台前,我国中小投资者法律保护主要来自地方政府制定的一系列行政法规,带有明显的地方性和临时性特点,故本文假设在 1992 年 5 月 15 日之前,中小投资者法律保护的分值为 0。

(六) 变量的定义与回归模型

为考察我国不同历史阶段中的中小投资者法律保护问题,本文对不同阶段 IPOs 的初始收益率与中小投资者法律保护分值之间的关系进行相应的回归分析。

1. 因变量

回归分析的因变量为 IPOs 的初始收益率。本文采用如下方法来度量 IPOs 的初始收益率。

$$IR_{it} = (P_{it} - P_{i0}) / P_{i0} \quad (1)$$

$$\Delta \bar{R}_i = (P_{it} - P_{i0}) / P_{i0} - (I_{it} - I_{i0}) / I_{i0} \quad (2)$$

其中: P_{it} 为第 i 只新股上市首日的收盘价格; P_{i0} 为第 i 只新股发行价格; I_{it} 为与新股上市日相对应的收盘市场指数; I_{i0} 为与发行日相对应的收盘市场指数; IR_{it} 为第 i 只新股上市首日的初始收益率; $\Delta \bar{R}_i$ 为经市场指数调整过的第 i 只新股上市首日的初始收益率。

2. 解释变量与控制变量

本文中回归模型的自变量包括解释变量和控制变量两部分。其中解释变量为中小投资者法律保护分值,用符号 $\text{Ln}(1 + \text{Law})$ 表示,其中 Law 为 IPOs 公司发行时的中小投资者法律保护分值。由于本文所选取的法律法规文件数量较多,且其生效时间几乎各不相同,若按每个文件的生效日期对样本期间进行划分,将会出现如下两个问题:(1)部分法律法规文件的生效日期比较接近,无法真实地区分出各个法律法规的出台对中小投资者法律保护的具体影响;(2)每个样本期间内的样本数太少,无法满足统计分析上对样本数的要求。为此,本文对所选取的 50 部法律法规的生效日期按如下标准进行整合:(1)确定 17 部法律法规为与我国中小投资者法律保护相关的重要法律法规,其中 12 部来自于中国证监会《投资者维权教育手册》,其他 5 个分别为《股份有限公司规范意见》、《关于规范上市公司股东大会的通知》、《上市公司章程指引》、《上市公司治理准则》和《建立外部独立董事制度的起始日期》的规定;(2)按与 17 部中小投资者法律保护有关的重要法律法规文件生效日期为标准将全部样本期间划分为 18 个期间,使每个期间都含有一定数量的 IPOs 样本数。本文控制变量及其度量标准列示在表 3 中。

3. 回归模型

本文检验如下两个回归模型,经市场指数调整过的初始收益率与中小投资者法律保护分值的回归模型:

$$\begin{aligned} AR_i = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Ln}(1 + \text{Law}_i) + \alpha_2 \text{Ln}(1 + \text{Age}_i) + \alpha_3 \text{Ln}(\text{Sale}_i) + \alpha_4 \text{Ln}(\text{Size}_i) \\ & + \alpha_5 \text{OP}_i + \alpha_6 \text{PE}_i + \alpha_7 \text{Pr estige}_i + \alpha_8 \text{Ln}(1 + \text{Risk}_i) + \alpha_9 \text{Industry}_i + \alpha_{10} \text{Market}_i \\ & + \alpha_{11} \text{Std}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (3)$$

四、实证检验结果与讨论

(一) 描述性统计分析

图 1 显示,我国中小投资者法律保护呈现了一个不断增强和逐步完善的趋势。在三个不同历史实践阶段 18 个期间,中小投资者法律保护分值逐渐递增,18 个期间的中小投资者法律保护分值依次为 0、8、11.5、13、15、26.5、29.5、31.5、32.5、36.5、40、41、46.5、47、49、52.5、57.5 和 59.5;三个阶段(初始阶段、发展阶段和完善阶段)的中小投资者法律保护分值分别为 26.5、46.5 和 59.5。与此同时,我国股票市场规模也不断扩大,同一时期我国股票市场的 IPOs 家数、筹资金额和上市公司总市值不断增长。其中,从初始阶段到发展阶段,A 股上市公司的 IPOs 家数、累计筹资金额和上市公

司总市值分别增长了 223 %、597 % 和 565 % ,从发展阶段到完善阶段则分别增长了 39 %、168 % 和 65 %。以上结果说明 ,随着各个不同历史阶段里中小投资者法律保护的不断发展与完善 ,股票市场的规模也不断扩大。这一证据同时也支持了 LLSV 的主要观点 ,即 ,一个好的法律环境可以有效地保护潜在的融资供给者 ,使他们愿意为证券市场提供资金 ,因此有助于股票市场规模的扩大。

表 3 控制变量的定义与度量标准

变量名称	符号	度量标准	相关研究	预测方向
公司成立年限	Ln(1 + Age)	(1 + 公司成立至上市年限)的自然对数	Ritter (1984, 1991) ; Megginson & Weiss (1991)	-
主营业务收入	Ln(Sale)	发行前 1 年主营业务收入的自然对数	Ritter (1984) ; Loughran & Ritter (2004)	-
发行规模	Ln(Size)	流通股数的自然对数	Beatty & Ritter (1986) ; Prabhala & Puri (1998)	-
发行价格	OP	按公布的发行价格	Tinic (1998) ; Beatty & Welch (1996) ; Prabhala & Puri (1998)	-
发行市盈率	PE	按公布的发行市盈率	任柏强等(2001) ; 邓召明(2001)	-
承销商声誉 ¹	Prestige	由前 3 年承销家数排名前十名的承销商为主承销商时为 1 ,或者为 0	Beatty & Ritter (1986) ; Carter & Manaster (1990, 1998) ; Megginson & Weiss (1991)	-
风险高低	Ln(1 + Risk)	(1 + 招股说明书提到的风险因素个数的自然对数)	Miller & Reilly (1987) ; Beatty & Welch (1996)	+
行业	Industry	发行公司属于高成长行业时为 1 ,或者为 0	Ritter (1984) ; Loughran & Ritter (2004)	+
上市前市场景气	Market	上市前 30 天市场平均收益	Hanley (1993) ; Loughran & Ritter (2002) ; Lowry & Schwert (2002)	+
上市后价格波动	Std	上市后 20 个交易日收益率(不含首日初始收益率)的标准差	Miller & Reilly (1987) ; Ritter (1984, 1987) ; Clarkson & Merkley (1994) ; Prabhala & Puri (1998)	+

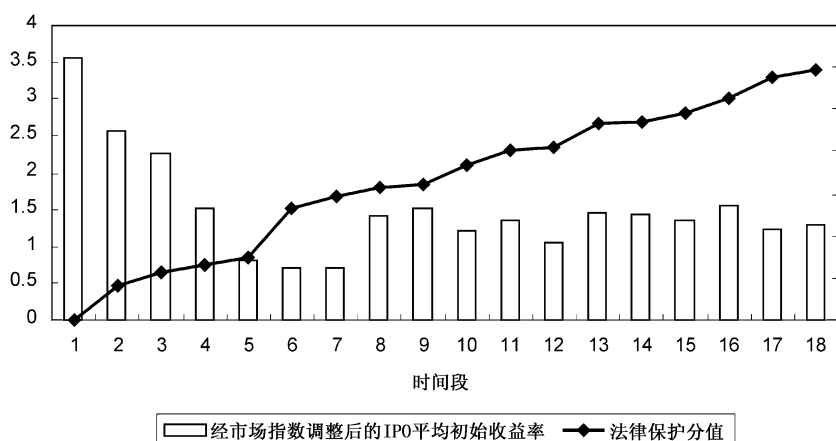


图 1 不同历史实践阶段的中小投资者法律保护值

表 4 的描述性统计结果显示 ,随着我国中小投资者法律保护的不断完善 ,代表中小投资者市场保护的经市场指数调整过的初始收益率出现了不断下降的趋势 ,在中小投资者法律保护较差的初始阶段 ,IPOs 的初始收益率 (IR) 高达 174.1 % (经市场指数调整过的收益率 AR 为 176.9 %)。而在

中小投资者法律保护较好的发展阶段与完善阶段,IR 分别降为 130.7%和 139.5%(AR 分别为 128.0%和 139.6%)。以上证据说明,在中小投资者法律保护的不同阶段里,中小投资者的市场保护意识不同,中小投资者法律保护较差的阶段,中小投资者对市场保护的依赖性较高,即所要求的 IPOs 的初始收益率较高,随着中小投资者法律保护的逐步完善,中小投资者对市场保护的依赖性逐步减少。不同样本期间的 t 统计检验结果显示,初始阶段与发展阶段两者之间的 AR 差别为 48.9%,在 1%的统计水平上显著($t = 4.419$)。而在发展阶段与完善阶段两者之间的 AR 差别则为 -11.6%,统计上并不显著($t = -1.922$)。说明中小投资者法律保护的不同会使中小投资者对市场保护产生不同的需求,在中小投资者法律保护较差的阶段里,必须通过向中小投资者提供较高的市场保护才能吸引中小投资者提供资金。以上结果均支持了 LLSV 的观点,即不同阶段中小投资者法律保护上的差异能够揭示不同历史阶段公司融资行为上的差异,也能够说明不同阶段经市场指数调整过的 IPOs 初始收益率的差异。

表 4 IPOs 初始收益率的描述性统计

阶段	样本期间	样本数	IPOs 初始收益率	经市场指数调整过的 IPOs 初始收益率				
				平均值	中位值	标准差	最小值	最大值
初始阶段	1994.7.1 之前	175	1.741	1.769	1.403	1.379	0.072	7.880
发展阶段	1994.7.1—1999.7.1	505	1.307	1.280	1.149	0.826	-0.115	8.248
完善阶段	1999.7.1—2002.12.30	323	1.395	1.396	1.262	0.857	-0.002	4.771
合计		1003	1.411	1.403	1.219	0.970	-0.115	8.248

(二)多元回归分析

表 5 列出模型(3)的多元回归分析结果。从表 5 中可知,全样本里,经市场指数调整过的 IPOs 的初始收益率与中小投资者法律保护分值之间的参数估计值为 -0.384(t 值 = -2.168),在 5%统计水平上显著。说明在我国中小投资者法律保护历史实践的整个过程中,中小投资者法律保护与市场保护之间存在显著的负相关关系,随着我国中小投资者法律保护的不断健全,中小投资者对市场保护需求逐步递减,中小投资者法律保护分值每增加 1 分,AR 就相应下降 0.384。这一趋势在中小投资者法律保护的初始阶段最为明显,在初始阶段,AR 与中小投资者法律保护分值之间的参数估计值为 -0.830(t 值 = -3.102),在 1%统计水平上显著。同时,应该指出的是,在中小投资者法律保护的发展阶段里,我们认为,作为一种过渡时期,各类法律法规先后被引入、试行和成型,中小投资者对法律保护始终处在一个不断适应、逐步相信的阶段,当中小投资者对法律保护的信心尚未建立时,他们往往会同时寻求法律与市场双重保护的需要,所以,中小投资者法律保护与市场保护之间存在显著的正相关关系。经市场指数调整过的 IPOs 的初始收益率与中小投资者法律保护分值之间的参数估计值为 2.540(t 值 = 5.441),在 1%统计水平上显著。而当中小投资者法律保护进入完善阶段时,这种显著的正相关关系会逐渐减弱。经市场指数调整过的 IPOs 的初始收益率与中小投资者法律保护分值之间的参数估计值为 0.346(t 值 = 0.628),统计水平上不显著。多元回归分析结果进一步支持了我们的观点,即法律保护只是证券市场发展的因素之一,在法律保护不健全的情况下,中小投资者在向市场提供资金时往往要寻求较高的市场保护,例如获取较高的 IPOs 初始收益率。随着中小投资者法律保护的逐步完善,中小投资者对市场保护的依赖性会逐步减轻,即 IPOs 的初始收益率随着中小投资者法律保护的提高而呈现逐步降低的趋势。这些证据同时也支持了 LLSV(1997,1998,2000)的结论,即当中小投资者受到法律保护时,他们愿意为公司所发行的证券支付更高的价格(换句话说,获取较低的 IPOs 初始收益率),反过来也吸引企业家愿意发行更多的证券。由此,越是中小投资者法律保护好的国家,股票市场越有价值,股票市场规模越大。

表 5 中小投资者法律保护不同历史阶段的回归结果

变量	199407 前		199407—199907		199907—200212		全样本	
常数项	4.713*** (5.979)	18.306*** (8.38)	-0.944 (-0.810)	-0.303 (-0.239)	3.576 (1.648)	12.398*** (5.396)	2.722*** (6.290)	9.806*** (11.354)
Ln(1+Law)	-1.237*** (-4.107)	-0.830*** (-3.102)	0.627* (1.900)	2.540*** (5.441)	-0.550 (-1.000)	0.346 (0.628)	-0.381*** (-3.176)	-0.384*** (-2.168)
OP		-0.255*** (-4.754)		-0.061*** (-2.677)		-0.086*** (-5.537)		-0.084*** (-6.666)
Std		-4.954 (-0.726)		12.498*** (4.51)		13.235** (2.159)		-0.781 (-0.319)
Prestige		0.239 (1.354)		-0.137** (-2.080)		0.027 (0.34)		-0.021 (-0.416)
Ln(Size)		-0.676*** (-5.596)		-0.384*** (-4.717)		-0.620*** (-7.409)		-0.368*** (-7.003)
Ln(1+Risk)		-0.108 (-0.617)		-0.028 (-0.276)		-0.071 (-0.461)		0.320*** (2.837)
Market		1.839 (0.126)		13.66 (1.529)		38.891* (1.898)		15.662* (1.919)
Industry		0.167 (0.638)		0.367*** (3.572)		0.310*** (2.87)		0.309*** (3.691)
Ln(1+Age)		-0.392*** (-3.225)		0.041 (0.943)		-0.066 (-0.899)		0.013 (0.351)
PE		-0.02 (-0.633)		0.008 (0.487)		0.011** (2.155)		0.023*** (5.225)
Ln(Sale)		-0.063 (-0.799)		-0.049 (-1.380)		-0.049 (-1.252)		-0.070** (-2.388)
DW	1.551	1.476	1.480	1.363	1.764	1.706	1.417	1.263
调整 R	0.337	0.542	0.006	0.23	0.000	0.34	0.045	0.213
F	65.479	14.645	4.199	14.641	0.920	15.593	45.548	24.181
Prob > F	0.000	0.000	0.041	0.000	0.338	0.000	0.000	0.000

注：*表示在 10%水平下显著；**表示在 5%水平下显著；***表示在 1%水平下显著。

() 内的数字为经 White(1980) 异方差调整后的 t 值。

[] 内的数字为方差膨胀因子 VIF。

五、结论

中小投资者法律保护对股票市场发展的作用近年来得到学术界的广泛重视(LLSV,1997,1998,2000),我国在中小投资者法律保护方面普遍较差,经历了一个从弱到强,逐步健全的历史实践过程。本文采用历史研究的视野,用实证研究的方法纵向考察了我国不同历史阶段中的中小投资者法律保护问题。本文发现:随着中小投资者法律保护的不断发展与完善,我国各个不同历史阶段股票市场的规模也不断扩大;在中小投资者法律保护的不同阶段里,中小投资者的市场保护意识不同,中小投资者得到法律保护较差的阶段,其对市场保护的依赖性较高,即中小投资者会在公司首

次公开发行时会要求得到较高的 IPOs 的初始收益率。而随着中小投资者法律保护的逐步完善,中小投资者对市场保护的依赖性会逐步减少,即中小投资者所要求的 IPOs 的初始收益率随着中小投资者法律保护的提高而不断递减。由于本文仅仅研究了中小投资者法律保护的立法问题,没有考虑到法律法规的执行问题,而根据 LLSV 的分析:“一个强有力的法律法规执行制度可以替代虚弱的法律法规。”(LLSV,1998,p1140)这应该成为今后该领域进一步研究的课题。

参考文献

- Beatty, Randolph P., and Jay R. Ritter, 1986, Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics* 15, 213—232.
- Beatty, Randolph P., and Ivo Welch, 1996, Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings, *Journal of Law and Economics* 39.
- Carter, Richard, and Steven Manaster, 1990, Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *Journal of Finance* 45, 1045—1068.
- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 2000, Tunneling, *AEA Papers and Proceedings* 90.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1997, Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance* 52, 1131—1150.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1998, Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113—1155.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, 1999, Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance* 54.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 2000a, Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics* 58, 3—27.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 2000b, Agency Problems and Dividend Policies Around the World, *Journal of Finance* 55, 1—33.
- Loughran, Tim, and Jay R. Ritter, 2002, Why Don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs? *Review of Financial Studies* 15, 413—443.
- Meggison, William, and Kathleen Weiss, 1991, Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 46, 879—904.
- Miller, Robert E., and Frank. K. Reilly, 1987, An Examination of Mispricing, Returns, and Uncertainty for Initial Public Offerings, *Financial Management* 16, 33—38.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales, 1995, What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance* 50, 1421—1460.
- Reese, William A. Jr., and Michael S. Weisbach, 2002, Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings, *Journal of Financial Economics* 66, 65—104.
- Ritter, Jay R., 1984, The Hot Issue Market of 1980, *Journal of Business* 57, 215—240.

Test on the Law Protection of Minority Investors in Different Stages

Shen Yifeng Xu Nianhang Yang Yi
(Xiamen University)

Abstract: This paper studied the protection of minority investors in the different stages. We found that the initial returns of IPOs in the different periods of law protection were significantly different from each other, which indicated that market protection requirement of minority investors declined with the development of law protection. In the period with better law protection of minority investors, they relied less on market protection and required lower initial return of IPOs, while they resorted to market protection first in poor law protection stage. With the improvement of law protection of minority investors, they relieved their market dependence accordingly. Our test showed that the initial returns of IPOs reduced when law protection went to a better stage from the initial stage. And this study supported the main ideas of La Porta et al. from a very different viewpoint.

Key Words: Minority Investors; Law Protection; IPOs

JEL Classification: K22, G32, G38

(责任编辑:黎明)(校对:寒月)