

投资者法律保护、产品市场竞争与公司价值

林钟高, 魏立江, 王海生

(安徽工业大学 会计系, 安徽 马鞍山 243002)

[摘要]选取2007—2010年间沪深A股制造业上市公司为样本,在检验投资者法律保护以及产品市场竞争对公司价值影响的基础上,引入投资者法律保护和产品市场竞争的交互项,进一步检验投资者法律保护与产品市场竞争的互补或者替代关系。研究发现,第一,投资者法律保护、产品市场竞争与公司价值正相关,法律保护越好的地区,公司价值越高。产品市场竞争越激烈,监督约束机制越有效,公司价值越高。第二,相比于投资者法律保护较差地区,产品市场竞争对投资者法律保护较好地区的公司绩效的影响更大,即产品市场竞争对投资者法律保护的公司治理效应起到了一定的补充作用。而投资者法律保护对不同产品市场竞争行业的公司绩效的影响不明显,投资者法律保护对产品市场竞争的公司治理效应的提升作用不大。

[关键词]投资者法律保护;产品市场竞争;公司价值;公司治理;公司绩效

[中图分类号]F230 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2012)05-0057-11

一、问题的提出

法律和竞争是公司必须重视的两个外部因素,它们对于公司治理有着重要影响。随着20世纪90年代末法与金融研究热潮的掀起,人们深刻体会到投资者法律保护对公司治理及金融市场发展的重要作用。投资者保护是公司外部治理的一个重要组成部分,其核心是防止公司内部人对外部投资者利益侵害。产品市场竞争是确保公司治理有效的重要外部机制,可通过降低信息的不对称性、增强对经理人的激励约束来降低代理成本,提高企业效率^[1]。目前,国内有关公司治理的研究主要集中在内部治理机制对公司绩效的影响上,而有关公司外部治理机制(尤其是法律、竞争等)是如何影响公司绩效的研究则较少。此外,法与金融的研究是近些年才兴起的,我国目前关于投资者法律保护的研究尚处于起步阶段。因此,基于我国转型时期的投资者法律保护以及产品市场竞争的制度背景,探讨投资者法律保护与产品市场竞争是如何影响公司绩效的,投资者法律保护与产品市场竞争之间是替代关系还是互补关系等问题^①,对于丰富我国法与金融以及公司治理理论,推动政府部门和证券监管部门加强投资者法律保护体系的建设,提升各地区的司法水平,维护广大投资者的合法权益,促进行业的有效竞争,进而发挥投资者法律保护和产品市场竞争对公司治理的综合效应,都有着重要的

[收稿日期]2012-03-03

[作者简介]林钟高(1960—),男,福建泉州人,安徽工业大学副校长,教授,从事财务会计理论、独立审计理论、内部控制理论研究;魏立江(1973—),男,山东烟台人,安徽工业大学会计系主任,副教授,博士,从事公司治理理论、管理会计理论研究;王海生(1987—),男,安徽芜湖人,安徽工业大学会计系教师,从事财务会计理论研究。

^①替代效应意味着,产品市场竞争较弱对公司治理绩效的改善或公司价值的提高不能起到很好的作用时,投资者法律保护可以替代产品市场竞争机制起到改善公司治理绩效、提升公司价值的作用;相反,如果产品市场竞争较强,能有效地发挥外部治理机制的作用,投资者法律保护的作用就非常有限。互补效应则表明,产品市场竞争的有效性将会被投资者法律保护加强,反之也成立,即投资者法律保护的作用也会因为产品市场竞争的存在而更加明显。

意义。

本文以下部分的安排是:第二部分文献回顾,第三部分理论分析与研究假设,第四部分研究设计,第五部分实证检验与结果分析,第六部分稳健性检验,最后是研究结论。

二、文献回顾

(一) 投资者保护的理论与经验证据

理论研究方面,根据法律在投资者保护过程中所起到的不同作用,理论界将投资者保护归纳为契约论和法律论两种。契约论认为,在契约是完善的且保证契约执行的司法体系是有效的情况下,投资者通过与公司签订契约就可以实现保护自己利益的目的,法律在投资者保护的过程中并不重要^[2]。更多的学者将投资者保护视为公司外部投资者防止内部人“掠夺”的一套机制^①,他们首先肯定了法律在投资者保护过程中的重要作用,同时认为投资者也可通过其他方式,如政府、公司自身声誉或民间的制度来干预公司与投资者签订契约的过程,以达到投资者保护的理想效果^[3-5]。相关学者甚至认为在投资者保护过程中,如果国内的法律和制度不健全,公司和个人可以通过签订国际契约的方式(比如选择到投资者保护较好的资本市场进行交叉上市)来实现投资者保护。法律论认为^②,法律差异决定了各国投资者保护水平的差异,而法律和规则的变化则有助于投资者保护水平以及公司融资能力的提高,完善投资者保护的相关法律框架以及建立有力的法律监管体系对于投资者保护有着重要作用。

经验证据方面,相关研究主要关注投资者法律保护在提升公司价值、完善公司治理两个重要方面即投资者法律保护决定公司价值。LLSV 通过对不同国家投资者法律保护水平的研究表明,投资者法律保护对公司价值具有重要影响,投资者法律保护水平越高,公司价值越高,在投资者保护水平较高的国家,控股股东的现金流权对公司价值的影响较弱^[6]。Luennon 和 Lins, Klapper 和 Love, Boubakri 等对投资者法律保护、股权集中度以及公司价值三者关系的实证检验支持了 LLSV 的研究结论,即投资者法律保护越好则公司价值越高,投资者法律保护也会对股权结构和公司价值之间的关系产生影响^[7-9]。肖珉研究发现,法律条文的颁布其作用非常有限,保护中小投资者的立法只能在某些特定的时期对权益资本成本产生影响,而法的实施对权益资本成本的作用明显,一些典型的法律实施事件和地区差异能够起到显著降低权益资本成本的作用^[10]。LLSV 的系列研究发现,在大陆法系国家,投资者保护水平较低,公司的股权集中程度较高,公司绩效较低;与之相对应,在英美法系国家,投资者保护水平较高,公司治理结构较为完善,不同公司间的资本配置更具效率性^[11]。更多学者从资本成本、控制权私利以及高管变更的角度进行研究。在资本成本方面,LLSV 认为,当外部投资者的利益受到法律保护时,公司的利润会更更多地以红利或利息的方式返还给投资者,外部投资者也愿意以更高的价格去购买公司的股票和债券,投资者法律保护越好,则资本成本越低^[12]。Bhattacharya 和 Daouk,

①在公司股权比较分散的情况下,这种“掠夺”行为表现为管理层的机会主义行为;在股权集中于控股股东的情况下,该行为表现为管理层和控股股东对中小股东与债权人的双重侵害。

②主要是由 LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny(即 LLSV)为代表的法与金融学派的学者们提出的,他们通过对 49 个国家投资者法律保护水平情况的比较分析,对智利、德国、波兰和韩国等国的投资者的法律保护 and 规则进行了系统研究。此外,LLSV 对契约论的学者们所提出的有关投资者保护机制逐个提出批评。首先,LLSV 认为政府干预的实现与否很大程度上取决于政府是否有效和廉洁,而政府的有效和廉洁却又部分地受法律体系所影响,属于由法律体系决定的外生变量。研究表明,大陆法系国家往往腐败程度较高、效率较低,虽然政府表示要保护投资者的利益,但是当经济危机来临时,政府更加倾向于选择保护企业家而非投资者的利益。1997 年亚洲金融危机中一些东亚国家的表现很好地证明了这一点。其次,对于集中的外部所有权机制,LLSV 认为即使大股东对管理层具有实际控制作用,有关中小投资者利益不被“掠夺”的问题同样存在于这些公司中。Hellwig 通过对德国和瑞士的研究表明,公司外部所有权较集中的国家同样缺乏对中小股东的有效保护。再次,LLSV 认为公司的信誉机制并非持久可靠,在经济情况较好时,公司可能会采取一些善待投资者的方法来改善公司形象,反之,在经济情况较差时,公司则不会考虑投资者的利益。最后,LLSV 认为并非所有的公司都能够在海外成功上市,因此,即便是交叉上市能够在某种程度上提升投资者保护水平,它也不能替代法律制度对投资者保护的作用。

Brockman 和 Chung 的研究也得出了和 LLSV 相同的结论^[13-14]。在控制权私利方面, Doidge, Karolyi 和 Stulz 指出, 在美国交叉上市的公司与非交叉上市的公司相比, 交叉上市的公司控制权私利水平更低, 公司价值更高^[15]。Nenova, Dyck 和 Zingales 通过对不同法系控制权私利水平的差异分析发现, 投资者法律保护水平和控制权价值显著负相关, 即投资者法律保护水平越高, 公司控制权价值越低, 并且随着投资者法律保护的不断加强, 控制权私利也在不断地降低^[16-17]。在高管变更方面, Defond 和 Hung 研究指出, 在立法水平很高的国家, CEO 变更与公司绩效无关, 而在执法水平很高的国家, CEO 变更与较差的公司绩效有关^[18]。王克敏和陈井勇的研究表明, 在投资者保护增强的情况下, 管理者受到大股东的监督力度随之降低; 而在投资者保护减弱的情况下, 大股东对管理者的监督力度会增强^[19]。许年行和吴世农的研究发现, 导致我国股权集中度下降的原因有多种, 诸如 IPO 发行制度的演变, 中小投资者法律保护的立法中有关股权集中度的规定相对较少, 政府严格管理国有股权的转让, 在保证实际控制权的条件下非国有控股公司通过减少控股比例的方式来获取自身利益等^[20]。沈艺峰等通过对陷入困境的上市公司进行研究后发现, 大股东持股比例与高管变更之间显著正相关, 大股东持股比例不同对高管变更产生的影响也不同^[21]。陈炜等通过对股权转让事件的研究表明, 总体来看, 中小投资者法律保护可以起到降低控制权私利的作用, 但不同阶段的法律作用呈现一个由弱到强的渐进特征^[22]。

(二) 产品市场竞争的理论研究与经验证据

理论研究方面, 相关研究主要是围绕产品市场竞争的信息作用和约束作用两个方面展开的, 其中, 信息作用是基于充分信息假说和信誉激励假说产生的, 而约束作用则是以清算威胁假说为前提的。充分信息假说认为, 产品市场竞争为公司股东提供了一个与竞争公司的业绩相比较的机会, 使得公司股东能够较容易地衡量公司绩效, 从而减少信息不对称的程度, 降低监督成本, 产品市场中相互竞争的企业越多, 信息不对称性所带来的影响就会越小^[23-24]。产品市场竞争使得外部投资者能够充分获取与公司管理层的管理能力和工作努力程度相关的信息, 从而实施更加有效的激励约束, 防止出现管理层损害股东利益的行为^[25-26]。清算威胁假说认为, 产品市场竞争是一种有效的资源配置机制, 竞争程度的提升加大了公司破产清算的可能性, 如果企业经营不善、业绩不佳则很容易被兼并或被清算, 管理人员的自身效用会因其不努力而遭受损失。因此产品市场竞争和破产清算的威胁会给公司造成巨大的压力, 管理者通常会选择增加工作的努力程度促使公司进行革新, 努力改善公司绩效^[27]。信誉激励假说认为, 在竞争的产品市场中, 信誉是市场对行为主体的行为和能力等各方面信息的全面反映, 也是个人价值的重要组成。为此, 经理人需要努力塑造自己的形象以改善自身声誉, 使得自己继续被聘用从而获得更好的报酬^[28]。

在经验证据方面, 相关研究主要体现在产品市场竞争与管理层激励、高管变更、企业生产率等方面。在管理层激励方面, Karuna, Bettignies 和 Baggs 的研究表明, 产品市场竞争与经理人激励正相关, 产品市场竞争能够降低股东监督的边际成本, 提高经理人的努力水平^[29-30]。而 Cunat 和 GuadaluPe 的研究认为, 随着竞争的加剧, 金融业企业经理的总报酬增加, 其中薪酬中的固定部分下降, 变动部分上升且薪酬绩效的敏感性也随之增加^[31]。随着竞争程度的不断提高, 金融业通过加强经理的薪酬激励强度来改善公司绩效。施东晖研究发现, 在股权集中和股权分散的企业中, 产品市场竞争与所有权结构呈现显著的互补关系^[32]。谭云清和朱荣林的研究显示, 产品市场竞争能够起到对管理层能力的有效识别作用并激励管理者努力工作, 谭云清等的进一步研究表明, 产品市场竞争与经理报酬呈显著的互补性, 且对企业产出增长率具有显著的正面效应(在国有企业尤为突出), 因此, 企业在加大对经理采用报酬激励机制的同时, 还应努力构建有效的产品市场竞争环境^[33-34]。在高管变更方面, Defond 和 Park 研究认为, 产品市场竞争比相对业绩评价更能有效辨别 CEO 的工作能力, 与产品市场竞争较弱的行业相比, 在产品市场竞争较激烈的行业中, CEO 变更的频率更高, 产品市场竞争越激烈,

CEO 变更的概率越高^[35]。Fee 和 Hadlock 研究发现,由于产品市场中竞争对手相对绩效的强大压力,企业 CEO 变更的频率随着产品市场竞争程度的提升而变高^[36]。蒋荣和陈丽蓉研究发现,总体上看,产品市场竞争程度负相关于 CEO 变更,但这种关系并不显著,而在产品市场竞争较低的行业,产品市场竞争程度则显著负相关于 CEO 变更,这些行业需进一步加快市场化进程^[37]。此外,还有学者研究认为,产品市场竞争会对全要素生产率产生积极的影响^[38-40]。牛建波和李维安研究认为,在对企业产出的影响方面,产品市场竞争与适度的所有权、分散的股权结构之间呈现互补关系,而与董事会治理及 CEO 兼任董事长之间则表现为相互替代关系^[41]。

(三) 文献评述

已有的关于投资者法律保护以及产品市场竞争的研究成果为本文的研究奠定了坚实的理论基础。然而,现有的研究仅仅是选择投资者法律保护亦或产品市场竞争来单独分析其与公司治理有效性之间的关系,很少有文献将投资者法律保护与产品市场竞争纳入同一个框架进行研究。目前,国内外只有少数文献论及投资者法律保护与产品市场竞争之间的关系问题。Allen 和 Qian 认为在中国和印度这样的新型市场国家,竞争等非法律治理机制十分有效,能够更快地适应环境的变化,是法律有效的替代机制^[42]。国内学者刘志强的研究认为产品市场竞争与投资者法律保护之间存在着一种替代关系,激烈的产品市场竞争能够弥补投资者法律保护的不足^[43]。因此,就处于经济转型时期的我国而言,在投资者法律保护尚不完善、产品市场竞争依旧不成熟的情况下,将投资者法律保护与产品市场竞争纳入同一个分析框架来研究上市公司的治理效率问题,对于理解投资者法律保护与产品市场竞争的公司治理作用以及它们之间的相互关系都有着重要的意义^①。

三、理论分析与研究假设

(一) 投资者法律保护与公司价值

由于契约的不完备,单纯依靠契约难以实现对投资者的有效保护。随着 LLSV 等法与金融学派研究的深入,法律在投资者保护中的作用越来越受到人们的重视。LLSV 认为,法律体系作为公司外部重要的治理机制,可有效地防止内部人(管理层和控股股东)对外部投资者(股东和债权人)的“掠夺”,起到对内部人监督约束的作用,从而有助于改善公司管理绩效,提升企业价值。LLSV 等的系列研究只是横向比较了不同国家之间在法律与融资上的差异。我国学者沈艺峰等认为,在不同的投资者法律保护阶段,对投资者融资行为的法律保护存在显著的差异^[44]。决定投资者法律保护国别差异的政治因素与法律渊源因素实际上是通过影响投资者保护的立法和司法发生作用的。而一国投资者法律保护的差异则是由不同时期的立法水平和不同区域的司法水平决定的。仅从法律条文来看,目前我国已构建了一个以《公司法》、《证券法》为核心的比较完善的法律法规体系,投资者法律保护在立法水平上已经取得了长足发展。然而,大多数的法律法规都不是自我实施的,必须通过司法系统执行,如果没有有效的实施,法律条文的作用十分有限。LLSV 等认为,强有力的法律实施系统能够替代法律条文的欠缺,起到保护中小投资者的作用^[45]。因此,对于投资者保护来说,法律的有效实施比法律条文的颁布更有意义。目前,在我国的不同地区,司法水平存在着显著的差异^②。司法水平的高低直接影响投资者法律保护水平的高低。在司法水平较高的地区,法律的执行效率较高,管理层的“掠夺”成本和风险就越高,从而越有利于减低公司代理成本,提升企业价值。相反,在司法水平较低的

^①有研究认为,目前我国法律涉及的中小股东权益保护的规定在完善性和严厉程度上,介于最好的英美普通法系和较差的法国民法系及德国民法法系之间,属于中等水平。但在我国投资者保护法律执行方面,却存在着整体效率不高、地区差异明显、执行机制(诉讼机制与民事赔偿机制)不健全等问题。我国采用了渐进式地引入市场竞争与激励策略的改革模式,这也就决定了我国的产品市场竞争特征有别于西方发达的市场经济国家和其他转型经济国家,竞争不足与竞争过度同时并存。

^②尽管中国已经拥有了一系列相当完善且较合理的成文法,但是法律制度环境在各地区之间仍然存在相当大的差异。

地区,法律的执行效率较低,管理层的“掠夺”成本和风险也较低,从而不利于公司价值的提升。据此我们提出假设 1。

假设 1:司法水平越高,投资者法律保护的公司治理有效性越强,公司价值越高。

(二) 产品市场竞争与公司价值

依据充分信息假说、清算威胁假说以及信誉激励假说的观点,产品市场竞争能够有效地降低信息的不对称性,加强对公司内部人的监督和约束,从而促进公司治理绩效的改善,推动公司绩效的提升。竞争和破产清算威胁会给公司带来强大的外部压力,经理人出于自身利益的考虑会减少懈怠程度,为实现公司价值而努力工作。在竞争程度较低的行业,经理层面临的破产清算压力较小,此外,在这些行业中,公司有足够的能力获得额外的垄断租金,在缺乏有效的外部监督的情况下,经理层更容易通过在职消费或非效率投资(过度投资或投资不足)等方式去损害公司利益。因此,在竞争程度较低的行业,公司对经理层的监督约束不足,面临着较高的代理成本,不利于公司治理效率和公司价值的提高。与此相反,在竞争程度激烈的行业中,市场中相互竞争的企业较多,企业面临的竞争和破产压力较大。此外,产品市场竞争越激烈,外部投资者获得企业的信息就越多,他们可以通过对比竞争企业间的经营绩效来评价公司经理层。如果因为公司经理层懈怠或其他私利行为而致使公司业绩下滑,那么他们很可能被更换。因此,产品市场竞争起到了对公司经理层的监督约束作用,产品市场竞争越激烈,这种监督约束机制就越有效,公司治理效率和公司价值就越好。据此我们提出假设 2。

假设 2:产品市场竞争越激烈,公司治理的有效性越强,公司价值越高。

(三) 投资者法律保护与产品市场竞争的互动关系

近年来,一些学者的研究表明,一个相对稳定的外部环境对法律效率的发挥非常重要,然而我国正处于经济转型时期,投资者保护的法律法规的制定难以跟上外部经济环境的变化,诸如产品市场竞争这些非法律机制却更有优越性,能比法律较快地适应这种变化,起到有效保护投资者利益的作用。法律保护与产品市场竞争共存,产品市场竞争会对法律制度的发展起到积极的促进作用,反过来法律保护也能维护市场有序公平的竞争。它们共同推动着公司治理的完善,促进企业绩效的提升。目前,我国虽已建立了较为完善的投资者法律保护体系,但是,不同地区的执法水平和执法力度尚存在显著差异。因此有效的产品市场竞争会弥补法律保护的不足,改善公司治理绩效。与此同时,不同行业之间的产品市场竞争程度存在着较大差异,产品市场过度竞争和竞争不足的现象普遍存在,法律对于规范市场主体行为,促进行业有效竞争同样会起到一定的作用。据此我们提出假设 3。

假设 3:相对于投资者法律保护较差的地区,产品市场竞争对提升投资者法律保护较好地区公司价值的作用更大;而相对于产品市场竞争较弱的行业,投资者法律保护对提升产品市场竞争较强行业公司价值的作用更大。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取 2007—2010 年间深沪两市证券交易所的 A 股制造业上市公司为初始样本,并依据如下标准进行筛选:(1)剔除被 ST 和 PT,以及财务数据不全的公司;(2)为了使行业内的样本公司保持适当数量以避免行业公司过少对结果的影响,剔除公司数目少于 15 家的行业^①;(3)剔除变量的异常值,上下各删除 1%。最终获得 2653 个样本数据。按证监会行业分类标准,样本数据共涉及制造业中 24 个细分行业。所使用的公司财务和股票市场数据均取自 CSMAR 数据库。所有数据处理和统

^①按照中国证监会 2001 年颁布的《上市公司行业分类指引》,制造业三级分类下共有 32 个行业,删除其中企业数较少的行业,共 8 个行业,最终样本包含制造业中 24 个细分行业的数据。

计分析均通过 Excel 2003 及 SAS 9.1 完成。

(二) 变量设计

被解释变量为公司价值。关于公司价值的计量通常有两类指标:一类是反映企业价值的指标,另一类是反映会计利润的指标。企业价值的指标为托宾 Q 值,会计利润指标主要包括总资产报酬率和净资产报酬率。鉴于我国资本市场的弱有效性,股票价格易受到各种因素的影响,因此多数学者主张采用会计利润来衡量公司价值。本文选取净资产报酬率(ROE)作为公司价值的计量指标。解释变量包括司法水平和产品市场竞争程度。(1)司法水平:本文选取《中国市场化指数——各地区市场相对进程报告》中各地区“市场中介组织和法律制度环境”指标作为司法水平的替代变量,该指标越高,则司法水平越好。(2)产品市场竞争程度:本文借鉴蒋荣等和宋常等的做法,选取赫芬达尔指数(HHI)作为产品市场竞争的替代变量^[37,46]。HHI 与产品市场竞争程度之间呈负相关关系,即 HHI 值越小,产品市场竞争越激烈,反之亦然。在参考相关研究文献的基础上,本文选取以下控制变量:企业规模、资本结构、产权性质、第一大股东持股比例、成长性、行业与年度等。具体的变量名称、变量符号以及变量定义见表 1。

表 1 变量定义表

变量名称	变量代码	预期符号	变量定义
公司价值	ROE		$ROE = \text{净利润} / (\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) \div 2$
司法水平	LAW	+	以“市场中介组织和法律制度环境”指标作为司法水平的替代变量。该指标值越大,则表明该地区司法水平越好,反之亦然
产品市场竞争程度	HHI	-	$HHI = \sum (X_i / X)^2$, 其中, $X = \sum X_i$ 。 X_i 为 i 企业年度的主营业务收入
投资者法律保护与产品市场竞争间的相互作用	$LAW_i \times HHI$?	将 LAW 设为虚拟变量,若第 i 年某地区 LAW 值大于该年中位数时,则认为该地区投资者法律保护较好,则 LAW_i 取值为 1,否则认为该地区投资者法律保护较差, LAW_i 取值为 0($i = 2007$ 年、 2008 年、 2009 年、 2010 年)。 $LAW_i \times HHI$ 表示相比于投资者法律保护较差地区,产品市场竞争对于投资者法律保护较好地区公司价值的影响
	$LAW \times HHI_i$?	将 HHI 设为虚拟变量,若第 i 年某行业的 HHI 值小于该年中位数时,则认为该行业产品市场竞争较激烈,则 HHI_i 取值为 1,否则认为该行业产品市场竞争较弱, HHI_i 取值为 0($i = 2007$ 年、 2008 年、 2009 年、 2010 年)。 $LAW \times HHI_i$ 表示相比于产品市场较弱的行业,投资者法律保护对于产品市场竞争较激烈行业的公司价值的影响
企业规模	SIZE	+	$\ln(\text{总资产})$
资产负债率	LEV	-	总负债/总资产
产权性质	STATE	-	虚拟变量,第一大股东为国有性质,取值为 1,否则为 0
第一大股东持股比例	CR1	+	第一大股东持股数/总股数
成长性	GROWTH	+	$(\text{本年主营业务收入} - \text{上年主营业务收入}) / \text{上年主营业务收入}$
行业	IND		虚拟变量,用来控制行业因素的影响
年度	YEAR		虚拟变量,用来控制宏观经济的影响。本文共涉及 4 年的上市公司数据,因此有 3 个年度哑变量

(三) 模型设计

为了检验投资者法律保护和产品市场竞争对公司价值的影响以及投资者法律保护与公司价值的相互关系,构建如下模型:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 LAW + \beta_2 HHI + \beta_3 LAW \times HHI + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 STATE + \beta_7 CR1 + \beta_8 GROWTH$$

$$+ \beta_9 IND + \beta_{10} YEAR + \xi$$

在模型中引入了投资者法律保护与产品市场竞争的交互项,用以捕捉投资者法律保护与产品市场竞争程度之间的交互作用。通过将投资者法律保护指标按照 LAW 值的中位数为标准设置成虚拟变量(具体做法见上页表 1),并将投资者法律保护指标与产品市场竞争程度指标 HHI 相乘得到投资者法律保护与产品市场竞争的交互项,以此来考察产品市场竞争程度对于不同投资者法律保护地区企业公司价值的影响。此外,参照上述做法,将产品市场竞争程度指标设置为虚拟变量,并将其与投资者法律保护指标 LAW 相乘得到产品市场竞争与投资者法律保护的交互项,用来分析投资者法律保护对产品市场竞争程度不同的行业中公司的价值影响。

五、实证检验与结果分析

(一) 描述性统计与相关性分析

从表 2 的描述性统计结果可以看出:第一,资产收益率 ROE 的均值和中位数分别为 0.0876 和 0.0831,最小值和最大值分别为 -0.6606 和 0.5698,说明我国制造业上市公司间的公司价值存在较大差异;第二,衡量投资者法律保护的司法水平指标 LAW 的均值为 8.5393,最小值为 2.7900,最大值为 16.6100,标准偏差为 3.9603,说明我国不同地区间的司法水平参差不齐,投资者法律保护水平地区差异明显;第三,产品市场竞争程度 HHI 的均值为 0.0823,最小值为 0.0167,最大值为 0.5957,标准偏差为 0.0759,这意味着我国制造业各细分行业间的产品市场竞争程度存在明显的差异。

同时本文通过 Pearson 相关性检验结果表明^①,各主要变量之间的相关系数均小于 0.5,不存在多重共线性对参数估计结果的影响。从各变量之间的相关系数来看,司法水平、公司规模、第一大股东持股比例、企业成长性与公司价值正相关,产品市场竞争程度、资产负债率以及产权性质与公司价值负相关,与前文的预期完全一致。司法水平(LAW)与净资产收益率(ROE)之间显著正相关,表明投资者法律保护与公司价值之间显著正相关。产品市场竞争程度指标(HHI)与净资产收益率(ROE)之间显著负相关,由于 HHI 指数与产品市场竞争之间成反向关系,因此产品市场竞争与公司价值之间显著正相关。司法水平(LAW)与产品市场竞争程度指标(HHI)呈负相关关系,但并不显著,投资者法律保护与产品市场竞争之间的关系有待下文的回归分析作进一步论证。

(二) 回归分析

下页表 3 列出了模型的检验结果。从下页表 3 的回归结果中可以看出,投资者法律保护的替代变量 LAW 与公司价值呈正向关系,t 值为 0.01,但并未通过显著性水平检验,即投资者法律保护与公司价值呈正相关关系,但并不显著,假设 1 得到部分验证。这意味着,投资者法律保护对改善公司治理绩效、提升公司价值的作用并不明显。这可能是由于我国目前投资者保护的执法效率不高以及投资者法律保护执行机制不健全等原因造成的^[47]。在这种背景下,我国的投资法律保护对公司内部人的威慑不足,尚不能有效地改善公司治理绩效、提升公司价值。产品市场竞争程度的替代变量 HHI 指数与公司价值负相关,t 值为 -1.81,且在 10% 的显著性水平下通过了检验,由于 HHI 指标与产品

表 2 主要变量的描述性统计结果

变量	均值	中位数	最小值	最大值	标准偏差
ROE	0.0876	0.0831	-0.6606	0.5698	0.1083
LAW	8.5393	7.2300	2.7900	16.6100	3.9603
HHI	0.0823	0.0680	0.0167	0.5957	0.0759
SIZE	21.6004	21.4639	19.6627	24.8760	1.0223
LEV	0.4702	0.4831	0.0750	0.8582	0.1740
STATE	0.5624	1.0000	0.0000	1.0000	0.4962
CR1	0.3593	0.3467	0.0369	0.8523	0.1447
GROWTH	0.1940	0.1592	-0.5292	2.3571	0.3039

^①限于篇幅,有关相关性检验的具体过程和数据不再列示,有兴趣的读者可向作者索取资料。

市场竞争程度成反向关系,HHI 值越大,产品市场竞争越弱。因此产品市场竞争显著正相关于公司价值,假设 2 得到验证,产品市场竞争作为一种外部治理机制,能够起到有效改善公司治理绩效的作用,这些作用包括:CEO 的变更、公司产出率的增长、经理努力程度的有效识别与监督水平的改善、经理人激励机制的完善、公司价值的提升等方面。

虚拟变量 LAW_i 与产品市场竞争程度的乘积变量 LAW_i × HHI 的系数并未通过显著性水平检验,说明产品市场竞争对投资者法律保护较好地区与投资者法律保护较差地区的企业价值的影响没有显著的差异。这意味着投资者法律保护对于改善公司治理效率的作用不明显。Shleifer 和 Vishny 认为,当一个国家的法律部门在行政部门面前表现得较为软弱时,执法往往会受到政治因素的影响^[48]。目前,我国各级司法部门都要受制于同级行政部门,在执法过程中,司法部门难以摆脱各级行政权利的干扰,地方政府为实现地方、部门利益的私欲,与本地企业形成“利益同盟”,在市场竞争中,地方政府往往采用行政命令的方式限制和阻碍竞争,这可能是造成我国投资者法律保护在执行层面上难以促进产品市场有效竞争的一个

表 3 投资者法律保护、产品市场竞争与公司价值的回归结果

解释变量、控制变量、模型参数		被解释变量:公司价值 ROE	
变量/参数名	变量/参数含义	系数(β _i 值)	T 值
LAW	投资者法律保护	0.000009	0.01
HHI	产品市场竞争程度	-0.05978	-1.81 *
LAW _i × HHI	交互项	0.04255	1.06
LAW × HHI _i	交互项	0.00119	2.06 **
SIZE	企业规模	0.02906	14.27 ***
LEV	资产负债率	-0.16705	-14.22 ***
STATE	产权性质	-0.01995	-5.00 ***
CR1	第一大股东持股比例	0.02113	1.62
GROWTH	成长性	0.13052	20.12 ***
IND	行业		控制
YEAR	年度		控制
N	观测值个数		2645
VIF-max	最大 VIF 值		2.55
Adj - R ²	模型拟合度		0.2475
F value	F 值		73.48

注:*** 表示在 1% 的水平上显著,** 表示在 5% 的水平上显著,* 表示在 10% 的水平上显著。

的重要原因。而虚拟变量 HHI_i 与投资者法律保护 LAW 的乘积变量 LAW × HHI_i 的 T 值为 2.06,且在 5% 的显著性水平上显著,即投资者法律保护与产品市场竞争的乘积变量 LAW × HHI_i 显著正相关于公司价值,说明与产品市场竞争较弱的行业相比,投资者法律保护对于产品市场竞争较激烈行业的企业公司价值的提升作用更大。这说明激烈的产品市场竞争起到了弥补投资者法律保护不足的作用,产品市场竞争与投资者法律保护之间存在着一种替代关系。交互项的实证检验结果部分地证实了本文的假设 3,即产品市场竞争对于促进投资者法律保护的公司治理效率具有一定的作用,而投资者法律保护对于改善产品市场竞争的公司治理效率的作用不明显,产品市场竞争、财务压力和所有权控制能够对企业生产率起到正面的促进作用,产品市场竞争和财务压力能够替代所有权控制而发挥作用^[49]。

从表 3 控制变量的回归结果来看,公司价值与企业规模、第一大股东持股比例、企业成长性显著正相关,与资产负债率、产权性质显著负相关,这些结论与本文的预期一致。

六、稳健性检验

为了验证上述结论的稳健性,本文采用了两种方法来进行稳健性检验^①。

首先,本文以总资产报酬率 ROA、托宾 Q 作为公司价值的替代变量,然后分别以地区治理环境指数 RGI^② 和市场份额 COMP^③ 作为投资者法律保护以及产品市场竞争的替代变量,对实证模型进行稳

①限于篇幅,本文对于稳健性检验的过程和结果数据不再列示,有兴趣的读者可向作者索取资料。

②数据来自魏明海,柳建华,刘峰.中国上市公司投资者保护研究报告(2006—2008)[M].北京:经济科学出版社,2010。

③市场份额是以某企业的主营业务收入占整个行业该年度主营业务收入总额的比重来表示的。市场份额与产品市场竞争的强度呈反向关系,当市场份额越高时,表示企业面临外部产品市场竞争越弱;当市场份额低时,表示企业面临的外部产品市场竞争越强。

健性检验。方法一,本文按公司所在地区的“市场中介组织和法律制度环境”分值大小将样本分组,当分值大于中位数时,则划为投资者法律保护较好组,反之,则划为投资者法律保护较差组,以此来检验投资者法律保护不同地区,产品市场竞争对于公司价值的影响。方法二,本文按照公司所在行业的HHI指数大小将样本分组,当数值小于中位数时,则归为产品市场竞争较强组,反之,则归为产品市场竞争较弱组,从而验证产品市场竞争不同行业,投资者法律保护对公司价值的影响,进一步检验投资者法律保护与产品市场竞争间的相互作用。两种方法的稳健性测试结果与前文完全一致,由此可知,本文的结论是可靠的。

七、研究结论

第一,投资者法律保护对改善公司治理绩效、提升企业价值的作用不明显。目前,我国有关投资者保护的立法已经步入比较成熟的阶段,法律条文对于各地区的上市公司具有普遍的约束力,但是地区司法水平差异明显,从而造成了投资者法律保护水平各地区参差不齐。实证结果显示,司法水平与公司价值之间正相关,但并不显著,这可能跟我国目前的投资者法律保护执行效率不高以及投资者法律保护机制不健全有关。

第二,产品市场竞争程度对公司价值具有重要影响。不同行业的企业面临的竞争程度不同,产品市场竞争对于公司治理的作用也就不同。一般而言,产品市场竞争越激烈,其对公司经理层的约束激励机制就越有效。实证结果显示,产品市场竞争与公司价值显著正相关,即产品市场竞争在改善我国上市公司治理绩效、提升企业价值方面发挥了积极的作用。

第三,产品市场竞争对促进投资者法律保护的公司治理效率具有一定的作用,而投资者法律保护对于改善产品市场竞争的公司治理效率的作用不明显。实证结果表明,相比于产品市场竞争较弱行业,投资者法律保护对于产品市场竞争较强行业的上市公司价值的影响更大,这意味着投资者法律保护的公司治理作用随着产品市场竞争程度的加强而变得更大。而产品市场竞争对于不同投资者法律保护地区的公司价值的影响差别不明显,产品市场竞争的公司治理作用并未随着投资者法律保护的加强而有所改善。

参考文献:

- [1] Alchian A. Uncertainty, evolution and economic theory[J]. *Journal of Political Economy*, 1950, 58: 211 - 219.
- [2] Easterbrook F. The economic structure of corporate law[M]. Harvard University Press, 1991: 162.
- [3] Berglof E, Ernst-Ludwig von Thadden. The changing corporate governance paradigm: implication for transition and developing countries[R]. Manuscript SITE, Stockholm School of Economics, 1999.
- [4] Gary G, Schmid F. Universal banking and the performance of German firms[R]. Philadelphia: University of Pennsylvania, 1999.
- [5] Lins K V. Equity ownership and firm value in emerging markets[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38: 159 - 184.
- [6] LaPorta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R W. Investor protection and corporate valuation[J]. *Journal of Finance*, 2002, 57: 1147 - 1170.
- [7] Lenunon 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.
- [8] Klapper L, Love I. Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2004, 10: 703 - 728.
- [9] Boubakri N, Cosset J C, Guedhami P R. Corporate governance: the role of ownership structure and investor protection[J]. *Journal Financial Economics*, 2005, 76: 369 - 399.

- [10]肖珉. 法的建立、法的实施与权益资本成本[J]. 中国工业经济,2008(3):40-48.
- [11]LaPorta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R W. The quality of government[J]. Journal of Law, Economics and Organization,1999,15:222-279.
- [12]LaPorta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R W. Legal determinants of external finance[J]. Journal of Finance,1997,52:1131-1150.
- [13]Bhattacharya U, Daouk H. The world price of insider trading[J]. Journal of Finance,2002,57:75-108.
- [14]Brockman P, Chung D. Investor protection and firm liquidity[J]. Journal of Finance,2003,58:921-937.
- [15]Doidge 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]Nenova T. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis[J]. Journal of Financial Economics,2003,68:325-351.
- [17]Dyck A, Zingales L. Private benefits of control:an international comparison[J]. Journal of Finance,2004,59:537-600.
- [18]Defond M, Hung M Y. Investor protection and corporate governance: evidence from worldwide CEO turnover[R]. SSRN Working Paper,2003.
- [19]王克敏,陈井勇. 股权结构、投资者保护与公司绩效[J]. 管理世界,2004(7):127-134.
- [20]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? [J]. 经济学(季刊),2006(2):893-922.
- [21]沈艺峰,陈舒予,黄娟娟. 投资者法律保护、所有权结构与困境公司高层管理人员变更[J]. 中国工业经济,2007(1):96-103.
- [22]陈炜,孔翔,许年行. 我国中小投资者法律保护与控制权私利关系实证检验[J]. 中国工业经济,2008(1):24-31.
- [23]Bertoletti P, Poletti C. X-Inefficiency, competition and market information[J]. Journal of Industrial Economics,1997,45(4):359-375.
- [24]Schmidt K. Managerial incentives and product market competition[J]. Review of Economic Studies,1997,64:191-213.
- [25]Holmstrom B. Managerial Incentive problems: a dynamic perspective[J]. Review of Economic Studies,1982,66:169-182.
- [26]Hart O. The market mechanism as an incentive scheme[J]. Journal of Economics,1983,14:366-382.
- [27]Aghion P, Dewatripont M, Rey P. Competition, financial discipline and growth[J]. The Review of Economic Studies,1999,66(4):825-852.
- [28]Baker M, Jeffery W. Market timing and capital structure[J]. Journal of Finance,2002,57:1-32.
- [29]Karuna C. The effect of industry product market competition on managerial incentives and pay [R]. Working Paper,2005.
- [30]DeBettignies J E, Baggs J. Product market competition and agency costs[R]. Working Paper,2005.
- [31]Cunat V, GuadaluPe M. Executive compensation and competition in the banking and financial sectors[R]. IZA Discussion papers,2004.
- [32]施东晖. 转轨经济中的所有权与竞争:来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济研究,2003(8):46-55.
- [33]谭云清,朱荣林. 产品市场竞争、代理成本及代理效率:一个经验分析[J]. 上海管理科学,2007(4):12-19.
- [34]谭云清,朱荣林,韩忠雪. 产品市场竞争、经理报酬与公司绩效:来自中国上市公司的证据[J]. 管理评论,2008(2):58-63.
- [35]DeFond M, Park C. The effect of competition on CEO turnover[J]. Journal of Accounting and Economics,1999,27:35-56.
- [36]Fee C, Hadlock C. Management turnover and product market competition:empirical evidence from the U. S. newspaper industry[J]. Journal of Business,2000,73:205-243.
- [37]蒋荣,陈丽蓉. 产品市场竞争治理效应的实证研究:基于 CEO 变更视角[J]. 经济科学,2007(2):102-111.
- [38]Giffith R. Product market competition, efficiency and agency cost:an empirical analysis[R]. Working Paper,2001.
- [39]Januszewski S I, Winter J K. Product market competition, corporate governance and firm performance: an empirical a-

- analysis for Germany[J]. *Research in Economics*,2002,56(3):299-312.
- [40]Gosfeld I, Tressel T. Competition and ownership structure: substitutes or complements[J]. *Economics*,2002, 1133:653-691.
- [41]牛建波,李维安.产品市场竞争和公司治理的交互关系研究——基于中国制造业上市公司1998—2003年数据的实证分析[J].*南大商学评论*,2007(1):83-103.
- [42]Allen F, Qian J. Comparing legal and alternative institutions in commerce[R]. Working Paper,2008.
- [43]刘志强.产品市场竞争与投资者法律保护研究[D].华中科技大学博士学位论文,2009.
- [44]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[J].*经济研究*,2004(9):90-100.
- [45]LaPorta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R W. Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*,1998,106: 1113-1155.
- [46]宋常,黄蕾.产品市场竞争程度与公司治理效应的实证分析:基于经理人激励视角[J].*财经论丛*,2008(3):91-96.
- [47]蒋国洲.中国上市公司中小投资者保护研究[D].四川大学博士学位论文,2005.
- [48]Shleifer A, Vishny R W. Corruption[J]. *The Quarterly Journal of Economics*,1993,108(3):599-617.
- [49]Nickell S J. Competition and corporate performance[J]. *Journal of Political Economy*,1997,104(4):724-746.

[责任编辑:高婷]

Legal Protection of Invertors, Product Market Competition and Corporate Value

LIN Zhonggao, WEI Lijiang, WANG Haisheng

(Department of Accounting, Anhui University of Technology, Ma'anshan 243002, China)

Abstract: We select 2007—2010 Shenzhen and Shanghai's A-share listed companies as samples to test the investors' legal protection as well as the effect of product market competition on the value of the company on the basis of interaction of introducing legal protection for investors and product market competition, further surveying the legal protection for investors in a relationship between complementary or alternative product market competition. This study includes:1) investor protection, market competition and company values which are related to better legal protection of the area, greater value company product market more competitive, more effective supervision and constraint mechanism, greater value company. 2) compared with a poor legal protection for investors, product market competition better legal protection for investors of company performance in greater impact, product market competition on the effect of corporate governance on legal protection of investors have played a supplementary role. Legal protection for investors on the effect of different product market performance of companies in competitive industries are not apparent, legal protection for investors on corporate governance effect of product market competition promotion is very limited.

Key Words: legal protection for invertors; product market competition; corporate value; corporate governance; corporate performance