

doi:10.3969/j.issn.1674-8131.2011.06.012

区域社会资本、法律保护与公司价值*

陈 燕

(山东大学 经济研究院, 济南 250100)

摘 要:基于我国区域社会资本不平衡、金融法律保护存在巨大差异的背景,用市场中介组织的发育和法律制度环境指标来度量地区金融法律的保护水平,采用信任指数作为社会资本的代理变量,根据 2005—2007 年 A 股上市公司的财务数据,研究区域社会资本、法律保护与公司价值的关系。实证分析表明,在我国,社会资本越高和金融法律保护程度越高的地区,上市公司的价值越高,而且社会资本和法律保护是相互替代的关系,在法律保护水平低的地区,社会资本对公司价值的影响更大。

关键词:社会资本;金融法律保护;公司价值;地区法律环境;信任指数;托宾 q 值;替代作用
中图分类号:F127;F276.6 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2011)06-0078-06

Regional Social Capital, Legal Protection and Corporate Value

CHEN Yan

(Economy Research Institute, Shandong University, Jinan 250100, China)

Abstract: Based on the background of imbalanced regional social capital and big difference in financial and legal protection, this paper uses the indicators of the growth of market intermediary organizations and legal and regulatory environment to measure the protection level of regional finance and laws, uses trust indicator as the substitutive variable of social capital, and studies the relation between regional social capital, legal protection and corporate value according to financial data of listed company A during 2005 – 2007. The empirical analysis shows that, in China, the higher social capital and financial and legal protection extent are, the higher a listed company value is, furthermore, social capital and legal protection are reciprocal substitution relation, in the regions with lower legal protection level, social capital has bigger influence on corporate value.

Key words: social capital; financial and legal protection; corporate value; regional legal environment; trust indicator; Tobin's q ratio; substitution role

一、引言

传统的公司治理理论主要研究公司治理机制对公司绩效的影响。自 La Porta 等(1998)开创性地研究了法律制度因素与公司金融之间的关系之后,该主题的相关研究成为金融经济学中的热点。

La Porta 认为法律制度是重要的公司外部治理

机制,法律制度通过影响公司的内部治理结构等对公司的价值产生影响。La Porta 等(2002)通过建立理论模型讨论了投资者保护法对公司价值的影响,结论认为:一个国家的投资者法律保护水平越低,则企业家掠夺中小股东的行为就越容易发生,其公司的价值也就越低;反之,一个公司所处国家的投

* 收稿日期:2011-10-02;修回日期:2011-11-01

作者简介:陈燕(1986—),女,山东菏泽人;硕士研究生,在山东大学经济研究院学习,主要从事公司金融研究;Tel: 0531-88361979, E-mail: wawayu1986@126.com.

投资者法律保护程度越高,则企业家掠夺中小股东的成本就越高,掠夺行为就越不容易发生,公司的价值也就越高。在这篇文章中,La Porta 等还通过对世界上 27 个国家 539 家上市公司的截面数据进行实证分析,进一步验证了他们的结论。但是,各国的投资者法律保护程度不是一成不变的,而是一个历史演进过程。即便是投资者法律保护水平较高的国家,也经历了一个从法律保护不完善到完善的过程(肖松,2010)。

针对 La Porta 等(2002)截面数据分析的不足,国内学者沈艺峰等(2004)对我国投资者保护的法治进展进行考察,纵向地对我国投资者利益保护与 IPO 初始收益率的关系进行实证检验,其研究结果表明投资者保护与 IPO 初始收益率负相关。因为在法律保护较差的阶段,中小投资者的利益更容易受到损害,为此,他们会在公司首次公开发行时要求得到较高的 IPO 初始收益率;随着法律保护的逐步完善,中小投资者所要求的 IPO 初始收益率逐渐减少。他们的结论从另一角度支持了 La Porta 等(2002)的主要观点。胡海峰等(2009)则在 La Porta 等(2002)理论的基础上,利用中证 100 指数 2008 年的样本股对法律保护和公司价值的关系进行直接检验,得到与 La Porta 等(2002)相似的结论。此外,肖松(2010)在法律保护程度指标中进一步考虑了执法供给的程度,构建了一个新的法律保护程度指标,以 1992 年至 2008 年中国上市公司的纵向跨年度数据为样本,对投资者保护法与公司价值的关系进行实证检验,其结果表明投资者法律保护程度与公司的价值正相关。

尽管我国是一个政令和法律统一的国家,但由于幅员辽阔,各个地方在自然条件、经济发展水平、民族风俗和文化习惯等方面存在着巨大差异,尤其是各个地方的法治水平差距较大(樊纲等,2010)。相对于国内学者的纵向研究,我们认为将 La Porta 等(2002)的横向考察方法应用到我国上市公司所处的地区法律环境对上市公司价值影响的研究中将更有实际意义。所以本文的视角之一就是地区法律环境差异角度来考察法律保护程度和公司价值之间的关系。

另外,社会资本作为法律制度、经济制度等正式制度之外的一种非正式制度(戴亦一等,2009),也是公司外部治理环境的重要组成部分。许多学

者开始突破传统方法和传统视角,将社会资本引入到相关的研究中。例如,Guiso 等(2004)研究了社会资本对金融发展的影响,结果表明,当法律保护水平较低时,社会资本对金融发展的作用力更强。针对中国的法律保护薄弱、金融体系落后,但经济增长迅速的问题,目前学界主要提出了两种假说:Allen 等(2005)认为,中国的关系机制(主要是政治关系)和声誉机制起到了替代法律保护机制的作用;而 Ang 等(2009)则通过考察社会资本在吸引外资高科技企业投资方面的重要作用,认为社会资本也是法律保护的一个替代机制。与我国地区法律保护程度不平衡相似,我国各地区的社会资本也存在着巨大差异。因此,最近国内对公司价值的一些研究中同时将法律保护程度和社会资本纳入到公司金融的分析之中,如徐少君(2008)、潘越(2010)等。

综上所述,法律保护环境和社会资本都是公司外部治理环境的重要组成部分,公司的价值也不可避免地受到这两者的影响。区别于以往国内的纵向研究,本文的主要目的是回答:当外部环境(法律保护程度、社会资本)存在差异时,公司价值是否存在差异?然后我们将进一步考察社会资本、法律保护在对公司价值影响上的替代作用。本文余下部分的安排如下:第二部分是理论分析与研究假设;第三部分是研究设计,介绍数据来源、变量选择及模型设定;第四部分是实证结果分析;最后是结论。

二、理论分析与研究假设

1. 地区法律保护与公司价值

La Porta 等(2002)认为投资者法律保护可以成为抑制大股东侵占小股东权益的关键制约机制,并由此减少控股股东的控制权私利,增加公司价值。当对外部投资者的法律保护较弱时,控股股东因掠夺小股东利益而被法律惩罚的概率降低,控股股东会更多地侵占中小股东的利益,理性的投资者更愿意对投资者法律保护程度高的地区公司进行投资。在现代金融环境中,外部融资是企业长期发展和价值增长不可或缺的重要因素。因此,对投资者利益保护程度的不同就会直接影响到投资者的投资倾向和公司的外部融资能力,进而影响公司的长期发展和价值增长。

基于上述分析,我们提出假设 1:在金融法律保护水平越高的地区,公司价值越高。

2. 地区社会资本与公司价值

社会资本,是指社会组织所具有的特性,如信用、社会规范和社会网络等。它作为一种非正规治理因素,内在地影响着公司的治理。在社会资本比较高的地区,人们倾向于通过信任与合作来获得社会效率的最大化,而不是互相猜疑、互相算计导致“囚徒困境式”无效率的结果。Knack 等(1995)发现信任和民间合作较强的国家,能有效地保护产权以及契约权力。因此,社会资本在一定程度上可以弥补法律和金融的薄弱,社会资本高的地区能够有效地减少企业家的“机会主义”和“道德风险”,中小投资者的利益受损害的概率降低。同时,社会资本能够提高社会的信任程度、强化社会规范。在社会资本高的地区,人们之间会更加信任,更容易遵守这种不成文的社会规范,因为这一区域的社会网络会使失信者更容易受到惩罚。因此,中小投资者更愿意投资社会资本高的地区企业,而企业的外部融资能力高有利于其长期发展和公司价值的提升。而且社会资本高的地区,人们之间互相信任,互相合作,有利于降低企业的交易费用,能够直接增加公司绩效。

基于上述分析,我们提出假设 2:在社会资本越高的地区,公司价值越高。

3. 社会资本和法律保护之间的替代作用

在法律实施机制较弱的社会中,法律对上市公司的约束力比较小,对投资者的保护能力较弱,交易的达成以及商业合同的执行将更多地依赖双方的信任与合作,此时社会资本所起的作用会更加明显。已有研究表明,社会资本在法律体系不健全的社会中作用更加显著。例如 Guiso 等(2004)对意大利各省的研究表明:在司法效率低的省份,社会资本在金融发展中所起的作用比司法效率比较高的省份大。潘越等(2010)在对我国上市公司 IPO 盈余管理决策进行实证研究时,发现社会资本与法律保护的作用是可替代的,即在我国法律保护比较薄弱的地区,社会资本对 IPO 盈余管理行为的约束作用更加显著。

基于上述分析,我们提出假设 3:社会资本和法律保护程度在影响公司价值方面存在替代关系,即法律保护程度低的地区,社会资本的作用更

加明显。

三、研究设计

1. 指标与数据来源

(1)地区金融法律保护水平。目前,国内有关法律与公司金融的许多研究都借鉴沈艺峰等(2004)的方法,从法律政策出台方面进行法律保护的衡量。但这个指标存在的缺陷是未包含法律执行情况,也无法反映出我国各地区对投资者的法律保护水平的差异。因此,我们采用樊纲和王小鲁(2009)的《中国市场化指数》的数据中市场中介组织的发育和法律制度环境指标(2005—2007年)来度量地区金融法律的保护水平。

(2)社会资本。社会资本所包含的内容十分广泛和复杂,目前尚未有一个全面综合的衡量指标。信任是度量社会资本的一项重要指标,能够比较充分地反映社会资本的高低。目前国内外学者的研究中都普遍采用信任作为社会资本的代理变量,如徐少君(2008)、潘越(2010)等都采用信任或诚信程度来衡量社会资本。张维迎等(2002)利用“中国企业家调查系统”在 2000 年对中国内地 15 000 家企业做了信任度调查,并据此计算出我国各个省份(自治区、直辖市)的信任指数。他们的这个数据在国内有关社会资本的研究中得到广泛的应用。信任是由一个国家或地区的文化等因素决定的,通常认为其在短期内是稳定的。张维迎等(2002)的数据虽然是 2000 年的调查结果,但也能比较好地反应 2005—2007 年期间我国各地区的信任程度。因此,本文延续徐少君(2008)、潘越(2010)的做法,采用张维迎等(2002)的信任指数作为社会资本的代理变量。

本文使用的其他财务数据均来自 CSMAR 数据库。

2. 样本的确定

我们首先选取了 CSMAR 数据库中的除金融类之外的所有 A 股上市公司在 2005—2007 年三年间的集合数据作为样本。之所以选择 2005 年作为开始,是因为我国证券市场从 2005 年开始股权配置改革,上市公司的价值才得以较准确地计算;同时,股权配置改革使得金融法律对投资的保护更加确实有效。由于地区金融保护的最新数据只到 2007 年,所以我们未能将 2008—2010 年的数据纳入样本。

然后我们根据以下原则进行样本剔除:(1)在深交所中小板块上市的公司;(2)公司注册地为西藏的样本;(3)ST、PT公司;(4)财务数据不全的样本;(5)存在异常数据的样本。最后的样本量为3340个,其中,2005—2007年的样本分别为1078、1089和1173个。

3. 模型设定

为检验本文提出的理论假设,我们构造了如下四个基本检验模型:

模型 1:

$$q = \beta_0 + \beta_1 law + \beta_2 growth + \beta_3 top + \beta_4 size + \beta_5 lev + \sum_{i=6}^{25} \beta_i ind_i + \beta_{26} year06 + \beta_{27} year07 + \varepsilon$$

模型 2:

$$q = \beta_0 + \beta_1 scap + \beta_2 growth + \beta_3 top +$$

$$\beta_4 size + \beta_5 lev + \sum_{i=6}^{25} \beta_i ind_i + \beta_{26} year06 + \beta_{27} year07 + \varepsilon$$

模型 3:

$$q = \beta_0 + \beta_1 scap + \beta_2 \overline{law} + \beta_3 growth + \beta_4 top + \beta_5 size + \beta_6 lev + \sum_{i=7}^{26} \beta_i ind_i + \beta_{27} year06 + \beta_{28} year07 + \varepsilon$$

模型 4:

$$q = \beta_0 + \beta_1 scap \overline{law} + \beta_2 scap(1 - \overline{law}) + \beta_3 growth + \beta_4 top + \beta_5 size + \beta_6 lev + \sum_{i=7}^{26} \beta_i ind_i + \beta_{27} year06 + \beta_{28} year07 + \varepsilon$$

以上各模型中, β_0 为截距项, $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_{28}$,是回归系数, ε 为残差,各研究变量的定义及计算方法见表1。

表1 变量定义表

类别	符号	定义描述及计算方法
因变量	q	公司价值:(上市公司市值+负债)/总资产,其中:非流通股市值用净资产代替计算
解释变量	law	法律保护水平:引自樊纲和王小鲁(2007)
	$scap$	社会资本:引自张维迎和柯荣住(2002)
控制变量	\overline{law}	法律保护水平虚拟变量:当样本公司当年所在省份得分高于全国平均水平取1,否则取0
	$size$	公司规模:年末总资产的对数
	$growth$	成长性:主营业务增长率
	top	股权结构:第一大股东持股比例
	lev	负债率:总负债/总资产
	$year06$	样本数据是否属于2006年度:虚拟变量,当属于2006年度时为1,反之,为0
	$year07$	样本数据是否属于2007年度:虚拟变量,当属于2007年度时为1,反之,为0
	$indi$	行业属性:根据中国证监会2001年颁布的《上市公司行业分类指引》,除去金融行业,将行业类型分为21类,设置20个虚拟变量

模型1用于检验假设1,即用来考察地区法律保护水平对公司价值的影响,根据假设 β_1 应当为正。模型2用于检验假设2,用于考察地区社会资本与公司价值之间的关系,根据假设 β_1 应当为正。模型3在模型2的基础上把金融法律保护水平加进去作为控制变量,进一步考察地区社会资本对公司价值的影响,根据假设在控制了法律保护水平的影响后, β_1 也应当为正。考虑到地区的法律

保护水平和社会资本数据高度相关(两者之间相关系数高达0.8217),为了消除多重共线性,我们设置法律保护水平虚拟变量,当样本公司所在省份当年得分高于全国平均水平时取1,否则取0。模型4用于检验假设3,即考察法律保护水平和社会资本对公司价值影响的替代作用,根据假设 β_1 应当显著小于 β_2 。

四、实证结果分析

1. 描述性统计

(1) 各省区的法律保护水平。2005 年到 2007 年各地区的金融法律保护水平都有所提高,但变化幅度不大,各省区排名也比较稳定,因此,我们只给出 2005 年的各地区法律保护水平散点图(图 1)。从图 1,我们可以发现上海、广东、浙江、北京等经济比较发达的地区金融法律保护水平比较高,青海、

甘肃、云南等经济落后的地区金融法律保护水平比较低。

(2) 各省区的社会资本(图 2)。从图 2,我们可以看到,与地区金融保护水平相同,上海、北京、广东等地信任得分排在前面,而且其得分远远高于其他地区;1/3 以上的地区信任得分在 20 以上;宁夏、青海、海南等经济落后的地区信任得分最低。

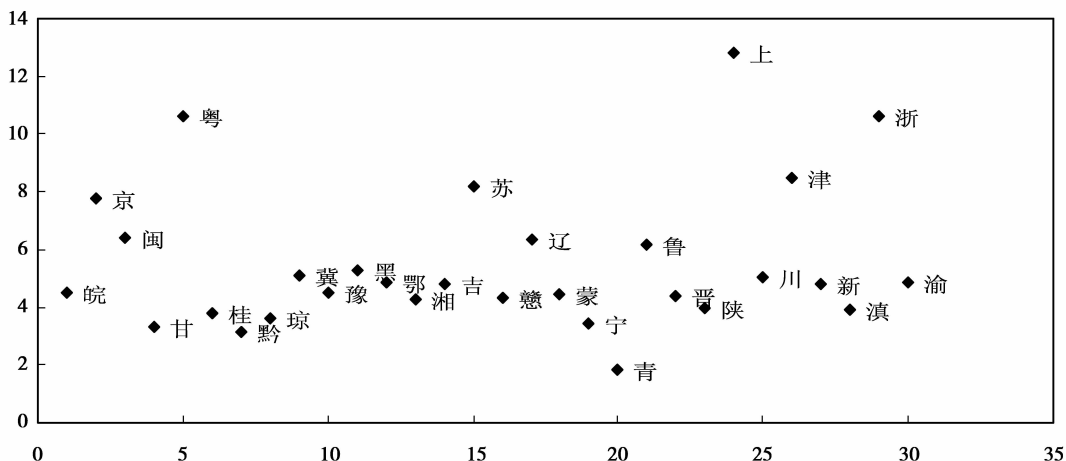


图 1 2005 年各地区金融法律保护水平

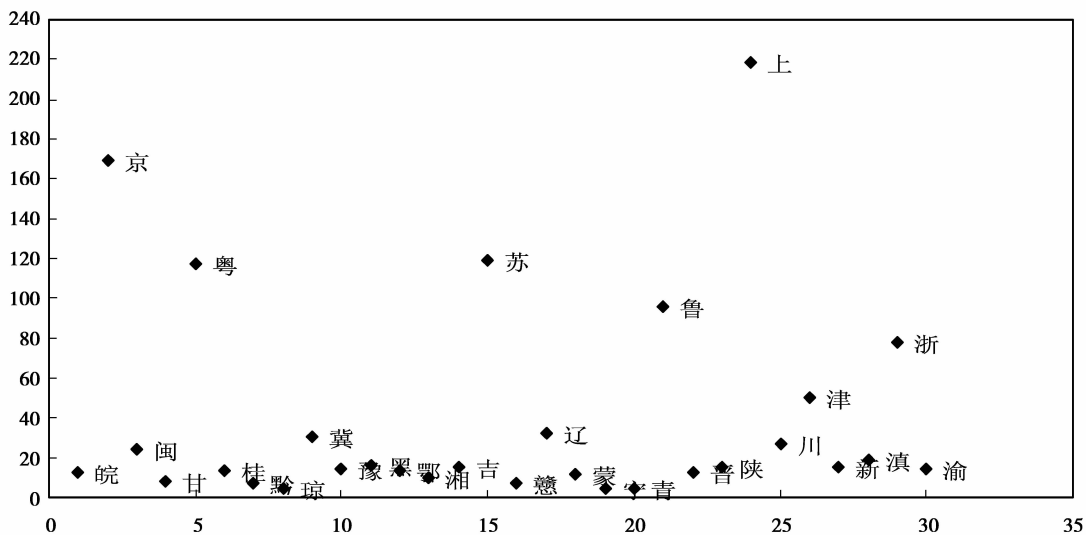


图 2 各地区信任得分

(3) 主要变量的统计描述。表 2 给出了研究样本的描述性统计结果。从表 2 可以看出样本的分布在各省(自治区、直辖市)很不均匀,经济比较发达的上海、浙江、广东、北京等地样本数量比较多,而经济

比较落后的宁夏、青海等地样本则较少。就全国而言,衡量公司价值的指标托宾 q 平均值为 1.502,但各省平均值的差异很大。比全国平均水平高的省份有上海、北京、江苏、广东、浙江,其他均比全国平均值

低。同时,我们还注意到,托宾 q 值最高的几个地区其相对应的金融法律保护指数和信任指数也居于全国前列。因此,我们初步认为,金融法律保护和社会

资本高的地区,公司价值更高,即地区制度环境(金融法律保护和社会资本)差异会对公司价值产生影响,良好的地区制度环境有利于公司价值的提高。

表2 主要变量的统计描述

注册 地址	样本量	q			top			lev		
		均值	最小值	最大值	均值	最小值	最大值	均值	最小值	最大值
安徽	132	1.394	0.685	4.49	38.495	9.22	69.77	0.488	0.060	1.479
北京	233	1.583	0.752	7.593	43.892	12.73	80.14	0.484	0.035	0.890
福建	115	1.425	0.733	3.892	35.622	8.07	75.00	0.573	0.039	2.937
甘肃	45	1.467	0.759	4.584	34.662	14.12	70.45	0.518	0.105	0.799
广东	360	1.516	0.739	11.315	35.472	6.74	73.90	0.491	0.013	1.939
广西	45	1.446	0.860	3.896	35.873	11.01	84.00	0.532	0.163	0.830
贵州	48	1.394	0.807	2.704	39.566	13.30	68.93	0.422	0.088	0.863
海南	32	1.358	0.688	2.720	28.438	10.31	77.89	0.573	0.047	1.467
河北	72	1.408	0.649	3.540	47.522	15.26	69.35	0.505	0.092	0.802
河南	67	1.418	0.825	2.988	37.959	11.81	74.33	0.551	0.152	0.807
黑龙江	56	1.395	0.844	4.561	39.894	17.67	73.03	0.473	0.125	0.821
湖北	144	1.404	0.799	4.313	33.824	8.53	75.00	0.645	0.047	9.737
湖南	100	1.419	0.855	3.173	35.723	13.70	71.75	0.521	0.058	1.064
吉林	74	1.445	0.744	4.383	34.086	11.92	63.78	0.470	0.105	0.959
江苏	247	1.506	0.806	7.515	37.839	12.46	71.78	0.516	0.056	0.991
江西	65	1.386	0.846	5.633	44.509	13.88	77.02	0.524	0.173	1.653
辽宁	101	1.382	0.853	5.979	38.525	12.77	82.12	0.519	0.07	0.824
内蒙古	46	1.335	0.859	3.622	37.200	8.25	71.08	0.525	0.213	0.929
宁夏	29	1.388	0.745	4.181	37.311	20.98	59.22	0.600	0.147	0.854
青海	11	1.261	0.907	1.922	33.873	19.47	62.57	0.558	0.423	0.683
山东	179	1.468	0.700	4.554	36.688	9.23	68.75	0.503	0.065	1.128
山西	57	1.418	0.846	3.041	44.372	20.07	75.82	0.521	0.217	0.781
陕西	46	1.430	0.843	2.645	32.631	10.05	61.29	0.509	0.118	1.992
上海	353	1.554	0.650	9.838	38.809	6.21	78.32	0.537	0.048	14.474
四川	123	1.453	0.809	3.108	39.732	9.45	72.34	0.591	0.093	6.549
天津	59	1.455	0.818	3.790	40.854	12.77	67.74	0.559	0.179	1.796
新疆	61	1.389	0.721	3.228	38.540	8.46	65.90	0.578	0.193	1.130
云南	56	1.453	0.816	3.052	41.110	17.15	65.94	0.495	0.044	0.918
浙江	263	1.511	0.716	6.011	34.253	5.18	81.47	24.288	0.540	0.117
重庆	58	1.388	0.799	3.924	40.470	15.62	82.45	23.869	0.577	0.078
全国	3 340	1.502	0.649	11.315	37.821	5.18	84.00	0.529	0.013	14.474

2. 多元回归分析

我们把同一公司在不同年度的数据都当成独立的样本。虽然样本中包含三年的数据,但其实质相当于截面数据。由于截面数据个体差异比较大,模型存在异方差的可能性很大,因此,我们首先采用 OLS 进行了回归,并检验模型的异方差。结果显示 4 个模型的 OLS 回归都存在异方差。因此,我们采用 White 稳健估计方法对标准差进行修正。结果如表 3 所示。

表 3 第 2 列报告了模型 1 的检验结果,地区金融法律的保护水平指标回归系数为 0.005 698(对应 t 值 49.630 52,1% 显著性水平上拒绝零假设),该结果说明地区金融法律保护越强,公司价值越高,与本文假设 1 一致。表 3 第 3 列报告了模型 2 的检验结果,社会资本的回归系数(0.000 681)显著为正,与假设 2 的预测一致。表 3 第 4 列报告了模型 3 的检验结果,在进一步控制了地区法律保护水

平之后,社会资本的回归系数仍然显著为正。表 3 第 5 列报告了模型 4 的检验结果,两个交叉项 $law \times scap$ 和 $(1 - \overline{law}) \times scap$ 的回归系数都为正,且都通过了 1% 的显著性水平检验;从系数值上来看, β_1 显著小于 β_2 ($0.001\ 040 < 0.006\ 036$)。结果表明,社会资本和法律保护程度的提高都有利于公司价值的提高,这两种影响机制是相互替代的,对法律保护程度低的地区,社会资本对公司价值的影响更大,这与本文假设 3 相一致。最后,我们观察所有的模型控制变量,成长性指标和资产负债率回归系数都为正,第一大股东持股比例回归系数都为负,即公司成长越快,公司股权结构越分散,资产负债率越高,其价值越高,这与现有的公司金融理论相符。而公司规模回归系数显著为负,即随着公司规模的增大,公司价值反而降低。公司规模与企业价值之间并不存在确定的关系,现有的许多文献也印证了这一点。

表 3 假设检验结果

自变量	模型			
	1	2	3	4
<i>constant</i>	4.756 949*** (515.348 6)	4.890 397** (556.043 9)	4.850 334 6** (426.039 7)	5.712 901*** (233.687 9)
<i>law</i>	0.005 698*** (49.630 52)	—	—	—
<i>scap</i>	—	0.000 681*** (106.173 6)	0.001 034** (120.027 1)	—
\overline{law}	—	—	-0.068 110*** (-55.906 54)	—
$\overline{law} \times scap$	—	—	—	0.001 040*** (119.320 4)
$(1 - \overline{law}) \times scap$	—	—	—	0.006 036*** (78.93911)
<i>growth</i>	0.000 142*** (23.57740)	0.000 153* (29.79772)	0.044 38** (27.32162)	0.000 147*** (29.26585)
<i>top</i>	-0.002 756** (-114.341 6)	-0.002 902** (-83.228 22)	-0.002 995* (-163.901 1)	-0.003 103 (-98.914 67)
<i>size</i>	-0.181 629 (-434.389 1)	-0.187 496* (-526.020 7)	-0.185 127 5 (-327.297 8)	-0.185544** (-434.951 7)
<i>lev</i>	0.153 404** (94.906 52)	0.152 248* (114.784 8)	0.147 416* (65.241 7)	0.151 380* (180.544 1)

注:括号内的数字为 t 值,***、**和* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上统计显著(双尾检验);回归分析中控制了行业和年度变量,为了节省篇幅,我们没在表中给出报告。

3. 结果稳健性分析

我们对上述结果进行了如下的稳健性分析,以检验结果的可靠性:

(1)使用其他常用的公司代理变量进行重新测试:非流通股市值用流通股股价代替计算,然后用(上市公司市值+负债)/总资产得到新的托宾 q 指标;用总资产增长率代替主营业务增长率作为增长性的代理变量;用 H 指数(第一大股东持股比例的平方和)作为股权结构的代理变量。测试结果仍然支持之前的结论。

(2)消除不同地区样本差异的影响。由于地区金融法律保护程度和社会资本较高的上海和广东的样本较多,地区金融法律保护程度和社会资本较低的宁夏和青海的样本较少,这可能使本文的检验结果产生偏差。为此,我们剔除了这四个地区的样本后将前面的实证检验重做一遍,结果仍与剔除前的分析结果相似。

(3)考虑到可能存在一个同时决定了社会资本和公司价值的“遗漏变量”,从而导致二者存在正相关关系,我们参考潘越等(2009)以各地区无偿献血率作为社会资本的工具变量,对模型2~4进行两阶段的最小二乘回归,结果显示假设2和假设3仍然成立。

五、结论

本文研究了区域社会资本和金融法律保护差异对公司价值的影响,从两个方面对现有的国内研究进行了补充:首先与胡海峰(2009)、肖松(2010)等对我国法律保护与公司价值的纵向研究不同,我们考察我国地区法律环境的差异与公司价值之间的关系;其次,我们分析了公司外部治理环境的非正式制度社会资本对公司价值的影响,并进一步考察了法律保护与社会资本的替代作用。

我们的结果表明,社会资本越高和中小投资者法律保护越高的地区,其公司价值越高。即社会资本和金融法律保护的提高有利于公司价值的提高。此外,社会资本和法律保护是相互替代的关系,在

法律保护水平低的地区,社会资本对公司价值的影响更大。

参考文献:

- 樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 2010. 中国市场化指数[M]. 北京: 经济科学出版社.
- 胡海峰,李忠. 2009. 我国资本市场投资者利益保护与上市公司价值研究[J]. 数量经济技术经济研究(7):120-133.
- 潘越,戴亦一,吴超鹏,刘建亮. 2009. 社会资本、政治关系与公司投资决策[J]. 经济研究(11): 82-94.
- 潘越吴,超鹏,史晓康. 2010. 社会资本、法律保护和IPO 盈余管理[J]. 会计研究(5):62-67.
- 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[J]. 经济研究(9):90-100.
- 肖松. 2010. 中小投资者法律保护与公司价值——来自中国上市公司的经验研究[J]. 经济科学(2):104-115.
- 徐少君,金雪军. 2008. 社会资本、法律对中小投资者的保护和IPO 抑价[J]. 制度经济学研究(2):1-25.
- 张维迎,柯荣住. 2002. 信任及其解释:来自中国的跨省调查分析[J]. 经济研究(10):59-71.
- ALLEN F, QIAN J, QIAN M. 2005. Law, finance, and economic growth in China [J]. Journal of Financial Economics, 77(1):57-116.
- ANG J, CHENG Y, WU C. 2009. Social Capital Cultural Biases, and Foreign Investment in Innovation: Evidence from China[R]. Florida State University working paper.
- KNACK S, KEEFER P. 1995. Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Indicators[R]. MPRA Paper 23118.
- LA P R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. 1998. Law and Finance[J]. Journal of Political Economy, 106: 1113-1155.
- LA P R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. 2002. Investor Protection and Corporate Valuation [J]. Journal of Finance, 57:1147-1170.
- LUIGI G, PAOLA S, LUIGI Z. 2004. The Role of Social Capital in Financial Development [J]. The American Economic Review, 94(3): 526-556.

(编辑:南北;校对:段文娟)