

法律起源与 FDI 的适应行为

史宇鹏

中央财经大学经济学院

北京, 100081

摘要：

最近以来，法律制度尤其是法律起源与投资者保护之间的关系日益受到关注。但是，对于不同法律制度环境下投资者的适应行为却没有得到认真的研究。本文以中国接受的 FDI 为例，试图填补这方面的空白。我们的研究表明，来自普通法起源国家的 FDI 企业和来自大陆法起源国家的 FDI 企业存在显著的不同：前者拥有更高的债务比例、更低的出资比例以及更短的经营年限；但是两种企业的资产回报率(ROA)并没有存在显著的差异。这表明，来自不同法律背景的投资者根据当地的法律制度环境做出了最优的适应行为。

关键词：法律起源 FDI 适应行为

Abstract

Legal system as a protection institution for investors has been the focus of corporate governance in recent years. But the firm's adaption under different legal system has not been studied yet. This paper tries to fill in this blank using China's FDI as an example. The regression results shows that FDI's which come from common law countries have different aspects compared with FDI's from civil law countries. The former has higher debt ratio, lower equity ratio and shorter expiration length. But there is no significant ROA difference between them. The evidence shows that investors come from different legal systems both take the optimal adaption for China's legal institutions.

Key words: legal origin FDI adaption

一、 导言

在传统的公司治理文献中，投资者通过行使股权和债权等方式保证自己得到合理的收益，外部融资者的权力是受到充分保护的（Modigliani 和 Miller，1958）。但是，现实中这种权力往往可能会受到损害，由于所有权和经营权的分离，那么投资者的利益不一定能得到充分的保护。这正是公司治理理论（corporate governance）所关注的焦点。因此，需要设计各种制度以解决这个问题，其中法律制度作为一种第三方仲裁机制对投资者的保护是非常重要的（Shleifer 和 Vishny，1997；La Porta *et al.*，1998）。

事实上，各个国家的法律制度虽然各不相同，但是如果从大类上分，几乎所有国家的法律都可以归宿到两大起源：普通法（common law）与大陆法（civil law）。之所以可以把相当多的法律制度归于这两种，是有其历史和制度依据的。首先，大陆法和普通法是在几个世纪以前随着殖民征服移植到世界各地，同时许多国家在法律理念以及法律制度上也存在着相当程度的类似。比如，普通法更多的依靠局外人的判断、不那么具体的法律原则以及口头的争辩；而大陆法系国家则依赖于职业法官、法律条文以及书面记录（Glaeser 和 Shleifer，2002；La Porta *et al.*，1998）。

La Porta 等人（1998）指出，从法律条文和实际效果上看，这两大类法律体系对投资者的保护力度并不相同，一般地说，大陆法相对于普通法来说对投资者的保护较弱。因此，为了维护投资者的利益，在大陆法系国家，尤其是法国法起源的大陆法系国家出现了一种适应性的措施（adaption）：股权集中以维护出资人的利益。

自 La Porta 等人文章发表以来，经济学者越来越多地使用数据对法律制度与企业表现进行系统性的分析。Morck 等人（2000）的文章使用上市公司数据，研究了法律保护对股票价格的影响。Beck 和 Levine（2002）的文章则使用跨国跨行业数据表明，法律制度环境对行业发展和资本分配具有至关重要的作用：依赖外部融资的行业在法律能较好保护外部投资情况下可以发展得更快¹。但是，目前的研究绝大多数使用的是国家的总体数据，没有考虑到行业性的差异。事实上，各国的法律制度相当多地部分是针对行业水平的，使用总体数据会使得研究可能会出现偏差。最重要的缺憾是现存的研究都是针对某种法律体系的，对于来自不同背景的投资者如何适应当地的法律制度没有给出任何解释与说明。显然，我们可以想象，来自德国的投资者和来自美国的投资者显然对中国法律的“亲切”程度会存在差异：来自德国的投资者会发现他会比美国投资者更容易理解中国的法律制度，特别地他们会更容易理解中国保护投资者的制度与规则，因为中国的法律制度和德国一样来源于大陆法，强调正式的程序，倚重职业化的法官；而美国则是普通法，依靠论辩以及非专业化的人士。由于他们对中国法律环境的熟悉程度不一样，出于回避风险的需要，我们预测他们的投资行为会产生较大的差异。具体地，我们猜测如果投资者来自相同的法律背景——大陆法背景，那么他们会投入更多的资金，因为他们更了解中国。出于同样的目的，他们更多地会使用股权融资，而不是债务融资，因为他们更能够期望稳定地得到收入流。同样，他们的经营年限也应该更长。但是，不论 FDI 的投资来自何种法律背景的国家，我们认为他们都会对中国的法律背景做出最优的适应，因此我们应该猜测他们最终的投资回报应该是相同的。否则我们会看到只有某种法律起源的国家才会对中国进行投资。因此，上面的分析构成了本文的四个研究假设：

假设 1：来自不同法律背景即普通法法律背景的投资者出资比例较低。

假设 2：来自普通法国家的投资企业有更高的债务比例。

假设 3、来自普通法国家的投资企业经营年限会更短。

假设 4：不论 FDI 来源于何种法律起源国家，它们的利润回报率应该是大体一致的。

本文在以下部分将对这四个研究假设进行检验。第二部分将对使用的数据进行介绍，第三部分是回归检验，第四部分是稳健性分析，最后总结全文。

¹ 更多的研究文献目录参见 La Porta 等（2007）。

二、数据：

我们所使用的是国家统计局对 2001 和 2002 年全国 FDI 企业的统计数据。我们使用 La Porta 等人 (1998) 国家法律起源的统计做为法律起源的定义。去掉一些有偏差的以及法律起源不明的观测值,我们共有观测值 262081,占到全部观测值的 93.6%。另有部分企业其他统计指标缺失或有误(比如总资产为负等),最后我们使用的观测值为 233858 个。以下是使用数据的描述性统计：

表 1：总体数据描述

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
从业人员数(个)	233858	126.82	1704.91	1	378000
外籍员工人数(个)	233858	1.21	4.52	0	862
经营年限 ¹	124464	21.25	19.37	1	999
注册资本(中国;千元)	233858	76.04	556.55	0	80332
注册资本(外国;千元)	233858	178.35	873.79	0	120482
销售收入(千元)	233858	2332.93	22644.67	0	3128888
总利润(千元)	233858	122.89	5715.96	-74345.44	1330771
净利润(千元)	233858	97.86	4446.40	-74345.44	907008
资产总额(千元)	233858	4862.48	148358.60	0.00	48200000
负债总额(千元)	233858	2320.25	17309.67	0.00	2159743
年份	233858	2001.53	0.50	2001	2002
东部地区	233858	0.86	0.34	0	1
西部地区	233858	0.04	0.20	0	1
中部地区	233858	0.09	0.29	0	1
普通法	233858	0.69	0.46	0	1
外方出资比例	233847	0.71	0.30	0	1
负债比例	233858	0.42	0.32	0	1
roa1	233858	-0.02	0.85	-94.39	78.95
roa2	233858	-0.03	0.75	-94.39	67.13
外籍员工比例	233858	0.05	0.12	0	1

注： roa1 定义为总利润/资产总额，roa2 是净利润/资产总额。

东中西部地区是表示企业所在区域的虚拟变量，按国家统计局标准划分。

外方出资比例为外方注册资本/总注册资本；下同。

表 2 与表 3 各指标单位与本表相同，不再另行标注。

下面是来源于大陆法系和普通法系的 FDI 企业数据：

表 2：大陆法系的 FDI

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
-----	-----	----	-----	-----	-----

¹有些企业统计的经营年限超过了 100 年，这也许是统计错误。我们在随后的回归中会考虑到这一点。

从业人员数	71459	104.32	278.02	1	10449
外籍员工人数	71459	1.43	4.15	0	472
经营年限	37413	22.89	19.41	1	999
注册资本(中)	71459	56.55	533.40	0	50740
注册资本(外)	71459	156.55	778.51	0	46217.45
销售收入	71459	2401.72	25021.75	0	2869751
总利润	71459	116.64	2709.00	-50766	311268
净利润	71459	96.87	2404.35	-50766	257190
资产总额	71459	3704.02	55863.55	0	6343160
负债总额	71459	1714.57	15796.49	0	1216546
年份	71459	2001.52	0.50	2001	2002
东部地区	71459	0.87	0.34	0	1
西部地区	71459	0.04	0.18	0	1
中部地区	71459	0.10	0.30	0	1
普通法	71459	0.00	0.00	0	1
外方出资比例	71459	0.75	0.29	0	1
负债比例	71459	0.41	0.32	0	1
roa1	71459	-0.02	0.88	-73.13	60.22
roa2	71459	-0.03	0.71	-60.59	62.02
外籍员工比例	71459	0.05	0.12	0	1

表 3：普通法系的 FDI

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
从业人员数	162399	136.72	2037.50	1	378000
外籍员工人数	162399	1.11	4.67	0	862
经营年限	87051	20.55	19.32	1	999
注册资本(中)	162399	84.61	566.23	0	80332
注册资本(外)	162399	187.94	912.41	0	120482
销售收入	162399	2302.65	21515.67	0	3128888
总利润	162399	125.65	6619.64	-74345.44	1330771
净利润	162399	98.29	5091.79	-74345.44	907008
资产总额	162399	5372.22	174130.00	0	48200000
负债总额	162399	2586.76	17928.67	0	2159743
年份	162399	2001.54	0.50	2001	2002
东部地区	162399	0.86	0.34	0	1

西部地区	162399	0.04	0.21	0	1
中部地区	162399	0.09	0.29	0	1
外方出资比例	162388	0.68	0.30	0	1
负债比例	162399	0.43	0.32	0	1
roa1	162399	-0.02	0.83	-94.39	78.95
roa2	162399	-0.03	0.76	-94.39	67.13
外籍员工比例	162399	0.04	0.12	0	1

从上面的数据我们可以看出，来自普通法系与来自大陆法系的 FDI 企业存在很大差异，我们下面检验两者的均值是否有显著的不同：

表 4：大陆法系均值与普通法系均值的比较：

从业人员数	-32.403*** (7.653)	资产总额	-1668.194*** (665.984)
外籍员工数	0.326*** (0.020)	负债总额	-872.188*** (77.684)
经营年限	2.343*** (0.120)	外方出资比例	0.067*** (0.001)
注册资本（中）	-28.059*** (2.498)	负债比例	-0.016*** (0.001)
注册资本（外）	-31.382*** (3.922)	roa1	0.003 (0.004)
销售收入	99.070 (101.653)	roa2	0.000 (0.003)
利润总额	-9.010 (25.659)	外籍工人比重	0.011*** (0.001)
净利润	-1.418 (19.960)		

注：括号中数字为标准差；***代表双尾检测下的 1% 的显著性水平

除了有关利润总额及利润率的指标之外，所有指标的均值均显示出极大的差异，显著性水平都在 1% 左右。这表明，从直观上看，两组数据确实存在着很大的差异。下面，我们通过计量回归来验证这一点。

三、回归结果与分析

我们使用的是国家统计局提供的 2001 和 2002 年的 FDI 企业的面板数据，这使得我们可以同时控制各个行业的差异性以及年代的差别。具体地，我们按照大门类来区分各个行业，共有 16 个大门类。同时，每个企业所在的地区我们也可以控制。按照国家统计局的标准，我们分为东中西三个部分进行控制。首先，我们来对假设 1 和 2 进行验证。我们使用普通 OLS 回归进行假设检验，结

果如下：

表 5：对假设 1 和 2 的验证结果：

解释变量	出资比例		债务比例	
	(1)	(2)	(3)	(4)
普通法	-0.069*** (0.001)	-0.069*** (0.002)	0.014*** (0.001)	0.011*** (0.002)
东部地区	0.121*** (0.003)	0.121*** (0.003)	-0.045*** (0.003)	-0.048*** (0.003)
中部地区	0.005 (0.004)	0.001 (0.004)	-0.049*** (0.004)	-0.028*** (0.004)
是否 2002 年	0.000 (0.001)	-0.004* (0.002)	-0.010*** (0.001)	0.005** (0.002)
普通法*2002 年		0.003 (0.003)		-0.007*** (0.003)
销售收入对数		-0.007*** (0.000)		0.040*** (0.000)
R_Square	0.04	0.05	0.01	0.15
行业	控制	控制	控制	控制
样本量	233847	233847	233858	233858

注：括号中数字为稳健性标准差；***，**，*分别代表 1%、5%和 10%的显著性水平，下同。

回归结果显示，假设 1 和 2 得到了验证。也就是说，来自普通法国家的投资者出于回避风险的角度只愿意提供较少的资金，并且更愿意采用债务融资而不是股权融资。从数值上看，来自普通法国家的投资者出资比例要比来自大陆法的国家少 7%左右，这是一个相当大的比例；债务融资要多 1%，这个数字相对小一点，但是仍然非常显著。从表面上看，我们的研究结果与以往的研究恰好相反。他们的研究结果是普通法国家债务融资少，股权融资更多，因为普通法制度保护投资者的力度更大。事实上，两者表明差别很大，背后逻辑却是一致的，那就是由于普通法国家的投资者对中国的法律制度没有大陆法国家的投资者熟悉，所以从保护自己投资的角度显然会更加少股权融资而多债权融资。从我们的回归结果上，我们还可以看出，FDI 企业的融资结构在地域和时间上也存在着显著的差别。显然外国投资者对东部地区经济比较有信心，出资比例要高于中西部，而且较少利用债务进行融资。

下面我们对本文的第 3 和第 4 个研究假设进行验证：

表 6：对假设 3 和 4 的验证结果

解释变量	经营年限				总资产回报率			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
普通法	-2.518*** (0.087)	-1.681*** (0.124)	-2.481*** (0.061)	-1.662*** (0.085)	-0.001 (0.004)	-0.006 (0.006)	0.002 (0.003)	-0.002 (0.005)
东部地区	1.972*** (0.197)	0.504*** (0.196)	2.009*** (0.122)	0.568*** (0.120)	0.019*** (0.006)	0.018*** (0.006)	0.004 (0.011)	0.003 (0.011)
中部地区	-1.640*** (0.234)	-1.587*** (0.234)	-1.904*** (0.138)	-1.827*** (0.136)	0.003 (0.008)	0.005 (0.008)	0.008 (0.011)	0.010 (0.011)

是否 2002 年	-0.345*** (0.080)	-0.134 (0.141)	-0.338*** (0.054)	-0.124 (0.099)	-0.005 (0.004)	-0.005 (0.007)	-0.005* (0.003)	-0.004 (0.005)
普通法*2002 年		-0.194 (0.170)		-0.190* (0.116)		0.003 (0.008)		0.002 (0.007)
销售收入对数		0.424*** (0.018)		0.434*** (0.010)		0.015*** (0.001)		0.012*** (0.001)
债务比例		-2.398*** (0.139)		-2.089*** (0.086)		-0.107*** (0.006)		-0.090*** (0.005)
外商出资比例		11.036*** (0.135)		10.911*** (0.085)		-0.035 (0.005)		-0.031*** (0.005)
R_Square	0.01	0.05	0.03	0.10	0.002	0.005	0.001	0.004
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	232200	232189	231635	231624	233858	233847	233858	233847

注：第 1-2 列回归结果使用的是未经处理的原始数据，3-4 列回归结果剔除了经营年限超过 100 年观测值
第 5-6 列被回归量是 roa1，7-8 列为 roa2。

结果表明，我们的第 3 和 4 个研究假设同样得到了支持。从经营年限上看，普通法来源的 FDI 企业经营年限平均而言要少 2 - 3 年，这表明他们对不熟悉的市场环境保证审慎投资的态度。但是，普通法来源的投资企业和大陆法来源的投资企业虽然存在融资以及经营年限上的差异，但是我们惊奇地发现，他们的资产回报率却是一致的。这显然表明，这两种企业通过采用不同的融资手段都达到了适应中国制度的目的，从而得到了大致相同的回报¹。

四、稳健性检验

为了考虑我们结论的稳健性，我们使用别的指标对我们的适应性假定进行检验。

首先，出于同样的逻辑，由于来自普通法国家的投资者更不熟悉当地的环境，因此，为了回避市场的风险，企业的组织结构应该和来自大陆法国家的投资企业有所区别。特别的，我们推测公司董事长和 CEO 合一的可能性应该更大，因为公司需要更高的执行力以应对市场风险。下面是我们回归的结果²：

解释变量	董事长是否兼任 CEO			
	(1)	(2)	(3)	(4)
普通法	0.023*** (0.003)	0.022*** (0.003)	0.061*** (0.008)	0.059*** (0.008)
东部地区	0.021*** (0.007)	0.027*** (0.007)	0.056*** (0.019)	0.074*** (0.019)
中部地区	0.007 (0.008)	0.003 (0.008)	0.018 (0.022)	0.008 (0.022)

¹ 唯一的问题是，对资产回报率回归的拟合度很低，这是我们下一步需要改进的地方。

² 我们仅有 2001 年公司董事长与 CEO 的数据。因此这里处理的是横截面数据。

销售收入对数		-0.012*** (0.000)		-0.034*** (0.001)
债务比例		0.050*** (0.005)		0.137*** (0.013)
出资比例		-0.026*** (0.005)		-0.068*** (0.013)
R_Square	0.01	0.01	0.00	0.01
行业	控制	控制	控制	控制
样本量	115297	115292	115294	115289

注：第 1-2 列回归结果使用的是线性概率模型，3-4 列回归是 probit 模型

其次，我们对法律体系进行更加细致的划分，来看看普通法国家的 FDI 企业是否还是呈现出与其他法律来源国家不同的特点。按照 Glaeser 与 La Porta 等人的观点(Glaeser 和 Shleifer 2002, La Porta *et al.*, 199)，大陆法系还可以细分为德国法起源、法国法起源和斯堪地纳维亚法起源。我们将所有的国家分为这四种体系重新进行了回归，由于我国是德国法起源，所以我们只需要关注德国法起源与普通法起源的 FDI 差别。回归结果和原始结论是一致的。

五、结论

本文通过对中国的 FDI 企业分析来研究来自不同法律起源的投资者对法律体系的适应性行为。由于中国属于大陆法系国家，因此来自不同法律体系的投资者对中国法律的熟悉程度会存在差异，从而带来最优投资行为的差异。具体的说，来自普通法国家的 FDI 与来自大陆法的 FDI 企业相比，外商的出资比例更小、债务比例更高，同时经营年限更短。但是，不同法律起源的 FDI 企业的利润回报并没有出现显著性的差异。这表明，投资者会针对法律制度环境做出最优的适应性行为，以保护自己的利益。

参考文献：

- Beck, Thorsten, and Levine, Ross, "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?", *Journal of Financial Economics* 64, 147-180, 2002.
- Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 2003, "Courts", *Quarterly Journal of Economics*, 118(2): 453-517.
- Glaeser, Edward, and Andrei Shleifer. 2002. "Legal origins", *Quarterly Journal of Economics*, 117(4): 1193-1229.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 1998, " Law and finance", *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113-55.
- La Porta, Rafael , Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer , 2007, "The Economic Consequences of Legal Origins", *Working Paper*.
- Modigliani, Franco, and Miller, Merton H., 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review* 48: 261-97.
- Morck, Randall Yeung, Bernard, and Yu, Wayne, 2000, "The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets have Synchronous Price Movements?", *Journal of Financial Economics*, 58: 215-60.
- Shleifer, Andrei, and Robert Vishny. 1997. "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, 52(2): 737-83.