

# 法律环境、政府管制与隐性契约

## ——来自我国上市公司丑闻的经验证据

陈冬华<sup>1</sup>，章铁生<sup>1</sup>，李翔<sup>1</sup>

(1.南京大学商学院管理学院会计学系，南京大学会计与财务研究院，经济学博士后流动站，江苏 南京 210093)

**摘要：**本文从我国法律环境薄弱的转型制度环境出发，将管制视为法律机制欠缺的衍生机制，从理论上分析了，管制权力可能外溢，构成隐性契约。依据上述理论，以我国 IPO 遴选管制权为例，本文认为，证券管制机构在各地区间分配 IPO 资源时，会考虑各地区上市公司发生丑闻的频率和严重程度。证券管制机构的这一做法，并无明文规定，属于管制权力的外溢效应，这是一种无形的游戏规则，事实上形成了隐性契约。地方政府出于自身理性，会做出履行与否以及履行多少的对策。上述理论分析，得到了经验证据的支持。本文为理解转型经济中的政府管制作用、契约形式和投资者保护提供了新的发现和证据。

**关键词：**法律环境；政府管制；隐性契约；公司丑闻

**中图分类号：** F2      **文献标识码：** A

### 1 引言

法律制度及其落实对于金融市场的重要性，几乎得到公认(La Porta 等, 1997; Bhattacharya 和 Daouk, 2005)。但是，我国正处于计划经济向市场经济、传统社会向现代社会的转型中，法律的制定仍须假以时日，有效落实也非一日之功。而且，从历史上看，中国缺乏民法传统，民事纠纷主要由刑法替代解决，但刑事处罚未必能补偿受害者的财富损失<sup>2</sup>。历史传统与转型现实的双重约束，构成当前中国法律环境进步的极大挑战。金融市场的研究与发展，无法脱离这一基本情境孤立地观察与分析。

成熟的法律环境不太可能短时间内迅速达成，替代的方法就可能产生，这些替代机制大多存在于大陆法系的国家(La Porta 等, 2000)。譬如，La Porta 等(1999)认为，股权集中实际上是对投资者保护不足的一个反应；Cheffins(2001)发现，20 世纪之前的英国，法律制度在 20 世纪前期的大多数时候并未很好地保护中小投资者，但市场产生了良好的替代方式，如自律体制；Johnson 等(2000)发现经济稳定时期，内部人存在建立声誉的动机来善待投资者；Allen 等(2005)发现，基于声誉和关系的非常规融资渠道和公司治理机制，是支持非国有企业企业发展的主要来源，而当前的法律制度和金融发育水平相对滞后，不能有效地解释中国经济快速增长。在上述的股权集中度、声誉和关系以外，关于替代机制的讨论更多地集中于政府管制，连 Coase(1988)也承认，“在某些情形下，政府管制确实可以提高经济效率”。Glaeser 等(2001)考察了波兰和捷克的证券市场发展后，发现波兰的证券市场取得了更加长足的发展，他们认为这主要取决于波兰实施了更加全面和严格的管制；出于制度安排的不同，波兰的证券监管机构享有更高的管制收益并承担更低的管制成本，这构成了监管机构锐意管制的动力。Glaeser 和 Shleifer(2001)发现，在政策落实和产权保护方面，政府管制有时候比法律机制

更有效。Pistor 和许成钢(2003)认为,法律难以完备,无法准确无误地说明所有潜在的侵害行为,因此,通过重新分配剩余立法权和执法权而非试图制定完备的法律,可以提高执法的有效性。在法律高度不完备的情况下,将立法权分配给主动执法的管制机构,可能优于分配给被动执法的法院,特别是转型经济国家,市场发展早期往往不是基于严格的执法机制,而主要是行政机制”(Pistor 和许成钢, 2005a)。这意味着,法律机制还是政府管制,取决于两者的效率对比。在一个不断变迁、转型甚至断裂的社会中,管制作为法律的替代,至少可能是一个重要的次优选择机制。转型的中国,似乎正是上述理论的良好例证,经济现实中政府管制司空见惯,普遍存在。这既是计划经济的惯性所致,也和社会快速转型、法律无法及时跟进有关。随着学术研究的深入,对管制的认识日益丰富(陈冬华等, 2005)。目前国内的研究较多地集中于管制的负面效果,其实管制也应具有可观的正面价值。譬如,Chen 和 Yuan (2004)发现,证监会关于配股的管制性审核,一定程度减轻了上市公司盈余管理的程度;Pistor 和许成钢(2005b)认为,中国金融市场发展早期的成功,与配额制为核心的分散化行政管制替代了标准的法律治理功能有关。

但是,上述研究都没有关注管制的过度执行或者执行不足的情形,虽然 Glaeser 等(2001)也提到了这个问题,但是没有研究其起因与后果,本文则重点研究这一长期被忽视的但并非不重要的问题。与 Glaeser 等(2001)将执行不足和过度执行视为仁慈(Leniency)和滥用(Abuse)不同,本文对此并不事先存有基于价值判断的定见。我们把这种基于管制而衍生的权力,看作较为中性的管制权力外溢(Spillover),以显公允无偏。

## 2 理论分析与制度背景

在法律不健全的经济体中,管制权力外溢可能更明显更普遍。比如,一些无法诉诸法律(或者诉诸法律不经济)的纠纷,虽然其解决并不在管制机构的权力或职责范围之内,但是,如果管制机构与纠纷某方具有共同的利益,同时又拥有影响纠纷另一方利益的某种管制性决策权,管制机构就可能会运用这种决策权,来表达对利益相同方的支持。这种现象,可称为是一种管制权力的外溢<sup>3</sup>。一方面,管制权力的外溢可以一定程度填补法律机制的缺失;另一方面,管制本身会形成对于原定目标的偏离和扭曲。本文的重点,是分析并检验上述理论演绎的经验性存在。倘若外溢真实存在,市场理应能够发现并将其纳入理性决策的约束条件中。即便外溢的事实尚未发生,也会事先通过理性预期影响决策。管制权力的外溢,并不基于明文规定的契约(譬如政府规定、条例等),而是基于个体理性的各方默认存在的一致隐性预期。这种隐性预期的稳定性、一致性、强度、存在的时长以及变化的方向,取决于其所处环境中的其他约束条件,譬如管制机构的意愿、能力、法律环境、社会伦理以及反复博弈导致的信息不对称程度变化,等等。这种预期一致的、心照不宣的“无形的握手”(Invisible Handshakes),应该是一种隐性契约<sup>4</sup>。

在前人研究的基础上,本文将政府管制的研究进一步拓展至隐性契约领域,将隐性契约看作是管制外溢的经济后果,运用实证的方法,检验基于管制外溢的隐性契约是否存在、怎样存在。理论的实证前提,是它能提出可以经验检验的预测。在我国诸多的政府管制中,证监会的IPO 遴选管制是学者比较感兴趣的研究对象(Aharony 等, 2000),我们也选择这一管制作为研究的切入点。与大多数成熟市场经济体不同,我国证监会一直用类似计划的方式向地方提供上市配额。至少最初是出于对股市发展失控的担忧,该管制中始终伴随着规模控制的特色。1989年至1998年之间,监管模式始终是“审批制”,规模控制的方式则不断变迁<sup>5</sup>。1998年后,证监会引入发审委制度,“审批制”开始向“核准制”过渡,政府原则上不再下达规模指标,但发行额度可以跨年度使用。2001年3月,证监会正式采用“核准制”。但是,实际执行时离真正的核准制尚有距离。除了程度上的差别,证监会始终拥有公司上市的遴选权。但是,证监会在

其他方面也有软肋。譬如，如果上市公司闹出丑闻，投资者受到损失，证监会除了将警告、特别处理和摘牌等，在保护投资者免受损失方面别无良策<sup>6</sup>。并且，在寻求法律保护时，投资者也遇到极大的障碍。2001年9月，最高人民法院颁布通知，要求全国各地法院暂时不受理证券欺诈民事赔偿案件，因此，此前的中小投资者几乎不可能依靠司法获得民事赔偿（李国光和贾纬，2003）。直到2002年1月，最高人民法院发布了《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》，法院拒绝受理证券欺诈民事赔偿案件的状况才有了初步改变；同年12月，最高人民法院又通过了《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》；2006年1月起施行的新《证券法》规定设立证券投资者保护基金，明确规定了对投资者的损害赔偿制度，为投资者提供了法律救济的原则支持。上述制度的出台，说明我国证券民事赔偿机制在逐步建立过程中。沈艺峰等（2004）发现，我国在中小投资者法律保护方面普遍较差，处在一个从弱到强、逐步健全的过程中，法律环境改善依然任重道远。譬如，最高人民法院明确规定，法院目前只受理证监会及其派出机构做出处罚决定的证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件，而对其他侵权行为引发的民事责任暂不追究；并且，只受理单独或者共同诉讼，不接受集团诉讼。这说明，法院的取证成本高过其愿意承担的上限，直接以证监会的处罚信息作为主要的判断依据，可以降低法院的成本。自2002年1月至2006年4月，全国只有约20家上市公司因虚假陈述遭到投资者起诉。这其中，已开庭审理的案件有大庆联谊等11例，占55%，六起原告人数较少的案件已经结案。已结案件中，三九医药在判决后自动向50多位投资者履行赔偿义务，大庆联谊小部分投资者经法院强制执行获赔，其他均为调解或和解结案。除上述11起案件，其余案件均处于受理不开庭或开庭不判决状态（王璐，2006）。证监会对于上市公司丑闻频发导致投资者受损束手无策，既不能寄望于法律机制，也不能寄希望于基于法律的公司治理机制（张翼，2004）；另一方面，丑闻又会影响证券市场的健康发展，造成投资者对证监会的不满，令其声誉蒙羞。这使得证监会处于两难的困境，可以运用的惟有管制。

但是，置身于薄弱的法律环境中，管制机构能否独自发挥作用呢？薄弱的法制可能会削弱管制的效率；在改善法制上存在欠缺的政府，在改善管制上一般也难有作为。但是，基于以下几个方面的原因，我国证券监管机构可能未必如此，至少程度会减轻。首先，与其它管制领域（比如枪支、毒品管制等）相比，证券监管机构的绩效更易度量，因为证券市场发展的信息公开（比如IPO的规模、公司丑闻数量等），成绩好坏一目了然；其次，我国证券监管机构——证监会——是国务院下属的一个独立部门，目标非常明确，收益和责任边界非常清晰，有了成绩别人无法争功，出现问题也难以推诿；第三，我国证券监管机构难以倚赖法律体系的帮助，可能迫使其付出更多的努力。综上所述，清晰的绩效指标、业绩归属和责任边界，使得证券监管机构在避免公司丑闻方面，与中小投资者的利益几乎一致。一个丑闻不断的市场，必然会损害证券市场的活力与发展，降低证券监管机构的声誉，甚至可能影响主要官员的仕途。然而，我国证监会并没有权力绕过法律程序，直接查清丑闻造成的投资者损失，并勒令公司或者责任人员予以赔偿。但是，证监会拥有IPO的遴选权（注意，这可是其它市场经济国家或地区证券监管机构通常没有的权力），而上市公司的多寡又通常被看作地方政府重要的政绩之一，因此，证监会就可以运用IPO的遴选权，来影响在上市公司中拥有巨大利益和权力的地方政府，迫使地方政府承担起责任，尽量减少公司丑闻的发生频率；或者至少，在丑闻发生后减少投资者所受的损失。证监会、中小投资者、上市公司、地方政府，四者形成了一个奇妙的压力循环。证券监管机构可以将IPO的地区分配，与该地区上市公司发生丑闻的频率及其严重程度联系在一起。如果一个地方丑闻频发，或者丑闻造成的投资者损失重大，证券监管机构就可能削减该地区的公司IPO的机会，作为惩罚；把节省下来的机会留给比较清白的地区，作为奖励；同时也降低自己声誉再次受损的概率。证券监管机构灵活地溢出既有的管制权力，来保护与投资者偶然一致的自己的利益。上述的游戏规则，证监会、地方政府、上市公司、中小投资者之间并未形诸文字，但各方都能体察，并默认其存在，这就构成了隐性的契约。简言之，本文的理论路

径是，法制薄弱形成管制强化，管制强化外溢形成潜规则，即隐性契约。

### 3 研究假设

上述理论路径的实证检验依然困难，因为隐性契约不是可以直接观察的有形存在。因此，我们的分析思路是，首先，倘若上述隐性契约存在，则现实中会出现怎样的经济后果；其次，这些经济后果能否获得经验证据的支持；用经济后果是否得到经验支持，来推断隐性契约及其基础——政府管制外溢——是否存在。

如果隐性契约存在，会产生怎样的经济后果呢？出于自身的利益，证券监管机构在分配 IPO 资源时，会考虑各地区的上市公司丑闻的频率及其严重程度，以增减该地区 IPO 机会的方式进行奖惩，保护市场的健康发展和自身的声誉。那么，对于地方政府而言，在其他因素相同的情况下，如果来自证券监管机构的与 IPO 有关的惩罚，超过减少（或者挽救）丑闻公司的代价，就存在执行隐性契约的经济动力。投资者应能事先观测到地方政府执行隐性契约的约束条件（事实上我们的投资者在这方面特别聪明，所谓政策市也是对投资者这一能力的另一佐证），预测其执行程度，并将之反映到股票的定价中。这样，对投资者而言，隐性契约能够成为一种来自地方政府的隐性保险。如果保险能够得到执行，就可能在事实上形成对投资者一定程度的保护。因此，可以推测，如果隐性契约存在，应能引致如下的经济行为发生，即本文的研究假设：

I. 其他因素相同的条件下，证券监管机构在考虑 IPO 资源地区配置时，会受到如下因素的影响：**a.** 该地区公司丑闻的频率；**b.** 投资者因丑闻所受损失的严重程度。

II. 基于上述奖惩对自身利益的影响，如果上市公司发生丑闻，地方政府有执行隐性契约的动机，会努力减少丑闻给投资者带来的损失。地方政府执行隐性契约的程度应该会受如下因素的影响：**a.** 执行意愿，即执行该契约与自身利益的一致性程度；**b.** 执行能力，即执行所需的资源的多少、以及地方政府是否拥有足够的资源；**c.** 隐性契约可显性契约被替代的程度，如果使用显性契约（比如法律制度）的成本降低，隐性契约的作用就会下降。

在本文第五和第六部分的实证检验中，将按照本部分假设的顺序进行。

### 4 样本、变量与描述性统计

本文将公司丑闻定义为“公司违规且受到证券监管机构公开处罚的行为”。样本为 350 个上市公司违规事件。主要来自深圳国泰安公司的 CSMAR 数据库，该数据库中 1994-2004 年 A 股上市公司违规事件共 333 个，剔除了其中 31 个冗余记录和 10 个违规行为开始至违规处罚后一个月间没有交易的违规事件，余 292 个。其余从中国证监会网站、上交所网站和深交所网站手工收集 2005 年度 11 月 30 日前的上市公司违规事件共 64 个，剔除了 6 个违规行为开始至违规处罚后一个月间没有交易的违规事件，余 58 个。

表 1 报告了这些事件的主要违规事项，可以发现，比重最大的一些违规事项依次是：推迟披露、重大遗漏、虚假陈述、虚构利润和操纵股价，这些违规事件的都可能给投资者造成重大损失，称其为丑闻不为过。

涉及的违规类型	年度																					全样本			
	1994		1996		1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005				
	丑闻事件数	占当年样本数的比例(%)	丑闻事件数	占总样本数的比例(%)																					
1								2	11.8	3	21.4	1	1.2			1	2.4	1	1.6			8	2.3		
2							1	16.7	3	17.6	5	35.7	8	9.9	6	10.5	3	7.1	10	16.1	6	10.3	42	12.0	
3							1	16.7	2	11.8	2	14.3	2	2.5	1	1.8	1	2.4	4	6.5	1	1.7	14	4.0	
4					1	16.7	1	16.7	1	5.9	1	7.1	4	4.9			3	7.1			3	5.2	14	4.0	
5							2	33.3	2	11.8	1	7.1	7	8.6	41	71.9	29	69.0	50	80.6	35	60.3	167	47.7	
6			1	25.0			3	50.0	11	64.7	7	50.0	12	14.8	13	22.8	12	28.6	12	19.4	16	27.6	87	24.9	
7								1	5.9	3	21.4	2	2.5			2	4.8						8	2.3	
8			1	25.0			3	50.0	1	5.9	8	57.1	43	53.1	11	19.3	18	42.9	11	17.7	22	37.9	118	33.7	
9												1	7.1	5	6.2							2	3.4	8	2.3
10									6	35.3			12	14.8	14	24.6	1	2.4						33	9.4
11									1	5.9														1	0.3
12	3	100	3	75.0	5	83.3	1	16.7					11	13.6	5	8.8			9	14.5	3	5.2	40	11.4	

\* 注： 1. 表 1 中涉及的违规类型各数字代表的具体内容如下：1=违规购买股票；2=虚构利润；3=虚列资产；4=擅自改变资金用途；5=推迟披露；6=虚假陈述；7=出资违规；8=重大遗漏；9=大股东占用上市公司资产；10=操纵股价；11=违规炒作； 1 2=其他。

2. 由于一个丑闻事件可能涉及多个违规类型，分年度丑闻事件数之和大于个年样本数，各年丑闻事件数占当年总事件数的比例(%)之和也可能大于1，全样本也是这样。

表1 分年度考察丑闻事件涉及的违规类型

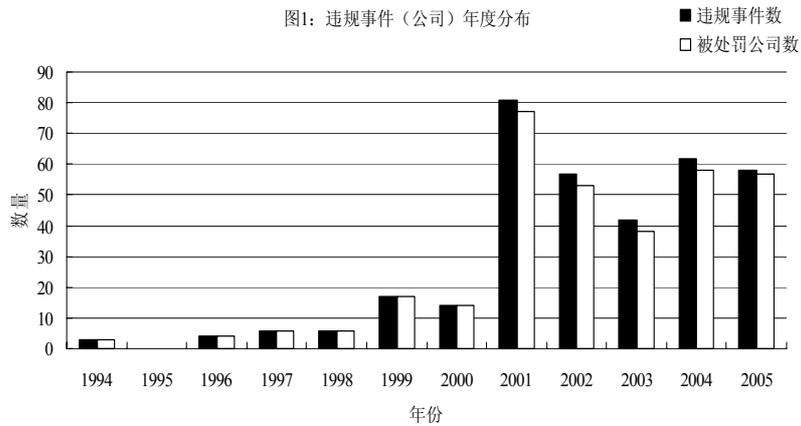


图 1 违规事件（公司）年度分布图

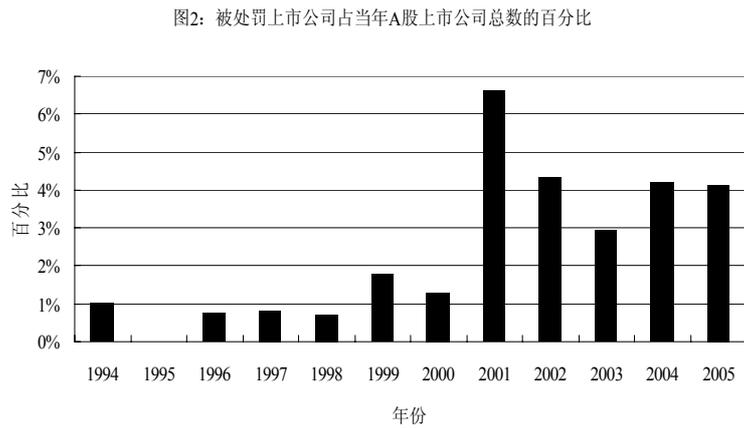


图 2 被处罚上市公司占当年 A 股上市公司总数的百分比

样本各年度的分布情况列示于图 1、图 2。从图 1 和图 2 可以看出，2001 年以前，因违规被处罚的公司数量和比重都比较小，2001 年之后数量和比例显著增加，2001 年更创记录地达到上市公司总数的 7% 左右，这可能与 2001 年证券监管机构开始着力加强监管有关。同一违规事件涉及的违规事项数目，只涉及一项的约占 6 成，约 13% 的违规涉及事项超过 2 类。

图3：各年度以上市公司违规行为开始至被处罚的时间分类的样本占该年度处罚事件总数的比例分布

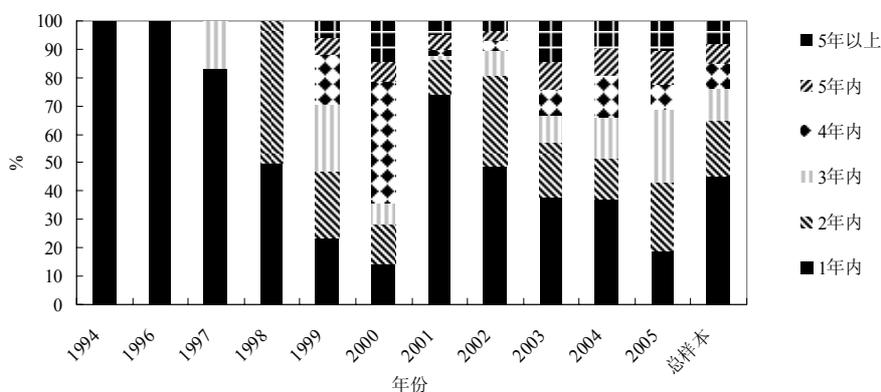


图 3 各年度以上市公司违规行为开始至被处罚的事件分类的样本占该年度处罚事件总数的比例分布

图 3 是各年度以上市公司违规行为开始至被处罚的时间分布状况。从图 3 可见，1997 年之后，证监会对违规行为的监管力度明显加强，保持了相当的追溯处罚的力度；2001 年以后，因为 1 年以上的违规行为被处罚的比例始终保持在一半以上。从表 2 可以看出，2001 年以后，违规行为开始到被处罚的天数从 369 天延长到 920 天，1994 年到 2001 年这 8 年平均为 494 天，2002 到 2005 这 4 年平均为 757 天，追溯期间增加了约 50%。这一发现与 Dyck 等 (2005) 基本吻合，他们发现安然事件前后，美国公司欺诈丑闻从发生到曝光，时间从 376 天延长为 775 天。从表 2 的 Panel B 可以看出，倘若以时长在 1 年内的公司为样本，发现不同年份的公司违规行为从开始到被处罚基本在 120 天上下，没有显著区别。

Panel A 违规行为开始至被处罚的时间长度(以天为单位)的分年度检验结果									
年份	样本数	均值	中位数		年份	样本数	均值	T	Prob> T
1994-2000	50	696.7	576.5		1994-2001	131	493.9	3.7296	0.0002
2001	81	368.7	138.0		2002-2005	219	757.3		
2002	57	486.3	373.0						
2003	42	828.3	576.5						
2004	62	806.5	644.5						
2005	58	919.8	755.0						
Panel B 违规行为开始至被处罚的时间长度(以天为单位,以 1 年内为样本)的分年度检验结果									
年份	样本数	均值	中位数		年份	样本数	均值	T	Prob> T
1994-2000	21	149.6	173.0		1994-2001	81	117.2	0.4795	0.6322
2001	60	105.9	35.0		2002-2005	78	125.4		
2002	28	106.9	99.5						
2003	16	127.7	117.5						
2004	23	146.4	118.0						
2005	11	125.0	103.0						

表 2 违规行为开始至被处罚的时间长度

表 3 列出了本文主要变量的设计方法。

变量名称	英文缩写	变量定义
投资者损失	LOSS	上市公司违规事件给投资者带来的损失率
企业性质	STATE	虚拟变量，当上市公司属于国有企业时取 1，否则为 0
法律状况 <sup>8</sup>	NO_LAW	虚拟变量，当上市公司违规受罚在法律实施机制极不完善年度时取 1，否则为 0
地区财政宽松度 <sup>9</sup>	FIN_MEAN	当地财政收支差额按当地人口平均后的自然对数，若人均均为负则取绝对值后取其自然对数的负值
地区政治影响	POLITIC	上市公司所归属的地方政府的政治影响力，取当年当地地方政府拥有的中央政治局委员的人数作为计量值
财务困境	STPT	虚拟变量，当上市公司被 ST、ST*或 PT 时取 1，否则为 0
上市时长	T	上市公司从上市年份到违规被处罚年份的年数
企业规模	SIZE	总资产的自然对数
行业虚拟变量 <sup>10</sup>	INDUSTR 1-4	虚拟变量，当上市公司属于公用事业类（房地产类、综合类和工业类）时取 1，否则为 0
地区融资增长率	IPO_GROW	以当地本期从资本市场实际筹集的 IPO 资金额除以累计至上期末当地从资本市场实际筹集的 IPO 资金额
损失程度	LOSS_MID	该地该期各违规上市公司的 LOSS 取自然对数后的中位数
损失规模	LOSS_SUM	该地该期各违规上市公司的 LOSS 乘以该违规上市公司用于计算 LOSS 的前一个交易日的收盘价并取自然对数后的和，若其乘积为负则取其绝对值的自然对数的负数用于加总
牛市 <sup>11</sup>	SOAR	虚拟变量，当该期属于牛市时取 1，否则为 0
核准制	REVIEW	虚拟变量，当该期属于核准制的运行期间时取 1，否则为 0
地区违规家数	NUMBER	该地该期违规上市公司的家数
GDP 增速	GDP_GROW	当地该期各年 GDP*增长速度的平均值
东部地区	EAST	虚拟变量，当该地属于东部地区时取 1，否则为 0
证交所所在地	EXCHANGE	虚拟变量，上海、广东取 1，其他地区为 0

表 3 变量定义

本文为计算投资者损失（LOSS）颇费思量。有两种思路计算投资者损失（参见图 4）：

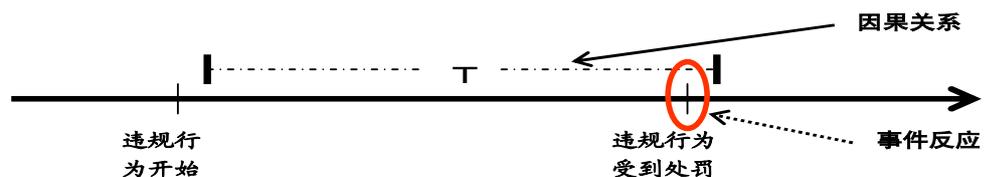


图 4 投资者损失 (LOSS) 的计算思路

一种是事件反应法，计算上市公司违规行为受到处罚前后短时间窗口的市场反应，这种方法噪音较小，但可能遗漏投资者损失的大量信息，原因如下：(1) 如果只算处罚公告前后的股价反应，无法反映投资者损失全貌。若某公司  $t$  年度夸大利润， $t+3$  年发现并受处罚，但在  $t+1$  年度和  $t+2$  年度公司的造假难以为继，利润下滑，股价已经下跌，投资者在  $t+1$  年度和  $t+2$  年度的损失也因造假而起，这段时间的损失计入投资者的损失才算合理。(2) 在处罚之前，市场可能早已得知公司违规并做出了反应，但是市场确知的时点无法分辨，因此即便计算处罚公告前后的股价变动，也无法准确度量市场对公司违规被处罚这一事件的反应。

另一种方法侧重公司违规与投资者损失之间的因果关系，具体作法是，计算从上市公司违规行为开始到被处罚这一长窗口的市场反应，这种方法的缺点是噪音较大，因为这一过程有时很长，中间难免夹杂很多其他的信息，但是，这种方法的优点是，投资者市场损失的信息遗漏比较少。

为了能够更完整地刻画上市公司违规行为给投资者带来的损失，本文选择后一种方法来计算投资者损失。为了尽可能减少噪音的影响，所能做的，就是扣除相应期间市场收益率的影响。本处的做法，不算最好，但可能是目前“最不差”的选择。

投资者损失的具体方法如下：

$$LOSS_i = (-1) \cdot \sum_{t=1}^T (R_{i,t} - RM_t), \quad R_{i,t} = \text{违规的公司 } i \text{ 在 } t \text{ 日的收益率}; \quad RM_t = t \text{ 日的市场收益率};$$

$T = \text{违规行为开始后1个月到违规处罚日后1个月}$

为了扣除上市公司违规行为开始实施时对市场的影响，以上市公司违规行为开始后 1 个月内经市场调整后的收益率均值的负数，作为用于计算上市公司违规行为开始后 1 个月后的第一天的投资者损失。对于自上市开始就有违规行为的公司，计算投资者损失直接从上市公司违规行为开始 1 个月后的第一天开始。

表 4 是投资者损失的描述性统计检验结果。

Panel A 全样本的检验结果							
样本数	均值	T	Prob> T	中位数	Wilcoxon	Prob> W	
350	0.2093	7.5282	<b>0.0000***</b>	0.0951	15227.5	<b>0.0000***</b>	
Panel B 分年度的检验结果							
年份	样本数	均值	T	Prob> T	中位数	Wilcoxon	Prob> W
1994-2000	50	0.035175	0.41759	0.67807	-0.037416	-39.5	0.7071
2001	81	-0.0238	-0.5346	0.5944	-0.0053	-244.5	0.2521
2002	57	0.0180	0.4502	0.6543	0.0358	155.5	0.2197
2003	42	0.1845	4.0799	<b>0.0002***</b>	0.1211	298.5	<b>0.0001***</b>

2004	62	0.5012	7.8868	0.0000***	0.4128	864.5	0.0000***
2005	58	0.6397	9.5733	0.0000***	0.5288	854.5	0.0000***

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 0.1、0.05、0.01 的显著性水平下显著（下同，不赘）。

表 4 全样本和分年度 LOSS 检验结果

表 4 的 A 列是全样本的检验结果，显示上市公司违规平均使中小投资者受到约 20.93% 的超额损失，该结果在 0.001 的水平上显著。表 4 的 B 列为分年度检验，结果很有趣，投资者损失主要集中在 2003 年、2004 年、2005 年这 3 年，此前 9 年中投资者损失均不显著。联想到 2002 年我国法律制度的变化，该结果部分支持了我们的理论。在法律制度主导下，投资者损失较大；而在隐性契约主导下，投资者损失较小。但是，2002 年的法律制度变化应该不是这一描述性统计结果的全部解释，具体如何解释仍然有待继续研究。表 5 选用从违规到被处罚的时长在一年内的公司为样本，这样可以减少度量投资者损失的噪音，结果仍然发现，投资者受到损失主要集中在 2003-2005 年，说明表 4 中 B 列结果是比较稳定的。

年份	样本数	均值	t	Prob> t	中位数	Wilcoxson	Prob> w
1994-2000	21	-0.0528	-0.8733	0.3929	0.0106	8.5	0.7756
2001	60	0.0012	0.0302	0.9760	-0.0019	-89.0	0.5169
2002	28	0.0453	1.5296	0.1378	0.0109	79.0	0.0712*
2003	16	0.1250	3.1073	0.0072***	0.0951	54.0	0.0034***
2004	23	0.3001	3.4768	0.0021***	0.2289	117.0	0.0000***
2005	11	0.2693	4.5799	0.0010***	0.2636	32.0	0.0020***

表 5 违规行为开始至被处罚的时间长度在 1 年内的 LOSS 检验结果

## 5 检验基于隐性契约的奖惩

证监会的 IPO 分配决策是否考虑了各地上市公司丑闻的严重程度呢？这个问题还有另一个问法，地方政府执行隐性契约真的有收益吗？违反隐性契约真的有代价吗？本文进行如下检验。

首先，以 3 年为一期，比如 1994-1996 是 t-1 期，那么 1997-1999 就是 t 期，以此滚动类推，也就是说，若 1995-1997 是 t-1 期，那么 1998-2000 就是 t 期。之所以选择 3 年为一期，主要是考虑到证监会奖惩可能存在的滞后效应，可以一定程度上控制内生性问题。检验方法是，以 t-1 期某地区所属上市公司表现，将地区进行分成三组：（1）有违规公司，并且违规给投资者造成总损失大于 0；（2）有违规公司，但未给投资者造成损失；（3）没有违规公司组。到了 t 期，不同组别的地区的 IPO 融资增长率见图 5。

图5: t-1期某地区所属上市公司表现与该地区t期IPO融资增长率之间的关系

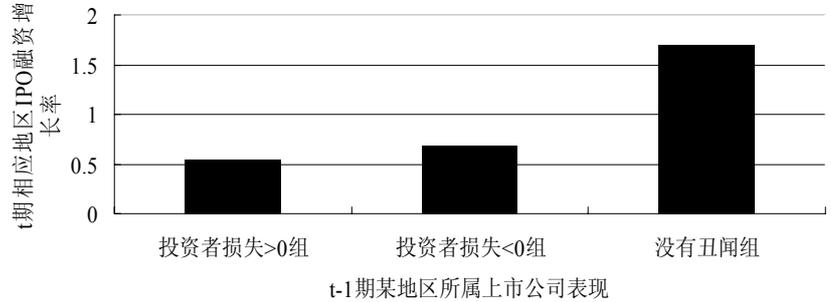


图 5 t-1 期某地区所属上市公司表现与该地区 t 期 PO 融资增长率之间的关系

从图 5 可见,相比没有违规公司的地区而言,有违规公司的地区获得的 IPO 资源显著较少。同样都有违规公司的地区中,违规造成的投资者损失较少的地区,获得的 IPO 资源会略多。这些都是证监会基于隐性契约进行奖惩的初步证据。

其次,为进一步控制其他因素的影响,建立如下的多元线形回归模型,进行大样本检验12:

$$\begin{aligned}
 IPO\_GROW = & a_0 + a_1LOSS\_MID_{t-1} + a_2LOSS\_SUM_{t-1} + a_3SOAR_{t-1} + a_4REVIEW_t + a_5POLITIC_t \\
 & + a_6N_{t-1} + a_7LOSS\_SUM_{t-1} * SOAR_{t-1} + a_8REVIEW_t * N_{t-1} + a_9POLITIC_t * N_{t-1} + a_{10}GDP\_GROW_{t-1} \\
 & + a_{11}EAST_{t-1} + a_{12}EXCHANGE_{t-1} + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

变量的下标 t、t-1 分别表示本期和上一期,以 3 年时间为一期,具体与图 5 中的设计方法相同。在模型设计中,控制变量选取重点考虑了:(1)证监会掌握的 IPO 资源的多寡,会受到市场景气程度的影响,通常牛市时比较多,熊市时比较少,因此需要加入牛市这样的控制变量;

(2)不同的时期,针对不同的地区,证监会的 IPO 资源决策权大小也有差异;核准制实行后奖惩权力理论上应该有所削弱,政治地位较高的地区受罚的概率也会降低,因此,这两个因素也在模型中进行了控制;(3)不同的地区,可供上市的公司资源也存在差异,经济增长较快的地区,富裕的、市场化程度较高的地区,通常可供上市的资源更多,因此,选择地区的 GDP 增速来度量地区经济增长,选择是否东部省市来度量地区的富裕和市场化程度;(4)证交所所在地的公司申请上市时,通常会得到一定程度的照顾,因此,模型中也控制了这一变量。回归检验的结果见表 6。

表 6 的 a 列显示,丑闻造成投资者的损失越大,该地区下期从证券监管机构获得的 IPO 资源越少;并且,这一管制性的权力,与本文的理论预测相反地是,在实施核准制后不但没有削弱,反而得到加强,这从核准制这一变量显著为负可以看出。政治影响这一变量显著为正,说明当某地区的政治地位较高时,管制机构的影响就会削弱。

当模型中加入三个交互变量后,结果更加支持前文的理论假设,具体见表 6 的 b 列。损失规模这一变量依然显著,同时,违规公司的数量变得显著为负,进一步支持了下面的推论:丑闻发生的频率越高,造成投资者的损失越大,该地区下期从证券监管机构获得的 IPO 资源越少。

核准制的施行依然没有削弱管制机构的奖惩权，因为 REVIEW 这个虚拟变量依然显著为负。在牛市中，损失规模会更加显著地降低该地区下一期获得的 IPO 资源，因为在牛市的时候，证监会拥有的 IPO 资源更多，因此，地方政府违反隐性契约的代价就更大。政治地位较高的地区依然会削弱管制机构的影响力，因为政治影响这一变量依然显著为正。

变量名称	变量符号	(a)		(b)	
		系数	t 值	系数	t 值
截距	INTERCEP	-0.2873	-0.6490	-0.2070	-0.4510
损失程度	LOSS_MID	0.1161	0.5670	0.1754	0.8760
损失规模	LOSS_SUM	-0.0081*	-1.9560	-0.0073*	-1.7010
牛市	SOAR	0.2933	1.4370	0.5707**	2.4620
核准制	REVIEW	-0.4147**	-2.3060	-0.5752**	-2.4340
地区政治影响	POLITIC	0.8422***	3.5060	0.5619**	2.1000
地区违规家数	NUMBER	-0.0319	-1.3960	-0.0917**	-2.0320
损失规模×牛市	LOSS_SUM×SOAR			-0.0577***	-2.8870
核准制×违规公司家数	REVIEW×N			0.0499	1.3020
政治影响×违规家数	POLITIC×N			0.0398	0.8970
GDP 增速	GDP_GROW	0.1032**	2.2900	0.1084**	2.4540
东部地区	EAST	-0.1128	-0.7130	-0.0306	-0.1970
证券交易所所在地区	EXCHANGE	-0.8036**	-2.5280	-0.6459**	-2.0130
n		107		107	
Adj R-sq		0.2560		0.3182	

表 6 基于隐性契约的奖惩检验

上述的实证研究发现基本支持本文的研究假设，如果地方政府所属地区频繁发生丑闻或者造成投资者严重损失，将会失去一些从证券管制机构获得 IPO 资源的机会；这样一种代价，在牛市的时候更加显著。

## 6 检验执行隐性契约的约束

即便证券监管机构手握奖惩大权，地方政府也不会偏离经济理性、无条件地履行隐性契约。那么，地方政府在执行隐性契约时，会受限于哪些约束条件呢？为进一步分析这个问题，建立如下的线形回归模型加以检验：

$$\begin{aligned}
 LOSS = & a_0 + a_1 STATE + a_2 NO\_LAW + a_3 FIN\_MEAN + a_4 POLITIC + \\
 & a_5 STATE * NO\_LAW * FIN\_MEAN + a_6 POLITIC * STATE + a_7 STPT + a_8 T \\
 & + a_9 SIZE + a_{10} INDUSTR 1 + a_{11} INDUSTR 2 + a_{12} INDUSTR 3 + a_{13} INDUSTR 4 + \varepsilon
 \end{aligned}$$

模型的变量选择经过如下考虑：（1）用国有企业和地区的政治影响力，来度量地方政府执行隐性契约的意愿；因为，相比民营企业而言，国有企业与地方政府具有更高的利益一致性；如果该地区的政治地位比较高，为了保护政治家的声誉，地方政府的执行意愿也会比较强，当然，也可能让地方政府更加有恃无恐；（2）规模比较大的公司发生丑闻、或者发生丑闻的公

司已经被 ST 或 PT，执行难度就会提高；如果该地区相对富裕，财政宽松，执行难度就会减少；  
 (3) 2001 年之后，投资者保护的法律制度有所改进，地方政府的压力一定程度上会减轻，因为投资者获得补偿的途径增加了，使用法律系统的成本降低，这就提高了隐性契约被替代的程度，所以，2001 年之后的地方政府执行隐性契约的动力会下降；这也就意味着，2001 年及其之前，地方政府会付出更多的努力 (4) 上市的时间越长，可能问题积累越多，导致损失越大，积重难返，因此在模型中也控制了上市时长。回归检验的结果见表 7。

变量名称	变量符号	以 2001 及以前年度作为法律制度不完善时期			
		(a)		(b)	
		系数	t 值	系数	t 值
截距	<i>INTERCEP</i>	-1.5839**	-2.1750	-0.8030	-1.1160
企业性质	<i>STATE</i>	-0.1114*	-1.8970	-0.2161***	-2.9940
法律状况	<i>NO_LAW</i>	-0.2585***	-3.7810	-0.6940***	-6.4830
当地财政宽松度	<i>FIN_MEAN</i>	-0.1282**	-2.5650	-0.0902*	-1.8530
地区政治影响	<i>POLITIC</i>	-0.0369	-0.5690	0.2264**	2.0510
企业性质×法律状况× 当地财政宽松度	<i>STATE×NO_LAW ×FIN_MEAN</i>			-0.0974***	-5.0410
政治影响×企业性质	<i>POLITIC×STATE</i>			-0.3256**	-2.5240
财务困境	<i>STPT</i>	0.3498***	5.6670	0.3413***	5.7260
上市时长	<i>T</i>	0.0049	0.4150	0.0033	0.2890
规模	<i>SIZE</i>	0.0536*	1.7030	0.0293	0.9500
行业 1-公用事业	<i>INDUSTR1</i>	-0.0649	-0.4870	-0.0403	-0.3150
行业 2-房地产	<i>INDUSTR2</i>	-0.1514	-0.9580	-0.0964	-0.6310
行业 3-综合	<i>INDUSTR3</i>	-0.0064	-0.0520	0.0804	0.6690
行业 4-工业	<i>INDUSTR4</i>	-0.1105	-0.9990	-0.0683	-0.6410
<b>n</b>		325		325	
<b>Adj R-sq</b>		0.2214		0.2834	

表 7 隐性契约的执行影响因素检验

表 7 的 a 列显示，国有企业发生丑闻时，投资者损失较小，说明地方政府支持国有企业的意愿较强，投资者将此信息反映在定价中，支持隐性契约的执行意愿假设。但是政治地位比较高的地区并没有带来更低的投资者损失，与假设不符。规模大的公司，或者已经被 ST、PT 的公司，则投资者的损失比较大；当地的财政越宽松，则投资者的损失越小，这些发现支持隐性契约的执行能力假设。还可以发现，法律状况与投资者损失显著负相关，在法律机制不完善时期，投资者损失较小，而在 2002 年法律机制逐步改善之后，投资者源于股票市场的损失开始增加，这是因为法律环境改善之后，使用显性契约的成本降低，隐性契约可被替代的程度增加，隐形契约的作用下降，支持隐性契约的可替代性假设。

表 7 的 b 列的检验中，增加了两个交互变量。上述结果基本保持稳定的同时（除政治影响由不显著变为显著），企业性质、法律状况以及当地财政宽松度的影响在 0.01 的水平上显著为

负，这说明当某个丑闻事件中，如果该地方政府同时具备执行意愿、执行能力并且隐性契约又不可替代，投资者所受的损失会更小。另一个交互变量是政治影响与企业性质的交叉项，在 0.05 的水平上显著为负，说明政治地位较高的地区，对于国有企业的丑闻有着更多的补救倾向。

上述实证研究发现基本支持前文的假设，说明地方政府执行隐形契约的程度显著受到执行意愿、执行能力和契约可替代性程度的影响。

## 7 结论、启示与局限性

从我国转型中法律环境薄弱的制度环境出发，本文将管制视为法律机制欠缺的衍生机制，从理论上分析了，管制权力可能外溢，构成隐性契约。我们以我国 IPO 遴选管制权为例，证券管制机构在各地区间分配 IPO 资源时，可能会考虑各地区上市公司发生丑闻的频率和严重程度。证券管制机构的这一做法，并没有明文规定，属于管制权力的外溢效应，但这是一种无形的游戏规则，事实上形成了隐性契约。地方政府出于自身理性，会做出履行与否以及履行多少的对策。上述理论分析，得到了经验证据的支持。

如果本文对我国未来的研究有一定的启发，那么主要体现在以下几方面：

（一）在我国的实践中，有形之手几乎无处不在，这使得我们在研究问题时，很难不考虑政府管制的影响，但政府管制的相关研究依然薄弱。本文为理解转型经济中政府管制，提供了新的发现和证据。我们的研究表明，政府管制不仅直接发挥作用，还通过其执行的弹性来发挥作用，我们称这种弹性为权力外溢，而过去的研究似乎对这种弹性主要持负面看法。

（二）隐性契约难以研究，因为很难经验观察。但在我国经济生活中，至少在直觉上，隐性规则非常重要。不理解隐性规则，就很难观察和理解我国经济现象的全貌。权力的弹性构造出隐性契约，隐性契约又影响经济个体的理性决策。本文虽然在理论分析和研究技术上还有很多缺陷，但是基本勾勒出一个管制外溢与隐性契约共生的证据，希望能够藉此引起对隐性契约研究的关注。

（三）在法律机制下，公司发生丑闻，投资者的市场损失大，但通过诉讼能得到的补偿也大。但是，在隐性契约下，投资者市场损失与诉讼收益可能都小。因为，中小投资者能够观测到隐形契约及其执行的影响因素，并事先将此信息反映在股票定价中。地方政府执行隐性契约的程度越高，投资者利益所受的隐性保险就越强，公司股价因为丑闻所受损失就越小。也就是说，在政府隐性保险的模式下，投资者损失以股价下跌较少的形式，得到一定程度的弥补。这就能够部分地解释为什么我国很多 ST、PT 公司的股价跌幅有限，甚至有的还涨幅惊人。这要求我们重新全面地理解和评价地方政府在金融市场的作用，重新寻找分析某些经济现象的角度，比如我国上市公司中的“掏空”问题（李增泉等，2004），再比如投资者保护以及公司治理问题，等等。

由于作者才疏学浅，加之政府管制与隐性契约的研究本身也比较困难，所以，至少在（但不限于）如下几个方面，本文还存在较大的局限，现逐一提出与大家探讨。（一）到底是公司丑闻较多，所以证监会才裁减所属地区的 IPO 机会；还是公司丑闻多的地区相对落后，可持续上市的 IPO 资源本身就少？抑或，丑闻多的地区政治力量小，无法与其它地区竞争 IPO 资源？在我们的模型中，控制了地区的经济增长速度、富裕程度和政治影响力等变量，在第五部分的检验中以三年作为一个时期，考虑了变量的滞后影响，这些都一定程度上减轻了内生性问题，但是，可以肯定的是，内生性的问题没有彻底解决，这其中的部分原因是，工具变量确实难找。未来我们将致力于研究公司管制的选择性执行问题（Selective Enforcement），期望在一个更高的更基础的层面上破解上述难题。（二）投资者因为公司违规所受的损失究竟如何更准确地度量，

本文采用的方法依然存在一定的噪音，如何进一步改进仍然是个技术难题。（三）不同性质的公司丑闻，其严重程度不同，本文未对公司丑闻的严重程度加以区分，主要出于两个考虑，一是丑闻的严重性排序不容易，二是按照表 1 的数据，占样本主要部分的公司违规性质确实不是轻微违规。但是，这样做可能会在模型中忽略掉一些变量的影响。（四）本文检验了隐性契约是否影响证券监管机构的 IPO 资源管制性分配，但无法判断隐性契约在该分配中的重要性，这不是本文的研究内容，但是，我们认为，证券监管机构究竟如何管制 IPO 资源，其实是个我们所知甚少但又非常重要的研究问题。

## 参考文献

- [1] 陈冬华、陈信元、万华林，2005：《国有企业中的薪酬管制与在职消费》，《经济研究》第 2 期。
- [2] 陈国进、赵向琴、林辉，2005：《上市公司违法违规处罚和投资者利益保护效果》，《财经研究》第 8 期。
- [3] 李国光、贾伟，2003：《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》，法律出版社。
- [4] 李东平，2001：《大股东控制、盈余管理与上市公司业绩滑坡》，上海财经大学博士学位论文。
- [5] 李增泉、孙铮、王志伟，2004：《“掏空”与所有权安排：来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》，《会计研究》第 12 期。
- [6] 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。
- [7] 王璐，2006：《造假公司违规成本仅 25 万元》，《上海证券报》，4 月 28 日。
- [8] 张翼，2004，“Law, Corporate Governance, and Corporate Scandal in an Emerging Economy: Insights from China”，Peking University Working Paper.
- [9] Aharony, Joseph, Lee, Jevons & Wong, T.J., 2000. “Financial Packaging of IPO Firms in China”，Journal of Accounting Research, Spring 38(1): 103-126.
- [10] Akerlof, George A., and Hajime Miyazaki, 1980, “The Implicit Contract Theory of Unemployment meets the Wage Bill Argument”，The Review of Economic Studies, Jan, 47(2): 321-338.
- [11] Allen, F., J. Qian, M.J., Qian.2005, “[Law, Finance, and Economic Growth in China](#)”，Journal of Financial Economics 77: 57-116.
- [12] Bhattacharya, Utpal, and Hazem Daouk, 2005, “Why No Law is Better Than a Good Law”，Working paper.
- [13] Bodde, Derk., and Morris Clarence, 1973, Law in Imperial China, University of Pennsylvania Press.
- [14] Cheffins, B.R., 2001, “Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom”，Journal of Legal Studies 30:459-501.
- [15] Chen, Kevin, and Hongqi, Yuan, 2004, “Earnings Management and Capital Resources Allocation: Evidence from China Accounting-based Regulation of Rights Issues”，The Accounting review 79: 645-665.
- [16] Coase, Ronald, 1988, The Firm, the Market, and the Law, Chicago: University of Chicago Press.
- [17] Dyck, Alexander, Adair Morse, and Luigi Zingales, 2005, “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud”，

Working Paper.

[ 18 ] Glaeser, Edward L., Simon Johnson and Andrei Shleifer, 2001, “Coase versus the Coasians” , The Quarterly Journal of Economics, August: 853-899.

[ 19 ] Glaeser, Edward L., and Andrei Shleifer, 2001, “A Reason for Quantity Regulation” , American Economic Review Papers and Proceedings, May: 431-435.

[ 20 ] Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart, 1981, “Implicit Contracts, Moral Hazard, and Unemployment”, The American Economic Review,, Papers and Proceedings of the Ninety-Annual Meeting of the American Economic Association. May, 71(2): 301-307.

[ 21 ] Johnson S., Boone P., Breach A., Friedman E., 2000, “Corporate Governance in the Asian Financial Crisis” , Journal of Financial Economics 58:141-186.

[ 22 ] La Porta,R.,F., Lopez-De-Silanes, A.,Shleifer, R.,Vishny, 1997, “Legal determinants of external finance” , Journal of Finance 52:1131-1150.

[ 23 ] La Porta,R., F.,Lopez-De-Silanes, A., Shleifer, R., Vishny, 1999, “Corporate Ownership Around the World” , Journal of Finance 54:471-520.

[ 24 ] La Porta,R., F.,Lopez-De-Silanes, A.,Shleifer, R., Vishny, 2000, “Agency problems and dividend policies around the world” , Journal of Finance 55: 1-33.

[ 25 ]Pistor, K., and Xu, C., 2003, “Incomplete Law”, Journal of International Law and Politics, 35:931-1013.

[ 26 ] Pistor K., Xu C.,2005a, “Governing Emerging Stock Markets: legal vs administrative governance” , Corporate Governance 13(1):5-10

[ 27 ] Pistor K., Xu C., 2005b, “Governing Stock Markets in Transition Economies: Lessons from China” , American Law & Economics Review 7(1):184-210

[ 28 ] Rosen, Sherwin, 1985, “Implicit Contracts: A Survey” , Journal of Economic Literature, Sep, 23(3): 1144-1175.

[ 29 ] Young, Andrew T., and Daniel Levy, 2006, “Explicit Evidence on an Implicit Contract” , University of Mississippi Working Paper.

## **Law Environment, Government Regulation and Implicit Contract**

— Empirical Evidence from the Scandals of Chinese Listed Companies

CHEN Dong-hua<sup>1</sup>, ZHANG Tie-sheng<sup>1</sup>, LI Xiang<sup>1</sup>

(1. Department of Accounting, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

**Abstract:** In Chinese transition economy, government regulation could be a substitute for the lack of law mechanism and regulator’ s power could spill over into other areas not regulated. Then, theoretically it could construct implicit contracts. For example, CSRC has the rights to choose IPO firms among applicants. It

might construct implicit contracts between CSRC and local governments if the former consider the frequency and the consequences of the scandals among different areas. Local governments could make decisions to whether to implement and how much to implement the implicit contracts. The above theoretical predictions are supported by our empirical evidence.

**Key Words:** Law Environment; Government Regulation; Implicit Contract; Corporate Scandal

**作者简介:** 陈冬华, 南京大学商学院管理学院会计学系; 章铁生, 南京大学会计与财务研究院; 李翔, 经济学博士后流动站

---

<sup>1</sup> 陈冬华、章铁生、李翔, 南京大学商学院管理学院会计学系、南京大学会计与财务研究院、经济学博士后流动站, 邮编: 210093; 电子邮箱: [sufechen@263.net](mailto:sufechen@263.net)。本文为国家自然科学基金课题 70602011 和 70572105 的阶段性成果, 感谢上海财经大学会计与财务研究院、南京大学经济转型与发展研究中心“经济增长与结构转型研究”985 计划课题和教育部新世纪优秀人才计划资助, 感谢澳大利亚莫纳什大学商学院、香港城市大学会计学系的访问学者基金和南京大学“国际化会计学博士生项目 (IAPHD)”的支持, 感谢陈信元、范从来、杨雄胜、李志文、黄德尊、范博宏、陈杰平、苏锡嘉、陈晓、魏明海、王跃堂、原红旗、吕彤、孙谦、张田余、李增泉、夏立军、朱凯、姜国华、吴联生、邬瑜俊、林海、黄志忠、徐德信等学者以及匿名审稿人的建设性意见, 论文由作者自己负责。

<sup>2</sup> “传统的中国不是一个由法律调整的社会”; “中国的法律注重刑法, ……; 保护个人或团体的利益——尤其是经济利益——免受其它个人或团体的损害, 并不是法律的主要任务; 而对于受到国家损害的个人或团体的利益, 法律则根本不予保护”; “法律总是以垂直方式发生作用——由国家指向个人, 而不是以水平的方式在个体之间发生作用” (Bodde 和 Morris, 1973)。

<sup>3</sup> 证监会在此前的上市公司股权分置改革中, 承诺对优先股改的地区实施政策倾斜, 包括优先安排 IPO 和再融资, 也是管制权力外溢的一种表现。

<sup>4</sup> 在就业与工资的研究中, 隐性契约运用较多 (Akerlof 和 Miyazaki, 1980; Grossman 和 Hart, 1981; Rosen, 1985); 后来又逐步扩展到解释质量的刚性 (Young 和 Levy, 2006)。

<sup>5</sup> 1989—1992 年为纳入社会信用计划之中的规模控制, 1993—1995 年为“总量控制, 划份额度”, 1996—1998 年为“总量控制, 限报加数” (李东平, 2001), 这些办法 (尤其是 1993 年以后), 都给地方下达了规模指标。

<sup>6</sup> 陈国进等 (2005) 发现, 2001~2003 年间受处罚公司的 A 股分析表明, 在处罚公告日前后投资者遭受了非正常损失, 说明证券执法尚未起到威慑作用, 很难有效地保护投资者。

<sup>7</sup> 若违规行为从上市开始, 则从上市后一个月后计算, 下同。

<sup>8</sup> 参照本文第二部分的制度背景分析, 2002 年开始, 我国证券市场投资者保护的法律制度逐渐出台, 法律环境有所改善, 因此本文以 2001 年及其以前年份作为法律极不完善时期。

<sup>9</sup> 全国各省、直辖市、自治区各年的财政收入、支出和 GDP 增长率数据来自《中国统计年鉴》各年的有关数据。

<sup>10</sup> 本研究样本分为 5 个行业大类: 工业、综合、地产、公用事业和商业, 所以设置 4 个虚拟变量, 以商业为基准。

---

<sup>11</sup> 在设计牛市这一变量时,本文考察了 IPO 年度分布和上证指数走势,确定 1996-1998 为牛市期间,因为 1996、1997、1998 三年是我国证券市场 IPO 较多和股指上涨较多的年份。其实 2000-2002 本来也可以作为牛市的选择期间,但其后发生股改,公司 IPO 受到很大的影响,只好放弃。

<sup>12</sup> 为节省篇幅,模型中涉及的主要变量的相关系数表未列出,下同。