

信息披露、流动性约束与投资者保护

——一个监管制度的理论分析框架

郭思永¹ 李佳瑜² 李淑一^{1,3}

(1.上海立信会计学院 会计与财务学院,上海 201620;2.上海立信会计学院 审计硕士教育中心,上海 201620;
3.华东师范大学 金融与统计学院,上海 200241)

摘要:基于投资者保护制度的分析,本文构建监管模型提出一个投资者保护的理論分析框架。信息披露和流动性约束都是维护证券市场健康运行、保护中小投资者利益的重要方式,而政府监管部门出台的制 度安排应该依据制度环境在信息披露成本和流动性约束成本之间权衡。不同国家,或者同一国家的不同时期,由于政治、经济和法律环境的差异,信息披露成本和流动性约束成本之间的替代成本并不一样,导致制度安排的可能性边界存在差异。同时,制度可能性边界的位置还受到该国投资者保护程度的影响。

关键词:信息披露;流动性约束;投资者保护;政府监管;制度可能性边界

中图分类号:F271.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2015)06-0034-07

一、引言

如何使以信息与信心为主导的证券市场得以稳健运行、市场效率得以发挥,一直是学术界和政府监管部门关注的主题。保护投资者利益,特别是保护中小投资者利益虽然为此指明了方向,但是如何保护投资者利益以达到证券市场健康发展的目的,却一直莫衷一是。受美国证券监管制度的影响,国内学者也更多将解决证券市场问题的良方聚焦于“信息披露”,但是,信息披露制度根植于美国证券市场的股票发行制度——注册制,更依赖于美国相应的制度环境和证券市场的成熟程度,而处于新兴加转轨经济阶段的中国,推进股票发行注册制改革才刚刚起步,且由于所面临制度环境的差异性,使保护中小投资者利益的手段仅仅依赖于信息披露制度显示出不足。

法与金融理论认为法系起源是决定一个国家投资者保护程度的根本性因素之一,普通法系与大

收稿日期:2015-06-23

基金项目:国家社会科学基金项目“投资者保护、定向增发和财富转移问题综合研究”(10CGL040);上海市教委科研创新重点项目“社会资本与公司融资决策:理论动因及其经济后果”(14ZS158);上海立信会计学院会计研究院基金资助项目“民营企业的社会资本与债务期限结构研究”(14Kjyj08)

作者简介:郭思永(1973—),男,山东青州人,上海立信会计学院会计与财务学院副教授,博士;
李佳瑜(1991—),女,河南平顶山人,上海立信会计学院审计硕士教育中心硕士生;
李淑一(1991—),女,河南焦作人,上海立信会计学院会计与财务学院、华东师范大学金融与统计学院硕士生。

陆法系相比,能够提供外部投资者更多的保障机制,从而更能促进一国的金融发展和经济增长^{[1][2][3]}。普通法系下的国家,如美国,更强调信息披露对投资者的保护^[4]。中国作为大陆法系的国家,有其特有的文化渊源和制度背景,且投资者保护水平本身也处于一个动态变化的过程之中,因此,如何构建一个适应当前制度环境的投资者保护制度,显得尤为必要。而本文的目的就在于通过构筑一个关于监管制度的概念性分析框架,指出对证券市场的“强势”一方——大股东所持股份的流动性约束,是政府监管制度下信息披露制度的一种低成本的替代方式,以帮助我们更加深入地考察不同制度环境下政府提供的投资者保护监管制度安排的差异和特征,尤其有助于理解流动性约束制度对于转轨国家证券市场发展的重要意义。

二、政府监管制度的基本分析框架

(一)投资者保护制度:市场机制、司法体系与监管制度

在证券市场中,筹资者一旦获得资本,就处于优势地位,而出资者一旦出让了资金便处于弱势地位,因此,证券市场的自然法则是向资本出借者倾斜,探讨证券市场上制度安排有效性的前提,便首先着眼于资本出借者——投资者的保护。投资者保护水平是指法律及其实施保护外部投资者利益免受公司内部人剥夺的程度^[5]。投资者保护质量影响了公司内部人侵占外部股东利益的能力,进而也决定了投资者对市场的信心和市场的发展^{[2][3][6][7]}。已有的实证研究结果表明,良好的投资者保护更易获得外部融资^[3]、更高的上市公司价值^[8]和更低的控制权私人收益^[9]。

投资者保护制度包括市场机制、司法体系(或法律体系)和监管制度。市场机制依靠证券发行者自身或他们的承销商的自身激励机制,因为要想在将来还能筹集到资金,他们需要建立信用声誉。但是,证券交易双方的信息不对称和发行者的机会主义行为所造成的逆向选择和道德风险,会导致证券市场由于“格雷欣法则”而崩溃甚至根本就不可能存在^①。司法体系强调法律制度以及法庭执法,通过私人诉讼,法庭可以裁决和调停合同纠纷,并且惩罚侵权行为,进而正确地界定合约双方的权利和责任边界。但是,由于法律制度的不完备性、制定和执行的成本以及事后性^{[10][11]},特别是当法官和立法者可以被贿赂或操纵时^{[12][13]},司法体系对投资者的保护效果会大打折扣。

当司法不能很好地保护投资者的利益不受侵害的时候,在证券市场中引入监管制度对于保护投资者利益就十分必要。政府可以建立一个证券的监管机构,它有权规定证券发行者需要披露哪些信息,有权检查账簿和信息披露情况,并对违反规则的发行人和承销商进行惩罚。在不完备法律的分析框架内,Pistor和Xu指出,利用监管机构的主动性执法可以改善投资者保护的状况^[10]。

当然,投资者保护水平并不是市场机制、司法体系和监管制度中的任何一个可以单独决定的,每一种制度安排都有其固有的内在不完备性,因此,一个合意投资者保护水平的实现,需要一系列制度安排之间互为条件、相互补充、相互协调。同时,由于不同国家市场经济成熟程度、法律起源等制度背景的差异,三种机制在发挥保护投资者利益的效率方面也存在差异。在我国,由于市场经济不发达、司法体系不完善,监管制度可以发挥更大的效用。Glaeser等研究认为,监管可以弥补法律体系的脆弱性,他们在比较了不同的法律和秩序条件下选择市场机制、监管和司法诉讼执法策略的效率差异后,指出在处于过渡阶段的体制下,最有效的政策就是监管^[14]。

(二)投资者保护监管模型的分析

我国的资本市场是“新兴加转轨”市场,面临着执法资源相对紧张,执法环境亟须改善,维护投资者权益的制度安排不相适应等问题^[15],迫切需要构建符合国情的资本市场投资者保护监管体系。构建投资者保护监管体系的出发点应致力于解决两类代理问题:一是股权分散情况下公司管理层的机会主义行为给股东造成的损失,另一类是股权集中下控股股东可能会“掠夺”公司的资源或财产,进而损害中小股东的利益。而代理问题产生的根源除了委托人和代理人之间的利益不一致,还在于公司的外部股东和公司内部人之间存在的信息不对称。委托人与代理人之间的利益冲突可以通过公司自身设计的一些机制进行协调,如股权激励机制等。而信息不对称问题的解决,由于公司自愿披露的积

极性不足,监管部门发挥作用的空间更大,提高上市公司的透明度就成为政府监管部门设计制度安排的一个重要立足点。

公司透明度是指关于公司业绩、财务状况、投资机会、公司治理、价值和风险等各方面相关、可靠的可利用的信息^[16]。公司透明度是通过信息披露予以实现的,客观、充分、及时的信息披露是证券市场公平的基本保证。但是,信息披露是有成本的,这不仅包括证券发行人的发行费用和商业机密披露成本,投资人的信息搜集成本和信息处理成本,还包括证券监管部门制定的信息披露规则成本和监督成本,以及由此带来效率损失的机会成本。更为重要的是,信息披露对信息不对称的降低只是“程度”问题而不能完全消除,当信息不对称程度降低到一定水平时,进一步增加信息披露所带来的边际成本会非常之高。

虽然信息披露可能是上市公司为了降低融资成本而提升声誉的一种自愿行为,但由于信息作为“公共产品”的外部性及企业内部人获取私利的机会主义行为动机,这种信息供给往往是不充分的,实证研究也发现政府监管在提高信息披露方面负有重要职责。但是,政府监管难度在于,信息披露对象或者说监管对象(如大股东)往往借助于其对上市公司的高管人事委派或兼任等途径实现对上市公司的高度控制,这种高度控制一方面有利于大股东私有信息的获取,另一方面大股东往往会利用其在上市公司的控制权地位而“创造”私有信息。如果某人拥有私有信息,那么他就会试图将这一信息运用到他的私人利益中去,显然,控制权和私有信息的结合会使政府部门对信息披露的监管成本非常高。

流动性约束正是为了保护中小投资者利益而对上市公司信息披露的一种替代性保护机制,这种保护性体现于对证券市场拥有强势地位的一方进行“权力”约束。流动性约束是指上市公司拥有控制权或信息优势的一方将资产迅速转让给交易对方的能力的一种限制,其反映的是对资产拥有方以最有利价格迅速变现能力的一种约束。在股权分散的上市公司中,这种流动性约束体现于对上市公司拥有实际控制权的高管人员所持股份的一种限制^②,而在股权集中的上市公司中,这种流动性约束则更多地体现于对上市公司大股东所持股份的转让限制。

当然,流动性约束也可能是出于信号机制下的一种公司自律行为,如上市公司大股东为了降低融资成本,维护股价稳定而自觉做出的持股期限限制,由于这种“信号”成本高而难以模仿,能够达到区别上市公司质量的分离均衡目的。但在更多时候,流动性约束是政府监管部门所作出的保护中小股东利益的一种监管机制,流动性受到限制的投资者(如大股东或经理人)由于丧失了有效投资组合所带来的风险分散好处,限制了其利用“内幕消息”在二级市场上及时售卖所持股份,因此会激励其发挥对上市公司的监督治理作用^[17],有效降低大股东与小股东、股东与经理层间的代理成本。同时,由于大股东所持股份受到流通转让限制,其对上市公司的财富转移(tunneling)行为所导致的成本最终要由大股东自身来承担,这无形中抑制了大股东财富转移的动机,从而在一定程度上降低了大股东与中小股东之间的代理成本。由于外部中小投资者所持股份可以随时流通变现,因此,对大股东所持股份的流动性限制实质上是强化了对中小股东利益的保护:如对非公开发行的股票的持股锁定期要求,大股东转让股份比例、转让交易场所的限制等等。特别在投资者保护环境较差,市场投机性较强的资本市场中,流动性限制由于成本较低,能够起到保护弱势投资者利益、稳定市场的显著作用。当然,流动性限制也是有成本的,流动性约束与公司透明度一样,都有一个“度”的问题。因此,公司透明度和流动性约束是维护证券市场健康运行、保护投资者利益的重要工具,而信息披露监管和流动性监管则是政府调控证券市场的重要手段。

下面本文以股票发行制度为例进行分析。图 1 描述了政府监管部门所制定的股票发行制度的制度可能性边界(IPF)。横轴表示流动性成本,代表由于对拥有信息优势一方的上市公司内部人所持股份进行流动性限制所带来的社会损失;纵轴表示信息披露成本,代表由于信息披露所带来的社会成本。IPF 作为投资者保护水平的无差异曲线,反映了监管制度可能性边界随着流动性约束的增加有多大程度的信息披露成本可以被降低。IPF 上的每一点都代表着这样一种制度安排在流动性和信息披露之间的权衡。

图 1 中的 IPF 曲线是凸向原点的,这符合标准的新古典假设,即流动性成本的边际增加只能产生信息披露成本的越来越小的减少。这符合股权集中情况下政府监管部门在信息披露成本和流动性约束成本(针对大股东)之间的权衡。我们可以设想,当 IPF 曲线沿着横轴正向增加到较大值时,股份流动性变小,说明此时大股东所持股份几乎不能流通。这种情况类似于中国股权分置改革之前的情况,也就是大股东所持非流通股根本没有流通预期,此时,信息披露社会总成本会相对比较低(因为在这种情况下,大股东无法通过内幕交易直接操纵股价而售卖股份获益,并且大股东对上市公司的财富转移所导致的成本最终也要由大股东自身来承担,这无形之中会抑制大股东的财富转移行为)。但是,由此造成的流动性社会成本也是巨大的,因为此时股票的价格发现功能几乎丧失,或者说证券市场由于丧失了资源配置功能而失去了继续存在的意义。当 IPF 曲线沿着横轴正向趋近于无穷大时,说明股份完全不流通,这也就是公司尚未上市交易的情形,这种情况下公司当然不用对外披露自己的信息,信息披露成本为零。

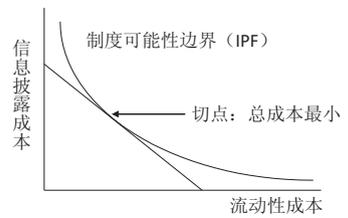


图 1 投资者保护监管制度的基本分析框架

同样,当 IPF 曲线沿着纵轴正向趋近于无穷大时,说明大股东所持股份完全处于流通状态,在这种情况下,占有信息优势的大股东极易通过内幕消息操纵股价而直接获取私利,因此,为了充分保护中小股东的利益,政府监管部门就需要制定严格的信息披露制度。在这种情况下,信息披露的社会总成本是相当大的,有些公司会因为信息披露成本太高而退出资本市场,最终也会导致证券市场的萎缩。当然,诚如科斯所言,没有任何规则得到了不折不扣地执行^[18],因此,我们并不期望存在任何监管制度能够完全消除由于信息披露和流动性约束所产生的交易成本。

图 1 中向下倾斜的 45 度线显示了社会中信息披露和流动性限制下的社会总成本。社会总成本线与 IPF 的切点就是政府监管部门设计的有效制度安排。需要说明的是,IPF 曲线的形状在不同国家,或者在同一国家不同的时期,受政治、经济和法律环境的影响,其曲率是不一样的(如图 2)。例如在中国,由于透明度所引致的信息披露成本可能会更高些,所以 IPF 曲线会更加陡峭一点。有效率的制度安排选择正是政策建议和实证经济学的兴趣所在,它们可以从流动性约束的压力下改革而来(如中国的股权分置改革),也可以从寻求节省信息披露成本的要求而来(如中国的非公开发行股票制度),还可以如 Hayek 所描述的那样在一个较长时间内演进而来^[19]。

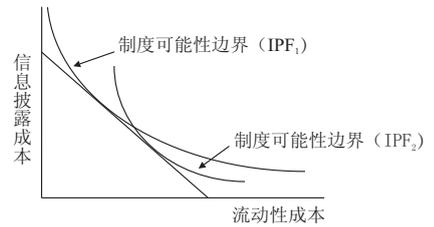


图 2 投资者保护监管制度下制度可能性边界的差异

IPF 的形状和位置以及有效率的制度选择是由许多因素所决定的,不同的国家,其 IPF 的位置变化非常之大。在这里,我们将 IPF 距原点的位置定义为投资者保护程度,这种投资者保护程度是由市场机制、司法体系以及其他监管制度共同决定的。这三种投资者保护制度互为条件、相互补充,而且这三种制度相互补充得越充分,作用发挥得越协调

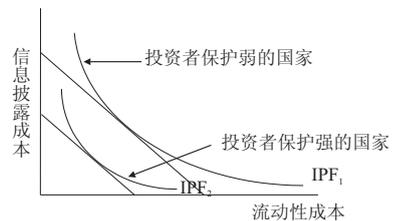


图 3 投资者保护程度差异对制度可能性边界的影响

时,就越能有效地控制股票市场参与各方的机会主义行为,以较低的社会成本来实现证券市场的良性发展。因此,如果在一个国家或社会中投资者保护程度越高,IPF 曲线就越接近原点,由信息披露和流动性约束所带来的社会总成本也就越少,图 3 对此进行了较好地说明。

三、结论和讨论

本文以中国资本市场为背景,构建了投资者保护制度的监管模型,公司透明度和对大股东持股的流动性约束都是维护证券市场健康运行、保护中小投资者利益的重要工具,而政府监管部门出台的制度安排应该依据监管环境在信息披露成本和流动性约束成本之间权衡。这不但可以加深我们对全流通股票市场的运行机制、监管效率、上市公司行为的理解,更深刻地认识证券市场的运行机理,而且对提高中国股票市场的运行效率和监管力度也有着重要的政策意义,为进一步研究打开了思考的空间。

(一)如何加强投资者保护环境的建设

证券市场的作用之一是促进资金在投资者和公司之间的流动,投资者愿意拿出资金供公司使用的动力来自于他们预期会获得回报。良好的证券市场应为投资者提供取得回报的保障和信心,投资者保护机制正是起到这个作用。通过前述模型分析也可以看出,投资者保护水平的提高能够使监管制度可能性边界(IPF)整体向原点移动,从而分别带来社会披露成本和流动性约束成本的降低,进而带来社会总成本的下降。流动性约束、信息披露制度当然是保护投资者利益的重要制度安排,但是一项制度安排的效率极大地依赖于其他有关制度安排的存在^[20]。因此,提高整个社会的投资者保护水平能够更好保护中小投资者利益,那么提高投资者保护水平的途径有哪些呢?除了前述模型中指出的政府监管部门的事前主动式执法,还有司法的事后被动式执法^⑤。

美国证券法主要起草人之一 James Landis 曾言:“使投资者损失获得方便的私人赔偿能够极大激励市场参与者执行证券法律。”^[22]因此,能够有效改善社会投资者保护环境的措施应该是当投资者利益受损时能够以较低成本获得赔偿的制度^[4]。具体到中国,沈艺峰等研究发现,我国在中小投资者法律保护方面普遍较差,正处在一个从弱到强、逐步健全的过程中,法律环境改善仍然任重道远^[24]。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(Class Action)。这些无疑都增加了投资者利益受到侵害时获得赔偿的成本。因此,当务之急,应健全和完善我国股东诉讼制度。具体而言:首先,扩大股东直接诉讼范围,赋予投资者充分的诉权。只要虚假陈述等行为的结果与股东利益有关,就应允许股东直接诉讼,特别是取消最高人民法院《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》(法明传[2001]43号)及《最高人民法院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》(法释[2003]2号)中必须依据行政处罚或刑事裁判文书才能提起证券民事诉讼这一前置条件;其次,引入股东集团诉讼制度,直接降低中小投资者维权成本。

同时,强化法律法规制度的落实。“据统计,目前资本市场的法规规则超过 1200 件,问责条款达到 200 多个,但其中无论是刑事责任还是行政、经济责任,没有启用过的条款超过 2/3。”^[15]“近年来证监会每年立案调查 110 件左右,能够顺利作出行政处罚的平均不超过 60 件。每年平均移送涉刑案件 30 多件,最终不了了之的超过一半。”^[15]因此,在强调司法的独立性和监管力度的同时,更应该思考的是在立法层面如何使法律法规等制度具有可执行性。因为无论政府制定了什么样的政策或策略作为制度安排,“自利”行为受到限制的理性个体(或利益集团)都将试图扭曲策略的实施以达到使自己受益的结果。因此,制度安排的最优选择在一定程度上取决于这项制度设计在面对各种破坏时的脆弱性^[25],取决于制度选择集里各不同制度安排在保护投资者利益上的效率对比。

已有研究发现,转型时期的中国法律基础薄弱,执法质量也不高,存在严重的选择性执法现象^[26],地方政府控制的上市公司利用其地方政府背景会对当地法院施加压力以影响诉讼结果^[27]。因此,在中国当前制度背景之下,相较于较大弹性的“宽泛标准(broad standards)”,“明线规则(bright-line rules)”更依赖于公司直接参与者(如股东或董事)的实施,减少了对公司外部间接参与者(如法官和管制者)解释与执行的需要,从而降低了间接实施者可能带来的导向和结果偏差,增强了抗扭曲性。Black 和 Kraakman 认为,在成文法国家,尤其是法庭这类机构还没有充分发展起来的国家,简单

的“明线规则”形式的管制比“宽泛标准”能发挥更大的作用空间^[28]。而本文所论述的投资者保护的监管措施之一——流动性约束,正是体现了明线规则,增强了抗扭曲性,降低了主观因素对监管质量的影响。

(二)如何提高信息披露的质量

信息披露是保护投资者利益的有效手段,但是,信息披露的方式决定了对投资者保护的效率,因此,从提高效率的角度出发,证券市场中应该让能够以最低成本提供信息的人收集和表述信息,并且对忽略或有意错报信息的情况负责^[4]。Grossman 和 Hart 的模型显示,最低信息成本的提供者不是投资者,而是证券发行人、承销商和注册会计师,一个有效的制度体系应该激励这些人向投资者收集和表述可靠的信息^[29]。从这个角度而言,在中国,改善投资者保护环境的制度安排应该是完善信息披露制度的建设,让能够以最低成本提供信息的上市公司及其中介机构向投资者充分披露信息并提供保证,这样在无形之中也降低了投资者寻求保护的 costs。

(三)流动性约束监管的思考

当前,流动性约束应该主要针对大股东所持限制性股票的转让流通,借鉴美国的限制性证券的再销售管理规定——《规则 144A》和《规则 144》,在转让对象和持股期限方面严格监管限制性股票的流动性,以更好保护中小投资者利益。

当限制性股票转让在合格投资者之间进行时,需要通过大宗交易专场进行,即股份持有者发起出售需求,或股份购买者发起购买需求,由证券交易所组织专场,通过大宗交易系统采取协商、询价、投标等方式确定成交,并由登记结算公司完成结算业务。当大股东预计未来一段时间(如 1 个月)内公开出售所持股份超过该公司股份总数达到一定比例或一定数量时,应当通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份,以避免这种交易行为对二级市场的冲击。同时,还必须严格限定持股锁定期和转让比例。以非公开发行股票为例,如果证券所有人与发行人之间是控制或被控制关系,或者是共同被第三人控制的关系时,或者是战略投资者进行转让时,持股锁定期至少应该是 3 年,如果是其他合格投资者在二级市场上转让的,持股锁定期必须在 1 年以上。在转让比例上,一次再出售的证券加上之前 3 个月内出售的同类别证券的总数量不得超过发行人最近公告中披露的该种类证券发行在外数量的 1%,或前 4 个星期内在证交所成交的周平均交易量。同时,凡在任何 3 个月内出售的限制性证券超过一定数量或出售总额超过一定金额的,均需向证券监管部门和有关证券交易所报送通知。通过持股锁定期和转让比例的流动性约束,市场足以检验该限制性股票的质量和发行人的表现,投资者的投资情绪也趋于稳定,这有利于中小投资者利益的保护。

加快熔断机制的设立。熔断机制是指在某一合约(如沪深指数)日内涨跌幅达到一定阈值时,交易所上市的全部股票、股票期权等股票相关品种暂停交易,暂停交易时间结束后,视情况恢复交易或直接收盘。熔断机制是一种能够阻止暴涨暴跌,减少市场大幅波动的交易机制,其实质是一种流动性约束。由于大股东拥有信息优势和技术优势,股市的暴涨暴跌对中小散户投资者的负面影响更大,因此,熔断机制可以有效防范系统性风险,有利于资本市场的长期稳定健康发展,切实起到保护投资者利益的作用。

注释:

①格雷欣法则即良币退藏、劣币充斥的现象,亦称“劣币驱逐良币”。此处特指好的上市公司会被坏的上市公司挤出证券市场。

②例如高管薪酬契约中的期权行权期限、持股锁定期等。

③监管和司法(在美国就是指法庭)的差别我们参考了 Pistor 和 Xu 中的概念定义^{[10][11][21]}。从功能上来说,司法与监管的不同在于,司法的执法方式是被动式的,执法只有在上诉后才进行,监管是一种主动的执法方式,意味着在有害的行为还没有发生的时候,就可以采取行动,以避免有害行动的发生。

参考文献:

[1] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. The Economic Consequences of Legal Origins[J]. Journal of Economic Literature, 2008, 46 (2): 285—332.

[2] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. Law and Finance[J]. The Journal of Politi-

cal Economy,1998, 106 (6): 1113—1155.

[3] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. Legal Determinants of External Finance[J]. The Journal of Finance,1997, 52 (3): 1131—1150.

[4] Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. The Law and Economics of Self-dealing[J]. Journal of Financial Economics,2008, 88 (3): 430—465.

[5] Castro, R., Clementi, G.L., MacDonald, G. Investor Protection, Optimal Incentives, and Economic Growth [J]. Quarterly Journal of Economics,2004, 119 (3): 1131—1175.

[6] Shleifer, A., Vishny, R.W. A Survey of Corporate Governance[J]. The Journal of Finance,1997, 52 (2): 737—783.

[7] Shleifer, A., Wolfenzon, D. Investor Protection and Equity Markets[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 66 (1): 3—27.

[8] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. Investor Protection and Corporate Valuation [J]. The Journal of Finance,2002, 57 (3): 1147—1170.

[9] Dyck, A., Zingales, L. Private Benefits of Control: An International Comparison[J]. The Journal of Finance, 2004, 59 (2): 537—600.

[10] Pistor, K., Xu, C. Incomplete Law[J]. New York University Journal of International Law and Politics, 2003, 35 (4): 931—1013.

[11] Pistor, K., Xu, C. Governing Stock Markets in Transition Economies: Lessons from China[J]. American Law and Economics Review,2005, 7 (1): 184—210.

[12] Shleifer, A., Vishny, R.W. Corruption[J]. The Quarterly Journal of Economics,1993, 108 (3): 599—617.

[13] Svensson, J. Eight Questions about Corruption[J]. The Journal of Economic Perspectives,2005, 19 (3): 19—42.

[14] Glaeser, E., Simon, J., Shleifer, A. Coase versus the Coasians[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2001, 116 (3): 853—899.

[15] 肖钢. 监管执法:资本市场健康发展的基石[J]. 求是,2013, (15): 29—31.

[16] Bushman, R.M., Piotroski, J.D., Smith, A.J. What Determines Corporate Transparency? [J]. Journal of Accounting Research,2004, 42 (2): 207—252.

[17] Kahn, C., Winton, A. Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention[J]. Journal of Finance,1998, 53 (1): 99—129.

[18] Coase, R.H. The Problem of Social Cost[J]. Journal of Law and Economics,1960, 3: 1—44.

[19] Hayek, F. The Constitution of Liberty[M].England: Routledge & Kegan Paul Ltd, 1960.

[20] Lin, J. Y. An Economic Theory of Institutional Change: Induced and Imposed Change[J]. Cato Journal, 1989, 9 (1): 1—33.

[21] Pistor, K., Xu, C. Law Enforcement under Incomplete Law: Theory and Evidence from Financial Market Regulation[R]. Working paper,2002.

[22] Landis, J. The Administrative Process[M].New Haven, CT: Yale University Press, 1938.

[23] 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.

[24] Glaeser, E.L., Shleifer, A. The Rise of the Regulatory State[J]. Journal of Economic Literature,2003, 41 (2): 401—425.

[25] 陈冬华, 蒋德权, 梁上坤. 监管者变更与执法力度[J]. 中国会计与财务研究,2012, 14 (2): 111—130.

[26] 陈信元, 李莫愁, 芮萌, 夏立军. 司法独立性与投资者保护法律实施——最高人民法院“1/15 通知”的市场反应[J]. 经济学(季刊),2010, 9 (1): 1—28.

[27] Black, B., Kraakman, R. A Self-enforcing Model of Corporate Law[J]. Harvard Law Review,1996, 109 (8): 1911—1982.

[28] Grossman, S.J., Hart, O.D. Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation[J]. The Bell Journal of Economics,1980, 11 (1): 42—64.

(责任编辑:胡浩志)