

我国证券监管有效性的实证研究

陈工孟 高 宁

摘要: 本文旨在探索中国证券监督管理委员会与上海、深圳证券交易所对上市公司的违规处理行为是否会对公司股票的价格造成显著影响。我们分析了 1999~2001 年我国证券市场违规处理事件的特征并对其市场反应进行研究, 结果表明我国证券市场对于违规处理公告表现出负面反应, 这与以往有关成熟市场违规处理的研究结果相一致。较为特殊的一点是, 在上市公司违规处理事件中, 公开谴责、警告和罚款的处罚方式均会为股票带来负的超常收益, 但公开批评这一方式却几乎不会对市场产生任何影响。研究表明有 3 种违规行为对股票价格有显著影响, 即夸大利润、对虚假陈述和信息披露违规。最后, 回归结果显示在违规处理中, 由上市公司最先公布、公开谴责的处罚方式、对虚假陈述造成的违规的处理以及财务报告的审计单位造成的影响明显大于其他因素。

关键词: 违规处理 超常收益 中国证券市场

一、引言

实践证明, 对投资者给予法律保护是金融市场发展的一个决定性因素 (La Porta et al., 2000, 2002)。有关信息披露的法规与会计准则规定, 获取所投资公司的准确信息是投资者享有的基本权利之一。金融市场监管机构、法院及市场参与者自身分别通过法律、法规的制定和实施来保证投资者实现其应有的权利。

研究结果表明, 许多国家的金融市场中普遍存在着拥有控制权的股东侵占小股东及债权人利益的现象。欺诈行为每年为美国经济带来的损失高达 1860 亿美元, 估计占其 GNP 的 2%~5%。同美国一样, 我国证券市场在发展的同时出现了大量的投机和不规范的行为, 上市公司存在大量的内部人与机构投资者粉饰财务数据和信息披露违规的现象。2001 年我国加入 WTO 并承诺对外国投资者开放资本市场。QFII 制度的引进允许境外合格机构投资者通过指定外汇账户直接投资于中国证券市场, 同时还允许外国公司在中国设立合资的基金管理公司和经纪类证券公司。在开放的市场条件下, 国内的上市公司必须改善自身状况以吸引国外投资者。成熟市场的经验表明, 只有在保护外部投资者的法律法规得以完善并有效实施的前提下, 上市公司才能顺利筹集到所需资金, 金融市场的潜在推动力才能被充分地发挥出来, 否则其发展必将受到阻碍。那么, 我国的证监会和证券交易所对证券市场的监管行为在完善公司治理、减少信息不对称等方面是否有效地发挥了作用并因此提高了金融市场的效率呢? 为了对我国证券市场监管行为的有效性做出正确评价, 我们对上市公司的违规处理的特点进行了深入研究并对其市场反应进行检验。

本文首先对我国证券市场违规处理的特性进行分析, 发现违规的上市公司大多数为工业及制造业的企业, 而且多为信息披露违规。监管机构常采用公开谴责的方式对上市公司的违规行为进行处罚, 并且一般由财经类媒体首先进行报道。其次, 本文将股票价格的变化作为衡量监管行为有效性的指标。与以往对成熟市场的此类研究的结果相一致, 对股票价格的统计结果说明我国证券市场对于上市公司违规处理事件作负面反应。市场反应较为明显的有 3 类违规: 夸大利润、虚假陈述、违规的信息披露。相比之下, 如果监管机构采用公开批评的处理方式, 则股票价格基本上不产生任何反应。最后, 本文选择了 5 类 (违规处理初始信息来源、违规类型、处理方式、流通股份额、财务报告审计单位) 16 个变量进行多元线性回归,

发现市场对于那些最先由上市公司公告、被监管机构公开谴责、违规类型为虚假陈述并且财务报告经排名在前 10 位的会计师事务所审计的上市公司的违规处理事件的反应最为强烈。

本文在第二部分简要介绍了上市公司违规处理的有关情况,第三部分进行相关文献回顾并提出假说,研究数据及方法将在第四部分给出。最后,我们将在第五、六部分进行实证结果分析并得出结论。

二、中国上市公司违规处理

违规事件在我国上市公司中大量存在,仅 2001 年上半年就有 122 家上市公司未经批准便改变所筹集资金的投向,而 2001 年全年有 80 多家上市公司和 10 多家会计师事务所及证券机构因违规受到处罚,其中 70 多家违反了有关信息披露的法律法规。2001 年 12 月 25 日,国家审计署公布了对 16 家会计师事务所进行质量检查的结果:14 家事务所出具的 23 份审计报告存在严重错误;41 名会计师编制虚假财务报表,造假金额高达 71 亿元;严重违规事件累计 19 起。

虽然我国证券监管机构的工作尚需进一步完善,但他们已逐渐清楚地认识到中、小投资者的权益是否得到有效的保障将对整个证券市场的发展产生巨大的影响。许多分析家认为,如果证券市场形成一种扭曲的融资机制,国内企业将难以筹集到发展所需资金,在开放程度日益提高的市场环境下同跨国公司的竞争会变得更加困难。2001 年以来,中国证监会接连实施了一系列重大举措,目的都在于强化对上市公司的监管力度,将中国证券市场发展成为“公正、公平、公开”的市场。

上市公司违规行为可分为 10 项,包括非法回购股票、夸大利润、虚构资产、未经批准改变资金用途、延迟披露、虚假陈述、违反融资协议条款、隐瞒重要信息、大股东利益侵占和其他违规行为。常用的处理形式有 4 种:公开批评、公开谴责、警告和罚款。证监会还和证券交易所共同制定了其他一些处罚措施,比如对管理者个人的处罚、没收非法收入及取消上市资格等。

证券市场的违规处理由证监会及上海、深圳证券交易所负责,其监管行为主要依据的法规有 1993 年 8 月 15 日由国务院批准并于 9 月 2 日由国务院证券管理委员会发布的《禁止证券欺诈行为

暂行办法》以及《股票发行与交易管理暂行条例》等。上海、深圳两个交易所也分别制定了《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》,并据此对上市公司的信息披露进行管理。

上市公司信息披露包括定期报告和临时报告。定期报告即年报和中报。临时报告包括董事会、监事会和股东大会决议,收购、出售资产,关联方交易及其他重大事项(预计出现亏损、重大诉讼或仲裁事项),证券交易的异常波动,公司的合并和分立。

证监会规定:“禁止任何单位或者个人对证券发行、交易及其相关活动的事实、性质、前景、法律等事项作出不实、严重误导或者含有重大遗漏的、任何形式的虚假陈述或者诱导、致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定”(《禁止证券欺诈行为办法》第 11 条)。同时,证监会还对虚假信息披露行为做了明确说明,可大致概括为“在招募说明书、上市公告书、公司报告及其他文件中作出虚假陈述”(《禁止证券欺诈行为办法》第 12 条)。

上海证券交易所和深圳证券交易所在它们各自的公司上市规则中都规定信息的披露必须做到真实、准确和完整,不允许出现误导性陈述和遗漏。在两个规则中还规定了定期报告的期限和格式以及临时报告的内容,同时还规定上市公司全体董事会成员都对信息披露负有责任。

《股票发行与交易管理暂行条例》中规定,任何单位和个人违反条例规定,可单处或者并处警告、没收非法获取的股票和其他非法所得、罚款;股份有限公司有违反条例规定行为且情节严重的,可以停止其发行股票的资格;证券经营机构有违反条例规定行为且情节严重的,可以限制、暂停其证券经营业务或者撤销其证券经营业务许可(《股票发行与交易的暂行条例》第 74 条)。

《禁止证券欺诈行为办法》对与虚假陈述有关的直接责任人员,根据不同情况,单处或者并处警告、没收非法所得、3 万元以上 30 万元以下的罚款、撤销其从事证券业务的许可或者资格。

《上海证券交易所上市规则》和《深圳证券交易所上市规则》对违反信息披露法规的惩罚包括责令改正、内部通报批评、在指定报纸和网站上公开谴责、由中国证监会对有关直接责任人进行查处及处以罚金。以上处罚视情节轻重处分可以单处或并处。处罚对象包括上市公司、上市公司董事和监事、

上市推荐人以及董事会秘书。

三、文献回顾

迄今为止,包括发达国家在内,针对监管机构对上市公司违规处理的市场有效性所做的研究还很有限,比较有代表性的包括:Smith et al.(1984)对美国证券交易委员会(SEC)依据《美国反海外贪污法案》实行监管的市场效应的研究,他注意到上市公司违规行为的公布会引起小范围的消极的市场反应。Feroz et al.(1991)则认为美国证券交易委员会倾向于重点对提前确认收入和高估流动性资产的做法进行违规处理,并发现市场对监管行为所产生的反应同利润被夸大的程度成反比。Nourayi(1994)检验了美国证券交易委员会对于信息披露违规、未按规定保存记录及错误运用 GAAP 准则的行为实施监管的有效性,发现证券价格所产生的反应与违规处罚的严厉程度直接相关。Howe 和 Schlarbaum(1986)观察到如果股票被暂停交易,其价格将在之后很长一段时间里表现出负的超常收益,这与 Kryzanowski(1978)的加拿大证券市场股票暂停交易研究所得出的结论相一致。

Ferris et al.(1992)认为美国证券交易委员会要求暂停交易会对证券价格造成持久的消极影响,但其敏感度同时也取决于暂停交易的原因。他们还注意到被暂停交易前股票价格的波动性和交易量都远远高于正常水平,并且这一趋势将一直持续到交易恢复之后。Wu(1998)发现无论是监管者要求的暂停交易还是发行人要求的暂停交易都会为股票价格带来负的超常收益,而且恢复交易后的价格波动和交易量也明显高于暂停交易前的水平,其中强制性暂停交易能够比自愿性暂停交易更有效地起到信息扩散的作用。

本文选择中国证券市场的数据,从一个新的角度来检验监管措施的有效性。在我国,获取关于所投资公司的详细信息相当困难。专业的投资机构尚处于发展阶段,大部分的交易发生在个人投资者之间,而他们所掌握的信息几乎为零。因此,当监管机构对上市公司进行违规处理时,相比于成熟市场的投资者来说,我国投资者从违规处理公告中了解到的信息可能有更多是超出他们预期范围之外的。同时,证券市场短线投资的观念和投资者对政府所采取政策的极度关切,使监管行为的影响力上升。据

此,我们沿着 Smith et al.(1984)和 Nourayi(1994)的思路提出了我国证券市场对于监管机构的违规处理行为作负面反应的假说。

四、研究数据及方法

(一) 研究数据

我们的样本期间为 1999~2001 年,所有的数据来源于中国上市公司违规处理研究数据库(由深圳国泰安信息技术有限公司研究并开发)。原始数据从《证券时报》、《上海证券报》、上市公司年报及沪、深交易所年鉴收集而来,每日股票价格及交易量均由沪、深交易所提供。数据库包含了上述媒体和机构公布的全部违规处理事件的相关信息。鉴于我国证监会对于轻度违规行为采用口头警告或私下批评的形式,并且可能有一些违规事件只进行内部处理而不予以公开,所以此类的内部数据不被包含在我们的样本之中。收集的总样本量为 1999~2001 年间的 111 件违规处理事件。

因为我们在回归模型中需要使用证券的超常收益,所以 7 个在违规公告前上市时间短于 280 个工作日的公司样本被略去,另外 7 只样本因数据不完整被剔除,最终有效样本共计 97 只。

(二) 研究方法

1. 市场反应的度量

我们采用两种不同的时间区间 $[-1, +1]$ 和 $[-2, +2]$ 来测度违规事件的累积公告效应。公告定义为违规处理被披露的首日。借鉴 Beneish(1999)、Nourayi(1994)和 Wu(1998)的研究方法,我们提出了下列市场调节超常收益率和风险调节超常收益率作为市场反应的衡量尺度。

市场调节超常收益率:

$$MAAR = \left\{ \prod_{t=1}^T (1+R_{it}) - 1 - \left[\prod_{t=1}^T (1+R_{mt}) - 1 \right] \right\}$$

风险调节超常收益率:

$$RAAR = \left\{ \prod_{t=1}^T (1+R_{it}) - 1 - \left[\prod_{t=1}^T (1+\hat{\alpha}_i + \hat{\alpha}_i R_{mt}) - 1 \right] \right\}$$

这里 R_{it} 是公司 i 的日收益率,由 $(P_{it} - P_{it-1})/P_{it-1}$ 计算得出; R_{mt} 是市值加权平均的日市场收益率(沪市和深市被分别处理)。市场调节超常收益率($MAAR_{it}$)和风险调节超常收益率($RAAR_{it}$)代表了公司 i 的股票在 t 时期的累积超常收益(CAR),同时也作为市场对违规处理事件反应的衡量尺度。

采用公告日前 280 天至公告日前 31 天这一期间内的数据计算,以避免将可能受到事件影响的非正常数据带入到 的估计模型中。为了对违规处理事件每日的市场反应进行测度,我们分别对总样本和不同时间区间的子样本的累积超常收益进行 Z- 检验,并将 (-1, +1) 市场调节超常收益率定义为 CAR (MAAR) 3, (-2, +2) 市场调节超常收益率定义为 CAR (MAAR) 5, (-1, +1) 风险调整超常收益率定义为 CAR (RAAR) 3, (-2, +2) 风险调整超常收益率定义为 CAR (RAAR) 5。

我们假设:如果证券市场对违规处理事件无任何反应,则股票在样本区间内的累积超常收益服从如下正态分布: $CAR(1, 2) \sim N(0, \sigma_{11}(1, 2))$ 。

2. 累积超常收益的决定因素

为了检验在违规处理公告期间股票价格作出相应变化的主要决定因素,我们建立了多元回归模型。它包括违规处理初始信息来源、违规类型、处理方式、流通股份额、财务报告审计单位 5 类因素:

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 Firm + \alpha_2 Supins + \alpha_3 Pcond + \alpha_4 Warn + \alpha_5 Fine + \alpha_6 Ishareb + \alpha_7 Pmkup + \alpha_8 Afab + \alpha_9 Unfund + \alpha_{10} Dpost + \alpha_{11} Fstate + \alpha_{12} Fprove + \alpha_{13} Mfdis + \alpha_{14} Msemb + \alpha_{15} Pown + \alpha_{16} Auditor$$

上式中各变量解释如下: CAR 是分别以 MAAR 和 RAAR 衡量的两个时间区间 [-1, +1] 和 [-2, +2] 内的累积超常收益; Firm 是违规处理初始信息来源的哑变量,由上市公司首次公开取值为 1,其余为 0; Supins 哑变量,当违规处理公告来源为证监会或证券交易所取值为 1,其余为 0; Pcond 哑变量为是否采取公开谴责的处理方式; Warn 哑变量为是否采取警告的处理方式; Fine 哑变量为是否采取罚款的处理方式; Ishareb 哑变量指违规类型是否为非法的股票回购; Pmkup 哑变量指违规类型是否为夸大利润; Afab 哑变量指违规类型是否为虚构资产; Unfund 哑变量指违规类型是否为擅自改变所筹集资金的用途; Dpost 哑变量指违规类型是否为未按时公布年报; Fstate 哑变量指违规类型是否为虚假陈述; Fprov 哑变量指违规类型是否为违反融资协议条款; Mfdis 哑变量指违规类型是否为重大信息披露违规; Msemb 哑变量指违规类型是否为大股东利益侵占; Pown 代表流通股所占的份额; Auditor 哑变量,当公司财务报告的审计单位是排名前 10 位的会计师事务所 (按客

户总资产排名) 时取值 1, 否则取 0。

我们共进行 4 次回归。前 3 次分别检验市场反应与违规处理初始信息来源、违规类型以及处理方式之间的关系,最后将上述所有变量及另外两种控制变量——流通股份额和财务报告审计单位全部引入回归模型进行分析。

我们假设流通股份额 Pown 与累积超常收益 CAR 负相关。在我国证券市场中,大部分的交易发生在对信息高度敏感的个人投资者之间。相比之下,机构投资者更多地采取被动投资的策略。同时,我们假设审计单位 Auditor 与累积超常收益 CAR 正相关,因为聘请规模较大的知名注册会计师事务所进行财务报告的审计工作会大大提高公众对上市公司的信任度。

五、统计结果及分析

在进行假说检验之前,我们首先对分析中所使用的样本做部分的描述性统计。

从表 1A 组可以看出,大部分 (70.17%) 的上市公司违规处理事件发生于 2001 年,这与我国证监会宣布 2001 年为市场监管年的言论相一致。表 1B 组的统计数据说明工业及制造业的上市公司的违规行为占 50% 以上 (56.75%), 原因可能是由于这一行业的上市公司大部分为有较长历史的国有企业,其公司治理和经营管理方面往往存在大量问题。相对而言,公用事业和房地产及建筑业领域的上市公司的违规行为则较少。同时从表 1B 组中还可以看出,违规行为间隔时间平均为 1.6 年。其中,商业类公司最长,为 2.08 年;多种经营企业最短,

表 1 1999 年~2001 年违规处理事件

A组: 按年份及证券交易所分类			
年度	上海 (%)	深圳 (%)	总数 (%)
1999	12 (10.81)	6 (5.41)	18 (16.22)
2000	9 (8.11)	5 (4.50)	14 (12.61)
2001	32 (28.93)	47 (42.34)	79 (70.17)
总数	53 (47.75)	58 (52.25)	111 (100.00)
B组: 按行业分类			
	发生数	百分比	违规行为间隔时间 (年)
公用事业	6	5.41	1.17
房地产和建筑业	6	5.41	1.83
多种经营企业	24	21.62	1.14
工业及制造业	63	56.75	1.70
商业	12	10.81	2.08
总数	111	100.00	1.60

为 1.14 年。

表 2 按不同特征对上市公司违规处理事件进行了分类。A 组分列了不同的违规类型。在证监会规定的 10 种违规类型中, 重大信息披露违规几乎占 1/3。其次为虚假陈述, 占 17.92%, 其他类型均少于 10%。B 组则对不同

表 2 上市公司违规处理分类

	发生数	比重 (%)
A组: 按违规类型分类		
非法股票回购	6	3.47
夸大利润	17	9.83
虚构资产	6	3.47
擅自改变所筹集资金用途	8	4.62
延期披露	10	5.78
虚假陈述	31	17.92
违反融资协议条款	6	3.47
重大信息披露违规	56	32.37
大股东利益侵占	6	3.47
其他	27	15.60
总数	173	100.00
B组: 按监管机构分类		
中国证监会	49	45.37
上海证券交易所	23	21.30
深圳证券交易所	36	33.33
总数	108	100.00
C组: 按公告类型分类		
年度报告	34	34.69
中期报告	8	8.16
季度报告	2	2.04
临时公告	51	52.04
IPO招股说明书	1	1.02
上市公告书	2	2.04
增发招股说明书	0	0.00
总数	98	100.00
D组: 按违规处罚形式分类		
公开批评	19	17.76
公开谴责	58	54.21
警告	12	10.85
罚款	19	17.19
总数	108	100.00
E组: 按初始信息披露来源分类		
(1) 按公告方分类		
上市公司	33	19.64
财经媒体	72	42.85
证监会/交易所	63	37.51
总数	168	100.00
(2) 按媒体类型分类		
互联网	43	46.24
报纸	50	53.76
总数	93	100.00

的监管机构进行了划分。从统计结果可以看出, 近一半的违规处理是由证监会做出的, 其余上海证券交易所占 21.3%, 深圳证券交易所占 33.33%。C 组说明了各类公告的违规比例: 52.04% 的违规处理是直接针对临时公告的; 年报违规占 34.69%; IPO 招股说明书最少, 只占总数的 1.02%。在 D 组列示的 4 类主要的处罚形式中, 最常用的为证监会或证券交易所的公开谴责

表 3 上市公司提供虚假财务报告统计数据

行业	样本数量	财务报告虚假金额 (千元)	违规行为间隔时间 (年)
多种经营企业	4	2790.01	1.25
工业及制造业	15	5445.00	2.60
商业	4	15014.50	4.00
总数	23	6647.52	2.61

表 4 虚假财务报告中受影响会计科目的描述性统计

	发生次数	百分比
A. 按会计要素分类		
资产	24	39.30
负债	2	3.30
所有者权益	14	23.00
损益	21	34.40
成本	0	0.00
总计	59	100.00
B. 按会计科目分类		
货币资金	11	10.09
应收账款	11	10.09
存货	1	0.92
投资	4	3.67
无形资产	2	1.83
固定资产	8	7.34
银行借款	4	3.67
应付账款	5	4.59
股本	3	2.75
资本公积	1	0.92
留存收益	27	24.77
主营业务收入	7	6.42
其他业务收入	7	6.42
主营业务成本	6	5.51
其他业务成本	12	11.01
总计	109	100.00
C. 按作假方式分类		
信息披露不完全	67	60.91
伪造记录文件	5	4.55
虚构资产、负债、所有者权益	8	7.27
虚假收入	11	10.00
虚假成本	9	8.18
虚假利润	7	6.36
其他	3	2.73
总计	110	100.00
每次违规中平均使用作假方式 (种)	1.34	

(54.21%), 警告的比例较低(10.85%)。E 组对初始的违规处理信息披露的来源进行了统计, 发现 42.85% 来源于财经媒体, 37.51% 来源于证监会, 只有 19.64% 是由上市公司自己披露的, 可见被处罚的公司并不希望将此信息公开。同时我们也发现, 互联网在披露违规信息方面几乎起到了与报纸同等重要的作用。

为了对上市公司提供虚假财务报告的行为专门进行研究, 我们将此类违规事件单独分离出来并认真分析了虚假财务报告对各会计项目造成的影响。在本文选择的样本中, 此类违规事件共计 35 起, 其中 23 起在公告中明确指出了虚假金额。如表 3 所示, 有 15 家工业及制造业公司提供虚假财务报告, 所占比例最高; 但商业类公司的虚假金额最大, 违规行为间隔时间也最长; 相比之下, 多种经营企业违规行为较频繁, 平均 1.25 年违规一次。

表 4 对虚假财务报告中受影响的会计科目作了描述性统计。在 A 组中我们分析了 5 类会计要

素: 资产、负债、所有者权益、损益和成本被虚报的比率。结果表明, 在 24 例违规事件中, 资产类科目受到的影响最大, 其次为损益类科目, 而成本类科目几乎不受影响。在 B 组中, 我们进一步细分到每一个会计科目, 发现: 留存收益受影响最大, 虚报达 27 次; 资本公积和存货被虚报的次数最少, 每项只有 1 次。最后我们在 C 组中对 7 类作假方式进行统计, 结果显示不完全的信息披露是最常用的利润操纵手段, 占 60.91%。平均而言, 每次违规事件至少使用了 1 种以上的作假方式。

表 5 显示在违规处理事件前后不同的时间区间内([-2,2]和[-1,1])以市场调节超常收益率和风险调节超常收益率来衡量的市场反应。A 组列出了样本总体的累积超常收益(CAR)及其 Z-检验, B、C、D、E 组则为各子样本的累积超常收益统计结果。

从表 5 可以看出, 在 [-2,2]和[-1,1]的时间区间内, 总体样本和大部分子样本的统计结果均表现出违规处理对上市公司股票价格产生了显著影响。我

们在前文的理论分析中认为, 违规处理事件所包含的信息超出投资者预期范围, 市场因此产生负面反应。统计结果与我们提出的假说相一致。A 组总体样本的 CAR (MAAR) 3、CAR (MAAR) 5、CAR (RAAR) 3 和 CAR (RAAR) 5 均说明市场有明显的负面反应, 违规处理为投资者提供了有用的信息。B 组中市场对公开批评的处罚方式几乎不作任何反应, 说明投资者对其并不重视, 所以股票价格也几乎没有变化。公开批评是非实质性的处罚方式, 对公司造成的影响也较轻微。对于公开谴责和警告, 市场均表现出显著的负面影响。但出乎意料的是, 对于罚款这一最严重的处罚方式, 市场反应却十分微弱。一个可能的原因是对于证监会或证交所对上市公

表 5 违规处理前后的超常收益

	CAR (MAAR)		Z-检验 (MAAR)		CAR (RAAR)		Z-检验 (RAAR)	
	[-2,2]	[-1,1]	[-2,2]	[-1,1]	[-2,2]	[-1,1]	[-2,2]	[-1,1]
A. 总体样本								
	-0.0225	-0.0133	-4.21**	-3.14**	-0.0248	-0.015	-4.63**	-3.57**
B. 按违规处罚方式分类								
公开批评	0.0025	0.0013	0.40	0.34	-0.0042	-0.002	-0.21	0.07
公开谴责	-0.0245	-0.0228	-3.79**	-4.47**	-0.0251	-0.024	-3.80**	-4.51**
警告	-0.0515	-0.0191	-2.90**	-1.64	-0.0548	-0.025	-3.22**	-2.12*
罚款	-0.023	0.0081	-1.24	0.71	-0.0262	0.0052	-1.48	0.41
C. 按监管机构分类								
证监会	-0.0227	-0.0023	-2.21*	-0.39	-0.0286	-0.007	-2.87**	-0.96
上海证交所	-0.0156	-0.0136	-1.65	-1.81	-0.0185	-0.017	-1.81	-2.03*
深圳证交所	-0.0291	-0.0269	-3.59**	-4.19**	-0.0264	-0.026	-3.16**	-3.93**
D. 按违规处理的初始信息来源分类								
证监会/证交所	-0.0211	-0.0158	-3.19**	-2.89**	-0.0222	-0.017	-3.32**	-3.14**
上市公司	-0.0398	-0.0202	-3.32**	-2.10*	-0.0415	-0.024	-3.51**	-2.52*
财经媒体	-0.0137	-0.0101	-2.23*	-2.03*	-0.0136	-0.01	-2.18*	-1.98
E. 按违规类型分类								
非法股票回购	-0.0331	-0.0193	-1.12	-0.69	-0.0456	-0.025	-1.52	-0.97
夸大利润	-0.037	-0.0085	-2.27*	-0.82	-0.0396	-0.014	-2.43*	-1.12
虚构资产	-0.0345	0.0012	-1.26	0.04	-0.0393	-0.002	-1.32	-0.04
擅自改变所筹集资金用途	-0.0371	-0.0235	-1.89	-1.04	-0.0463	-0.029	-2.35	-1.37
延期披露	-0.0082	-0.0057	-0.80	-0.81	0.0005	-0.001	-0.10	-0.47
虚假陈述	-0.0532	-0.029	-3.84**	-2.87**	-0.0506	-0.03	-3.63**	-3.00**
违反融资协议条款	-0.0002	0.0052	-1.10	-1.25	0.0022	0.005	-1.49	-1.85
重大信息披露违规	-0.0223	-0.0207	-3.02**	-3.65**	-0.0239	-0.023	-3.16**	-3.88**
大股东利益侵占	-0.0418	-0.0339	-2.15	-1.78	-0.041	-0.033	-2.08	-1.70
其他	-0.0162	-0.0075	-1.84	-1.30	-0.0195	-0.009	-2.16*	-1.44

注: * 显著性水平为 5%; ** 显著性水平为 1%。

司做出的较为严厉的违规处罚,投资者之前已经从其他渠道获得信息并做出了反应。有趣的是,C组中累积超常收益(CAR)当违规处理的监管机构为证监会或深交所时均显著为负,而当监管机构为上交所时却只有CAR(RAAR)3显著为负。出现这一结果可能是因为证监会比证交所具有更高的权威性,同时深交所的投资者比上交所的投资者对违规事件更加关注。

D组结果说明无论违规处理是由证监会、证交所、上市公司还是财经媒体最先公布的,两个时间区间内以MAAR和RAAR代表的累积超常收益

(CAR)均显著为负,其中以上市公司为初始信息来源的CAR绝对值最大。上市公司先于监督机构进行此类事件披露的可能性很低,而且从其他渠道也难以获取相关信息,所以更加令投资者震惊。从E组的数据可看出,夸大利润、虚构资产和未按规定进行信息披露这3类可能影响公司利润的违规事件会令市场产生较大反应,而诸如延迟披露和非法股票回购这些操作性的违规引起的反应则较轻微。

为了进一步证实上市公司违规处理的市场负效应,我们建立了4个回归模型,以便将其他有关的公司特征及市场因素引入模型之中进行检验。前

表6 引入全部变量的市场调节超常收益(MAAR)模型与风险调节超常收益(RAAR)模型回归结果

	模型1				模型2				模型3				模型4			
	CAR(-1,+1)		CAR(-2,+2)		CAR(-1,+1)		CAR(-2,+2)		CAR(-1,+1)		CAR(-2,+2)		CAR(-1,+1)		CAR(-2,+2)	
	MAAR	RAAR	MAAR	RAAR	MAAR	RAAR	MAAR	RAAR	MAAR	RAAR	MAAR	RAAR	MAAR	RAAR	MAAR	RAAR
Firm	-0.2366	-0.256	-0.2907	-0.2631									-0.2778	-0.3136	-0.1156	-0.1461
	(-2.27)*	(-2.46)*	(-2.82)**	(-2.54)*									(-2.09)*	(-2.33)*	(-0.88)	(-1.09)
Supins	-0.1206	-0.1009	0.028	0.0594									-0.0268	-0.0258	0.1373	0.1813
	(-1.15)	(-0.97)	(0.27)	(0.57)									(-0.17)	(-0.16)	(0.89)	(1.16)
Pcond					-0.2733	-0.2433	-0.2342	-0.1779					-0.2634	-0.2218	-0.4672	-0.4271
					(-2.07)*	(-1.83)*	(-1.82)*	(-1.37)					(-0.18)	(-1.21)	(-2.62)*	(-2.35)*
Warn					-0.1565	-0.1834	-0.3487	-0.3195					0.0358	0.0574	-0.1773	-0.1532
					(-1.26)	(-1.47)	(-2.88)**	(-2.61)*					(0.22)	(0.35)	(-1.10)	(-0.93)
Fine					-0.0524	-0.0505	-0.2274	-0.2028					0.0372	0.0451	-0.2359	-0.2182
					(-0.44)	(-0.42)	(-1.96)*	(-1.73)*					(0.27)	(0.33)	(-1.74)*	(-1.58)
IShareb									-0.0727	-0.1247	-0.0211	-0.1008	0.0194	0.0278	0.0879	0.1144
									(-0.57)	(-0.98)	(-0.16)	(-0.77)	(0.13)	(0.18)	(0.57)	(0.73)
Pnkup									0.1035	0.0806	0.0416	0.0528	-0.0764	-0.0879	0.0302	0.007
									(0.86)	(0.67)	(0.34)	(0.43)	(-0.54)	(-0.61)	(0.21)	(0.05)
Afab									0.2312	0.2108	0.0409	0.0063				
									(2.06)*	(1.86)*	(0.36)	(0.06)				
Unfund									0.0619	0.0433	0.0736	0.0397	-0.1746	-0.1763	-0.1301	-0.1294
									(0.48)	(0.34)	(0.56)	(0.30)	(-1.20)	(-1.19)	(-0.90)	(-0.88)
Dpost									0.0141	0.096	0.0663	0.1744	0.1712	0.1773	0.1818	0.177
									(0.12)	(0.84)	(0.57)	(1.49)	(1.21)	(1.24)	(1.30)	(1.24)
Fstate									-0.3354	-0.316	-0.4009	-0.3371	-0.3483	-0.2989	-0.4224	-0.369
									(-2.88)**	(-2.69)**	(-3.38)**	(-2.82)**	(-2.54)*	(-2.15)*	(-3.12)**	(-2.68)**
Fprov									0.2244	0.2158	0.1174	0.1103	0.2358	0.2214	0.1612	0.1586
									(2.12)*	(2.02)*	(1.09)	(1.02)	(1.95)*	(1.81)*	(1.35)	(1.30)
Mfidis									-0.1488	-0.1506	-0.0091	0.014	-0.0288	-0.0602	0.112	0.0607
									(-1.36)	(-1.37)	(-0.08)	(0.13)	(-0.18)	(-0.37)	(0.71)	(0.38)
Msemb									-0.1673	-0.1284	-0.1081	-0.0634	0.0324	0.0582	0.051	0.0734
									(-1.41)	(-1.07)	(-0.90)	(-0.52)	(0.22)	(0.39)	(0.35)	(0.50)
Pown													-0.1226	-0.1064	-0.094	-0.0734
													(-1.03)	(-0.88)	(-0.80)	(-0.62)
Auditor													0.2198	0.2466	0.1717	0.242
													(1.89)*	(2.09)*	(1.49)	(2.06)*
R ²	0.0619	0.0679	0.0877	0.0774	0.0512	0.0442	0.0973	0.0822	0.1702	0.1579	0.1447	0.1268	0.3533	0.3371	0.3691	0.3464
Adj-R ²	0.0406	0.0467	0.0670	0.0565	0.0185	0.0112	0.0662	0.0505	0.0780	0.0643	0.0496	0.0298	0.1861	0.1657	0.2060	0.1773
F	2.9045	3.2067	4.2315	3.6932	1.5648	1.3400	3.1254	2.5962	1.8460	1.6872	1.5221	1.3073	2.1128	1.9663	2.2624	2.0490
p-value	0.0600	0.0453	0.0176	0.0288	0.2037	0.2668	0.0299	0.0575	0.0723	0.1055	0.1542	0.2461	0.0219	0.0343	0.0137	0.0266

注:* 显著性水平为 10%;** 显著性水平为 1%。

3个模型各自检验了3类不同因素的市场反应:违规处理的初始信息来源、处罚方式和违规类型。模型4除了包括上述3类变量外还引入了两个控制变量:流通股份额和财务报告审计单位。

表6为上述模型的回归结果。模型1检验了违规处理的初始信息来源与市场反应之间的关系,当Firm取值为1时,两个时间区间的4个MAAR和RAAR值均显著为负,这与我们前面的分析结果相一致,即违规处理由上市公司最先公布时市场的负面反应最大。模型2将不同的处罚方式作为变量进行回归,结果显示公开谴责、警告和罚款这3种处罚方式都至少在一个时间区间产生负的累积超常收益。因为表5的分析结果说明市场对于公开批评的处罚方式几乎没有反应,所以我们未将这一因素包含在模型2中。模型3检验了违规类型对累积超常收益的影响。虚假陈述变量的回归系数在两个时间区间内均显著为负,但虚构资产和违反融资协议条款的回归系数在 $[-1, +1]$ 区间内却显著为正,说明投资者并没有将此类违规看作是上市公司表现恶劣的信号。

模型4将所有的变量带入回归等式中。在 $[-1, 1]$ 区间内,正如所预料的那样,对于代表累积超常收益的MAAR和RAAR,变量Firm和Fstate的回归系数显著为负,Auditor则显著为正,说明投资者认为这3个因素比其他因素更为重要。在 $[-2, 2]$ 区间内,变量Pcond和Fstate对MAAR和RAAR的回归系数显著为负,Fine只对MAAR显著为负,Auditor只对RAAR显著为正。统计结果的修正拟合优度 R^2 的范围0.1657到0.2060,F-检验在5%的水平上显著,说明监管行为对于证券市场是有效的。

六、结论

有关上市公司违规处理的文献认为监管行为包含着可能会引起投资者的注意的信息,并因此改变投资者对上市公司的价值判断,从而令证券市场对此做出反应。本文通过对中国上市公司的111次违规处理事件的分析得出相同的结论。在此基础上,我们进一步对4类因素,即违规类型、监管机构、违规处理初始信息来源和处罚方式分别进行统计检验,以期对中国证券市场的特点有更深入的了解。通过对数据运用Z-检验和回归模型分析,我们得到如下结果:违规处理由上市公司最先公布、公

开谴责的处罚方式、对虚假陈述造成的违规的处理、财务报告的审计单位这4要素造成的影响明显大于其他变量。本文对新兴市场国家上市公司违规处理的特点进行了深入的探索,是违规处理研究领域的一个新的拓展。

本文的研究结果表明,上市公司的违规行为会对自身造成损害,同时也使投资者丧失了对公司的信心。尽管中国的证券监管机构发展得还不成熟,但投资者对其监管行为仍然十分关注,那些因违规而受到处罚的公司的股票价格因此大幅度下跌。

(作者单位:陈工孟,香港理工大学中国会计与金融研究中心;高宁,国泰安信息技术有限公司;责任编辑:蒋东生)

参考文献

- (1) Beneish, M. D., 1999, "Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements that Violate GAAP", *The Accounting Review* 74: pp.425-457.
- (2) Feroz, E. H., Park, K. and Pastena, V. S., 1991, "The Financial and Market Effects of the SEC's Accounting and Auditing Enforcement Releases", *Journal of Accounting Research* 29 (Supplement): pp.107-142.
- (3) Ferris, S., Kumar, R. and Wolfe, A. G., 1992, "The Effects of SEC-ordered Suspensions on Returns, Volatility, and Trading Volume", *The Financial Review* 27: 1-34.
- (4) Howe, J. S. and Schlarbaum G., 1986, "SEC Trading Suspensions: Empirical Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, pp.323-333.
- (5) Kryzanowski, L., 1978, "Misinformation and Regulatory Actions in the Canadian Capital Markets: Some Empirical Evidence", *Bell Journal of Economics* 9: pp.355-368.
- (6) LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 2000, "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics* 58: pp.3-28.
- (7) LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 2002, "Investor Protection and Corporate Protection", *Journal of Finance* 57: pp.1147-1170.
- (8) Nourayi, M. N., 1994, "Stock Price Responses to the SEC's Enforcement Actions", *Journal of Accounting and Public Policy* 13: pp.333-347.
- (9) Smith, D. B., Stettler, H. and Beedles, W., 1984, "An Investigation of the Information Content of Foreign Sensitive Payment Disclosures", *Journal of Accounting & Economics* 6: pp.153-162.
- (10) Wu, L. F., 1998, "Market Reactions to the Hong Kong Trading Suspensions: Mandatory Versus Voluntary", *Journal of Business Finance and Accounting* 25: pp.419-437.
- (11) Wan, C. L. and Chu, C. Z., 2002, "Weakness and Risk Prevention in the Chinese Securities Market System", *Website of China Securities Association*, www.s-a-c.org.cn. July 5. (in Chinese).
- (12) Wu, L. F., 1998, "Market Reactions to the Hong Kong Trading Suspensions: Mandatory Versus Voluntary", *Journal of Business Finance and Accounting* 25: pp.419-437.