

上市公司违规行为的市場反应研究

朱冠东

(厦门大学 管理学院 福建 厦门 361005)

[摘要] 文章以 2008~2010 年发生违规行为的 A 股上市公司和其配对公司为研究样本, 首先对两组样本在处罚公告日后的收益率进行差异性检验, 其次运用多元线性回归分析等方法, 进一步分析了处罚公告日前后哪些因素影响以及如何影响违规公司股票的市场反应。总样本研究结果表明, 违规公司股票在公告日前后有明显的负向反应。分组样本研究结果表明, 违规公司所在行业、处罚机构、处罚原因、处罚措施会对市场反应产生影响。针对不同处罚效果, 文章给监管机构提出了可能的应对措施, 并给投资者提出了投资建议。

[关键词] 上市公司; 违规处罚; 总样本研究; 分组样本研究; 市场反应

[中图分类号] F830.59

[文献标识码] A

[文章编号] 1007-9556(2011)07-0074-09

A Study on Effectiveness of Penalties of Listed Companies' Violation of Regulations

ZHU Guan-dong

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract : This paper uses A-share listed companies who were illegal in 2008-2010 and their matching companies as research samples. First, the author tests the differences of yield of two groups. Second, the author uses Multiple linear regression analysis to further discuss which factors may influence the yield and how to influence. Research result on total sample shows that there is some apparent negative response to the punished listed companies around the yield. Group study shows that the industry, punishment institutions, punishment causes and punishment type are all factors which can influence the effectiveness. In connection with different effectiveness of punishment, the paper puts forward several possible suggestions for the regulators and advises investors some methods in their investment process.

Key Words : listed companies; penalties of violation of regulations; total study; group study; effectiveness

一、引言

1999 年 7 月 1 日,《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)开始正式实施,标志着维系证券市场运作的法规体系趋向完善。进入 21 世纪后,我国正式加入 WTO,资本市场对外开放稳步向前迈进。2005 年 4 月底,我国开始启动股权分置改革试点工作,这是一项完善证券市场基础制度和运作机制的改革,它不仅解决了上市公司股权长期分置的历史问题,更为资本市场其他各项改革和制度创新创造了条件。2005 年 10 月,重新修订的《证券法》经第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议

通过后颁布,并于 2006 年 1 月 1 日起正式实施,标志着我国证券监管规范迈上一个新的台阶。

我国各项证券监管制度的完善和新《证券法》的实施极大地推动了证券市场的规范发展,并保护了投资者的合法权益。但是,这些新的制度和法律并没有从根本上阻止上市公司的违法违规行为。上市公司的违规行为屡禁不止,严重违反了证券市场的诚信准则,这不仅在很大程度上损害了中小投资者的合法权益,而且对证券市场的稳定和健康发展构成了很大的威胁。近年来,上市公司的违规行为更是各种花样层出不穷,而且不断进行“花样创新”和使

[收稿日期] 2011-05-22

[作者简介] 朱冠东(1985-)男,山东临沂人,厦门大学管理学院财务学系博士研究生,研究方向是公司财务与资本市场。

出“组合拳”的发展趋势。因此,如何对上市公司违规行为进行识别与处罚,规范证券市场的正常运行,成为摆在证券监管部门面前的一项重大工程。对违规公司处罚过重,会打击公司积极性和投资者情绪,不利于公司的发展;对违规公司处罚过轻,会使得公司无视处罚措施而为所欲为,对资本市场产生极坏影响。如何把握处罚措施的适度性和有效性,成为一个值得深入研究的课题。

对上市公司违规处罚前后市场反应的研究,能检验监管层的各种处罚措施是否有效,并给监管层提出改进监管措施的方式方法,具有极大的研究价值。基于此,本文对上市公司违规处罚前后的市场反应进行了总样本研究和分组样本研究,不但分析了上市公司总体处罚效果,而且研究分组情况下各因素对市场反应的影响方向和影响力度。本文第二部分对相关文献进行了评述并提出六个研究假设,第三部分是实证研究设计;第四部分是实证过程和结果分析,包括初步检验和进一步检验等;第五部分是本文的结论和对监管层的建议;第六部分是对投资者的建议。

二、文献评述和假设提出

Strachan、Smith 和 Beedles(1983)研究了 20 世纪 70 年代美国上市公司 84 起违规行为的市場反应。他们以华尔街日报所刊登的公司违规公告日为事件日,并采用均值调整收益模型,考察[-25,10]时间区间内公司违规公告对股票市场价格的影响,发现公司出现违规时,公司的平均累计超额收益会持续下降,而且在公告日当天负向反应最大。

Davidson 和 Worrell(1988)分析了华尔街日报上刊登的 96 家上市公司遭受的 131 起诉讼案件,他们分别采用市场模型法和均值收益模型法对公告日的超额收益进行研究。他们发现,在公告日的前一天,公司股票的平均累计超额收益率显著为负,公司管理层和投资者都因为公司的违规行为付出了代价,但市场在公告日当天并没有出现显著的负向反应。

Dechow 和 Sloan(1996)选取 1982~1992 年间进行盈余操纵并被公告违反 GAAP 的 92 家上市公司为样本,研究违规公告对股票价格的影响机制。结果表明,在公告日当天,公司股票价格有显著的负收益,且股票价格平均下跌了 9%。

Marciukaityte、Szewczyk、Uzun 和 Varma(2006)以 1978~2001 年间 276 家被政府认定为违规的上市公司为研究样本,分析了违规公告的市場反应,发现在违规公告的[-1,0]区间的累积超额收益显著为负。

通过国外文献我们发现,国外学者对监管部门

处罚有效性的研究主要集中于对总体违规公司处罚前后的市場反应,而且大多采用事件研究法研究处罚前后平均累计超额收益率的变动趋势。国外学者的研究区间相对较短,主要是研究处罚公告日前后几天的市場反应。国内学者对违规公司股票价格的市場反应也进行了一些研究,且研究方法和国外学者基本一致。

武利娜和高强(2002)以 1999~2000 被中国证监会和沪深交易所处罚的 60 家上市公司为研究样本,运用超额收益率法研究了处罚公告的市場反应,并针对不同的处罚原因将样本分为因信息披露违规被处罚和因资金违规被处罚两种。研究结果表明,因资金违规被处罚的公司股票在公告日后有显著的负向反应。

陈国进、赵向琴和林辉(2005)从理论和实证两个角度讨论了证券执法对外部投资者保护的效果。他们认为,从理论上讲,加大处罚力度可以对上市公司内部人起到威慑作用,达到保护中小投资者利益的目的。但是,对 2001~2003 年间受到处罚公司 A 股收益率的事件分析表明,在处罚公告日前后投资者遭受了非正常损失。

闫国庆、陈超、周小和(2006)对 1994~2005 年 10 月因违规被处罚的上市公司进行统计发现,公检法和证监会的处罚相对来说比较严重,电子通讯、轻工制造两个行业以及西南和西北地区具有较高的违规倾向。从处罚的威慑力、市场的反应两方面分析发现,处罚的效果并不明显,并提出了对策性建议。

蔡志岳(2007)以 2002~2005 年间 152 家由于信息披露违规行为被中国证监会和沪深交易所公开谴责、公开批评或公开处罚的非金融业 A 股上市公司为样本,研究了上市公司信息披露违规公告日[-20,20]的市場反应。结果表明:公开谴责处罚负向效应明显,公开批评基本没有任何处罚效果;证监会和沪深交易所均有一定的处罚威慑力;投资者对上市公司的大股东掏空行为、证券操纵行为和财务舞弊行为反应异常激烈,对于其他违规行为反应则不明显;信息披露违规行为给投资者带来了巨大的经济损失。

国内文献针对我国具体国情对上市公司违规行为的市場反应进行了研究,并得出了一些非常有价值的结论。

综合国内外文献可以发现,绝大多数学者的研究结果表明,处罚公告会对违规上市公司股票产生明显的负向效应,但产生负向效应的具体区间不一定相同,这可能是研究方法和研究样本不同造成的。但是,研究结论基本上是统一的。我们也认为,上市

公司的处罚公告会在短期内给投资者产生很大的心理影响,导致投资者抛售公司股票,从而导致股价下跌。由此,我们提出本文的第一个假设:

假设1:上市公司违规处罚公告会对股票价格产生显著的负向影响。

新《公司法》与新《证券法》于2006年1月1日正式实施,这对规范公司的各项活动,维护证券市场正常运行,起到了标本兼治的重要作用。新《证券法》第11章增加了很多关于违法违规行为的认定与处罚的条目,这无疑对上市公司产生很大的威慑力,从而保护投资者利益,维持证券市场的健康运行。新《证券法》第134条明确规定,国家设立证券投资者保护基金,证券投资者保护基金由证券公司缴纳的资金及其他依法筹集的资金组成,其筹集、管理和使用的具体办法由国务院规定。设立证券投资者保护基金,从立法上和政策上健全和完善了保护中小投资者权益的机制,这将对保护普通投资者的利益起到非常重要的作用。我们认为,随着我国证券市场法律制度的日趋完善,证券市场运行将越来越规范,监管层的处罚措施也将越来越有效。因此,我们提出本文的第二个假设:

假设2:上市公司违规处罚效应随着时间的推移会越来越有效,即2008年最弱,2009年居中,2010年最强。

2010年10月10日《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》指出,国务院各有关部门、各省(区、市)人民政府要根据本决定的要求,抓紧制定实施方案和具体落实措施,加大支持力度,加快将战略性新兴产业培育成为先导产业和支柱产业,为我国现代化建设做出新的贡献。无论是《决定》颁布前还是《决定》颁布后,国家从来没有停止对新兴产业和成长性产业的支持,包括政策优惠、税收减免、产业保护等各种各样的措施。我国的新兴产业也在国家扶持下茁壮成长,发展迅猛。

学者们对这方面也有一些研究。Saksena(2001)认为,公司所处的行业环境会对公司的舞弊行为产生影响。蔡志岳(2007)认为,处于成熟性(衰退性)产业的公司会面临激烈的行业竞争,公司成长和发展面临着较大的约束,同时由于缺少国家的政策支持,一旦出现违规行为,投资者会纷纷选择“用脚投票”。我们认为,国家对新兴产业上市公司的监管会相对宽松,处罚公告的负向效应也会被国家的扶持和新兴产业的高增长部分抵消。由此,提出本文的第三个假设:

假设3:上市公司违规处罚效应与上市公司的成长性负相关。

我国证券监管机构主要包括证监会和沪深交易所,但处罚机构除了“一会两所”之外,还有其他国家机关,包括司法机关(公检法)、财政部、国土资源部、银监会和国家工商局等。司法机关是国家政权的重要组成部分,对违法违规行为具有最大的威慑力,因此层次最高。证监会等国家行政机关是隶属国务院的国家级行政机关,也具有很大的威慑力,层次居中。沪深交易所是具有法人资格的社会机构,不属于国家机关,因此威慑力相对较弱,层次也最低。

同时,我国学者对处罚机构的处罚效力也进行了研究。蔡志岳(2007)研究发现,证监会和沪深交易所的处罚公告都有显著的负向效应。我们认为,上市公司违规处罚机构的层次越高,威慑力越大,处罚效力也越明显。因此,我们提出本文的第四个假设:

假设4:上市公司违规处罚效应与处罚机构的层次正相关。

上市公司的处罚原因众多,包括信息披露延误、信息披露虚假、严重误导性陈述、违规担保、违规经营、领导人涉嫌犯罪等。本文根据公司违规的严重程度将违规原因分为三大类,分别是高层违规、信息披露违规和运营违规。高层违规可能导致企业领导人的更迭,对企业的方方面面会产生长期而深远的影响,因此违规性质最严重;信息披露违规影响公司的诚信并损害投资者对公司的信任,也会对企业的长期发展产生一定影响,违规性质居中;运营违规是企业在经营过程中的违规行为,一般不会对企业的信誉和发展产生非常严重的影响,严重程度最低。我们认为,上市公司的违规性质越严重,公告后的市场反应也会越剧烈。因此,我们提出本文的第五个假设:

假设5:上市公司违规处罚效应与公司违规的严重程度正相关。

上市公司违规的处罚措施包括公开处罚、公开批评、公开谴责、警告、入住稽查、立案调查、限期整顿、致歉、市场禁入、判刑和其他,其中,以前四种处罚方式为主体。Karpoff和Lott(1993)认为,上市公司违规公告可能会给公司带来各种成本,最显而易见的当属监管部门的罚金和各种诉讼费用,但这些直接成本相对于违规公司而言只是九牛一毛。我们也认为,公开处罚既不会对上市公司今后的运营产生很大阻碍,也不会对公司声誉产生很大影响,所以属于相对不重的处罚方式。蔡志岳(2007)研究发现,对于公开批评的处罚方式,投资者基本不做任何反应。朱春艳和武丽娜(2009)认为,公开谴责的强烈程度要高于公开批评。警告是对上市公司的违规行为进行记录在案并在今后重点监控的处罚方式,对上市公司声誉产生很大影响。此外,入住稽查只是对公司

进行调查,性质较轻,而立案调查是在已经确定违规事实情况下才产生,性质较严重。限期整顿会对公司的生产经营和声誉产生很大影响,性质较严重。市场禁入只是针对公司高管个人不参与证券市场而言,性质较轻。判刑牵涉到高层变动,影响深远。因此,本文将公开处罚、公开批评、入住稽查、致歉、市场禁入和其他列为比较不严厉的处罚措施,将公开谴责、警告、立案调查、限期整顿和判刑列为比较严厉的处罚措施。同时,我们认为,较轻的处罚措施对公司的影响较小,而较重的处罚措施对公司声誉影响巨大。所以,我们提出本文的第六个假设:

假设6:上市公司违规处罚效应与监管机构处罚措施的严厉程度正相关。

三、实证研究设计

(一)数据来源

本文数据来源于深圳国泰安公司CSMAR数据库和Resset数据库。其中,公告日前后股票收益率数据主要来源于CSMAR数据库和Resset数据库,违规公司信息主要来源于Resset数据库。

(二)样本组选取标准

(1)选取2008~2010年的违规公司为样本,得到原始样本数155个。之所以选取2008~2010年数据,是为了排除股权分置改革和新会计准则颁布对上市公司和证券市场的重要影响。(2)对于3个月内连续被处罚2次或2次以上的违规公司,只选取3个月内第1次被处罚的违规事件为样本。(3)剔除公告日前或公告日后连续10个交易日没有数据的样本。经过上述处理,最终保留了119个样本,这119个样本作为本文的样本组。

(三)对照组选取标准

(1)对照组公司在对应期间没有发生违规行为。(2)对照组公司所处年份与样本组公司相同。(3)对照组公司所在行业与样本组公司相同。(4)对照组的规模与样本组公司的规模相近。如果规模最相近公司数据缺失,则选取次相近公司,依次类推。(5)对照组公司与样本组公司没有直接竞争关系或利益关系,即样本组的处罚公告基本不会对对照组公司产生影响。经过严格筛选,选取对照组公司119家,与样本组公司一一配对。

(四)变量说明

1.被解释变量(CAAR)。本文采用事件研究法研究处罚公告日前后[-30,30]区间的市场反应。之所以选取[-30,30]作为时间窗,是因为我们经过实证研究发现[-30,30]日之外的处罚效果相当微弱。同时,我们将处罚公告日设定为第0日。

(1)事件窗口期违规公司股票的实际日收益率

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}}。其中 R_{it} 为第 i 家违规公司股票在 t$$

日的实际收益率, P_{it} 为第 i 家违规公司股票 t 日复权后收盘价, $P_{i(t-1)}$ 为第 i 家违规公司股票前一日复权后收盘价。采用复权后收盘价是考虑到公司股票分割和分红都会对股价造成影响,因此本文对公司收盘价进行复权处理。

$$(2)事件窗口期的正常日收益率 R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{m(t-1)}}{P_{m(t-1)}}。$$

其中 R_{mt} 为第 m 家对照组公司股票在 t 日的实际收益率, P_{mt} 为第 m 家对照组公司股票当日复权后收盘价, $P_{m(t-1)}$ 为第 m 家对照组公司股票前一日复权后收盘价。

本文以对照组公司在公告日前后的收益率作为正常收益率。之所以不选用市场收益率作为正常收益率,是因为我国股票市场的板块特征非常明显:同一板块的公司在某一时期表现类似,而不同板块公司在同一时期表现差异很大。我们认为,用市场收益率作为正常收益率无法真实反映处罚效果,而运用经过严格筛选的对照组公司能更好地反映处罚的效果。

$$(3)股票 i 在 t 日的超额收益率 AR_{it} = R_{it} - R_{mt}。$$

(4)所有违规公司股票在 t 日的平均超额收益

$$率 AAR_t = \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{N}。$$

(5)所有违规公司股票在区间 $[t1, t2]$ 的平均累积

$$超额收益 CAAR[t1, t2] = \sum_{t=t1}^{t2} AAR_t。$$

2.解释变量。本文的解释变量包括年份变量 Year、行业变量 Industry、处罚机构变量 Institution、处罚原因变量 Reason 和处罚措施变量 Type。

3.控制变量。上市公司违规处罚的市场反应除了与以上解释变量相关外,还可能和公司的财务杠杆、经营状况和盈利状况等基本财务指标有关系。吴国萍(2007)在分析违规市场反应时选取公司规模 Asset、负债率水平 Lev、资产利润率 Roa 和资产周转率 SA 作为控制变量,研究结果表明民营公司的负向反应超过非民营公司。本文借鉴吴国萍(2007)的方法,选取衡量偿债能力的财务杠杆 Leverage、衡量盈利能力的净资产收益率 ROE、衡量经营能力的总资产周转率 TAT (Total assets turnover)以及上市公司的性质 State(民营还是非民营)作为控制变量,以消除公司其他基本因素的影响。

(五)研究变量描述

表1是本文解释变量的定义以及对解释变量与

被解释变量的预测关系的描述。

表 1 市场反应检验的研究变量描述

| 变量名 | 预测符号 | 变量定义 |
|-------------|------|---|
| Year | - | 处罚年度为 2008 年时 Year=1, 为 2009 年时 Year=2, 为 2010 年时 Year=3 |
| Industry | + | 违规公司所在行业为成长性行业时 Industry=1, 否则 Industry=0 |
| Institution | - | 处罚机构为交易所时 Institution=1, 为证监会等国家机关时 Institution=2, 为司法机关时 Institution=3 |
| Reason | - | 处罚原因为运营违规时 Reason=1, 信息披露违规时 Reason=2, 高层违规时 Reason=3 |
| Type | - | 处罚措施为公开批评和公开处罚等时 Type=0, 为警告和公开谴责等时 Type=1 |
| ROE | + | (t-1)年净利润/(t-1)年期初股东权益和期末股东权益的平均值 |
| Leverage | - | (t-1)年总负债/(t-1)年总资产 |
| TAT | + | (t-1)年主营业务收入/(t-1)年期初总资产和期末总资产的平均值 |
| State | - | 上市公司为民营时 State=1, 否则 State=0 |

注:控制变量的数据运用 t-1 年的数据,主要是因为违规行为的处罚具有滞后性,用 t-1 年数据能更好反映公司违规行为发生时的实际状况。

(六)模型选取

本文选取多元线性回归模型分析各因素的影响方向和影响程度,并建立如下回归模型:

$$CAAR = \beta_0 + \beta_1 Year + \beta_2 Industry + \beta_3 Institution + \beta_4 Reason + \beta_5 Type + \beta_6 ROE + \beta_7 Leverage + \beta_8 TAT + \beta_9 State + \varepsilon$$

四、实证过程及结果分析

(一)初步检验

1.全部违规公司检验结果。图 1 给出了全部违规公司在处罚公告日前后 AAR 与 CAAR 变动趋势。如图 1 所示,公告日前后的 AAR 值以负值居多,尤其在 t=0 日, AAR 值为 -2.7%,这是所有交易日中的最小值,说明公告日当天的负向反应最强烈。在处罚公告日前的一段时间内, CAAR 值呈明显下跌的趋势,这是因为处罚公告必须建立在证监会和沪深交易所对涉嫌公司进行深入调查的基础上,而调查是一个相对较长的过程,市场在捕捉到这些公司被调查的信息时,会事先对其结果进行预期,并提前反应。总体来看,公司违规行为可能使得投资者对公司

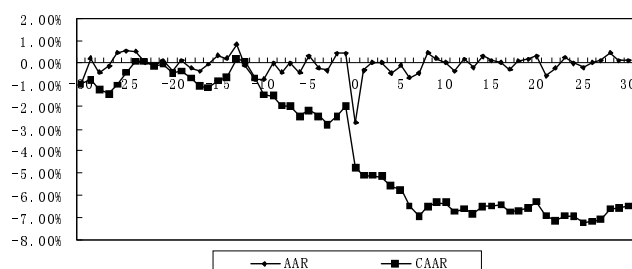


图 1 全部违规公司处罚日前后 AAR 与 CAAR 趋势图

的能力和未来发展产生怀疑,公司的市场价值受到损害。投资者把处罚公告当作一个负面的信息,从而导致投资者重新审视公司的投资价值。

表 2 全部违规公司的检验结果

| 全部违规公司(N=119) | | | | | | | |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 交易日 | -3 | -2 | -1 | 0 | 1 | 2 | 3 |
| AAR | -0.003 | 0.004 | 0.004 | -0.027 | -0.004 | -0.000 | -0.000 |
| T-statistic | -0.94 | 1.05 | 0.97 | -6.83*** | -0.88 | 0.02 | 0.06 |
| Mann-Whitney U | 1.01 | 0.78 | 1.23 | 7.62*** | 1.01 | 0.56 | 1.68* |
| 交易日 | [-3,0] | [-2,0] | [-1,0] | [0,1] | [0,2] | [0,3] | [-3,3] |
| CAAR | -0.023 | -0.019 | -0.023 | -0.031 | -0.031 | -0.031 | -0.026 |
| T-statistic | -3.13*** | -2.76*** | -3.91*** | -4.95*** | -4.42*** | -3.96*** | -2.94*** |
| Mann-Whitney U | 4.14*** | 3.69*** | 5.94*** | 6.16*** | 4.37*** | 4.36*** | 3.25*** |
| 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
| CAAR | -0.048 | -0.036 | -0.023 | -0.037 | -0.044 | -0.044 | -0.064 |
| T-statistic | -2.91*** | -2.84*** | -2.63*** | -3.79*** | -3.23*** | -2.74*** | -3.06*** |
| Mann-Whitney U | 2.58*** | 3.68*** | 3.02*** | 4.14*** | 1.91* | 1.91* | 2.35** |

注:数据运用 SAS 和 Eviews 统计软件, *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01, T 检验和 Mann-Whitney U 检验是分别对违规公司与配对公司收益率的均值和中值进行差异性检验。

表 2 给出了处罚公告日前后 AAR 和 CAAR 的均值和中值的差异性检验结果。如表 2 所示,在[-3,3]共 7 个交易日中, AAR 值有 2 个交易日为正, 5 个交易日为负, t=0 日的负向反应最剧烈,显著性水平达到 0.01,说明公告日前后 3 日以负向反应为主;在[-3,3]的 7 个分区间内,均值检验和中值检验结果均表明 CAAR 显著为负,且显著性水平很高,说明在公告日前后 3 日内负向反应很明显;在[-30,30]的 7 个分区间内,均值检验和中值检验均表明 CAAR 值显著为负,说明处罚公告的负向反应在公告前后 30 日内都很明显。

正如假设 1 所述,上市公司违规处罚公告会给投资者带来心理压力,投资者纷纷“用脚投票”,导致公司股价在短期内明显下跌。因此,假设 1 成立。

2.分年度检验结果。

表 3 不同年度的检验结果

| 年份 | 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
|-------------|----------------|----------|---------|---------|----------|---------|----------|----------|
| | | CAAR | -0.06 | -0.042 | -0.016 | -0.06 | -0.062 | -0.063 |
| 2008 (N=38) | T-statistic | -1.82* | -1.68* | -0.89 | -3.06*** | -2.42** | -1.89* | -2.09** |
| | Mann-Whitney U | 1.18 | 3.15*** | 0.39 | 2.76*** | 1.97** | 1.18 | 1.57 |
| 2009 (N=44) | 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
| | CAAR | -0.025 | -0.021 | -0.017 | -0.032 | -0.044 | -0.067 | -0.067 |
| 2009 (N=44) | T-statistic | -0.82 | -1.01 | -1.41 | -2.12** | -1.87* | -2.73*** | -1.77* |
| | Mann-Whitney U | 0.73 | 1.09 | 2.19** | 1.83* | 0.36 | 2.57*** | 2.21** |
| 2010 (N=37) | 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
| | CAAR | -0.062 | -0.048 | -0.036 | -0.02 | -0.026 | 0.002 | -0.038 |
| 2010 (N=37) | T-statistic | -3.26*** | -2.38** | -2.44** | -1.22 | -1.21 | 0.09 | -1.36 |
| | Mann-Whitney U | 2.59*** | 2.19** | 2.59*** | 2.59 | 0.99 | 0.59 | 0.19 |

注:同表 2。

表 3 是 2008~2010 年三年违规公司公告日前后 CAAR 的检验结果。如表 3 所示,从 CAAR 值来看,2008 年的 CAAR 值在公告日前后都比较低,且均值检验表明 CAAR 在前后 6 个区间内显著为负,2009 年的 CAAR 值呈现前高后低的特点,在处罚公告日后 CAAR 值显著为负,2010 年的 CAAR 值则表现为前低后高,在处罚公告日前 CAAR 值显著为负。综合来看,2008 年处罚最有效,2009 年和 2010 年处罚效果相对较弱。事实上,受国际金融危机影响,2008 年是我国股票市场表现最差的一年,全年呈现单边大幅下跌的走势,投资者本来就人心惶惶,一旦遭遇公司违规行为,势必纷纷抛出股票,导致股价大幅下跌。2009 年和 2010 年股市走出金融危机阴影,使得投资者的反应没有 2008 年强烈。

可见,制度和法律的逐步健全并没有使得处罚有效性逐年增强,市场的震荡和投资者的心理起到更大的作用,对投资者正确的投资理念的培育显得格外重要。因此,假设 2 不成立。

3.分行业检验结果。表 4 是不同行业违规公司公告日前后 CAAR 的检验结果。本文借鉴姜付秀和刘志彪(2005)的行业划分方法,以 GDP 增长率作为所有行业的平均增长率,根据各行业增长率与所有行业平均增长率的关系,将行业划分为成长性行业、成熟性行业和衰退性行业。因为衰退性行业的研究样本很少,本文将成熟性行业和衰退性行业合并,统称为非成长性行业。如表 4 所示,成长性行业在公告日前的 CAAR 值基本为正,只在公告日后的[0,5]和[0,15]区间有显著为负的市场反应,而在整个 [-30,30] 区间内 CAAR 值虽为负,但是仅为-1.4%,且不显著,说明处罚公告对成长性行业的影响甚微。非成长性行业在所有区间内的 CAAR 值均为负,且显著性水平很高,说明处罚公告对非成长性行业的效果非常明显。

表 4 不同行业的检验结果

| 成长性行业 (N=20) | 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
|------------------|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|----------|
| | CAAR | 0.029 | -0.009 | 0.025 | -0.035 | -0.041 | -0.045 | -0.014 |
| T-statistic | 0.59 | -0.21 | 0.89 | -1.94* | -1.82* | -1.44 | -0.18 | |
| Mann-Whitney U | 1.19 | 0.58 | 0.58 | 1.19 | 1.79* | 1.19 | -0.02 | |
| 非成长性行业 (N=99) | 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
| | CAAR | -0.059 | -0.04 | -0.03 | -0.036 | -0.038 | -0.048 | -0.072 |
| | T-statistic | -3.47*** | -3.07*** | -3.41*** | -3.33*** | -2.71*** | -2.32** | -3.39*** |
| | Mann-Whitney U | 3.25*** | 4.21*** | 3.49*** | 3.97*** | 1.32 | 1.56 | 2.53*** |

注:数据处理运用 SAS 和 Eviews 统计软件,*p<0.1,**p<0.05,***p<0.01,T 检验和 Mann-Whitney U 检验是分别对违规公司与配对公司收益率的均值和中值进行差异性检验;成长性行业包括房地产业、信息技术业、交通运输和仓储业等,非成长性行业包括采掘业、制造业、建筑业、金融业、批发和零售贸易业、农林牧渔业、社会服务业、电力煤气及水的生产供应业和综合类等。

正如假设 3 所述,成长性行业受国家政策扶持且增长迅猛,即使有违规行为投资者也不会“用脚投票”,而非成长行业的激烈竞争和增长瓶颈使得投资者对其未来的发展不是很有信心,一旦出现违规行为,便会卖出股票以规避风险。因此,假设 3 成立。

4.分处罚机构检验结果。表 5 是不同处罚机构公告日前后的 CAAR 值检验结果。如表 5 所示,司法机关处罚的 CAAR 值在公告日前后所有区间均为负值,在[0,30]和[-30,30]区间内负值显著且分别低达-8.7%和-11%,说明处罚公告的市场反应非常强烈,股票抛出压力巨大,虽然在几个区间内负值不显著,但主要是因为样本量太少,而不是因为处罚效果不理想。证监会等国家机关的处罚样本量比较大,处罚效应在所有期间均显著,但 CAAR 值明显高于司法机关的处罚,说明处罚效应不如司法机关强烈。交易所处罚无论从 CAAR 值来看还是从显著性水平来看,均比司法机关和证监会等国家机关的处罚效力弱。

上述分析表明,司法机关的处罚效力最明显,证监会等国家机关的处罚效力居中,交易所的处罚效力最弱。因此,假设 4 基本成立。

表 5 不同处罚机构的检验结果

| 司法机关 (N=8) | 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
|--------------------|-------------|----------|----------|---------|----------|---------|--------|----------|
| | CAAR | -0.053 | -0.069 | -0.052 | -0.042 | -0.053 | -0.087 | -0.11 |
| | T-statistic | -0.57 | -1.81* | -0.51 | -0.52 | -0.78 | -1.92* | -2.01** |
| Mann-Whitney U | -0.05 | 1.63* | -0.05 | -0.05 | -0.05 | 1.63* | 1.63* | |
| 证监会等国家机关 (N=93) | 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
| | CAAR | -0.052 | -0.038 | -0.026 | -0.035 | -0.039 | -0.051 | -0.059 |
| | T-statistic | -2.85*** | -2.95*** | -2.58** | -3.35*** | -2.52** | -1.98* | -2.27** |
| Mann-Whitney U | 2.41** | 2.41** | 2.91*** | 3.93*** | 1.39 | 0.89 | 1.14 | |
| 交易所 (N=18) | 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
| | CAAR | -0.033 | -0.01 | -0.012 | -0.018 | -0.027 | -0.045 | -0.056 |
| | T-statistic | -0.66 | -0.21 | -0.52 | -1.12 | -1.11 | -1.71* | -1.88* |
| Mann-Whitney U | 1.12 | 1.53 | 1.12 | 1.49 | 1.29 | 1.69* | 1.96* | |

注:同表 2。

5.分处罚原因检验结果。表 6 是不同处罚原因公告日前后 CAAR 的检验结果。如表 6 所示,高层违规的 CAAR 值在公告日前和公告日后均很低,在整个[-30,30]期间内达到-11.5%且很显著,说明高层违规影响深远,投资者对企业内部可能的高层变动反应强烈;信息披露违规(包括信息披露延误、信息披露虚假等信息披露方面的违规行为)的 CAAR 值明显不如高层违规的 CAAR 值低,显著性水平比较高主要是因为样本量大;运营违规和其他违规的公告无论是 CAAR 值还是显著性水平都远远不如高层违规和信息披露违规,说明处罚效力比较弱。

上述分析表明,高层违规的处罚效应最强,信息披露违规居中,运营违规和其他违规的处罚效力最弱。于是,假设 5 成立。

表 6 不同处罚原因的检验结果

| 高层违规 | 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
|---------|----------------|----------|---------|---------|----------|---------|--------|----------|
| (N=19) | CAAR | -0.078 | -0.046 | -0.058 | -0.049 | -0.055 | -0.065 | -0.115 |
| | T-statistic | -1.71* | -1.6 | -1.99** | -1.9* | -1.96* | -1.49 | -2.19** |
| | Mann-Whitney U | 1.76* | 1.37 | 2.26** | 1.82* | 0.26 | 1.93** | 1.37 |
| 信息披露违规 | 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
| (N=52) | CAAR | -0.067 | -0.041 | -0.029 | -0.039 | -0.059 | -0.049 | -0.092 |
| | T-statistic | -2.97*** | -2.02** | -2.29** | -2.32** | -2.62** | -1.81* | -2.79*** |
| | Mann-Whitney U | 3.04*** | 3.38*** | 3.04*** | 2.03** | 1.35 | 1.01 | 2.36** |
| 运营违规和其他 | 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
| (N=48) | CAAR | -0.01 | -0.026 | -0.018 | -0.037 | -0.031 | -0.034 | -0.015 |
| | T-statistic | -0.41 | -1.35 | -1.15 | -2.73*** | -1.6 | -1.49 | -0.47 |
| | Mann-Whitney U | 0.69 | 1.41 | 1.41 | 3.87*** | 1.41 | 0.69 | 0.35 |

注 同表 2。

6. 分处罚措施检验结果。表 7 给出了不同处罚措施公告日前后 CAAR 的检验结果。如表 7 所示,警告和公开谴责等措施的 CAAR 值在所有区间均很小而且显著性水平很高,说明警告和公开谴责等措施起到很明显的处罚效果,投资者对这几种处罚措施反应很强烈。公开处罚和公开批评等措施的处罚效果欠佳,CAAR 值均比较高且在所有区间均不显著,说明这类处罚措施作用很微弱,投资者对这类措施基本没有反应。

上述分析表明,处罚措施越严厉,处罚效果越明显。因此,假设 6 成立。

表 7 不同处罚措施的检验结果

| 警告和公开谴责等 | 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
|------------|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (N=81) | CAAR | -0.06 | -0.046 | -0.036 | -0.058 | -0.06 | -0.062 | -0.09 |
| | T-statistic | -2.85*** | -3.05*** | -3.38*** | -5.14*** | -3.95*** | -3.27*** | -3.69*** |
| | Mann-Whitney U | 3.39*** | 4.21*** | 3.39*** | 5.83*** | 3.39*** | 2.03** | 3.12*** |
| 公开处罚和公开批评等 | 交易日 | [-30,0] | [-15,0] | [-5,0] | [0,5] | [0,15] | [0,30] | [-30,30] |
| (N=38) | CAAR | -0.022 | -0.013 | 0.005 | 0.007 | -0.009 | -0.007 | -0.01 |
| | T-statistic | -0.88 | -0.59 | 0.38 | 0.43 | -0.34 | -0.22 | -0.25 |
| | Mann-Whitney U | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 1.18 | 1.57 | 0.39 | 0.39 |

注 同表 2。

(二)进一步检验

为了进一步检验本文的几个假设,我们引入多元线性回归分析方法,对不同分类进行赋值(见表 1),以检验处罚公告的市场反应。因为变量之间可能存在多重共线性,为了排除这种影响,本文首先对变量之间的相关关系进行分析。

表 8 变量间的 Person 相关系数矩阵

| | Year | Industry | Institution | Reason | Type | ROE | Leverage | TAT | State |
|-------------|--------|----------|-------------|--------|--------|--------|----------|-------|-------|
| Year | 1 | | | | | | | | |
| Industry | -0.058 | 1 | | | | | | | |
| Institution | 0.021 | -0.035 | 1 | | | | | | |
| Reason | -0.063 | -0.117 | 0.195** | 1 | | | | | |
| Type | -0.007 | -0.1 | -0.243*** | -0.032 | 1 | | | | |
| ROE | 0.072 | -0.194** | 0.043 | 0.059 | -0.142 | 1 | | | |
| Leverage | 0.029 | 0.059 | 0.199** | 0.138 | 0.037 | -0.032 | 1 | | |
| TAT | -0.085 | -0.056 | -0.008 | -0.057 | 0.017 | 0 | -0.122 | 1 | |
| State | 0.052 | -0.069 | -0.014 | -0.085 | 0.115 | 0.112 | 0.139 | 0.038 | 1 |

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ 。

表 8 是变量之间的相关系数矩阵。由表 8 可知,在 36 个变量间的交叉相关系数中,有 4 个相关系数是显著的,分别是 Industry—ROE、Institution—Reason、Institution—Type 和 Institution—Leverage。我们在下面的回归分析中,在同一模型中不同时出现有显著相关性的两个变量。

表 9~11 分别是[-30,30]、[-30,0]和[0,30]区间的 CAAR 值回归结果。

Year 变量在三个区间的回归结果中的系数基本为正,而且在[0,30]的回归结果中还显著为正,说明年份越近,CAAR 值越大,即处罚效果越小。虽然前两个区间的回归结果不显著,但还是足以说明处罚有效性没有随时间推移逐年有效。因此,假设 2 不成立。

Industry 变量在三个区间的回归结果中的系数均为正,且在[-30,30]和[-30,0]的回归结果中显著为正,可能因为成长性行业样本量比较少,所以在[0,30]区间不显著,但这仍然表明成长性与处罚效应负相关,即成长性越强,处罚效应越弱,CAAR 值越高,假设 3 基本成立。

Institution 变量在三个区间的回归结果中的系数基本为负,但是不显著。系数为负说明处罚机构层次与处罚效应正相关,即层次越高,处罚效应越强,CAAR 值越小。系数不显著可能是因为证监会等国家机关的处罚样本占绝大部分,而司法机关和交易所的处罚数量较少,但并不影响结论。因此,假设 4 基本成立。

Reason 变量在三个区间的回归结果中的系数均为负且都显著,充分说明处罚原因的严重程度与处罚效应正相关,即处罚原因越严重,处罚效应越强,CAAR 值越小。所以,假设 5 成立。

Type 变量在三个区间的回归结果中的系数均显著为负,充分说明处罚措施的严厉程度与处罚效应正相关,即处罚措施越严厉,处罚效应越强,CAAR 值越低。由此,假设 6 成立。

ROE 变量在三个区间的回归结果中的系数均为正且在[-30,30]和[0,30]显著为正,说明公司的盈利能力和处罚效应负相关,即盈利能力越强,处罚效应越弱。事实上,盈利能力强的公司往往能掩盖很多问题,比较受投资者信任,即使发生违规行为也不会被投资者抛弃。

Leverage 变量和 TAT 变量在三个区间的回归结果中的系数有时为正有时为负,没有一致的规律。所以,很难确定与 CAAR 之间的关系。

State 变量在三个区间的回归结果中的系数均为负且基本显著,说明对民营上市公司的处罚效力

较强,CAAR 值较小。民营上市公司很少有国家和政府背景,而且资金实力和规模都有待提高,尤其是一些中小板块和创业板上市公司,发展面临比较大的风险。因此,一旦出现违规行为势必打击投资者信心,使得股价大幅下跌。

表 9 [-30,30]时间窗 CAAR 的回归结果

| | 变量 | 模型 1 | 模型 2 | 模型 3 | 模型 4 | 模型 5 | 模型 6 | 模型 7 |
|--------------------|-------------|---------|--------|---------|----------|----------|--------|----------|
| 截距项 | C | -0.089 | -0.049 | -0.059 | 0.073 | 0.005 | -0.126 | 0.062 |
| 解释变量 | Year | 0.025 | | | | | 0.026 | 0.022 |
| | Industry | | 0.053* | | | | 0.058* | 0.023* |
| | Institution | | | -0.011 | | | 0.012 | |
| | Reason | | | | -0.062** | | | -0.058** |
| | Type | | | | | -0.076** | | -0.075** |
| 控制变量 | ROE | 0.001* | | 0.002** | 0.006* | 0.003* | | |
| | Leverage | 0.012 | 0.016 | | 0.022 | 0.013 | | 0.001 |
| | TAT | -0.011 | -0.013 | -0.014 | -0.016 | -0.013 | -0.009 | -0.013 |
| | State | -0.037* | -0.031 | -0.035* | -0.046 | -0.023* | -0.033 | -0.032 |
| Adj.R ² | | 0.19 | 0.15 | 0.26 | 0.18 | 0.19 | 0.13 | 0.29 |
| Log likelihood | | -59.32 | -50.27 | -58.29 | -51.76 | -49.57 | -39.43 | -52.95 |

注:数据处理运用 Eviews 统计软件,*p<0.1,**p<0.05,***p<0.01 模型中不同时包含具有显著相关性的两个变量,去除了多重共线性的影响。

表 10 [-30,0]时间窗 CAAR 的回归结果

| | 变量 | 模型 1 | 模型 2 | 模型 3 | 模型 4 | 模型 5 | 模型 6 | 模型 7 |
|--------------------|-------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|
| 截距项 | C | -0.042 | -0.049* | -0.02 | 0.052 | -0.017 | -0.036 | 0.059 |
| 解释变量 | Year | 0.002 | | | | | 0.003 | -0.001 |
| | Industry | | 0.06* | | | | 0.085* | |
| | Institution | | | -0.005 | | | -0.005 | -0.058 |
| | Reason | | | | -0.05** | | | -0.047** |
| | Type | | | | | -0.038** | | -0.029** |
| 控制变量 | ROE | 0.001 | | 0.001 | 0.001 | 0.001 | | |
| | Leverage | 0.001* | 0.001 | | 0.001* | 0.001 | | 0.001* |
| | TAT | 0.003 | 0.005 | -0.002 | 0.001 | 0.003 | 0.001 | 0.002 |
| | State | -0.048* | -0.047* | -0.041* | -0.056* | -0.041* | -0.042* | -0.051** |
| Adj.R ² | | 0.11 | 0.15 | 0.26 | 0.18 | 0.2 | 0.22 | 0.31 |
| Log likelihood | | -48.76 | -40.21 | -45.63 | -41.69 | -49.81 | -39.63 | -52.55 |

注:同表 9。

表 11 [0,30]时间窗 CAAR 的回归结果

| | 变量 | 模型 1 | 模型 2 | 模型 3 | 模型 4 | 模型 5 | 模型 6 | 模型 7 |
|--------------------|-------------|----------|---------|----------|----------|----------|---------|----------|
| 截距项 | C | -0.078* | -0.02 | -0.063 | 0.004 | 0.008 | -0.126* | -0.017 |
| 解释变量 | Year | 0.029* | | | | | 0.03* | 0.029* |
| | Industry | | 0.046 | | | | 0.044 | 0.055 |
| | Institution | | | -0.019 | | | -0.02 | |
| | Reason | | | | -0.013* | | | -0.013* |
| | Type | | | | | -0.047** | | -0.061** |
| 控制变量 | ROE | 0.001*** | | 0.001*** | 0.001** | 0.003** | | |
| | Leverage | -0.002 | -0.007 | | -0.006 | -0.008 | | -0.006 |
| | TAT | -0.021 | -0.026 | -0.021 | -0.025 | -0.024 | -0.019 | -0.023 |
| | State | -0.042* | -0.037* | -0.055* | -0.062** | -0.052* | -0.025* | -0.064** |
| Adj.R ² | | 0.167 | 0.21 | 0.15 | 0.23 | 0.17 | 0.16 | 0.27 |
| Log likelihood | | -42.82 | -39.96 | -42.57 | -41.93 | -42.69 | -40.86 | -42.8 |

注:同表 9。

五、结论和相关建议

本文对违规上市公司处罚公告日前后 AAR 和 CAAR 进行了差异性检验和回归分析,得到的结论可以概括为六个方面。

第一,总体来看,违规处罚公告具有较明显的信息含量,在短期内对股价也有明显的负面影响,具有较明显的处罚效力。这说明,国务院和证券监管部门经过多年探索之后,已经形成了一套基本有效的监管体系。

第二,违规处罚公告效果没有逐年增强,金融危机和投资者情绪对上市公司股票的影响似乎多过处罚公告本身。这应当引起监管层足够的重视,监管层可以考虑不断更新并加强处罚力度,以应对上市公司不断翻新的违规行为。同时,监管部门应加强对投资者尤其是中小投资者的教育,使投资者尽快形成正确的投资价值和理性的投资观念,以克服非理性投资情绪的影响。

第三,成长性行业的处罚效应比较微弱,非成长性行业的处罚效应很明显。监管部门可以在不影响国家政策的基础上,适当加大对成长性行业的处罚力度,以对其形成足够的威慑力,从而保护投资者利益。对于某些衰退性行业,由于投资者往往倾向于过度反应,监管部门可以适当减轻处罚力度,以避免对上市公司造成太过严重的影响。

第四,处罚机构层次越高,处罚效果越明显。这种效应说明我国的司法体系和政治体系比较完善,公民对国家机关的权威性和有效性很有信心。同时,由于沪深交易所对上市公司的股票交易进行直接的实时监督,监管层可以对沪深交易所赋予更大的权力,以增强其对上市公司违规行为的威慑力。

第五,违规原因越严重,处罚效果越明显。投资者对上市公司的各种违规行为的判断比较客观,能对不同违规行为基本做出适当的反应。值得注意的是,运营违规虽然不会对公司声誉产生重大影响,但却可能使公司陷入财务困境,监管部门可以在处罚公告中详尽提示其风险,使投资者能客观评判其严重程度。

第六,监管部门处罚措施越严厉,处罚效果越明显。严厉的处罚措施会对投资者产生很大心理影响,从而对上市公司产生很大的威慑力。需要注意的是,有些处罚措施不但不会对上市公司产生负面效应,反而会产生正的效应(例如公开批评),监管部门可以考虑改进或取消这类处罚措施,否则可能对我国证券市场的长期发展不利。

针对违规公司在处罚公告日前后股价的变动趋势,投资者应当积极关注并做相应的操作,以应对公

司违规行为可能带来的投资风险。首先,长线投资者应在公司出现违规行为时对公司的基本情况进行重新评价,以确定公司违规行为的性质和严重程度,以及对公司未来发展会产生怎样的影响。如果发现违规行为很严重,对公司声誉和未来发展会产生很大影响,则应考虑换股,以应对未来的投资风险。其次,中短线投资者如果在违规公告前得知公司可能的违

规行为时,便应逐步减仓,以避免更大的投资损失。如果在公告日当天才得知公司的违规行为,则应果断卖出,待股价跌幅放缓逐渐企稳后再理性评估企业价值。一旦确信企业基本面没有大的问题,而且时常对处罚存在过度反应,则应择机买入,以待股价企稳回升赚取超额利润。

[参 考 文 献]

- [1] Agrawal,A.,Chadha,S., Corporate Governance and Accounting Scandals[J].Journal of Law and Economics,2005,48(2):371- 406.
- [2] Davidson,W.N.,Worrell,D.L., The Impact of Announcements of Corporate Illegalities on Shareholder Returns [J].The Academy of Management Journal,1988,31(1):195- 200.
- [3] Dechow,P.M.,Sloan,R.G.,Sweeney,A.P., Detecting Earnings Management[J].The Accounting Review,1995,70(2):193- 225.
- [4] Jensen,M.C., The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System [J].Journal of Finance,1993,48(3):831- 880.
- [5] Karpoff,J.M.,Lott,J.R.Jr. The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud[J].Journal of Law and Economics, 1993,36(2):757- 802.
- [6] Marciukaityte,D.,Szewczyk,S.H.,Uzun,H.,Varma,R. Governance and Performance Changes after Accusations of Corporate Fraud [J].Financial Analysts Journal,2006,62(3):34- 41.
- [7] Palmrose,Zoe- Vonna,Susan,Scholz, The Circumstances and Legal Consequences of Non- GAAP Reporting :Evidence from Re- statements[J].Contemporary Accounting Research,2004,21(1):139- 180.
- [8] Saksena,P., The Relationship between Environment Factors and Management Fraud :An Empirical Analysis[J].International Journal of Commerce and Management,2001,11(1):120- 139.
- [9] Strachan,J.L.,Smith,D.B.,Beedles,W.L., The Price Reaction to (Alleged)Corporate Crime[J].The Financial Review,1983,18(2): 121- 132.
- [10] 蔡志岳. 中国上市公司信息披露违规的动因、市场反应与预警研究[D]. 厦门 :厦门大学, 2007.
- [11] 陈 晓, 陈小悦, 刘 钊. A 股盈余报告的有效性研究——来自上海、深圳股市的实证证据[J]. 经济研究 ,1999(6) : 21- 28.
- [12] 陈国进, 赵向琴, 林 辉. 上市公司违法违规处罚和投资者利益保护效果[J]. 财经研究 ,2005(8) :48- 58.
- [13] 姜付秀, 刘志彪. 行业特征、资本结构与产品市场竞争[J]. 管理世界 ,2005(10) :74- 81.
- [14] 屈文洲, 蔡志岳. 我国上市公司信息披露违规动因的实证研究[J]. 中国工业经济 ,2007(4) :96- 103.
- [15] 汤立斌. 信息披露违规上市公司特征的实证分析[J]. 统计研究 ,2004(5) :30- 32.
- [16] 王 丽. 中国上市公司信息披露违规行为处罚效果研究[D] :成都 :西南财经大学, 2007.
- [17] 文守逊, 杨 武. 上市公司违规信息披露处罚效果的研究[J]. 重庆大学学报 ,2002(11) :83- 86.
- [18] 吴世农, 卢贤义. 我国上市公司财务困境的预测模型研究[J]. 经济研究 ,2001(6) :46- 55.
- [19] 吴国萍. 上市公司信息披露违规问题研究[D] :长春 :吉林大学, 2007.
- [20] 武利娜, 高 强. 处罚公告的市场反应研究[J]. 经济科学 ,2002(3) :62- 73.
- [21] 薛 锋, 董颖颖, 石雨欣. 上市公司违规行为对违约距离和预期违约率影响的实证研究——兼论 KMV 模型的修正[J]. 经济管理 ,2005(20):65- 73.
- [22] 闫国庆, 陈 超, 周小和. 上市公司违规处罚实证分析[J]. 经济论坛 ,2006(4) :111- 113.
- [23] 杨 柏. 上市公司信息披露违规行为监管博弈分析[J]. 管理世界 ,2005(8) :151- 152.
- [24] 赵宇龙. 会计盈余披露的信息含量——来自上海股市的经验证据[J]. 经济研究 ,1998(7) :41- 49.
- [25] 朱春燕, 武丽娜. 上市公司违规问题的审计后果研究[J]. 审计研究 ,2009(4) :42- 50.
- [26] 朱伟骅. 上市公司信息披露违规“公开谴责”效果的实证研究[J]. 经济管理 ,2003(16) :92- 96.
- [27] 刘 利. 基于管理人员的非财务指标披露程度研究[J]. 云南财经大学学报 ,2010(2) :94- 100.
- [28] 刘建勇, 朱学义. 机构投资者影响信息披露的及时性吗——来自 2005- 2007 年中国上市公司的经验证据[J]. 云南财经大学学报 ,2009(3) :78- 84.

[责任编辑 冯 霞]