

# 中國大陸股市的公開、公平、公正\*

李志文

浙江大學商學院會計學系

宋雲玲

清華大學會計學系

## 摘要

維護證券市場的公開、公平和公正是監管機構的基本責任。在中國大陸，成熟資本市場所要求的充分披露大部分已形成規章，證券市場的公開體系已初步形成。但是，針對監管部門的執法力度以及執法的公平與公正的質疑從未中斷過。本文結果表明，中國大陸股市的監管處罰存在「選擇性偏見」，而且，由於監管部門的「選擇性執法」，證券監管的處罰效果並不理想。另外，由於監管部門在執行上有公平與公正的缺失，中國大陸上市公司的充分披露，並沒有做到透明性的公開，從而導致市場交易實質上的不公平、不公正與不公開。

**關鍵詞：**證券監管、選擇性偏見、處罰成效

---

\* 作者感謝三位匿名審稿人的寶貴意見，感謝《會計評論》專刊主編林修葳教授和編輯群在本文審查過程中所做的大量工作。當然，文責自負。

本文為【邀稿】性質，惟為確保論文品質，仍經三位評審審查同意後予以刊登。

# Issues of Transparency, Fairness, and Justice of Stock Market in China

**Chi-Wen Jenvons Lee**

Department of Accounting  
Zhejiang University

**Yun-Ling Song**

Department of Accounting  
Tsinghua University

## Abstract

The primary duty of securities regulators is to maintain transparency, fairness, and justice of the market. In mainland China, most disclosure requirements are met by listed firms. The market transaction mechanism provides open accessibility to all citizens. But criticism on the fairness and justice of securities regulation lingers on, of which most points to the “selective” legal enforcement arising from central government policies or local government interference. Meanwhile, various irregularities in disclosure and market transactions have been identified by extant literature. This paper provides a survey on studies related to these issues. We show that due to the “selective” legal enforcement, fraud activities in listing companies are not effectively curbed. Mechanical full disclosure does not lead to effective market transparency in mainland China; hence fairness and justice are in want.

**Keywords:** *Securities regulation, Selection bias, Regulatory effectiveness.*

## 壹、前言

股市監管是市場效率的基石。中國證監會不斷強調，保護投資者利益是監管工作的重中之重。維護證券市場的公開、公平、公正，是實現投資者保護的主要途徑。

公開、公平、公正，合稱「三公」原則，是歷史悠久的法律原則。美國最早將其應用於證券市場。在 1929 年股市崩盤的慘痛教訓面前，受 Brandeis 大法官監管理念的影響<sup>1</sup>，the Federal Securities Act of 1933 試圖確保與證券公開發行有關的完全和公平披露(Cox, Hillman and Langevoort 2003)。中國大陸的資本市場雖然起步較晚，但是在 20 世紀 90 年代初其誕生不久就開始借鑒國外的成熟經驗與先進制度來構建資本市場法律法規體系（魏志華、王毅輝與徐建濤 2008）。

《中華人民共和國證券法》第三條明確規定，證券的發行、交易活動，必須實行公開、公平、公正的原則。《證券法》釋義則對「三公」原則進行了詳細闡述。其中，公開原則是指有關證券發行、交易的資訊要公開披露，為投資者提供證券發行人的基本情況、經營情況、財務情況、管理情況，讓投資者在瞭解真實情況的基礎上作出決策。公開的資訊必須充分、真實、準確、完整、及時及有實際的使用價值。公平原則要求證券市場的各個參與者在法律上享有平等地位，受到公平對待，在證券交易中有平等機會，公平地參加競爭。公正原則是指在證券市場中，適用統一的行為規則，公正地對待各方當事人，證券市場參與者的合法權益受到同等的保護。

從釋義來看，公開原則主要針對證券發行人，即，上市公司。公平和公正原則既涉及上市公司的守法與監管部門的執法。從現有的研究來看，針對公開原則的研究汗牛充棟，而針對公平和公正原則，特別是監管部門執法的公平與公正的研究則極少。蔡祥、李志文與張為國（2003a, 2003b）總結了中國證券市場的實證財務研究和會計研究；後來，又有部分學者總結了 2002 年之後的相關文獻（下文表四）。可以說，關於公開的制度以及實證研究都已經有了相對完善的發展。因此，本文關注的重點是迄今為止相對薄弱的一塊領域，即監管部門執法的公平與公正<sup>2</sup>。本文在蔡祥等（2003a, 2003b）的基礎上，為讀者提供一個對中國大陸三公原則較為完整的文獻綜述。

<sup>1</sup> Brandeis 大法官一直宣導，公開是救治現代化社會及工業弊病的良藥，陽光是最好的防腐劑，燈光是最好的員警；美國 1933 年證券法以及隨後的很多證券法規都受到其監管理念的影響(Cox et al. 2003, 4)。一個明顯的例子是，2000 年 8 月，美國 SEC 通過了證券市場訊息的公平披露規則(Regulation Fair Disclosure)，同時修訂了內幕交易法的部分條文，明令禁止上市公司進行選擇性披露(selective disclosure)行為，並借此廓清了長期以來公平披露與選擇性披露相交叉的一些模糊範疇(陶世隆 2002, 137)。

<sup>2</sup> 比如，按照李爽與吳溪（2008）的統計，1988-2008 年發表於國際期刊的 221 篇與中國會計問題有關的文獻中，涉及會計監管的文獻只有 8 篇，其中 6 篇為檔案研究（實證研究）。這些監管研究考察的也是處罰公告的資訊含量或者舞弊的動因，直接考察監管標準的只有 Firth, Mo and Wong (2005)。

長期以來，在中國大陸，社會各界對證監會監管功能的質疑由來已久。比如，2001 年，全國人大執法檢查小組就公開指出，作為法定的證券監督管理機構，中國證監會的「監管力度與法律的要求和人民的期望還有較大差距」；及至 2007 年末，太平洋證券的蹊蹺上市以及證監會前任官員王益的「雙規」再次使證監會受到質疑<sup>3</sup>。本文旨在回顧有關中國大陸股市監管的研究，分析中國監管部門的公平、公正和監管的效果。本文指出，雖然中國大陸的上市公司已經依法做到機械性的公開，但是，由於監管部門的執法存在公平與公正的缺陷，機械性的公開並沒有達到上市公司財務上的透明。

本文後續內容的安排如下：第二部分討論中國證券市場的資訊披露，即，公開原則的制度設計和執行情況；第三部分討論中國證券監管的公平、公正和監管效果；最後是本文的結論。

## 貳、中國證券市場的資訊披露

證券市場的「三公」原則，必須通過一整套資訊提供、資訊傳遞、資訊評價、資訊監管的資訊披露制度來實現（王詠梅 2001）。不過，中國證券市場的資訊披露制度並沒有經歷自然孕育的過程，沒有經歷過一個在實踐中逐步積累和不斷完善的過程（湯雲為與薛雲奎 1998）。「中國從一個『無法無天』的市場經濟，迅猛地進入權大於理的計劃經濟，然後又快速地回到『無法無天』的市場經濟。」（蔡祥等 2003b, 175）期間「兩次重大的會計變革，都是在充分借鑒他國經驗的基礎上由學術界幫助完成的。」<sup>4</sup>（湯雲為與薛雲奎 1998, 2）這種由上而下的變革雖然具有短期內迅速建立完整體系的優勢，但也導致上市公司的實際執行出現很多問題，現有的學術研究主要針對這些問題。

### 一、制度設計

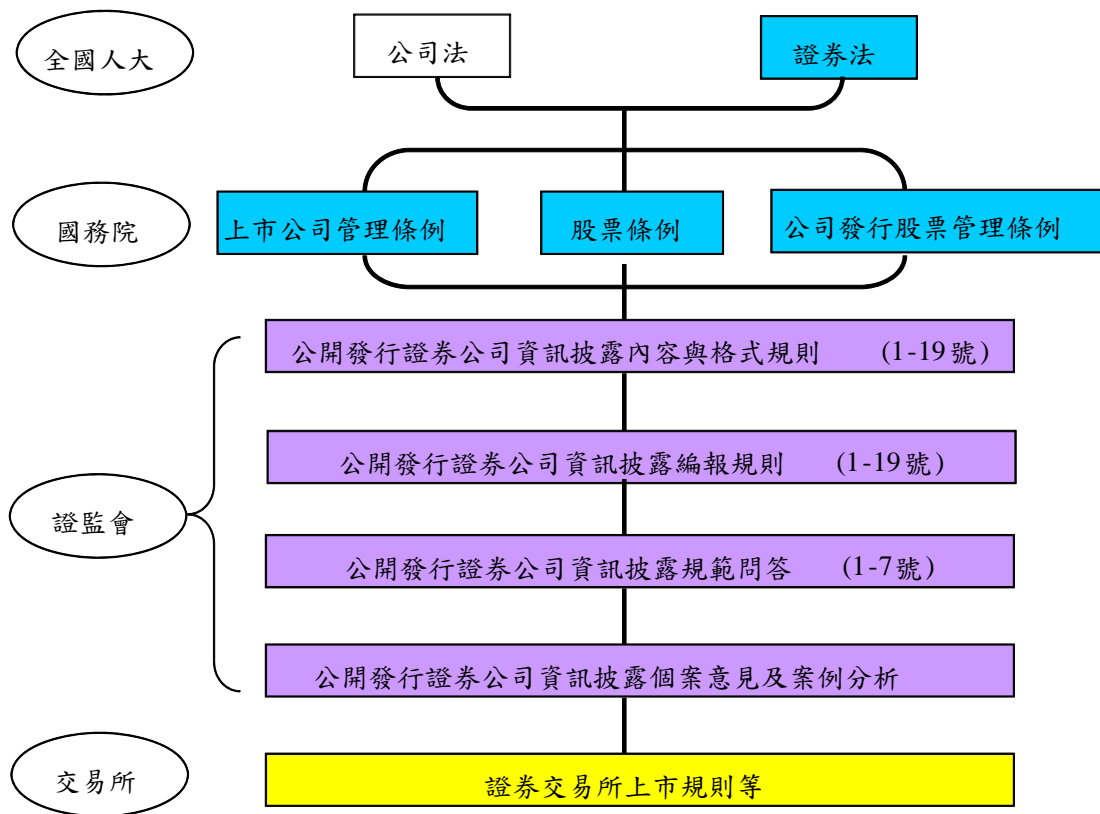
在證券市場發展的初期，中國大陸在規範的制定和實施方面仍存在許多問題。張為國（2001）指出許多例子：缺乏明細、可操作和公平執行的具體規範；透明度不高，有的規範已不執行，但未能出臺新的規定代替，或者在實踐中已有新的做法，卻未形成規範對外公佈，給人造成「黑箱操作」的印象；口頭意見代法現象嚴重，法隨人意，法隨人變，造成了政策多變的錯覺；應急立法，

<sup>3</sup> 一般公司上市有兩種途徑：IPO 或借殼，前者需要證監會發審委的審核通過，後者需要證監會重組委的審核通過。但是，2007 年底，太平洋證券創造了第三種模式：通過上海證券交易所請示，中國證監會辦公廳（一個沒有上市審批權的部門）批復，成功繞開了 IPO 和借殼兩道門檻限制，實現了在上交所的直接掛牌交易。2008 年，國家開發銀行副行長王益被“雙規”，由於此人曾擔任 CSRC 副主席，而其弟弟王磊、妹妹王薇合計持有太平洋證券原始股 750 萬股，太平洋證券的蹊蹺上市再次引起爭議。

<sup>4</sup> 湯雲為與薛雲奎（1998）對次進行了總結。第一次，1949 年新中國成立後，確立了以生產資料公有制為基礎的社會主義計劃經濟模式，導致社會資源配置方式從市場向計畫轉型，此時，主要借鑒蘇聯計劃經濟會計模式。第二次，1978 年改革開放後，計劃經濟模式逐步過渡到市場經濟，逐步借鑒西方市場經濟會計理論和方法體系。

或相互交叉，或存在遺漏和抵觸現象；部門立法，部門分割，有關措施缺乏照應；規範的制定與執行沒有適當分離，造成根據需要立法或執行的現象，隨意性很大；形式不規範，體例不統一，編號不系統，給使用者造成很大不便。

經過近 20 年的建設，中國大陸證券市場已經形成了比較完整的資訊披露規範體系（圖一）<sup>5</sup>。這一體系由四個層次構成。第一層次是全國人大制定頒佈的法律；第二層次是國務院制定頒佈的行政法規；第三層次是證監會制定頒佈的部門規章或規範性檔；第四層次是證券交易所制定頒佈的自律性規範。按照現行體制安排，證券交易所隸屬證監會，因此，第三和第四層次是證監會所控制的內容。表一簡要概括了大陸現行的資訊披露法律和制度框架。



圖一 中國大陸上市公司資訊披露規範體系

資料來源：根據張為國 (2001)第 15 頁圖一以及「中國公司治理報告 (2008)：上市公司透明度與資訊披露」第 17 頁內容整理。

<sup>5</sup> 上海證券交易所研究中心 (2008)專欄 3-1 (第 23-24 頁) 概括了 20 年來會計制度的變革。主要事件有：1992 年頒佈《企業會計準則—基本會計準則》；1999 年修訂《會計法》；2001 年頒佈《企業會計制度》及一系列具體會計準則，包括對已經頒佈的部分具體會計準則進行的修訂；2006 年發佈新的《企業會計準則—基本會計準則》和 38 項具體會計準則和應用指南。

表一 資訊披露的法律和制度框架

披露內容	法律	行政法規	部門規章	至少應披露的內容
招股說明書	《公司法》第140條,《證券法》第58、59條	《暫行條例》 <sup>1</sup> 第15、19條。	《實施細則》 <sup>2</sup> 第6、7、8條;《內容與格式準則》 <sup>3</sup> 第1、11、13號;《資訊編報規則》 <sup>4</sup> 第1、2、3、4、5、6、10號等。	本次發行計畫及募股資金運用,發行人基本情況,經營情況,董事、監事和高級管理人員狀況、公司治理結構、財務會計資訊、股利分配政策、業務發展目標等。
上市公告書	《公司法》第153條,《證券法》第47、48條。		《內容與格式準則》第7、14號。	
定期報告	《公司法》第156條,《證券法》第60、61、72條。	《暫行條例》第47、48、49條。	《實施細則》第4、13、16條;《內容與格式準則》第2、3號。	公司基本情況;公司財務會計報表及經營情況;股本變動及股東情況;董事、監事和高級管理人員和員工情況;公司治理結構、股東大會召開情況、董事會報告、監事報告;公司重大事項。
中期報告	《公司法》第156條。	《暫行條例》第47、48、49條。	《實施細則》第4、13、16條;《內容與格式準則》第2、3號。	公司基本情況;股本變動及主要股東持股情況;董事、監事和高級管理人員情況;管理層討論與分析;公司重大事項;公司財務報告。
季報	《公司法》第156條。	《暫行條例》第47、48、49條。	《資訊編報規則》第13號。	公司主要財務資料及管理層討論與分析。
重大事件	《證券法》第62條	《暫行條例》第60、61條	《實施細則》第17、19條。	
臨時報告	《公司法》第149條,《證券法》第79、84、89、93條。	《暫行條例》第47、48、49條。	《上市公司收購管理辦法》、《內容與格式準則》第16、17、18、19號。	作為臨時報告,遵循兩個標準:重要性標準、及時性標準。
公告	如股東大會、董事會決議公告等常規性公告,主要在《上市規則》中規範。			

說明:<sup>1</sup>《暫行條例》是指《股票發行與交易管理暫行條例》;<sup>2</sup>《實施細則》是指《公開發行股票公司資訊披露實施細則》;<sup>3</sup>《內容與格式準則》是指《公開發行證券公司資訊披露的內容和格式準則》;<sup>4</sup>《資訊編報規則》是指《公開發行證券公司資訊披露編報規則》。

資料來源:上海證券交易所研究中心,《中國公司治理報告(2008):上市公司透明度與資訊披露》,第17-18頁,表2.1。

從監管體系的安排來看，中國大陸已建立了包括中國證監會、證監會派出機構、證券交易所等分工協調監管的資訊披露監管體系。上市公司發行上市之後所進行的持續性資訊披露，主要由證券交易所負責監管，對上市公司持續性資訊披露違規的處罰也由交易所進行。

周勤業、盧宗輝與金瑛 (2003)指出，總的來說，監管部門已經設計了比較完善的資訊披露體系和監管框架，上市公司對資訊披露工作也比較重視。從制度層面來講，證券市場的「公開性」是三公原則中執行最好的一個。

## 二、上市公司的資訊披露實踐

### (一) 監管部門的考核

自 2001 年開始，深圳證券交易所每年都會對深市上市公司的資訊披露進行考核，考核結果分為四檔：優秀、良好、及格和不及格<sup>6</sup>。越來越多的研究採用這一考核結果分析上市公司的資訊披露品質，比如，陸穎豐 (2006)、曾穎與陸正飛 (2006)、高雷與宋順林 (2007)、張程睿 (2008)以及白曉宇 (2009b)。總的來說，深市上市公司資訊披露總體品質比較好，表二給出了 2001-2007 年深市上市公司的資訊披露考核概況。

表二 2001-2007 年深市上市公司的資訊披露考核結果

年度	不及格		及格		良好		優秀		總計
	公司	比例	公司	比例	公司	比例	公司	比例	
2001	30	5.89%	248	48.72%	201	39.49%	30	5.89%	509
2002	33	6.48%	197	38.70%	239	46.95%	40	7.86%	509
2003	25	4.94%	173	34.19%	267	52.77%	41	8.10%	506
2004	22	4.38%	147	29.28%	303	60.36%	30	5.98%	502
2005	35	7.04%	139	27.97%	283	56.94%	40	8.05%	497
2006	31	6.33%	170	34.69%	248	50.61%	41	8.37%	490
2007	22	4.51%	193	39.55%	232	47.54%	42	8.61%	488
總計	198	5.66%	1267	36.19%	1773	50.64%	264	7.54%	3501

資料來源：上海證券交易所研究中心，《中國公司治理報告 (2008)：上市公司透明度與資訊披露》，第 107 頁，表 8.1。

2001 年，上海證券交易所也對滬市上市公司的資訊披露進行了考核，但是，這一工作並沒有堅持下來。在《中國公司治理報告 (2008)：上市公司透明度與資訊披露》一文中，研究人員根據滬市上市公司被出具非標審計意見（即，不清潔審計意見，unqualified or unclear opinions）的比例呈下降趨勢得出上市公司財務資訊披露品質呈上升態勢的結論。沿襲他們的研究思路，我們

<sup>6</sup> 遺憾的是，深交所並沒有詳細披露其考核標準，這也導致採用這一資料進行的研究在國外受到質疑。不過，由於本文這一部分旨在說明官方意見，直接引用官方考核標準應屬上乘之選。

統計了 1999-2007 年兩地 A 股公司的非標審計意見情況（表三）。儘管審計師的審計意見能否完全反映被審計公司的資訊披露品質尚存疑問，但從財政部的會計品質檢查結果來看，審計師的審計品質呈上升趨勢（郜進興、林啟雲與吳溪 2009）。在此前提下，被審計師出具非標意見的上市公司所占比例呈下降趨勢，說明上市公司的資訊披露狀況，至少是年度報告所要求的資訊披露，整體尚可，並且逐年進步<sup>7</sup>。我們同時對比了深市和滬市上市公司的審計意見情況。未報告的結果表明，深市上市公司得到非標意見的比例高於滬市上市公司。如果審計意見能夠有效地代理資訊披露品質，那麼，滬市上市公司的資訊披露品質要好於深市。如果滬市也進行資訊披露考核，則結果應該比深市稍好。換句話說，從監管部門的考核結果來看，兩地上市公司的資訊披露品質整體上是合格的。

表三 1999-2007 年 A 股公司的審計意見分佈

年度	強調事項		保留意見		無法表示		否定意見		非標合計		公司總數
	公司	比例	公司	比例	公司	比例	公司	比例	公司	比例	
1999	113	12.2%	55	6.0%	13	1.4%	1	0.1%	182	19.7%	923
2000	99	9.3%	55	5.2%	13	1.2%	1	0.1%	168	15.9%	1059
2001	91	8.0%	43	3.8%	19	1.7%			153	13.5%	1135
2002	98	8.2%	40	3.3%	19	1.6%			157	13.1%	1198
2003	56	4.4%	27	2.1%	21	1.7%			104	8.2%	1261
2004	70	5.3%	52	4.0%	27	2.1%			149	11.3%	1314
2005	74	5.7%	55	4.2%	32	2.5%			161	12.4%	1297
2006	77	5.9%	37	2.8%	30	2.3%			144	11.0%	1309
2007	86	6.5%	13	1.0%	15	1.1%			114	8.6%	1322

## （二）學術研究

表四總結了 2003-2008 年關於中國證券市場的研究綜述<sup>8</sup>。由於文獻如此豐富，所以，本文不再做重複工作，只簡要概括一下主要內容。

蔡祥等 (2003a) 評價了採用中國資料所做的財務研究，包括融資與資本結構、投資策略、公司治理與公司績效、股利公告與股利政策；其中涉及股權結構對公司績效的影響。陳信元、陳冬華與朱凱 (2004) 進一步介紹了中國上市公司股權結構的特殊性，並分別按照股權結構外生論和內生論評述了國內外的相

<sup>7</sup> 審計意見當然不能完全說明上市公司的資訊披露水準，不過，既然監管部門的權威報告以此為指標，而本文此處只關注官方意見，因此，採用審計意見指標應是恰當的。

<sup>8</sup> 表四提供的是與會計資訊披露有關的文獻綜述。現有研究在考核資訊披露水準的時候，採用的指標並不統一，包括異常應計（又有多種模型）、會計穩健性、自構指標、官方考核結果等。由於我們的目的是對這方面的研究進行簡單概括，所以，自然涉及多個方面。比如應計異象也涉及資訊不對稱，而大陸股市的應計異象又存在一些特殊之處。比如，李遠鵬與牛建軍 (2007) 發現，退市監管導致虧損公司異常的盈餘管理行為，使得包括虧損公司在內的樣本無法顯示應計異象；宋雲玲與李志文 (2009) 則發現，大陸股市的應計異象是相對的，與市場形勢高度相關，這種現象主要與投資者的非理性投資行為有關。



關研究。蔡祥等 (2003b)按照會計資訊的編報、使用與評價回顧了 1997-2002 年的實證研究。對照他們所採用的分析性框架，可以發現，在會計資訊的編報方面，1997-2002 年的研究主要集中在會計制度的選擇及其影響、會計政策的選擇與盈餘管理，對盈餘預測、會計舞弊和財務分析師預測的研究非常少；在會計資訊的使用與評價方面，只有一篇考察監管視角的文獻。出現這種情況的主要原因是「短、平、快」的研究傾向。在一片荒蕪之地，任何一篇研究被發表的可能性都很大；利用現成資料進行簡單統計所得到的研究自然成為上乘之選，不會有人願意手工搜集當時並沒有形成資料庫的盈利預測<sup>9</sup>、會計舞弊和分析師預測。龔翔 (2008)羅列了 1997-2007 年的實證財務與會計研究，顯示了蔡祥等 (2003a, 2003b)之後的進步，但是，該文僅限於羅列，沒有類似于蔡祥等(2003a, 2003b)的評價與分析。

另外，2006-2008 年，不斷有學者對實證會計或財務的某一研究專題進行評述，比如，李遠鵬、牛建軍與姜國華 (2008)專門評價了中國證券市場的應計異象研究；孫錚與賀建剛 (2008)則評價了與會計資訊的有用性相關的研究。

表四 關於中國證券市場的研究綜述

文獻	所評文獻的發表時間	評述內容
蔡祥等 (2003a)	1999-2002	公司財務、公司治理
蔡祥等 (2003b)	1997-2002	會計資訊的編報、使用與評價
蔡祥 (2003)	1999-2002	審計制度的變遷、審計意見的決定因素與市場反應
陳信元等 (2004)	1999-2003	股權結構與公司業績
張程睿與王華 (2006)	2002-2006	信息透明度
楊華軍 (2007)	2003-2007	會計穩健性
陳高才與周鮮華 (2008)	1994-2007	年度報告的及時性
李遠鵬等 (2008)	2003-2007	應計異象 (accrual anomaly)
孫錚與賀建剛 (2008)	1978-2007	會計資訊的有用性
吳聯生與劉慧龍 (2008)	1999-2007	審計收費、審計師的選擇與變更、審計的治理效應等
龔翔 (2008)	1997-2007	會計與財務問題

<sup>9</sup> 薛爽 (2001)是例外。她手工搜集了 1998-1999 年發行 A 股股票的預虧公司的預虧公告，成就了第一篇針對 A 股公司上市之後的盈利預測研究。在這之前，關於 A 股公司盈利預測的研究針對的是 IPO 所提供的上市之後的盈利預測，與西方傳統研究中的盈利預測不一致。值得一提的是，在成熟資本市場的研究中，盈利預測(earnings forecast)和盈利預告(earnings pre-announcement)是有區別的，前者是指會計期間結束之前發佈的業績預告，後者是指會計期間結束之後、正式報告披露之前發佈的業績預告。針對中國的研究沒有對此進行明確劃分，一律統稱為業績預告。在沒有特別標注的情況下，下文的盈利預測和業績預告是同義詞。

從學術研究的角度來看，上市公司的資訊披露具有顯著的資訊含量（趙宇龍 1998；陳曉、陳小悅與劉釗 1999；趙春光 2004；白曉宇 2009a, 2009b），但是，也存在不少問題。從資訊披露的角度來看，主要涉及盈餘管理、內幕交易與股價操縱。

### 1. 盈餘管理

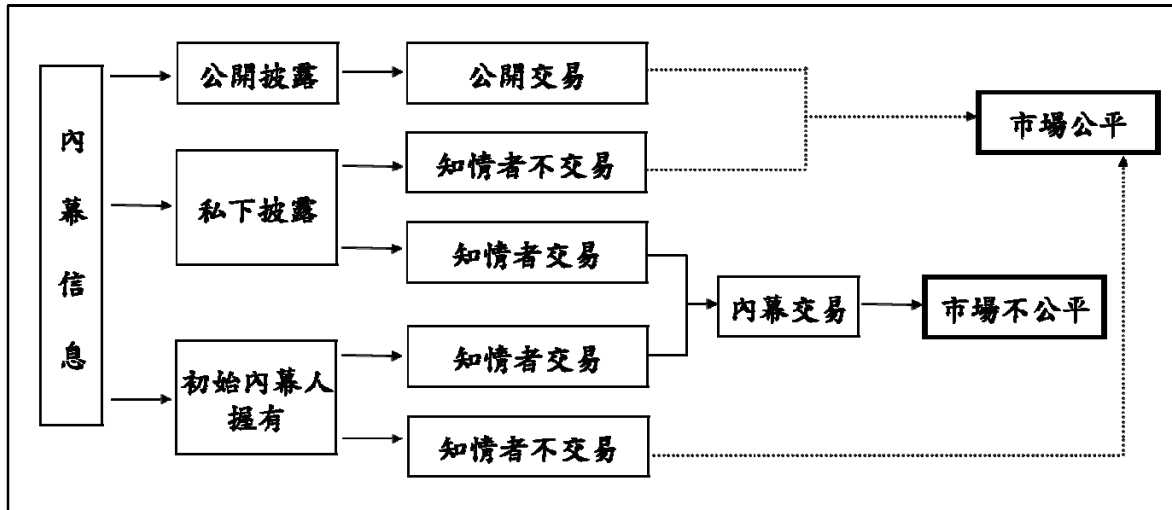
盈餘管理是研究相當深入的領域之一，結論也高度一致，即，大陸股市的盈餘管理行為普遍存在（蔣義宏 1998；王亞平、吳聯生與白雲霞 2005）。盈餘管理不僅體現在會計利潤上，也出現在現金流中（張然 2007；薛爽、蔡祥與郭虹 2008）。導致這種現象的主要原因是規避或迎合監管部門的政策，比如，配股政策（陳小悅、肖星與過曉豔 2000；閻達五、耿建新與劉文鵬 2001；楊旭東與莫小鵬 2006）、特別處理政策或退市政策（陸建橋 1998；孫錚與王躍堂 1999；吳聯生、薄仙慧與王亞平 2007；張昕 2008）。

在盈餘管理手段方面，主要有應計專案（王躍堂、周雪與張莉 2005）、線下項目（陳曉與李靜 2001）、關聯交易（孟焰與張秀梅 2006）、重大會計差錯更正（張為國與王霞 2004；魏志華等 2008）等。而且，上市公司盈餘管理的頻率與幅度呈逐年上升趨勢，隱蔽性也更強（王亞平等 2005）。在盈餘管理的過程中，地方政府發揮了推波助瀾的作用（陳曉與李靜 2001），審計師也不一定能夠發揮有效的監督作用（夏冬林與林震昊 2003）。監管部門所推出的、試圖改進上市公司盈餘品質的一系列措施基本上沒有發揮預期效果，比如，「資產減值」方便了盈餘管理（王躍堂、孫錚與陳世敏 2001；蔡祥與張海燕 2004；王躍堂等 2005；趙春光 2006）。

### 2. 內幕交易與股價操縱

內幕交易危害著證券市場的公平（圖二），而大陸股市內幕交易的盛行則得到了學術界乃至監管部門的普遍認可。比如，陳向民與林江輝（2004）發現，雖然上市公司資訊披露的頻率逐年提高，但並沒有取得預期的政策效果，資訊披露的品質不高；小規模公司利用資訊披露操縱股價的現象相當普遍。

早期的研究一般採用事件研究法，通過重大事件前後異常收益率或交易量的分析，驗證內幕交易的存在（比如，祝紅梅 2003；孫開連、王凱濤、陳金賢與劉寬虎 2003；張宗新、潘志堅與季雷 2005）。用事件研究法檢驗是否存在內幕交易和股價操縱的邏輯在於：內幕交易和股價操縱使市場對重大資訊提前反映，在資訊公開披露前，股票價格和交易量出現異常波動（祝紅梅 2003，60）。薛爽與蔣義宏（2008）發現上市公司的年報和首季報披露時差與內幕交易有關。尹利峰（2009）分析了被證監會或其它機構查處的操縱股價案，發現上市公司的實際控制人通過控制資訊披露操縱二級市場股價，導致此類公司股價的劇烈波動。



圖二 資訊披露與市場公平的關係

資料來源：謝志華和肖澤忠，2000，31頁，圖1。

近期的研究（表五）則開始借鑒國外的統計模型，利用高頻資料計算日常交易中的知情交易概率(probabilities of informed trade, PIN)。這些研究一般發現，大陸股市 PIN 比成熟資本市場要高。比如，張程睿與王華 (2005)發現，2000-2004 年深交所考核結果為「優秀」(「及格」)的上市公司 PIN 平均為 16.5% (17.0%)；違規公司和控制樣本的平均 PIN 分別為 17.5%和 16.8%。

另外，知情交易是造成股價波動的主要原因。比如，施東暉 (2006)發現，知情交易對價格的影響程度遠遠大於不知情交易，是知情交易導致了股票價格根本性的大幅度的變化，而非知情交易只對股票價格形成短暫而微小的衝擊。

表五 關於知情交易概率的研究

文獻	樣本	數據期間
張程睿與王華 (2005)	深交所樣本 242 個；滬深兩市違規樣本及其控制樣本各 189 個	2000-2004 年
王春峰、董向征與房振明 (2005)	上證 180 指數成份股票中的 60 只	200 年 11 月到 2002 年 4 月
施東暉 (2006)	上證 180 指數成份股票	2004 年 4 月至 2004 年 9 月
攀登與施東暉 (2006)	上證 180 指數成份股票	2003 年 10 月至 2004 年 3 月
王展翔 (2007)	滬市 6482 個股票年度	2000 年-2005 年
譚地軍、田益祥與黃文光 (2008)	深市 7 檔股票	2003 年 9 月至 2005 年 6 月
王春峰、張穎潔與房振明 (2008)	滬市 158 檔股票	2005 年年報披露期間
韓立岩、鄭君彥與李東輝 (2008)	滬市 66 檔股票	2004 年
王春峰、周敏與房振明 (2009)	622 檔股票的平衡面板資料	2003-2007 年

雖然內幕交易的盛行得到普遍認可，但針對內幕交易的監管處罰並不多。比如，游士兵與吳聖濤 (2001) 發現，市場操縱和內幕交易在證券違法犯罪中的比重分別只有 5.5% 和 2.6%，排名分別為第 6 位和第 8 位，顯然與現實存在差異，這也證明現階段監管部門還沒有找到有效治理市場操縱、內幕交易行為的方法。

### 三、小結

就制度設計而言，一個「健全」的資本市場所要求的大部分公開披露，在大陸股市已形成規章制度；從上市公司的執行情況來看，大部分公司至少能夠在形式上遵守監管部門所設定的規章制度，履行資訊披露義務，公開原則與法規看起來頗為完備。監管部門的考核結果也證實了這一點。但是，從學術研究的結論來看，上市公司對資訊披露制度的執行並不理想。盈餘管理以及內幕交易盛行，嚴重影響了市場的公平性。

學術研究的結論與監管部門的考核結果並不完全一致，這與兩個主體的行為目的有關：學術研究旨在「發現問題」，推動監管部門相關制度的變化；而監管部門旨在「發現成績」，標榜政績或穩定投資者信心。

## 參、中國證券監管的公平與公正

劉峰、吳風與鐘瑞慶 (2004) 認為，會計準則的改進不能很好地反映到會計資訊品質上，與我國資本市場上法律風險的缺失有關。正如王躍堂等 (2001) 所指出的，會計資訊品質的提高不僅依賴于會計改革建立高品質的會計準則，而且，需要提供有效的準則執行支撐系統。但是，中國不僅在會計準則的制定方面涉及利益協調的政治問題 (陳冬華與陳信元 2003)，在準則執行方面也存在這種問題，導致社會各界對證監會監管的質疑從未中斷。比如，《財經》雜誌披露「銀廣夏」陷阱後，社會各界普遍質疑的一個問題是，為什麼是媒體首先發現了「銀廣夏」陷阱<sup>10</sup>？難道他們的專業素養比監管部門更好？及至「藍田股份」與劉姝威的對峙曝光後，又一個疑問擺在公眾面前：誰洩露了國家機密<sup>11</sup>？這些問題，至今都沒有答案。

<sup>10</sup> 銀廣夏股價從 1999 年 12 月 30 日的 13.97 元啟動，至 2000 年 4 月 19 日漲至 35.83 元。實施 10 轉贈 10 分紅方案後，於 2000 年 12 月 29 日完全填權並創下 37.99 元新高，折合為除權前的價格 75.98 元，全年上漲 440%，高居深滬兩市第二。2000 年年報披露的業績再創“奇跡”，在股本擴大 1 倍的基礎上，每股收益從 1999 年的 0.51 元攀升至 0.827 元。事後證明，銀廣夏在 1998 年至 2001 年期間累計虛構銷售收入 104962.60 萬元，少計費用 4845.34 萬元，導致虛增利潤 77156.70 萬元。

<sup>11</sup> 2001 年 10 月 26 日，劉姝威通過國家機密檔建議銀行立即停止對藍田股份發放貸款，由此引起藍田股份的訴訟和恐嚇。事件曝光後，劉姝威再三強調，她的文章出現在國家機密檔，藍田公司相關領導人根本無權查看。

下面，我們將具體分析中國證券市場的違法違規現象的監管效果與成因以及現有的學術研究成果。首先根據統計資料介紹違法違規的監管效果，然後分析證券監管缺乏實效的成因，最後是學術界對違法違規現象的研究現狀。

## 一、監管效果

### (一) 被查處的違規行為

考慮到資源的有限性，我們不能苛求監管部門查處所有的違法違規現象，即使是在美國，SEC 也只關注那些影響大，成功概率高的案件(Feroz, Park and Pastena 1991；Dechow, Sloan and Sweeney 1996)；但是，監管部門的處罰至少應該有遏制違規的實效（羅培新、毛玲玲與楊宏芹 2005）。而我們現在所看到的是，很多公司受到處罰後再次違規，再次受罰。

從表六可以看到，在受過處罰<sup>12</sup>的 300 家公司中，有近 40% 的公司受到了兩次或兩次以上的處罰。由於處罰記錄說明的只是已經處理的違規，另外還有大量違規沒有被發現<sup>13</sup>，或者發現了但沒有被處理<sup>14</sup>，考慮到這一層，則監管部門處罰的實際威懾力將進一步下降。

表六 1994-2007 年監管部門處罰記錄的分佈情況

樣本期內累計被處罰次數	公司數目	比例
1	187	62.33%
2	68	22.67%
3	35	11.67%
4	3	1.00%
5	6	2.00%
6	1	0.33%
合計	300	100%

<sup>12</sup> 根據 WIND 資料庫整理，只考慮證監會、上交所和深交所開出的罰單，包括公開處罰、公開譴責、公開批評以及少數內部通報批評。由於資料庫本身的原因，內部通報批評的處罰記錄存在缺失。不過，即使在缺失的情況下我們仍然發現了大量的再違規現象，足以說明證券監管懲戒實效的不足。

<sup>13</sup> 比如，證監會法律部主任王超在 2004 年 10 月 28 日德恒刑事法論壇第 37 講提到，「有一個犯罪偵查局的負責同志私下跟我講，從他搞犯罪偵查幾十年的經歷，特別是最近幾年從事證券犯罪偵查的經歷，他個人估計，恐怕只有百分之一的案子被實際查處。」（轉引自羅培新等 2005，41）。也正是基於這一理由，下文選擇業績預告違規進行分析。因為業績預告是否違規是很容易辨別的。

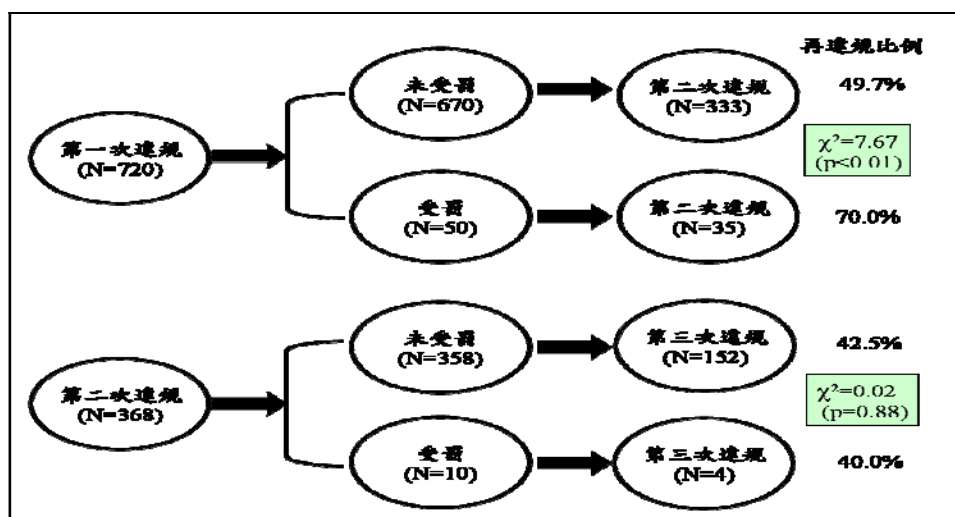
<sup>14</sup> 比如，在「1999 年中國證券市場論壇」的發言摘要中，賀強教授總結了 1999 年初證券市場面臨的八大壓力，其中第七條「查處壓力」引用了 CSRC 時任主席周正慶在清華大學稽查特派員學習班的講話。周主席說，1998 年下半年對證券公司的第一輪清查已經結束，後果非常嚴重。但是，怎麼處理暫時還不敢公佈，公佈怕影響證券市場。（吳曉求 1999）

## (二) 基於業績預告的證據

在成熟資本市場，業績預告屬於自願披露，不披露業績預告並不會招致監管部門的處罰。但在中國大陸，業績預告屬於強制性資訊披露，明確寫入上市規則<sup>15</sup>。違反業績預告規定的公司可能會受到監管部門的處罰，比如，按照我們的統計，2001-2007 年（對應的會計年度為 2000-2006 年），因為業績預告違規而受到處罰的記錄共 71 條。從監管部門的處罰檔案來看，業績預告違規有四種類型：「變臉」、錯誤預告、未預告、延遲預告。關於業績預告制度的變遷、執行情況以及違規的詳細定義，參見附錄。

按照業績預告制度的相關規定以及監管部門對違規的實際界定，我們找到了 2000-2006 年年報和中報業績預告出現違規的樣本 1326 個，其中，受到處罰的樣本 69 個<sup>16</sup>，沒有受到處罰的樣本 1257 個。分析結果表明，50 個違規樣本在第一次違規時受到處罰，10 個違規樣本在第二次違規時受到處罰。圖三分析了第一次（第二次）違規時受到處罰的樣本和沒有受到處罰的樣本出現第二次（第三次）違規的情況。

圖三顯示了與表六類似的現象：監管部門的處罰並沒有顯著降低被處罰樣本再次違規的概率。具體而言，第一次違規時受到處罰的樣本第二次違規的比例為 70.0%，沒有受到處罰的樣本第二次違規的比例為 49.7%，前者顯著高於後者；第二次違規受到處罰（沒有受到處罰）的樣本出現第三次違規的比例為 40.0% (42.5%)，前者雖然稍微低於後者，但在統計上並不顯著。



圖三 受罰和未受罰樣本再次違規的比例

<sup>15</sup> 本文以業績預告制度為重點，主要原因有兩個。第一，業績預告具有顯著的資訊含量，是上市公司資訊披露的重要組成部分（見附錄），是引發內幕交易的重大事件之一（比如，張宗新等 2005）；第二，由於中國特殊的制度安排，上市公司是否在業績預告方面存在違規是很容易辨別的，這一點，是其他違法違規行為所不具備的。

<sup>16</sup> 71 個樣本中，去掉金融業樣本 1 個，第三季度報告違規樣本 1 個。

## 二、監管效果不佳的原因

為什麼中國證券監管部門的處罰沒有威懾力<sup>17</sup>？從現有的研究來看，所有的矛頭都指向監管部門的「選擇性執法」。即，監管部門的公平、公正存在明顯的缺失。

「選擇性執法」的表現之一，執法力度服務於證券市場指數的調控。正如羅培新等 (2005)所言，「在發展和監管市場雙重壓力下負重前行的證監會，監管的價值取向被部分『異化』為維護股價和市場穩定，不自覺默許或縱容了違法違規行為的發生。在不同時期，基於不同的監管需要和政策採取不同的處罰標準和尺度，有時處罰面寬，處罰較重；有時處罰面窄，處罰較輕，政策導向極為明顯。」

打壓指數的例子如 1996-1997 年。1996 年下半年，為了壓制過於高漲的股票市場，證監會連同其它部門前後出臺了「十二道金牌」<sup>18</sup>，《人民日報》更以特約評論員的名義發表了重要社論《正確認識當前股票市場》。1996 年底，隨著行情的進一步上揚，證監會開始加強證券市場風險管理和教育，並將 1997 年命名為「證券期貨市場防範風險年」，採取了一系列降溫措施，集中查處了大量違法違規行為<sup>19</sup>。

維護股價的例子如 1999-2000 年。在證券市場為國有企業脫貧解困服務的基本政策制定以後，「為改變股市低迷的狀態，發揮證券市場的融資功能，支持國企上市，當時的證監會對市場狀況進行了調查研究，於 1999 年初，醞釀了一份關於進一步規範和推進證券市場發展的若干政策意見，包括：改革股票發行體制、保險資金入市、逐步解決證券公司合法融資管道、允許部分具備條件的證券公司發行融資債券、擴大證券投資基金試點規模、搞活 B 股市場、允許部分 B 股 H 股公司進行回購股票的試點等搞活市場的 6 條建議，從而扭轉了股市持續低迷的狀況<sup>20</sup>。」

1999 年的「5.19」行情爆發以後，證監會和中央有關部門不但沒有採取降溫措施，反而以極大的熱情繼續推動行情的上揚。與此同時，監管出現了前所未有的鬆弛。比如，深圳證券交易所 2000 年通過即時監控，共發現股票異常

<sup>17</sup> Chen, Firth and Gao (2005)根據處罰公告事件視窗(event window)內顯著為負的市場反應推論中國證監會的處罰是有效的，證監會並非「紙老虎」(toothless tiger)。但是，處罰公告可能是上市公司違規資訊的首次披露，而違規資訊的披露一般都會引起顯著為負的市場反應(Smith, Stettler and Beedles 1984; Feroz et al. 1991)，這不能說明處罰的實效。

<sup>18</sup> 這「十二道金牌」是：(1)《關於規範上市公司行為若干問題的通知》，(2)《證券交易所管理辦法》，(3)《關於堅決制止股票發行中透支行為的通知》，(4)《關於防範動作風險、保障經營安全的通知》，(5)《關於嚴禁操縱信用交易的通知》，(6)《證券經營機構證券自營業務管理辦法》，(7)《關於進一步加強市場監督的通知》，(8)《關於嚴禁操縱市場行為的通知》，(9)《關於加強證券市場稽查工作，嚴厲打擊證券違法違規行為的通知》，(10)《關於加強風險管理和教育工作的通知》，(11)《關於禁止股票發行中不當行為的通知》，(12)《關於對股票和基金交易實行價格漲跌幅限制的通知》。

<sup>19</sup> 比如，1996 年 12 月 6 日，對 28 家機構在「古井貢酒」和「石油濟柴」股票發行過程中的違規行為處以警告和罰款；1997 年 6 月 13 日，對包括廣發證券在內的 6 家機構進行嚴肅處理。

<sup>20</sup> 《中國經濟時報》，2002 年 3 月 15 日，周正慶：規範不能犧牲發展。



波動 476 起，向證監會提交億安科技、中科創業<sup>21</sup>、ST 海虹、ST 深華源等 17 只出現嚴重異常交易股票的專項調查報告 19 篇，均未得到及時查處。

「選擇性執法」的表現之二，「打狗看主人」。陳冬華、王芳萍與蔣德權 (2009) 對此進行了首次大樣本研究。他們發現，在違規程度相同的情況下，國家控股的上市公司受到的處罰比較輕。他們將違規行為發生到被查處的時間間隔定義為「逃逸期」，並發現，國家控股的上市公司逃逸期更長。劉峰 (2006) 則通過對「銀廣夏事件」的案例分析指出，作為「治沙明星」，背靠西部開發的中央政策，銀廣夏(000557)是寧夏自治區政府標榜政績的本錢，在「投鼠忌器」的情況下，證監會沒有主動披露銀廣夏的造假問題<sup>22</sup>，而是在《財經》披露之後被動做出反應。

我們發現的一個很有趣的例子是「ST 中華」(000007)和「ST 石化」(000013)的不同遭遇。同樣深陷「深圳擔保圈」，在深圳市政府和華融資產的大力支持下，ST 中華不但沒有受到處罰，反而成功扭虧，暫時擺脫了「退市」命運，至今仍然在 A 股市場；ST 石化屢次向政府求助無果，不但因為違規擔保受到處罰，而且，不久即被強制「退市」。類似的例子還有「鄭百文」(600898)<sup>23</sup>和「瓊民源」(000508)<sup>24</sup>。

「選擇性執法」的表現之三，「落井下石」。「落井下石」是指監管部門對上市公司一般發生在上市公司財務惡化的時點，處罰變成壓在駱駝身上的最後一根稻草。最典型的例子是藍田股份(600709)。出於對藍田股份業績真實性的疑慮，證監會連續三次駁回藍田股份的配股申請，但一直沒有直接查處其造假，直到藍田股份自己的「資金鏈」斷裂而無法維持。

在整理處罰記錄的時候，我們發現，有 42 家上市公司因為同一違規事項受到兩次處罰：交易所處罰在先，證監會處罰在後。比如，因為未按時披露 2005 年年報，2006 年 5 月 26 日，\*ST 精密(600092)受到上交所公開譴責，同年 11 月 27 日，在 \*ST 精密退市前夕 (2006 年 11 月 30 日退市)，該公司因為同一事項受到證監會的公開批評 (採用「證監罰字」檔，但沒有罰款金額)。我們比較了因為未按時披露定期報告而受到兩次處罰的 17 家公司 (研究樣本) 以及只受到一次處罰的 27 家公司 (控制樣本)。結果表明，是否受到兩次處罰與違

<sup>21</sup> 實際上，早在 1998 年 12 月，深圳證券交易所就開始多次向證監會反映億安科技股票價格異常波動的問題。直到 2001 年，證監會才正式立案調查。針對中科創業的立案調查也是在中科創業股票連續 10 個跌停之後。

<sup>22</sup> 劉峰 (2006) 根據有關報道指出，在銀廣廈騙局暴露之前，中國證監會銀川特派辦在例行檢查中已經發現銀廣廈的不少問題，並多次要求其進行整改；出於對銀廣廈「單一利潤來源」的疑慮，銀川證管辦專門聘請註冊會計師對其進行了全面檢查，查出銀廣廈在規範運作、財務管理、募集資金使用等方面存在的十幾個問題。但是，CSRC 並沒有深究，也沒有認真查處。

<sup>23</sup> 在「鄭百文」造假被揭露後，證監會想讓「鄭百文」退市的意圖一直無法實現，原因之一是地方政府力保「鄭百文」，而「鄭百文」最大的債權人信達資產管理公司也不希望「鄭百文」退市。最終，在地方政府擔保、流通股東無償出讓 50% 股權的前提下，「鄭百文」變身「三聯商社」。

<sup>24</sup> 參見 Anderson (2000) 對此案件的描述。



規報告期間 ROA 的大小顯著負相關 (Pearson 相關係數=-0.362, Spearman 相關係數=-0.346)。而就在違規的前一年, 研究樣本的 ROA 仍然高於控制樣本。這說明, 研究樣本的 ROA 在違規報告期間出現急劇惡化<sup>25</sup>, 看到這種急劇惡化形勢, 監管當局更是落井下石<sup>26</sup>。

### 三、現有的監管研究

關於中國大陸股市監管的實證文獻, 最初集中在事件研究 (比如, 伍利娜與高強 2002; 陳工孟與高寧 2005; 陳國進、趙向琴與林輝 2005); 現在則多以被處罰的公司為研究物件, 選擇沒有受到處罰的公司為配對樣本, 考察影響公司違規概率的因素 (比如, 劉立國與杜瑩 2003; 蔡志岳與吳世農 2007); 另外有少量文獻考察影響上市公司 (唐躍軍 2007) 和註冊會計師 (Firth et al. 2005) 受罰概率的因素。

#### (一) 事件研究

伍利娜與高強 (2002) 以 1999-2000 年受到 CSRC 以及上海和深圳證券交易所公開處罰的上市公司為樣本, 檢驗處罰公告的資訊含量。他們發現, 在[-10, +10]的事件窗口內, CAR 的均值為-1.18%, 且顯著(P=0.0001)。但是, 他們考察的事件視窗太長, 包含的噪音比較多。比如, 他們發現, 在[0, +10]的事件窗口內, CAR 的均值顯著為正。

陳工孟與高寧 (2005) 以及 Chen et al. (2005) 縮短了事件視窗, 考察[-2, +2] 和[-1, +1]視窗內的 CAR, 發現 CAR 顯著為負。不過, 他們將其理解為監管部門的處罰是有效的。陳國進、趙向琴與林輝(2005)考查了[-5, +5]視窗內的 CAR, 也發現 CAR 的均值和中位數都顯著為負, 他們將其解釋為投資者遭受損失, 因此, 監管部門的處罰並沒有發揮保護投資者的作用。

從國外研究來看, 事件研究考察的是所披露資訊的資訊含量, 比如, Smith et al. (1984) 以及 Feroz et al. (1991) 都發現, 違規資訊的披露會引起顯著為負的市場反應。這一思路與伍利娜與高強 (2002) 是一致的, 而陳工孟與高寧 (2005)、Chen et al. (2005) 以及陳國進、趙向琴與林輝(2005)的解釋似乎有些不對題。

<sup>25</sup> 我們對上市公司交易狀態的分析也表明研究樣本的財務狀況出現急劇惡化。在違規前一年, 研究樣本處於非正常交易狀態的比例為 5.9%, 控制樣本為 22.2%, 前者遠遠低於後者; 違規報告期間, 研究樣本處於非正常交易狀態的比例為 23.5%, 控制樣本為 40.7%, 兩者均出現惡化, 但前者更嚴重; 違規之後的一年 (也是監管部門做出處罰的年度), 研究樣本處於非正常交易狀態的比例為 82.4%, 控制樣本為 77.8%, 前者急劇惡化的程度超過後者。換句話說, 在不按時披露定期報告的差公司中, 那些最差的公司受到了多重處罰。

<sup>26</sup> 我們還比較了國家控股的情況, 結果發現, 研究樣本國家控股的比例小於控制樣本, 與陳冬華等 (2009) 的結論是一致的, 但由於樣本量比較少, 我們的結果在統計上並不顯著。

## (二) 影響違規的因素

國內文獻對違規影響因素的考察基本借鑒國外研究思路，比如，Beasley (1996)、Dechow et al. (1996)、Beneish (1999)、Beasley, Carcello, Hermanson, and Lapides (2000) 以及 Farber (2005)。

蔡志岳與吳世農 (2007) 以 2001-2005 年因為違規行為被監管部門公開譴責、公開批評或公開處罰的 195 家 A 股公司 (和 195 家配對公司) 為研究物件，發現董事會規模過大會降低工作效率；獨立董事比例越高，公司經營越規範；審計委員會的設立可以在一定程度上監督約束公司的違規行為。不過，它們在統計上都不顯著。蔡志岳與吳世農 (2007) 將其歸因為中國上市公司的治理制度建設剛剛起步，治理作用尚未充分顯現。這一解釋有其合理性。從現有的公司治理文獻來看，中國證券市場的公司治理機制所發揮的作用確實很有限。比如，張俊生與曾亞敏 (2004) 的研究結果表明，董事會規模、獨立董事比例、領導結構等特徵並不能對公司失信行為起到顯著的解釋作用；高明華與馬守莉 (2002)、胡勤勤與沈藝峰 (2002) 以及于東智 (2003) 的研究發現獨立董事並沒有促進企業業績的提升；高雷、何少華與黃志忠 (2006) 發現獨立董事對抑制大股東資金佔用並沒有顯著效果。當然，也有研究發現了正面作用。比如王躍堂、趙子夜與魏曉雁 (2006) 卻發現獨立董事比例與公司業績正相關；在控制獨立董事內生性問題後，葉康濤、陸正飛與張志華 (2007) 發現，獨立董事變數與大股東資金佔用顯著負相關；Chen et al. (2005) 發現，增加獨立董事比例有助於降低公司違規的可能性。

不過，蔡志岳與吳世農 (2007) 直接以處罰年度作為違規年度，顯然與事實以及國外研究方法不符<sup>27</sup>。以處罰類型 (無處罰=0，公開譴責=1，公開批評=2，公開處罰或更嚴重=3) 衡量違規程度也不妥，因為違規程度不一定與處罰程度相稱 (陳冬華等 2009)。

與 Chen et al. (2005) 類似，蔡志岳與吳世農 (2007) 同時發現，違規公司董事會會議的次數比較多。他們認為，董事會會議越頻繁並不意味著董事越勤勉，更可能是公司隱患越多。這種解釋與 Jensen (1993) 以及 Vafeas (1999) 的研究一脈相承。

在股權分置改革之前，一股獨大被認為是上市公司治理機制難以發揮作用的罪魁禍首 (比如，李志文與宋衍蘅 2003)。正因為這一問題的突出性，部分學者考察的股權集中度或股權制衡度對違規概率的影響。比如，陳國進、林輝

<sup>27</sup> 就事實而言，因為業績預告或者定期報告延期披露而受到的公開譴責一般發生在違規當年，而其它違規事項則有比較長的滯後性，證監會的公開處罰尤其如此。這一點，也得到了國內學者的認可。比如，許豔芳 (2007) 發現，2002-2005 年查處的舞弊案件，多發生在 2002 年之前。陳冬華等 (2009) 將違規行為發生和被查處之間的時間間隔稱為「逃逸期」，並發現，國家控股的上市公司，逃逸期更長。就國外研究方法來看，研究者一般會手工搜集首次舞弊的時間，並以首次舞弊前 1 年的變數為基準進行考察。

與王磊 (2005)和陳國進、趙向琴與林輝(2005)認為，在所有權結構高度集中的模式下，第一大股東的集中持股可以在一定程度上約束上市公司違法違規行為，但是，聲譽機制和第二大股東對第一大股東的制衡機制還沒有起到有效的作用。

我們認為，陳國進、林輝與王磊(2005)和陳國進、趙向琴與林輝(2005)忽略了第一大股東持股比例對上市公司的影響是非線性的。比如，就第一大股東持股比例對公司績效的影響而言，目前有孫永祥與黃祖輝 (1999)的倒 U 型關係，白重恩、劉俏、陸洲、宋敏與張俊喜 (2005)和宋敏、張俊喜與李春濤 (2004)的 U 型關係，謝軍 (2007)的倒 N 型關係，徐莉萍、辛宇與陳工孟 (2006)的三分組討論以及余怒濤、沈中華、黃登仕與肖作平(2008)的門檻效應。顯然，在考察舞弊概率的時候若僅僅以第一大股東持股比例進行回歸而忽略非線性關係，很可能得到錯誤的結論。

韓洪靈與袁春生 (2007)發現，在控制權市場競爭中只有第二大股東的制衡力量對舞弊行為起到顯著的抑制作用，其它大股東的持股比例太小而難以發揮抑制作用。不過，他們的控制變數引入第一至第五大股東持股比例的平方和 (HERF5)，與文章關注的控制權制衡變數存在明顯的替代效應，而 HERF5 這一變數在各項回歸中均顯著為負，使我們對其結論的可靠性持懷疑態度。

李明輝與曲曉輝 (2005)通過問卷調查尋找上市公司虛假財務報告氾濫的主要原因和應對措施。很有意思的是，包括監管者在內的受訪者均認為，監管部門對虛假陳述行為的懲罰不力是主要原因之一，而首要的改進措施是追究相關責任人的民事責任。

問卷調查雖然受到主觀因素的影響，但也確實反映了中國的實際情況。比如，中國證監會前任首席會計師張為國教授在「第七屆中國資本市場論壇」上就中國如何借鑒美國《薩班斯—奧克斯萊法案》時指出，經過長期努力才可借鑒的措施之一是提高對證券犯罪的懲罰力度 (張為國 2003)。

### (三) 影響處罰的因素

陳冬華等 (2009)用已經被查處的記錄為樣本，考察了監管部門的「選擇性執法」。他們發現，在違規程度相同的情況下，國家控股的上市公司受到的處罰比較輕。但是，他們的研究存在一個量化問題—怎樣刻畫違規程度的輕重？怎樣衡量處罰程度的輕重？後者還可以根據處罰機構或處罰類型進行劃分，但前者不好分類。以虛假財務報告為例，嚴重的如科龍電器(000921)，2002-2004年連續造假，每年虛構的收入都有好幾億<sup>28</sup>，掩蓋了科龍電器連續虧損的財務

<sup>28</sup> 2005年5月10日，證監會立案調查科龍電器；2006年7月5日，公佈處罰決定。按照負責科龍案的證監會官員在清華的講座，科龍電器極不配合證監會的調查，而造假手段也非常高明。比如，科龍將資金劃到香港，再從香港劃到海外子公司；海外子公司將資金劃回香港，再從香港以貸款形式劃回科龍。由於信用證的開證和銷售資金的回籠全部發生在香港，證監會根本無法查實。因此，處罰決定中也沒有提到這一點。

狀況；比較輕的如中國高科(600730)，1997年中報虛構利潤0.5億元，掩蓋了公司實際虧損805萬元的事實。兩家公司均受到證監會的公開處罰，前者罰款60萬元，後者罰款50萬元。

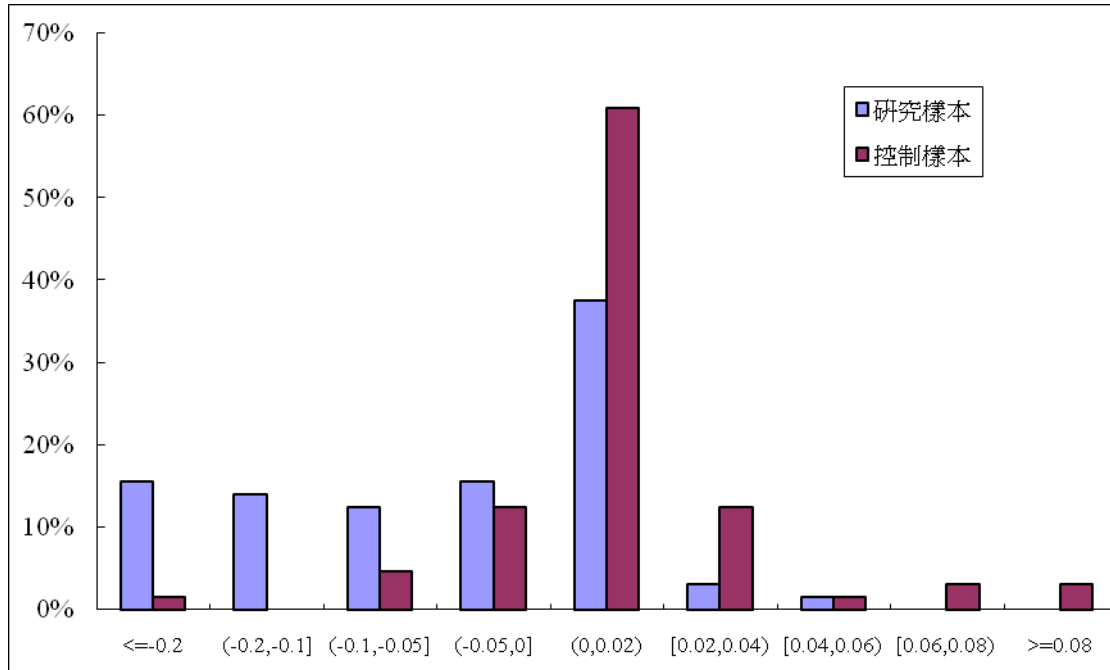
唐躍軍(2007)以2004和2005年被查處的710次違規行為<sup>29</sup>為基礎，考察了其它大股東對第一大股東的制衡情況是否影響上市公司被查處的概率。結果表明，股權集中度越高的上市公司被監管部門查處的概率越低。他認為，在內部治理機制亟待完善，外部市場監管乏力的情況下，具有絕對資訊優勢的第一大股東集中持股更有利於掩蓋上市公司日趨頻繁的違法違規行為。在這種情況下，其它大股東可能更多地求助於外部治理機制，利用自身的資訊優勢與外部監管者合作，降低資訊的不對稱，配合監管部門查處控股股東的違規行為。不過，其它大股東（特別是持股比例比較小的第四、第五大股東）可能認為，附和與容忍第一大股東的好處大於監督制衡產生的收益，或者監督制衡導致的損失很大，那麼，他們中的一部分甚至全部可能選擇忍受或者附和控股股東。這種思路與韓洪靈與袁春生(2007)對舞弊概率的研究類似。不過，該研究簡單地將所有處罰類型的查處年度定義為處罰檔案披露的前一年或前兩年，與事實不符。

正如唐躍軍(2007)所提到的，被查處的違規行為不同於所有的違規。而且，被查處的違規行為涉及各個方面，即，違規的同質性不成立。李志文與宋雲玲(2009)樣本在這方面進行了改進。他們以1326個出現業績預告違規的樣本為基礎，按照是否受到處罰劃分為研究樣本和控制樣本，分析影響業績預告違規處罰的因素。結果表明，在業績預告違規的處罰方面，監管部門並不是隨機地選擇被處罰物件，而是存在「選擇性偏見」。具體而言，業績比較差、現金流風險比較高的違規公司受到處罰的概率比較高；前期虧損公司受到的監管關注比較多，本期業績預告違規後受到處罰的概率比較高；過去2-3年內曾經因為各種原因而受到的監管處罰猶如一把「保護傘」，顯著降低了違規公司的受罰概率。控制違規時間、行業和上市時間之後的配對樣本分析得到了類似的結果。不過，李志文與宋雲玲(2009)的樣本仍然存在一些問題。比如，變臉和延遲預告對市場的影響是不同的，將四種違規類型同等對待也存在一定的異質性問題，但相對於其他研究所用樣本，李志文與宋雲玲(2009)樣本的同質性更多一些。

基於穩健性的考慮，監管部門在處罰的時候選擇「壞消息」似乎是合理的。但是，李志文與宋雲玲(2009)發現，這種「選擇性偏見」並不合理。首先，監管部門所優待的「好消息」存在極大的盈餘管理嫌疑：微利區間的「好消息」樣本所占比例明顯超過其它區間，圖四報告了64個研究樣本和64個控制樣本ROA(=淨利潤/總資產平均餘額)的分佈情況。不過，李志文與宋雲玲(2009)

<sup>29</sup> 以整改通知(59·15%)、公開譴責(12·96%)、立案調查(10·99%)、處罰決定(9·30%)、違法(6·20%)為主。一般的研究則僅包括公開譴責和處罰決定，很少涉及整改通知，比如，陳冬華等(2009)。

沒有對此進行更加翔實的分析。未來的研究可以考察這些樣本盈餘管理的程度，比如，應計專案或線下專案。其次，監管部門的「選擇性偏見」導致處罰沒有遏制違規和改進上市公司資訊披露的效果。



圖四 研究樣本和控制樣本 ROA 的分佈情況

資料來源：李志文與宋雲玲，2009，第 10 頁，圖 1。

Firth et al. (2005)、許豔芳 (2007)以及吳溪 (2007)考查了監管部門對審計師的處罰行為。Firth et al. (2005)和許豔芳 (2007)均發現，相對於披露舞弊（不涉及表內專案）而言，如果審計師不能發現實質性舞弊，則受處罰的概率比較高；在實質性舞弊中，相對於資產/負債型舞弊，審計師更容易因為收入/費用型舞弊而受處罰。吳溪 (2007)考查了 1999-2006 年審計責任認定趨勢的變化，並發現了趨緩傾向，在舞弊期間出具過非標審計意見的 CPA 不容易受到處罰。

#### （四）處罰效果

處罰效果不同於違規後果。對違規後果的考查一般分析的是違規被揭發之後上市公司或其高管的狀態。比如，破產或所有權變更(Beasley, Carcello and Hermanson 1999)，被股東起訴(Feroz et al. 1991)；追隨公司的分析師的數量出現顯著下降(Dechow et al. 1996)；跟蹤公司的財務分析師調低了對公司的盈利預測(Feroz et al. 1991)；高管變動(Livingston 1997; Beasley et al. 1999; Chen et al. 2005)。處罰效果考察的則是監管部門的處罰是否有效。表現在，能否降低被處罰公司再次違規的概率？能否改善被處罰公司的資訊披露品質？正如上文所言，很多公司違規之後不再存在，所以，考察處罰效果可用的樣本比較少。正因為如此，這方面的研究也比較少。

Farber (2005)考查了違規資訊披露後上市公司的應對情況。他發現，違規公司採取了改進治理機制的措施。在違規被發現後的第三年，這些公司的外部董事數量和比例類似於控制樣本，審計委員會的會議次數超過了控制樣本。作者還考察了這種改進的公司治理是否影響知情的資本市場參與者。結果顯示，追隨違規公司的分析師的數量以及機構投資者的持股比例沒有增加。但是，研究結果還表明，採取措施改進治理的公司的股價表現優越，即使是在控制了盈餘業績之後。這表明，投資者似乎認為治理的改進是有價值的。

耿建新與肖澤忠 (2002)在這方面進行了有益的探索。他們通過 1998-2001 年受到正式處罰的 36 家盈餘操縱公司的資料發現盈餘操縱公司的淨利潤現金差異率在被處罰前較大，處罰之後向真實水準回落。從這一點來看，監管部門的處罰至少使違規公司的業績水分減少，資訊披露的真實性有所改善。

沿襲同一思路，黎文靖 (2007)以會計穩健性作為衡量會計資訊品質的指標，運用股票收益模型和盈餘持續性模型來考察滬深交易所設立的誠信檔案制度對上市公司會計資訊品質的改善程度，以評價證券市場會計監管措施的效果。研究結果表明，誠信檔案制度對上市公司會計資訊品質的提高具有一定的促進作用，但作用效果並不十分顯著。

羅培新等 (2005)按照各種處罰類型在同一股票再次出現的情況考察處罰效果（類似表六）。這種方法的問題在於，處罰類型不代表違規事項。首先，同一違規事項可能有不同的處罰類型。比如，2006 年之前，大股東佔用資金最多導致上市公司被交易所公開譴責；但是，在 2006 年的「清欠風暴」中，類似的公司則會受到證監會的公開處罰。其次，同一處罰類型也對應多種違規事項。比如，同是公開譴責，有的公司是因為未按時披露定期報告，有的公司是因為業績預告結果不準確或不及時，有的公司是因為隱瞞或者未及時披露重大事項。只「重大事項」一類，又包括擔保、訴訟、經營環境重大變化、募集資金變更等。也就是說，樣本的同質性存在問題。

李志文與宋雲玲 (2009)以 2002-2006 年應該進行年報業績預告的樣本為基礎，按照是否違規劃分為研究樣本和控制樣本，詳細分析了監管部門的處罰效果。結果表明，在過去的 1-3 年內是否因為業績預告違規而受到處罰並不影響業績預告違規的概率；而過去 1-3 年內因為各種違規行為所受到的處罰不但沒有降低業績預告違規的概率，反而顯著提高了業績預告違規的概率，而這種反作用，主要出現在應進行「預增」和「扭虧」預告的「好消息」樣本中，「壞消息」樣本的違規概率不受顯著影響。包括中報業績預告違規之後的結果是類似的。李志文與宋雲玲 (2009)進一步選擇配對樣本進行分析，得到了相同的結果。

這種結果很有意思。一方面，監管部門重點處罰的「壞消息」繼續違規的概率不受影響；另一方面，監管部門「選擇性偏見」的穩定預期使得「好消息」樣本不在乎過去的處罰記錄，大肆違規。陳冬華等 (2009)的結果有助於解釋上

述結果。他們的資料分析表明，在決定處罰輕重的時候，監管部門和上市公司可能達成一種預設的交易（他們稱之為「潛規則」，即 hidden rules）。即，違規程度比較輕的公司如果受到相對嚴厲的處罰，則處罰之後再融資的機會顯著增加。換句話說，監管部門以再融資為條件換取上市公司的配合。運用到我們的發現，可以認為，由於這種預設規則的存在，已經受過處罰的公司再次違規，特別是出現業績預告這種相對輕的違規時，監管部門會選擇「視而不見」。而上市公司也預期到監管部門的這種態度，因此，有恃無恐。

按照白曉宇 (2009a, 2009b) 的研究，業績預告的精度 (precision) 和準確度 (accuracy) 也是反映上市公司資訊披露水準的重要代理變數。鑒於此，李志文與宋雲玲 (2009) 考查了監管部門的處罰對業績預告的精度和準確度的影響。結果與違規概率是類似的<sup>30</sup>。即，監管部門的處罰並沒有改進被處罰公司的資訊披露水準。不過，李志文與宋雲玲 (2009) 考查的是橫截面資料，並沒有如黎文靖 (2007) 那般考察時間序列資料，下一步的研究可在這方面進行。

#### 四、制度層面的解釋

我們發現監管部門的處罰存在「選擇性偏見」，也證實了這種偏見產生的不良後果。既然如此，為什麼這種「選擇性偏見」仍然存在？難道監管當局不如我們聰明？當然不是。「選擇性偏見」的存在有其特殊的制度和歷史成因。

首先看證監會的職能安排。從制度安排來看，證監會是一身三任<sup>31</sup>的「全能監管者」<sup>32</sup>。全能監管導致的一個監管傾向是，當且僅當證監會在一家公司上市之前發現該公司造假時，才用動力去監督並公開披露該公司的造假行為，比如，證監會拒絕凱立的上市申請。一旦公司上市，證監會即便發現該公司存在財務造假行為，也不願意公開披露，比如，銀廣夏和藍田事件 (劉峰 2006)。不過，當違規公司同時出現財務危機時，情況另當別論。而這種區別待遇又與我們的發行體制密切相關。

<sup>30</sup> 影響上市公司資訊披露的因素有很多，最典型的當屬公司治理。李志文與宋雲玲 (2009) 也考察了公司治理變數的影響，包括：第一大股東持股比例（又細分為三個區間或者考察 U 型關係）、第一至第五大股東持股比例的平方和、董事會規模、獨立董事比例、是否設立審計委員會等。結果表明，在控制公司治理結構的影響之後，本文所提到的結論仍然成立。其他控制變數還包括公司規模、上市時間、業績、盈餘波動性等等。而且，在回歸時計算了 VIF (variance inflation factor)，確保模型不存在嚴重的多重共線性問題 (multi-collinearity)。

<sup>31</sup> 「就其核心職責而言，證監會應當以履行監管職能、保護投資者免受市場不當行為的侵害為己任。然而，作為國企改革背景下的一種結構性安排，證監會在實際工作中卻還承擔著解困國企，發展證券市場並維持市場穩定這兩項功能。而且，證券市場的發展往往與國企解困存在著密切的聯繫，甚至可以說，前者構成了後者的基礎條件。」(羅培新等 2005, 37)

<sup>32</sup> 劉峰 (2006) 將證監會的「全能監管」總結為 4 個方面。第一，資本市場各種規則的制定、監督與執行。第二，公司能否上市的資格認定。第三，公司能否保牌、配股的資格認定。第四，公司是否存在舞弊行為的認定與處理。證監會還具備了是否進駐某上市公司進行審查和對已經發現問題是否公開或進行某種程度的處理的決定權。



從歷史因素來看，在實行額度管理的發行體制下，能夠上市的公司都有中央或地方政府的大力支持<sup>33</sup>，對這些公司進行處罰必然涉及中央部門和地方政府的利益。但是，在為履行監管職能而不得不選擇部分公司進行處罰的時候，選擇那些「無藥可救」的公司進行處罰，和其利益相關者進行交涉的成本比較低。

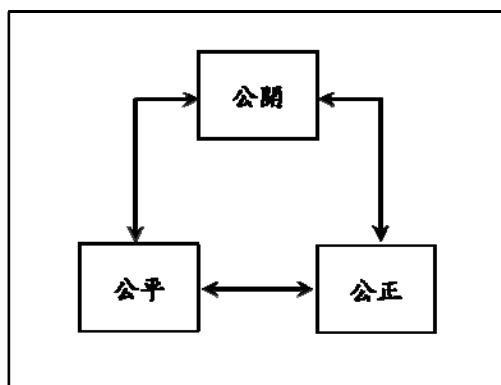
不處罰「好消息」的另一個原因是單一的交易機制。在不能看空的交易機制下，「好消息」是投資者獲利的唯一來源，投資者希望上市公司不斷提供「好消息」，哪怕這種「好消息」完全是「製造」出來的<sup>34</sup>。

## 肆、結論

維護證券市場的「三公」，是實現投資者保護的主要途徑。本文綜述了中國大陸關於股市「三公」方面的研究成果，指出了大陸股市在公開、公平與公正方面存在的問題。

就制度設計而言，一個「健全」資本市場所要求的大部分公開披露，在大陸股市已形成規章制度；從上市公司的執行情況來看，大部分公司能夠至少在形式上遵守監管部門所設定的規章制度，履行資訊披露義務，公開原則與法規看起來頗為完備。

從學術界的研究成果來看，上市公司的違法違規現象仍然很普遍。這不僅表現在會計準則允許範圍內的盈餘管理普遍存在，日益增加且更加隱蔽，還表現在超越會計準則允許範圍內的會計舞弊層出不窮。而監管部門的處罰所發揮的威懾作用微乎其微，原因則在於監管部門的「選擇性執法」。也就是說，大陸股市監管的公平和公正尚存在很多問題。由於公平與公正的缺失，機械性的公開披露，並不能保證財務資訊的透明度，從而股市的公開性也受到質疑。



圖五 公開、公平、公正的關係

<sup>33</sup> 額度制取消之後，上市仍然需要中央或地方政府的支持。比如，如果沒有雲南省政府的大力支持，太平洋證券不可能順利上市。

<sup>34</sup> 劉峰 (2006)對此進行了細緻的分析。比如，對機構投資者而言，發現一個差公司毫無意義，最明智的做法不是披露該資訊，而是隱藏該資訊然後轉向其它公司。



在綜合整理了中國大陸關於股市的公平、公正、公開的研究成果之後，我們發現，「三公」是一個綜合性問題（圖五），不能分割成為單獨現象來研究。沒有了公平與公正，形式上與機械性的公開並不能保證財務披露的透明度，沒有了透明度，股市交易的公平與公正也成了畫餅。

## 附錄 業績預告制度及業績預告違規

### 一、制度背景

業績預告制度始於 1998 年年報，當時僅要求可能出現連續三年虧損或 1998 年度重大虧損的公司進行預告。出臺這一政策的主要目的是避免虧損公司「業績地雷」的集中引爆產生的市場衝擊；開始是在會計期間結束前後以《關於編制××報告工作安排的通告》（以下簡稱《工作安排》）的形式進行規定，2001 年開始，逐漸寫入交易所的上市規則。

2000 年年底，業績預告制度開始向現行體系演變，針對上市之後業績預告違規的處罰也從此開始。從預告範圍和報告類型以及預告時間等規定的變動來看，業績預告制度的演變過程可以分為六步，其中，前三步和第六步均與業績預告範圍的擴大有關。附錄表一簡單地描述了上述演變的關鍵點。

第一步，將虧損預警的範圍由「重大虧損」變為「虧損」，「虧損」的業績預告類型被稱為「預虧」，但大部分公司會根據上年同期是否虧損分別預告為「首虧」或「續虧」。

第二步，要求雖然盈利但業績出現大幅下滑的公司也進行預告，並將報告類型擴大到中期報告。這一規定始於 2001 年中報，業績預告類型為「預減」。當時並沒有對「大幅下滑」進行明確規定。2001 年年報的《工作安排》明確規定，業績的同比下降幅度以 50% 為界，低於 50% 的是「略減」，不必進行預告；大於等於 50% 的是「預減」，應該進行業績預告。但上年同期比較基數比較小的公司，經申請，可以豁免預告。比較基數一般以每股利潤總額或每股淨利潤為指標，年報、中報和季報的數量標準分別是 0.05、0.03 和 0.04。

2001 年年報的《工作安排》同時將「好消息」（盈利且業績大幅上升，業績預告類型為「預增」）列入預警範圍，即，第三步。與「預減」類似，「預增」以業績的同比上升幅度以 50% 為界，低於 50% 的是「略增」，不必進行預告；大於等於 50% 的是「預增」，應該進行業績預告。豁免規定與「預減」相同。到此時，業績預告制度的規定基本上滿足了投資者對資訊的需求。

第四步，將「業績預告」變為「業績預測」。從要求上市公司在 2002 年一季報中對中期業績進行預測開始，業績預告的時間從會計期間結束後提前到會計期間結束前，變為嚴格意義上的業績預測。另外，從此時起，業績標準固定為「淨利潤」。

第五步，將報告類型擴大到季度報告，始於 2002 年三季報。到此時，業績預告制度已經覆蓋了年報、中報和季報這三種定期報告類型。

第六步，擴大「好消息」的範圍，增加「扭虧為盈」<sup>35</sup>。2006 年 5 月，上交所和深交所同時修訂的上市規則將扭虧為盈單獨列入預告範圍。

附錄表一 業績預告制度演變的主要階段

規定出臺時間	業績預告標準						適用的會計期間			首次風險提示的時間	
	虧損	大幅下降	大幅上升	扭虧為盈	明確業績定義	明確豁免規定	年報	中報	季報	會計期間結束	上次定期報告
2000 年 12 月	√						√			√	
2001 年 7 月		√						√			
2001 年 12 月			√		√	√					
2002 年 3 月											√
2002 年 6 月									√		
2006 年 5 月				√							

## 二、執行情況

國內的業績預告研究主要是圍繞業績預告披露的事件研究（附錄表二）。比如，薛爽（2001）、楊朝軍、單磊、曹曉華與傅繼波（2002）、楊德明與林斌（2006）、白曉宇（2007）等等。從市場反應的方向來看，這些研究的結論是一致的。具體而言，業績預告具有顯著的資訊含量，「好消息」樣本在事件視窗內的平均 CAR 顯著為正，「壞消息」樣本的平均 CAR 則顯著為負；而且，「壞消息」的市場反應要大一些。比如，在白曉宇（2007）的研究中，「預增」樣本在[-1, +1]窗口內的平均 CAR=3.65% (t=19.96, p<0.01)、「預盈」樣本的平均 CAR=3.34% (t=6.86, p<0.01)、「預減」樣本的平均 CAR=-4.40% (t=11.53, p<0.01)、「預虧」樣本的平均 CAR=-3.51% (t=11.85, p<0.01)。將前兩組樣本合併為「好消息」樣本，後兩組樣本合併為「壞消息」樣本，然後比較 CAR 的絕對值(|CAR|)，結果發現，「壞消息」樣本的|CAR|顯著大於「好消息」樣本 (t=4.20, p<0.01)。

不過，國內和國外研究對於「好消息」和「壞消息」的測量並不完全一致。國外研究一般以市場預期為基準，超過市場預期的預告傳遞的是「好消息」，證實市場預期的預告傳遞的是「中性消息」，沒有實現市場預期的預告傳遞的

<sup>35</sup> 即上年同期虧損，預告期盈利的情況，簡稱「扭虧」。這一步實際的意義不大，因為扭虧為盈的公司業績上升幅度肯定超過 50%，與「預增」幾乎重合。只不過「預增」有豁免規定，而「扭虧」沒有豁免規定。

是「壞消息」。在市場預期的定義上，大部分研究採用的是分析師的一致預測，即，分析師預測的中位數（比如，Kim, Lacina and Park 2008）。當然，也有研究採用隨機遊走模型(Penman 1980)或主觀判斷(Skinner 1994)。「在我國的預警制度下，上市公司已明確將其發佈的預警分為預增、預減、預盈以及預虧」（白曉宇 2007, 44），加之國內很多公司在業績預告中並沒有進行定量預測，因此，大部分研究都是根據預警類型區分「好消息」和「壞消息」<sup>36</sup>。比如前文所提，白曉宇 (2007)定義「預增」或「預盈」為「好消息」，「預減」或「預虧」為「壞消息」。

附錄表二 國內關於業績預告的事件研究

文獻	研究期間	樣本	事件研究的視窗
薛爽 (2001)	1998-1999 年年報	133	[-20, +20]*
楊朝軍等 (2002)	2001 年中報	73	[-20, +20]
楊德明與林斌 (2006)	2002-2003 年年報	377	[-20, +20]*
白曉宇 (2007)	2001-2005 年年報、中報和季報	2132	[-1, +1]*
白曉宇 (2009b)	2001-2007 年年報	3983	[-15, +15]*

說明：\*代表文獻中考察了[-1, +1]這一常用的事件窗口。

當然，表二所列文獻並不只限於考察市場反應。比如，薛爽 (2001)考察了連續虧損和首次虧損的市場反應是否存在差異，1 月底之前公佈的業績預告和 1 月底以後公佈的業績預告對應的市場反應是否存在差異<sup>37</sup>；白曉宇 (2007)以及周曉蘇與高敬忠 (2009)考察了管理層對業績預告時點和形式的選擇，他們均發現，「好消息」披露的時間早於「壞消息」，而且，前者的定量預告明顯多於後者。

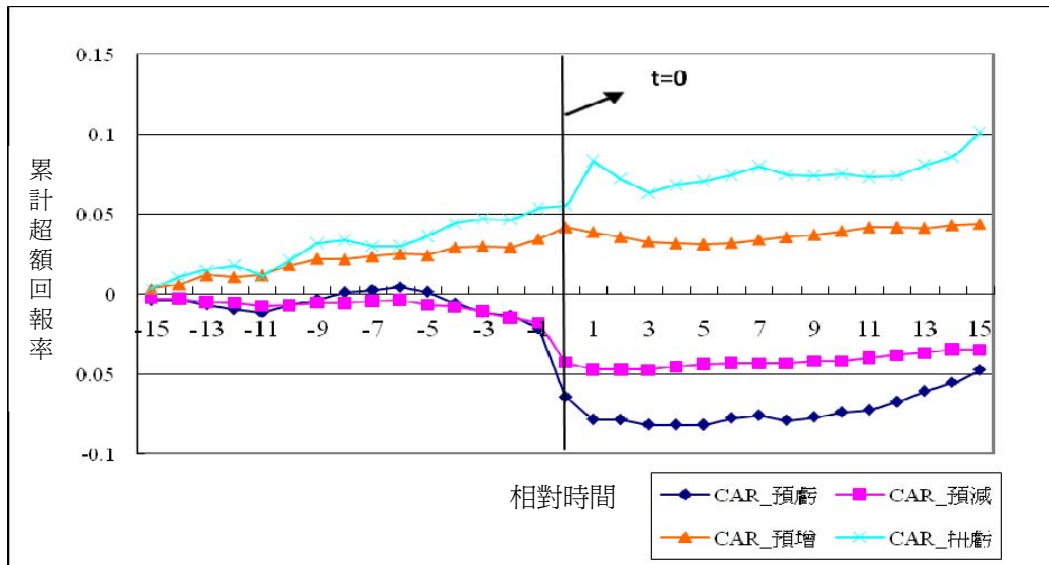
總體而言，上市公司對年度業績預告執行情況比較好，能夠根據預期利潤波動的不同水準來決定預告的性質，對市場參與者進行有效的資訊披露。正因為如此，白曉宇 (2009a, 2009b)發現，是否按規定披露業績預告是衡量上市公司資訊披露水準的重要指標<sup>38</sup>。按規定披露業績預告的上市公司被分析師跟蹤的數量比較多，分析師預測的分歧度比較小，準確度比較高；而且，管理當局

<sup>36</sup> 另外一個原因，國內分析師行業的發展尚處於初期階段，有分析師預測的上市公司所占比例並不高，而且，部分上市公司只有少數幾個甚至一個分析師預測。比如，在白曉宇 (2009b)的 3983 個業績預告樣本中，有分析師預測的樣本是 1593 個，分析師跟蹤的比例不到 40%。因此，雖然有很多研究已經證實分析師預測具有資訊含量（比如，吳東輝與薛祖雲 2005），但是，用來作為市場預期似乎還不成熟。

<sup>37</sup> 在[-1, +1]視窗內，首次虧損樣本平均的 CAR=-6.60%，連續虧損樣本平均的 CAR=-4.45%；1 月底之前預虧樣本平均的 CAR=-6.77%，1 月底以後預虧樣本平均的 CAR=-3.12%。

<sup>38</sup> 按照白曉宇 (2009b)的分析，深市上市公司是否按規定發佈業績預告與深交所考核結果顯著正相關（Pearson 相關係數=0.1726， $p < 0.01$ ，Spearman 相關係數=0.1641， $p < 0.01$ ）。

業績預告的形式以及閉區間估計的寬度對跟蹤分析師的數量、分析師預測的分歧度和準確度均有顯著影響。由於業績預告的執行情況對分析師和投資者都很重要，考察業績預告的違規和處罰情況以及處罰的效果就很有意義了。



附錄圖一 不同類型業績預告樣本在[-15, +15]視窗內對應的累計超額回報

資料來源：白曉宇 2009b，第 36 頁，圖 3.3。

### 三、違規的定義

按照監管部門的處罰記錄，上市公司的業績預告違規主要有四種類型：「變臉」、錯誤預告、未預告或延遲預告。前兩種違規與業績預告的類型有關，後兩種違規與時間有關。

第一種違規是「變臉」。「變臉」本是川劇的絕活，最初用於形容上市公司業績的迅速變化，比如，上市之後一年績優，兩年績平，三年配股，四年虧損。上市公司由盈轉虧，被稱為由紅變黑；扭虧為盈，被稱為由黑變紅。李志文與宋衍蘅 (2001) 詳細分析了上市公司的業績「變臉」問題。用於業績預告，「變臉」是指上市公司針對同一會計期間先後發佈類型不一致的業績預告；其中，業績預告的類型包括：略增、略減、預增、預減、預虧（細分為首虧和續虧）和扭虧。白曉宇 (2009b) 專門分析了業績預告「變臉」的特殊影響，她發現，跟蹤「變臉」公司的分析師的數量比較少，分析師預測的分歧度比較高，準確度比較小。

「變臉」只考慮預告類型是否變更，不考慮同一預告類型下預告比例或金額的修正。比如，上實發展(600748)2005 年中報業績預告從「預增 100%」修正為「預增 200%」，彩虹股份(600707)2005 年年報預告從虧損 2.8 億元修正為虧損 5.5 億元，都不屬於「變臉」。

第二種違規是錯誤預告，指的是實際披露的業績預告類型與應該披露的業績預告類型不一致。比如，應該披露的業績預告類型為「預減」，但公司實際披露的預告類型為「略減」<sup>39</sup>。這種違規與「變臉」的區別在於，「變臉」樣本在正式報告披露前披露了兩種及以上的預告類型；而錯誤預告只披露了一種。與「變臉」類似，這種違規類型只考慮預告類型之間的錯誤，不考慮同一預告類型下預告業績與實際業績之間是否有差異。

第三種違規是未預告，即，按照規定應該進行業績預告但未披露任何業績預告。對這類違規的集中處罰發生在 2001 年，當時，兩地交易所集中處罰了 24 家 2001 年中報業績大幅下降但未進行預告的公司。此後，對這一違規類型的處罰幾乎為空白。

第四種違規是延遲預告，即，首次業績預告的時間晚於政策規定的時間。證監會和交易所一般會規定業績預告的最後披露時限，比如，年報預告一般為此年的 1 月 31 日，中報預告一般為 7 月 15 日。從理論上講，「延遲預告」總比「不預告」好。但是，從監管部門的處罰記錄來看，2002 年之後，「延遲預告」受到處罰的比例遠遠高於「不預告」。進一步分析則顯示，這些延遲預告應預告的業績均為「巨額虧損」。這說明，監管部門更加關注違規公司業績的「好壞」，而不是違規的相對程度。

## 參考文獻

- 上海證券交易所研究中心，2008，中國公司治理報告 (2008)：上市公司透明度與資訊披露，網址：<http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/special/special20081120.pdf>。
- 于東智，2003，獨立董事與公司治理：理論、經驗與實踐，會計研究，第 8 期（8 月）：8-14。
- 尹利峰，2009，實際控制人股價操縱與股權金字塔結構，討論稿，清華大學。
- 王亞平、吳聯生與白雲霞，2005，中國上市公司盈餘管理的頻率與幅度，經濟研究，第 12 期（12 月）：102-112。
- 王春峰、周敏與房振明，2009，現金流及盈餘的資訊含量對知情交易的影響，系統工程，第 27 卷第 3 期（3 月）：21-28。
- 王春峰、張穎潔與房振明，2008，定期公告期間資訊不對稱與價格發現的實證研究，系統工程，第 26 卷第 9 期（9 月）：94-98。
- 王春峰、董向征與房振明，2005，資訊交易概率與中國股市價格行為關係的研究，系統工程，第 23 卷第 2 期（2 月）：62-67。

<sup>39</sup> 據統計，這一錯誤類型的樣本為 64 個，占預告錯誤樣本（215 個）的 29.8%。

- 王展翔，2007，關於我國股市知情交易水準及其性質的實證研究，當代財經，第 2 期（2 月）：43-48。
- 王詠梅，2001，會計資訊披露的規範問題研究，會計研究，第 4 期（4 月）：52-56。
- 王躍堂、周雪與張莉，2005，長期資產減值：公允價值的體現還是盈餘管理行為？會計研究，第 8 期（8 月）：30-36。
- 王躍堂、孫錚與陳世敏，2001，會計改革與會計資訊品質：來自中國證券市場的經驗證據，會計研究，第 7 期（7 月）：16-26。
- 王躍堂、趙子夜與魏曉雁，2006，董事會的獨立性是否影響公司績效？經濟研究，第 5 期（5 月）：62-73。
- 白重恩、劉俏、陸洲、宋敏與張俊喜，2005，中國上市公司治理結構的實證研究，經濟研究，第 2 期（2 月）：81-91。
- 白曉宇，2007，關於上市公司發佈預警的實證研究，國際金融研究，第 7 期（7 月）：43-49。
- 白曉宇，2009a，上市公司資訊披露政策對分析師預測的多重影響研究，金融研究，第 4 期（4 月）：92-112。
- 白曉宇，2009b，上市公司的資訊披露對分析師和投資者行為的影響，清華大學博士論文。
- 伍利娜與高強，2002，處罰公告的市場反應研究，經濟科學，第 3 期（6 月）：62-73。
- 余怒濤、沈中華、黃登仕與肖作平，2008，控股股東對公司績效的影響——一個門檻自回歸模型，中國第七屆實證會計國際研討會論文集，西南交通大學。
- 吳東輝與薛祖雲，2005，財務分析師盈利預測的投資價值：來自深滬 A 股市場的證據，會計研究，第 8 期（8 月）：37-43。
- 吳溪，2007，審計失敗中的審計責任認定與監管傾向：經驗分析，會計研究，第 7 期（7 月）：53-62。
- 吳曉求，1999，建立公正的市場秩序與投資者利益保護，北京：中國人民大學出版社。
- 吳聯生、薄仙慧與王亞平，2007，避免虧損的盈餘管理程度：上市公司與非上市公司的比較，會計研究，第 2 期（2 月）：44-51。
- 吳聯生與劉慧龍，2008，中國審計實證研究：1999-2007，審計研究，第 2 期（4 月）：36-46。

- 宋敏、張俊喜與李春濤，2004，股權結構的陷阱，南開管理評論，第7卷第1期（1月）：9-24。
- 宋雲玲與李志文，2009，A股公司的應計異象，管理世界，即將刊出。
- 李志文與宋衍蘅，2001，中國上市公司的「變臉」現象，中國會計與財務問題國際研討會論文集，中國財政經濟出版社。
- 李志文與宋衍蘅，2003，股權結構會影響籌資決策嗎？—來自中國賽格系公司的案例，管理世界，第6期（6月）：128-139。
- 李志文與宋雲玲，2009，證券監管處罰的「選擇性偏見」和效果—來自業績預告的經驗證據，討論稿，清華大學。
- 李明輝與曲曉輝，2005，我國上市公司財務報告法律責任的問卷調查及分析，會計研究，第5期（5月）：47-53。
- 李爽與吳溪，2008，中國會計理論研究的國際化：基於國際會計與財務學術期刊的初步分析，會計研究，第12期（12月）：31-39。
- 李遠鵬與牛建軍，2007，退市監管與應計異象，管理世界，第5期（5月）：125-132。
- 李遠鵬、牛建軍與姜國華，2008，證券市場“應計異象”研究：回顧與展望，會計研究，第1期（1月）：79-85。
- 周正慶，2002，規範不能犧牲發展，中國經濟時報，3月15日，網址：<http://www.beelink.com.cn/20020315/1055516.shtml>。
- 周勤業、盧宗輝與金瑛，2003，上市公司資訊披露于投資者資訊獲取的成本效益問卷調查分析，會計研究，第5期（5月）：3-11。
- 周曉蘇與高敬忠，2009，管理層盈餘預告消息性質與預告披露方式操控性選擇，討論稿，南開大學。
- 孟焰與張秀梅，2006，上市公司關聯方交易盈餘管理與關聯方利益轉移關係研究，會計研究，第4期（4月）：37-43。
- 施東暉，2006，上海股市的知情交易概率及其影響因素，上海證券交易所研究中心研究報告，網址：<http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/research/research20060401b.pdf>。
- 祝紅梅，2003，資產重組中的內幕交易和股價操縱行為研究，南開經濟研究，第5期（10月）：60-62。
- 胡勤勤與沈藝峰，2002，獨立董事能否提高上市公司經營業績，世界經濟，第7期（7月）：55-62。
- 唐躍軍，2007，大股東制衡、違規行為與外部監管—來自2004-2005年上市公

- 司的證據，南開經濟研究，第 6 期（12 月）：106-117。
- 夏冬林與林震晁，2003，我國審計市場的競爭狀況分析，會計研究，第 3 期（3 月）：40-46。
- 孫永祥與黃祖輝，1999，上市公司的股權結構與績效，經濟研究，第 12 期（12 月）：23-30。
- 孫開連、王凱濤、陳金賢與劉寬虎，2003，中國股票市場內幕交易實證分析，中國軟科學，第 5 期（5 月）：62-64。
- 孫錚與王躍堂，1999，資源配置與盈餘操縱之實證研究，財經研究，第 4 期（4 月）：3-9。
- 孫錚與賀建剛，2008，中國會計研究發展：基於改革開放三十年視角，會計研究，第 7 期（7 月）：7-16。
- 徐莉萍、辛宇與陳工孟，2006，股權集中度和股權制衡及其對公司經營績效的影響，經濟研究，第 1 期（1 月）：90-100。
- 耿建新與肖澤忠，2002，報表收益與現金流量資料之間關係的實證分析—資訊不實公司的預警信號，會計研究，第 12 期（12 月）：28-34。
- 高明華與馬守莉，2002，獨立董事制度與公司績效關係的實證分析—兼論中國獨立董事有效行權的制度環境，南開經濟研究，第 2 期（4 月）：64-68。
- 高雷、何少華與黃志忠，2006，公司治理與掏空，經濟學，第 4 期：1157-1178。
- 高雷與宋順林，2007，公司治理與公司透明度，金融研究，第 11 期（11 月）：28-44。
- 郜進興、林啟雲與吳溪，2009，會計資訊品質檢查：十年回顧，會計研究，第 1 期（1 月）：27-36。
- 張宗新、潘志堅與季雷，2005，內幕資訊操縱的股價衝擊效應：理論與中國股市證據，金融研究，第 4 期（4 月）：144-154。
- 張昕，2008，中國虧損上市公司第四季度盈餘管理的實證研究，會計研究，第 4 期（4 月）：25-33。
- 張俊生與曾亞敏，2004，上市公司的失信行為：公司治理角度的分析，經濟科學，第 6 期（12 月）：87-95。
- 張為國，2001，中國證監會完善上市公司資訊披露規範的努力：規劃及進程，中國會計與財務問題國際研討會論文集，中國財政經濟出版社。
- 張為國，2003，我國應如何借鑒美國《薩班斯—奧克斯萊法案》，中國審計，第 6 期（6 月）：19-21。
- 張為國與王霞，2004，中國上市公司會計差錯的動因分析，會計研究，第 4 期



(4月)：24-29。

張然，2007，中國上市公司現金流管理研究—兼對新興市場和成熟市場現金流管理行為比較研究，中國會計評論，第5卷第3期(9月)：381-400。

張程睿，2008，內部人動機、治理結構與資訊披露品質，資本市場會計研究—第八屆會計與財務問題國際研討會論文集，廈門大學。

張程睿與王華，2005，公司資訊透明度的市場效應—來自中國A股市場的經驗證據，中國會計評論，第5卷第1期(3月)：1-20。

張程睿與王華，2006，公司資訊透明度：經驗研究與未來展望，會計研究，第12期(12月)：54-61。

許豔芳，2007，財務舞弊與審計責任關係的實證研究—基於證監會處罰公告的視角，山西財經大學學報，第4期：114-118。

陳小悅、肖星與過曉豔，2000，配股權與上市公司利潤操縱，經濟研究，第1期(1月)：30-36。

陳工孟與高寧，2005，我國證券監管有效性的實證研究，管理世界，第7期(7月)：40-47。

陳冬華、王芳萍與蔣德權，2009，選擇性執法與證券違規—來自中國上市公司的經驗證據，討論稿，南京大學。

陳冬華與陳信元，2003，中國會計準則制定中的利益協調：來自世紀星源案例的證據，會計研究，第6期(6月)：3-10。

陳向民與林江輝，2004，公司資訊披露策略與股價波動—對濾波效應的理論描述和實證檢驗，中國會計與財務研究，第6卷第1期(3月)：93-104。

陳信元、陳冬華與朱凱，2004，股權結構與公司業績：文獻回顧與未來研究方向，中國會計與財務研究，第6卷第4期(12月)：1-47。

陳高才與周鮮華，2008，年度報告及時性的經驗研究評述和未來研究，會計研究，第11期(11月)：48-55。

陳國進、林輝與王磊，2005，公司治理、聲譽機制和上市公司違法違規行為分析，南開管理評論，第8卷第6期(12月)：35-40。

陳國進、趙向琴與林輝，2005，上市公司違法違規處罰和投資者利益保護效果，財經研究，第8期(8月)：48-58。

陳曉、陳小悅與劉釗，1999，A股盈餘報告的有用性研究，經濟研究，第6期(6月)：21-28。

陳曉與李靜，2001，地方政府財政行為在提升上市公司業績中的作用探析，會計研究，第12期(12月)：20-28。

- 陸建橋，1998，中國虧損上市公司盈餘管理實證研究，會計研究，第 9 期（9 月）：25-35。
- 陸穎豐，2006，我國上市公司資訊透明度經濟後果性的實證研究——來自深市 A 股公司的證據，復旦大學博士論文。
- 陶世隆，2002，公平披露規則與證券市場透明度，管理世界，第 1 期（1 月）：137-138。
- 曾穎與陸正飛，2006，資訊披露品質與股權融資成本，經濟研究，第 2 期（2 月）：69-80。
- 游士兵與吳聖濤，2001，中國證券違法犯罪的實證研究，證券市場導報，第 6 期（6 月）：16-20。
- 湯雲為與薛雲奎，1998，中國會計研究評述，會計研究，第 9 期（9 月）：1-7。
- 楊旭東與莫小鵬，2006，新配股政策出臺後上市公司盈餘管理現象的實證研究，會計研究，第 8 期（8 月）：44-51。
- 楊朝軍、單磊、曹曉華與傅繼波，2002，上市公司業績預警制度研究，上海證券交易所研究中心研究報告，網址：[http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/plan/plan\\_20020412f.pdf](http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/plan/plan_20020412f.pdf)。
- 楊華軍，2007，會計穩健性研究述評，會計研究，第 1 期（1 月）：82-89。
- 楊德明與林斌，2006，業績預告的市場反應研究，經濟管理·新管理，第 16 期（8 月）：26-31。
- 葉康濤、陸正飛與張志華，2007，獨立董事能否抑制大股東的「掏空」？經濟研究，第 4 期（4 月）：101-111。
- 趙宇龍，1998，會計盈餘披露的資訊含量——來自上海股市的經驗證據，經濟研究，第 7 期（7 月）：41-49。
- 趙春光，2004，現金流量價值相關性的實證研究——兼評現金流量表準則的實施效果，會計研究，第 2 期（2 月）：29-35。
- 趙春光，2006，資產減值與盈餘管理——論《資產減值》準則的政策涵義，會計研究，第 3 期（3 月）：11-17。
- 劉立國與杜瑩，2003，公司治理與會計資訊品質關係的實證研究，會計研究，第 2 期（2 月）：28-36。
- 劉峰，2006，資本市場財務與會計問題研究：案例視角，北京：中國財政經濟出版社。
- 劉峰、吳風與鐘瑞慶，2004，會計準則能提高會計資訊品質嗎？會計研究，第 5 期（5 月）：8-19。

- 蔣義宏，1998，上市公司利潤操縱實證研究—EPS和ROE的臨界點分析，討論稿，上海財經大學。
- 蔡志岳與吳世農，2007，董事會特徵影響上市公司違規行為的實證研究，南開管理評論，第10卷第6期（12月）：62-68。
- 蔡祥，2003，中國證券市場中的審計問題：實證研究綜述，審計研究，第3期（6月）：36-40。
- 蔡祥、李志文與張為國，2003a，中國證券市場中的財務問題：實證研究述評，中國會計評論，第1卷第1期（7月）：1-23。
- 蔡祥、李志文與張為國，2003b，中國實證會計研究述評，中國會計與財務研究，第5卷第2期（6月）：155-215。
- 蔡祥與張海燕，2004，資產減值準備的計提、追溯與市場效應，中國會計與財務研究，第6卷第3期（9月）：31-84。
- 黎文靖，2007，會計資訊披露政府監管的經濟後果—來自中國證券市場的經驗證據，會計研究，第8期（8月）：13-22。
- 閻達五、耿建新與劉文鵬，2001，我國上市公司配股融資行為的實證研究，會計研究，第9期（9月）：21-27。
- 薛爽，2001，預虧公告的信號交往，中國會計與財務問題國際研討會論文集，中國財政經濟出版社。
- 薛爽、蔡祥與郭虹，2008，上市公司在操縱經營性現金流嗎？—基於季度報告的實證分析，中國會計與財務研究，第10卷第1期（3月）：69-131。
- 薛爽與蔣義宏，2008，會計資訊披露時機與內幕交易—基於年報首季報披露時差與異常超額交易量的實證研究，中國會計評論，第6卷第2期（6月）：207-222。
- 謝志華與肖澤忠，2000，內幕資訊、私下披露及其控制，會計研究，第10期（10月）：29-35。
- 謝軍，2007，第一大股東和公司價值：激勵效應和防禦效應，南開管理評論，第10卷第1期（2月）：21-25。
- 韓立岩、鄭君彥與李東輝，2008，滬市知情交易概率(PIN)特徵與風險定價能力，中國管理科學，第16卷第1期（2月）：16-24。
- 韓洪靈與袁春生，2007，市場競爭、經理人激勵與上市公司舞弊行為—來自中國證監會處罰公告的經驗證據，經濟理論與經濟管理，第8期（8月）：57-62。
- 魏志華、王毅輝與徐建濤，2008，上市公司會計資訊披露品質研究—基於年報

- 重述視角，上證聯合研究計畫第十九期課題，網址：<http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/plan/plan20090309i.pdf>。
- 攀登與施東暉，2006，知情交易概率的測度模型及其影響因素分析，*管理世界*，第 6 期（6 月）：18-26。
- 羅培新、毛玲玲與楊宏芹，2005，證券違法違規懲戒實效與制度成本研究，上證聯合研究計畫第 15 期課題報告，網址：<http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/plan/plan20061024h.pdf>。
- 譚地軍、田益祥與黃文光，2008，持續期間、交易量、波動率與知情交易，*統計研究*，第 2 期（2 月）：71-77。
- 龔翔，2008，中國證券市場會計與財務問題實證研究：十年綜述，資本市場會計研究—第八屆會計與財務問題國際研討會論文集，廈門大學。
- Anderson, D. M. 2000. Taking stock in China: Company disclosure and information in China's stock markets'. *Georgetown Law Journal* 88 (June): 1919-1953.
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review* 71 (October): 443-465.
- Beasley, M. S., J. V. Carcello, and D. R. Hermanson. 1999. Fraudulent financial reporting: 1987-1997: An analysis of US public companies. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO). AICPA .[www.aicpa.org](http://www.aicpa.org).
- Beasley, M. S., J. V. Carcello, D. R. Hermanson, and P. D. Lapedes. 2000. Fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms. *Accounting Horizons* 14 (December): 441-454.
- Beneish, M. D. 1999. Incentives and penalties related to earnings overstatements that violate GAAP. *The Accounting Review* 74 (October): 425-457.
- Chen, G., M. Firth, and N. Gao. 2005. Is China's securities regulatory agency a toothless tiger? Evidence from enforcement actions. *Journal of Accounting and Public Policy* 24 (November): 451-488.
- Cox, J. D., R. W. Hillman, and D. C. Langevoort. 2003. *Securities Regulation: Cases and Materials*. 3<sup>rd</sup> edition. Beijing, CITIC Publishing House.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. Sweeney. 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 (Spring): 1-36.
- Farber, D. B. 2005. Restoring trust after fraud: Does corporate governance matter?

- Accounting Review* 80 (April): 539-551.
- Feroz, E. H., K. Park, and V. S. Pastena. 1991. The financial and market effects of the SEC's accounting and auditing enforcement releases. *Journal of Accounting Research* 29 (Supplement): 107-142.
- Firth, M., P. L. L. Mo, and R. M. K. Wong. 2005. Financial statement frauds and auditor sanctions: An analysis of enforcement actions in China. *Journal of Business Ethics* 62 (4): 367-381.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48 (July): 831-880.
- Kim, Y., M. Lacina, and M. S. Park. 2008. Positive and negative information transfers from management forecasts. *Journal of Accounting Research* 46 (September): 885-908.
- Livingston, J. G. 1997. Management-borne costs of fraudulent and misleading financial reports. Unpublished dissertation, University of Rochester.
- Penman, S. H. 1980. An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 18 (Spring): 132-160.
- Skinner, D. J. 1994. Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research* 32 (Spring): 38-60.
- Smith, D. B., H. Stettler, and W. Beedles. 1984. An investigation of the information content of foreign sensitive payment disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 6 (August): 153-162.
- Vafeas, N. 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics* 53 (August): 113-142.