

# 上市公司违法违规处罚和投资者 利益保护效果\*

陈国进<sup>1</sup>, 赵向琴<sup>1</sup>, 林 辉<sup>2</sup>

(1. 厦门大学金融系, 福建 厦门 361005; 2. 厦门大学党委党校, 福建 厦门 361005)

**摘要:**文章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。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,我们对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。对这一结果的可能解释,一是证券执法尚未对潜在违法违规者起到真正的威慑作用;二是我国现行证券法规中缺乏民事责任的规定,受害的投资者得不到充分补偿。因此,加大证券违法处罚力度、明确证券违法的民事责任应该成为证券法修改的重要内容。

**关键词:**上市公司; 违法违规处罚; 投资者利益保护

**中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2005)08-0048-11

## 一、文献评论

1990年代以来,以LLSV(1997,1998,1999,2000)的系列论文为代表形成的法与金融(law and finance)理论引起了学术界的广泛关注,该理论认为一套旨在保护投资者特别是中小投资者利益的法律制度和高效公正执法是一国证券市场健康发展的前提。

法律史学家认为,多数国家的商法制度源于几个法律“家族”,包括英国法系(普通法)、法国法系和德国法系,而后两者又来源于罗马法,北欧国家形成了自己的法律传统。法国法系、德国法系和北欧法系也通称为大陆法系。LLSV(1997,1998,1999,2000)通过建立投资者保护的量化指标,发现在不同法系之间投资者法律保护程度存在系统差异性。英国法系国家的投资者得到最强的法律保护,法国法系国家外部投资者获得的法律保护最弱,德国法系和

收稿日期:2005-05-25

基金项目:国家社科基金(04BJC026),福建省社科“十五”规划课题(2003E003)

作者简介:陈国进(1966—),男,浙江丽水人,厦门大学金融系教授,博士生导师,经济学博士;

赵向琴(1966—),女,山西孝义人,厦门大学金融系副教授,在职博士研究生;

林 辉(1967—),男,福建莆田人,厦门大学党委党校,经济学博士。

北欧法系居于这两者之间。

研究还表明，投资者法律保护的差异性与证券市场发达程度、公司价值和公司所有权结构的差异性密切相关。与一个弱的投资者法律保护环境相比，在一个强的投资者保护法律环境中，公司股权融资的成本更低，公司的托宾  $q$  值更高，公司的使用权结构就更分散。因此，法律改革的目标之一就是强化外部投资者的法律保护，这样的改革可以促进证券市场的发展，有利于新公司的外部融资，有利于改善所有权结构的优化，有利于改善投资配置效率和促进经济增长。

认识到法律保护在证券市场发展和强化公司治理中的重要性只是投资者利益保护的第一步，究竟制订什么样的法律以及如何建设这些法律及相配套的制度和社会规范，才是切实保护投资者利益的关键所在。

Coffee(2000)和 Johnson 等(2000)认为，普通法系和大陆法系在投资者保护上的差别主要在于司法原则的不同。在普通法系中，法官根据判例来裁决内部人(控股股东和经理)是否对外部股东有侵权行为。对于一个没有先例的案件，法官将根据受托责任和公平等基本原则判别内部人的行为是否对外部投资者不公平。而在大陆法系中，法律和各项规章制度是由立法机关制订的，法官不能在法律规定的侵权范围之外认定内部人侵权。因此，公司内部人可以通过各种手段钻法律的空子、转移公司的利润和损害外部投资者的利益，因此，在普通法系中，外部投资者可以获得更好的保护。

Glaeser 等(2001)比较了 1990 年代波兰和捷克两国股票市场发展中的差异。波兰和捷克都在 1990 年代初实行了私有化改革，这两个转轨经济国家的初始条件很接近，公司法方面的差异也很小，主要的区别是在证券法和证券监管上，捷克政府对证券的发行和交易采取放任政策，而在波兰则实行了严格的证券监管，其结果是到了 1990 年代后半期波兰的股票市场获得了长足的发展，而捷克却盛行公司内部人掏空公司，许多上市公司由此而退市。剔除私有化手段的 IPO，在 1991~1998 年期间，没有一家公司在捷克通过 IPO 筹集资金，而在波兰共有 136 家公司通过 IPO 筹集资金。由此可见证券立法和证券执法在股票市场发展中的重要作用。

与我国经济的快速发展形成显著的对比，近几年我国股市一直萎靡不振，如何切实保护投资者的利益、增强投资者的信心是关系到我国证券市场成败的核心问题。虽然目前对投资者法律保护的呼吁不断见诸各种媒体，但是对投资者保护和我国证券市场发展的系统研究还不多见。Allen、Qian 和 Qian(2002)提出了“中国之谜”的命题，认为中国目前的法律制度和金融发展水平不能有效地解释中国经济快速增长，在股票市场和银行等正规金融部门之外，还存在着巨大的非正规金融部门，正是非正规金融部门推动了中国经济的快速增长，指出对非正规金融部门运行机制的研究(如声誉机制、产品竞争机制和地方政府绩效评价机制等)对于法与金融理论的创新和发展具有重要

意义。当然, Allen、Qian 和 Qian(2002)并没有否认通过提高投资者法律保护立法水平和提高执法效果对于中国金融发展和经济增长的重要性。

沈艺峰等(2004)用实证研究的方法纵向考察了我国不同历史阶段中小投资者保护问题,指出在中小投资者法律保护较差的阶段,投资者在 IPO 时要求得到较高的初始收益率,随着投资者法律保护的改善,投资者对 IPO 初始收益率的要求也在减少。正如沈艺峰等(2004)已经指出,在这篇论文中他们只研究了立法的问题,而没有考虑到法律法规执行的问题。根据 Allen、Qian 和 Qian(2002)利用 LLSV(1998)的数据与我国公司法和证券法的比较,可以看出我国投资者保护的立法已经达到了新兴市场经济的平均水平,何佳等(2001)对我国信息披露立法的研究也得出了相同的结论。因此,从理论和实证的角度系统地深入分析我国当前立法水平和执法效果是一个重要而又急迫的任务。

卢锋和姚洋(2004)利用面板数据分析了金融压制下法治、金融发展和经济增长的关系,认为加强法治会阻碍信贷资源从无效的国有部门向有效的私人部门转移,从而对金融发展和经济增长起到负面作用。卢锋和姚洋虽未专门讨论证券执法的问题,但也没有否认良好的法治能够促进经济增长的基本命题。

本文将从理论建模和实证检验两个角度讨论证券执法、投资者保护和证券市场发展的关系。在第二部分中,以违法违规的处罚力度作为投资者法律保护的指标,建立了投资者保护和公司价值、证券市场发展之间的理论模型。第三部分运用事件研究法分析了 2001~2003 年间我国上市公司违法违规处罚事件对 A 股股东投资收益的影响。第四部分是本文的基本结论和政策含义。

## 二、理论模型

在一个单期模型中,假设某风险中性的公司经理要设立一个公司,该公司需要的投资额为  $I$ , 投资收益率为  $g$ , 公司经理投资于该公司的初始财富为  $R_E$ , 公司经理向股票市场筹集资金  $R_M$ , 外部股东具有  $x^{\text{①}}$  的现金流收益权, 为分析简化起见, 假设该公司总是由公司经理控制, 外部股东只有现金流量权。

该公司在期末实现的现金流为  $\pi$ , 公司经理作为控股股东通过转移公司利润实现私人控制利益, 公司经理转移利润(侵权)占公司现金流的比率为  $d$ , 转移利润总额为  $d\pi$ 。假设公司经理侵权被查处的概率为  $k$ , 我们用  $k$  表示一国法律对中小投资者保护的程,  $k$  越大, 中小投资者法律保护程度越高;  $k$  越小, 中小投资者法律保护程度越低。我们用  $f(d)$  表示罚金函数, 当公司经理对中小投资者的侵权被查处时, 首先要将已经侵吞的利润返还公司, 然后处以  $f(d)\pi$  的罚金。

根据以上设定, 再假设: (1) 公司生产函数规模报酬不变; (2) 公司投资额  $I = R_E + R_M$ ; (3) 罚金函数满足:  $f(0) = 0, f'(0) = 0, f''(d) > 0, \partial[f'(d)/f''(d)]/\partial d > 0$ 。其中, 在罚金函数的假设中, 第一个假设表示没有侵权行为时罚金为 0, 第二个假设表示侵权第 1 元钱时罚金为 0, 第三个假设表示随着侵权的增

加, 边际罚金也在上升。第四个假设是限制边际罚金上升的速度, 不至于上升过快, 避免在查处概率很低的情况下, 给予过高的处罚。

期终公司的现金流为:  $\pi = (1+g)I$ 。

对于公司经理, 当侵权行为被查处时, 其收益为  $(1-x)\pi - f(d)\pi$ , 即公司现金流中按照股本获得的收益扣除罚金。公司经理的侵权行为没有被查处时, 其收益为  $(1-x)(1-d)\pi + d\pi$ , 其中第二项为转移公司利润的私人控制权利益, 第一项为在剩余利润中公司经理按照股本投入大小获得的现金流分配。公司经理目标为通过选择  $d$  获得预期利润最大化, 即:

$$\max_d (1-k)[(1-x)(1-d)\pi + d\pi] + k[(1-x)\pi - f(d)\pi] \quad (1)$$

(1)式整理后可得:

$$\max_d [(1-x)(1-(1-k)d) + (1-k)d - kf(d)]\pi \quad (2)$$

(2)式整理后可得满足公司经理预期效用最大化的一阶条件为:

$$kf'(d) = (1-k)x \quad (3)$$

(3)式的经济学含义可以解释为, 当侵权程度  $d$  使得侵权的边际成本等于边际收益时, 公司经理的预期收益最大。等式左边为侵权预期边际成本, 等式右边为侵权预期边际收益。(2)式整理可得二阶条件  $-kf''(d) < 0$ , 从而可以保证当一阶条件得到满足时公司经理的预期收益最大。

当罚金函数满足上述前 3 项假设条件时, 通过对(3)式进一步分析, 可以得出关于最优侵权比例  $d^*(x, k)$  的三个结论: (1)  $d^*(0, k) = 0$ ; (2)  $d_1^*(x, k) > 0$ ; (3)  $d_2^*(x, k) > 0$ 。其中  $d$  的下标 1 和 2 分别代表对变量  $x$  和  $k$  求偏导数。

结论(1)的数学证明: 根据(3)式, 当  $x=0$ , 得  $f'(d^*)=0$ , 根据假设推  $f'(d^*)=0$  得  $d^*=0$ , 即  $d^*(0, k)=0$ 。结论(2)的数学证明: 在(3)式  $kf'(d)=(1-k)x$  的两边对  $x$  求偏导数, 整理后得  $d_1^*(x, k) = 1/[k/(1-k)]f''(d^*)$ , 根据假设  $f''(d) > 0$ , 可得  $d_1^*(x, k) > 0$ 。结论(3)的数学证明: 在(3)式  $kf'(d)=(1-k)x$  的两边对  $k$  求偏导数, 整理后得  $d_2^*(x, k) = -[x/k^2 f''(d^*)]$ , 根据假设  $f''(d) > 0$ , 可得  $d_2^*(x, k) < 0$ 。

结论(1)表明当没有发生侵权行为时, 公司经理不受惩罚。

结论(2)表明随着外部股东现金流收益权比例  $x$  的上升, 公司经理转移公司利润的最优比例  $d^*$  会增加, 公司经理对外部股东的侵权行为就变得更为严重。这与 Jensen 和 Meckling (1976) 的结论一致, Jensen 和 Meckling (1976) 认为, 公司经理在公司中持股比例越低, 公司经理的道德风险就越严重, 集中的公司所有权结构可以相对有效地自我约束公司经理的道德风险。

结论(3)表明, 投资者保护程度  $k$  越高, 最优侵权比例  $d^*$  就越低。随着公司经理侵权被查处概率的上升, 公司经理被处以罚金的概率上升, 同时保留转移利润的概率下降。

在本模型的设定中, 公司的托宾  $q$  值为  $(1-d^*(1-k))(1+g)$ <sup>②</sup>, 公司每单位投资的股利也为  $(1-d^*(1-k))(1+g)$ , 公司每单位投资公司经理获得的私

人控制利益(公司经理转移利润)为  $d^*(1-k)(1+g)$ 。据此,我们可以得出以下推论:给定公司的所有权结构  $x$  和公司的投资收益(增长率) $g$ ,随着投资者保护程度的上升,公司的托宾  $q$  和股利将上升,公司经理的私人控制利益将下降。

### 三、实证检验

第二部分的理论分析表明,随着上市公司内部人侵害权被查处概率的上升,内部人最优侵权的比例将降低,公司价值将上升。因此,上市公司被处罚事件对股票市场来说是一个利好消息,市场的反应结果应该是股票价格和投资收益率的上升。

对我国上市公司违法违规的处罚的法律依据主要有《证券法》、《股票发行和交易暂行条例》、上海和深圳证券交易所制订的《上市规则》以及《会计法》等。执法部门主要包括中国证券监督委员会、上海和深圳证券交易所。处罚的类型主要有公开批评、公开谴责和公开处罚。从图 1 可以看出,在 2001 年之前受到处罚的上市公司和事件并不多,从 2001 年开始上市公司违法违规受处罚事件明显增加。下面我们将以我国上市公司违法违规处罚事件为样本,分析股票市场(投资者)对处罚事件是如何做出反应的。

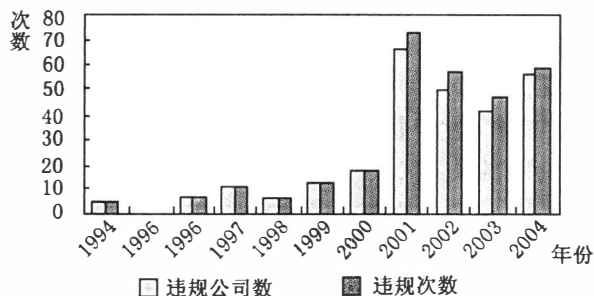


图 1 我国上市公司违法违规受处罚的公司和事件数(1994~2004 年)

资料来源:作者根据 WIND 资讯整理。

#### (一) 研究设计

本文采用事件研究法,事件分析法一般包括 4 个方面的内容:定义事件窗口和公告期、测算在公告期股票的收益率、测算公告期在没有事件公告时的预期收益、计算非正常收益(实际收益减去预期收益)并检验非正常收益的统计显著性和经济显著性。

本文采用的事件窗口为处罚公告日前后 5 个交易日( $t-5, t+5$ ),其中  $t$  为处罚公告日。<sup>③</sup>我们选取 2001 年 1 月 1 日到 2003 年 12 月 31 日期间,在深圳和上海证券交易所上市的受到公开处罚的事件为样本。在这期间被处罚公告的事件数为 177 个,违规上市公司数为 175 个,剔除由于处罚公告前后股价和收益率数据缺失的 20 个事件后,公告日前 5 个交易日和后 5 个交易日的观

察值为 155 个。由于公告日当天部分 A 股日收益数据的缺失,公告日当天的观察值为 122 个。受处罚上市公司 A 股股票日收益率的数据来源于 CCER 数据库 A 股日度价格回报的数据库(考虑分红)。

这里的预期收益是假设没有发生受处罚这一事件时股东获得的投资收益,本文使用固定预期收益统计模型计算股票的预期收益:  $R_{it} = \mu_i + e_{it}$ 。其中,  $R_{it}$  为股票  $i$  在期间  $t$  的实际收益率,  $\mu_i$  为股票  $i$  的预期收益率,  $e_{it}$  为统计误差项<sup>④</sup>。

我们利用 CCER 数据库在  $t-5$  交易日前 200 个交易日收益率的算术平均数作为该股票的预期收益率  $\mu_i$ 。得到预期收益的数据后,我们计算从  $t-5$  的非正常收益  $AR_{i,t-5}$  到  $t+5$  的股票非正常收益  $AR_{i,t+5}$ , 以及其累积非正常收益  $CR_{it}$ :  $CR_{it} = AR_{it} + CR_{i,t-1}$  或  $CR_{it} = \sum_{-5}^t AR_{it}$ 。

测算出每一个 A 股在事件窗口的非正常收益  $AR_{it}$  和累积非正常收益  $CR_{it}$  后,考虑到单个股票非正常收益率的波动性很大,计算整个样本的平均非正常收益  $AAR_t$  和累积非正常收益  $CAR_t$ ,其计算公式分别为:

$$AAR_t = \left( \sum_{i=1}^n AR_{it} \right) / n$$

$$CAR_t = AAR_t + CAR_{t-1} \text{ 或}$$

$$CAR_t = \sum_{-5}^t AAR_t$$

事件研究的最后一步是对非正常收益和累积非正常收益的描述性统计和统计检验,统计检验包括均值检验和中值检验两个方面。均值检验的零假设 (null hypothesis) 为  $H_0: AAR_t = 0$  和  $CAR_t = 0$ ,检验结果如果接受零假设,表明上市公司违法违规处罚事件对投资者利益没有影响;如果检验结果拒绝零假设,表明上市公司违法违规处罚事件对投资者利益产生影响。

均值检验的  $t$  统计量为:

$$t_{AAR_t} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t) / \sqrt{n}}$$

$$\text{其中 } S(AAR_t) = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (AR_{it} - AAR_t)^2}$$

$$t_{CAR_t} = \frac{CAR_t}{S(CAR_t) / \sqrt{n}}$$

$$\text{其中 } S(CAR_t) = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (CR_{it} - CAR_t)^2}$$

非正常收益和累积收益进行中值检验的零假设为  $H_0: M(AR_t) = 0$ ,  $M(CR_t) = 0$ ,其中  $M$  为中值,分别对中值的零假设进行 Wilcoxon 秩检验和正态分数(normal score)检验。

(二)实证结果

1. 非正常收益的描述性统计

表1给出了处罚公告日前后5个交易日,即从t-5到t+5共11个交易日非正常收益的描述性统计。从表1可以看出,t-3、t-1、t+1、t+2和t+3这5个交易日的均值为负的非正常收益;t-3、t-2、t-1、t+1、t+2和t+3这6个交易日的中值为负的非正常投资收益。由此可以得出的初步结论是:第一,处罚公告事件对违法违规公司股票收益的影响主要出现在处罚公告的前后3个交易日内,第二,在处罚公告前后3个交易日,处罚公告对股东收益带来负面影响,到第4个交易日后负面影响消除。

表1 非正常收益描述性统计

	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
均值	0.0008	0.0018	-0.003	0.0008	-0.003	0.0002	-0.0069	-0.003	-0.002	0.0068	0.0016
中值	0.0018	0.0002	-0.005	-0.002	-0.004	0.0014	-0.0039	-0.002	-0.003	0.0061	0.0000
最大值	0.0587	0.0747	0.1044	0.1075	0.1084	0.1006	0.10007	0.0647	0.1016	0.1012	0.0769
最小值	-0.065	-0.101	-0.086	-0.079	-0.093	-0.098	-0.1004	-0.1002	-0.1001	-0.1000	-0.1001
标准差	0.0233	0.0247	0.0258	0.0235	0.0235	0.0318	0.0306	0.0226	0.0297	0.0282	0.0229
观察值	155	155	155	155	155	112	155	155	155	155	155

2. 非正常收益的统计检验

表2给出了非正常收益的均值检验和中值检验的结果。根据均值检验,违法违规处罚事件对t-1、t+1、t+2这3个交易日非正常收益的影响存在统计显著性。根据中值检验,处罚事件对t-3和t-1交易日影响存在统计显著性。不论是均值检验还是中值检验,处罚事件对公告日当天非正常收益没有影响,一个可能的解释为处罚公告发生在当天交易之后或者当天该股票没有交易,公告日非正常收益的观察值比公告前后的观察值少42个。还有一个有趣的发现是,不论是均值检验还是中值检验,t+4交易日拒绝零假设的显著性水平为1%,结合表1,t+4交易日的日非正常收益的均值和中值分别为0.0068和0.0061,一种可能的解释是处罚事件对股票价格和收益率的负面影响到t+3交易日已经完全消化,并且t+4交易日纠正了对前几个交易日的过度反应。

表2 非正常收益的统计检验

	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t
t 值	0.4524	0.8925	-1.386	0.4168	-1.632*	0.0675
p 值	0.6516	0.3735	0.1678	0.6774	0.1048	0.9463
Wilcoxon 秩值	0.9013	0.5208	2.1339**	0.8012	1.9678**	0.3498
p 值	0.3674	0.6025	0.0328	0.423	0.0491	0.7265
正态计分值	0.5671	0.7333	-1.807*	-0.375	-1.826*	0.1788
p 值	0.5707	0.4634	0.0707	0.7073	0.0679	0.8581
观察值	155	155	155	155	155	112

	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
t 值	-2.8216**	-1.672*	-0.9592	3.0186***	0.8503
p 值	0.0054	0.0966	0.339	0.003	0.3965
Wilcoxon 秩值	1.39077	1.39077	1.26393	3.1272***	0.3278

续表 2 非正常收益的统计检验

	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
p 值	0.1643	0.1643	0.2063	0.0018	0.743
正态计分值	-1.499	-1.499	-1.0943	0.0017	0.6759
p 值	0.1339	0.1339	0.2738	3.1445	0.4991
观察值	155	155	155	155	155

注：\*\*\*、\*\*和\* 分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。

### 3. 累积非正常收益的描述性统计

表 3 给出了(t-5,t+5)共 11 个交易日累积非正常收益的描述性统计, 累积非正常收益的均值从 t-3 交易日到 t+5 交易日均为负数, 累积非正常收益的中值从 t-2 到 t+5 均为负数, 到 t+5 交易日, 累积非正常收益的均值和中值分别为-0.006 和-0.0098, 从事件窗口期间看, 处罚事件导致被处罚公司股东遭受了大的累积非正常损失。

表 3 累积非正常收益的描述性统计

	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
均值	0.0008	0.0025	-0.0004	0.0007	-0.0025	-0.0022	-0.0094	-0.0119	-0.014	-0.0074	-0.006
中值	0.0018	0.0064	0.00286	-0.002	-0.0042	-0.0066	-0.0066	-0.0143	-0.0162	-0.0061	-0.0098
最大值	0.0587	0.117	0.1767	0.184	0.19901	0.19518	0.22337	0.21193	0.20369	0.22468	0.21888
最小值	-0.065	-0.104	-0.1717	-0.158	-0.1987	-0.199	-0.272	-0.3695	-0.3423	-0.4423	-0.5425
标准差	0.0233	0.0338	0.04262	0.0444	0.05167	0.05788	0.0668	0.07284	0.07588	0.08198	0.08547
观察值	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155

### 4. 累积非正常收益的统计检验

表 4 给出了累积非正常收益的均值检验和中值检验结果。不论是均值检验还是中值检验, 处罚事件对累积非正常收益的影响到 t+1、t+2 和 t+3 存在统计上显著性。

表 4 累积非正常收益的统计检验

	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t
t 值	0.4524	0.9282	-0.1094	0.1829	-0.5907	-0.4826
p 值	0.6516	0.3548	0.913	0.8551	0.5556	0.6301
Wilcoxon 秩值	0.9013	1.3836	0.29566	0.0473	1.21034	0.96738
p 值	0.3674	0.1665	0.7675	0.9622	0.2261	0.3334
正态计分值	0.5671	1.1299	0.08116	0.0126	-0.9675	-0.776
p 值	0.5707	0.2585	0.9353	0.99	0.3333	0.4377
观察值	155	155	155	155	155	115
	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	
t 值	-1.745*	-2.035**	-2.297**	-1.1225	-0.8794	
p 值	0.083	0.0436	0.023	0.2634	0.3805	
Wilcoxon 秩值	1.7641*	1.96245**	2.49303	1.19605	0.94773	
p 值	0.0777	0.0497	0.0127	0.2317	0.3433	
正态计分值	-1.762*	-1.9701**	-2.3225***	-1.1019	-0.7774	
p 值	0.078	0.0488	0.0202	0.2705	0.4369	
观察值	155	155	155	155	155	

注：\*\*\*、\*\*和\* 分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。



综合以上的实证分析,均值检验和中值检验进一步支持了这样的结论:第一,上市公司违法违规处罚事件对股票收益产生负面的影响,股票投资者遭受了负的非正常收益。第二,处罚事件对股票投资收益的影响主要集中在 $t-1$ 、 $t+1$ 和 $t+2$ 这3个交易日,说明投资者关注上市公司处罚事件并能很快做出反应。

#### 四、基本结论与政策含义

本文从理论和实证两个角度讨论了证券执法和投资者保护之间的关系。从理论上讲,加大对上市公司违法违规的处罚力度可以对上市公司内部人起到威慑作用,提高对中小投资者利益的保护度,从而增强投资者的信心,提高上市公司价值,降低股权筹资成本,以促进证券市场的发展和经济增长。

事实上,本文对上市公司违法违规处罚事件的实证分析表明,加大对上市公司的处罚并没有给投资者带来正的非正常收益,反而在处罚公告日前后投资者遭受了损失,其利益并没有得到更好的保护。对这一结果的可能解释,一是证券执法部门对上市公司违法违规处罚力度不够,对于违法违规的直接当事人并没有起到真正的威慑作用。在我们的样本期中,重复、多次受到处罚的上市公司为数不少。第二,在各种法律责任制度中,只有民事责任才能给予受害者充分的救济,而我国的证券法规中缺乏民事责任的规定,对于违法违规行为的处罚一般采用行政处罚的解决办法,对于受害的投资者没有给予相应的补偿。因此,加大证券违法处罚力度和明确规定证券违法的民事责任应该成为证券法修改的重要内容。

本文只是对证券执法、投资者保护和证券市场发展之间关系做了初步的研究。在研究过程中,我们发现在被处罚的上市公司中受过证监会特别处理(ST)的个案不在少数,说明当公司出现财务上的困难时,违法违规的可能性加大。当一个公司健康运行时,出于声誉和未来继续融资的考虑,上市公司内部人会减少违法违规的行为。Johnson等(2000)对亚洲金融危机的研究发现,当公司陷入财务困境时,公司内部人对于中小投资者的盘剥就会变本加厉。我们的观察与Johnson等(2000)相一致,这说明加强上市公司的声誉机制在提高投资者利益保护度和促进证券市场发展上起到的作用,与法律机制的作用是相辅相成的。因此,如何提高上市公司的质量、充分发挥声誉机制的作用对于提高投资者利益保护度同样具有重要的作用。

\* 本文曾提交由上海财经大学金融学院和证券期货学院主办的《资本市场创新与金融工程发展——迎接新一轮金融开放的调整研讨会》(2005,上海),感谢金德环、丁剑平和冯芸等教授对本文提出的宝贵修改意见。厦门大学金融系研究生王磊参与了部分数据分析工作。文中存在的不足和错误由作者自负。

注释:

- ①这里  $x=R_M/(R_M+R_E)$ ,  $0<x<1$ 。
- ②托宾  $q$  值定义为公司的市场价值与重置成本(初期的投资额)的比率,  $q=[(1-d^*(1-k))(1+g)]I/I=(1-d^*(1-k))(1+g)$ 。
- ③Bhagat 和 Romano(2001)认为在分析事件的影响时,事件窗口的事件段不宜过长,否则会增加其他的噪音。
- ④根据金融学文献,除了固定预期收益统计模型之外,还包括市场模型,资本资产定价模型和套利定价模型,后两者为经济模型,需要严格的假设前提,在实证分析中较少使用。我们用上证综合指数和深圳成分股指数作为市场收益率,采用市场模型测算了受处罚上市公司的预期收益率,但是回归方程的拟合优度不到 30%,因此我们在本文中并没有给出具体的计算结果。

参考文献:

- [1]La Porta R,Lopez-De-Silanes F,Shleifer A,Vishny R. Legal determinants of external finance[J]. Journal of Finance,1997(52):1131~1150.
- [2]La Porta R,Lopez-De-Silanes F,Shleifer A,Vishny R. Law and finance[J]. Journal of Political Economy,1998(106):1113~1155.
- [3]La Porta R,Lopez-De-Silanes F,Shleifer A,Vishny R. The Quality of government [J]. Journal of Law,Economics,and Organization,1999(15):222~279 .
- [4]La Porta R,Lopez-De-Silanes F,Shleifer A,Vishny,R. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics,2000(58).
- [5]Coffee J. Privatization and corporate governance: The lessons from securities market failure[R]. Working paper no. 158,Columbia Law School,New York ,2000.
- [6]Johnson S,Boone P,Breach A,Friedman E. Corporate governance in the Asian financial crisis[J]. Journal of Financial Economics,2000(58).
- [7]Glaeser E,Johnsom S,Shleifer A. Coase versus the Coasians[J]. The Quarterly Journal of Economics,2001(116):853~899.
- [8]Allen F,Qian J,Qian M. Law,finance and economic growth in China[R]. Working Paper,2002.
- [9]Jensen M,Meckling W. Theory of the firm:managerial behavior,agency costs,and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics,1976(3):305~360.
- [10]Bhagat,Romano. Event studies and the law[R]. Yale Law School working paper,2001.
- [11]沈艺峰,许年行,杨熠. 中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).
- [12]何佳. 中外信息披露制度及实际效果比较研究[R]. 深圳证券交易所综合研究所研究报告第 0051 号,2001.
- [13]卢锋,姚洋. 金融压抑下的法治、金融发展和经济增长[J]. 中国社会科学,2004,(1).

## Listed Companies Fraud Punishment and Investor Protection

CHEN Guo-jin<sup>1</sup>, ZHAO Xiang-qin<sup>1</sup>, LIN Hui<sup>2</sup>

(1. Department of Finance, Xiamen University, Xiamen 361005, China

2. Party School of Party Committee, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

**Abstract:** In this paper, we discuss the issue of securities law enforcement and investor protection. Theoretically, strengthening the law enforcement will restrict the action of potential law-breakers and protect the small investors. However, after the event study of the punishment of the listed companies during 2001—2003 in China, we find that near the announcement day, the A shareholders get negative abnormal returns. Therefore, we present a modification to the securities law in China.

**Key words:** listed companies; fraud punishment; investor protection

(责任编辑 喜 雯)

\*\*\*\*\*

(上接第 47 页)

publicly traded companies in China using the Leland-Toft model. The results show that the expected default frequencies (EDFs) calculated from the model can give a good description of the credit risk of the publicly traded companies. Since the EDFs vary substantially for companies with different credit ratings, the model is quite effective in assessing the credit risk of the publicly traded companies in China. By Xinhua Far East's credit rating system, we find that the EDFs calculated from the Leland-Toft model are close to zero for maturities less than three years, one year and half year if companies are rated AA or above, BBB or above, and below BBB, but that long term EDFs of Chinese companies are very high.

**Key words:** credit risk; Leland-Toft model; expected default frequency

(责任编辑 喜 雯)