

上市公司投机行为及其监管有效性研究

冯 锐 申 晨 李胜兰^{*}

〔摘 要〕 传统的学术观点认为完善的法律制度是抑制上市公司投机行为的主要手段。然而,法律制度不断完善的中国证券市场为什么仍然存在普遍的公司投机行为呢?法律制度中可实施的惩罚机制缺失是问题的关键。本文从法律制度实施的角度重新审视了上市公司投机行为与证监会监管稽查的有效性研究,发现在控制地方政府对上市公司利益诉求的情况下,证券稽查的执法力度能够有效降低上市公司预期的投机行为。在研究结论的基础上,我们提出具体的政策建议以利于抑制上市公司投机行为,更好地保护投资者权益。

〔关键词〕 上市公司;机会主义;盈余操纵;证券稽查

尽管中国证券市场规模已经跻身全球资本市场第一军团,但市场中上市公司投机行为的普遍性也使得证券市场冠以“投机主导”的名号。事实上,市场中公司新股上市、上市公司股票增发或者非流通股解禁都会引发中国股市的过度投机(阎敏和黄红军,2005;郑方镛等,2007)。传统观点认为成熟的法律制度有助于设计完善合约,并确保合约的有效缔结和实施,在很大程度上能够抑制市场行为主体产生的投机行为。然而,从中国法律制度建设来看,目前我国已经建立了一套以《公司法》《证券法》等为核心的相对完善的法律体系,并且对于上市公司的诸多经济行为进行了明确规定,为什么仍然不能有效防范公司投机行为的产生呢?

一、文献综述

从现有研究结论来看,缺乏有效的监管稽查是导致目前市场中上市公司投机行为普遍存在的重要原因。事实上,La Porta等(1998,2002)认为欧美发达国家之所以拥有成熟的股票市场,主要原因之一是普通法系的国家相比其他法律渊源国家具有更完善有效的监管稽查,监管部门能够有效惩罚上市公司的投机行为,确保法律有效而公平的实施。而Pistor(2000)进一步指出稽查效率可能比立法本身更加重要,有效的执法能够抵消立法缺陷造成的一些负面效果,尤其是在法制环境不甚完善的国家更是如此。相比国外学者的研究,国内学者肖珉(2008)和张宗新(2007)认为静态的法律制度对于

^{*}冯锐,经济学博士,广州大学经济与统计学院讲师,510006;申晨,经济学博士,浙江理工大学经济管理学院讲师;李胜兰,管理学博士,中山大学岭南学院教授、博士生导师。本文是广东省哲学社科十三五规划项目(GD16XYJ09)的阶段性成果。

上市公司投机行为的抑制作用,在执法效率低下的态势下容易成为“花架子”,真正保护中小投资者权益的则是法律的有效实施。在理论分析基础上,邵新建等(2014)通过ST类样本公司的研究表明,证监会针对内幕交易的行政执法越严格,越有助于抑制内幕信息的泄露。据中经网统计,目前在证监会查处的违规案件中,截止2014年6月,违规处罚类型是“内幕交易”的仅有23件,而加上涉及可能存在内幕交易的其他违规处罚行为(操纵股价、欺诈上市和重大遗漏)的上市公司也只有96家。投资者普遍认为,与实际发生的内幕交易相比,被查处案例称得上是凤毛麟角。尽管我国存在相对完善的法律制度,但根据Chen等(2005)的研究结论不难发现,法律法规在执法阶段不能有效公平实施,使得投资者保护在一定程度上成为“一纸空谈”,导致证券市场投机等非理性行为普遍存在。同时,肖东华和陶启智(2013)认为投机等非理性行为会逐步吞噬理性投资者的资本力量,最终形成无效率证券市场,危害投资者利益。可见,立法只是有效监管的一个重要环节,如果缺乏严格公平的行政稽查,就无法遏制机会主义行为的发生。

上述推论尽管在逻辑上显而易见,然而困难在于无论是上市公司的投机行为还是证券稽查的执法力度都难于测度,使得定量研究难以开展。值得关注的是,会计盈余作为能够有效反映企业经营业绩的重要指标是许多企业契约的重要参数,而且会计盈余管理往往在投资者眼中被认为与公司的“坏行为”有着千丝万缕的联系。因此,会计盈余可以视为上市公司投机行为的指示指标,并且,盈余信息的风险含量研究已经成为上市公司决策行为的重要指标(王永海、徐琴,2016)。例如,Healy和Wahlen(1999)提出企业是一系列契约的联合(Nexus of Contracts),而会计盈余通过计量各相关利益者在企业的投入确定它们依据契约所应得到的回报,保护各契约当事人的利益,并为后续其他契约的签订和谈判提供有益信息。Park和Shin(2004)研究表明上市公司大股东存在通过盈余操纵或者隐瞒公司真实内部信息以达到误导外部投资者的机会主义行为。可见,盈余操纵在很大程度上可以看作上市公司一系列违法违规行为的源头。与此同时,2002年中国证监会出台的《关于进一步完善中国证券监督管理委员会行政处罚体制的通知》(以下简称《通知》)中详细列举了证监会监管处罚的种类,该文件为本文刻画证券稽查执法力度提供了依据。

本文致力于上市公司投机行为与证监会监管稽查有效性研究,不仅阐述了证券稽查对上市公司投机行为治理的理论机制,而且采用中国数据对其进行了经验分析,更加丰富了法律制度落实对投机行为影响的相关研究。本文实证结果表明,在控制地方政府对上市公司利益诉求情况下,证券稽查的执法力度能够有效降低上市公司下期的盈余操纵行为。需要指出的是,本文采用《通知》中相关处罚对上市公司盈余操纵的影响来研究法律制度落实对投机行为的监管效果,相比之前学者的研究主要有以下两方面贡献:一是在中国政治经济制度的背景下,考察了法律制度落实对投机行为的抑制作用,丰富了国内“法-金融”领域理论研究,尤其是执法领域的研究成果;二是采用打分法来定量衡量《通知》对投机行为的制裁力度。以往研究多采用法律环境指数进行测度,存在以不同基准期进行编写,统计口径不一致的缺陷。

二、监管稽查背景下的理论假说

我国证券市场投资者权益保护的改善程度与行政执法机构的稽查与监管效率息息相关。中国证券市场在中央政府主导自上而下的改革下得以快速发展,然而中央顶层制度安排缺乏证券市场的实践检验,仅依赖于《证券法》《合同法》和《公司法》等一系列与证券市场相关法律还不足以保护投资者权益。

中国证券稽查机制改革经历了分散监管稽查、多头监管稽查到集中统一执法三个发展阶段。在分散监管和多头监管之下,基于上市配额制,地方证券执法机构在证券稽查过程中既是“裁判员”又是

“运动员”。由于中国经济分权的同时伴随着政治集权, 晋升激励使得地方政府官员有着非常强烈的内在动机促进地方经济快速发展。因此, 出于争夺证券市场经济资源的目的, 上市公司的数量和业绩成为地方政府及各级官员政绩考核的潜在指标。在这一背景下, 对于上市公司不易察觉而又在一定程度上侵害投资者权益的行为, 地方监管部门往往监管力度不够。更有甚者, 相关地方政府出于政绩需要, 还给予上市公司大面积的税收优惠和财政补贴, 以达到地方上市公司的扭亏、ST 保牌、平滑利润、资产保值增值等目的。尤其是国有上市公司, 其负责人通常由地方国资委任命, 与地方政府具有很强的政治关联, 更容易导致隐藏或忽视企业风险, 形成进一步的企业经营状况造假。2007 年之后, 中国证券监督管理委员会统一负责对全国证券市场监管。相关监管部门在证券市场中查处了一大批内幕交易、市场操纵、虚假陈述等侵害投资者权益的重大案件。中央统一监管使得上市公司监管摆脱了地方政府的直接干预, 维护了合约的严肃性, 提高了保护市场投资者利益的能力。

基于我国证券稽查的改革历程, 证监会对上市公司的治理机制主要围绕投资者的有限理性和合约理论的不完全性展开。从严格的法律经济学角度来看, 证券市场中合约的设计和签订是基于投资者当时所掌握的信息。由于投资者的有限理性, 不可能预见合约实施过程, 所以合约双方参与人所获取的信息价值可能既不完全也不对称。实际上, 在信息不对称的情况下, 合约一方隐藏自己的私人信息, 通过“说假话”隐藏自己的真实有效信息来达到自身效用最大化, 或是利用“机会主义行为”欺骗投资参与者, 侵害其产权权益。基于合约的这种不完全性假设不难发现, 无法完全通过合约的设计解决所有未来的潜在风险。因此, 证监部门的证券稽查正是基于合约在执行中所产生不可预测问题而相机进行的事后治理。

下文将通过一个简单的数学模型更加直观地论证上述分析。首先, 假设一个国家证券市场中有 M 个相同公司, 每个公司的员工数量是 L_i ($L_i = 1$), 初始固定资本 (Fixed Capital) 是 FC_j ($FC_j > 1$), 其中 $j \in \{1, 2, \dots, M\}$, 且 $FC_1 = FC_2 = \dots = FC_M$ 。另外, 该国第 $M+1$ 个公司有员工数量 L_{M+1} , 且初始固定资本是 $FC_1 > FC_{M+1}$ 。国内证券市场一定时期内的自由资本假定为 \bar{K} , 且能够在 $M+1$ 个公司之间自由流动, 不考虑国内证券市场与其他市场之间的资本流动。此外, $M+1$ 个公司按照经济状况可以分为两种类型: 优质公司 (H) 和劣质公司 (L), 且对于每个公司 $j = \{1, 2, \dots, M, M+1\}$, $S_j \in \{H, L\}$ 。对于优质公司而言, 在相同的技术水平下, 其技术生产力应高于劣质公司的技术生产力, 即 $A(H) > A(L)$ 。

影响证券市场中公司资本总量的因素很多, 但是基于模型分析的目的, 假定每个公司最终的资本总量取决于两个主要因素: 该公司的经济状况类型 (S_j) 和该市场中优质公司的数量 (n), 而其他相关因素均相同。此外, 如果该公司的资本总量 (Total Capital) 记为 TC_j , 那么 $TC_j = TC_j(S_j, n)$ 。

采用 Cobb-Douglas 生产函数描述每个公司的产出:

$$Y_j = A(S_j) F(TC_j(S_j, n), L_j) \quad (1)$$

令 $y_j = Y_j / L_j$ 和 $tc_j = TC_j / L_j$, 且生产函数中资本弹性 $0 < \alpha < 1$,

$$y_j = A(S_j) (tc_j(S_j, n))^\alpha \quad (2)$$

假设公司的投资者均为理性人, 当这个国家证券市场中的金融资本分布达到一般均衡时, 不论某个公司的经济状况类型是优质公司还是劣质公司, 该公司与其他公司的资本回报率均相同, 即:

$$\left\{ \frac{\partial y_j}{\partial tc_j} \middle| S_j = H \right\} = \left\{ \frac{\partial y_j}{\partial tc_j} \middle| S_j = L \right\} \quad (3)$$

经整理得:

$$\left(\alpha A(S_j) (tc_j(S_j, n))^{(\alpha-1)} \middle| S_j = H \right) = \left(\alpha A(S_j) (tc_j(S_j, n))^{(\alpha-1)} \middle| S_j = L \right) \quad (4)$$

我们考虑第 $M+1$ 个公司, 由上面假设可知 $TC_{M+1} = TC_{M+1}(S_{M+1}, n)$ 。那么, 如果该公司为优质公司, 即 $S_j = H$ 。我们有:

方程 1:

$$TC_{M+1}(H, n) - FC_{M+1} + (n-1) \left((TC_j(S_j, n) \middle| S_j = H) - FC_1 \right) + (M-n+1) \left((TC_j(S_j, n) \middle| S_j = L) - FC_1 \right) = \bar{K} \quad (5)$$

相反, 如果该公司为劣质公司, 有:

方程 2:

$$TC_{M+1}(L, n) - FC_{M+1} + n \left((TC_j(S_j, n) \middle| S_j = H) - FC_1 \right) + (M-n) \left((TC_j(S_j, n) \middle| S_j = L) - FC_1 \right) = \bar{K} \quad (6)$$

情况一: 公司的经济状况类型可观测。

基于情况一, 可知 $S_j \in \{H, L\}$ 的确切情况, 那么方程 1 和方程 2 变为:

$$TC_{M+1}(H, n) - FC_{M+1} + (n-1) (TC_j(H, n) - FC_1) + (M-n+1) (TC_j(L, n) - FC_1) = \bar{K} \quad (7)$$

$$TC_{M+1}(L, n) - FC_{M+1} + n (TC_j(H, n) - FC_1) + (M-n) (TC_j(L, n) - FC_1) = \bar{K} \quad (8)$$

通过上面两个方程联立解得第 $M+1$ 个公司的资本总量是:

$$TC_{M+1}(H, n) = \frac{\bar{K} + M \cdot FC_1 + FC_{M+1}}{n + (M+1-n)\mu} \quad (9)$$

$$TC_{M+1}(L, n) = \mu \cdot \frac{\bar{K} + M \cdot FC_1 + FC_{M+1}}{n + (M+1-n)\mu} \quad (10)$$

$$\text{其中, } \mu = \left(\frac{A(H)}{A(L)} \right)^{1/(\alpha-1)}, \quad 0 < \mu < 1$$

结论一: 若所有公司的经济状况类型可以观测, 公司的金融资本总量将会随着一个国家中优质公司的数量增加而递减。

情况二: 公司的经济状况类型不可观测。

如果公司的经济状况类型不可观测, 则需要采用要素价值理论来定性衡量公司的行为。公司 j 的生产总值可以表示为:

$$R_j = wL_j + rFC_j \quad (11)$$

其中, 劳动工资率表示为:

$$w = \frac{\partial Y_i}{\partial L_i} = (1-\alpha) A(S_j) (tc_j(S_j, n))^\alpha \quad (12)$$

资本报酬率表示为:

$$r = \frac{\partial Y_i}{\partial K_i} = \alpha A(S_j) (tc_j(S_j, n))^{\alpha-1} \quad (13)$$

因此, 公司 j 的总支出成本是:

$$R_j(S_j, n) = A(S_j) \{ (1-\alpha) (tc_j(S_j, n))^\alpha \cdot L_j + \alpha (tc_j(S_j, n))^{\alpha-1} \cdot FC_j \} \quad (14)$$

当公司的经济状况类型不可观测时, 即公司的财务信息是私人信息时, 公司管理者是否会有动机去隐匿本公司的财务状况追求更多的投资者呢? 为了说明公司可能的后续行为, 不妨假设 $M+1$ 个公司中, 只有一个公司进行了欺诈行为, 即第 j 个公司本来属于劣质公司, 那么公司 j 是否有动机通过隐匿公司经济状况或者伪造财务信息等方式让投资者误判断为优质公司呢? 事实上, 如果一个公司通过隐匿公司经济状况或者伪造财务信息等方式能够成功误导投资者, 那么我们就可以断定该公司存在这样的风险行为。

显然, 一个劣质公司的资本总量本应该是 $TC_j(L, n)$, 而该公司如果伪装成优质公司, 则资本总量为 $TC_j(H, n+1)$ 。那么, 该公司风险行为前后的收益差为:

$$\begin{aligned} & A(L) \{ (1-\alpha) (tc_j(H, n+1))^\alpha \cdot L_j + \alpha (tc_j(H, n+1))^{\alpha-1} \cdot FC_j \} \\ & - A(L) \{ (1-\alpha) (tc_j(L, n))^\alpha \cdot L_j + \alpha (tc_j(L, n))^{\alpha-1} \cdot FC_j \} > 0 \end{aligned} \quad (15)$$

从公式 (10) 可以看出:

$$TC_j(H, n+1) \geq \frac{\bar{K} + M \cdot FC_1 + FC_{M+1}}{M+1} \geq TC_j(L, n) \quad (16)$$

令 $\gamma = TC_j / TC_j(H, n+1) < 1$, 那么,

$$\begin{aligned} & A(L) \{ (1-\alpha) (tc_j(H, n+1))^\alpha \cdot L_j + \alpha (tc_j(H, n+1))^{\alpha-1} \cdot FC_j \} \\ & - A(L) \{ (1-\alpha) (tc_j(L, n))^\alpha \cdot L_j + \alpha (tc_j(L, n))^{\alpha-1} \cdot FC_j \} \\ & = A(L) (tc_j(H, n+1))^\alpha \left((1-\alpha)(1-\gamma^\alpha) + \alpha(1-\gamma^{\alpha-1}) FC_j \right)^\alpha \\ & \geq A(L) (tc_j(H, n+1))^\alpha \left((1-\alpha)(1-\gamma^\alpha) + \alpha\gamma(1-\gamma^{\alpha-1}) FC_j \right)^\alpha > 0 \end{aligned} \quad (17)$$

此时, 不等式成立的原因在于 $FC_{M+1} < FC_1 \leq TC_j(L, n)$, 而且 $0 < \alpha < 1$ 。另外, 当 $0 < t < 1$, $(1-\alpha)(1-t^\alpha) + \alpha t(1-t^{\alpha-1}) = 1 - \alpha - t^\alpha + \alpha t > 0$ 。

结论二: 若所有公司的经济状况类型不可观测, 公司为了提升本公司的金融资本总量, 则有动机去实施一系列风险行为从而达到误导投资者的目的。

通过上面的分析可以看出, 上市公司有动机去隐匿本公司的财务状况吸引更多的投资者。因此, 在契约履行过程中, 如果上市公司所面临的证券稽查越严格, 投资者权益受损的可能性越小。假设

用 C 表示上市公司机会主义行为所面临的证监部门处罚。在不考虑其他因素影响情况下,如果证监部门依据法律确保市场公平、公开、公正的基本原则下严格执法,当处罚等于上市公司通过隐匿本公司财务状况而获取收益时,则上市公司失去实施机会主义行为的动机,即:

$$B = A(L) \left\{ (1-\alpha) (tc_j(H, n+1))^\alpha \cdot L_j + \alpha (tc_j(H, n+1))^{\alpha-1} \cdot FC_j \right\} - A(L) \left\{ (1-\alpha) (tc_j(L, n))^\alpha \cdot L_j + \alpha (tc_j(L, n))^{\alpha-1} \cdot FC_j \right\} = C \quad (18)$$

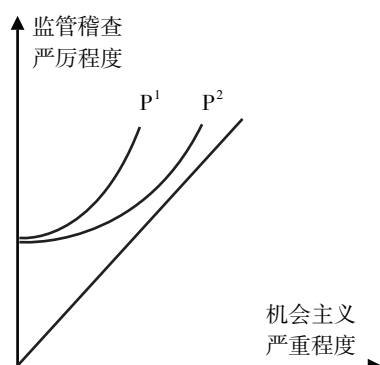


图1 证监会监管稽查无效情形

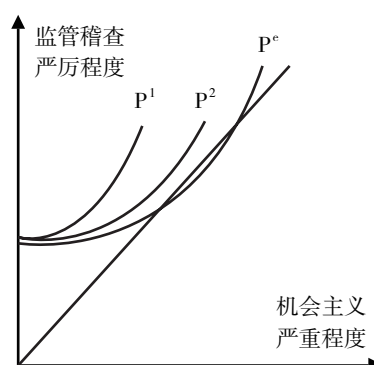


图2 证监会监管稽查有效情形

如图1和图2,纵轴表示证监会对上市公司机会主义行为的处罚程度,横轴表示上市公司机会主义行为的严重程度。用 $B = C$ 来表示上市公司机会主义行为收益和证监部门的处罚成本的等价曲线,即根据上市公司机会主义的收益,证监部门给予其同等货币化的处罚。假设用向上倾斜的曲线 P 来刻画证监部门监管稽查行为的特征。由于随着上市公司机会主义行为程度的加剧,证监部门监管稽查的程度也愈发严厉,而且当上市公司机会主义行为达到一定程度时,证监部门监管稽查的严厉程度会呈现边际递增的趋势。因此曲线 P 是凹函数。

证监部门依据曲线 P 对上市公司机会主义行为收益进行相应处罚。由于法律资源有限,执法者不可能对所有上市公司投机行为进行追查,理性的公司管理层在实施机会主义行为时也会考虑到这一点。因此,存在一条投机者预期的第三方治理机构证券执法曲线 P^e ,而投机者将曲线 P^e 与自身收益行为曲线进行比较并作出决策。需要强调的是,在证券稽查过程中,地方政府的利益诉求对其机会主义也会产生重要影响,或出于地方政府利益诉求而默许,甚至变相帮助上市公司实施投机活动,或配合证监部门的统一执法肃清证券市场投机行为。对于现实中的中国证券市场,当纳入地方政府利益行为时,可依据之前的理论分析,提出以下假说:

假设命题:在控制地方政府对上市公司利益诉求的情况下,证监部门监管稽查的执法力度能够有效降低上市公司的投机行为。

三、实证分析

(一) 研究样本与数据

本文的研究样本为中国证券市场中2010—2015年期间发生违规行为且受到证监会处罚的上市公司。在分析和搜集上市公司违规及处罚数据过程中本文发现,该期间共有1447家上市公司存在违规问题,但受到中国证监会及其地方证监局实质性处罚的共有317家,其中31家公司样本缺乏公司内部治理数据。由于公司内部治理对解释上市公司盈余操纵具有关键作用,遗漏该数据将会对经验估计

的结果产生重要影响,所以在删除该31家上市公司样本后,本文主要基于286家上市公司样本考察证券稽查的执法力度对上市公司盈余操纵行为的影响。

本文原始数据主要来自国泰安(CSMAR)数据库中的中国股票市场交易数据库,包括财务报表数据库和上市公司违规行为数据库。其中,证券稽查对于上市公司的处罚类型则通过上市公司违规行为数据库手工整理。此外,研究中所需要的其他控制变量来自于CSMAR数据库、《中国统计年鉴》和中国各省级的地方《统计年鉴》。

(二) 变量选取与构建

在控制上市公司股权集中度、资产负债率、资产规模和公司内部治理的基础上,本文的实证研究从行政执法层面上,重点考察证券稽查执法力度对证券市场上市公司的机会主义行为的抑制作用。被解释变量为公司的会计盈余。盈余管理的度量从国际研究视角上主要采用三种方法,即总体应计模型(Aggregate Accruals Model)、频率分布方法(Frequency Distribution Approach)和特定应计模型(Specific Accrual Model)。目前国内对于盈余管理的度量研究主要是借鉴国外的前两种研究方法。然而相比Burgstahler和Dichev(1997)提出的频率分布方法,总体应计利润模型和特定应计模型在统计上存在一些缺陷,这也导致了国内学者在涉及盈余管理度量的研究成果一直受到国际学者的质疑和批评。鉴于此,本文在度量盈余管理时,主要采用两种测度方法衡量上市公司对非正常性应计利润的操纵程度。一种是国内学者广泛使用的修正Jones模型,该模型隶属于总体应计模型;另一种是考虑上市公司资产收益率(ROA)进行业绩匹配的盈余操纵,作为采用频率分布方法的初步探索。

1. 修正的Jones(amendedjones)

在估计应计利润时,虽然Jones(1991)模型很好地控制了公司经济环境变化对应计利润的影响。但在收入确认受到操纵时,Jones模型在估量非正常性应计利润时会出现误差,修正的Jones模型则考虑了针对收入确认的盈余管理。其主要思想是,每年度在各个行业内按照式(19)进行横截面最小二乘回归,估计出行业特征参数 β_1 、 β_2 和 β_3 。

$$\begin{aligned} ETA_{i,t}/Asset_{i,t-1} = & \alpha + \beta_1/Asset_{i,t-1} + \beta_2 \Delta REV_{i,t}/Asset_{i,t-1} \\ & + \beta_3 PPE_{i,t-1}/Asset_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (19)$$

这里 $ETA_{i,t}$ 表示企业 i 在 t 年度的总体应计利润,等于营业利润与经营活动净现金流的差额; $\Delta REV_{i,t}$ 表示企业 i 在 t 年度营业收入与 $t-1$ 年度营业收入的差额; $PPE_{i,t-1}$ 表示企业 i 在 t 年度的固定资产净值; $Asset_{i,t-1}$ 表示企业 i 在 $t-1$ 年度末的总资产规模。

然后,利用下面的公式来估计不受操纵的正常性应计利润(NDA)。

$$\begin{aligned} NDA_{i,t} = & \alpha + \beta_1/Asset_{i,t-1} + \beta_2 (\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/Asset_{i,t-1} \\ & + \beta_3 PPE_{i,t-1}/Asset_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (20)$$

这里 $\Delta REV_{i,t}$ 为企业 i 在 t 年度的应收账款与 $t-1$ 年度应收账款的差额,其余各变量的定义同前。总体应计利润(ETA)扣除NDA之后的差额绝对值,即得非正常性应计利润。

2. 业绩匹配的盈余操纵(matchedroa)

该测度主要目的在于控制上市公司业绩水平对应计利润的影响(Kothari等,2005)。模型是在修正的Jones模型基础上,控制上一年度的资产收益率($ROA_{i,t-1}$),回归模型如下:

$$ETA_{i,t}/Asset_{i,t-1} = \alpha + \beta_1/Asset_{i,t-1} + \beta_2 \Delta REV_{i,t}/Asset_{i,t-1} + \beta_3 PPE_{i,t}/Asset_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (21)$$

基于式(21)估计所得到的特征参数 β_1 、 β_2 、 β_3 和 β_4 ,可以利用式(22)估计出不受收入操纵和业绩水平匹配下的正常性应计利润NDA,即:

$$NDA_{i,t} = \alpha + \beta_1/Asset_{i,t-1} + \beta_2 (\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/Asset_{i,t-1} + \beta_3 PPE_{i,t}/Asset_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (22)$$

这里,各变量的定义同前。类似的,ETA与NDA之差的绝对值即为非正常应计利润。

解释变量主要是通过证监会针对上市公司处罚进行打分的方法进行度量。具体而言,根据《通知》的规定:处罚的种类主要包括批评、警告、谴责、罚款、没收违法所得、没收非法财物、责令停产停业、暂扣或者吊销许可证、暂扣或者吊销执照、市场禁入、行政拘留以及法律、行政法规规定的其他刑事处罚。依据证监会对上市公司样本监管处罚的类别及其处罚程度分别对样本公司进行打分,具体如下:批评(1分)、警告(2分)、谴责(3分)、罚款(4分)、没收违法所得(5分)、取消营业许可证(6分)、市场禁入(7分)。如果样本公司某年度受到多个类型监管处罚,那么将对其处罚进行累计加和。基于证监会监管处罚采用的是相对打分法,所以要对此分数进行无量化处理,即将分数的加权平均结果作为衡量证监会监管处罚力度的数量指标。

控制变量主要有地方政府干预程度、上市公司股权集中度、资产负债率、资产规模和公司内部治理。本文参考赵怡欣(2012)采用年度上市公司税收占地方政府财政收入比例来衡量地方政府干预程度(intervene);上市公司股权集中度采用前十大股东持股指数度量(owner),该指数定义为前十大股东持股比例的平方和;资产负债率定义为公司每年度末总债务和总资产的比例(ratio);资产规模采用公司年度末总资产的对数(lnsize)度量;公司内部治理情况主要通过两个指标进行诠释,第一个指标是上市公司的董事长人选和总经理人选是否为同一个人选(duality),如果该指标是1,表示两者是同一人选,而如果该指标是0,则表示两者相分离;第二个指标是独立董事的比例状况(outdirect),也就是上市公司中独立董事总人数占董事会人员规模的比例。主要变量见表1。

表1 主要变量的说明

变量名	变量描述
<i>amendedjones</i>	总体应计利润扣除不受操纵的正常性应计利润,反映上市公司对非正常性应计利润的操纵程度,数值越大,其盈余操纵程度越高
<i>matchedroa</i>	总应计利润扣除业绩匹配下的正常性应计利润,反映上市公司对非正常性应计利润的操纵程度,数值越大,其盈余操纵程度越高
<i>lscore</i>	打分法计算的加权平均数的一期滞后,反映证监会上一期的对上市公司监管处罚力度,数值越大,其处罚程度越严厉
<i>intervene</i>	每年度上市公司的税收占地方政府财政收入的比例,反映地方政府对上市公司的干预程度
<i>duality</i>	董事长与总经理是否由一个人承担,反映上市公司内部治理情况
<i>outdirect</i>	独立董事总人数与董事会规模的比值,反映上市公司内部治理情况
<i>owner</i>	前十大股东持股比例的平方和,反映上市公司股权集中度,数值越大,股权集中度越高
<i>ratio</i>	上市公司每年度末的总债务和总资产的比例,反映公司的风险运营水平
<i>lnsize</i>	上市公司每年度末总资产的对数,反映公司的整体规模

通过主要变量的构建,我们对其进行简单的统计性描述(见表2)。

表2 主要变量的统计性描述

变量	样本	均值	标准差	最小值	最大值
<i>amendedjones</i>	1716	0.084	1.085	-9.669	36.984
<i>matchedroa</i>	1716	0.066	0.910	-9.652	28.806
<i>lscore</i>	1716	0.055	0.130	0	0.933
<i>intervene</i>	1716	0.007	0.024	0.003	0.352
<i>duality</i>	1716	0.716	0.451	0	1
<i>outdirect</i>	1716	0.373	0.055	0. 25	0.667
<i>owner</i>	1716	44.130	16.624	4.824	91.824
<i>ratio</i>	1716	0.610	1.740	0.007	63.971
<i>lnsize</i>	1716	21.464	1.348	16.185	26.563

(三) 计量模型

基于上文的变量构建与设定,本文通过以下的实证分析模型进行分析:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 lscore_{it-1} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (23)$$

其中, Y_{it} 表示上市公司 i 在 t 年的非正常性应计利润,分别使用表中的 *amendedjones* 和 *matchedroa* 来度量; $lscore_{it-1}$ 表示证监会对上市公司 i 在 $t-1$ 年的处罚力度; X_{it} 代表一系列控制变量,即地方政府对上市公司的干预程度 (*intervene*)、上市公司内部治理情况 (*duality*和*outdirect*)、上市公司股权集中度 (*owner*)、上市公司的风险运营水平 (*ratio*)、上市公司的整体规模 (*lnsize*); ε_{it} 为误差项。

(四) 实证分析结果

在回归分析中,基于“大 N 小 T”的面板数据,本文采用不考虑扰动项相关的固定效应进行方程估计。

表3 行政执法效力差异对金融合约实施事后救济影响的实证分析结果

被解释变量	<i>amendedjones</i>	<i>amendedjones</i>	<i>matchedroa</i>	<i>matchedroa</i>
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)
<i>lscore</i>	-0.457** (-2.08)	-0.449** (-2.05)	-0.437** (-2.41)	-0.431** (-2.38)
<i>intervene</i>		7.383** (2.57)		5.688** (2.39)
<i>duality</i>	-0.029 (-0.32)	-0.027 (-0.30)	-0.019 (-0.26)	-0.017 (-0.23)
<i>outdirect</i>	-0.752 (-1.03)	-0.862 (-1.18)	-0.615 (-1.02)	-0.700 (-1.16)
<i>owner</i>	0.010*** (2.58)	0.009** (2.18)	0.008** (2.41)	0.008** (2.10)
<i>ratio</i>	-0.149*** (-8.99)	-0.149*** (-9.04)	-0.154*** (-11.24)	-0.154*** (-11.29)
<i>lnsize</i>	0.191*** (3.75)	0.187*** (3.67)	0.155*** (3.67)	0.152*** (3.60)
<i>cons</i>	-4.069*** (-3.67)	-3.923*** (-3.54)	-3.259*** (-3.55)	-3.147*** (-3.43)

被解释变量	<i>amendedjones</i>	<i>amendedjones</i>	<i>matchedroa</i>	<i>matchedroa</i>
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
<i>N</i>	1716	1716	1716	1716
<i>F</i> 值	22.27	20.10	30.53	27.07
Hausman 检验	59.97	65.72	85.60	90.71

注:括号内的值为*t*值,*,**,***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平上显著。

从表3中可以看出,中国证监会对上市公司本年度的处罚力度能够显著降低下一年度上市公司的盈余操纵,即在模型(1)和模型(3)中, $lscore_{it-1}$ 对修正的Jones盈余操纵和业绩匹配盈余操纵的回归系数分别是-0.457和-0.437。为考察地方政府对上市公司盈余操纵的影响,模型(3)和模型(4)加入了政府干预控制变量,结果表明中国证监会对上市公司本年度的处罚力度依旧显著降低下一年度上市公司的盈余操纵,而且其影响系数明显大于没有控制地方政府利益行为的影响系数。该结论不但反映了中央证券稽查统一集中的效果,而且也间接说明基于与中央政府建立的隐形契约,地方政府对证监会行政执法予以配合。此外,对于实证分析中引入的其他控制变量,上市公司的股权集中度对上市公司盈余操纵具有显著影响,即上市公司股权集中度越高,公司的盈余操纵强度越高。事实上,该分析结果也符合西方成熟证券市场中的侵害理论^①。地方政府对上市公司的干预程度与上市公司的盈余操纵呈现正相关,也印证了理论分析的观点。其他解释变量与上市公司的盈余操纵没有显著相关性。

四、总结和政策建议

本文研究表明证监会的处罚对上市公司盈余操纵能够产生抑制作用,也证明了证监会对投资者权益维护和救济的重要作用。基于本文的研究结论,为了更加有效地强化证监会监管职能,抑制上市公司投机行为,更好地保护投资者,本文给出以下建议:首先,证监会与地方政府部门建立合作机制。一方面,在证券稽查的工作思路和理念上,证监会派出机构尽可能消除与地方政府的利益冲突,减少摩擦成本,建立监管体系的激励约束机制;另一方面,证监会与其他中央政府展开合作,通过中央与地方的激励机制和问责机制,充分有效地发挥地方政府在监管当地证券经营机构、上市公司和区域证券市场治理中所具备的信息优势与资源优势;其次,将目前证券市场的发行制度由“核准制”改革为“注册制”可以从根本上改变地方政府与企业合谋的可能性。一方面,证监会在“核准制”下建立严格有效的信息披露公共平台,为市场各方参与者提供有益信息,实现证券市场发行审核过程的逐步公开化和透明化;另一方面,证监会应对具备“规模较小、筹资额有限”的民营企业进行逐步的、可推广的经验试点以实行注册制的审核方式。而对于“规模较大、筹资额较高”的企业,尤其是国有企业,应认真筹备,待运行情况稳定和经验成熟之后,再实施完全注册制。

参考文献:

邵新建、贾中正、赵映雪、江萍、薛熠:《借壳上市、内幕交易与股价异动——基于ST类公司的研究》,《金融研究》2014年第5期。

王永海、徐琴:《我国上市公司盈余信息的风险含量研究》,《东南大学学报》(哲学社会科学版)2016年第1期。

^①侵害假设理论是西方社会学者在研究股权集中度与投资者保护两者关系中,依据世界各国证券市场经验分析所归纳的一个普遍存在的结论。

- 肖珉:《法的建立、法的实施与权益资本成本》,《中国工业经济》2008年第3期。
- 肖东华、陶启智:《证券市场的卖空交易、信息来源及市场效率研究》,《求索》2013年第8期。
- 阎敏、黄红军:《中国股市投机性分析》,《经济经纬》2005年第5期。
- 郑方镛、吴超鹏、吴世农:《股票成交量与收益率序列相关性研究》,《金融研究》2007年第3期。
- 张宗新、朱伟骅:《我国上市公司信息披露质量的实证研究》,《南开经济研究》2007年第1期。
- 赵怡欣:《地方政府财政行为在上市公司盈余管理中的作用研究》,硕士学位论文,浙江大学财政学系,2011年。
- Burgstahler, D. and I. Dichev, 1997, "Earnings, adaptation and equity value", *Accounting Review*, vol.72, pp. 187—215.
- Chen, G., M. Firth, D. N. Gao & O.M. Rui, 2005, "Is China's securities regulatory agency a toothless tiger? Evidence from enforcement actions", *Journal of Accounting and Public Policy*, vol.24, pp. 451—488.
- Healy, P. & J. Wahlen, 1991, "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting", *Accounting Horizons*, vol.13, pp. 365—383.
- Jones, J., 1991, "Earnings management during import relief investigations", *Journal of Accounting Research*, vol.29, no. 2, pp. 198—223.
- Kothari, S. P., A. J. Leone & C. E. Wasley, 2005, "Performance matched discretionary accrual measure", *Journal of Accounting and Economics*, vol.39, pp. 163—197.
- La Porta, R., F. Lopez-de-silanes, A. Shleifer & R. Vishny, 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, vol.106, pp. 1113—1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-silanes, A. Shleifer & R. Vishny, 2002, "Investor protection and corporate valuation", *The Journal of Finance*, vol.57, pp. 1147—1170.
- Park, Y. W. & H. H. Shin, 2004, "Board composition and earnings management in Canada", *Journal of Corporate Finance*, vol.10, pp. 431—57.
- Pistor, K., M. Raiser & S. Gelfer, 2000, "Law and finance in transition economies", *The Economics of Transitions*, vol.8, pp. 325—368.

(责任编辑:杨嵘均)

Effect of Supervision over the Speculations of Listed Corporations

FENG Rui, SHEN Chen, LI Sheng-lan

Abstract: Traditionally, a perfect legal system is thought to be the main approach to curbing speculative behavior of the listed corporations. However, why do the company speculations still happen in securities market despite the improvement of Chinese legal system? The crux of the problem lies in the lack of implementable punishments in the legal system. From the perspective of the implementation of the law, this paper re-examines the speculations of the listed companies and the validity of Securities Regulatory Commission's supervision. It is found that under the condition of putting under control the local governments' expectation of interests on the listed companies, a forceful supervision can effectively reduce the speculation committed by the listed companies. On this basis, we offer some concrete recommendations to curb speculation of the listed corporations in order to protect the rights of investors.

Key words: listed corporation; opportunism; earnings manipulation; securities inspection