

文章编号:1000-582X(2002)11-0083-04

上市公司违规信息披露处罚效果的研究*

文守逊¹, 杨武²

(1. 重庆大学工商管理学院, 重庆 400044; 2. 重庆大学计算机学院, 重庆 400044)

摘要:上市公司违规信息披露是公司不规范治理下违规成本-收益的预期结果, 中国证监会、沪深交易所对违规信息披露处罚并未威慑和阻止违规行为收敛, 笔者提出违规信息披露处罚实际效果的问题, 并利用 SUR 模型事件分析方法和统计资料对此进行实证分析。研究表明处罚没有足够威慑力、市场对处罚反应与处罚公开性和力度正相关、处罚总体上未增加违规信息披露成本; 笔者对为提高中国证券市场效率和信息披露监管有效提供了基于实证研究的建议。

关键词:信息披露; 处罚效果; 超额日收益率; 事件影响

中图分类号: F224.1; F830.91

文献标识码: A

1 违规信息披露处罚效果问题的提出

近年我国上市公司违规信息披露所引发证券市场的剧烈震荡, 为全社会高度关注, 中国证监会、沪深交易所的处罚并未威慑和阻止违规行为收敛。全国人大《证券法》执法检查指出“信息披露不真实是证券市场比较普遍的问题”, 并要求对上市公司信息披露的监管进行深刻反思。

据表 1 可见, 上市公司违规信息披露行为主要为: 1) 信息披露不真实, 有意歪曲真实信息或披露不当会计处理的误导性财务报告, 如资金投向和利润构成; 2) 信息披露不充分, 故意遗漏隐瞒或不及时披露重大事项, 如公司债务、对外担保、关联交易和法律诉讼; 3) 未经批准擅自披露或者配合证券操纵的合谋信息披露行为。

表 1 上市公司违规信息披露行为统计

信息披露类别	信息披露违规行为	次数	比重%	比重合计%
擅自披露	未经批准擅自披露	3	1.20	1.20
发行上市信息披露	上市虚假信息披露	9	3.60	3.60
年报信息披露	信息未披露、虚假信息披露	48	19.20	28.80
	其他年报信息披露违规	24	9.60	
中报信息披露	信息未披露、虚假信息披露	10	4.00	4.00
	并购、关联交易、预亏公告信息未披露	62	24.80	
临时信息披露	未提前公告临时股东大会	3	1.20	56.00
	重大担保、交易、诉讼、投资未披露	44	17.60	
	其他重大事件未披露	31	12.40	
其他原因	其他原因	16	6.40	6.40
合计		250	100.00	100

中国证监会对上市公司信息披露违规的处罚规定有警告、没收违法所得、罚款和停止公司上市资格或撤销个人证券从业资格, 而沪深交易所则为责令改正、内部通报批评、公开谴责、罚款、认定不宜任职或报证监

会查处。但统计发现(见表 2)实际中国证监会实施的处罚主要是警告、罚款, 沪深交易所则是公开谴责、内部通报批评和责令改正。

* 收稿日期: 2002-09-01

作者简介: 文守逊(1969-), 男, 四川平昌人, 重庆大学工商管理学院讲师, 博士生。主要研究方向: 企业理论、金融投资。

表2 1993-2001上市公司违规信息披露处罚种类统计

处罚种类	责令改正	内部通报批评	公开谴责	警告	罚款	警告+罚款	只对个人处罚	处罚合计
合计	4	135	50	13	5	7	4	218
比率	1.83	61.93	22.94	5.96	2.29	3.21	1.83	

上市公司信息披露策略是理性比较违规信息披露收益和支付成本的结果,一旦预期收益大于支付成本(含受处罚成本),上市公司就有违规披露的冲动;证券市场监管对违规信息披露处罚,是增加违规成本促使理性自律,同时威慑仿效者提高市场有效性,因此违规信息披露处罚效果的实证研究是监管有效的基础。

2 违规信息披露处罚效果的实证分析

该分析主要是从处罚威慑力(被处罚公司的再处罚)、市场反应(股价对处罚的反应)、再融资(资本市场运作成本)三方面进行的。

表4 不同处罚手段导致‘再犯’的统计分析

第1次处罚		第2次处罚				
种类	次数	内部批评	警告	公开谴责	责令改正	总计(%)
内部批评	135	11	7	9	0	27(20%)
证监会处罚	26	2			0	1(7.6%)
公开谴责	50	1	1	4	0	6(12%)
责令改正	4	1	1		0	2(50%)
总计	218	13	9	12	0	36(16.5%)

2.2 市场对处罚的反应

2.2.1 超额日收益率

被处罚公司的股价波动,是市场对公司违规的反应,为了准确量化,引入如下定义:

处罚当日超额日收益率 = 个股处罚当日的日收益率(R_j) - 市场处罚日的收益率(R_m)

其中 $R_{jt} = \log(P_{jt}) - \log(P_{j,t-1})$ P_j 为股票 j 的收盘价, t 为某一天; $R_{mt} = \log(P_{mt}) - \log(P_{m,t-1})$ P_m 为市场收盘指数;

以每次处罚日为基点前后 N 天股价波动数据,得到各年度各类处罚前后超额日收益率变化和股票处罚日超额收益如下:

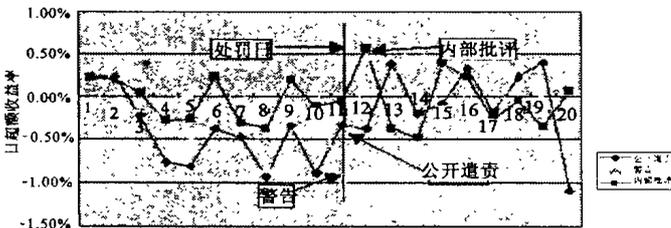


图1 2001处罚公司日超额收益率

2.1 处罚的威慑力-再处罚

被处罚公司能否吸取教训不再违规,即被处罚公司的再处罚是考核处罚有效性的重要指标。从表3、4可见,以内部批评为主的处罚和再处罚手段,其有效性非常局限;大约21%的公司受到不止一次处罚,说明处罚没有足够威慑力。

表3 1993-2001重复受到处罚的上市公司数统计

处罚次数	1次	2次	3次	4次	合计
处罚家数	135	28	5	3	171
比重%	78.95	16.37	2.92	1.75	100

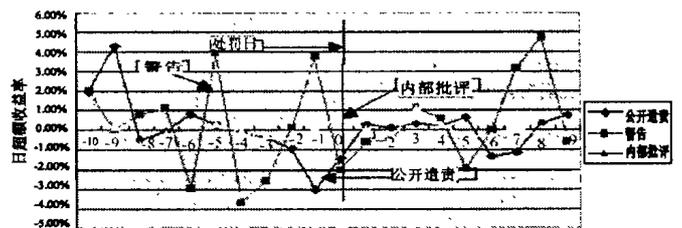


图2 2000处罚公司日超额收益率

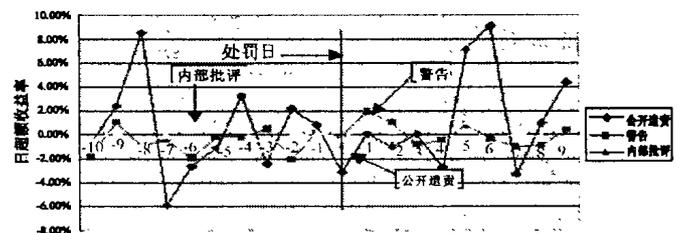


图3 1999处罚公司日超额收益率

表5 1999-2001各类处罚前后股票平均超额收益率

	内部批评	公开谴责	证监会处罚
1999	-0.23%	-3.11% (**)	-0.14%
2000	0.62%	-1.48% (**)	-2.03% (*)
2001	-0.05%	-0.33% (*)	-1.15%

注: ** 表示在5%的水平上显著, * 表示在10%的水平上显著。

可见,市场对处罚还是有相当的反应,且反应程度与处罚公开性、处罚力度存在正的相关性,即处罚公开性高,处罚力度大,如证监会警告和交易所公开谴责,市场反应就强烈。证监会警告是公开性最高、力度最大的处罚手段,在处罚当日市场反应没有对交易所公开谴责反应明显,比较可能原因是“警告处罚前立案调查时市场就已开始反映了,处罚日超额收益率只是整个反应的一部分”。

2.2.2 处罚作为事件对个股收益的影响

选用 SUR 模型考察处罚作为事件对个股收益的影响,模型具体设置为:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \lambda_i D_i(EPSt) + \epsilon_{it}$$

其中: R_{it} 为个股 i 的收益; α_i 为个股 i 的截距; β_i 为市场指数的系数; λ_i 为处罚事件影响的系数; D_i 为哑变量,在处罚日为 1,其余为 0; $EPSt$ 为公司 i 的净资产收益率,目的是分析对处罚事件影响结合被处罚公司的经营状况。

表 6 SUR 模型参数估计和检验

	λ 估计	标准方差	t - 分布值	P - 值
公开谴责	- 0.000 002 727	0.000 001 25	- 2.189	0.028 9 * * *
内部批评	0.000 046 537	0.000 038 17	1.219	0.222 9
警告	- 0.000 007 961	0.000 254 86	- 0.031	0.975 1

注: * * 表示在 5% 的水平上显著。

假设个股在处罚日收益率是互相独立的,即个股之间的扰动 ϵ_i 是不相关的,此时普通最小二乘法 and 广义最小二乘法的估计是一样 (Greene, 2000)。模型中各

系数具有各自的经济含义,但模型本身识别可能的错误,因此将考察系数限制在事件影响的参数的估计和检验上。

公开谴责、内部批评和警告三个处罚子样本,公开谴责在处罚当日对受处罚公司的收益率有降低作用,且在 3% 的水平上显著,净资产收益率对处罚事件的影响起了‘放大’作用,即净资产收益率高的公司,处罚事件的影响就越大;内部批评没有显示出处罚的实际影响;而证监会警告样本人估计为负但没有呈显著性,原因可能如前所述。

2.3 再融资机会分析

对处罚公司再融资机会的分析,是从信息违规披露成本角度考察处罚是否已成为违规成本的一部分。首先根据再融资条件(公司前三年平均净资产盈利率 ≥ 10 为主要条件),对上市公司中未受处罚和受到处罚公司的再融资资格作出估计,比较分析再融资机会的结果(见表 7)为:获融资公司数占具融资资格公司数的比例在 24% - 31% 之间,平均为 28.81%;相对应被处罚公司中,具融资资格公司占公司总数的比例相对较低大约 30% - 40%,而获融资公司数占具融资资格公司数的比例,从 9.09% - 31.25% 波动较大,平均为 22.22%。由此可见,从获融资公司数占具融资资格公司数的比例看,被处罚公司和未被处罚公司并无显著差别。

表 7 受处罚公司与未受处罚公司再融资能力比较分析

年 份	未被处罚公司		被处罚公司	
	具融资资格公司占公 司总数的比例 %	获融资公司数占具融 资资格公司数的比例 %	具融资资格公司占公 司总数的比例 %	获融资公司数占具融 资资格公司数的比例 %
1997	50.00	30.96	53.33	25.00
1998	61.00	31.46	33.33	18.18
1999	59.48	24.15	37.93	9.09
2000	69.33	29.34	32.00	31.25
2001.10 前	85.81	11.07	37.56	12.50
1997 - 2000 年平均	60.67	28.81	34.95	22.22

3 结 论

“上市公司信息披露出现的问题,得不到及时有效的处理,主要不是因为信息披露制度的不健全,而是日常监管不到位和对违法违规处罚力度不够”(史美伦),

本文基于违规信息披露处罚效果的实证研究,对此予以证实:就违规行为看,临时性重大信息披露和年报信息披露是最大违规源,问题主要是信息未披露(70%)和虚假披露(13%),但两者可能共生存在;对信息披露违规的再处罚,尤其是以内部批评为主,没有起到增加

违规成本和惩罚告诫作用,这是我国上市公司信息披露违规行为屡禁不止的原因之一。处罚当日的超额日收益率显示,市场的反应与处罚公开性、处罚力度存在正的相关性。受处罚公司再融资机会,与未受处罚公司相比,无显著差异,以内部批评为主的处罚手段,对公司再融资能力和机会没有影响。公开性较高、力度较大的处罚,通过股价波动和再融资机会对受处罚公司的违规成本产生显著的影响。为了有效遏制信息披露违规行为的猖獗,要采取下列措施:

1) 加强对上市公司信息披露的日常监管,特别是以强制性信息披露为核心的监管,因为信息披露的真实性、完整性不具即时监控能力,只能由事后监管来保证。

2) 完善处罚机制,提高处罚公开性,加大处罚力度,将信息披露是否违规作为再融资资格的审核条件,从而增加信息披露违规成本,提高处罚的有效性和威慑力。

3) 上市公司违规信息披露行为,在相当程度是非对称信息结构的市场经济中公司不规范治理的需要和

违规效益成本错误估算的选择,因此推进公司法人和管理层人员明确违规后果和承担法律责任、加大上市公司治理结构建设、提高依法经营管理素质才是根本解决之道。

参考文献:

- [1] 何佳,孔翔.中外信息披露制度及实际效果比较研究.深圳证券交易所综合研究所研究报告[R].2002年51号.
- [2] 毛志荣.信息披露违规处罚实际效果研究.深圳证券交易所综合研究所研究报告[R].2002年54号.
- [3] 钟蓉萨,顾岚.中国股票市场实证统计分析[M].北京:中国财政经济出版社,1999.
- [4] HTTP://WWW.CNINFO.COM.CN/SJZX/SSGS.htm[EB/OL].2002.
- [5] BINDER JOHN J.The Event Study Methodology Since 1969[J].Review of Quantitative Finance And Accounting,1998,11:111-137.
- [6] DOLLY J.Characteristics And Procedure Of Common Stock Split-Ups[J].Harvard Business Review,1993:316-326.

Research on Penalty Effect of Listed firm' Information Disclosure Violation

WEN Shou-xun¹, YANG Wu²

(1. College of Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China;

2. College of Computer, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: The listed firm' information disclosure violation is the expectation result of violation cost - benefit under improper Corp governance. The information disclosure violation penalty imposed by CSRC and Stock Exchange doesn't prevent the violation behavior. The author puts forward Penalty effect issue of information disclosure violation and applies SUR event study method to statistical data. The empirical study yields several findings: 1) the penalty doesn't have enough intensity; 2) market response correlates to disciplinary action with publicity and severity; 3) penalty as a whole doesn't increase the violation cost. At last the paper presents some propositions based on the empirical analysis.

Key words: information disclosure; penalty effect; excess return; event impact

(责任编辑 张小强)