

宋云玲 / 著

# 证券监管的 处罚标准和效果

基于业绩预告的研究

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社  
Economic Science Press

# 证券监管的处罚标准和效果： 基于业绩预告的研究

宋云玲 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社  
Economic Science Press

## 图书在版编目 (CIP) 数据

证券监管的处罚标准和效果：基于业绩预告的研究/  
宋云玲著. —北京：经济科学出版社，2017. 7

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8155 - 5

I. ①证… II. ①宋… III. ①证券市场 - 市场监管 -  
研究 - 中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 146329 号

责任编辑：谭志军

责任校对：刘 昕

版式设计：齐 杰

责任印制：王世伟

## 证券监管的处罚标准和效果：基于业绩预告的研究

宋云玲 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

北京季蜂印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 5. 875 印张 200000 字

2017 年 7 月第 1 版 2017 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8155 - 5 定价：30. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

## 序 言

清华会计博士班从1997年开始，已经有20年。在早期，清华大学校方特别拨款，办北美博士实验班，包括金融与会计。云玲就是这个班的毕业生。这个班全国公开招生加上内部择优推选（通常是毕业生中最优秀者），想进入是非常不容易的。云玲是在全国公开考试中录取，而且在班上的学术表现很好。当时我对中国国情是完全不懂（现在还是大部分不懂），入学时，我对她的大学学位（中国青年政治学院）感到好奇。等到了浙大以后，几乎全年泡在中国，才有一丝真确的了解。在她入学的时候，在广大中国农村，这个学校录取学生的品质是如同北大、清华的，由于有学校思政老师的鼓吹与支持，大部分学生是过了北大、清华分数线，而选择去这家学校。云玲就是其中之一。

云玲博士论文的选题很有趣，得到的结果更有趣。“虎牙”意指一个资本市场的证券监管制度。“虎牙”的存在，来自一般公司都不愿意主动披露自己的财务状况，假人以口实、授人以柄。所以，政府设立证券监管机构，规定公司在指定时间内对规定的财务信息做适当的披露，故名之“虎牙”。

有效的证券监管能够有力保证证券市场的“公开、公平、公正”。这个三公原则，是社会公信力的最基本架构。没有三公基础，国家的根本大法——宪法，就如同废纸。而在这个环境下的经济行为，只能停留在以物易物甚至弱肉强食的蛮荒时代。

本书深度分析中国证券市场强制性的业绩披露制度，以应进行

业绩预告的样本为基础，考察了监管部门的处罚标准和效果。实证检验的结果表明，监管部门对违规公司的处罚带有“选择性偏见”，政府处罚的市场效果并不理想。这些瑕疵，如果不深入了解，寻找病根与良药，中国经济就陷入法制不张、效率低落的“中度发展国家陷阱”。

中国的市场结构建设，已经有了些初步的成效。在现行实务中，从证券监管处罚标准来看，监管部门并非随机选择的违规样本，任意执法处罚。本书的研究发现两个方面的系统性行为：（1）受罚样本的业绩明显不如未受罚样本；（2）过去两年内因为各种违规而受到的监管处罚发挥了一种“保护伞”的作用，显著降低了这些公司因为业绩预告违规而受到处罚的概率。

本书从三个角度考察“虎牙”的效果：业绩预告违规的发生、业绩预告的精细度以及业绩预告的准确度。在是否发生业绩预告违规方面，检验结果表明，监管部门对业绩预告违规的处罚并没有发挥显著遏制了再违规的效果，而监管部门针对各种违规所进行的处罚不但未显著降低被处罚样本的业绩预告违规概率，反而发挥了相反的作用——显著增加了被处罚样本的业绩预告违规概率。进一步的分析则显示，这种反作用主要出现在监管处罚所力图保护的“好消息”样本中，发挥反作用的处罚主要发生在过去的第1年或第2年。在业绩预告的精度和准确度方面，检验结果表明，针对业绩预告违规的处罚对被处罚公司后续业绩预告的精度和准确度均无显著影响，说明这种处罚并未显著提高被处罚公司的业绩预告水平。但是针对各种违规做出的处罚提高了被处罚公司后续业绩预告的披露水平。

本书指出，为进一步提高上市公司的信息披露质量，改进监管处罚的效果，监管部门应该摒弃先入为主的“选择性偏见”，公平对待所有违规公司。没有公平的法制基础，就没有公正的财务披露，当然也就没有高效率的资本市场。

“虎牙”是现代社会结构的基本要素。民主法治的精髓就在授

权于民，让社会的组成分子，各自以最大的个人利益为考量，自由地充分发挥个人的能力、想象力、创造力，在创造个人财富与幸福的过程中，也同时不知不觉地贡献社会总体的成长与发展。个人利益与社会福利的和谐发展，主要是依靠深厚的法治思想、美妙的制度设计与精巧的经济理论。这篇论文，就是以证券市场的“虎牙”设计下的“独鸣现象”为切入口，了解后面的自利动机，导出以个人私利为出发点的市场机制，如何在优良的法制基础上，达到全体共利、和谐社会的美妙成果。

人生的意义是能同时面对自己心中渴望的自己与现实的自己。有趣的是，只要坚持“仁信智清”，坦然接受所有磨炼，最后得到自己心中的满足，才是以人性为基础的最高满足。云玲在经过磨砺之后仍坚持初心，坚持学术研究，是令我满意的。

谨以此为序。

李志文

杜兰大学终身教授

清华大学特聘教授

2017年5月6日

# 目 录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 第1章 引言 .....                   | 1  |
| 1.1 研究动机 .....                 | 1  |
| 1.2 研究设计 .....                 | 3  |
| 1.2.1 样本设计 .....               | 3  |
| 1.2.2 逻辑推理 .....               | 4  |
| 1.3 主要发现 .....                 | 6  |
| 1.3.1 业绩预告违规的处罚标准 .....        | 6  |
| 1.3.2 监管处罚对业绩预告违规概率的影响 .....   | 6  |
| 1.3.3 监管处罚对业绩预告精度和准确度的影响 ..... | 6  |
| 1.4 研究意义和内容安排 .....            | 7  |
| 1.4.1 研究意义 .....               | 7  |
| 1.4.2 本书的内容安排 .....            | 9  |
| 第2章 制度背景 .....                 | 11 |
| 2.1 本章引论 .....                 | 11 |
| 2.2 证券市场的监管体系 .....            | 11 |
| 2.2.1 监管所依据的法律体系 .....         | 12 |
| 2.2.2 监管的机构设置 .....            | 15 |
| 2.2.3 中国式监管的特色 .....           | 16 |
| 2.3 业绩预告制度的演变 .....            | 18 |

|                        |    |
|------------------------|----|
| <b>第3章 文献综述</b>        | 23 |
| 3.1 本章引论               | 23 |
| 3.2 关于证券监管的研究          | 24 |
| 3.2.1 事件研究             | 26 |
| 3.2.2 影响违规的因素          | 28 |
| 3.2.3 影响处罚的因素          | 34 |
| 3.2.4 违规后果             | 36 |
| 3.2.5 处罚效果             | 37 |
| 3.3 关于业绩预告的研究          | 39 |
| 3.3.1 影响业绩预告的因素        | 40 |
| 3.3.2 业绩预告的特征          | 43 |
| 3.3.3 业绩预告的经济后果        | 46 |
| 3.3.4 国内最新研究进展         | 51 |
| 3.4 本章小结               | 52 |
| <b>第4章 业绩预告违规的处罚标准</b> | 54 |
| 4.1 本章引论               | 54 |
| 4.2 研究假说               | 55 |
| 4.3 样本选择和描述统计          | 56 |
| 4.3.1 违规的定义            | 56 |
| 4.3.2 样本的选择和分布         | 57 |
| 4.3.3 变量的定义            | 61 |
| 4.3.4 变量的描述统计          | 65 |
| 4.4 回归分析               | 70 |
| 4.4.1 回归模型             | 70 |
| 4.4.2 回归结果             | 70 |
| 4.5 稳健性检验              | 73 |
| 4.5.1 变量定义的稳健性检验       | 73 |
| 4.5.2 控制样本选择的稳健性检验     | 75 |

|                                     |            |
|-------------------------------------|------------|
| 4.6 本章小结 .....                      | 76         |
| <b>第5章 监管处罚对业绩预告违规概率的影响 .....</b>   | <b>78</b>  |
| 5.1 本章引论 .....                      | 78         |
| 5.2 研究假说 .....                      | 80         |
| 5.3 样本选择和描述统计 .....                 | 81         |
| 5.3.1 样本选择 .....                    | 81         |
| 5.3.2 违规的经济后果 .....                 | 85         |
| 5.3.3 变量的定义 .....                   | 86         |
| 5.3.4 描述统计 .....                    | 91         |
| 5.4 回归分析 .....                      | 99         |
| 5.4.1 回归模型 .....                    | 99         |
| 5.4.2 业绩预告违规的处罚效果 .....             | 99         |
| 5.4.3 总处罚效果 .....                   | 102        |
| 5.4.4 总处罚效果的时效检验 .....              | 104        |
| 5.5 稳健性检验 .....                     | 106        |
| 5.5.1 变量定义的稳健性检验 .....              | 106        |
| 5.5.2 控制样本选择的稳健性检验 .....            | 107        |
| 5.5.3 中报样本的影响 .....                 | 108        |
| 5.5.4 监管变量的内生性 .....                | 108        |
| 5.6 本章小结 .....                      | 108        |
| <b>第6章 监管处罚对业绩预告精度和准确度的影响 .....</b> | <b>110</b> |
| 6.1 本章引论 .....                      | 110        |
| 6.2 研究假说和变量定义 .....                 | 111        |
| 6.2.1 研究假说 .....                    | 111        |
| 6.2.2 变量定义 .....                    | 113        |
| 6.3 监管处罚对业绩预告精度的影响 .....            | 116        |
| 6.3.1 描述统计 .....                    | 116        |

|        |                       |     |
|--------|-----------------------|-----|
| 6.3.2  | 回归分析 .....            | 118 |
| 6.3.3  | 稳健性检验 .....           | 121 |
| 6.3.4  | 本节小结 .....            | 122 |
| 6.4    | 监管处罚对业绩预告准确度的影响 ..... | 122 |
| 6.4.1  | 描述统计 .....            | 122 |
| 6.4.2  | 回归分析 .....            | 125 |
| 6.4.3  | 稳健性检验 .....           | 128 |
| 6.4.4  | 本节小结 .....            | 128 |
| 6.5    | 本章小结 .....            | 129 |
| 第7章    | 结论与研究的局限性 .....       | 131 |
| 7.1    | 本书的结论 .....           | 131 |
| 7.2    | 为什么处罚效果不理想 .....      | 133 |
| 7.3    | 研究的政策含义 .....         | 136 |
| 7.4    | 研究的创新之处 .....         | 137 |
| 7.5    | 局限性和未来的研究方向 .....     | 137 |
| 主要参考文献 | .....                 | 140 |
| 附录 A   | 处罚记录详情 .....          | 162 |
| 附录 B   | 违规概率的配对检验 1 .....     | 166 |
| 附录 C   | 违规概率的配对检验 2 .....     | 170 |
| 后记     | .....                 | 174 |

# 第 1 章

## 引 言

### 1.1 研究动机

证券监管是资本市场效率的基石。中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）不断强调，保护投资者利益是监管工作的重中之重。从理论和实践的角度来看，维护证券市场的公开、公平与公正，是实现投资者保护的主要途径。

公开、公平与公正，合称“三公”原则，是历史悠久的法律原则。美国最早将其应用于资本市场。在 1929 年股市崩盘的惨痛教训面前，受 Brandeis 大法官监管理念的影响，1933 年联邦证券法试图确保与证券公开发行有关的完全和公平披露（Cox et al., 2003）。

证券市场的“三公”原则，必须通过一整套信息提供、信息传递、信息评价、信息监管的信息披露制度来实现（王咏梅，2001）。中国资本市场虽然起步较晚，但是，从其诞生不久即开始借鉴国外的成熟经验与先进制度来构建资本市场法律法规体系（魏志华等，2008）。经过近 20 年的建设，中国证券市场已经形成了比较完整的信息披露规范体系。就制度设计而言，一个“健全”的资本市场所要求的大部分公开披露，在中国股市已形成规章制度。但是，上市公司的执行情况并不理想（李志文和宋云玲，2009）。

从现有文献来看，证监会监管所存在的诸多问题是造成这一现状的原因之一。

社会各界对证监会监管功能的质疑由来已久。著名的“银广夏陷阱”曝光后，社会各界普遍质疑的一个问题是，为什么是媒体首先披露了“银广夏”？难道他们的财经专业素养比监管部门更好（刘峰，2006）？2005年，SEC主席 Christopher Cox 在北京接受记者采访时表示，“中国证券法的重点不在于法律有多正确，而在于执行法律的力度”<sup>①</sup>，这一观点与 Anderson（2000）如出一辙。2007年末，太平洋证券蹊跷上市，2008年初，曾经担任证监会副主席的王益被“双规”，由于其弟弟王磊、妹妹王薇合计持有太平洋证券原始股 750 万股，社会各界的质疑再次转向证监会。

遗憾的是，虽然质疑不断，但现有的学术研究主要为案例研究，代表为刘峰（2006）。出现这种情况的主要原因是数据限制。一般情况下，研究者只能获得违规并且受到处罚的样本，那些违规但没有受到处罚的样本则成为“黑数”，而这些“黑数”恰恰是研究处罚标准时最合适的控制样本。

不过，从 2001 年开始，中国强制性的业绩预告制度为我们提供了一个机会。按照业绩预告制度的相关规定，我们很容易判断哪些公司应该进行预告；对比上市公司业绩预告的执行情况，我们又很容易判断违规公司与合规公司；根据监管部门的处罚记录，我们也能够区分哪些违规公司受到了处罚，哪些违规公司“逍遥法外”。由此，我们既可以考察监管部门的处罚标准，也可以通过考察影响业绩预告违规概率、业绩预告精度和准确度的因素检验监管部门的处罚效果。这两个方面，构成了本书的主要研究内容。

---

<sup>①</sup> “美证交会主席考克斯表示：证券法重在执行”，《国际金融时报》，2005 年 10 月 17 日。

## 1.2 研究设计

### 1.2.1 样本设计

业绩预告制度始于1998年年报（详情见第2章），但是，对业绩预告违规公司的处罚始于2001年，对应2000年年报。因此，我们以2000年年报，2001~2006年年报和中报样本为基础，按照业绩预告制度的规定将全部样本分为两组：应预告样本和不必要预告样本。其中，应预告样本为本书的样本来源。图1.1给出了本书的样本设计。由于本书关注的内容是监管，所以，对于业绩预告制度的设计问题暂不讨论。

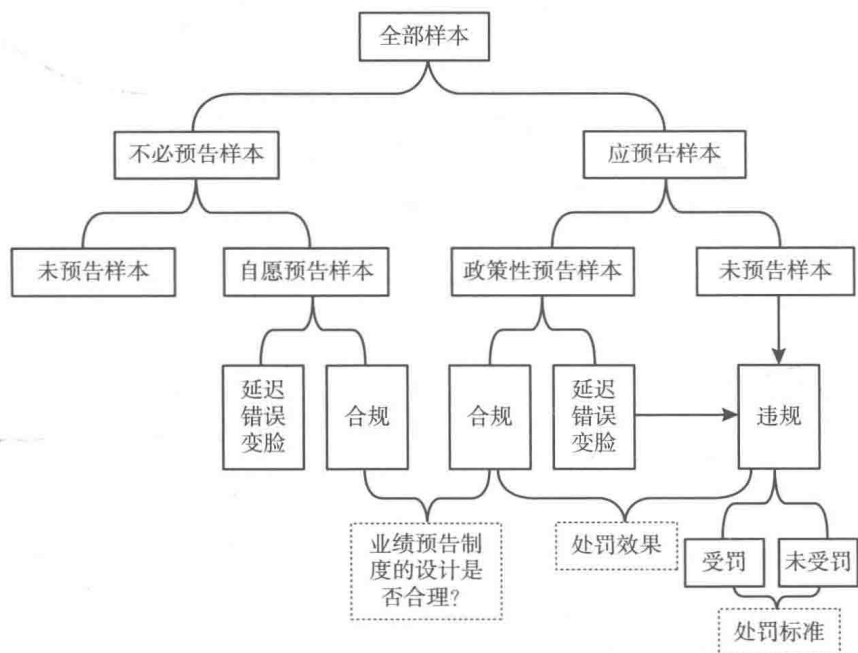


图 1.1 本书的样本设计

按照是否发布业绩预告，应预告样本分为“政策性预告”和“未预告”两组。按照预告的时间以及预告内容，“政策性预告”又划分为“合规预告”“延迟预告”“错误预告”和“变脸预告”。后三项和“未预告”样本构成“违规”样本，它们与“合规预告”的对比分析用于考察处罚效果。按照是否受到处罚，“违规”样本进一步分为“受罚”样本和“未受罚”样本，这两组样本的对比分析用于考察处罚效果。另外，我们分析了“合规预告”的精度和准确度，作为处罚效果的佐证。

### 1.2.2 逻辑推理

图 1.2 和图 1.3 显示了本书的逻辑推理过程。如果违规公司全部受到处罚，显然，监管部门的处罚不存在任何“选择性偏见”。如果违规公司没有全部受到处罚，则存在两种情况：第一，监管部门随机选择违规公司进行处罚，在这种情况下，受罚样本和未受罚样本应该不存在任何显著差异；第二，监管部门有选择地进行处罚，在这种情况下，受罚样本和未受罚样本存在一种或一种以上的显著差异。从假设检验的角度来看，如果第一种情况为原假说，则第二种情况为备择假说。要论证备择假说成立的可能性，与其直接证明，不如通过拒绝原假说进行间接证明。毕竟，要拒绝原假说，只要找到一种显著差异即可；要直接证明备择假说，则需要考虑各种可能存在的偏见。

不过，只证实备择假说成立的可能性并不足以说明问题的全部。如图 1.3 所示，监管部门和上市公司实际上处于一种连续无限期博弈状态。监管部门的处罚决策会影响上市公司后续的信息披露决策，其中自然包括业绩预告。如果监管部门的处罚能够改进上市公司的信息披露质量，即处罚是有效的，则即使存在“选择性偏见”也无可厚非。反之，如果监管部门的处罚对被处罚公司的信息披露行为无显著影响，或者发挥相反的作用，则监管处罚的“选择性偏见”就有改进的必要了。因此，对处罚效果的考察是对“选择性偏见”的进一步分析。

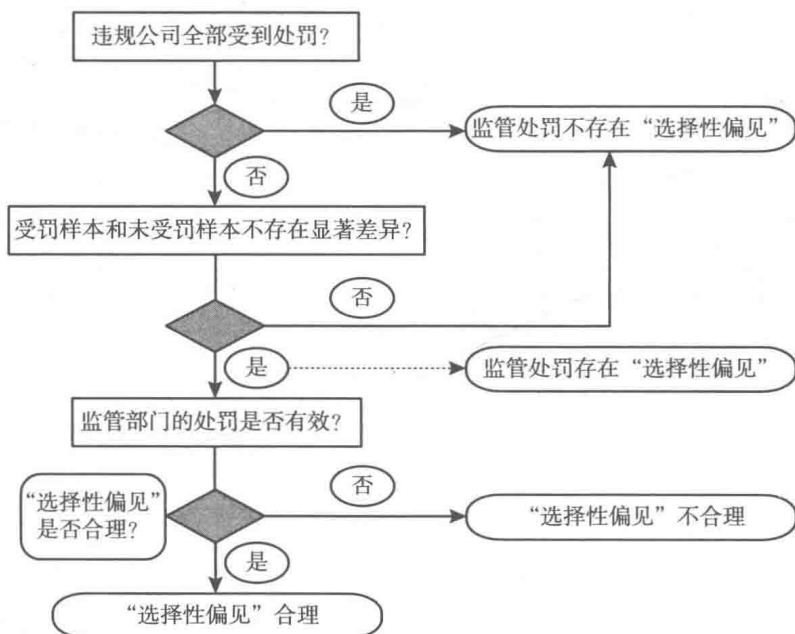


图 1.2 本书的研究逻辑

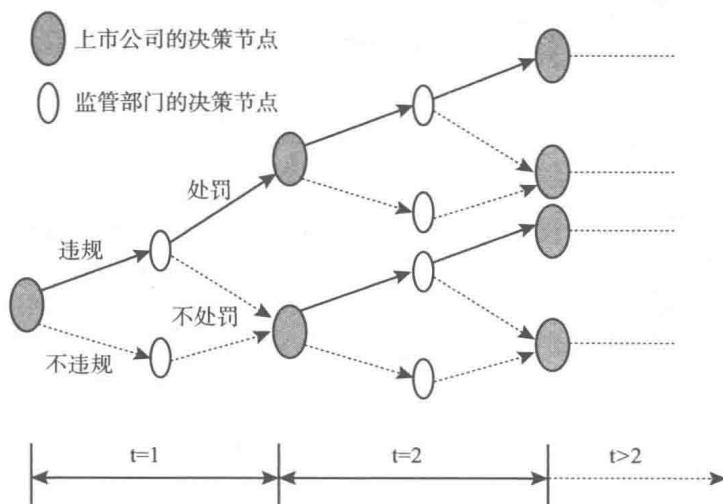


图 1.3 监管部门与上市公司的连续博弈

## 1.3 主要发现

### 1.3.1 业绩预告违规的处罚标准

这部分内容以 2000 ~ 2006 年违规样本（包括中报和年报）为基础，按照是否受到处罚划分为受罚样本和未受罚样本。考察的原假说是监管部门随机选择违规样本进行处罚，因此，受罚样本和未受罚样本不存在显著差异。但我们的研究结果表明：（1）受罚样本的业绩明显不如未受罚样本；（2）过去两年内因为各种违规而受到的监管处罚发挥了一种“保护伞”的作用，显著降低了这些公司因为业绩预告违规而受到处罚的概率。

### 1.3.2 监管处罚对业绩预告违规概率的影响

这部分内容以 2002 ~ 2006 年应该进行年报业绩预告的样本为基础，按照是否出现业绩预告违规划分为违规样本与合规样本，考察监管部门的处罚对业绩预告违规概率的影响，即处罚效果的第一个方面。

我们发现，监管部门对业绩预告违规的处罚并没有发挥遏制再违规的效果，而监管部门针对各种违规所进行的处罚不但未显著降低被处罚样本的业绩预告违规概率，反而发挥了相反的作用——显著增加了被处罚样本的业绩预告违规概率。进一步的分析则显示，这种反作用主要出现在监管处罚所力图保护的“好消息”样本中，发挥反作用的处罚主要发生在过去的第 1 年或第 2 年。

### 1.3.3 监管处罚对业绩预告精度和准确度的影响

这部分内容以 2002 ~ 2006 年年报合规样本为基础，考察监管处罚对业绩预告的精度和准确度的影响，即处罚效果的第二个和第

三个方面。虽然进行的是截面回归，但我们认为，如果监管部门的处罚能够发挥作用，那么，在控制了可能影响业绩预告精度和准确度的其他因素之后，监管变量的估计系数应该有显著的预期符号。

我们的研究结果表明，针对业绩预告违规的处罚对被处罚公司后续业绩预告的精度和准确度均无显著影响，说明这种处罚并未显著提高被处罚公司的业绩预告水平。针对各种违规做出的处罚对业绩预告精度无显著影响，对业绩预告的准确度则存在显著的负面影响。综观之，监管处罚似乎降低了被处罚公司的业绩预告水平。上市公司的业绩预告水平具有一定的“惯性”，表现为过去出现业绩预告违规的公司本期业绩预告的精度和准确度都比较低。这与自愿性业绩预告的结果是一致的。

其他与自愿性业绩预告一致的结论包括：（1）“好消息”公司业绩预告的精度和准确度比较高；（2）盈余波动程度比较大的公司业绩预告的精度和准确度比较低；（3）财务困境公司业绩预告的精度和准确度比较低。

## 1.4 研究意义和内容安排

### 1.4.1 研究意义

虽然业绩预告违规只是众多违规事项中的一种，而且，与虚假信息披露或未及时披露重大事项相比，这类违规所试图掩盖的信息最终会被投资者获知。但是，这并不意味着业绩预告违规对市场没有影响或影响不大（比如，本书 5.3.2 提供了部分证据）。国内学者在对重大事件诱发的内幕交易行为进行研究时，经常将业绩大幅变动作为重大事件之一（比如，何佳和何基报，2001；王春峰等，2003；肖淑芳和李阳，2004），而业绩大幅变动正是需要进行业绩预告的内容之一。而针对自愿性业绩预告的研究也发现，管理层会