

股价暴跌风险影响 机制研究

G

*GuJia BaoDie FengXian YingXiang
JiZhi YanJiu*

谢雅璐 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

闽南师范大学学术著作出版基金资助项目

福建省教育厅社会科学研究项目 (JAS14200)

闽南师范大学“杰出青年科研人才培养计划

(人文社会科学) (SJ13002)”

股价暴跌风险影响 机制研究

谢雅璐 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

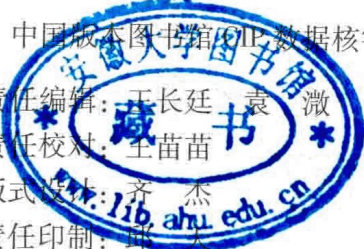
股价暴跌风险影响机制研究/谢雅璐著. —北京:
经济科学出版社, 2015. 1

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5307 - 1

I. ①股… II. ①谢… III. ①股票价格 - 风险管理 -
研究 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆CIP数据核字 (2014) 第 292383 号

责任编辑: 王长廷 袁 激
责任校对: 王苗苗
版式设计: 齐 杰
责任印制: 邱 天



股价暴跌风险影响机制研究

谢雅璐 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](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

三河市华玉装订厂装订

880 × 1230 32 开 7 印张 210000 字

2015 年 1 月第 1 版 2015 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5307 - 1 定价: 28.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)

前 言

自 2008 年全球金融危机以来，全球股票市场经历的大范围股价暴跌成为理论和实务界关注的焦点。反观中国，新兴加转型的制度背景决定了我国的资本市场还处于初级阶段。在股价暴涨暴跌频繁、投资者保护亟待加强、资本市场监管乏力的特殊背景下，本书基于我国的特殊国情，集中考察了企业股价暴跌风险的影响机制，分析现有制度环境下，企业行为、政府管制以及外部市场机制能否发挥作用，抑制股价暴跌风险的产生。

本书在回顾了以往相关文献的基础上，首先探讨了股票增发、股权分置改革和股价暴跌风险之间的关系。通过对 1999 ~ 2011 年中国上市公司 A 股市场股票增发的研究，本书考察了股票增发对于股价暴跌风险的影响。结果表明，相较于公开增发之前，公开增发之后企业股价暴跌风险显著升高；股权分置改革前后，公开增发对于股价暴跌风险的影响发生了显著变化；而定向增发可以显著降低企业的股价暴跌风险，本书将定向增发进一步划分为仅针对机构投资者、大股东和混合型定向增发，结果发现，针对大股东的定向增发之后，股价暴跌风险显著下降，混合型定向增发对于股价暴跌风险具有微弱的抑制效应，而针对机构投资者的定向增发对股价暴跌风险的影响并不显著。随后，本书考察了定向增发的解禁期对于股价暴跌风险的影响，结果发现，针对大股东的定向增发解禁后，企业股价暴跌风险进一步降低，而针对机构投资者的定向增发解禁

后，企业股价暴跌风险没有显著变化。

其次，本书考察了涨跌幅限制制度对于企业股价暴涨暴跌风险的影响。通过对1993~2011年中国上市公司A股市场19102个观测值的实证研究，研究发现，涨跌幅限制制度有效地抑制了企业的股价暴涨暴跌风险，在不同的研究区间中，这一结果依然稳健；此外，研究表明，相对于暴涨风险，涨跌幅限制对于暴跌风险的抑制更为明显；进一步研究发现，在管理层过度自信程度较高时，涨跌幅制度对于暴涨暴跌的抑制更为明显。这一结论也与德布等（Deb et al., 2010）保持了一致，在信息不透明的资本市场中，监督成本高昂，涨跌幅限制可以增加监管效率，保护投资者。

最后，本书研究了媒体跟踪对于股价暴跌风险的治理作用。本书选取2002~2011年A股数据，从媒体的治理机制出发，通过考察媒体报道、信息不对称与股价暴跌风险三者之间的交互影响，探索了媒体报道和信息环境之间的互动关系。结果发现，伴随着媒体跟踪程度的提高，公司的股价的暴跌风险会降低，这一结论证实了媒体作为投资者获取信息的一大途径所具有的市场功能；进一步地，文章考察了媒体的治理功能在不同的信息环境下的差异，研究发现，媒体的治理功能在非四大审计、非国有性质和低会计稳健性的公司中更为显著，这一理论也可以理解为媒体跟踪程度和信息环境之间在某种程度上可以相互替代。

本书的结论表明，在信息透明度较低的中国资本市场中，企业进行股票增发特别是定向增发、政府采取的股价涨跌幅限制政策以及媒体对于上市公司的跟踪报道，都有利于企业层面的股价暴跌风险的降低。

需要说明的是，由于时间及作者水平所限，书中难免有疏漏和不足之处，恳请各位专家与读者不吝指正。

作者

2015年1月

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与问题的提出	1
第二节 研究思路、主要内容与研究框架	11
一、研究思路与主要内容	11
二、研究框架	12
第三节 研究贡献与不足	13
一、研究贡献	13
二、研究不足	16
第二章 文献回顾	18
第一节 国外股价暴跌风险成因理论研究	18
一、基于传统财务学的分析框架	18
二、基于行为金融的分析框架	23
三、股价暴跌风险成因的新解释	25
第二节 国外股价暴跌风险度量方法研究	26
一、陈等 (Chen et al., 2001)	26
二、金和迈尔斯 (Jin and Myers, 2006)	28
三、马林和奥利弗 (Marin and Oliver, 2008)	30
四、赫顿等 (Hutton et al., 2009)	31

五、金等 (kim et al., 2011)	32
第三节 国外股价暴跌风险影响因素的实证研究	34
一、基于理性均衡框架下的实证研究	35
二、基于行为金融学框架下的实证研究	38
第四节 国内股价暴跌风险影响因素的研究	39
第三章 股票增发、股权分置改革和股价暴跌风险	43
第一节 引言	43
第二节 文献回顾	47
一、股票增发研究	47
二、股权分置改革研究	49
第三节 制度背景与假说发展	51
一、公开增发与股价暴跌风险	51
二、公开增发、股权分置改革与股价暴跌风险	53
三、定向增发与股价暴跌风险	54
四、定向增发、解禁期与股价暴跌风险	55
第四节 研究设计	56
一、数据来源	56
二、样本选择	56
三、变量设计	57
四、模型构建	62
第五节 实证结果与分析	63
一、描述性统计	63
二、多元线性回归	69
第六节 稳健性检验	89
一、前后区间一致性对于结果的影响	89
二、控制公司信息不透明程度	93
三、删除多次增发的样本	97

第七节 本章小结	101
第四章 涨跌幅限制、管理层过度自信与股价暴涨暴跌风险	103
第一节 引言	103
第二节 文献回顾	106
一、涨跌幅限制研究	106
二、管理层过度自信研究	108
三、股价暴涨暴跌研究	109
第三节 制度背景与假说发展	110
一、制度背景	110
二、研究假设	112
第四节 研究设计	113
一、数据来源	113
二、样本选择	113
三、变量设计	114
四、模型构建	118
第五节 实证结果与分析	120
一、描述性统计	120
二、分组分析	124
三、多元线性回归	127
第六节 稳健性检验	141
一、样本一致性对于结果的影响	142
二、管理层过度自信代理变量	143
三、控制投资者情绪指数	145
四、股价暴跌风险的替代变量	147
第七节 本章小结	148
第五章 媒体治理、信息不对称与股价暴跌风险	150
第一节 引言	150

4 ■■■ 股价暴跌风险影响机制研究

第二节 文献回顾	153
一、媒体治理研究	153
二、股价暴跌研究	154
第三节 制度背景与假说发展	156
一、媒体跟踪与股价暴跌风险：披露效应和纠正效应	156
二、媒体治理效应的差异	157
第四节 研究设计	159
一、数据来源	159
二、样本选择	160
三、变量设计与模型构建	160
第五节 实证结果与分析	166
一、描述性统计	166
二、分组分析	169
三、多元线性回归	171
第六节 稳健性检验	181
一、媒体治理的持续时间	181
二、增加控制变量	184
第七节 本章小结	185
第六章 结论	187
一、研究结论	187
二、政策建议	193
参考文献	196
后记	213

第一章

导 论

第一节 研究背景与问题的提出

股价暴跌风险^①是指负向的股价跳跃式下跌 (Negative Stock Market Jumps) 的概率 (Jin and Myers, 2006; Bates, 2008), 大量的金融学文献发现了股票回报的非对称分布 (Asymmetrically Distributed), 也就是说最大的股价波动往往是暴跌, 而不是暴涨 (Black, 1976; Nelson, 1991; Engle and Ng, 1993; Bekaert and Wu, 2000; Wu, 2001)。早在 2001 年, 陈等 (Chen et al.) 就阐述了资本市场上股票回报的不对称分布, 他们以标准普尔 500 指数为例, 指出在美国 1947 年之后的 10 次最大的股票波动 (一日内) 中, 有 9 次是下跌, 只有 1 次是上涨, 且股票暴跌的时间总是比暴涨的时间长。伴随着 2008 年以来的金融危机的发展与演化, 美国资本市场经历了广泛的股价暴跌现象, 股价暴跌风险的研究再一次被推到了风口浪尖。

^① 这里的暴跌风险是公司层面 (Individual Stocks) 的, 而非市场层面 (Market-Wide) 的。

股价暴跌风险的研究最早兴起于 20 世纪 70 年代末至 80 年代初。起初金融学家是从理性均衡的角度来研究股价为什么暴跌，特别是股价常常在没有明显重大信息的情况下突然发生急剧下跌。拉德纳（Radner, 1979）指出，投资者在市场中进行交易存在信息不对称，这会导致市场价格只能反映一部分初始信息，另一部分信息会在交易过程中逐渐在价格中反映出来，也就是说，即使没有新的信息，价格也会继续变化。随后，关于这一问题的研究，主要围绕着价格和信息的关系到研究（Gennotte and Leland, 1990; Caplin and Leahy, 1994），比较有代表性的文章是 1993 年罗默（Romer）在解释美国股市 1987 年暴跌提出的观点，他指出，股价暴跌有可能是隐藏信息通过交易过程逐步揭露直至完全显现造成的。

另一部分学者是从股票收益的非对称性来研究，也就是股价收益的最大运动往往是暴跌而不是暴涨，现有的研究有三个理论来解释这一问题。它们分别是杠杆效应假说（Black, 1976），波动反馈假说（Pindyck, 1984; Campbell and Hentschel, 1992）和随机泡沫模型假说（Blanchard and Watson, 1982）。

还有一部分学者研究了暴跌的传染性（King and Wadhwani, 1990; Calvo, 1999）。然而，以上学者的研究均是从理性均衡的角度来研究暴跌，而且，他们的研究只能解释暴跌的一个方面，于是，学者们开始尝试从行为金融的角度来研究暴跌，最具有代表性的就是宏和斯坦（Hong and Stein）在 2003 年的研究，他们从异质信念的角度出发，完美地解释了暴跌的三个特征，具有划时代的意义。

以上不论是从理性均衡的角度，还是从行为金融的角度，都仅限于市场层面对股价暴跌风险的理论研究，陈等（Chen et al., 2001）从公司层面入手，实证证实了宏和斯坦（Hong and Stein）的模型所提出的观点。随后，金和迈尔斯（Jin and Myers, 2006）从代理理论和信息不对称的角度提出了股价暴跌的新解释——坏消

息窖藏理论, 激起了学者们的研究兴趣, 近年来, 在这一理论背景下, 学者们分别从财务报告透明度 (Hutton et al., 2009)、盈余管理 (Francis et al., 2012)、会计稳健性 (Kim and Zhang, 2010) 等角度对公司层面的股价暴跌风险进行了一系列研究。近年来股价暴跌风险的研究逐渐成为财务学和金融学的最前沿、最活跃的研究领域之一 (Chen et al., 2001; Bleck and Liu, 2007; Hutton et al., 2009; Kim and Zhang, 2011a; Kim et al., 2011b)。

我国的资本市场还处于初级阶段, 投资者投机心理严重, 惯于短线操作, 追涨杀跌之风盛行, 博傻气氛浓厚, 助长了股市的投机氛围, 暴涨暴跌频繁发生, 个股大起大落更是司空见惯 (陈国进和张贻军, 2009)。在这种情况下, 企业管理层占据了绝对的信息优势, 其隐瞒坏消息的动机也越高, 这也加剧了与投资者之间的信息不对称程度。如果管理层在一段时期内隐瞒了过多的负面消息, 就会造成市场对于这只股票价格严重高估, 因此就形成了股票泡沫。当这些负面消息积累到了引爆点时, 管理层如果继续隐瞒, 成本将变得代价高昂, 以致管理层将选择披露这些负面消息 (Kothari et al., 2009), 当所有负面信息一次性地涌入市场, 将会导致股票泡沫的破裂, 也就引发了股价暴跌 (Jin and Myers, 2006; Bleck and Liu, 2007; Kim et al., 2011a; Kim et al., 2011b)。

相较于美国等发达国家, 我国的证券市场在成立的短短 20 年间, 还很不成熟, 历经了多次暴涨暴跌。从我国股票发展史来看 (董登新^①, 2011; 肖宾, 2010^②), 本书找出了我国证券发展史上 6 轮暴涨暴跌的轨迹:

1. 第一轮暴涨暴跌: 1990 年 12 月 19 日~1992 年 11 月 16 日

1990 年 12 月 19 日, 上海证券交易所正式营业, 当日, 沪市以 96.05 点开盘, 并以当日最高点位 99.98 点报收, 当日成交金额

① 董登新. 回望中国股市 20 年. 金融博览, 2011: 55-57.

② 肖宾. 股市风云 20 年: 1990~2010 (上, 下). 机械工业出版社. 2010.

49.4 万元人民币。在以后的两年半中,上证指数一路高歌,在 1992 年 5 月 26 日终于一举达到 1 429 点高位。随后股市便是迅猛而恐慌地回跌,暴跌 5 个月后,1992 年 11 月 16 日,上证指数回落至 386 点,几乎被打回原形。

2. 第二轮暴涨暴跌: 1992 年 11 月 17 日~1994 年 7 月 29 日

1992 年 11 月 17 日, A 股从 400 点起步再出发,从 386 点到 1 558 点,只用了 3 个月的时间。快速牛市上涨完成后,“延中实业、真空电子、飞乐音响、爱使股份、中华实业、飞乐股份、豫园商城和浙江凤凰”等上海老八股宣布扩容,伴随着新股的不断发行,到 1994 年 7 月 29 日股指回到 333.92 点。

3. 第三轮暴涨暴跌: 1994 年 7 月 30 日~1996 年 1 月 22 日

为了挽救市场,相关部门出台三大利好救市:(1)年内暂停新股发行与上市;(2)严格控制上市公司配股规模;(3)采取措施扩大入市资金范围,一个半月时间,到 1994 年 9 月 13 日收盘时,已达到 1 033.47 点。短暂的牛市过后,绩优股股价普遍暴跌,股指达到阶段低点 516.46 点。

4. 第四轮暴涨暴跌: 1996 年 1 月 23 日~1999 年 5 月 18 日

在深发展等股票的带领下,从 1996 年 4 月 1 日到 12 月 9 日,上证综合指数涨幅达 120%,深证成份指数涨幅达 340%。这在国际证券市场上是罕见的。当时炒股成为社会的热门话题,当时大家争相入市,新增投资者开户数在几个月来达到 800 多万,总数达 2 100 万,直到 1997 年 5 月,股指重站至 1 500 点上方,伴随着涨跌停板制度的恢复、股票发行规模不断上升,股指也一路重跌,到 1999 年 5 月 18 日,股指回到 1 059.87 点。

5. 第五轮暴涨暴跌: 1999 年 5 月 19 日~2005 年 6 月 2 日

伴随着 5.19 大井喷,大盘出现了一波强劲的大涨行情,上证指数从 1 059 点暴涨至 6 月 29 日的 1 739 点,随后开始了漫长的熊市,至 2005 年 6 月 2 日,盘中一度跌穿 1 000 点大关。

6. 第六轮暴涨暴跌：2005年6月3日至今

2001~2005年的4年熊市使股市调整非常充分，具备了向上的基础，随着2005年开始的股权分置改革的逐步推进，社会资金不断的入场，中小股民热情高涨，两市投资者开户总数冲破8 000万，大盘随后在2007年10月16日创下6 124.04点的新高，但经过短暂的休整，便掉头一路下跌，最低跌至1 664点。从巅峰到低谷不过一年时间，时至今日，大盘仍然在2 000点下方徘徊不前。

从以上的总结可以发现，我国股票市场的暴涨暴跌现象具有以下特点：（1）股票市场成立时间短，暴涨暴跌次数多；（2）上涨周期短（多为数月，长则1年），下跌周期长（2~5年）；因此，在我国对于暴跌现象进行研究和讨论是富有意义的。

从不同的市场主体出发，本书将分别从企业再融资、政府管制和媒体监督这三个维度探讨股价暴跌风险的影响因素。

第一，作为资源配置的重要手段，股权再融资遵循着明显的“啄食理论”，即一般企业将按照内源融资、债务融资和股权融资的顺序获得资金。但是，在我国，上市公司存在着明显的股权融资偏好（黄少安等，2001；章卫东，2008）。从现实层面来看，一方面，在股票增发，特别是公开增发中，由于业绩门槛的限制，中国上市公司为了获得再融资资格，采取盈余管理、关联交易等形式进行业绩粉饰，造成了我国再融资集中出现“6%和10%”现象；另一方面，上市公司增发后，经营业绩普遍滑坡，股价表现长期疲软（江涛，2009）。从理论层面观察，学界对于股权再融资多仅关注其短窗口效应，忽视了企业增发后股价的长期效应（何丽梅，2010）。

因此，本书研究的第一个问题是，股票增发能否降低企业的股价暴跌风险，此外，我国上市公司股权再融资偏好也存在着明显的时序性特点，2002~2006年，上市公司主要通过公开增发获得再融资资金；而在2006年之后，伴随着股权分置改革的逐步完成，定向增发逐渐成为股权再融资的主流。在此基础上，本书将股票增发

进一步划分为：公开增发和定向增发两类，分别检验其对于股价暴跌风险的影响。股权分置改革之前，上市公司再融资往往并不是出于企业价值最大化，而是基于非流通股股东财富和管理层效用增加（章卫东，2005）。而股权分置改革后，同股同权成为所有股东利益出发点，这在一定程度上激励了上市公司管理层考虑再融资项目的风险性和营利性，以符合投资者对于公司业绩的预期，避免公司股价的剧烈波动，此外，由于股东利益趋同，增发行为受到更加严厉的监督与约束（张亦春和孙君明，2009）。因此，本书考虑，在此基础上，进一步检验股权分置改革是否改变了股票增发和股价暴跌风险之间的关系。考虑到发行对象的不同，本书进一步将定向增发分为针对大股东、针对机构投资者，以及同时针对大股东和机构投资者的定向增发，分别考察其对于股价暴跌风险的影响。按照我国《上市公司证券发行管理办法》的规定，“上市公司非公开发行股票（定向增发），应当符合下列规定：（二）本次发行的股份自发行结束之日起，十二个月内不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，三十六个月内不得转让”。禁售期制度的目的在于避免大股东或者机构投资者在较短时间内抛售认购股票，抑制投机行为并且缓解瞬间扩容对于市场带来的压力。相较于禁售期内，在解禁期中，大股东和机构投资者可以通过抛售股票随时套现。为了避免股价大幅波动，获得较高的股票买卖收益，大股东和机构投资者可能会选择较为正面的消息进行披露，向广大投资者传递企业经营稳定的信号，因此，在定向增发之后，本书进一步选择禁售期和解禁期作为股价暴跌风险的对比区间，考察其对于股价暴跌风险的影响。

第二，纵观世界上主要的资本市场，约有 70% 的国家对于股票设定了涨跌幅限制，我国在股票市场草创初期一度放开了涨跌幅限制，整体来看，股价波动加剧，暴涨暴跌现象明显。为了保护中小投资者利益，抑制股价不合理涨跌，沪深交易所所在 1996 年 12 月 16

日重新开始设定股价的 10% 涨跌幅限制。涨跌幅限制自出台以来,在实践和理论层面一直存在着巨大争议。从实践层面来看,伴随着 2013 年 1 月 4 日风险警示板正式运行,更加引发了资本市场的高度关注。2012 年 7 月 27 日,上交所发布了《上海证券交易所风险警示股票交易实施细则(征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿”)》,“征求意见稿”将风险警示板股票分为两类,一类为风险警示股票(被实施风险警示的股票),另一类为退市整理股票(被上交所做出终止上市决定但处于退市整理期尚未摘牌的股票),其第七条明确规定,风险警示股票价格的涨幅限制为 1%,跌幅限制为 5%;退市整理股票价格的涨跌幅限制均为 10%。这种不对称的涨跌幅限制引来 ST 股票全线飘绿,学界与实务界一片讨伐之声,迫于压力,上交所于 2012 年 12 月 26 日发布了《上交所风险警示板股票交易暂行办法》,将风险警示股票价格的涨跌幅限制统一为 5%,退市整理股票价格的涨跌幅限制仍为 10%。从理论层面来看,一方面,部分学者对于涨跌幅限制制度持肯定态度,认为涨跌幅限制没有扭曲价格行为(吴林祥和徐龙炳,2002),显著减小股价过度反应的程度(吴林祥等,2003);另一方面,部分学者也对涨跌幅制度提出了质疑,他们认为,涨跌幅限制降低了市场的信息效率(屈文洲,2006;胡朝霞;2007;段军山;2009),使得股票自相关系数显著增加,增加了股价变动的趋势性(柴宗泽,2009)。由此可见,作为交易规则的重要组成部分和监管机构的重要管制手段,涨跌幅限制对于资本市场运行起着重要的作用。

然而,目前学界对于涨跌幅限制的研究则主要从市场层面出发,多集中在波动性溢出效应、阻碍交易效应和价格延迟效应,恰恰忽视了涨跌幅限制的初衷在于抑制企业股价的暴涨暴跌,本书考虑,在限制涨跌幅前后,股价暴涨、暴跌是否存在着显著差异。此外,本书将考察涨跌幅限制对于暴涨抑或暴跌的抑制效应哪一个更加明显。此外,以往的文献表明,管理层过度自信可能更倾向于过

度投资 (Roll, 1986; Heaton, 2002; Malmendier and Tate, 2005), 少发股利 (Cordeiro, 2009; Deshmukh et al., 2010) 以及采取更为激进的财务政策 (Ahmed and Duellman, 2012)。管理层过度自信会影响企业财务报告的确认模式, 更为激进的确认方法使得好消息更早地反映在会计盈余中, 而坏消息的确认则更加缓慢, 这使得坏消息在企业内部进一步累积, 从而为企业股价暴跌埋下隐患。因此, 进一步地, 本书考虑涨跌幅限制对于股价暴涨暴跌的抑制是否因为企业过度自信而存在差异。

第三, 根据艾伦等 (Allen et al., 2005) 的研究, 在中国, 法律和金融系统发展并不完善, 但却成为全球经济增长最为强劲的经济体, 他们认为, 可能还有其他机制作为法律和金融的替代, 发挥着重要作用, 这与传统的法与金融学文献并不一致。近年来, 媒体治理作为法律以外的治理因素, 逐渐为学界所关注 (Dyck et al., 2008; Fang and Peress, 2009; Bhattachary et al., 2009; Englberg and Parsons, 2011; 贺建刚等, 2008; 李培功和沈艺峰, 2010; 戴亦一等, 2011; 徐莉萍和辛宇, 2011; 梁红玉等, 2012)。实践上, 回溯各种轰动资本市场的各种典型事件, 不难发现媒体在其中所发挥的重要作用。2001 年 10 月 17 日, 《华尔街日报》首先披露安然公司利用合伙公司隐瞒自身负债, 并虚构大量利润, 涉嫌财务造假, 10 月 22 日, 美国 SEC 介入调查, 11 月 8 日, 安然承认财务造假。安然审计师安达信被拆分, 并直接引发了自 1933 年《证券法》以来最为严苛的监管法案——萨班斯—奥克斯利法案 (SOX)。在我国的资本市场中, 媒体同样扮演着重要作用, 2001 年 8 月, 《财经》杂志发表封面文章《银广夏陷阱》, 揭露了银广夏利润神话的冰山一角, 银广夏的财务舞弊行为迅速得到广泛关注, 因涉及银广夏利润造假, 深圳中天勤事务所被吊销执业资格, 签字注册会计师银铛入狱。2004 年 11 月, 《第一财经日报》在创刊第四天就刊发了《“王小石案”再曝内情——东北证券前员工涉案》, 牵出了股