

虚假信息泡沫 与投资者损失研究

张文珂 著

RESEARCH ON FALSE INFORMATION BUBBLES
AND INVESTOR LOSSES

非外借



重庆大学出版社



更多服务

ISBN 978-7-5689-3298-1



9 787568 932981 >

定价：69.00元

虚假信息泡沫 与投资者损失研究

RESEARCH ON FALSE INFORMATION BUBBLES
AND INVESTOR LOSSES

张文珂 著

重庆大学出版社

内容简介

证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件存在因果关系确定难、责任范围划定难、损失赔偿测算难等亟须解决的理论和实践问题。突破相关理论研究瓶颈,为监管与司法实践提供指南是本书出版的现实意义。本书在资产定价泡沫理论基础上,拓展了相对定价泡沫理论。在奥尔森模型的基础上,拓展了虚假信息被持续定价的理论模型。本书既通过传统实证分析方法如倾向评分匹配、Logit模型等实证检验信息披露违法违规与资产定价泡沫的关系,也采用深度学习技术对信息披露违法违规进行智能预测。同时,大量针对性的经济后果分析、机理分析和泡沫分析增强了研究的理论深度。

图书在版编目(CIP)数据

虚假信息泡沫与投资者损失研究 / 张文珂著. -- 重庆:重庆大学出版社, 2022.4
ISBN 978-7-5689-3298-1

I. ①虚… II. ①张… III. ①上市公司—会计分析—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2022)第082662号

虚假信息泡沫与投资者损失研究

XUJIA XINXI PAOMO YU TOUZIZHE SUNSHI YANJIU

张文珂 著

责任编辑:龙沛瑶 版式设计:龙沛瑶

责任校对:王倩 责任印制:张策

*

重庆大学出版社出版发行

出版人:饶帮华

社址:重庆市沙坪坝区大学城西路21号

邮编:401331

电话:(023)88617190 88617185(中小学)

传真:(023)88617186 88617166

网址:<http://www.cqup.com.cn>

邮箱:fxk@cqup.com.cn(营销中心)

全国新华书店经销

重庆天旭印务有限责任公司印刷

*

开本:787mm×1092mm 1/16 印张:18.5 字数:357千

2022年4月第1版 2022年4月第1次印刷

ISBN 978-7-5689-3298-1 定价:69.00元

本书如有印刷、装订等质量问题,本社负责调换

版权所有,请勿擅自翻印和用本书

制作各类出版物及配套用书,违者必究

| 前 言

本书是关于虚假信息泡沫与投资者损失之间机理关系的理论研究。以虚假信息泡沫为理论核心,以投资者损失赔偿测算为实践应用,将理论与实践有效地结合起来。内容包括信息披露违法违规的预测分析、经济后果、民事赔偿依据、投资者损失的组成、相对定价泡沫的理论分析以及实证分析等。

本书在资本市场运作过程中对会计舞弊、虚假陈述等信息披露违法违规行为的监管与司法需求中应运而生。在满足信息披露违法违规的法律前置条件下,投资者想要通过法律途径维护自身权益,仍然需要强而有力的证据证明投资损失与信息披露违法违规存在关联性以获取合理的损失赔偿。投资者索赔之路依然不平坦,究其原因学术界对于信息披露违法违规与投资者损失之间的关系缺乏合理的理论阐释。证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件存在因果关系确定难、责任范围划定难、损失赔偿测算难等亟须解决的理论和实践问题。突破相关理论研究瓶颈,为监管与司法实践提供指南是本书出版的现实意义。

本书对信息披露违法违规导致的错误定价行为给出理论解释并完成实证分析,为信息披露违法违规行为(包括虚假陈述、会计舞弊等)造成的投资者损失提供理论支持和索赔依据。在资产定价泡沫理论的基础上,拓展了相对定价泡沫理论。在奥尔森模型的基础上,拓展了虚假信息被持续定价的理论模型。本书既通过传统的实证分析方法如倾向评分匹配、Logit分析模型等实证检验了信息披露违法违规与资产定价泡沫的关系,也采用了深度学习技术对信息披露违法违规进行智能预测。同时,大量有针对性的经济后果分析、机理分析和泡沫分析增强了本书的理论深度。厘清了信息披露违法违规与资产定价泡沫的关系问题,给出了信息风险导致并购重组活动和监管机构处罚的结果。因此,对信息披露行为及其后果相关研究领域特别感兴趣的会计、金融等相关领域的学生、研究人员和实务工作者都可能找到自己所需要的内容。同时,这些理论以及案例分析也会让资本市场的广大股民、投资受损的当事人等非专业人士和非经济学家感兴趣。

对理论文献的大量评述和归纳为深入研究信息披露违法违规打开了研究思路。由于虚假信息导致了持续的错误定价并产生虚假信息泡沫,信息披露违法违规造成的损失有别于市场狂热等行为造成的泡沫损失;虚假信息泡沫是理性资产定价泡沫,投资者无法通

过套利交易来规避相关风险。信息披露违法违规与投资者损失之间的关系需要新的理论解释,这将成为突破虚假信息泡沫研究的关键。运用相对定价泡沫思想对虚假信息泡沫进行理论解释、测度和刻画,在以下四个方面取得虚假信息泡沫与投资者损失研究新进展。

第一,本书基于相对定价泡沫的理论分析视角,将信息披露违法违规引致的投资者损失测算难问题上升为虚假信息泡沫的理论问题。相对定价泡沫能够合理地解释因信息披露违法违规引致的投资者损失过程,有别于事件研究法的视角,为构建虚假信息泡沫分析方法提供了理论基础,有助于厘清信息披露违法违规的责任界限。信息披露违法违规的责任主体或主要行为人应当承担相应的损失赔偿责任。

第二,虚假信息泡沫的存在性可以通过实证分析加以印证。虚假信息泡沫是信息披露违法违规事实背景下的资产定价泡沫排除其他潜在的特质性泡沫后得到的相对结果。通过两种方法剔除非信息披露违法违规(守法合规)同质企业的泡沫得到相对泡沫,得到的结果可以相互验证,并且与信息披露违法违规行为相契合,使准确定位信息披露违法违规引致的投资者损失成为可能。

第三,本书基于资产定价泡沫理论和对 Ohlson 模型的修正阐释了为什么市场能够识别盈余管理而不能识别虚假陈述。由于虚假陈述能够让市场产生持续的错误定价预期,投资者因此而发生损失。两阶段倾向评分匹配模型的分析结果表明,虚假陈述企业相对于非虚假陈述企业而言拥有正的詹森阿尔法效应。错误信息能够放大詹森阿尔法,意味着虚假陈述与资产定价泡沫之间有因果关系。虚假陈述具有泡沫效应也得到回归验证。通过对比虚假陈述和盈余管理两种信息操纵行为能否出现“吹泡泡”现象,研究发现以操纵性应计度量的盈余管理对詹森阿尔法不具有显著影响,而以长期信息风险指标度量的盈余管理对詹森阿尔法具有显著的负面效应。理论上,这是市场对于前期信息操纵行为的一种负面评价。盈余管理对詹森阿尔法不具有正向的影响作用,说明盈余管理并非上市公司“吹泡泡”的有效途径。虽然同为信息操纵行为,但盈余管理与虚假陈述出现了不同的经济后果,原因在于盈余管理不能让市场产生错误定价预期,不具备形成资产定价泡沫的基础。

第四,本书从信息风险角度揭示了信息披露违法违规的经济后果。基于对信息风险的分解,研究发现长期信息风险的不利影响导致企业在市场资源配置中处于被整合的地位。该结果表明信息风险对市场的负面影响是全方位的。在分析信息披露违法违规“后果”的同时,也不能忽视信息披露违法违规的“前因”以及造成损失的系统性风险因素。研究结果也表明,上市公司信息披露违法违规的行为选择是可以预测的,企业规模紧缩、净利润下滑、股权融资需求和产权转化等对行为选择均有不同程度的影响。在投资者损

失组成中,系统性风险损失与信息披露违法违规损失等都是信息披露违法违规前置条件下重要的损失成分,在损失分析中不能忽视任何一个组成成分。

全书共分为九章,从虚假信息与泡沫的因果关系出发,为信息披露违法违规民事赔偿提供坚实的理论依据,最终给出虚假信息泡沫损失的测度方法。每个章节又能分别聚焦重要的子问题。第一章,重点评述了虚假信息披露违法违规和资产定价泡沫的相关理论文献,为其他章节提供研究基础。第二章,采用 Logistic 回归、深度学习和 Logistic 曲线三种方法对信息披露违法违规进行预测。第三章,基于实证研究,从信息风险如何引致并购重组活动和监管机构的处罚,阐释信息披露违法违规的经济后果。第四章,广泛地讨论了信息操控包括盈余管理和信息披露违法违规具有的不同法律后果。通过扩展 Ohlson 模型,阐述同为信息操控的信息披露违法违规和盈余管理为什么会具有不同的资产定价泡沫效应,并通过实证分析加以验证。第五章,从信息披露违法违规的市值管理动机和外部扩散机制阐释信息披露违法违规行为产生的机理。第六章,对投资者损失组成的机理及关系进行详细分析,并在此基础上给出损失赔偿测算方法。第七章,提出了相对资产定价泡沫理论以解释虚假信息引致的定价泡沫。第八章,在相对资产定价泡沫的理论基础上,通过虚假信息泡沫的案例分析给出虚假信息泡沫损失的测算方法。第九章,对如何设置合理的监管水平以遏制信息披露风险给出了详细的分析,并给出结论和政策建议。这本书相当全面地结合运用了主流的实证研究、案例分析、机理机制分析和预测分析方法。

虽然无法仅通过一个或几个简单的模型就能够完整刻画复杂的现实问题,但我们希望本书能够为会计和经济现实问题提供一个简单的解释,为政策制定者提供可供参考的指导意见,这就足够了。书中难免出现近乎理想条件下的正确解,但这并不妨碍整体研究结果和事实上的一致性。泡沫相关理论是很多数学学者的研究方向,有待后续考虑更加严谨和深奥的数学方法,深入挖掘研究内容。总之,本研究为信息披露违法违规与投资者损失的关系研究提供了新的分析思路,也依据法律法规提供了更加明确的损失测算方法。本书如果得到社会广泛的认同和接受,有助于公平地维护投资者和上市公司的利益,最终实现有效、合理、及时的损失赔偿效果。

本书得到浙江省自然科学基金项目“交叉持股企业信息披露违法违规风险传染及智能监测研究”(项目编号为 LY21G020007)的资助。

张文珂

2022年3月26日

目 录

| | |
|---|-----|
| 第一章 导 论 | 001 |
| 第一节 研究动机与研究意义 | 002 |
| 第二节 研究方法与研究结构 | 012 |
| 第三节 基础理论与文献综述 | 017 |
| 第二章 信息披露违法违规的预测分析 | 069 |
| 第一节 信息披露违法违规的 Logistic 回归分析 | 070 |
| 第二节 基于深度学习的信息披露违法违规预测 | 079 |
| 第三节 利用 Logistic 增长曲线的预测 | 084 |
| 第三章 从信息风险角度揭示信息披露违法违规的经济后果 | 089 |
| 第一节 信息风险的经济后果 | 090 |
| 第二节 理论假说与实证分析 | 093 |
| 第四章 信息披露违法违规民事赔偿的理论依据 | 111 |
| 第一节 同为信息操控却有不同的法律后果 | 112 |
| 第二节 信息披露违法违规民事赔偿的理论依据 | 114 |
| 第三节 模型设计与实证分析 | 120 |
| 第五章 信息披露违法违规行为产生的机理分析 | 141 |
| 第一节 信息披露违法违规的市值管理动机 | 142 |
| 第二节 信息披露违法违规的外部扩散机制 | 145 |
| 第六章 投资者损失组成的相关机理分析 | 149 |
| 第一节 信息披露违法违规前置条件下损失的组成 | 150 |
| 第二节 投资者损失组成的实证分析 | 157 |
| 第三节 损失赔偿测算方法 | 169 |

| | |
|--|-----|
| 第七章 相对定价泡沫的理论分析 | 175 |
| 第一节 虚假信息引致的定价泡沫分析 | 176 |
| 第二节 由相对定价泡沫确定虚假信息泡沫 | 180 |
| 第八章 虚假信息泡沫之相对定价泡沫的实证分析 | 185 |
| 第一节 相对定价泡沫的实证方法及其比较 | 186 |
| 第二节 虚假信息泡沫的案例分析 | 188 |
| 第三节 虚假信息泡沫损失的测算方法 | 194 |
| 第九章 结 论 | 197 |
| 第一节 研究结论与政策建议 | 198 |
| 第二节 研究局限与研究展望 | 205 |
| 中外文参考文献 | 207 |
| 附 录 | 219 |
| 附录1:最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定 | 220 |
| 附录2:中华人民共和国证券法 | 228 |
| 附录3:中华人民共和国公司法 | 262 |

1

导
论

第一节 研究动机与研究意义

一、问题提出及选题意义

(一)问题提出

信息披露违法违规给企业、投资者和市场造成了严重的损失。从中国证券监督管理委员会(简称“中国证监会”)官网上可以看到,涉嫌信息披露违法违规的企业其违法行为和手段五花八门,但无外乎两类造假行为,一类属于以虚增资产或虚构利润为主的对财务报表的直接造假行为,一类属于信息披露违法和遗漏行为。两类行为虽然在途径、技术和严重程度存在差异,但它们本质上都是对投资者的欺骗和侵权行为。因信息披露违法违规遭受中国证监会处罚的上市公司,属于会计信息舞弊的和属于其他违法信息披露的几乎各占一半。另据CSMAR国泰安数据库违法违规子数据库,在2001—2017年共发生的被从中央到地方的各类监管机构揭露或处罚的上市公司违法违规事件中涉及利润造假、资产造假、误导性陈述、延迟披露、重大遗漏、不实披露等行为的信息披露违规事件占比超过四分之三。随着资本市场的发展,信息披露违法违规的案件数量和涉案金额不仅没有下降,反而呈现逐年大幅上升的趋势。

信息披露违法违规包括会计舞弊、不当披露等违法违规行为,无论在发展中国家的资本市场还是在发达国家的资本市场中都是无法杜绝甚至是严重影响资本市场秩序的基本问题。例如,美国信息披露违法违规案件的数量也达到了令人无法忽视的程度。奥伦·巴-吉尔和卢西恩·A.别布丘克(2002)指出,美国在1990—1997年出于会计舞弊、不当披露、会计错报等原因涉及会计重述的企业年均不足百家,1997年以后逐年快速增加,至2002年萨班斯法案颁布之前,会计重述的企业达到了十之有一的严重程度^①。萨班斯法案又称为“上市公司会计改革与投资者保护法案”,足见美国作为一个有近230年资本市场发展史的发达的经济体,上市公司会计信息披露已经到了不得不进行重大改革的时候,对投资者保护的问题也到了无法回避甚至需要增强立法的地步。萨班斯法案设立在

^① BAR-GILL O, BEBCHUK L A. Misreporting Corporate Performance [R]. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2002.

2000年泡沫危机后,与美国在1929年经济危机后加强蓝天法案(Blue Sky Law)和增设1933联邦证券法案(The Federal Securities Act of 1933)的逻辑如出一辙。美国在这两次大的泡沫危机后都进行了亡羊补牢,而亡羊补牢的关键内容还是严厉制裁舞弊行为、增强监管信息披露以及加强投资者保护。可见做好投资者保护的关键前提还是努力做到信息披露的及时性、准确性和真实性。投资者保护是资本市场健康发展的根基,而信息披露违法违规从未停止过侵蚀这一根基。

信息披露违法违规不仅是法律界而且是经济界和会计界共同关注的一个热点话题。表面上看,信息披露出现错误的原因有两类,一类是欺诈和舞弊,一类是错误和疏失。无心之过产生的错误能够很快地被信息披露方发现并予以纠正,对投资者所造成的伤害也能够控制在非常有限的范围内。但是,大多数的无意过错事实上后来都被证明是上市公司有预谋、有计划或“不得已而为之”的有意过错。上市公司信息披露违法违规一般都被认定为一种严重的信息欺诈行为,由于其不当的信息披露,给相关各方带来了很多不利的后果和经济损失。例如,赔偿投资者24.59亿元的康美药业最初暴露出299亿元的“错误”会计处理,事后证明是康美药业连续多年在收入、费用、成本和资金收付上存在严重的账实不符,最终虚增业绩。信息披露违法违规的载体形式包含错误发布或隐匿的某些重要信息,尤其是存在于财务报告上的虚假记载和歪曲的会计结果,这些虚假的信息严重地误导了投资者,最终会给投资者造成损失。不仅如此,整个上市公司也会因为信息披露违法违规而蒙受各种显性和隐性的巨额损失。首先,除行为主体遭受来自证券监督管理部门的行政处罚外,其民事乃至刑事上的法律责任也将得到一定程度的追究。其次,信息披露违法违规行为主体中包括大股东、董事会、经理人和公司本身也将遭受名誉上的损失,部分行为主体人将会被限制进入资本市场或发行新的股份。在所有遭受损失的各方中,由于信息披露违法违规造成的公司股价下跌,广大中小股东成为承担损失最多的受害方,这种经济损失理论上应当由上市公司主体给予相应的补偿。然而,在信息披露违法违规民事赔偿的十多年司法实践中,投资者的索赔之路异常艰辛。

自从《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(2003)^①实施以来,广大投资人作为信息披露违法违规受害方的损失补偿问题成为信

^① 最高人民法院. 最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定[J]. 司法业务文选, 2003(8): 21-30.

息披露违法违规案件的核心问题。原告与被告在法律上为确定信息披露违法违规实施日、揭露日而进行的辩论本质上也是投资者损失赔偿的范围和大小之争。显然,法院、原告和被告三方在如何确认信息披露违法违规引致的损失及其度量方面存在着极大的分歧。相关问题已困扰着法律界十多年,至今没有达成统一有效的解决办法。2022年1月21日最高人民法院发布《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》,除了支持投资者为维护自身的合法权益而进行信息披露违法违规索赔外,在第三十一条中明确规定:“人民法院应当查明虚假陈述与原告损失之间的因果关系,以及导致原告损失的其他原因等案件基本事实,确定赔偿范围。被告能够举证证明原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的,对其关于相应减轻或者免除责任的抗辩,人民法院应当予以支持。”关于信息披露违法违规损害赔偿的因果关系确定问题在美国的实践至今仍是一个极具争议的问题^①。关于因果关系的举证不仅对于诉讼双方而言举证困难,而且对于法院的审理也造成了不小的困扰。中美两国的高级法院在损失因果关系的确定上都只给出了审理规则。法院通常让诉讼方举证被诉讼方有哪些信息披露行为存在过错,让被诉讼方自行举证进行免责。从中看出,中美两国的法院都缺乏鉴定损失因果关系的能力,只能大致给出损失的责任范围和赔偿框架。

《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(2022)第三十一条明确指出法院在确定损失赔偿范围时应当排除“由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的”的损失。《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(2003)明确指出可能造成投资者损失的重要客观因素包含系统性风险^②。持续多年的世界级金融危机在2008年后对全球资本市场产生了沉重影响,2012年以后的众多信息披露违法违规赔偿纠纷几乎都涉及系统性风险损失与信息披露违法违规损失的划分问题,使得《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(2003)中原本客观的表述变得不可回避。由于缺乏可靠的理论阐释,投资者损失的原因确定和大小计算成为突出的难题。对信息披露违法违规的损失构成成分及其损失效应之间的关系进行深入的机理分析并给予相应的理论解释就成为亟待解

① ZEBERKIEWICZ J M. Delaware Supreme Court Clarifies Standard for Liability for Disclosure Violations [J]. INSIGHTS, 2020, 34(8): 22-26.

② 最高人民法院. 最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定[J]. 司法业务文选, 2003(8): 21-30.

决的迫切问题。显然,信息披露违法违规与投资者损失的因果关系、投资者损失的机理关系及其划分、虚假信息泡沫的大小和度量都需要围绕投资损失进行深入的展开和研究。

从资产定价角度看,不必要的投资损失是因为资本市场中的资产没有被正确有效地定价。资本市场中隐蔽的信息披露违法违规行为恰是造成资产价格虚增和扭曲的主要原因之一。信息披露违法违规在主观上是对投资者的欺骗行为,在客观上是对信息的扭曲行为。股价变动与信息发布息息相关。与企业相关的信息会直接引起股票价格发生变动,其中由企业权威主体发布的信息往往造成股价的剧烈波动或形成一定的价格趋势。这些重要的信息包括有:会计利润信息、企业并购重组信息、企业与合作单位的关联方交易、新产品开发信息。在信息不完全的背景下,投资者天然地具有信息不对称劣势,上市公司占据着信息发布的主导地位;如果上市公司的行为不从维护投资者的利益出发,那么为市场提供公正有效的价值信息就得不到基本的保障。这样,资本资产的市场价格就会偏离反映其本身价值的真正有效价格,这种价格对价值的长期偏离就是定价泡沫,如果这种泡沫相对比较巨大,就会超越一般的风险成为投资者的梦魇。信息披露违法违规行为往往是一种应受到法律和法规制裁的比较严重的信息造假行为,一般已被监管部门认定存在严重的价格扭曲结果。因此,市场中能够观察到的信息披露违法违规行为都会存在一定的资产定价泡沫,在其被揭露时都会产生价格泡沫破裂现象,如股价的持续非正常下跌。信息披露违法违规引致的资产定价泡沫带给投资者的损失往往是巨大的。

泡沫风险是长期的股价变异现象,这种风险已不能简单地用传统的风险分析方法进行度量,需要从一种全新的角度去分析。从股票价格形成前的持续上涨与价格破灭后的持续下跌的相对长期趋势上,可以判断一个泡沫的生灭过程。但是这一泡沫生灭过程会让一部分人得到本不该拥有的财富,让另一部分人承担本不该承担的损失,发生了不合理、不公正的财富转移。信息披露违法违规造成投资损失的载体也是以价格的非正常下跌来实现的。泡沫过后,投资者的财富都化为了灰烬。但愿少一些这样的悲剧,多一些维护市场稳定发展的公平正义。如何从理论上解释和分析这一信息披露违法违规损失的形成过程、如何帮助投资者找出索赔的理论依据、如何帮助法律实现有效遏制违法行为的目的都是摆在我们面前的待解问题。

(二)选题意义

随着资本市场的繁荣及基于此的金融衍生品市场的发展,资产价格泡沫对于实体经

济的影响越来越大。历史上的众多泡沫大多都是从资本市场产生或者扩散开来的,如美国等西方国家的1929年经济大危机、1987年黑色星期一、2000年互联网泡沫破裂。历次经济危机所发生的股市价格崩溃皆是如此,股市价格泡沫也越来越多地引起经济学者的关注和重视。最近的泡沫危机是2007—2009年狂卷全球的金融危机,从最初的房地产市场崩溃到金融市场海啸,最后蔓延成为全球实体经济的大减速和严重衰退。人们逐渐认识到这次危机的深层次根源在于价格泡沫的存在,而且其对经济的破坏作用已经远超出了资产本身价格下跌造成的影响。尽管如此,学者们仍然没有弄清楚大多数泡沫的机理及其给投资者造成的损失。在世界经济遭受泡沫危机的重创后,价格泡沫问题成为学术研究领域亟待突破和解决的重要经济问题。对一个经济泡沫而言,泡沫产生的根源在于信息不完全。资产信息的不完全造成市场中的投机者、狂热的非理性投资者、盲目的普通投资者共同将资产的价格抬高到偏离基础价值的泡沫水平。信息不完全并非仅仅由自然界时空发展的局限造成,也存在特定的始作俑者故意而为之的可能性。而且,始作俑者、信息不完全、价格泡沫、投资者损失以及其他方方面面的影响因素之间存在着纷繁复杂的不确定性和需要去探索和分析的未解规律。解决或厘清其中任何两者之间的影响机理和作用关系都能够为市场的繁荣稳定和发展提供有意义的建设性意见。

由于信息披露违法违规和投资者损失之间的关系缺乏可靠的理论解释,在损失原因模糊、损失效应难以测算的背景下,信息披露违法违规公司及责任人容易逃避责任,进而造成违法违规成本过低。民事索赔责任难以界定是资本市场违法违规成本过低的一个重要原因。2019年2月22日,习近平总书记在中共中央政治局集体学习时首次提出“要解决金融领域特别是资本市场违法违规成本过低问题”。对信息披露违法违规与投资者损失的因果关系、损失成分及损失效应大小等进行理论解释和测算成为亟待解决的迫切问题。从国内资本市场发展过程中存在的严重侵害投资者利益的违法违规行为来看,信息披露违法违规及其给投资者造成的损失是众多问题中的重要典型。尽管《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(2022)、《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(2003)已经明确了损失测算的基本原则,但是由于缺乏财务理论的解释与支持,投资者损失的推定、计量与具体测算问题一直是法律实践中阻碍投资者顺利获得赔偿的重要原因。十来年的

司法实践表明,如果不对信息披露违法违规给投资者带来的损失效应进行深入的理论阐释,那么信息披露违法违规的损失赔偿不仅对投资者而且对投资双方都存在制约各自合理诉求的法理障碍。只有对信息披露违法违规造成投资者损失的前因后果进行理论解释才能从根本上破除投资者索赔的障碍,将法律法规上的客观要求变为有利于投资者的实际利益保障,同时解决这一困扰财务金融学者的难题。法律界将所涉及的投资损失分析问题留给了广大学者,这不仅为财务理论研究增添了丰富的实践素材,同时是对现代财务理论的一大挑战。国外涉及会计舞弊等相关法律问题的财务理论分析方法(如事件研究法)本质上都是基于其自身的法律背景要求的,目前还没有适合我国法律和市场环境下解决此类问题的财务理论和方法。如果能够从理论阐释上对信息披露违法违规的损失效应进行机理分析,如果能从理论分析上突破在信息披露违法违规如何造成投资损失问题上的研究瓶颈,如果能为信息披露违法违规损失赔偿的司法实践提供理论支持,那么本研究将从根本上解决这一困扰经济学界和法律界的重要难题。

二、相关概念与范畴

(一)相关概念的界定

1. 虚假信息泡沫

正确和有效的信息是行为决策的前提、基础,甚至是行动的指令。错误的信息会影响人们做出正确的判断,也会让社会运作的秩序出现意外的混乱。作为错误的信息表述,信息披露违法违规对经济信息事实的歪曲只是表象,造成利益相关方中的另一方产生经济损失是其直接作用的结果。对于上市公司而言,信息披露违法违规双方中的一方经常是代理人,另一方经常是委托人。上市公司的信息披露违法违规可能源于代理人的主观信息欺诈,也可能源于代理人的不作为或者隐瞒事实。虚假信息使用方或者委托人的投资损失本来是可以正确的信息披露加以避免的,本应维护委托人利益的代理人却成了蓄意侵害委托人利益的加害者。由信息披露违法违规行为给投资者造成的直接经济后果即投资损失即为信息披露违法违规损失效应。但是,在信息披露违法违规的前期阶段,由于信息没有被正确地披露出来,可能会造成相应的资产价格虚化,虚假信息的纠正需要一个过程,因此会形成暂时的信息披露违法违规收益效应。这种信息披露违法违规收益效应和损失效应统一称为虚假信息泡沫。如果投资者受信息披露违法违规的影响最终遭受了净损失,则虚假信息泡沫就是净损失效应。因此,虚假信息泡沫是投资

者遭受的一种综合效应。信息披露违法违规最有可能在前期产生收入效应,在中期产生损失效应,在后期产生净损失效应。

2. 系统性风险效应

系统性风险是投资者无法回避的市场风险,当资本市场中不存在其他投资方通过提供套期保值类衍生资产工具来吸纳系统性风险的前提下,这种风险带来的损失不是普通投资者能够通过简单改变投资策略就能够加以避免的。系统性风险伴生于市场的波动,单个股价的波动部分原因是随波逐流,这是系统性风险一种比较形象的解释。既然无法回避系统性风险,那么投资者的收益必然包含系统性风险补偿,否则投资者会退出市场。系统性风险是造成投资者产生收益或损失的部分原因。或者说,投资者在市场内既有可能获得系统性风险收益,也有可能要承担相应的系统性风险损失。这种潜在的损失概率与其可能获得的收益是相匹配的,而这种匹配性往往是必要的。系统性风险造成的单位资产的收益或损失即为单位资产的系统性风险效应。

3. 价格泡沫

传统的财务学理论认为,股票的内在价值等于其未来股利现金流的现值,其中未来股利的大小是满足一定概率的合理预期值,而且该股票的价值相对于预期股利现金流而言是稳定收敛的。在满足传统经济学假设的条件下,股票价格在长期内都是收敛于股票的内在价值的。这样,就存在三者相一致的收敛过程,即有股票价格长期收敛于预期的未来股利现金流现值。一般正统的财务管理学教材中在论述证券价值评估的章节部分都有相应简化的表述。然而,现实中的股票价格在短期内都与股票价值存在或多或少的偏离,经济学认为这并不违背投资者理性预期的传统经济学假设。但是,当股票价格与预期的未来股利现值发生长期偏离时,采用传统的经济学理论就无法再加以解释了。可以简单地把这种价格与价值的长期偏离描述为泡沫。也有学者从随机数学角度对泡沫的折现价格过程进行了定义,例如,亚历山大·M.G. 考克斯和戴维·G. 霍布森(2005)将泡沫定义为风险中性测度下的严格局部鞅,同时指出了泡沫的一些特性,例如泡沫下的价格波动性随价格的上升而增加,在泡沫使得传统的经济理论变得无效的情况下,传统的定价方法必须通过修正才能使用^①。显然,价格泡沫是资产价格中不可或缺的组成部分,存在正的价格泡沫也存在负的价格泡沫。虽然短期内价格泡沫违反了有效市场的经济学假设,但在相对较长的时间内,价格泡沫无法为继,都将消失在有效市场的理论条件下。

^① COX A M.G., HOBSON D G. Local Martingales, Bubbles and Option Prices[J]. Finance and Stochastics, 2005, 9(4): 477-492.