

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号: B200414012

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

中国上市公司信息披露违规的动因、  
市场反应与预警研究

A Study on the Motivation, Market Responses and  
Prediction of Illegal Information Disclosure Behavior in  
Listed Companies of China

蔡 志 岳

指导教师姓名: 吴 世 农 教授

王 志 强 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2007 年 月

论文答辩日期: 2007 年 月

学位授予日期: 2007 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2007 年 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库



# 厦门大学博士学位论文

Ph. D. Dissertation of Xiamen University

中国上市公司信息披露违规的动因、  
市场反应与预警研究

**A Study on the Motivation, Market Responses and  
Prediction of Illegal Information Disclosure Behavior in  
Listed Companies of China**

蔡志岳

**Cai zhi-yue**

厦门大学管理学院

**School of Management**

**Xiamen University**

**China**

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 诚信声明

本人声明：本论文是我申请厦门大学管理学院企业管理专业博士学位材料的组成部分。根据厦门大学研究生院颁布的《厦门大学关于博士研究生培养方案的规定》和《厦门大学研究生学位论文规范的通知》的要求，本人在论文撰写过程中，谨遵学术研究的道德规范和标准。作者感谢导师吴世农教授和王志强教授及导师组成员和论文答辩委员会的指导和帮助，文中的错漏概由本人负责。

博士学位申请人：蔡志岳

签字：

时 间：2007年4月

## Honorary Statement

I state that this dissertation is a part of work for my application for doctoral degree of management. Following the guidelines of *Regulation on Ph.D. Candidates of Xiamen University* and *Regulation on Dissertation for Graduates of Xiamen University* stipulated by Graduate School of Xiamen University, I complied with the academic morality, regulations and standards during working on my dissertation. Acknowledgements are given to my supervisor, Prof. Wu shi-nong and Prof. Wang zhi-qiang, and other members of my supervisory team and dissertation defense committee while any error in this dissertation remains my own responsibility.

Ph.D. Candidate: Cai zhi-yue

Signature:

Date: April, 2007

厦门大学博硕士学位论文摘要库



# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

- 1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。
- 2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 内 容 摘 要

作为公开原则的核心体现，信息披露无疑是规范上市公司行为、保护中小投资者利益和提高证券市场配置效率的最有效手段。真实、全面、及时、充分的信息披露是上市公司的法定义务，也是投资者决策的重要依据。然而，中国相当部分上市公司信息披露违规，而且屡禁不止，严重地违反了诚信准则，甚至无视法纪。这不仅在很大程度上损害了中小投资者的合法权益，而且对证券市场的稳定和健康发展构成了很大的威胁。为此，本文以信息披露违规的中国上市公司这一特殊群体为研究对象，深入分析和检验它们违规的动因，统计违规事件公告后的股票市场反应，并尝试根据它们的财务特征、市场交易特征与公司治理特征，构建上市公司信息披露违规行为的一般预警模型，以便为投资者和监管层提供决策依据。全文共分为九章，各章的主要内容如下：

第一章为导论，主要对论文进行简要介绍，具体包括研究背景与问题的提出、研究框架与主要内容以及研究的改进与创新计划。

第二章为文献综述，全面回顾和总结了上市公司信息披露违规的动因、市场反应和预警的相关研究成果。

第三章为中国上市公司信息披露违规的制度背景分析。

第四章分析了信息披露违规的上市公司的行业特征、规模特征、财务特征、市场交易特征、以及治理特征。

第五章分析和实证检验了关于上市公司信息披露违规动因的三种假说，包括大股东掏空说、内幕交易说和盈余管理说。

第六章针对不同类型的信息披露违规事件的不同市场反应进行了统计分析。

第七章基于财务、市场和治理视角，构建了预警模型对上市公司信息披露违规行为进行判别和预测。

第八章对中国上市公司信息披露违规的防范机制进行了深入讨论。

第九章是对论文研究成果的总结，包括研究结论与启示、研究的局限性和进一步研究的方向。

本文在借鉴国内外相关研究的基础上，结合中国上市公司的制度背景，运用

理论分析与实证研究相结合的研究方法，对中国上市公司信息披露违规的动因、市场反应和预警进行了系统的研究，并得到了以下的研究结论：

第一，违规上市公司主要来自机械、设备、仪表制造行业，石油、化学、塑胶、塑料制造行业等成熟性产业，且大都属于中小型公司；大多数违规上市公司的上市交易年龄不超过 6 年，违规公司的股票市场交易比较活跃，而股票风险较高；违规公司的盈利能力差，经营效率低下，债务负担重而偿债能力明显不足，成长能力差，经营性现金创造能力不足，每股净资产质量低下；违规公司的股东制衡力量相当薄弱，违规公司的内控机制相当缺乏，近半数的违规公司被外部审计师出具非标准审计意见。

第二，大股东对上市公司的掏空程度越高，上市公司信息披露违规行为越有可能发生；上市公司的内幕交易程度越高，信息披露违规行为越有可能发生；上市公司的盈余管理程度越高，信息披露违规行为越有可能发生。

第三，投资者对公开处罚和公开谴责的处罚方式反应十分强烈，认为违规上市公司侵犯其合法权益。不管是上交所、深交所还是证监会的处罚公告，都具有一定的威慑力。对于采用延迟披露、虚增利润、违规关联交易、违规担保以及擅自改变资金用途等手段违规的上市公司，投资者持怀疑态度。对于上市公司的大股东掏空行为、证券操纵行为和财务舞弊行为，投资者纷纷用脚投票。

第四，信息披露违规事件确实给投资者带来了巨大的经济损失。在信息披露违规事件公告日的  $(-20, 20)$  时间窗口内，全部违规公司的累积平均超常收益 (CAAR) 达到  $-0.075$ ，且在 1% 的置信区间内显著。

第五，在违规行为被发现的前一个会计年度，违规公司在财务状况、市场交易状况和治理水平上，就与正常公司存在着显著的差异。盈利能力越强，公司就越不可能违规；财务杠杆越高，公司就越有可能违规；外部审计的监督质量越高，公司就越不可能违规。

第六，以资产净利率、每股收益、资产负债率和流动比率为财务预警变量，以股票日均涨跌幅为市场预警变量，以代表董事会的独立性和高管激励的治理因子、代表股权结构的股权集中度和股权制衡度的治理因子、代表外部审计监督程度的治理因子和代表机构投资者监督程度的治理因子为治理预警变量，本文建立的 Logistic 回归预警模型和混合 BP 神经网络对公司违规发生概率的预测成功率分

别为 80% 和 83.33%，总体判别成功率分别为 81.67% 和 83.33%，均可以有效地提前甄别违规的上市公司。

第七，对于上市公司信息披露违规发生概率的预警，包含财务、市场和治理信息的模型 III 的判别成功率最高，包含财务和市场信息的模型 II 其次，只包含财务信息的模型 I 最差。由此可见，对于投资者，公司的股票市场交易数据和治理数据与财务数据一样具有信息价值。

第八，本文运用多项 Logistic 回归和混合 BP 神经网络构建上市公司信息披露违规严重程度的预警模型，对检验样本的总体判别成功率分别为 68.89% 与 71.39%，可以较有效地对上市公司信息披露违规的严重程度进行预警。此外，本文尝试运用 Fisher 判别、多项 Logistic 回归和混合 BP 神经网络构建上市公司信息披露违规类型的预警模型，对检验样本的总体判别成功率分别为 50.43%、58.12% 与 59.29%，虽不尽如人意，但这表明了本文所构建的预警模型在预测上市公司信息披露的违规类型方面具有发展和应用潜力。同时，本文在比较中发现，混合 BP 神经网络等人工智能技术在财务领域具有广阔的应用前景。

最后，上市公司信息披露违规的博弈分析告诉我们，降低监管机构的监督成本，提高监管机构的稽查质量，或者加大对违规行为的惩罚力度，提高违规公司的违规成本，都可以降低上市公司信息披露违规的发生概率。同时，新闻媒体的社会舆论监督可以鞭策监管机构，监督和规范上市公司信息披露行为。

区别于其它相关的研究，本文的改进和创新工作主要体现在以下几个方面：

第一，本文对 1994—2005 年间信息披露违规的上市公司的行业特征、规模特征、财务特征、市场交易特征、以及治理特征进行了全面系统的分析，发现：违规上市公司主要来自成熟性产业，且大都属于中小型公司；大部分违规公司的上市交易年龄不超过 6 年，股票市场交易比较活跃而股票风险较高；违规公司的股东制衡力量相当薄弱，违规公司的内控机制相当缺乏，近半数的违规公司被外部审计师出具非标准审计意见。

第二，本文首次从实证的角度对上市公司信息披露违规的问题进行动因分析与检验，并首次结合 Llorente et al. (2002) 的研究成果，利用股票市场均衡时股票收益率与换手率的动态关系系数 C2 来测度上市公司股票交易的信息不对称程度，并作为内幕交易的代理变量。首次结合 Kotharia et al. (2005) 的研究成果，计算

基于 ROA 配对的操控性应计利润，以控制公司间因为业绩差异而产生的盈余管理计量偏误，并用来度量上市公司的盈余管理程度，该方法比琼斯模型 (Jones, 1991) 和修正模型 (Dechow et al., 1995) 更为合理。

第三，本文根据违规手段的不同，将信息披露违规事件分为虚列资产、虚增利润、虚假陈述、操纵股价、违规委托理财、擅自改变资金用途、违规关联交易、违规担保、重大遗漏、延迟披露及其它等十一类事件；根据违规性质的不同，将信息披露违规事件分为大股东掏空类、证券操纵类、财务舞弊类和其它类违规行为等四类事件；并分别对它们的不同市场反应进行了统计分析。

第四，传统的预警模型大多以财务指标作为输入变量，研究局限于财务视野。本文基于财务、市场和治理视角，并应用逐步 Logistic 回归分析和因子分析对备选财务指标、市场指标以及治理指标进行提炼和筛选，提高了预警模型的有效性。

第五，本文根据处罚机构的不同，将信息披露违规的严重程度划分为三种状态，即不被处罚、被交易所处罚、被证监会处罚；根据违规性质的不同，将信息披露违规的类型划分为五种状态，即大股东掏空类违规、证券操纵类违规、财务舞弊类违规、其它类型违规、无违规行为。这种对信息披露违规行为的细致划分，大大提高了预警模型的应用意义。

最后，本文分别应用 Fisher 判别模型、多项 Logistic 回归模型、以及混合 BP 神经网络模型对上市公司违规的发生概率、严重程度、违规类型进行判别和预测，并对线性模型和非线性模型应用于信息披露违规预警的效果进行了比较分析。

**关键词：**信息披露违规；动因；市场反应；预警

## Abstract

Disclosure information, which is the essence of the public principle, is in fact the most effective means to regulate listed companies, protect minority shareholders and promote market efficiency to allocate resources. A listed company shall ensure that potential investors have access to all statutory disclosure information in a true, integrated, timely and adequate manner. Unfortunately, some listed companies in China have violated the securities laws and regulations via illegal disclosure activities, even refusing to mend their ways despite of repeated admonition. These illegal activities not only make minority shareholders suffer large economical losses, but also threaten the stabilization and healthy development of china stock market. Therefore, this paper selects the listed companies with illegal information disclosure as sample and start with a probe into the motivation of them. Then, it dwells upon the market responses following the punishment bulletins and tries to develop a general model to predict the illegal information disclosure behavior based on the perspectives of finance, market and governance. By this, this paper hopes to be helpful to investors and supervisors.

This paper consists of nine chapters. Major contents of each chapter are outlined as follows:

Chapter 1 is an introduction. It includes such contents as research background, issues under research, research framework, major research contents, improvement and innovations of this paper.

Chapter 2 covers the literature reviews focusing on the ideas and findings of relevant researches on the motivation, market responses and prediction of illegal information disclosure of listed companies.

Chapter 3 describes the institutional background of illegal information disclosure of listed companies in China.

Chapter 4 analyzes the characteristics on the industries, scales, financial status, stock transaction, and corporate governance of the listed companies in China with illegal information disclosure.

Chapter 5 provides the theoretical hypotheses and empirical tests of the motivations of illegal information disclosure of listed companies in China, including the controlling shareholder's tunneling hypothesis, inside trade hypothesis and earning

management hypothesis.

Chapter 6 compares the different stock market responses of different illegal information disclosure events.

Chapter 7 develops some prediction models to predict the illegal information disclosure behavior from the perspectives of finance, market and governance.

Chapter 8 discusses the prevention mechanism of the illegal information disclosure of listed companies in China.

Chapter 9 sums up the research findings of this paper, including its research conclusions and lessons, research limitations and the direction of further research.

Based on the contributions of the related theoretical and empirical researches, considering the institutional background of stock market in China, this paper studies the motivations and market responses of the illegal information disclosure of listed companies in China thoroughly and develops some models to predict the illegal behavior. Thus, we get the following conclusions:

Firstly, most of the fraud companies come from the well-developed industries, such as machines, equipments and instruments manufacturing, oil, chemical, rubber and plastic manufacturing and so on. Most of them are medium and small companies. And, most of the listing ages are within 6 years. Moreover, fraud companies have active stock transaction performance with high fluctuation. Generally, fraud companies have poor profit ability and operating efficiency. Thus, it is hard for them to pay debt due to poor asset quality while they fail to grow and create operating cash flow. Nearly half of fraud companies receive modified audit opinions from exterior auditors owing to their poor ownership restriction ability and poor internal control mechanism.

Secondly, relative to control companies, fraud companies have more controlling shareholders' tunneling activity, more inside trading and more earning management.

Thirdly, investors think the illegal information disclosure activities encroaching their legitimate interests and react intensively to the administrative punishment by the China Security Regulatory Commission and the condemnation by the stock exchange. All the punishment bulletins are effective to some extent no matter they are made by China Security Regulatory Commission, Shanghai Stock Exchange or Shenzhen Stock Exchange. Investors depreciates greatly the stock value of fraud companies whose main violations includes delays in disclosure, inflated profits, illegal related-party transaction, illegal guarantee-providing, unauthorized change in use of funds. Investors are apt to



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库