

上市国有企业高管被查事件的市场反应

金莲花¹(副教授), 王珊珊¹, 弭力元²

【摘要】 本文主要考查十八大以来我国国有上市企业高管接受组织调查或被立案审查对公司股票收益率的影响。研究发现,上市国有企业高管被查事件在公布日后第一、第二天,公司股票显示负的非正常收益率,第三天反弹,第四、第五天逐渐恢复平稳。本文的研究结论为:上市国有企业高管腐败多数为职务犯罪而损害股东权益,并且腐败行为具有隐蔽性,被查事件曝光带来一定的市场冲击,但其负面影响持续时间较短,市场对于反腐寄予希望。

【关键词】 上市国有企业; 高管腐败; 接受调查; 市场反应

【中图分类号】 F832.5

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)03-0063-4

一、引言

国有企业是党的十八大以来反腐行动中的重灾区。截至2014年,已有41家上市国有企业的高级管理人员因违法违规问题而“接受组织调查”或者“被立案审查”,涉及能源、通信、金融、运输、军工、房地产等诸多行业。

及时查处高管违法违规行为,不仅能够抑制国有资产流失实现国有资产的保值增值,也能减少腐败的可能性。本文通过收集并整理高管涉案调查的数据,发现国有企业高管犯罪95%以上为经济犯罪,贪污、受贿是最为常见的类型,常用手段有违规报销个人费用、挪用公款、私分国有资产、套取财政补贴、私设“小金库”。由此看出,腐败尽管形式上是国有企业高管的个人行为,但是其行为会损害股东利益,反映出公司内部控制、治理结构的缺陷。腐败行为具有隐蔽性和“窝案”的特点,在弱式有效资本市场上(郭培培,2013;翟肖东,2014;刘云,2015),上市国有企业高管违法违纪被查事件的公布会影响到股票价格。

本文以2013~2014年高管因违法违纪问题而接受组织调查或者被立案审查的上市国有企业为样本,考查高管被查信息的公布对资本市场的影响。本文的研究发现,上市国有企业高管因违法违规等职务犯罪被查的公告在公布之前并不会带来股价的异常波动,在公告日后第一天和第二天带来较明显的负向股价波动,第二天的波动尤其显著,而第三天股价反弹,第四、第五天恢复平稳。本文的研究结果反映,高管接受调查事件具有信息含量,市场对此负面消息事后会产生反应,但是很快将其消化,与我国资本市场处于弱式有效的前期文献的观点相一致。

二、相关理论与文献回顾

(一)相关理论

按照委托代理理论,企业的各利益关系人之间存在的目标不一致、信息不对称等问题,引起管理层过度消费、利润操纵、滥用企业资源而掏空股东财富等现象。这时,需要设计和实施合理的治理机制,约束管理者的行为。

公司治理包括外部治理和内部治理。外部治理因素包括产品竞争市场和经理人市场,国有企业多数属于垄断性企业或龙头企业,高管的考核对业绩的敏感性较差,长期以来,国有企业的高管一般由政府任命而且任期较长。

内部治理因素包括股权结构、董事会、监事会、薪酬方案等。完善股权结构是为了避免“一股独大”,较为分散的股权更有利于实现对经营者的有效监督,董事会行使权利为股东选聘合适的管理层,对高管实行薪酬激励促使高管有足够的动力增加股东财富。国有企业的最大股东是国有股,而国有股的所有者(全民或国家)不能行使股东权利,只能委托国有资产管理委员会代理行使。因此,国有企业的代理层级较为复杂,国资委既是全民的代理人,又是企业的委托人,导致董事会成员是官员,管理层也是官员,而谁都不是企业的终极所有者,治理成效受限,容易带来高管腐败等问题。此时,为了防止国有资产流失,确保国有资产的保值增值,应借助政府的力量,对企业实施监察,提高国有企业治理效果。

综上所述,企业高管的个人腐败与企业利益相关,同时腐败多数呈现出“窝案”的特点,反映出企业的内部控制、公司治理存在缺陷。当隐蔽的国有企业高管违法违规行通过第三方的力量被查处并暴露时,对于市场来说是一种冲击,

【基金项目】 中央高校基本科研业务专项基金(项目编号:15YJ0412)

□ 业务与技术

势必影响企业的股票价格和交易量。

(二) 文献回顾

Fama 于 1970 年提炼出有效市场假说 (Efficient Market Hypothesis, EMH), 该理论将有效市场根据反映信息的程度分为弱式有效市场 (Weak Form EMH)、半强式有效市场 (Semi Strong Form EMH) 和强式有效市场 (Strong Form EMH) 三种。之后有很多学者从不同角度考查和验证资本市场的有效性。Ball 和 Brown (1968) 及 Beaver (1968) 最初验证会计盈余信息对于股票价格和交易量的影响, 得出会计信息有用的结论。后续很多文献验证财务或非财务信息的公告对市场的显著影响 (Dechow et al., 1996; Mewilliams et al., 1997; Gerety 和 Lehn, 1997)。国外诸多文献研究负面消息的市场反应: Nourayi (1994) 研究美国证券交易委员会 (SEC) 处罚的市场反应, 发现在 SEC 公告后, 市场出现负向反应, 并且如果有媒体提前曝光消息, 市场的负向反应会更大。Karpoff et al. (2008) 的研究也发现了市场对违规处罚消息的负向反应, 并且消息公布越早, 市场反应越大。Esther et al. (2009) 通过研究使用不同手段进行财务舞弊的公司发现, 虚假陈述的公司的市场反应最大, 说明市场对越严重的消息反应越大。

国内学者也进行了很多类似的企业违规事件研究, 但是由于不同时期的市场不同, 窗口期跨度的选择不同, 得出的结论各自有别。陈国进等 (2005)、杨玉凤等 (2008)、朱冠东 (2011)、冯素玲和许可 (2012) 均得出违规公告发布前后较短窗口期内累计超额收益率为负的结论。伍利娜和高强 (2002) 以 1999~2000 年证监会以及深交所和上交所处罚公告的企业为对象研究发现, 被处罚公司的股票在公告日前后有明显的正向反应。冯素玲和杨杨 (2013) 研究得出, 根据处罚公告程度和及时性的不同, 引起的市场反应也不同, 处罚程度越大, 处罚得越及时, 引起的市场反应越剧烈, 说明市场对越坏的消息反应越敏感。余脊等 (2012) 通过收集 1998~2010 年我国 A 股市场 63 个上市公司高管涉案犯罪的公告, 研究其市场反应, 发现高管犯罪公告当日产生了负的显著性非正常收益, 第二天的负向反应更为显著, 因为很多公司选择将犯罪公告日定在周末, 给予投资者足够的时间来思考和消化这个事件, 投资者在下一个交易日才会做出评判其事件公告价值的反应。吴溪和张俊生 (2014) 研究企业立案公告的市场反应, 发现企业立案公告引起的市场波动要远大于之后的处罚公告, 尽管高管腐败被查未经法律判决, 但是此负面消息的公布会带来股价的下降, 即负的超额回报率。

三、研究设计及样本

(一) 研究设计

为了研究国有企业高管因违法违纪问题而接受组织调查或者被立案审查事件的市场反应, 首先要明确事件日。考虑到消息的真实可靠性, 本文以中纪委监察部网站、各地方纪委的监察部网站、中纪委监察报等官方网站的正式公告日

为事件日, 考查被查消息的市场反应。随后采用事件研究方法, 计算事件日前后的非正常收益率和累计非正常收益率, 衡量其市场反应。股票期望收益率的常用计算方法有市场模型、均值调整模型、市场调整模型, 其中, 市场模型既考虑了市场风险, 又考虑了个别股票的风险, 是大多数学者普遍采用的方法, 如杨玉凤等 (2006)、吴溪等 (2014)。因此, 本文选用市场模型计算企业的非正常收益率。

非正常收益率的计算步骤如下:

1. 计算个别企业股票收益率 (R_{it}) 和市场收益率 (R_{mt})。

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}}$$

其中: R_{it} 为 i 企业 t 日的股票收益率; P_{it} 为 i 企业 t 日的股票收盘价; R_{mt} 为股票市场 t 日的股票收益率; P_{mt} 为 t 日的市场收盘价, 沪、深两市股票价格分别用各自的沪、深 A 股指数表示。

2. 选定估计期, 通过市场模型估计企业个别风险 ($\hat{\alpha}_i$) 和市场风险 ($\hat{\beta}_i$)。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon$$

其中: ε 代表残差。

估计期的股价应当不受整个事件的影响, 即与事件没有关系的一段时间, 本文估计期选定为事件日前 256 天至事件日前 6 天的一年的时间 ($[-256, -6]$), 与魏志华等 (2009) 的研究一致。

3. 根据上述回归结果, 计算事件期内每日的企业正常股票收益率 (\hat{R}_{it}) 和非正常收益率 (AR_{it})。

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{mt}$$

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it}$$

本文指定事件日为国有企业高管被查官方公告日; 由于在官方公告日之前就有可能有小道消息传出, 所以事件公告之前的几天也会有市场的波动, 因此本文选定的事件期为 $[-5, 5]$ 。

4. 计算事件期 $[-5, 5]$ 每天的累计非正常收益率 (CAR_{it})。

$$CAR_{it} = \sum_{t=-5}^5 AR_{it}$$

通过以上方法计算出的非正常收益率 (AR_{it}) 和累计非正常收益率 (CAR_{it}), 本文将对其进行单样本 t 检验, 以考查市场对高管被查事件的反应。

(二) 样本构成及数据来源

通过对中纪委监察部网站、各地方纪委的监察部网站、中纪委监察报等官方网站的案件查处栏的手工收集, 本文共包含 41 家上市国有企业高管涉案公告。在做统计分析时, 由于华润三九、华润双鹤、华润万东、贵糖股份、中国电建五家

企业在选定的事件期没有交易,于是将其剔除。最终选定样本为36家上市国有企业,样本具体构成如表1所示。包括23家沪市上市企业和13家深市上市企业,其中2013年涉案的有4家,其余为2014年涉案企业。本文所需的股票数据来自锐思数据库。

表1 样本构成一览表

公司名称	股票代码	所属行业	涉案公告日	上市交易所
农业银行	601288	金融、保险业	2013.05.20	沪市
中国石油	601857	采掘业	2013.08.26	沪市
柳钢股份	601003	金属、非金属业	2013.12.02	沪市
郑州煤电	600121	采掘业	2013.12.31	沪市
贵研铂业	600459	金属、非金属业	2014.01.24	沪市
锡业股份	000960	金属、非金属业	2014.01.24	深市
万科A	000002	房地产业	2014.04.17	深市
东阿阿胶	000423	医药、生物制品业	2014.04.17	深市
华菱钢铁	000932	金属、非金属业	2014.04.21	深市
宏大爆破	002683	石油、化学、塑胶、塑料业	2014.05.17	深市
中国船舶	600150	机械、设备、仪表业	2014.05.26	沪市
中远航运	600428	交通运输、仓储业	2014.05.29	沪市
中国远洋	601919	交通运输、仓储业	2014.05.29	沪市
中集集团	000039	金属、非金属业	2014.05.29	深市
中国中冶	601618	建筑业	2014.06.03	沪市
海南橡胶	601118	农、林、牧、渔业	2014.08.07	沪市
中粮屯河	600737	食品、饮料业	2014.08.19	沪市
中粮地产	000031	房地产业	2014.08.19	深市
中粮生化	000930	食品、饮料业	2014.08.19	深市
川投能源	600674	电力、煤气及水的生产和供应业	2014.08.20	沪市
浙报传媒	600633	传播与文化产业	2014.08.25	沪市
一汽富维	600742	机械、设备、仪表业	2014.08.29	沪市
一汽轿车	000800	机械、设备、仪表业	2014.08.29	深市
一汽夏利	000927	机械、设备、仪表业	2014.08.29	深市
启明信息	002232	信息技术业	2014.08.29	深市
伊利股份	600887	食品、饮料业	2014.09.10	沪市
中原高速	600020	交通运输、仓储业	2014.09.15	沪市
中国铝业	601600	金属、非金属业	2014.09.15	沪市
上海电力	600021	电力、煤气及水的生产和供应业	2014.10.29	沪市
中钢国际	000928	金属、非金属业	2014.10.30	深市
浩物股份	000757	机械、设备、仪表业	2014.11.12	深市
贵州茅台	600519	食品、饮料业	2014.11.26	沪市
中国联通	600050	信息技术业	2014.12.15	沪市
东风汽车	600006	机械、设备、仪表业	2014.12.19	沪市
东风科技	600081	机械、设备、仪表业	2014.12.19	沪市
中国神华	601088	采掘业	2014.12.22	沪市

四、研究结果

表2列示了事件期 $[-5, 5]$ 非正常收益率(AR_{it})的描述性统计和单样本t检验结果,图1表示事件期非正常收益率的变化趋势。其中,国有企业高管接受调查公告发布日前的非正常收益率无显著波动,而公告日后第一天和第二天非正常收益率连续出现负值,并且第二天在1%的水平上显著小于0,但是第三天出现明显的反弹,第四天和第五天逐渐恢复平稳。研究结果反映,高管被接受调查事件公告之前,市场并没有预知传闻或对小道消息和风闻做出反应。

据本文统计,半数以上高管被查消息是在午后发布的,其影响主要显示在公告后第一天和第二天中。本文的研究结果也与郭培培(2013)、翟肖东(2014)、刘云(2015)等的我国资本市场尚处于弱式有效市场的结论相一致。

表2 事件期非正常收益率的描述性统计和单样本t统计结果

	N	极小值	极大值	平均值	t值
公告前5天	36	-0.036	0.095	-0.001	-0.281
公告前4天	36	-0.044	0.099	-0.003	-0.877
公告前3天	36	-0.044	0.083	0.000	-0.022
公告前2天	36	-0.029	0.107	0.003	0.911
公告前1天	36	-0.034	0.035	-0.001	-0.401
公告日	36	-0.049	0.070	0.001	0.461
公告后1天	36	-0.091	0.100	-0.003	-0.566
公告后2天	36	-0.060	0.035	-0.007	-2.887***
公告后3天	36	-0.040	0.105	0.010	2.020*
公告后4天	36	-0.075	0.045	-0.006	-1.661
公告后5天	36	-0.046	0.090	0.000	0.143

注:***、**分别表示在1%、5%的水平上显著,下同。

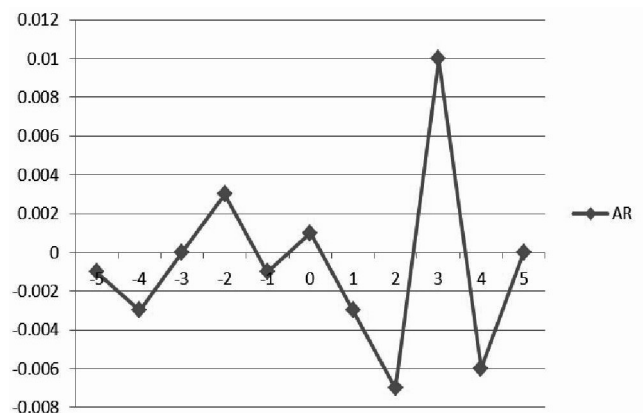


图1 事件期非正常收益率的变化趋势

表3列示了事件期 $[-5, 5]$ 累计非正常收益率(CAR_{it})的描述性统计和单样本t检验结果,图2表示事件期累计非正常收益率变化趋势。从表3和图2可以看出,在整个事件期的11天中,所有涉案样本企业累计非正常收益率均为负值,但是t统计量较小,且结果并不显著。

表 3 事件期累计非正常收益率的描述性统计和单样本 t 统计结果

	N	极小值	极大值	平均值	t 值
公告前 5 天	36	-0.036	0.095	-0.001	-0.281
公告前 4 天	36	-0.069	0.194	-0.005	-0.688
公告前 3 天	36	-0.078	0.245	-0.005	-0.558
公告前 2 天	36	-0.081	0.352	-0.001	-0.111
公告前 1 天	36	-0.080	0.323	-0.002	-0.204
公告日	36	-0.113	0.341	-0.001	-0.057
公告后 1 天	36	-0.194	0.401	-0.004	-0.282
公告后 2 天	36	-0.206	0.341	-0.011	-0.836
公告后 3 天	36	-0.129	0.349	-0.001	-0.079
公告后 4 天	36	-0.159	0.274	-0.007	-0.523
公告后 5 天	36	-0.174	0.263	-0.006	-0.486

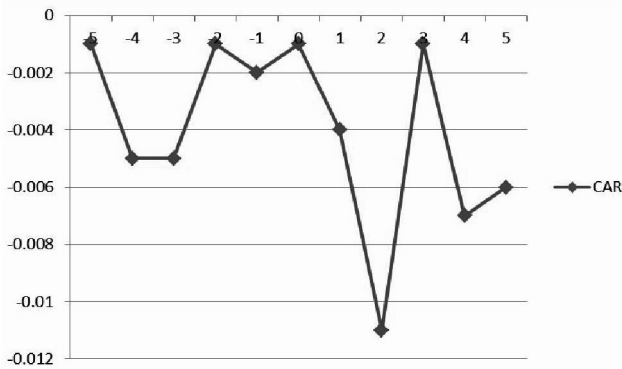


图 2 事件期累计非正常收益率的变化趋势

五、结论与研究展望

本文的研究结论可归纳为以下几点：①在高管被查正式公告日前，市场没有表示出异常的波动；②对于高管被查这个利空消息，市场在公布日后第一天和第二天出现负向反应，且第二天反应最为显著；③在公告日后第三天股票价格有较大幅度反弹，第四、第五天市场逐渐趋于平稳，说明市场对事件的吸收只是一个短暂的过程。

本文的研究结果反映，高管腐败事件具有隐蔽性，在其事件公布之前，二级市场未有察觉，也符合弱式有效市场原理。隐蔽的高管腐败事件作为负面消息对市场是有冲击的，但是高管被查事件本身长远来说对企业是有利的，在事件曝光之后市场很快恢复正常，甚至带来正的回报。

本文旨在研究十八大以来我国反腐事件对股票价格的影响，考虑到上市国有企业高管被调查、立案、审查到最终的判决及执行需要很长的时间，本文时间跨度仅为两年，只能考查高管被查信息的市场反应，对后续案件的进展未做跟踪研究。高管个人行为对其所在公司股票价格的影响中，被查事件的影响应该最大，高管“被带走”后已脱离企业，案件的后续进展和司法判决理论上对企业股票的影响较小。但是“问题高管”的下台对企业来说是一个利好消息，可从高管继

任者的角度分析企业的业绩和会计信息质量的变化以及后续的综合股票回报等。另外，可通过国有企业高管聘任制度、薪酬改革、完善企业治理结构、加强社会各方面的有效监督、提高国企高管个人信息披露的透明度等解决国有企业高管腐败犯罪问题，进而提高国有企业的竞争力。

主要参考文献：

Koresh Galil, Gil Soffer. Good News, Bad News and Rating Announcements: An Empirical Investigation [J]. Journal of Banking & Finance, 2011(11).

Defond Mark L., Zhang Jieying. The Timeliness of the Bond Market Reaction to Bad Earnings News [J]. Contemporary Accounting Research, 2014(3).

Michael C. Jensen, William H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976(4).

Jonathan M. Karpoff, D. Scott Lee, Gerald S. Martin. The Consequences to Managers for Financial Misrepresentation [J]. Journal of Financial Economics, 2008(2).

伍利娜, 高强. 处罚公告的市场反应研究 [J]. 经济科学, 2002(3).

陈国进, 赵向琴, 林辉. 上市公司违法违规处罚和投资者利益保护效果 [J]. 财经研究, 2007(8).

杨玉凤, 曹琼, 吴晓明. 上市公司信息披露违规市场反应差异研究——2002~2006 年的实证分析 [J]. 审计研究, 2008(5).

肖淑芳, 轩然, 张晨宇. 我国上市公司首次披露股权激励计划的市场反应分析 [J]. 数理统计与管理, 2009(3).

魏志华, 李常青, 王毅辉. 中国上市公司年报重述公告效应研究 [J]. 会计研究, 2009(8).

朱冠东. 上市公司违规行为的市場反应研究 [J]. 山西财经大学学报, 2011(7).

毛小松. 上市公司定向增发市场反应的影响因素研究 [J]. 财会通讯, 2011(23).

冯素玲, 许可. 我国上市公司违规处罚信息市场反应实证分析——来自沪深 A 股市场的证据 [J]. 经济与管理评论, 2012(2).

余眷, 徐永超, 曾小忠. 我国上市公司高管犯罪公告的市場反应研究 [J]. 特区经济, 2012(2).

冯素玲, 杨杨. 上市公司违规处罚信息市场反应差异性分析 [J]. 西南科技大学学报(哲学社会科学版), 2013(4).

吴溪, 张俊生. 上市公司立案公告的市場反应及其含义 [J]. 会计研究, 2014(4).

作者单位：1. 北京语言大学商学院, 北京 100083; 2. 河北工业大学经济管理学院, 天津 300401