

摘要

资本市场信息效率通过股票价格的信号机制引导资源配置和投资决策，对资本市场的有效性和服务实体经济的能力起着至关重要的作用。当公司股价中包含着越多公司特质信息时，资本市场信息效率就越高。但是目前，中国股票市场一直存在着明显的“同涨同跌”、“千股涨停”、“千股跌停”等现象，大量噪音交易的存在使得公司特质信息无法融入到股票中去，个体股价随市场变动而变动，严重损害了股价引导资源配置的效率，因此，我国资本市场信息效率需要得到迫切提升。强有力的政府监管是应对市场中不端行为的重要机制，但是在目前的研究中，政府监管行为对资本市场产生的有效性并未得到一致结论，仍有必要从政府监管这一角度对如何提高资本市场信息效率展开研究。

为创新监管方式，规范市场执法行为，国务院要求各部门推行“双随机、一公开”的监管模式，证监会积极落实该制度，对包括上市公司、证券公司等各类资本市场主体开展随机抽查工作，从2016年起，该制度正式实施。证监会随机抽查上市公司即随机抽取检查对象，随机抽取检查人员，对上市公司的信息披露、公司治理等进行检查，并向社会公开，接受社会监督。由于信息是资本市场发展的基石，信息透明度的提高能降低公司基本面不确定性，影响投资者股票交易行为，所以证监会对上市公司的信息披露、公司治理等检查可能会影响到资本市场信息环境，进而影响资本市场信息效率。然而，梳理已有文献发现，对证监会随机抽查制度的研究相对较少，尚未有文献关注到证监会随机抽查上市公司能否给资本市场传递更多私有信息，对资本市场信息效率产生影响，且该影响是否会因企业特征以及内外部环境等因素的不同而存在差异。

由于该制度遵循“双随机、一公开”的原则，具有天然的外生性，为研究政府监管行为对资本市场信息效率影响的有效性提供了较好的研究便利，因此，本文通过手工收集证监会随机抽查上市公司的数据，基于“双随机、一公开”监管制度的准自然实验，构建多期双重差分模型实证检验证监会随机抽查对资本市场信息效率的影响以及作用机理，在此基础上，进一步从证监会的监管方式、产权性质、市场化程度以及营商环境的角度探讨证监会随机抽查对资本市场信息效率的异质性影响。本文研究结果发现，证监会随机抽查能够显著降低公司股价同步性水平，提高资本市场信息效率。揭示作用机理发现，随机抽查能够提高公司在市场中的关注度，并发挥监督效应，从而提高资本市

场信息效率。进一步研究，本文发现证监会随机抽查对资本市场信息效率的提升作用在具有辖区实施方案、不放回抽样、非国有企业、低市场化程度以及营商环境较差地区中更显著，在进行了平行趋势检验、安慰剂检验等一系列的稳健性检验之后，本文的研究结论仍然成立。

本文从证监会随机抽查这一新的视角入手，探索了提高我国资本市场信息效率的有效途径，为政府监管行为能优化资本市场资源配置提供了新的证据，对优化资本市场信息环境和促进资本市场的健康发展具有重要意义。同时，研究结论为证监会随机抽查制度的有效性提供了直接证据，不仅扩宽了证监会随机抽查经济后果的相关研究，而且有助于促进资本市场对随机抽查制度的全面认识和高度重视，为“双随机、一公开”制度的继续推行和完善提供了重要的政策启示。

关键词：资本市场信息效率，证监会随机抽查，私有信息，监督效应

目 录

摘 要.....	I
ABSTRACT.....	III
第 1 章 绪论.....	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究内容及方法.....	3
1.2.1 研究内容与研究框架.....	3
1.2.2 研究方法.....	6
1.3 研究创新点.....	6
第 2 章 制度背景与文献综述.....	9
2.1 证监会随机抽查制度背景.....	9
2.2 资本市场信息效率与证监会随机抽查相关研究.....	11
2.2.1 资本市场信息效率相关研究.....	11
2.2.2 证监会随机抽查相关研究.....	13
2.2.3 文献述评.....	14
第 3 章 理论分析与研究假设.....	15
3.1 证监会随机抽查对资本市场信息效率的影响分析.....	15
3.2 证监会随机抽查对资本市场信息效率的影响机制分析.....	16
3.2.1 市场关注机制.....	16
3.2.2 监督效应机制.....	17
3.3 证监会随机抽查对资本市场信息效率影响的异质性分析.....	17
3.3.1 是否具有辖区实施方案.....	18
3.3.2 是否放回抽样.....	19
3.3.3 产权性质.....	19
3.3.4 市场化程度.....	20

3.3.5 营商环境.....	21
第 4 章 研究设计.....	23
4.1 样本选取与数据来源.....	23
4.2 变量定义.....	23
4.2.1 被解释变量.....	23
4.2.2 解释变量.....	24
4.2.3 控制变量.....	24
4.3 实证模型.....	25
第 5 章 实证检验与结果分析.....	27
5.1 描述性统计.....	27
5.2 多元回归分析.....	28
5.2.1 证监会随机抽查对资本市场信息效率的影响检验.....	28
5.2.2 证监会随机抽查对资本市场信息效率的影响机制检验.....	29
5.2.3 证监会随机抽查对资本市场信息效率影响的异质性检验.....	34
5.3 稳健性检验.....	40
5.3.1 平行趋势检验.....	40
5.3.2 安慰剂检验.....	42
5.3.3 倾向得分匹配 (PSM) 后的多期 DID 再检验.....	42
5.3.4 更换度量方式.....	44
5.3.5 控制地区固定效应.....	45
5.3.6 控制事中事后监管的影响.....	46
5.3.7 控制被抽中会计师事务所的影响.....	47
第 6 章 结论与展望.....	49
6.1 研究结论与政策建议.....	49
6.1.1 主要结论.....	49
6.1.2 政策建议.....	49
6.2 研究不足与展望.....	50
参考文献.....	51
致 谢.....	57

攻读学位期间发表的学术论文目录.....	59
----------------------	----

第 1 章 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

资本市场信息效率是指股价反映企业真实信息的能力^[1]，它通过股票价格的信号机制引导资源配置和投资决策^[2]，对资本市场的有效性和服务实体经济的能力起着至关重要的作用。在公司的股票价格中，同时包含着市场上的公开信息和个体公司的特质信息，而股价中融入的公司特质信息越多，股价越能反映公司的基本价值，资本市场信息效率也就越高。但是目前，中国股票市场一直存在着明显的“同涨同跌”、“千股涨停”、“千股跌停”等现象^[3-4]，这些现象表明个体公司的特质信息未能在股票价格中得到充分反映，公司的股价中包含着大量的噪音成分，导致外界投资者不能较好地识别与利用公司特质信息，公司股价随着市场的变动而变动，这不仅严重损害了股票价格引导资源配置的效率^[5-6]，而且还会对企业投资、公司治理的有效性带来负面影响^[7-8]，并产生加剧市场崩溃、提高股价崩盘风险^[9-10]等一系列严重的经济后果，因此，提升我国资本市场信息效率尤为关键，而如何提高我国资本市场信息效率，是当前理论与实务界需要共同关注的焦点问题。

强有力的政府监管是应对市场中不端行为的重要机制^[11]，但政府监管行为对资本市场产生的有效性并未得到一致结论^[12-15]。近年来，为落实“放管服”改革要求，提高政府监管效率，2015年8月，国务院办公厅出台了《关于推广随机抽查规范事中事后监管的通知》（国办发〔2015〕58号，以下简称《通知》），要求在各领域全面推行“双随机、一公开”的监管模式，从2016年起，随机抽查制度正式全面实施。该制度是近年来推进政府监管制度改革、规范事中事后监管的重要举措，引起了社会公众的高度关注与重视。证监会作为主要政府监管机构，同时承担着资本市场保护者和发展者角色^[16]，其积极响应落实了该项制度，在2015年11月，依法制定并发布了《中国证监会随机抽查事项清单》（以下简称《清单》），详细地规定了随机抽查的对象、内容、方式、比例及频次等相关事项，并在2021年1月，对《清单》进行了首次修订。证监会“双随机、一公开”抽查制度即通过摇号、机选等方式，随机抽取检查对象，随机抽取检查

人员，通过实地核查等方式对被抽查对象进行全面检查或专项检查，检查过程及结果等事项及时向社会公开，接受社会监督。不同于以往的事中事后监管机制，证监会随机抽查制度属于事前预防性监管，随机检查能够在上市公司出现违法违规行为之前及时地发现问题，从源头上约束上市公司行为，提高了监管的及时性，对规范市场主体起到有效震慑力，对事后监管形成补充作用^[17]，进而更好地提高上市公司质量。

根据以往研究，上市公司被随机抽中检查后，后续收到问询函的频率和审计费用显著增加^[18]，会计信息质量得到明显提升^[19]。另外，汶海等（2020）^[20]研究发现证监会对会计师事务所的随机抽查显著降低了其客户企业的股价崩盘风险，这意味着证监会随机抽查对企业的健康发展和促进资本市场稳定都具有重要作用。那么，证监会随机抽查这一事前监管机制，是否具有监管溢出效应，给资本市场传递更多私有信息，提高资本市场信息效率？以及如何影响资本市场信息效率？其影响在不同条件或不同特征的企业之间有什么差异？这是值得深入探讨和有待验证的问题。由于该制度遵循“双随机、一公开”的原则，具有天然的外生性，能极大的缓解内生性问题，为本文研究政府监管行为对资本市场信息效率影响的有效性提供了较好的研究便利，基于此，本文利用证监会“双随机、一公开”制度的准自然实验，通过多期双重差分模型来检验证监会随机抽查对资本市场信息效率的影响，对深化监管体制改革和优化资本市场信息环境都具有重要意义。

1.1.2 研究意义

第一，从证监会随机抽查的视角丰富了资本市场信息效率影响因素的相关研究。已有文献多从信息中介^[1,21-25]、政治关系^[5]、公司治理^[8,26-27]、投资者保护^[28]等角度对资本市场信息效率展开研究，而缺乏对证监会随机抽查这一事前监管制度的关注。并且，在现有研究中，关于政府监管行为对资本市场所产生的有效性并未得到一致性结论。本文区别于以往文献，从证监会“双随机、一公开”这一监管制度出发，探索了提高我国资本市场信息效率的有效途径，验证了证监会随机抽查制度具有提高资本市场信息效率的重要作用，为政府监管行为能优化资本市场资源配置提供了新的证据，对促进资本市场的健康发展具有重要的理论与现实意义。

第二，拓展了证监会随机抽查制度的相关研究。现有文献主要集中讨论以处罚公告为主的处罚性监管^[29-31]和以问询函为主的非处罚性监管^[32-36]，而对证监会随机抽查这一事前监管制度的研究较少，仅有文献从行政审计监管^[20]、会计信息质量^[19]、交易所问询

函及审计费用^[18]、审计师谨慎性^[17]、公司违规^[37]以及上市公司规范运作^[38]视角对证监会随机抽查的经济后果进行了研究，尚未有文献探讨证监会随机抽查上市公司对资本市场信息效率的影响。证监会随机抽查制度遵循“双随机、一公开”的原则，天然的外生性能极大地缓解内生性问题，因此，本文以资本市场信息效率为切入点，深入分析了证监会随机抽查上市公司与资本市场信息效率之间的关系，证实了随机抽查对资本市场产生的监管溢出效应，丰富了证监会随机抽查经济后果的研究，同时丰富了政府监管的相关文献。

第三，研究结论具有一定的实践意义。本文研究结果表明证监会随机抽查能够提高资本市场信息效率，揭示作用机理发现，证监会随机抽查通过提高公司的市场关注度以及发挥监督效应，从而实现资本市场信息效率的提升，这为随机抽查制度的有效性提供了直接证据，为该制度的实施提供了新的实践指导。进一步研究，发现证监会随机抽查对资本市场信息效率的提升作用在具有辖区实施方案、不放回抽样、非国有企业、低市场化程度地区以及营商环境较差的地区中更为显著，这有助于促进对“双随机、一公开”监管制度的系统性了解，为投资者的投资组合选择提供了一定的参考，也对监管部门继续推行和完善“双随机、一公开”的抽查制度提供了重要的政策启示。

1.2 研究内容及方法

1.2.1 研究内容与研究框架

目前，已有文献对证监会“双随机、一公开”这一事前监管制度的研究较少，本文首先围绕政府监管与资本市场信息效率的主题进行了文献梳理，根据已有文献，结合在证监会官方网站上手工收集的证监会随机抽查上市公司数据，来探究证监会随机抽查对资本市场信息效率的影响以及相应的作用机理，并从是否有辖区实施方案、是否放回抽样、产权性质、市场化程度以及营商环境的角度探讨证监会随机抽查对资本市场信息效率产生的异质性影响，进行了数据分析与实证回归，然后通过平行趋势检验、安慰剂检验、更换度量方式、控制事中事后监管的影响等等一系列的稳健性检验，最后得出本文的研究结论以及提出相应的建议。本文共六大章节，研究内容及框架具体如下：

第一章为绪论。首先，主要从资本市场信息效率和政府监管两个角度介绍了本文的研究背景，进而从证监会随机抽查这一事前监管制度的视角提出本文的研究问题，并且从理论意义和实践意义表明了探讨证监会“双随机、一公开”监管制度与资本市场信息

效率的关系这一问题的价值与必要性。其次，总结了本文的研究内容、研究框架和研究方法。最后，主要阐述了本研究的创新点。

第二章为制度背景与文献综述。本章首先梳理了证监会随机抽查制度背景，然后归纳了资本市场信息效率的相关文献，进一步从事中事后监管机制入手，梳理了事中事后监管以及证监会随机抽查这一事前监管制度的相关研究，最后对现有文献进行评述，引出本文的主要研究问题，为后续的研究提供理论基础。

第三章为理论分析与研究假设。本章首先基于已有研究，分析了证监会随机抽查上市公司对资本市场信息效率的影响，提出研究假设，其次从市场关注和监督效应两个角度分析了证监会随机抽查对资本市场信息效率的作用机制，最后从是否具有辖区实施方案、是否放回抽样、产权性质、市场化程度以及营商环境的角度分析了证监会随机抽查对资本市场信息效率影响的异质性，并分别提出研究假设，以便于更好地厘清证监会随机抽查与资本市场信息效率的关系以及进一步了解证监会随机抽查制度的具体效果。

第四章为研究设计。本章首先介绍了本文的样本选择、研究期间、数据来源以及数据处理等，然后对被解释变量、解释变量以及一系列控制变量等主要变量的选取和衡量方法进行了详细的介绍，最后根据文章前文提出的理论假设，构建了本文后续研究中所需要的实证模型以便于后续的实证检验。

第五章为实证检验与结果分析。本章主要使用 Stata16.0 软件对相关数据进行了实证检验，并对回归结果进行了分析。首先，通过描述性统计报告了本文研究样本的基本情况。其次，通过构建的多期双重差分模型进行了基准回归，检验了证监会随机抽查对资本市场信息效率的影响，并从市场关注角度和监督效应角度对其影响机制进行了检验，进一步地，从是否具有辖区实施方案、是否放回抽样、产权性质、市场化程度以及营商环境的角度进行了异质性分析。最后，本文通过了稳健性检验，如平行趋势检验、安慰剂检验、倾向得分匹配（PSM）后的多期 DID 再检验、更换度量方式、控制地区固定效应、控制事中事后监管的影响等，以此来确保本文研究结论的稳健性与可靠性。

第六章为结论与展望。结合前文的理论分析和实证结果，进而得出本文的研究结论，从如何提高我国资本市场信息效率、如何继续推行和完善“双随机、一公开”监管制度等角度给出相应的政策建议，同时说明了本研究存在的不足之处，在此基础上，提出研究展望。

本文的研究框架如图 1-1 所示。

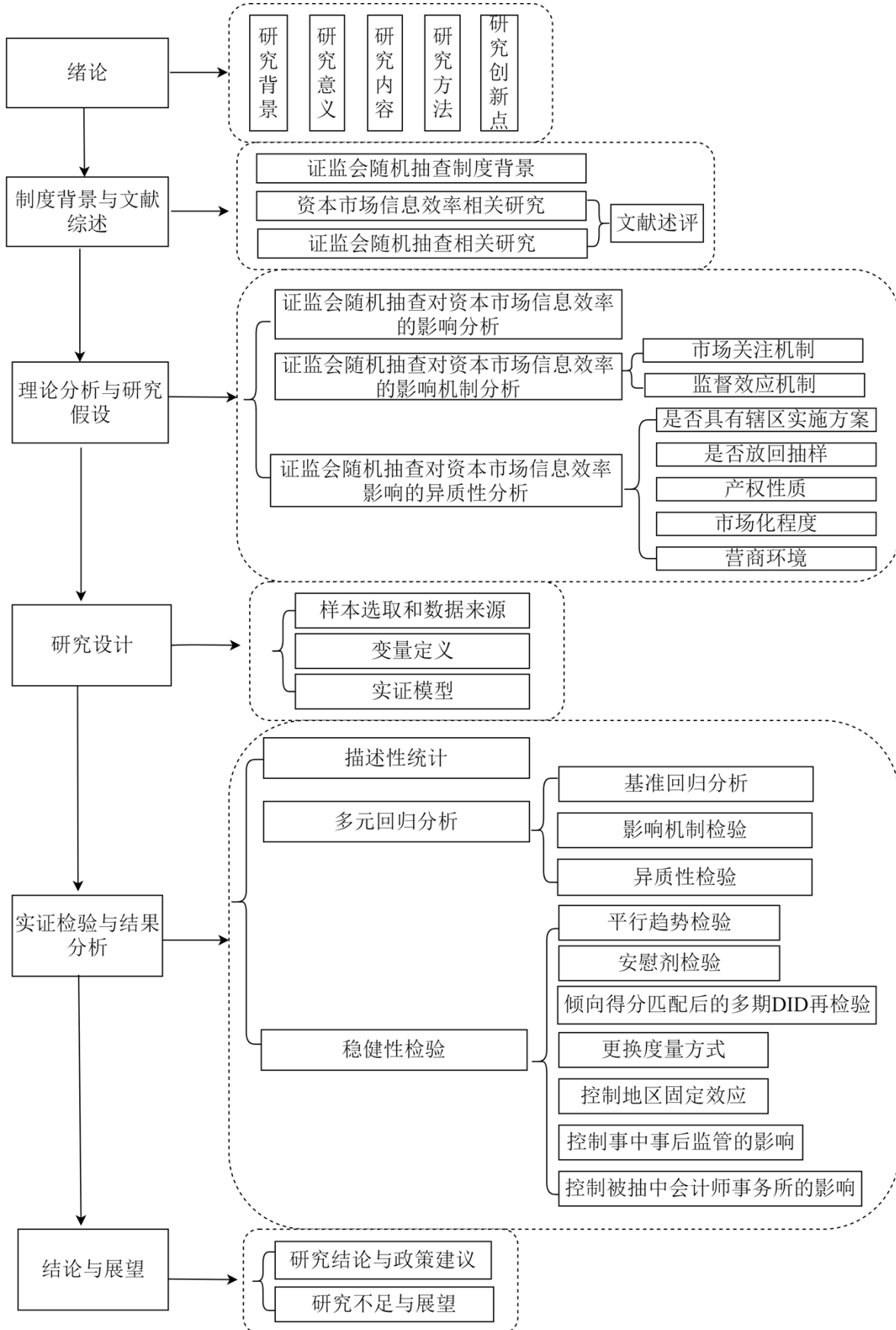


图 1-1 研究框架图

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/237050010066010005>