

政府干预、不完备法律对上市公司 重大诉讼公告市场反应的影响

徐 玮

(华中科技大学管理学院 武汉 430074)

【摘要】 本文以 2001~2007 年间发生重大诉讼事件且作为原告的上市公司为样本,采用事件研究法,考察了政府干预及不完备法律对上市公司重大诉讼公告市场反应的影响。研究发现:案件管辖法院是上市公司注册地法院时对上市公司的市场反应有正面影响,并且,涉诉案件适用的法律不完备时对市场反应有负面影响。这说明投资者大多这样认为:政府干预会对上市公司实现诉讼目的产生积极影响,而法律的不完备性会削弱上市公司胜诉的可能性。

【关键词】 政府干预 不完备法律 原告 重大诉讼

一、引言

近年来,金融学家和法学家致力于“法与金融”研究,各国法律制度与其公司治理、股权结构、中小股东保护、债权人保护、司法效率之间的关系受到了广泛关注(La Porta,2008; Shleifer 和 Wolfenzon,2002)。

例如,Djankov(2003)从各国司法系统经常处理的租赁纠纷和票据纠纷这两类案件入手,分析了包括中国在内的 109 个国家的司法程序和效率。他们研究发现,在民法法系国家中,尤其是法国,司法程序的复杂性远胜于普通法系国家,从立案到结案的时间也较长,这也导致了司法效率低下、腐败、非正义和判决的不一致性。

上述研究对于理解司法制度对企业法律行为的作用具有重要意义,而这些研究隐含的假定是司法活动不受政府干预。然而,政府干预司法在我国是广泛存在的。

例如,Allen(2005)研究后认为,中国的司法机关缺乏独立性,政府部门甚至政府官员经常干预司法机关的审判工作,导致法律规范不能够有效实施。张维迎和柯荣住(2002)通过分析北京某基层法院的 620 份民商事案件判决书,发现地域差别对胜诉概率有明显影响,即法院在民事案件的审理过程中,存在地方保护主义倾向。陈信元等(2009)研究发现,投资者倾向于认为,地方政府对当地法院的干预降低了《最高人民法院关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》这一有利于保护中小投资者的司法解释实施的有效性。

本文利用上市公司重大诉讼公告这一事件,以在民商事案件中作为原告的上市公司为样本,采用事件研究法,实证考察了政府干预司法对重大诉讼公告市场反应的影响。同时,考虑到样本公司涉诉案件适用的民商事法律的不完备程度具有较大差异,而法律的不完备会导致法院无法有效地制裁被告的机会主义违约或侵权行为,本文还研究了法律的不完备对重大诉讼公告市场反应的影响。

本文其余部分的结构安排如下:第二部分主要分析了相关的理论并提出两个研究假说;第三部分主要进行了研究设计;第四部分是实证检验的结果和分析;最后一部分是研究结论及相关启示。

二、理论分析与研究假说

1. 政府干预与上市公司诉讼。在中国从计划经济走向市场经济的过程中,政府的分权式改革在充分调动地方政府发展地方经济积极性的同时,也强化了地方政府保护其辖区企业利益的动机。在辖区内企业涉诉的民商事案件的立案、审判和执行环节中,地方政府为了支持和保护其辖区企业,可能利用其对当地同级法院的人事、财政、福利等的控制权,干预司法审判活动。

为防止政府干预对司法公正这一“社会正义最后一道防线”的冲击,最高人民法院在 1988 年 1 月 20 日至今的共计 66 个司法文件里对“地方保护主义”提出了纠正措施,但收效甚微。

诚如最高人民法院前院长肖扬(2002)指出,中国现行司法制度存在的司法权力地方化问题的制度根源在于人民法院院长的产生、法官的任免、司法经费的划拨等都在同级地方政府控制之下,这一宪政制度安排导致司法权力难以抵御地方政府的干预甚至主动将地方政府的政治目标作为审判活动的终极目的。

因此笔者预期,在上市公司作为原告的民商事诉讼中,案件管辖法院为上市公司注册地同一行政区划对应的人民法院时,政府干预可能导致上市公司股价上涨较多。据此,本文提出如下研究假设:

假设 1:作为原告的上市公司的市场反应,与政府干预正相关。

2. 不完备法律与上市公司诉讼。Pistor 和 Xu(2002)提出了不完备法律理论,讨论了法律不完备时剩余司法权和执法权在司法机关和行政机关之间的分配问题。该理论首先对经

验上易感知的法律的不完备性的根源进行了分析,指出法律必须具有的一般性、持续性、可预测性以及立法者本身无法超越的有界理性,注定了法律不可能以完备的形式出现。由此,在法律不完备的假设前提下,违法者总是试图寻找可以利用的法律漏洞来获取不法收益,而中立的有着保守主义倾向的法院所做的判决往往不能对违法者产生足够的威慑力,从整个社会的角度来看,法律以及司法的运行机制是没有达到最优的。

因此本文预期,在上市公司作为原告的民商事诉讼中,案件适用法律的不完备程度越高可能导致上市公司股价上涨越少。据此,本文提出如下研究假设:

假设 2: 作为原告的上市公司的市场反应与案件适用法律的不完备程度负相关。

三、研究设计

1. 样本的选取。

(1) 样本公司确定。本文以 2001~2007 年间发生重大诉讼事件并作为原告起诉的 231 个上市公司作为初选样本,然后执行如下筛选程序: ①剔除上市日至重大诉讼公告日少于 150 个交易日的样本,以及利用市场模型法计算的参数(β系数)不显著的样本,共 9 个;②剔除一次重大诉讼公告中公告几起诉讼的 13 个样本。最后,本文得到的有效样本为 209 个。

(2) 数据来源。本文使用的上市公司重大诉讼公告数据来自 CCER 上市公司诉讼仲裁数据库,同时,在巨潮资讯网上下载了样本公司的重大诉讼公告全文,用于修正和补充。案件适用法律的不完备程度数据来源于北大法宝数据库。重大诉讼公告日前后的股票价格数据来源于 WIND 资讯数据库。公司所在地区法律环境数据来自樊纲等(2007)在《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告》一书中编制的中国各省、直辖市、自治区市场化相对进程指标的分指标——“市场中介发育和法律制度环境”。

2. 检验模型和变量设计。根据前文的分析,本文构建如下模型并使用 OLS 多元回归方法检验研究假设:

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 LCourt + \beta_2 InLaw + \beta_3 ASM/M + \beta_4 LawIndex + \beta_5 Top1 + \beta_6 Size + \beta_7 Loss + \beta_8 Debt$$

模型中 CAR 是被解释变量,代表重大诉讼公告前后若干交易日上市公司股票的累计超额收益率。本文使用 Brown 和 Warner (1985) 的市场模型法来计算样本公司的累计超额收益率。其中,两个参数的估计区间为重大诉讼公告前 150 个交易日至公告前 30 个交易日。

解释变量的定义和主要变量回归系数的预期符号如表 1 所示。

四、实证检验结果及解释

本文的实证分析分为三个部分: 首先给出检验模型的变量描述性统计以及有关的均值 t 检验; 接着对政府干预与重大诉讼公告前后市场反应的关系进行多元回归分析; 最后加入法律不完备变量进行多元回归分析。下面依次论述。

1. 变量描述性统计(表 2)。

表 1 变量定义和主要变量的预期符号

变量名	变量定义及主要变量的预期符号	
解释变量	LCourt	表示公司起诉时是否受本地法院管辖,若管辖法院与公司注册地属于同一行政区划,则LCourt取值为1,否则为0。这一变量用以代表是否存在政府干预下的司法地方保护。根据研究假设1,预期CAR与LCourt正相关。
	InLaw	表示公司涉诉案件适用的法律的不完备程度。因为从法律修正案的提出或法律解释要求的提出或司法解释的立项到最终制定完成法律修正案或法律解释或司法解释,其周期往往长达3年。所以,若涉诉案件适用的法律在公告之日起3年之内经全国人民代表大会作出修改决定、或全国人大常委会常务委员会作出修改决定或法律解释、或最高人民法院就审判工作中具体应用法律的问题作出司法解释,则InLaw取值为1(法律的不完备程度较高),否则为0(法律的不完备程度较低)。根据研究假设2,预期CAR与InLaw负相关。
控制变量	ASM/M	表示诉讼标的额与公司市场价值的比值,用以控制诉讼标的额对市场反应的影响。预期CAR与ASM/M(Amount Subject Matter/Market Value)正相关。
	LawIndex	表示上市公司所在省、自治区或直辖市整体的法治环境,其取值来自于樊纲等(2007)在《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2006年报告》一书中编制的中国各省、直辖市、自治区市场化相对进程指标的分指标“市场中介发育和法律制度环境”。LawIndex是正向指标,其值越大,表示法治水平越高。预期CAR与LawIndex正相关。
	Top1	重大诉讼公告前一年末第一大股东的持股比例,用以控制股权集中度对市场反应的影响。
	Size	重大诉讼公告前一年末公司权益市场价值(单位为万元)的自然对数,权益市场价值为流通股市场价值与非流通股账面价值之和,用以控制公司规模对市场反应的影响。
	Loss	代表公司盈利状况,当重大诉讼公告前一年末公司净利润小于零时,Loss取值为1,否则为0,用以控制公司盈利状况对市场反应的影响。
Debt	重大诉讼公告前一年末公司的资产负债率,用以控制公司负债率对市场反应的影响。	

表 2 变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
CAR[-1,1]	0.08 ***	0.09	-0.01	0.04	0.15
CAR[-2,2]	0.12 ***	0.11	-0.02	0.08	0.18
CAR[-5,5]	0.07 ***	0.08	-0.01	0.07	0.13
LCourt	0.30	0.46	0	0	1
InLaw	0.58	0.49	0	1	1
ASM/M	0.000 9	0.72	0.000 001	0.006 4	0.35
LawIndex	5.87	2.38	1.65	4.73	9.04
Top1	0.39	0.29	0.11	0.37	0.57
Size	18.79	0.95	15.93	19.47	23.27
Loss	0.46	0.27	0	0	1
Debt	0.69	1.73	0.29	0.93	15.42

注: *** 表示均值与零差异的t检验结果在0.01以下水平统计显著。

表3 多元回归分析结果
(前后各1个交易日的市场反应)

自变量及参数	(1)	(2)	(3)
截距	0.043 (1.31)	0.081 (0.98)	0.065 (1.27)
LCourt	0.024 ** (2.71)		0.019 *** (3.62)
InLaw		-0.017 *** (3.85)	-0.016 ** (-2.54)
ASM/M	0.001 1 *** (3.64)	0.000 9 ** (2.77)	0.001 2 *** (3.87)
LawIndex	0.187 (0.97)	0.195 (-0.98)	0.173 (1.18)
Top1	0.051 (-0.86)	0.042 (0.97)	0.049 (-0.93)
Size	0.005 (0.56)	0.006 (0.69)	0.006 (0.97)
Loss	-0.029 ** (-2.58)	-0.035 * (-1.85)	-0.031 ** (-2.67)
Debt	-0.005 (-0.59)	-0.004 (-0.73)	-0.005 (-0.71)
样本数	209	209	209
模型F值	2.97 ***	3.52 ***	3.47 ***
Adj-R ²	0.318	0.276	0.412

注:***、**和*分别表示在0.01、0.05和0.10的水平上显著,括号内数字为t值(下同)。

表4 多元回归分析结果
(前后各2个交易日的市场反应)

自变量及参数	(1)	(2)	(3)
截距	0.062 (0.96)	0.074 (1.24)	0.085 (1.13)
LCourt	0.019 *** (3.45)		0.017 ** (2.63)
InLaw		-0.018 ** (-2.54)	-0.015 *** (-2.47)
ASM/M	0.001 5 ** (2.61)	0.002 1 ** (2.58)	0.001 4 *** (3.63)
LawIndex	0.199 (0.99)	0.213 (0.99)	0.172 * (1.87)
Top1	0.047 (0.87)	0.034 (-0.65)	0.057 (0.99)
Size	0.007 (0.42)	0.007 (0.54)	0.006 * (1.79)
Loss	-0.037 * (-1.85)	-0.032 * (-1.73)	-0.019 * (-1.84)
Debt	-0.003 (-0.99)	-0.003 (-0.89)	-0.003 (-0.96)
样本数	209	209	209
模型F值	3.42 ***	3.15 ***	2.99 ***
Adj-R ²	0.285	0.316	0.347

表2给出了检验模型的变量描述性统计、被解释变量的均值与零差异的t检验结果。

由被解释变量CAR可见,在重大诉讼公告日前后各1、2、5个交易日的期间里,市场反应与零差异的t检验结果显示,市场反应都显著为正,解释变量LCourt的均值为0.30,说明30%的样本公司由注册地同一行政区划的法院管辖;解释变量InLaw的均值为0.58,说明相当一部分样本公司涉诉案件适用法律的不完备程度较高。

表2显示,样本公司在重大诉讼公告日前后各1、2、5个交易日的市场反应显著为正,这说明原告公司存在因诉讼而产生的或有现金流入导致了显著为正的超额收益率。

2. 政府干预和不完备法律对公司重大诉讼公告前后市场反应的多元回归分析。

表3、表4和表5分别给出了政府干预和法律不完备程度与公司重大诉讼公告日前后各1、2、5个交易日市场反应的多元回归分析结果。

表3、表4和表5中的模型(1)是不包括法律不完备变量时的检验结果,模型(2)是不包括政府干预变量时的检验结果,模型(3)是同时包括政府干预变量和法律不完备变量的检验结果。

表3中模型(1)的检验结果表明,解释变量LCourt与CAR正相关并且在0.05的水平上统计显著,这说明政府干预对上市公司重大诉讼公告的市场反应有正面影响,这个结果支持了研究假设1。

表3中模型(2)的检验结果表明,解释变量InLaw与

表5 多元回归分析结果
(前后各5个交易日的市场反应)

自变量及参数	(1)	(2)	(3)
截距	0.133 (-0.99)	0.146 (-1.21)	0.251 (0.98)
LCourt	0.019 * (1.89)		0.024 ** (2.811)
InLaw		-0.031 ** (-2.63)	-0.023 * (-1.78)
ASM/M	0.002 4 ** (2.59)	0.001 9 ** (2.62)	0.004 5 ** (2.77)
LawIndex	0.271 * (1.56)	0.298 (0.97)	0.197 (1.25)
Top1	0.102 (0.99)	0.139 (1.21)	0.197 (1.13)
Size	0.006 (0.49)	0.007 (0.51)	0.006 (0.47)
Loss	-0.063 * (-1.78)	-0.047 * (-1.84)	-0.082 * (-1.87)
Debt	-0.005 (-0.36)	-0.007 (-0.47)	-0.004 (-0.62)
样本数	209	209	209
模型F值	3.19 ***	2.99 ***	3.24 ***
Adj-R ²	0.315	0.278	0.342

CAR 负相关并且在 0.01 的水平上统计显著,这说明法律不完备程度对上市公司重大诉讼公告的市场反应有负面影响,这个结果证实了假设 2。

表 3 中模型(3)的检验结果也支持上述两个假设。

表 3 的模型(1)、(2)、(3)中控制变量的回归系数符号都与预期相符。例如,ASM/M 与 CAR 显著正相关,这说明诉讼标的额相对于公司市场价值的比值越大,公司正向的市场反应越大;LawIndex 与 CAR 正相关,虽然结果不显著,但在一定程度上说明在法治环境好的地区,案件能够得到更公正的处理。

表 4 和表 5 的结果与表 3 非常相似。综上,这些结果支持了本文的研究假设,说明政府干预和法律不完备程度是影响上市公司重大诉讼公告市场反应的重要因素。

3. 稳健性分析。

(1)改变时间窗口,分别按照[-1,4]、[-10,10]和[-20,10]的时间窗口计算 CAR,重新检验表 3 至表 5 的模型,实证检验结果与前文的检验结果基本一致。这说明研究结果受事件日附近时间窗口长短选择的影响较小。

(2)找出与样本公司同行业并且规模最为接近的配对公司,采用这些配对公司重大诉讼公告日前后的累计股票收益率调整后的样本公司累计超额收益率衡量市场反应。结果显示,在以事件日前后 1 个交易日的市场反应作为被解释变量时,LCourt 与被解释变量正相关但不显著;InLaw 与被解释变量显著负相关。在以事件日前后第 2、第 5 个交易日的市场反应作为被解释变量时,LCourt 与被解释变量显著正相关;InLaw 与被解释变量显著负相关。

以上稳健性分析结果显示,本文的研究结论具有良好的稳健性。

五、结论

本文以 2001~2007 年间发生重大诉讼事件且作为原告的上市公司为样本,研究政府干预和不完备法律对诉讼公告市场反应的影响。本文研究发现,投资者倾向于认为,政府干预会对作为原告的上市公司实现诉讼目的产生积极影响,同时法律的不完备程度会显著影响作为原告的上市公司胜诉的可能性。

实证检验结果证实了以上逻辑:在重大诉讼公告日前后几个交易日内,样本公司的市场反应显著为正,并且,案件管辖法院是上市公司注册地法院时对上市公司的市场反应有正面影响。本文研究还发现,涉诉案件适用的法律不完备会对市场反应产生负面影响。

本文的研究结果一方面为法学界诟病颇多的“政府干预司法独立”提供了实证支持,另一方面还对 Pistor 和 Xu (2002)提出的“不完备法律理论”进行了实证检验。本文的理论启示是,在以往文献所强调的法系渊源因素以外,内生于政治体制的司法制度也是影响法律实施的重要因素。本文的政策启示是,建设社会主义法治国家不仅需要关注立法的完善,更需要加强司法的独立性和公正性。

【注】本文系国家自然科学基金资助项目(项目编号:70871049)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 陈信元,李莫愁,芮萌.司法独立性与投资者保护法律实施——最高人民法院“1/15 通知”的市场反应.经济学(季刊),2009;1
2. 樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告.北京:经济科学出版社,2007
3. 贺日开.司法改革:从权力走向权威.法学,1999;7
4. 沈艺峰,肖珉,黄娟娟.中小投资者法律保护与公司权益资本成本.经济研究,2005;6
5. 肖扬.肖扬指出司法制度三大问题和法院改革八目标.中国青年报,2002-12-09
6. 张维迎,柯荣住.诉讼过程中的逆向选择及其解释——以契约纠纷的基层法院判决书为例的经验研究.中国社会科学,2005;2
7. Allen, F., Qian, J., M. J.. Law, Finance, and Economic Growth in China. Journal of Financial Economics, 2005;7
8. Brown, S. J., J. B. Warner. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. Journal of Financial Economics, 1985;14
9. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Andrei Shleifer, Robert Vishny. Law and finance. Journal of Political Economy, 1998;6
10. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., A. Shleifer. The Economic Consequences of Legal Origins. Journal of Economic Literature, 2008;4
11. Pistor, Katharina, Chenggang Xu. Incomplete Law: A Conceptual and Analytical Framework: As Applied to the Evolution of Financial Market Regulation. NBER working paper, 2002-07-12
12. Shleifer, A., D. Wolfenzon. Investor Protection and Equity Markets. Journal of Financial Economics, 2002;7