

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

陈信元 李莫愁 芮萌 夏立军*

摘要 本文利用2002年1月15日最高人民法院颁布《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》(简称“1/15通知”)这一事件,以那些存在虚假陈述或有虚假陈述嫌疑的上市公司为样本,采用事件研究法,实证考察了司法独立性对投资者保护法律实施的影响。我们将样本公司分为司法相对独立和相对不独立的两组公司。我们发现,在“1/15通知”颁布日前后几个交易日内,样本公司的市场反应显著为负;并且,与司法相对独立组公司相比,司法相对不独立组公司的负向市场反应程度更弱。这说明,投资者倾向于认为,“1/15通知”及与其相关的民事诉讼法律能够得到一定程度的实施,但地方政府对当地法院的影响降低了这些投资者保护法律得到实施的可能性。

关键词 司法独立性, 投资者保护, 法律实施, 虚假陈述

一、引言

近年来,国际上“法与金融”学派逐渐兴起,以 La Porta *et al.* (1997, 1998, 1999, 2000a, 2000b, 2002) 为代表的一系列研究强调了法律制度对公司治理、投资者保护以及金融市场发展的重要性。例如, La Porta *et al.* (1998) 发现,一国法律渊源对其投资者法律保护程度具有重要影响,表现为

* 陈信元,上海财经大学会计与财务研究院;李莫愁,香港中文大学公司治理中心;芮萌,香港中文大学会计学院;夏立军,上海财经大学会计与财务研究院。通信作者及地址:夏立军,上海市国定路777号上海财经大学会计与财务研究院,200433;电话:(021)65904906;E-mail:sufexlj@163.com。本文作者按姓氏拼音排序。作者感谢国家自然科学基金(70772101)、国家社会科学基金(06BJY016)、教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(05JJJD630028)、上海高校选拔培养优秀青年教师科研专项基金及上海财经大学“211工程”三期重点学科建设项目的资助;并感谢匿名审稿人、Charles J. P. Chen、Kevin Chen、Zhiwu Chen、Joseph Fan、T. J. Wong、陈超、陈冬华、陈钊、方军雄、洪剑峭、李远鹏、李增泉、刘峰、罗炜、吕长江、陆铭、聂辉华、伍利娜、吴联生、吴溪、徐浩萍、许年行、徐晓东、原红旗、张奇峰、张翼、周红以及《中国会计学刊》创刊会(2007)、北京大学会计研究论坛(2007)、复旦大学会计论坛(2008)、复旦大学中国经济研究中心“现代经济学系列讲座”(2009)参与学者的宝贵意见。文中的错误和不足由作者负责。

普通法系国家的投资者法律保护程度最高,德国和斯堪的纳维亚大陆法系国家的投资者保护法律程度次之,法国大陆法系国家的投资者法律保护程度最低。并且,一国的投资者法律保护程度与其上市公司数量、规模、股利支付比率及公司价值正相关(La Porta *et al.*, 1997; Kumar *et al.*, 1999; La Porta *et al.*, 2000b; Claessens *et al.*, 2002; La Porta *et al.*, 2002),与其上市公司股权集中度和控制权私人收益负相关(La Porta *et al.*, 1998, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Zingales, 1994; Nenova, 2003)。随后的研究还发现,在投资者法律保护越强的国家,投资机会与实际投资之间的相关度越高(Wurgler, 2000),应计制会计信息的有用性越强(Ali and Hwang, 2000; Hung, 2001; Leuz *et al.*, 2003; Haw *et al.*, 2004; DeFond *et al.*, 2007),在上市公司业绩下滑时总经理越可能被更换(DeFond and Hung, 2004),国际四大会计师事务所相对其他事务所的公司治理重要性越低(Choi and Wong, 2007)。这些研究表明,一个国家的投资者法律保护程度在很大程度上决定了其公司治理特征和金融市场发展程度,良好的投资者法律保护是公司治理和金融市场发展的基础。

但现有研究还集中于考察投资者法律保护(立法或司法层面)的经济后果,少有研究关注什么因素影响投资者法律保护程度,尤其是关于什么因素影响投资者保护法律实施的研究还非常缺乏。虽然 La Porta *et al.* (1998)、La Porta *et al.* (2008) 发现,一国法律渊源(普通法系或大陆法系)是其投资者法律保护程度的重要影响因素,但法律渊源已植入一国整个的法律意识形态和传统之中,殊难改变。此外,多数国家(包括中国)已制定了投资者保护的有关法律,但遗憾的是,这些法律未能有效实施。因此,对那些投资者法律保护比较弱的国家和新兴市场来说,更重要的是找出现实中影响投资者保护法律实施的关键因素,并加以改进。在研究方法上,现有文献多采用跨国截面研究方法,但投资者法律保护与公司治理、企业价值、资本市场发展程度等因素的相关性难以代表因果关系,既不能解决内生性问题,同时也难以控制国家层面其他制度性因素的影响。从以中国为背景的研究来看,沈艺峰等(2004)根据法律和监管政策的颁布情况,对中国股票市场不同阶段的中小投资者法律保护程度进行了评分,但他们关注的是投资者法律保护的立法层面,而未关注其司法层面,也未考察投资者法律保护的影响因素。Firth *et al.* (2007)考察了政府控股和地方保护对中国企业之间的民事诉讼和判决的影响,但他们的研究未涉及投资者法律保护。陈志武(2003)、夏立军和方轶强(2005)注意到政府影响或地方保护与投资者法律保护的矛盾,但未对此进行大样本的实证研究,关于这一矛盾的经验证据依然非常缺乏。

本文利用最高人民法院2002年1月15日颁布《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》(简称“1/15通知”)这一事件,以存在虚假陈述或有虚假陈述嫌疑的上市公司为样本,采用事件研究

法，实证考察司法独立性对投资者保护法律实施的影响，以增进国际和国内“投资者法律保护与公司治理”领域的研究积累。选取“1/15 通知”这一事件是因为，上市公司对其虚假陈述行为引起的投资者损失承担民事赔偿责任是投资者法律保护的重要内容，而“1/15 通知”的颁布首次为法院受理此类案件打开了大门。我们预期，“1/15 通知”及与其相关的民事诉讼法律的实施将会导致本文的样本公司产生或有赔偿义务，进而导致这些公司的股价下跌。但是，当公司最终控制人为地方政府并且这一地方政府是公司虚假陈述案件管辖法院的本地同级政府时，法院的司法独立性可能受到影响，进而这类公司的股价下跌会更少。本文的实证检验结果支持这一预期。我们发现，在“1/15 通知”颁布日前后几个交易日内，样本公司的市场反应显著为负；并且与司法相对独立组公司相比，司法相对不独立组公司的负向市场反应程度更弱。这些结果表明，投资者倾向于认为，“1/15 通知”及与其相关的民事诉讼法律能够得到一定程度的实施，但地方政府对当地法院的影响降低了这些投资者保护法律得到实施的可能性。

本文的主要贡献有以下几个方面：首先，本文基于中国的政治经济制度背景，考察了投资者保护法律得到实施的可能性以及司法独立性对这一可能性的影响，从法律实施的影响因素这一角度丰富和发展了国际上“法与金融”领域的文献。其次，本文的研究表明，在 La Porta *et al.* (1998)、La Porta *et al.* (2008) 提出的法律渊源因素以外，地方政府对当地法院的影响（可归类为“政治和司法制度因素”）也是影响投资者保护法律实施的一个重要因素。再次，本文基于中国股票市场并采用事件研究法，在一定程度上减轻了以往跨国比较文献可能存在的内生性及遗漏变量问题，同时本文所发展的衡量司法独立性的方法也可能对相关研究具有一定参考价值。最后，本文所发现的司法独立性与投资者法律保护之间的矛盾，对如何改进和加强中国股票市场投资者法律保护的实践也有所启发。¹

需要指出的是，由于采用事件研究法，本文的研究结论实际上是投资者整体对“1/15 通知”及与其相关的民事诉讼法律能否得到实施的看法，而并非这些投资者保护法律真正的实施情况。但本文的研究依然具有重要的理论和现实意义：其一，投资者保护法律要能在公司治理和保护投资者利益上发挥作用，其执行首先必须是可置信的 (Pistor *et al.*, 2000)，若投资者不信任法律能够得到有效实施，其采用法律方式保护自身利益以及投资股票市场的积极性可能受到影响，进而股票市场的发展也会受到影响；其二，虽然单个投资者在面对“1/15 通知”时可能不够理性，但投资者整体更可能是理性的，

¹ Pistor and Xu(2005a, 2005b)认为，中国股票市场的行政治理安排在一定程度上代替了法律治理，发挥了保护投资者的功能，但他们也承认，行政治理主要在股市发展的早期发挥作用，从中长期来讲，还是需要转向正式的法律治理。

换言之,市场反应能够在一定程度上表明“1/15通知”及与其相关的民事诉讼法律能否得到实施;其三,鉴于直接检验投资者保护法律实施的困难性,本文至少为后续研究提供了市场反应角度的经验证据,并起到“抛砖引玉”的作用,引起更多的学者对中国股票市场投资者保护法律实施的关注和研究。

下文的安排是:第二部分介绍中国股票市场投资者法律保护的制度背景,对研究问题进行理论分析,并提出研究假说;第三部分介绍研究方法设计,包括对样本、数据和检验模型的说明以及变量描述性统计;第四部分给出实证分析结果和解释;最后一部分是研究结论和启示。

二、制度背景、理论分析和研究假说

(一)中国股票市场投资者法律保护简介

中国股票市场自20世纪90年代初设立以来,法制建设不断完善。沈艺峰等(2004)认为,以《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国证券法》的生效为界,我国中小投资者法律保护实践可以分为以下三个阶段:第一阶段是中小投资者法律保护的初级阶段(1994年7月以前),第二阶段是中小投资者法律保护的发展阶段(1994年7月—1998年7月),第三阶段是中小投资者法律保护的完善阶段(1999年7月以后)。其中,《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国证券法》分别于1994年7月和1999年7月生效,这两部法律奠定了中国股票市场的法律框架。然而,在法制建设取得显著成绩的同时,投资者法律保护不力几乎也是公认的事实。在股票市场发展过程中,虚假陈述、利润操纵、包装上市、大股东侵占、内幕交易等侵害中小股东利益的违法违规案件不断出现,典型的如琼民源、红光实业、东方锅炉、大庆联谊、蓝田股份、银广夏、科龙电器等事件。这说明,虽然法律法规不少,但是未能有效执行。

2001年9月21日,“银广夏”事件后,最高人民法院发布《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》,规定“内幕交易、欺诈、操纵市场等行为引起的民事赔偿案件,暂不予受理”,其理由是,“受目前立法及司法条件的局限,尚不具备受理及审理这类案件的条件”。2002年1月15日,在各方努力下,最高人民法院发布《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》,其中规定,“人民法院对证券市场因虚假陈述引发的民事侵权赔偿纠纷案件,凡符合《中华人民共和国民事诉讼法》规定受理条件的,自本通知下发之日起予以受理”。这是我国证券法律实施的一大进步,也是中国股票市场有史以来首次明确要求法院受理虚假陈述民事赔偿案件的司法解释。这一通知为虚假陈述民事赔偿诉讼打开了大门,通知发布后,

各地法院陆续开始受理此类案件。²2003 年 1 月 9 日，最高人民法院发布《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》，在“1/15 通知”的基础上，对审理虚假陈述民事赔偿案件做出了更为详细的规定。本文关注的问题是，“1/15 通知”这一首次明确要求法院受理虚假陈述民事赔偿案件的司法解释，能够促使法院独立、有效地受理、审判和执行这类案件吗？地方政府对司法独立性可能的干扰将对“1/15 通知”及与其相关的民事诉讼法律实施产生怎样的影响？下文对此进行理论分析，并提出研究假说。

（二）司法独立性与投资者保护法律实施

中国自 1978 年以来历时 30 年的改革既包括经济体制上的改革，也包括政治体制上的改革。但是，相对于经济体制改革中整体渐进与局部推进相结合的劈波斩浪之势，政治体制改革力度不足、整体滞后，确为不争的事实（胡舒立，2007）。作为政治体制改革组成部分的司法体制改革，同样不容乐观。Lubman（1999）认为，中国的法院系统犹如一只“笼中鸟”（bird in cage），倾向于随着政府工作重心的变化而将法律适用于特定的政策界限内。Potter（1999）和 MacNeil（2002）观察到中国的法院具有保护国家利益的传统，而缺乏判决私人诉讼的经验。Gong（2004）指出，中国的法院在运行中类似于政治系统中的一个行政单位，其权威来自于国家而非法律，是否运用法律系统来解决争端以及运用到何种程度均取决于政府的决策。Clarke *et al.*（2006）认为，中国的法律系统总体上是政府实现对社会控制的一个工具，法律制度仍然是政府而不是公民或诉讼人导向的。最高人民法院前院长肖扬在 2002 年 12 月 9 日的一场演讲中则指出，中国现行司法制度存在三大问题（肖扬，2002）：一是司法权力地方化，即人民法院的产生、法官任免、司法经费等都在同级地方政府控制之下，导致了司法权力的地方化；二是审判活动行政化，即长期以来，法院在一些重要环节上没有按照司法工作方式从事审判活动，反而借用了行政工作方式处理案件、管理审判工作，有的地方把法官当做行政官员管理，加剧了审判活动的行政化；三是法官职业大众化，相当一部分法官职业化程度不够。这些问题导致的结果是，中国的法院难以独立、有效地开展司法活动（贺卫方，2003）。⁴

² 在 2002 年以前，曾有投资者对上市公司虚假陈述行为提起民事赔偿诉讼，例如 1998 年 12 月 4 日，上海股民姜顺珍一纸诉状将红光实业告上法庭，但 1999 年 4 月该案被上海浦东新区人民法院驳回，不予受理。此后，另有 11 名投资者继续起诉，也是屡次被法院驳回。直到 2002 年“1/15 通知”颁布后，各地法院才开始受理虚假陈述民事赔偿案件。据统计，从“1/15 通知”颁布到 2003 年年底，共有十余家上市公司的虚假陈述民事赔偿案件被法院受理。

³ 本文将有关投资者保护的法规、规章、司法解释、司法行政文件统称为“投资者保护法律”，因此本文所研究的“投资者保护法律实施”，是指“1/15 通知”及与其相关的《中华人民共和国民事诉讼法》有关条款的实施。

⁴ 这与 La Porta *et al.*（2004）对全球 71 个国家司法独立性排名的结果也是一致的。在他们根据最高法院法官任期、行政诉讼判决最高级别法官任期、是否判例法三个方面衡量司法独立性的排名中，中国是司法独立性最低的几个国家之一。

从投资者法律保护来看,上述中国转型期的法治环境意味着,即使“1/15通知”规定“人民法院对证券市场因虚假陈述引发的民事侵权赔偿纠纷案件,凡符合《中华人民共和国民事诉讼法》规定受理条件的,自本通知下发之日起予以受理”,地方法院也不一定能够独立有效地受理、审判、执行这些案件。⁵尤其是,中国的分权式改革在充分调动起地方政府发展地方经济积极性的同时,也加剧了地方政府竞争全国性资源、保护其下属企业利益的动机(Qian and Weingast, 1996; Cao *et al.*, 1999; Poncet, 2005; 王永钦等, 2007)。在虚假陈述民事赔偿案件的受理、审判和执行环节中,地方政府为了支持和保护其下属企业,防止“国有资产流失”,可能利用其对当地同级法院的人事、财政、福利等控制权,干扰投资者保护法律的有效实施。⁶而“1/15通知”规定虚假陈述民事赔偿案件的管辖采用“原告就被告原则”,即“对凡含有上市公司在内的被告提起的民事诉讼,由上市公司所在直辖市、省会市、计划单列市或经济特区中级人民法院管辖”,这也为地方政府干扰法律实施提供了便利。此外,当被告为政府或具有政治联系的当事人时,法院往往难以保持中立(La Porta *et al.*, 2004)。换言之,当地方政府控制的上市公司因为虚假陈述被起诉时,这些公司可能会利用其政府背景对当地法院施加压力以影响诉讼结果。

因此,我们预期,当公司最终控制人为地方政府并且这一地方政府是公司虚假陈述案件管辖法院的本地同级政府时,法院的司法独立性可能受到影响。我们将这类公司称为“司法相对不独立组”,而将其他公司称为“司法相对独立组”。由于“1/15通知”及与其相关的民事诉讼法律的实施将会导致存在虚假陈述或有虚假陈述嫌疑的公司产生或有赔偿义务,进而导致这些公司股价下跌,因此这些公司中司法相对不独立的公司股价下跌应该更少。⁷据此,我们提出如下研究假说:

研究假说 在存在虚假陈述或有虚假陈述嫌疑的上市公司中,司法相对不独立组公司比司法相对独立组公司在“1/15通知”颁布日前后期间的负向市场反应程度更弱。

⁵ 根据活跃在虚假陈述民事赔偿诉讼一线的维权律师宣伟华的统计,自虚假陈述民事赔偿开闸以来的20例上市公司因虚假陈述而遭到投资者的起诉中,多个案件的原告人经历了“起诉不受理”、“受理不开庭”、“开庭不判决”或“判决不执行”的遭遇。

⁶ 在我国股票市场上,一些地方政府为了实现其自身的社会性目标,往往帮助和纵容下属上市公司弄虚作假、违法违规,例如利用行政手段为不合格企业谋取融资资格、协助国有大股东通过关联交易转移上市公司资源、协助上市公司进行盈利操纵、出具虚假文件和证明等;一旦问题暴露,则利用自身的特殊地位干扰监管部门和司法部门的调查和处罚行为(刘鸿儒等,2003)。

⁷ 虽然上市公司遭受虚假陈述民事赔偿诉讼也可能促使其改进公司治理,避免将来出现类似情况,但这种公司治理的改进效应是一种长期效应,这种长期效应折现后对当前股价的影响应当比较小。换言之,在短期内,上市公司遭受诉讼的赔偿效应将超过其公司治理改进效应。因此,可以合理地认为,事件日附近的股价反应主要是由赔偿效应引起的。

三、研究方法设计

(一) 样本选择和数据来源

1. 关于事件的选取

本文采用事件研究法对研究假说进行实证检验，而事件研究的基本要求是，要有一个相对来说突发性的重大事件，因此我们首先需要确定这一事件。根据上文的介绍，在“银广夏”事件后，最高人民法院分别于 2001 年 9 月 21 日、2002 年 1 月 15 日、2003 年 1 月 9 日发布了三份有关证券民事赔偿的文件。第一份文件明确规定“内幕交易、欺诈、操纵市场等行为引起的民事赔偿案件，暂不予受理”，并且其理由是“受目前立法及司法条件的局限，尚不具备受理及审理这类案件的条件”。而在此之前，股票市场也从来没有受理证券民事诉讼的先例。1999 年 7 月 1 日《中华人民共和国证券法》生效后，曾有股民依据《中华人民共和国证券法》对红光实业和亿安科技相关责任人提起民事诉讼，但法院将这些诉讼案一一驳回、不予受理（陈志武，2003）。因此，这份文件不太会改变投资者原有的“证券民事诉讼不予受理”预期。

第二份文件则大为不同，它规定“人民法院对证券市场因虚假陈述引发的民事侵权赔偿纠纷案件（简称‘虚假陈述民事赔偿案件’），凡符合《中华人民共和国民事诉讼法》规定受理条件的，自本通知下发之日起予以受理”。这份文件是中国股票市场有史以来首次要求法院受理虚假陈述民事赔偿案件的规定，为虚假陈述民事赔偿诉讼打开了大门。文件中还规定了虚假陈述民事赔偿案件的定义、受理的前置条件、诉讼时效、诉讼方式、管辖法院等，具有可操作性。并且，虽然在第一份文件颁布后各方努力推动最高人民法院出台受理证券民事诉讼的司法解释，但第一份文件中“暂不予受理”的理由是“受目前立法和司法条件的局限”，而这一局限在短期内应当难以改变，因此，投资者很难预期到最高人民法院短期内会颁布受理证券民事诉讼的规定，尤其是很难预期到第二份文件会在第一份文件颁布后不到四个月就颁布。而第三份文件仅是在第二份文件的基础上，对受理虚假陈述民事赔偿案件做出了更详细的规定，并未改变第二份文件的基本内容。根据以上分析，在三份文件中，第二份文件最可能改变投资者预期，因而最适合作为本文所要研究的事件。因此，本文将“1/15 通知”的颁布作为研究事件，并以其颁布日 2002 年 1 月 15 日作为事件日。⁸

⁸ 由于上市公司年报通常在下一年的 2 月份才开始披露，我们预期年报披露对事件日附近期间累计异常收益率计算的影响较小。

2. 样本公司的确定

由于“1/15通知”规定“虚假陈述民事赔偿案件的诉讼时效为两年，从中国证监会及其派出机构对虚假陈述行为做出处罚决定之日起计算”，因此投资者可以起诉的是那些因虚假陈述被中国证监会及其派出机构处罚且处罚日期在2002年1月15日之前不足两年的公司。但这样的公司在“1/15通知”颁布之时仅有20家左右（我们将这类公司称为“存在虚假陈述的公司”），不足以构成实证检验的样本。为此，我们进一步补充那些明显有虚假陈述嫌疑的公司为样本。具体来说，我们将以下三类公司确定为有虚假陈述嫌疑：（1）因虚假陈述被沪深证券交易所公开谴责且谴责日期在2002年1月15日之前不足两年的公司，这类公司将来可能被证监会处罚，进而被投资者起诉；（2）不包含于第（1）类，但最近两个年度的财务报告（即1999年度或2000年度财务报告）被出具保留、否定或拒绝意见的公司，这类公司最近两个年度之一的财务报告被审计师认为存在较为严重的问题，因而存在虚假陈述嫌疑；（3）不包含于第（1）类和第（2）类，但因虚假陈述被中国证监会及其派出机构处罚且处罚日期在2002年1月15日之后不足两年的公司，这类公司虽然在2002年1月15日之后被中国证监会及其派出机构处罚，但由于从调查到处罚通常需要两年左右的时间，在2002年1月15日这类公司涉及被调查的信息可能已为投资者所知，进而可能会预期到后面的处罚结果。虽然在2002年1月15日投资者无法起诉嫌疑公司，但将来这些公司可能会被证监会处罚，进而被起诉。我们将上述三类嫌疑公司分别称为“虚假陈述嫌疑公司A”、“虚假陈述嫌疑公司B”、“虚假陈述嫌疑公司C”。

根据以上界定存在虚假陈述以及虚假陈述嫌疑公司的标准，我们找到141家最终样本公司，其中存在虚假陈述和有虚假陈述嫌疑的公司分别为19家和122家。详细的样本选择和分布情况见表1，各类公司的定义见表1下方的注释。如最高人民法院前院长肖扬所指出的，在中国的司法体制下，人民法院的产生、法官任免、司法经费等都在同级地方政府控制之下（肖扬，2002），导致了司法权力的地方化。因此，当公司最终控制人为地方政府并且这一地方政府是公司虚假陈述案件管辖法院的本地同级政府时，法院的司法独立性可能受到影响。我们把这类公司界定为“司法相对不独立组”，把其他公司界定“司法相对独立组”。根据“1/15通知”的规定，各直辖市、省会市、计划单列市或经济特区中级人民法院为一审管辖法院；地域管辖采用原告就被告原则。这样，这些中级人民法院所在地的同级省会市、计划单列市或经济特区政府控制的并且注册于其管辖范围内的公司，即为“司法相对不独立组”公司。⁹由于直辖市中级人民法院没有对应的同级政府，我们将直辖市所属各

⁹ 这里我们仅考虑一审法院的管辖，是因为一审法院的受理、判决和执行对投资者来说最为重要。

级政府控制的公司归类为“司法相对独立组”公司。¹⁰

从表 1 可见，在 141 家样本公司中，存在虚假陈述的公司以及虚假陈述嫌疑公司 A、B、C 所占比例分别是 19%、31%、46%、9%，即样本公司主要由存在虚假陈述的公司和虚假陈述嫌疑公司 A、B 组成。此外，司法相对独立组和司法相对不独立组的公司分别为 112 家和 29 家，说明样本公司中司法相对独立的公司所占比重较大。在司法相对独立组中，存在虚假陈述的公司以及虚假陈述嫌疑公司 A、B、C 所占比例分别是 14%、31%、45%、10%；在司法相对不独立组中，存在虚假陈述的公司以及虚假陈述嫌疑公司 A、B、C 所占比例分别是 10%、31%、52%、7%。可以看出，两组公司中各类虚假陈述或虚假陈述嫌疑公司的分布结构比较类似。总体上，样本分布未见异常。

表 1 样本选择和分布

样本组成情况	司法相对独立组		司法相对不独立组		合计	
	公司个数	比例	公司个数	比例	公司个数	比例
存在虚假陈述的公司	16	14%	3	10%	19	13%
虚假陈述嫌疑公司 A	35	31%	9	31%	44	31%
虚假陈述嫌疑公司 B	50	45%	15	52%	65	46%
虚假陈述嫌疑公司 C	11	10%	2	7%	13	9%
最终样本	112	100%	29	100%	141	100%

注：存在虚假陈述的公司为因虚假陈述被中国证监会及其派出机构处罚且处罚日期在 2002 年 1 月 15 日之前不足两年的公司。

虚假陈述嫌疑公司 A 为不包含于“存在虚假陈述的公司”，同时因虚假陈述被沪深证券交易所公开谴责且谴责日期在 2002 年 1 月 15 日之前不足两年的公司。

虚假陈述嫌疑公司 B 为不包含于“存在虚假陈述的公司”和“虚假陈述嫌疑公司 A”，同时最近两个年度的财务报告（即 1999 年度或 2000 年度财务报告）被出具保留、否定或拒绝意见的公司。

虚假陈述嫌疑公司 C 为不包含于“存在虚假陈述的公司”、“虚假陈述嫌疑公司 A”和“虚假陈述嫌疑公司 B”，同时因虚假陈述被中国证监会及其派出机构处罚且处罚日期在 2002 年 1 月 15 日之后不足两年的公司。

最终样本为存在虚假陈述的公司+虚假陈述嫌疑公司 A+虚假陈述嫌疑公司 B+虚假陈述嫌疑公司 C。

司法相对不独立组是指公司最终控制人为地方政府并且这一地方政府是公司虚假陈述案件管辖法院的本地同级政府。

司法相对独立组为司法相对不独立组以外的公司。

3. 数据来源

本文使用的证监会处罚和交易所谴责数据、上市公司审计意见和财务数据、事件日前后期间的股票价格数据来自 CSMAR 中国股票市场研究数据库。我们对这些数据进行了抽样检查，并将其中的证监会处罚和交易所谴责数据

¹⁰ 直辖市的法院在组织机构上具有特殊性。根据《中华人民共和国宪法》、《中华人民共和国民事诉讼法组织法》规定，直辖市的法院分为三级，分别是高级人民法院、中级人民法院和基层人民法院。但三级法院只对应两级政府，即高级人民法院对应直辖市政府，基层人民法院对应直辖市所属县、区政府，中级人民法院不依附于行政区划，而是划片设立。我们将在后文进行稳健性分析，以检验不同设定对研究结果的影响。

与证监会和沪深交易所网站公布的相应数据进行了校对。参照夏立军和方轶强(2005)的做法,公司最终控制人类型数据根据上市公司2001年年度报告中“股本变动及股东情况”逐一整理而得,上市公司年度报告来自于中国证监会指定信息披露网站——巨潮资讯网。若公司最终控制人可确定为自然人、职工持股会、民营企业、村办集体企业、街道集体企业、乡镇一级的政府部门、乡镇集体企业或外资企业,则认定其为非政府控制。若最终控制人为县级或县级以上各级政府的有关政府机构,则认定其为相应级别的政府控制。对于部属院校控制的上市公司和地方政府教育部门所属院校控制的上市公司,分别认定其为中央政府控制和相应级别的地方政府控制。结合上市公司最终控制人类型和级别、公司详细注册地址以及中国直辖市、省会市、计划单列市和经济特区名单,我们可以判断出公司是否属于上文定义的“司法相对不独立组”。公司所在地区法律环境数据来自樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2003)编制的2000年度中国各省、直辖市、自治区市场化相对进程指标的分指标“中介发育和法律制度环境”。

(二) 检验模型和变量设定

根据上文的分析,我们采用以下模型来检验研究假设:

$$\begin{aligned} \text{Market Response} = & \beta_0 + \beta_1 \times \text{JudiDep} + \beta_2 \times \text{LCourt} + \beta_3 \times \text{LocalGov} + \beta_4 \times \text{CenGov} \\ & + \beta_5 \times \text{LegIndex} + \beta_6 \times \text{SUSP_A} + \beta_7 \times \text{SUSP_B} \\ & + \beta_8 \times \text{SUSP_C} + \beta_9 \times \text{TOPI} + \beta_{10} \times \text{SIZE} + \beta_{11} \times \text{LOSS} \\ & + \beta_{12} \times \text{DR} + \sum_{i=1}^5 \beta_{12+i} \times \text{IND}_i + \epsilon, \end{aligned}$$

其中, β_0 为截距, $\beta_1 - \beta_{17}$ 为系数, ϵ 为残差。模型中各变量的含义如下:

1. 因变量

Market Response 代表“1/15 通知”颁布前后的市场反应。为了增强研究结果的可靠性,我们分别采用三种方法来计算 Market Response:

(1) 直接采用个股累计收益率,计算公式是 $\text{Market Response} = \prod_{t=-n}^n (1 + R_{it}) - 1$ 。其中, R_{it} 为公司 i 在第 t 个交易日的股票收益率, $-n$ 和 n 分别表示事件日(2002年1月15日)之前和之后的交易日天数。

(2) 采用等权平均市场收益率调整后的个股累计异常收益率,计算公式是 $\text{Market Response} = \left(\prod_{t=-n}^n (1 + R_{it}) - 1 \right) - \left(\prod_{t=-n}^n (1 + R_{\text{cmt}}) - 1 \right)$ 。其中, R_{cmt} 为第 t 个交易日深圳和上海 A 股市场综合计算的等权平均市场收益率,其他符号和方法(1)中的定义相同。

(3) 采用总市值加权平均市场收益率调整后的个股累计异常收益率,计算

公式是 $\text{Market Response} = \left(\prod_{i=-n}^n (1 + R_{it}) - 1 \right) - \left(\prod_{i=-n}^n (1 + R_{vmt}) - 1 \right)$ 。其中， R_{vmt} 为第 t 个交易日深圳和上海 A 股市场综合计算的总市值加权平均市场收益率，其他符号和方法（1）中的定义相同。

为了表述方便，我们分别将方法（1）、（2）、（3）计算出的 Market Response 标记为 $\text{RCR}(-n, n)$ 、 $\text{ECAR}(-n, n)$ 、 $\text{VCAR}(-n, n)$ 。我们将报告 n 为 1、2、5 天的情况，对应的 $(-n, n)$ 期间的交易日个数分别为 3、5、11。由于样本公司数量相对市场整体的上市公司数量较小¹¹，虽然市场整体中已包含了样本公司，但我们预计上述方法（2）、（3）计算个股累计异常收益率的方法不会导致较大偏差。由于因变量是连续变量，检验模型采用 OLS 回归方法进行分析。

2. 测试变量

JudiDep 是衡量司法独立性的哑变量，当公司 2001 年年末最终控制人为地方政府并且这一地方政府是公司虚假陈述案件管辖法院的本地同级政府时，该变量取值为 1（代表司法相对不独立），否则为 0（代表司法相对独立）。更详细的界定参见上述“样本选择和数据来源”的“样本公司的确定”部分。如 Potter（1999）、MacNeil（2002）、陈志武（2003）、夏立军和方轶强（2005）、Firth *et al.*（2007）等以往研究所注意到的，中国的法院在司法活动中存在地方保护主义倾向和保护国有企业和国家利益的倾向。在 JudiDep 取值为 1 时，这两种倾向可能同时存在，并且作为公司最终控制人的地方政府有能力影响虚假陈述案件管辖法院的司法活动，因此法院的司法独立性容易受到影响。根据研究假说，这一变量应与因变量正相关。

3. 控制变量

LCourt 代表公司 2001 年年末是否受本地法院管辖，若管辖法院与公司在同一地区，则 LCourt 取值为 1，否则为 0。这一变量用以控制法院的地方保护主义倾向对市场反应的影响。根据“1/15 通知”的规定，“各直辖市、省会市、计划单列市或经济特区中级人民法院为一审管辖法院；地域管辖采用原告就被告原则”，“对凡含有上市公司在内的被告提起的民事诉讼，由上市公司所在直辖市、省会市、计划单列市或经济特区中级人民法院管辖”。因此当公司注册于直辖市、省会市、计划单列市或经济特区的行政管辖范围内时，若投资者对公司进行虚假陈述民事赔偿起诉，则案件系由本地法院管辖，否则为外地法院管辖。例如，当公司注册于浙江省宁波市这一计划单列市的行政管辖范围内时，管辖法院为宁波市中级人民法院，此时对公司来说系本地

¹¹ 根据中国证监会的统计资料，在“1/15 通知”颁布日所在的 2002 年 1 月底附近，沪深两市已发行 A 股的上市公司总数超过 1140 家。

法院管辖；而当公司注册于黑龙江省大庆市或江苏省苏州市的行政管辖范围内时，因大庆市或苏州市并非直辖市、省会市、计划单列市或经济特区，管辖法院分别应为黑龙江省省会城市——哈尔滨市和江苏省省会城市——南京市的中级人民法院，此时对公司来说系外地法院管辖。

LocalGov 和 CenGov 分别代表公司 2001 年年末最终控制人为地方政府和中央政府。若公司最终被地方政府控制，那么 LocalGov 取值为 1，否则为 0；若最终被中央政府控制，那么 CenGov 取值为 1，否则为 0。我们加入这两个变量以控制法院保护国有企业和国家利益的倾向对市场反应的影响。由于样本公司一共包括非政府控制、地方政府控制和中央政府控制这三类，LocalGov 和 CenGov 的回归系数分别代表其与非政府控制情况的比较。

LegIndex 代表公司所在省、自治区或直辖市整体的法律环境，其取值来自于樊纲、王小鲁和朱恒鹏（2003）编制的 2000 年度中国各省、直辖市、自治区市场化相对进程指标的分指标“中介发育和法律制度环境”数据。¹² 由于在法律环境越好的地区，“1/15 通知”及与其相关的民事诉讼法律更可能得到实施，预计这一变量与因变量负相关。

SUSP_A、SUSP_B、SUSP_C 用来控制虚假陈述嫌疑公司的嫌疑类型对因变量的影响。这些变量的取值方法如下：若公司属于“虚假陈述嫌疑公司 A”，那么 SUSP_A 取值为 1，否则为 0；若公司属于“虚假陈述嫌疑公司 B”，那么 SUSP_B 取值为 1，否则为 0；若公司属于“虚假陈述嫌疑公司 C”，则 SUSP_C 取值为 1，否则为 0。由于样本公司包括“存在虚假陈述的公司”，以上这些变量的回归系数代表着各类嫌疑公司相对“存在虚假陈述的公司”的情况，因此预计回归系数符号为正。

TOP1 是年末第一大股东持股比例，用以控制股权集中度对市场反应的影响。SIZE 是公司 2001 年年末总资产的自然对数值；LOSS 代表公司盈利状况，当公司 2001 年度净利润小于零时，LOSS 取值为 1，否则为 0；DR 是公司 2001 年年末资产负债率，即负债与总资产的比率。由于规模小、风险大和财务状况差的公司遇到坏消息时，股价下跌可能更为严重，因此在模型中纳入 SIZE、LOSS、DR 这三个控制变量。虽然“1/15 通知”颁布时上市公司 2001 年度报告基本都未披露，但因为 2001 年度已经结束，投资者应能预期到 2001 年年底的公司规模、是否亏损以及资产负债率情况，我们这里采用 2001 年度而不是 2000 年度指标。IND 是行业哑变量，样本公司一共涉及金融、公用事业、房地产、综合、工业、商业这六个行业，因此设置五个行业哑变量以控制行业因素对市场反应的影响。为简略起见，实证分析结果表中未报告

¹² 他们编制的各地区市场化相对进程指数及其分指数已被广泛地用于研究中国各地区的制度环境，并显示出较好的解释力。如夏立军和方轶强（2005）、孙铮等（2005）、曾庆生和陈信元（2006）、方军雄（2006）、夏立军和陈信元（2007）、Wang *et al.*（2008），等等。

这些行业变量的回归系数。

四、实证分析结果及解释

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 检验和中位数检验结果；接着报告司法相对独立组和司法相对不独立组在“1/15 通知”颁布前后市场反应的描述性图表；最后对司法独立性与“1/15 通知”颁布前后市场反应的关系进行多元回归分析。以下依次述之。

（一）变量描述性统计及均值、中位数差异检验

表 2 给出了检验模型的变量描述性统计、因变量的均值与零差异的 t 检验结果以及各变量均值和中位数在司法相对独立组和司法相对不独立组两组间的差异检验结果。

首先，从“全部样本公司”的因变量中可见，在“1/15 通知”颁布日前后各 1、2、5 个交易日的期间里，三种方法衡量的市场反应与零差异的 t 检验结果显示，市场反应都显著为负。在自变量上，LCourt 的均值为 0.70，说明 70% 的样本公司由本地法院管辖；LocalGov 和 CenGov 的均值分别为 0.61 和 0.17，说明样本公司中由地方政府和中央政府控制的公司分别为 61% 和 17%；LOSS 的均值为 0.33，说明样本公司中有 33% 的公司 2001 年度亏损，这也意味着存在虚假陈述或有虚假陈述嫌疑的公司业绩较差。其次，从“司法相对独立组”的因变量可见，与零差异的 t 检验都显示，各因变量均值显著为负。各因变量和自变量的均值与“全部样本公司”中的各因变量和自变量均值较为接近，这主要是由于“司法相对独立组”公司占全部样本公司的比例较高。最后，从“司法相对不独立组”可见，因变量与零差异的 t 检验显示，仅有未经市场收益调整的个股累计收益率以及“1/15 通知”颁布日前后各 5 个交易日的总市值加权平均市场收益调整后个股累计异常收益率显著小于 0。所有因变量的均值都大于“司法相对独立组”对应的因变量均值，并且两组因变量均值差异的 t 检验结果显示，除了“1/15 通知”颁布日前后各 5 个交易日的情况外，“司法相对不独立组”的因变量均值都显著大于“司法相对独立组”的因变量均值。除了“1/15 通知”颁布日前后各 5 个交易日的市场收益调整后个股累计异常收益率，其他因变量的中位数都大于“司法相对独立组”对应的因变量中位数，并且两组因变量中位数差异检验显示，在“1/15 通知”颁布日前后各 2 个交易日的情况下，“司法相对不独立组”的因变量中位数均显著大于“司法相对独立组”的因变量中位数。这些结果与研究假说相符，即对“司法相对不独立组”的公司来说，“1/15 通知”及与其相关的民事诉讼法律得到实施的可能性更小。在自变量上，两组公司的差别主

要体现在 LCourt、LocalGov 和 CenGov 上, 即与“司法相对独立组”中 63% 的公司由本地法院管辖、51% 和 21% 的公司分别由地方政府和中央政府控制不同, “司法相对不独立组”中所有公司均由本地法院管辖并由地方政府控制。

综上, 表 2 显示, 样本公司在“1/15 通知”颁布日前后各 1、2、5 个交易日的市场反应显著为负, 并且与“司法相对独立组”公司相比, “司法相对不独立组”公司的负向市场反应程度更弱。这些结果支持本文的研究假说。

(二) “1/15 通知”颁布日前后市场反应的描述性图表分析

接下来, 我们拉长事件窗口, 对“1/15 通知”颁布前后各 30 个交易日的市场反应做描述性图表分析, 以进一步比较“司法相对不独立组”与“司法相对独立组”公司市场反应的差异。图 1、图 2 和图 3 分别给出了采用未经市场收益调整的个股累计收益率、等权平均市场收益调整后个股累计异常收益率以及总市值加权平均市场收益调整后个股累计异常收益率这三种方法衡量市场反应的情况。图中样本公司数均为 141, 其中“司法相对独立组”和“司法相对不独立组”样本公司数分别为 112 和 29。

从图 1 可以看出, 在“1/15 通知”颁布日前后各 30 个交易日的期间里, 未经市场收益调整的个股累计收益率平均值呈现先下降后上升的趋势, 说明市场对“1/15 通知”的颁布存在提前反应和过度反应的情况。在颁布日前后大约各 5 个交易日的期间里, 未经市场收益调整的个股累计收益率平均值下降最为明显, 并且无论在“司法相对独立组”还是“司法相对不独立组”中, 都是在颁布日后 5 个交易日附近达到 30% 以下的最低值, 说明“1/15 通知”颁布日附近的市場反应较为明显。对比两组公司可见, 在颁布日前后各 30 个交易日的期间里, “司法相对不独立组”公司的负向市场反应程度更弱。不过, 因为未扣除市场收益, 这一市场反应不能很好地代表“1/15 通知”颁布的真实市场反应。

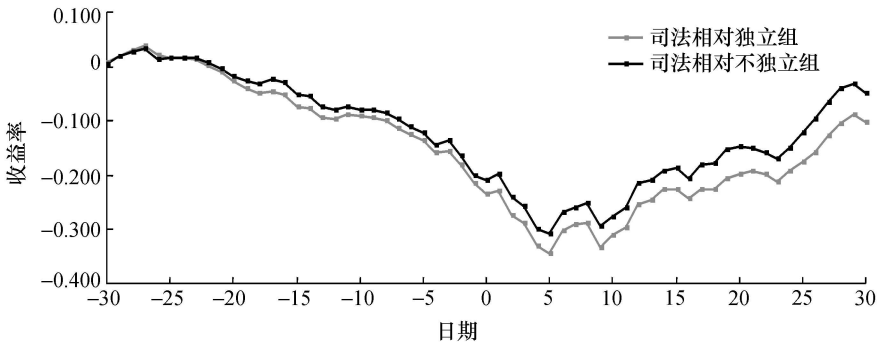


图 1 司法独立性与平均累计个股收益率

表 2 变量描述性统计及均值、中位数差异检验结果

	全部样本公司					司法相对独立组					司法相对不独立组				
	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Panel A: 因变量															
RCR(-1,1)	0.05	-0.08	-0.03	0.07	-0.06***	0.05	-0.18	-0.06	0.06	-0.04##,***	0.05	-0.14	-0.04	0.07	
ECAR(-1,1)	0.05	-0.03	0.02	0.12	-0.01***	0.05	-0.13	-0.01	0.11	0.01##	0.05	-0.09	0.00	0.12	
VCAR(-1,1)	0.05	-0.04	0.01	0.11	-0.02***	0.05	-0.14	-0.02	0.10	0.00##	0.05	-0.10	-0.01	0.11	
RCR(-2,2)	0.06	-0.18	-0.11	0.03	-0.14***	0.06	-0.29	-0.16	0.03	-0.12##,***	0.06	-0.24	-0.13!!	0.00	
ECAR(-2,2)	0.06	-0.05	0.02	0.15	-0.02***	0.06	-0.17	-0.03	0.15	0.00#	0.06	-0.11	-0.01!!	0.12	
VCAR(-2,2)	0.06	-0.07	0.00	0.13	-0.04***	0.06	-0.19	-0.05	0.13	-0.02#	0.06	-0.13	-0.03!!	0.10	
RCR(-5,5)	0.11	-0.32	-0.19	-0.01	-0.26***	0.11	-0.52	-0.26	-0.01	-0.23***	0.11	-0.39	-0.25	-0.01	
ECAR(-5,5)	0.11	-0.12	0.01	0.19	-0.06***	0.11	-0.31	-0.06	0.19	-0.03	0.11	-0.19	-0.07	0.19	
VCAR(-5,5)	0.11	-0.16	-0.03	0.15	-0.10***	0.11	-0.35	-0.10	0.15	-0.07***	0.11	-0.22	-0.11	0.15	
Panel B: 控制变量															
LCourt	0.70	0.46	0	1	0.63	0.49	0	1	1	1##	0	1	1!!	1	
LocalGov	0.61	0.49	0	1	0.51	0.50	0	1	1	1##	0	1	1!!	1	
CenGov	0.17	0.38	0	0	0.21	0.41	0	0	1	0##	0	0	0!!	0	
LegIndex	5.88	1.22	4.93	6.98	7.97	5.85	1.24	2.62	5.72	7.97	6.03	1.11	3.21	5.81	7.29
SUSP_A	0.31	0.46	0	1	0.31	0.47	0	0	1	0.31	0.47	0	0	1	
SUSP_B	0.46	0.50	0	1	0.45	0.50	0	0	1	0.52	0.51	0	1	1	
SUSP_C	0.09	0.29	0	0	0.10	0.30	0	0	1	0.07	0.26	0	0	1	
TOPI	0.40	0.17	0.28	0.52	0.39	0.17	0.02	0.39	0.82	0.42	0.19	0.13	0.41	0.74	
SIZE	20.67	0.97	20.15	21.18	24.03	20.65	1.02	17.39	20.72	24.03	20.78	0.79	19.22	20.70	22.02
LOSS	0.33	0.47	0	1	0.30	0.46	0	0	1	0.41	0.50	0	0	1	
DR	0.82	1.52	0.41	0.70	13.56	0.81	1.64	0.10	0.55	13.56	0.88	0.29	0.56	4.52	

注：全部样本公司为 141 个，其中“司法相对独立组”和“司法相对不独立组”公司分别为 112 和 29 个。*、**和***分别表示因变量均值与零差异 t 检验在 0.10、0.05 和 0.01 以下水平统计显著（双尾检验）。#、##和###分别表示“司法相对独立组”与“司法相对不独立组”均值差异 t 检验在 0.10、0.05 和 0.01 以下水平统计显著（双尾检验）。!、!!和!!!分别表示“司法相对独立组”与“司法相对不独立组”中位数差异检验在 0.10、0.05 和 0.01 以下水平统计显著（双尾检验）。

从图2可见,在“1/15通知”颁布日前后各30个交易日的期间里,等权平均市场收益调整后个股累计异常收益率平均值同样呈现先下降后上升的趋势,并且与图1类似,颁布日前后各5个交易日的期间里市场反应较为明显。值得注意的是,“司法相对独立组”中,等权平均市场收益调整后个股累计异常收益率平均值的最低值在-9%附近,而“司法相对不独立组”中的最低值在-6%附近,并且在颁布日后第30个交易日,“司法相对独立组”的这一平均值大约为-5%,而“司法相对不独立组”的这一平均值大约为0。这说明,“司法相对不独立组”公司的负向市场反应程度更弱,并且这种负向市场反应随着时间的推移而消失。

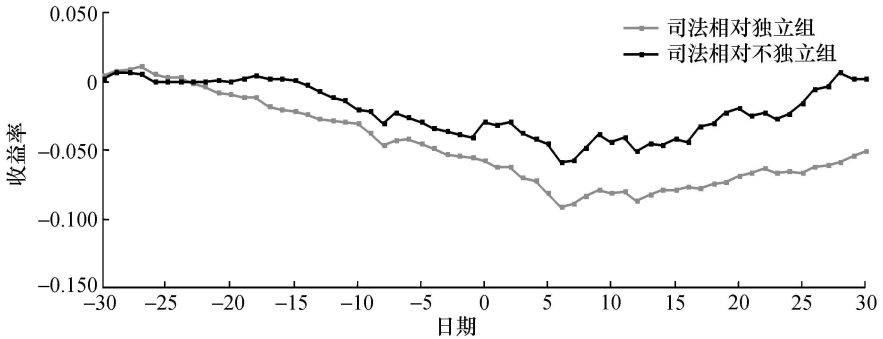


图2 司法独立性与平均累计异常收益率(等权平均市场收益调整)

图3的结果和图2类似。所不同的是,图3中总市值加权平均市场收益调整后个股累计异常收益率的平均值低于图2,并且“司法相对独立组”和“司法相对不独立组”中这一平均值的最低值分别在-13%附近和-9%附近。这可能是因为在图3采用总市值加权平均市场收益调整,而市值较大的公司在“1/15通知”颁布日附近的股票收益率可能大于市值较小的公司。

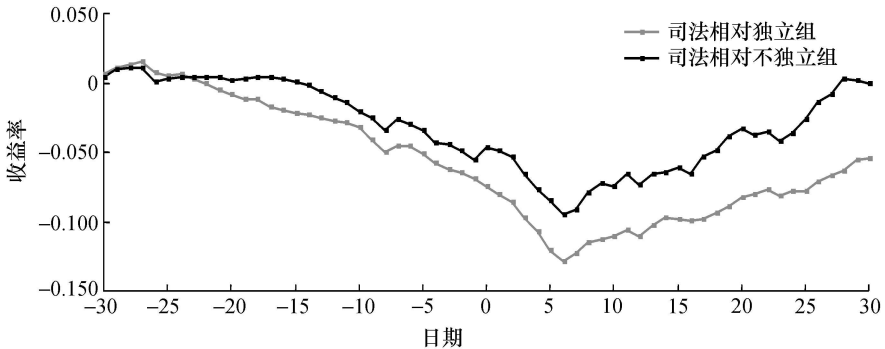


图3 司法独立性与平均累计异常收益率(市值加权市场收益调整)

总体上,图1、图2和图3的结果显示,在“1/15通知”颁布日前后期间,样本公司存在明显的负向市场反应,尤其是在颁布日前后各5个交易日的期间里。并且,“司法相对不独立组”公司的负向市场反应程度更弱。这些结果进一步支持本文的研究假说。

(三) 司法独立性与“1/15 通知”颁布日前后市场反应的多元回归分析

表 3、表 4 和表 5 分别给出了司法独立性与“1/15 通知”颁布日前后各 1、2、5 个交易日市场反应的 OLS 多元回归分析。每个表中又分别给出了控制和不控制 LCourt、LocalGov 和 CenGov 这三个变量的情况，以及采用未经市场收益调整的个股累计收益率、等权平均市场收益调整后个股累计异常收益率、总市值加权平均市场收益调整后个股累计异常收益率这三种方法衡量市场反应的情况。

从表 3 可见，在采用不同方法衡量市场反应时以及在控制或不控制 LCourt、LocalGov 和 CenGov 这三个变量时，JudiDep 的回归系数都在 0.024 左右，并且在 0.05 以下水平统计显著。这说明，在控制了其他变量的影响后，“司法相对不独立组”公司比“司法相对独立组”公司的负向市场反应程度弱 2.4% 左右。这一结果支持本文的研究假说。LCourt、LocalGov 和 CenGov 的回归系数都不显著，说明投资者不认为法院的地方保护主义倾向或者保护国有企业和国家利益的倾向会损害“1/15 通知”及与其相关的民事诉讼法律的实施。其他控制变量的回归系数符号都和预期相符，例如 LegIndex 与因变量负相关，虽然不显著，但一定程度上说明在法律环境好的地区，“1/15 通知”及与其相关的民事诉讼法律更可能得到实施；SUSP __A、SUSP __B 和 SUSP __C 都和因变量正相关，说明虚假陈述嫌疑公司的赔偿可能性或赔偿规模小于存在虚假陈述的公司；TOP1 与因变量正相关，可能是因为大股东持股比例越高，其越有动机和能力阻止投资者保护法律的实施，或者是因为大股东持股比例越高，其帮助公司缓解虚假陈述民事诉讼问题的动机和能力越强；SIZE 与因变量正相关，而 LOSS 和 DR 与因变量负相关，说明在面临坏消息时，大规模公司的负向市场反应程度更弱，而亏损公司和财务状况差的公司负向市场反应程度更弱。

表 3 司法独立性与“1/15 通知”颁布日前后各 1 个交易日的市场反应

自变量 及参数	预测 符号	因变量					
		RCR(-1,1)	ECAR(-1,1)	VCAR(-1,1)	RCR(-1,1)	ECAR(-1,1)	VCAR(-1,1)
截距	?	-0.141 (1.49)	-0.112 (1.18)	-0.117 (1.24)	-0.146 (1.50)	-0.116 (1.19)	-0.122 (1.25)
JudiDep	+	0.024** (2.54)	0.023** (2.46)	0.023** (2.47)	0.026** (2.29)	0.024** (2.13)	0.024** (2.16)
LCourt	+				-0.005 (0.46)	-0.003 (0.34)	-0.004 (0.36)
LocalGov	+				-0.002 (0.17)	-0.001 (0.06)	-0.001 (0.08)
CenGov	+				-0.002 (0.15)	-0.002 (0.17)	-0.002 (0.17)

(续表)

自变量 及参数	预测 符号	因变量					
		RCR(-1,1)	ECAR(-1,1)	VCAR(-1,1)	RCR(-1,1)	ECAR(-1,1)	VCAR(-1,1)
LegIndex	-	-0.003 (0.97)	-0.003 (1.00)	-0.003 (1.00)	-0.003 (0.77)	-0.003 (0.79)	-0.003 (0.79)
SUSP_A	+	0.014 (1.11)	0.014 (1.11)	0.014 (1.10)	0.014 (1.12)	0.014 (1.11)	0.014 (1.11)
SUSP_B	+	0.014 (1.19)	0.014 (1.20)	0.014 (1.20)	0.015 (1.22)	0.015 (1.19)	0.015 (1.20)
SUSP_C	+	0.027 (1.63)	0.031* (1.89)	0.030* (1.86)	0.028 (1.66)	0.032* (1.89)	0.031* (1.86)
TOP1	+	0.035 (1.51)	0.034 (1.44)	0.034 (1.45)	0.037 (1.52)	0.035 (1.44)	0.036 (1.45)
SIZE	+	0.003 (0.59)	0.004 (0.77)	0.003 (0.74)	0.003 (0.62)	0.004 (0.78)	0.004 (0.76)
LOSS	-	-0.011 (1.22)	-0.009 (1.01)	-0.009 (1.04)	-0.011 (1.19)	-0.009 (0.99)	-0.009 (1.02)
DR	-	-0.006** (2.24)	-0.006** (2.22)	-0.006** (2.23)	-0.006** (2.15)	-0.006** (2.15)	-0.006** (2.16)
行业哑变量	?	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数		141	141	141	141	141	141
模型 F 值		3.19	3.18	3.18	2.55	2.54	2.54
Adj-R ²		0.17	0.17	0.17	0.15	0.15	0.15

注:括号内为 t 值的绝对值,*、**和***分别表示在 0.10、0.05 和 0.01 以下水平统计显著。

表 4 和表 5 的结果与表 3 非常类似。不同的是,表 4 和表 5 中 JudiDep 的回归系数更大,说明在“1/15 通知”颁布日前后各 2、5 个交易日的期间里,“司法相对不独立组”与“司法相对独立组”公司市场反应的差异更为明显。此外,表 4 和表 5 中部分控制变量上的结果也与表 3 稍有差别,但基本和预期相符。

综合表 3、表 4 和表 5 的结果可见,在“1/15 通知”颁布日前后各 1、2、5 个交易日的期间里,无论是采用未经市场收益调整的个股累计收益率还是市场收益调整后个股累计异常收益率衡量市场反应,“司法相对不独立组”公司的负向市场反应程度都显著弱于“司法相对独立组”公司,并且两者的差别达到 2%至 5%左右。这些结果支持本文的研究假说,说明法院司法的相对不独立降低了“1/15 通知”及与其相关的民事诉讼法律得到实施的可能性。

表 4 司法独立性与“1/15 通知”颁布日前后各 2 个交易日的市场反应

自变量 及参数	预测 符号	因变量					
		RCR(-2,2)	ECAR(-2,2)	VCAR(-2,2)	RCR(-2,2)	ECAR(-2,2)	VCAR(-2,2)
截距	?	-0.197 (1.63)	-0.099 (0.81)	-0.114 (0.94)	-0.215* (1.73)	-0.114 (0.91)	-0.129 (1.04)
JudiDep	+	0.026** (2.16)	0.026** (2.13)	0.026** (2.13)	0.033** (2.29)	0.032** (2.21)	0.032** (2.22)
LCourt	+				0.003 (0.23)	0.004 (0.31)	0.004 (0.30)
LocalGov	+				-0.019 (1.39)	-0.018 (1.28)	-0.018 (1.29)

(续表)

自变量 及参数	预测 符号	因变量					
		RCR(-2,2)	ECAR(-2,2)	VCAR(-2,2)	RCR(-2,2)	ECAR(-2,2)	VCAR(-2,2)
CenGov	+				-0.008 (0.43)	-0.007 (0.37)	-0.007 (0.38)
LegIndex	-	-0.005 (1.05)	-0.005 (1.10)	-0.005 (1.09)	-0.005 (1.12)	-0.006 (1.19)	-0.006 (1.18)
SUSP_A	+	0.008 (0.53)	0.010 (0.65)	0.010 (0.63)	0.009 (0.57)	0.011 (0.68)	0.011 (0.67)
SUSP_B	+	0.012 (0.80)	0.014 (0.94)	0.014 (0.93)	0.013 (0.86)	0.015 (0.97)	0.015 (0.96)
SUSP_C	+	0.020 (0.94)	0.023 (1.09)	0.023 (1.07)	0.023 (1.06)	0.026 (1.19)	0.025 (1.18)
TOP1	+	0.046 (1.54)	0.046 (1.52)	0.046 (1.52)	0.055* (1.75)	0.053* (1.70)	0.053* (1.70)
SIZE	+	0.002 (0.33)	0.003 (0.51)	0.003 (0.49)	0.003 (0.52)	0.004 (0.68)	0.004 (0.66)
LOSS	-	-0.039*** (3.47)	-0.037*** (3.34)	-0.038*** (3.36)	-0.040*** (3.57)	-0.039*** (3.43)	-0.039*** (3.45)
DR	-	-0.004 (0.99)	-0.003 (0.91)	-0.003 (0.92)	-0.004 (0.99)	-0.003 (0.92)	-0.003 (0.93)
行业哑变量	?	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数		141	141	141	141	141	141
模型 F 值		3.02	2.97	2.98	2.58	2.51	2.52
Adj-R ²		0.16	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15

注：括号内为 t 值的绝对值，*、** 和 *** 分别表示在 0.10、0.05 和 0.01 以下水平统计显著。

表 5 司法独立性与“1/15 通知”颁布日前后各 5 个交易日的市场反应

自变量 及参数	预测 符号	因变量					
		RCR(-5,5)	ECAR(-5,5)	VCAR(-5,5)	RCR(-5,5)	ECAR(-5,5)	VCAR(-5,5)
截距	?	-0.467** (2.31)	-0.273 (1.35)	-0.313 (1.54)	-0.512** (2.49)	-0.322 (1.56)	-0.361* (1.75)
JudiDep	+	0.046** (2.30)	0.044** (2.19)	0.044** (2.20)	0.054** (2.29)	0.052** (2.19)	0.052** (2.20)
LCourt	+				0.015 (0.73)	0.018 (0.85)	0.017 (0.83)
LocalGov	+				-0.039* (1.73)	-0.042* (1.83)	-0.041* (1.82)
CenGov	+				-0.027 (0.90)	-0.030 (0.98)	-0.030 (0.97)
LegIndex	-	-0.009 (1.23)	-0.008 (1.15)	-0.008 (1.16)	-0.010 (1.29)	-0.010 (1.24)	-0.010 (1.25)

(续表)

自变量 及参数	预测 符号	因变量					
		RCR(-5,5)	ECAR(-5,5)	VCAR(-5,5)	RCR(-5,5)	ECAR(-5,5)	VCAR(-5,5)
SUSP_A	+	-0.012 (0.43)	-0.002 (0.09)	-0.003 (0.13)	-0.010 (0.39)	-0.001 (0.04)	-0.002 (0.08)
SUSP_B	+	-0.007 (0.27)	0.002 (0.09)	0.001 (0.05)	-0.008 (0.30)	0.001 (0.03)	-0.000 (0.01)
SUSP_C	+	0.012 (0.33)	0.022 (0.62)	0.021 (0.59)	0.017 (0.48)	0.027 (0.77)	0.026 (0.74)
TOP1	+	-0.009 (0.17)	0.001 (0.01)	-0.001 (0.01)	0.008 (0.16)	0.019 (0.36)	0.017 (0.34)
SIZE	+	0.014 (1.40)	0.014 (1.38)	0.014 (1.38)	0.017 (1.65)	0.017 (1.64)	0.017 (1.65)
LOSS	-	-0.113*** (6.09)	-0.124*** (6.63)	-0.122*** (6.58)	-0.118*** (6.28)	-0.129*** (6.84)	-0.127*** (6.79)
DR	-	-0.005 (0.74)	-0.002 (0.35)	-0.002 (0.39)	-0.005 (0.80)	-0.003 (0.42)	-0.003 (0.46)
行业哑变量	?	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数		141	141	141	141	141	141
模型 F 值		5.22	5.63	5.59	4.49	4.87	4.84
Adj-R ²		0.28	0.30	0.30	0.29	0.31	0.30

注:括号内为 t 值的绝对值, *、** 和 *** 分别表示在 0.10、0.05 和 0.01 以下水平统计显著。

(四) 稳健性分析

我们对表 3、表 4 和表 5 的结果进行了一系列稳健性分析,以考察研究结论的稳健性。在稳健性分析中,采用的是包含所有控制变量的检验模型。稳健性分析内容和结果汇总在表 6 中,但为了简洁起见,未报告各控制变量的结果。下面依次介绍稳健性分析结果。

(1) 分别对存在虚假陈述和有虚假陈述嫌疑的公司进行检验。结果显示,对存在虚假陈述的公司单独回归时, JudiDep 都与因变量正相关且 t 值都超过 1.00。虽然大部分情况下在统计上不显著,但 JudiDep 与因变量的正相关关系仍然存在,而结果不显著可能是因为样本量仅有 19 个,使得变量的估计结果有偏。在对虚假陈述嫌疑公司单独回归时, JudiDep 都与因变量正相关且都在 0.10 以下水平统计显著。

(2) 找出和样本公司相同注册省份、相同行业并且规模最为接近的配对公司,采用这些配对公司在“1/15 通知”颁布日前后的累计股票收益率调整后的样本公司累计异常股票收益率衡量市场反应。结果显示,在以事件日前后 1 或 2 个交易日的市场反应做因变量时, JudiDep 与因变量正相关但不显著;在以事件日前后 5 个交易日的市场反应做因变量时, JudiDep 与因变量显著正相关。这可能是因为投资者对样本公司和配对公司的差异有一个逐步识别的过程,也可能是因为配对公司在事件日附近发生的某些重要事项引起因变量计算的噪音。

(3) 考虑直辖市中级人民法院的特殊性,将注册于上海、北京、天津、重

表 6 各稳健性分析中检测变量的回归结果

稳健性分析序号和内容	因变量									
	RCR(-1,1)	ECAR(-1,1)	VCAR(-1,1)	RCR(-2,2)	ECAR(-2,2)	VCAR(-2,2)	RCR(-5,5)	ECAR(-5,5)	VCAR(-5,5)	VCAR(-5,5)
1 虚假陈述公司 (N=19)	0.050 (1.08)	0.047 (0.99)	0.048 (1.01)	0.149 (1.84)	0.137 (1.52)	0.139 (1.55)	0.203* (1.96)	0.194 (1.64)	0.195 (1.68)	0.195 (1.68)
虚假陈述嫌疑公司 (N=117)	0.027** (2.32)	0.026** (2.16)	0.026** (2.18)	0.032** (2.16)	0.031** (2.12)	0.031** (2.13)	0.041* (1.67)	0.044* (1.80)	0.044* (1.79)	0.044* (1.79)
2 配对样本调整收益 (N=136)	0.015 (0.95)	0.013 (0.83)	0.013 (0.85)	0.017 (0.81)	0.017 (0.81)	0.017 (0.82)	0.064* (1.96)	0.067** (2.06)	0.067** (2.05)	0.067** (2.05)
3 剔除直辖市公司 (N=118)	0.031** (2.58)	0.028** (2.30)	0.028** (2.34)	0.038** (2.41)	0.037** (2.30)	0.037** (2.31)	0.058** (2.23)	0.059** (2.27)	0.059** (2.27)	0.059** (2.27)
4 上级政府控制变量 (N=141)	0.019 (1.37)	0.015 (1.10)	0.016 (1.14)	0.023 (1.32)	0.021 (1.20)	0.021 (1.21)	0.055* (1.89)	0.055* (1.90)	0.055* (1.91)	0.055* (1.91)
下级政府控制变量 (N=141)	0.030** (2.49)	0.029** (2.47)	0.029** (2.47)	0.037** (2.43)	0.036** (2.37)	0.036** (2.38)	0.048* (1.90)	0.046* (1.81)	0.046* (1.82)	0.046* (1.82)
5 JudiDep×LegIndex (N=141)	-0.016* (1.73)	-0.015 (1.65)	-0.015* (1.66)	-0.002 (0.17)	-0.002 (0.15)	-0.002 (0.15)	-0.017 (0.89)	-0.017 (0.90)	-0.017 (0.90)	-0.017 (0.90)
6 事件前后交易日期 (N=141)	0.054** (2.46)	0.052** (2.42)	0.052** (2.41)	0.038* (1.87)	0.034* (1.67)	0.035* (1.72)	0.056** (2.17)	0.052** (2.01)	0.053** (2.06)	0.053** (2.06)

注：N 为样本数，回归系数下方括号内为 t 值的绝对值，*、** 和 *** 分别表示在 0.10、0.05 和 0.01 以下水平统计显著。为了简洁，表中仅给出了检验模型中 JudiDep (稳健性分析 1、2、3、4、6) 或 JudiDep×LegIndex (稳健性分析 5) 上的回归分析结果，而未报告各控制变量上的结果。

庆的样本公司剔除。结果显示, JudiDep 与因变量都显著正相关。

(4) 在模型中增加一个控制变量, 代表“公司最终控制人为地方政府并且这一地方政府是管辖法院的上级政府”或“公司最终控制人为地方政府并且这一地方政府是管辖法院的下级政府”的哑变量。未同时加入这两个变量是因为避免共线性问题。结果显示, 在加入前一个控制变量时, JudiDep 与部分因变量的正相关关系不显著, 而在加入后一个控制变量时, 其与所有因变量显著正相关。两种情况下的结果差异意味着, 管辖法院的下级政府相对管辖法院的上级政府来说更可能对司法独立性有一定负面影响。这可能与管辖法院通常和其下级政府在同一城市而可能受其影响有关。

(5) 在检验模型中加入 JudiDep 与 LegIndex 的交叉项 $JudiDep \times LegIndex$, 以检测地区法治环境的改善是否有助于减轻司法不独立对投资者保护法律实施的负面影响。如果能够减轻这一负面影响的话, $JudiDep \times LegIndex$ 应当与因变量显著负相关。结果显示, $JudiDep \times LegIndex$ 与因变量都负相关, 但仅在事件日前后 1 个交易日的市场反应检验中在 0.10 附近统计显著。这说明, 总体上, 地区法治环境的改善仅能微弱地降低司法不独立对投资者保护法律实施的负面影响, 增强样本公司的赔偿效应。

(6) 对“1/15 通知”颁布日前后各 10、15、30 个交易日的市场反应进行检验。结果显示, JudiDep 与因变量都显著正相关。这说明研究结果受事件日附近时间窗口长短的选择影响较小。

综上, 表 6 的结果显示, 虽然在部分稳健性分析中, 检测变量 JudiDep 的结果变弱甚至不显著, 但在所有情况下 JudiDep 都与因变量正相关, 并且在多数情况下 JudiDep 与因变量显著正相关。这说明本文的研究结论具有良好的稳健性。

五、研究结论和启示

近年来, 大量文献强调了投资者法律保护对公司治理和金融市场发展的重要性, 但少有研究考察投资者法律保护受什么因素影响。给定投资者法律保护是重要的, 那么更进一步的问题是, 哪些因素影响到一国的投资者法律保护程度? 本文利用 2002 年 1 月 15 日最高人民法院颁布《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》这一事件, 以那些存在虚假陈述或有虚假陈述嫌疑的上市公司为样本, 采用事件研究法, 实证考察了司法独立性对投资者保护法律实施的影响。由于当公司最终控制人为地方政府并且这一地方政府是公司虚假陈述案件管辖法院的本地同级政府时, 法院的司法独立性容易受到影响, 我们据此将样本公司分为司法相对独立和相对不独立的两组公司。我们发现, 在“1/15 通知”颁布日前后几个交易日内, 样本公司的市场反应显著为负, 这意味着投资者预期“1/15 通知”的颁

布将导致这些公司产生或有赔偿义务；并且，与“司法相对独立组”公司相比，“司法相对不独立组”公司的负向市场反应程度更弱。研究结果表明，投资者倾向于认为，“1/15 通知”及与其相关的民事诉讼法律能够得到一定程度的实施，但地方政府对当地法院的影响降低了这些投资者保护法律得到实施的可能性。

本文的研究结果不仅增进了国际和国内“投资者法律保护与公司治理”研究领域的文献积累，同时也对如何加强和改进中国股票市场的投资者法律保护提供了启发。本文的理论启示是，在以往文献所强调的法律渊源因素以外，内生于政治和司法制度因素的司法独立性也是影响转型经济国家投资者法律保护的重要因素。本文的政策启示是，加强投资者法律保护，不仅需要关注立法层面，更需要关注司法层面，尤其是地方政府对当地法院的影响。从中国股票市场来看，未来需要应对的挑战是如何实现从行政治理向正式的法律治理的转型，解决“全国性股票市场却地方化司法”的问题。在司法体制短期内难以做出重大改革的情况下，有关决策部门或可考虑在全国范围内设立一些独立于地方政府的证券特别法庭以专门受理、审判和执行证券民事诉讼案件。

附 表

变量 Pearson 相关系数

	RCR (-1,1)	ECAR (-1,1)	VCAR (-1,1)	RCR (-2,2)	ECAR (-2,2)	VCAR (-2,2)	RCR (-5,5)	ECAR (-5,5)	VCAR (-5,5)
ECAR(-1,1)	0.994 0.000	1.000							
VCAR(-1,1)	0.995 0.000	1.000 0.000	1.000						
RCR(-2,2)	0.752 0.000	0.747 0.000	0.748 0.000	1.000					
ECAR(-2,2)	0.753 0.000	0.752 0.000	0.753 0.000	0.998 0.000	1.000				
VCAR(-2,2)	0.753 0.000	0.752 0.000	0.752 0.000	0.998 0.000	1.000 0.000	1.000			
RCR(-5,5)	0.490 0.000	0.495 0.000	0.494 0.000	0.757 0.000	0.758 0.000	0.758 0.000	1.000		
ECAR(-5,5)	0.489 0.000	0.490 0.000	0.490 0.000	0.765 0.000	0.766 0.000	0.766 0.000	0.988 0.000	1.000	
VCAR(-5,5)	0.490 0.000	0.491 0.000	0.491 0.000	0.765 0.000	0.766 0.000	0.766 0.000	0.990 0.000	1.000 0.000	1.000
JudiDep	0.181 0.032	0.176 0.037	0.177 0.036	0.136 0.108	0.137 0.106	0.137 0.106	0.104 0.220	0.091 0.284	0.093 0.275
LCourt	-0.080 0.344	-0.072 0.396	-0.073 0.388	-0.025 0.765	-0.016 0.851	-0.017 0.842	0.012 0.890	0.022 0.793	0.021 0.803
LocalGov	0.184 0.029	0.192 0.022	0.191 0.023	0.075 0.377	0.083 0.328	0.082 0.333	0.047 0.582	0.043 0.610	0.044 0.606

(续表)

	RCR (-1,1)	ECAR (-1,1)	VCAR (-1,1)	RCR (-2,2)	ECAR (-2,2)	VCAR (-2,2)	RCR (-5,5)	ECAR (-5,5)	VCAR (-5,5)
CenGov	-0.091	-0.094	-0.094	-0.027	-0.026	-0.026	0.009	0.011	0.011
	0.283	0.266	0.268	0.752	0.764	0.764	0.916	0.894	0.895
LegIndex	-0.168	-0.172	-0.172	-0.170	-0.170	-0.170	-0.159	-0.146	-0.148
	0.046	0.042	0.042	0.044	0.044	0.044	0.060	0.083	0.080
SUSP_A	0.038	0.033	0.033	-0.012	-0.010	-0.010	-0.042	-0.034	-0.035
	0.655	0.700	0.695	0.886	0.904	0.903	0.622	0.694	0.684
SUSP_B	-0.030	-0.037	-0.036	0.022	0.024	0.024	0.018	0.032	0.030
	0.726	0.664	0.671	0.799	0.776	0.777	0.832	0.711	0.721
SUSP_C	0.104	0.133	0.129	0.043	0.051	0.050	0.034	0.033	0.033
	0.219	0.116	0.126	0.616	0.546	0.556	0.687	0.698	0.699
TOP1	0.226	0.220	0.221	0.210	0.210	0.210	0.088	0.102	0.101
	0.007	0.009	0.009	0.013	0.013	0.013	0.300	0.227	0.235
SIZE	0.197	0.204	0.203	0.162	0.173	0.172	0.245	0.248	0.248
	0.019	0.015	0.016	0.054	0.040	0.042	0.004	0.003	0.003
LOSS	-0.165	-0.151	-0.153	-0.333	-0.325	-0.326	-0.525	-0.549	-0.547
	0.050	0.075	0.071	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
DR	-0.288	-0.289	-0.289	-0.221	-0.219	-0.219	-0.262	-0.240	-0.242
	0.001	0.001	0.001	0.009	0.009	0.009	0.002	0.004	0.004

注:样本公司数为141,每个变量包括两行数值,上行为Pearson相关系数,下行为P值。

变量 Pearson 相关系数(续)

	JudiDep	LCourt	LocalGov	CenGov	LegIndex	SUSP_A	SUSP_B	SUSP_C	TOP1	SIZE	LOSS
LCourt	0.331	1.000									
	0.000										
LocalGov	0.407	0.020	1.000								
	0.000	0.817									
CenGov	-0.231	0.130	-0.566	1.000							
	0.006	0.125	0.000								
LegIndex	0.060	0.321	-0.132	0.250	1.000						
	0.479	0.000	0.118	0.003							
SUSP_A	-0.002	-0.097	-0.058	0.143	0.045	1.000					
	0.982	0.253	0.497	0.091	0.593						
SUSP_B	0.057	0.260	0.098	-0.154	0.178	-0.623	1.000				
	0.499	0.002	0.248	0.069	0.035	0.000					
SUSP_C	-0.041	-0.060	0.054	-0.014	-0.230	-0.215	-0.295	1.000			
	0.630	0.476	0.526	0.870	0.006	0.011	0.000				
TOP1	0.051	0.019	0.191	0.084	-0.055	0.160	-0.085	-0.056	1.000		
	0.552	0.825	0.023	0.325	0.520	0.058	0.317	0.508			
SIZE	0.055	0.047	0.143	0.170	0.115	0.147	-0.039	-0.035	0.315	1.000	
	0.514	0.583	0.090	0.044	0.174	0.083	0.650	0.682	0.000		
LOSS	0.095	0.089	-0.064	-0.114	0.114	0.054	-0.097	0.092	-0.097	-0.219	1.000
	0.262	0.292	0.452	0.179	0.178	0.527	0.251	0.278	0.254	0.009	

(续表)

	JudiDep	LCourt	LocalGov	CenGov	LegIndex	SUSP_A	SUSP_B	SUSP_C	TOPI	SIZE	LOSS
DR	0.020	0.150	-0.063	-0.094	0.170	-0.092	0.115	-0.065	-0.173	-0.415	0.306
	0.813	0.077	0.455	0.269	0.044	0.278	0.173	0.446	0.040	0.000	0.000

注：样本公司数为 141，每个变量包括两行数值，上行为 Pearson 相关系数，下行为 P 值。

参 考 文 献

- [1] Ali, A., and L. Hwang, "Country-specific Factors Related to Financial Reporting and Value Relevance of Accounting Data", *Journal of Accounting Research*, 2000, 38(1), 1—21.
- [2] Cao, Y., Y. Qian, and B. Weingast, "From Federalism, Chinese Style, to Privatization, Chinese Style", *Economics of Transition*, 1999, 7(1), 103—131.
- [3] 陈志武, "司法独立、判例法与股东权益保护", 《南方周末》, 2003 年 2 月 27 日。
- [4] Choi, J., and T. Wong, "Auditors' Governance Functions and Legal Environments: An International Investigation", *Contemporary Accounting Research*, 2007, 24(1), 13—46.
- [5] Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 2002, 57(6), 2379—2408.
- [6] Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1—2), 81—112.
- [7] Clarke, D., P. Murrell, and S. Whiting, "The Role of Law in China's Economic Development", Working Paper, The George Washington University, 2006.
- [8] DeFond, M., and M. Hung, "Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover", *Journal of Accounting Research*, 2004, 42(2), 269—312.
- [9] DeFond, M., M. Hung, and R. Trezevant, "Investor Protection and the Information Content of Annual Earnings Announcements: International Evidence", *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 43(1), 37—67.
- [10] 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报告(2001 年)》。北京: 经济科学出版社, 2003 年。
- [11] 方军雄, "市场化进程与资本配置效率的改善", 《经济研究》, 2006 年第 5 期, 第 50—60 页。
- [12] Firth, M., O. Rui, and W. Wu, "Corporate Litigation in China", Working Paper, The Chinese University of Hong Kong, 2007.
- [13] Gong, T., "Dependent Judiciary and Unaccountable Judges: Judicial Corruption in Contemporary China", *China Review*, 2004, 4(2), 33—54.
- [14] Haw, I., B. Hu, L. Hwang, and W. Wu, "Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions", *Journal of Accounting Research*, 2004, 42(2), 423—462.
- [15] 贺卫方, "中国的法院改革与司法独立——一个参与者的观察与反思", 《浙江社会科学》, 2003 年第 2 期。
- [16] 胡舒立, "中共十七大之公众期待", 《财经》, 2007 年 10 月 15 日。
- [17] Hung, M., "Accounting Standards and Value Relevance of Financial Statements: An International Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 30(3), 401—420.
- [18] Kumar, K., R. Rajan, and L. Zingales, "What Determines Firm Size?" NBER Working Paper No. 7208, 1999.

- [19] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, 1999, 54(2), 471—517.
- [20] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "The Economic Consequences of Legal Origins", *Journal of Economic Literature*, 2008, 46(2), 285—332.
- [21] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, C. Pop-Eleches, and A. Shleifer, "Judicial Checks and Balances", *Journal of Political Economy*, 2004, 112(2), 445—470.
- [22] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 1997, 52(3), 1131—1150.
- [23] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6), 1113—1155.
- [24] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 2000a, 58(1), 3—27.
- [25] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, 2000b, 55(1), 1—33.
- [26] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, 2002, 57(3), 1147—1170.
- [27] Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki, "Investor Protection and Earnings Management: International Investigation", *Journal of Financial Economics*, 2003, 69(3), 505—527.
- [28] 刘鸿儒等,《探索中国资本市场发展之路——理论创新推动制度创新》。北京:中国金融出版社, 2003年。
- [29] Lubman, S., *Bird in a Cage: Legal Reform in China after Mao*. Stanford, California: Stanford University Press, 1999.
- [30] MacNeil, I., "Adaptation and Convergence in Corporate Governance: The Case of Chinese Listed Companies", *Journal of Corporate Law Studies*, 2002, 2(2), 289—344.
- [31] Nenova, T., "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis", *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(3), 325—351.
- [32] Pistor, K., M. Raiser, and S. Gelfer, "Law and Finance in Transition Economies", *Economics of Transition*, 2000, 8(2), 325—368.
- [33] Pistor, K., and C. Xu, "Governing Stock Markets in Transition Economies: Lessons from China", *American Review of Law and Economics*, 2005a, 7(1), 184—210.
- [34] Pistor, K., and C. Xu, "Governing Emerging Stock Markets: Legal vs Administrative Governance", *Corporate Governance: An International Review*, 2005b, 13(1), 5—10.
- [35] Poncet, S., "A Fragmented China: Measure and Determinants of China's Domestic Market Disintegration", *Review of International Economics*, 2005, 13(3), 409—430.
- [36] Potter, P., "The Chinese Legal System: Continuing Commitment to the Primacy of State Power", *The China Quarterly*, 1999, 159, 673—683.
- [37] Qian, Y., and B. Weingast, "China's Transition to Markets: Market-Preserving Federalism, Chinese Style", *Journal of Policy Reform*, 1996, 1(2), 149—185.
- [38] 沈艺峰、许年行、杨熠, "我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验", 《经济研究》, 2004年第9期, 第90—100页。
- [39] 孙铮、刘凤委、李增泉, "市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据", 《经济研究》, 2005年第5期, 第52—63页。

- [40] Wang Q., T. Wong, and L. Xia, "State Ownership, the Institutional Environment, and Auditor Choice: Evidence from China", *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 46(1), 112—134.
- [41] 王永钦、张晏、章元、陈钊、陆铭, "中国的大国发展道路——论分权式改革的得失", 《经济研究》, 2007 年第 1 期, 第 4—16 页。
- [42] Wurgler, J., "Financial Markets and the Allocation of Capital", *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1—2), 187—214.
- [43] 夏立军、陈信元, "市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定", 《经济研究》, 2007 年第 7 期, 第 82—97 页。
- [44] 夏立军、方轶强, "政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据", 《经济研究》, 2005 年第 5 期, 第 44—51 页。
- [45] 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 年 12 月 9 日。
- [46] 宣伟华, "为什么中国的证券民事赔偿总是美丽的昙花一现", 2006 年 11 月 8 日, <http://xuanweihua.blog.sohu.com>。
- [47] 曾庆生、陈信元, "国家控股、超额雇员与劳动力成本", 《经济研究》, 2006 年第 5 期, 第 74—87 页。
- [48] Zingales, L., "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange", *Review of Financial Studies*, 1994, 7(1), 125—148.

Judiciary Independence and The Enforcement of Investor Protection Laws: Market Responses to the "1/15" Notice of the Supreme People's Court of China

XINYUAN CHEN

(*Shanghai University of Finance and Economics*)

MOCHOU LI

(*The Chinese University of Hong Kong*)

OLIVER M. RUI

(*The Chinese University of Hong Kong*)

LIJUN XIA

(*Shanghai University of Finance and Economics*)

Abstract Taking advantage of the issuance of the "Notice of the Supreme People's Court on the Relevant Issues Concerning the Acceptance of Cases of Disputes over Civil Torts Arising from False Statements in the Securities Market" (Hereafter "1/15 Notice") in China on January 15, 2002, this paper investigates the effects of judiciary independence on the enforcement of investor protection laws. The sample is comprised of listed firms engaged in actual or

suspected false statements. We classify the firms into higher judiciary independence group and lower judiciary independence group depending on where their headquarters are located. We find that around the issuance of the “1/15 Notice”, the stock price response of the sample firms is significantly negative; moreover, compared with the firms in the higher judiciary independence group, those in the lower judiciary independence group have less negative stock price response. The results indicate that investors tend to believe that “1/15 Notice” and its related investor protection laws are likely to be enforced to some extent, but the potential influence of local governments on local courts lowers the probability of the enforcement.

JEL Classification K22, K42, G38