

证券案例：用事件研究法为虚假陈述“量刑” PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/42/2021\\_2022\\_\\_E8\\_AF\\_81\\_E5\\_88\\_B8\\_E6\\_A1\\_88\\_E4\\_c33\\_42483.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/42/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E6_A1_88_E4_c33_42483.htm) 被著名经济学家保罗萨缪尔森誉为社会科学珠冠的金融经济学不仅深化了人们对资本市场的理性认识，而且某些成熟的方法还被广泛地实际运用于相关领域。其中，最为成功例子是学术界广泛运用的事件研究法（EventStudy），被美国高等法院接受作为在内幕交易中重大性原则的专业性判断标准，并作为审理证券欺诈案件时确定受偿水平的参照方法。这一事实上的默认始于1988年Basic, Incorporated对Levinson一案的审理。对于适用判例法的美国司法制度，该案件的判决结果就成为类似诉讼最强有力的求偿依据。根据最高人民法院2001年1月15日下发的《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》，预计针对大庆联谊(相关,行情)的诉讼审理和判决结果将会被视为中、小投资者权益是否真正得到维护的一个重要“试金石”。但是不可否认，对虚假陈述诉讼案件的审理也将面临较为复杂的技术性难关，如受损害程度的确定、责任承担者的界定、各方的举证责任等等。其中，最令人关注的问题将是受偿标准的公允确定，这是控辩双方维护自身利益的一个基础性问题。结合《通知》的精神和我国证券市场的实际情况，下面本文将以大庆联谊的虚假信息陈述行为为例，运用事件研究法对受偿标准确定的有关技术性问题进行讨论，并给出相应的计算结果以供参考。计算程序分析 经过学者们数十年的努力，事件研究法已逐渐在学术领域成为研究股价变化与信息披露之间存在的关系的一个成熟方

法，该方法的核心就在于计算代表市场反应的超额收益。以下就以大庆联谊为例，来构造事件研究法所需的参数，同时也对事件研究法的计算过程进行分析说明。确定事件发生的时点 事件研究法的一个首要步骤是确定事件和事件发生的日期，也就是虚假信息开始干扰价格形成机制的时点。对于一段时期而言，可能有多次信息虚假陈述的行为，那么就需要分别确定各次虚假信息披露时价格产生的扰动。在确定了事件发生的时间以后，计算程序还要求找到一个该虚假信息被揭露的时点，这样，事件的发生日期和被揭露的日期就构成了一个被称为“事件窗”的计算时区。在“事件窗”内，虚假信息对投资者的决策行为产生了误导，相对于内幕信息的获得者来说，其他投资者处于一个信息劣势的极端地位。而一旦该虚假行为被揭露以后，价格就会立即将这一新的信息变化反应出来，那么理论上投资者的决策行为将不会再受到虚假信息的影响。此时投资者对该公司股票买入和卖出的选择将在新的信息环境下产生，虚假信息的作用时间已经结束。对于目前的现实情况来看，《通知》中诉讼前置程序正好为事件结束日的确定提供了较为客观的标准。将证监会作出处罚的日期作为“事件窗”的右端点可能引起的争议在于，当虚假陈述的行为揭露以后，公司的股价往往产生较大的波动，由于受偿标准的确定在某种程度上受到“事件窗”长度的影响。有可能对投资者受损害的程度有较大的估计偏差。但是在实际计算中发现，公司的虚假陈述行为往往在证监会作出处罚之前已开始被市场所察觉，在调查的过程中，该信息已几乎被市场消化殆尽，所以将证监会作出处罚的日期作为“事件窗”的结束不存在较大程度的低估投资者损失的可

能。另一个选择是将上诉日作为 " 事件窗 " 的结束，但当造假行为一旦为市场所知以后，虚假信息的作用时间也就结束了，如果为了避免更大的损失（在投资者看来），此时尽可以选择全部抛出所持股票。所以说将证监会作出处罚公告的时间作为 " 事件窗 " 的结束比选择上诉日更有说服力。根据中国证监会2000年3月31日公布的 " 关于大庆联谊石化股份有限公司违反证券法规行为的处罚决定 "，该公司主要有两个违规事实，欺诈上市和对1997年报有关问题的虚假陈述。根据上述分析，就可以得到二个 " 事件窗 "，分别是欺诈上市（1997 / 0523 - 2000 / 03 / 31）和虚假陈述（1998 / 0323 - 2000 / 03 / 31），" 事件窗 " 的左端点为虚假信息向市场传递的时点。由于二个 " 事件窗 " 有重叠的部分，应以较长的（1997 / 0523 - 2000 / 03 / 31）作为最终的计算窗。由于我国证券市场的交易规则不允许 " 买空 " 操作，客观上只有实际进行了该证券的买卖活动才会产生损失，这里并不能考虑 " 未买 " 行为产生的机会成本。对于特定投资者而言，其 " 事件窗 " 的计算则为其买入和卖出的时期，但该时期必需为总 " 事件窗 "（1997 / 0523 - 2000 / 03 / 31）的子集。即凡是在该时期内持有该公司股票的投资者都将根据在此期间内的买入或卖出该公司股票的行为而有不同的计算 " 事件窗 "。平均收益的计算确定了总 " 事件窗 " 以后，并不意味着在整个 " 事件窗 " 内由于股票价格变化给投资者造成的损失都可以向虚假信息的行为人求偿。这个总的价格变化还需要扣除由于市场平均风险而给公司股票价格带来的损失才是由于虚假陈述行为给投资者带来的损失。我们称这部分需要剔除的因素为市场平均收益。因此，市场平均收益的计算就成为准确

确定受偿水平的一个关键性因素。实际上，这也是事件研究法的一个核心的步骤。在学术领域，计算市场平均收益的方法很多，学者们对各种方法的有效性也存在着很多分歧，幸运的是，虽然从理论很难分辨这些方法的优劣，却可以从历史数据中对各种方法进行模拟比较。较为被广泛接受的观点是，简单的模型有时并不比复杂的模型表现得差。其中，运用较广泛的有三种方法，分别是市场调整模型、均值调整模型和市场模型。而且为了排除非同步交易的干扰，在市场模型上，学者们作出了进一步的改进。为了比较几种方法的结果，以下将分别采用三种方法来计算市场平均收益。

(1) 均值调整收益 (Mean Adjusted Returns) 均值调整收益模型假定某种证券*i*的事前期望收益会等于一个常量，该常量在各个证券之间是不同的：证券*i*在时期内的预期事后收益等于 $K_i$ 。非正常收益就等于观察到的收益与预期收益之间的差额。

(2) 市场调整收益 (Market Adjusted Returns) 该模型假定公司间的事前预期收益是相等的，但对特定的证券则不一定是恒定的。因为风险资本的市场组合是所有证券的线性复合，该方法显然具有较强的时序性方面的特征。

(3) 市场和风险调整收益 (Market and Risk Adjusted Returns) 这就是人们所熟悉的市場模型。从以上三种正常收益的确定方法来看，均值调整收益对特定证券的历史信息赋予了较大的权重，在该证券的变动与市场总体的变动关联性不大的情况下，由均值调整收益模型来计算非正常收益可能比较合适。相反，如果特定证券的价格反应模式与市场组合的反应模式具有很高相关程度的情况下，市场调整收益模型可能对于事件的价格反应更为敏感。

"估计窗"的确定在市场平均收益的计算过程

中，还需要确定的另一参数是计算市场平均收益所依据的期间，也称为“估计窗”的选取。一般而言，“估计窗”往往以事件自发生前的一段时期来主观确定，这同时也是学术研究中讨论较多的一个问题，由于“估计窗”的长度和选取时段都是主观确定的，对结果产生的最终影响也较难预料。这是本方法最大的一个局限性，但是在实际运用中可以通过由专业机构来提出公认的标准来解决。然而，“估计窗”的确定原则是尽量找到能够刻画市场平均收益的最佳期间，也就是，用“估计窗”得到的参数可以“最佳”地预计，假如不存在该事件的情况下，公司的价格表现该是怎样的。具体到虚假陈述的行为表现形式看，可能存在如大庆联谊的情况，公司在上市之初就发生欺诈的行为，所以不能得到事件发生前的“估计期”。所以在此考虑选用“事件窗”之后的某一个时段来作为“估计期”。在证监会作出处罚决定以后，虚假信息的干扰作用将会逐渐降低其影响价格的能力，经过一段时间的纠正以后，可以认为公司的风险和收益又达到了一个平衡的状态，此时可以设定一个时区来作为市场平均收益的计算期间，同时用于排除虚假信息的影响。至于“估计期”的长短则需要依靠经验来确定，一般用100 - 200个交易日的居多，太短则对参数的估计有较大影响，太长又可能发生多个事件的交叉重叠而不能得到良好的计算效果。在此，采用证监会对大庆联谊的处罚公告公布后100个交易日作为“估计窗”。计算超额收益（损失）率在确定并计算得出了以上参数以后，就可以根据（实际收益率 - 市场平均收益率 = 超额收益率）的公式进行计算。然后根据不同投资者所涉及的“事件窗”将超额收益率进行累加，累加的结果与买入的金

额相乘则可得到确定投资者受偿程度的一个参考标准。

100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问

[www.100test.com](http://www.100test.com)