

证监会随机抽查能提高资本市场信息效率吗?^{*}

——基于“双随机、一公开”的准自然实验

• 武 龙¹ 周 杨² 杨 柳³

(1 河南大学工商管理研究所 开封 475004; 2, 3 河南大学商学院 开封 475004)

【摘 要】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 DID 模型实证检验了证监会随机抽查对资本市场信息效率的影响。研究表明,证监会随机抽查能够显著降低股价同步性,提高资本市场信息效率。一系列的稳健性检验仍然支持这一结论。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,直接或间接提高资本市场信息效率。进一步分析发现,证监会随机抽查对股价同步性的降低作用在具有辖区实施方案、不放回抽样、低市场化程度地区、营商环境较差地区以及非国有企业中更显著。结论为政府监管行为能够提高资本市场信息效率提供了新的证据,为证监会随机抽查制度的进一步推行提供了政策启示。

【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

中图分类号:F275

文献标识码:A

1. 引言

资本市场信息效率是指股价反映企业真实信息的能力(黄俊和郭照蕊,2014),它通过股票价格的信号机制引导资源配置和投资决策(Durnev et al., 2003),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。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(Morck et al., 2000; 朱杰, 2019),表明个体公司特质信息未能在股票价格中得到充分反映,资本市场信息效率迫切需要得到提升。因此,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关注的焦点问题。

^{*} 基金项目:国家社会科学基金“银行驱动下的我国企业信贷留存行为及其治理研究”(项目批准号:21BGL099)。

通讯作者:杨柳, E-mail: 10090092@henu.edu.cn。

强有力的政府监管是应对市场中不端行为的重要机制（褚剑和方军雄，2021），但政府监管行为对资本市场有效性的影响并未得到一致结论（陈工孟和高宁，2005；La Porta et al.，2006；顾小龙等，2016）。2016 年，市场监管总局、证监会联合推出了随机抽查制度，是对现有监管方式的有效补充。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，因此，本文基于证监会“双随机、一公开”的抽查制度准自然实验，构建了多期 DID 模型验证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。

本文的创新点和贡献在于：

第一，从新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（黄俊和郭照蕊，2014；伊志宏等，2019）、公司治理（周林洁，2014）、投资者保护（袁媛等，2019）等角度对资本市场信息效率展开研究，本文与以往文献不同的是，从证监会随机抽查这一制度入手，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，拓宽了证监会随机抽查经济后果的考察。现有研究主要集中讨论以处罚公告为主的处罚性监管（刘星和陈西婵，2018）和以问询函为主的非处罚性监管（陈运森等，2019），而对证监会随机抽查制度的研究较少，仅有文献从行政审计监管（汶海等，2020）、会计信息质量（刘瑶瑶等，2021）、交易所问询函及审计费用（刘金洋和沈彦杰，2021）、上市公司规范运作（滕飞等，2022）等视角进行了研究，尚未有文献探讨证监会随机抽查上市公司对资本市场的影响，本文证实了证监会随机抽查对资本市场产生的监管溢出效应，同时丰富了政府监管的相关研究。

第三，研究结论具有一定的实践意义。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，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有辖区实施方案、不放回抽样、低市场化程度地区、营商环境较差地区和非国有企业中更显著，这对监管部门继续推行和完善“双随机、一公开”制度提供了重要的政策启示。

2. 制度背景、文献回顾与研究假设

2.1 证监会随机抽查制度背景

为创新监管方式，规范市场执法行为，2015 年 8 月，国务院办公厅发布《关于推广随机抽查规范事中事后监管的通知》，要求全面实行“双随机、一公开”的监管制度，证监会积极落实该通知，于同年 10 月制定并发布《中国证监会随机抽查事项清单》（以下简称《清单》），规定了抽查内容、比例及频次等相关事项。证监会随机抽查制度从 2016 年起正式实施，并于 2021 年 1 月对《清单》进行了首次修改，如抽查对象除了以往的上市公司、证券公司、会计师事务所等以外，新增了首发企业和律师事务所；抽查比例由原来的 5% 改成 2% 等。“双随机、一公开”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。

随机抽查制度遵循“双随机、一公开”的原则，由证监会下属 36 个证监局通过摇号或机选等方式，随机抽取检查对象，随机抽取检查人员，以查阅资料、谈话询问、实地考察等方式对被抽中对象的信息披露、公司治理等进行全面或专项检查，并及时向社会公开，接受社会监督。具体而言，对于抽查范围，北京、深圳、大连等证监局要求抽取总样本中剔除近 3 年进行过现场检查的公司，新疆、贵州等证监局分别规定剔除最近 2 年、上一年接受过现场检查的特定对象，还有部分证监局未明确说明。对于检查内容，涉及信息披露的真实准确性、公司治理的合规性、会计核算、控股股东行使股东权利的规范性等多个方面。检查结果包括信息披露不完整或不准确、未及时披露重大事项、存在关联交易等多种问题，证监局采取一系列措施如责令改正、出具警示函、行政处罚或监管谈话等，并要求公司在规定的期限内向证监局报送书面整改报告，严重者还将立案调查或移交司法机关依法处理。检查结果同时记录在国家企业信用信息公示系统中，通过建立统一的社会监管信息平台 and 健全企业诚信档案以提高市场监管执法效率。

证监会随机抽查作为事前监管制度，不同于事中事后监管机制，能在上市公司出现违法违规行为前及时发现问题，从源头有效约束上市公司行为，对规范市场主体产生有效震慑力，起到较好的预防作用。2016—2020 年，证监会共随机抽查了 885 家上市公司，具体如表 1 所示。证监会随机抽查的上市公司涉及制造业、建筑业、批发和零售业等多个行业以及福建、贵州、甘肃等各个省份，抽查覆盖范围十分广泛，抽查数量也在逐年递增，表明每个上市公司都有被随机抽中的可能性以及证监会随机抽查制度的随机性特征。

表 1 证监会随机抽取上市公司的数量分布

A. 分年度统计						
年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	合计
随机抽查数	152	164	192	184	193	885
B. 分行业统计						
行业	抽查数	行业	抽查数			
农、林、牧、渔业	10	房地产业	31			
采矿业	17	租赁和商务服务业	16			
制造业	549	科学研究和技术服务业	13			
电力、热力、燃气及水生产和供应业	22	水利、环境和公共设施管理业	12			
建筑业	29	教育	2			
批发和零售业	44	卫生和社会工作	2			
交通运输、仓储和邮政业	22	文化、体育和娱乐业	11			
住宿和餐饮业	1	综合	6			
信息传输、软件和信息技术服务业	80	合计	885			
金融业	18					

续表

C. 分省份统计					
省份	抽查数	省份	抽查数	省份	抽查数
上海市	58	广东省	143	甘肃省	9
云南省	8	广西壮族自治区	10	福建省	35
内蒙古自治区	10	新疆维吾尔自治区	15	西藏自治区	5
北京市	77	江苏省	88	贵州省	6
吉林省	8	江西省	11	辽宁省	25
四川省	29	河北省	12	重庆市	15
天津市	13	河南省	22	陕西省	15
宁夏回族自治区	5	浙江省	96	青海省	5
安徽省	27	海南省	10	黑龙江省	10
山东省	52	湖北省	27	合计	885
山西省	10	湖南省	29		

2.2 资本市场信息效率相关文献回顾

股价同步性通常被用作衡量资本市场信息效率的关键指标，即个股变动与市场平均变动之间的关联性。以 Morck 等（2000）为代表的学者认为股价同步性越低，资本市场信息效率就越高。股价中包含市场信息和企业特质信息，Roll（1988）首次提出股价中特质信息较少可能是股价同步性较高的原因，而 Durnev 等（2003）从股票未来盈利的角度证实了这一观点，发现 R^2 越低，股价中包含越多特质信息，股价会有更高的现时收益和未来回报。公司 R^2 的差异源于公司特质性信息的多寡（胡军和王甄，2015），私有信息引起的股价波动才更能反映公司的基本价值。进一步研究，学者发现信息透明度是股价同步性的关键影响因素。信息透明度的增加会降低投资者获取私有信息的成本，提高股价信息含量（Jin and Myers，2006；Hutton et al.，2009），进而优化资本市场资源配置。

以往文献中，大量学者从信息中介如媒体关注（黄俊和郭照蕊，2014；何贤杰等，2018）、分析师（伊志宏等，2019）、机构投资者（侯宇和叶冬艳，2008）等方面研究了信息传递对资本市场信息效率的影响，部分文献从公司治理（Ferreira and Laux，2007；Gul et al.，2010；周林洁，2014）、制度环境（唐松等，2011）、投资者保护（袁媛等，2019）等角度研究了资本市场信息效率的重要影响因素。近年来，不少学者基于我国特色制度，从政府行为（陈冬华和姚振晔，2018；蔡栋梁等，2021）、“沪港通”实施（钟覃琳和陆正飞，2018；朱杰，2019）等宏观政策对资本市场信息效率进行了实证研究。

基于上述文献回顾，本文发现，尚未有文献研究证监会随机抽查对资本市场信息效率的影响。鉴于中国存在股价同步性较高的市场特征，区别于已有研究，本文从证监会随机抽查这一视角入手，

进一步探索能提高我国资本市场信息效率的有效途径。

2.3 研究假设

股价只有在充分反映公司特质信息的基础上,才能更好作为信号机制实现资源的最优配置,而证券监管的主要职能是降低市场的信息不对称(沈红波等,2014),提高公司信息质量。因此,根据以往研究,本文推测证监会随机抽查可能会通过以下两种路径降低公司股价同步性,提高资本市场信息效率。

第一,证监会随机抽查能够提高市场关注直接促进公司私有信息在股票价格中的反映。一方面,证监会随机抽查制度遵循“双随机、一公开”的原则,随机抽取上市公司检查以及检查结果及时向社会公开,接受社会监督,被抽中公司会快速成为公众关注的焦点(刘金洋和沈彦杰,2021),这意味着被抽查公司将面临更大的市场关注度(腾飞等,2022)。基于好奇心和信息需要,他们会主动深入获取更多公司基本面信息以增加了解,从而影响个股交易动机。另一方面,证监会随机抽查将披露更多公司私有信息。证监会作为政府监管机构具有法律赋予的权威性和较强的信息优势,由各地证监局随机选派的检查人员对抽中公司进行现场检查,检查人员有权对公司财务资料、经营业绩、信息披露等进行全面或专项检查,因此检查结果中不仅包括公司公开信息,同时包含外界无法获取的私有信息,这些信息的公开将引起媒体的全面报道和更多投资者的激烈讨论。投资者能够根据更多公司层面的信息做出理性判断和投资决策,公司私有信息也将随着其交易行为被反映到股价中去,从而引起个体股票的波动,减少个股与市场同涨同跌程度。

第二,证监会随机抽查能够通过发挥监督效应间接提高资本市场信息效率。一方面,证监会随机抽查能起到完善信息披露,提高会计信息质量的作用。公司信息披露真实完整性是证监会随机抽查的重点检查内容之一。在检查过程中,若发现公司信息披露存在问题,证监局有权责令整改,限期纠正后进行披露。上市公司对报送公示信息的真实性、合法性等承担法律责任,严重者或逾期未改正者,证监局将采取一系列措施依法处理,并对其实施持续监管。有研究表明,公司受到监管处罚后为避免更多负面影响,盈余质量会明显提升(沈红波等,2014),被处罚后的公司会谨慎对待披露信息,积极主动规范自身行为,披露信息的真实完整性等较抽查前会有所提高。因此,随机抽查能对上市公司信息披露产生震慑效应(刘瑶瑶等,2021),提高会计信息质量,促进特质信息融入股价。另一方面,证监会随机抽查能起到提高公司治理水平的作用。随机抽查上市公司的另一项重点检查内容是公司治理合规性,重点打击治理违法违规行为。在监管执法过程中,检查人员对公司运营合法性、内部控制有效性、控股股东、实际控制人行使股东权利或控制权的规范性、关联交易等内容进行严格检查;对存在不符合规定或不规范的地方,责令要求上市公司改正,并实时跟踪整改落实情况,最终结果将依法公示。证监会对公司治理的严格检查能在问题萌芽阶段及时纠正,提高公司治理水平。已有学者研究发现,较差的公司治理会增加公司基本面信息不确定性(周林洁,2014),降低信息透明度,而良好的公司治理水平能有效促进私有信息纳入股价(钟覃琳和陆正飞,2018)。因此,证监会随机抽查发挥监督效应,提高被检查公司的治理水平,减少股价中噪音成分,从而提高股价信息含量。

基于以上分析，本文提出研究假设：

H1：限定其他条件，证监会随机抽查能降低股价同步性水平，即提高资本市场信息效率。

3. 研究设计

3.1 样本选取与数据来源

证监会自 2016 年开始实施“双随机、一公开”制度，由于本文采用的是多期双重差分模型（DID），且考虑到样本选择的时间偏差问题，所以参考刘瑶瑶等（2021），本文选择 2016—2020 年 A 股上市公司作为初始研究样本，剔除金融类、ST 类、数据有缺失值以及资产负债率大于 1 的公司样本，同时为减少极端值的影响，对所有连续变量在 1% 和 99% 分位进行缩尾处理。本文有关证监会随机抽查名单来自证监会官方网站经手工收集整理获得，其余数据来自 CSMAR 数据库和中国数据研究服务平台（CNRDS）。

3.2 实证模型

由于证监会随机抽查遵循“双随机、一公开”原则，天然的外生性能极大地缓解内生性问题，且考虑到上市公司被随机抽查的时点不同，基于这一准自然实验，本文构建多期双重差分模型（DID），消除不同时期政策的影响，从而检验证监会随机抽查对资本市场信息效率的影响。回归模型如下：

$$\text{Synch}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Treat} \times \text{Post} + \beta_4 \text{Control} + \sum \text{Firm} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中，被解释变量为股价同步性（Synch），用来衡量资本市场信息效率，解释变量为证监会随机抽查结果（Treat）和上市公司被随机抽中时间（Post）的交互项。Treat×Post 的系数 β_1 是本文主要关注对象，若 β_1 显著为负，则表明证监会随机抽查能提高资本市场信息效率。

3.3 变量定义

3.3.1 股价同步性

参考 Durnev 等（2003）、许年行等（2011）的做法，本文对模型（2）进行回归得到拟合优度 R^2 ，即个股变动能被市场变动所解释的部分，由于 R^2 取值范围（0，1）不符合最小二乘法回归要求，根据等式（3）进行对数化转换，得到的结果 Synch 即股价同步性的衡量指标。

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t} + \beta_2 R_{I,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$R_{i,t}$ 为股票 i 在第 t 周考虑现金红利再投资的收益率， $R_{m,t}$ 为综合市场第 t 周经流通市值加权的平均收益率， $R_{I,t}$ 为公司所在行业 I 第 t 周经流通市值加权的平均收益率，行业分类依据中国证监会行

业分类标准。

$$\text{Synch} = \ln(R^2/(1 - R^2)) \tag{3}$$

本文采用两种方式衡量股价同步性，其一，如上述计算所得为 Synch1；其二，对式（2）中的 $R_{m,t}$ 采用分市场经流通市值加权的平均收益率，重新根据式（3）对 R^2 做对数化转换，得到结果为 Synch2。Synch 值越小，表明股价同步性越低，资本市场信息效率越高。

3.3.2 证监会随机抽查

分组变量 Treat 表示证监会随机抽查的结果。在样本研究期间，若上市公司被抽中过，则为实验组，赋值为 1；否则为控制组，赋值为 0。时间变量 Post 表示上市公司被随机抽查的时间。参考刘瑶瑶等（2021）的做法，在上市公司首次被抽中的年份及之后年份，Post 赋值为 1；之前年份及控制组的全部年份，Post 赋值为 0。

3.3.3 控制变量

参考钟覃琳和陆正飞（2018）、蔡栋梁等（2021）等已有文献，本文控制了可能影响股价同步性的其他因素，具体变量及定义见表 2，同时还控制了个体（Firm）和年份（Year）固定效应，并在公司层面聚类处理。

表 2 变 量 定 义

变量类型	变 量 名 称	变量符号	变 量 定 义
被解释变量	股价同步性	Synch1	具体见模型（2）、式（3）联合计算的结果
		Synch2	
	拟合优度	R ² 1	具体见模型（2）计算所得结果
		R ² 2	
解释变量	分组变量	Treat	在样本研究期间，若上市公司被抽中过，则为实验组，赋值为 1；否则为控制组，赋值为 0。
	时间变量	Post	上市公司首次被证监会抽中年份及之后年份，Post 赋值为 1；之前年份及控制组的全部年份，Post 赋值为 0
控制变量	企业规模	Size	总市值的自然对数
	企业年龄	Age	成立年限的自然对数
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	盈利能力	ROA	净利润/总资产
	成长性	Growth	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
	审计师规模	Big4	被四大会计师事务所审计则为 1，否则为 0
	董事会规模	Boardsize	董事会总人数取自然对数

续表

变量类型	变 量 名 称	变量符号	变 量 定 义
控制变量	股权集中度	Top10	前十大股东持股数量/公司总股数
	管理层薪酬	Pay	董事、监事及高管前三名薪酬总额取自然对数
	董事会持股比例	Share	董事会持股数量/总股本
	产权性质	SOE	国有产权取值为 1，否则为 0

4. 实证结果及分析

4.1 描述性统计

表 3 报告了主要变量的描述性统计结果。股价同步性 Synch1（Synch2）的均值为 -0.422（-0.388），标准差为 0.931（0.924），说明不同公司间股价同步性差异较大。拟合优度 R^2_1 （ R^2_2 ）的均值为 0.415（0.422），中位数为 0.411（0.418），这与 Gul 等（2010）、胡军和王甄（2015）报告的我国股价同步性水平较为一致，远高于 Morek 等（2000）、Jin 和 Myers（2006）报告的其他国家股价同步性。这些均表明，我国股价同步性仍处于较高水平，而股价同步性越高，资本市场信息效率越低。因此，研究这一问题非常具有现实意义。另外，Treat 的均值为 0.240，说明在样本研究期间，被证监会随机抽查的上市公司大约占 24%。其他变量均未见异常，与现有文献基本一致。

表 3 描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Synch1	10843	-0.422	-0.359	0.931	-3.171	1.560
Synch2	10843	-0.388	-0.332	0.924	-3.113	1.577
R^2_1	10843	0.415	0.411	0.188	0.040	0.826
R^2_2	10843	0.422	0.418	0.188	0.043	0.829
Treat	10843	0.240	0.000	0.427	0.000	1.000
Post	10843	0.162	0.000	0.369	0.000	1.000
Size	10843	22.597	22.398	0.979	21.123	25.644
Age	10843	2.947	2.996	0.291	2.197	3.526
Lev	10843	0.418	0.411	0.194	0.066	0.867
ROA	10843	0.041	0.040	0.067	-0.249	0.220
Growth	10843	0.148	0.099	0.345	-0.544	2.008
Big4	10843	0.059	0.000	0.235	0.000	1.000

续表

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Boardsize	10843	2.113	2.197	0.195	1.609	2.639
Top10	10843	58.640	59.440	14.696	24.600	90.090
Pay	10843	14.713	14.657	0.663	13.250	16.614
Share	10843	0.144	0.021	0.192	0.000	0.671
SOE	10843	0.311	0.000	0.463	0.000	1.000

4.2 多元回归分析

表4报告了证监会随机抽查对资本市场信息效率影响的检验结果。第（1）、（3）列为仅控制个体和年份固定效应的回归结果，显示随机抽查与股价同步性的回归系数为负，在10%或5%水平上显著，说明证监会随机抽查能降低股价同步性。第（2）、（4）列为加入控制变量后的回归结果，明显看出，回归模型得到优化， R^2 增加，交互项（Treat×Post）系数为-0.116（-0.131），高于未加入控制变量的回归结果，在1%水平上显著为负，说明在控制了影响股价同步性的其他因素后，证监会随机抽查上市公司依然能显著降低公司股价同步性，具有提高资本市场信息效率的积极作用，结果支撑本文的假设H1。

表4 证监会随机抽查与资本市场信息效率

变量	(1) Synch1	(2) Synch1	(3) Synch2	(4) Synch2
Treat×Post	-0.081 * (-1.88)	-0.116 *** (-2.66)	-0.096 ** (-2.17)	-0.131 *** (-2.96)
Constant	-0.016 (-0.44)	7.871 *** (4.67)	0.010 (0.30)	9.384 *** (5.46)
Controls	No	Yes	No	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10843	10843	10843	10843
R ²	0.1559	0.1804	0.1572	0.1833

注：括号中为经过异方差稳健调整后得到的t值，所有回归标准误差经过公司层面Cluster调整，***代表 $p < 0.01$ ，**代表 $p < 0.05$ ，*代表 $p < 0.1$ ，下同。

5. 稳健性检验

5.1 平行趋势检验

采用双重差分法的前提条件是满足平行趋势假设。参考 Beck 等（2010）对多期 DID 平行趋势检验的做法，本文将公司被抽中前后的年份虚拟变量与 Treat 相乘，生成新的交互项进行回归，结果如表 5 第（1）、（2）列所示。在抽查前 2 年、前 1 年，交互项（Before2、Before1）系数均不显著，而在抽查当年、后 1 年、后 2 年，交互项（Current、After1、After2）系数为负，且显著性水平逐渐增强，表明在随机抽查之前，本文实验组与控制组的股价同步性具有共同趋势，即满足平行趋势假设。

5.2 安慰剂检验

参考许年行和李哲（2016）的做法，本文将证监会随机抽中的公司随机分配给上市公司，生成新的实验组和控制组，然后按照模型（1）重复回归 500 次，结果如图 1 所示。在 500 次的随机处理过程中， t 值主要集中在 0 附近，说明交互项的回归系数几乎都不显著，即本文的实证设计不存在虚假处理效应，增强了前文结论的可靠性。

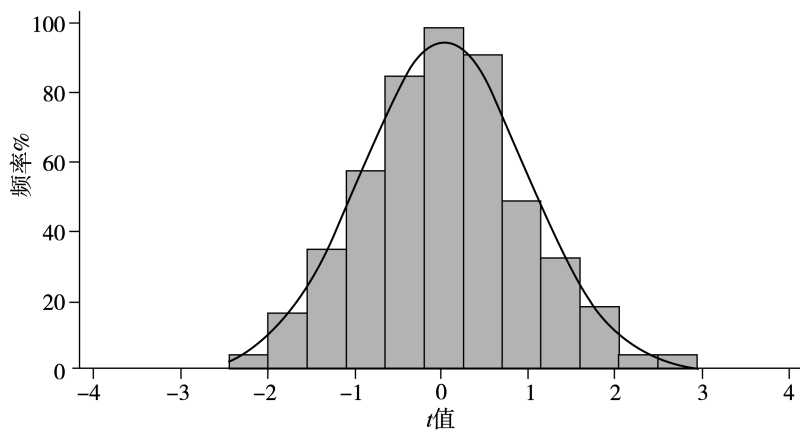


图 1 Placebo 检验结果

5.3 倾向得分匹配（PSM）后的多期 DID 再检验

为控制样本选择偏差导致的内生性问题，本文参考何靖（2016）的做法，以 Treat 为被解释变量，以全部控制变量作为协变量，使用 Logit 模型估计倾向得分，采用核匹配法确定权重对抽中公司

匹配筛选，然后重新回归，结果如表 5 第（3）、（4）列所示，研究结论仍保持不变。

5.4 更换度量方式

本文重新采用综合市场总市值加权平均法和分市场总市值加权平均法计算股价同步性，结果如表 5 第（5）、（6）列所示。交互项（Treat×Post）系数在 1% 水平上显著为负，与主回归结果保持一致。

表 5 稳健性检验：平行趋势检验、PSM-DID、更换度量方式

变量	平行趋势检验		PSM-DID		更换度量方式	
	(1) Synch1	(2) Synch2	(3) Synch1	(4) Synch2	(5) Synch3	(6) Synch4
Treat×Post			-0.344 ** (-2.54)	-0.449 *** (-3.27)	-0.124 *** (-2.79)	-0.138 *** (-3.07)
Before2	-0.104 (-1.22)	-0.100 (-1.16)				
Before1	-0.102 (-1.19)	-0.086 (-0.99)				
Current	-0.221 ** (-2.42)	-0.214 ** (-2.33)				
After1	-0.178 * (-1.79)	-0.206 ** (-2.04)				
After2	-0.312 *** (-2.84)	-0.327 *** (-2.95)				
Constant	7.933 *** (4.71)	9.440 *** (5.50)	9.076 *** (3.65)	10.323 *** (4.13)	8.032 *** (4.70)	9.236 *** (5.33)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10843	10843	10806	10806	10843	10843
R ²	0.1814	0.1841	0.0775	0.0782	0.1818	0.1877

5.5 控制地区固定效应

在回归模型的基础上，本文进一步控制地区固定效应重新回归，结果如表 6 第（1）、（2）列所

示。交互项（Treat×Post）与 Synch1、Synch2 仍在 1%水平上显著为负，本文结论仍然稳健。

5.6 控制事中事后监管的影响

考虑到随机抽查对资本市场信息效率的影响可能会受到事中事后监管的潜在干扰，本文将被证监会行政处罚（Punish）和收到年报问询函（Inquire）的公司作为控制变量重新回归，结果如表 6 第（3）、（4）列所示。交互项（Treat×Post）系数在 5%水平上显著为负，本文结论保持不变。

5.7 控制会计师事务所的影响

由于证监会对会计师事务所的随机抽查可能会影响其客户企业的信息披露，进而影响股价同步性，为排除这一问题的潜在影响，本文将公司是否被抽中会计师事务所的客户（Account）作为控制变量重新回归，结果如表 6 的第（5）、（6）列所示，结论依然不变。

表 6 稳健性检验：控制地区固定效应、事中事后监管、会计师事务所的影响

变量	控制地区固定效应		控制事中事后监管的影响		控制会计师事务所的影响	
	(1) Synch1	(2) Synch2	(3) Synch1	(4) Synch2	(5) Synch1	(6) Synch2
Treat×Post	-0.113 *** (-2.58)	-0.128 *** (-2.89)	-0.097 ** (-2.26)	-0.111 ** (-2.54)	-0.116 *** (-2.66)	-0.131 *** (-2.96)
Punish			-0.043 (-1.44)	-0.042 (-1.43)		
Inquire			-0.205 *** (-9.17)	-0.223 *** (-9.85)		
Account					-0.011 (-0.40)	-0.012 (-0.43)
Constant	7.827 *** (4.86)	9.284 *** (5.67)	7.476 *** (4.50)	8.963 *** (5.30)	7.875 *** (4.67)	9.389 *** (5.46)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Province	Yes	Yes	No	No	No	No
N	10843	10843	10843	10843	10843	10843
R ²	0.1823	0.1851	0.1901	0.1946	0.1804	0.1833

6. 作用机制检验

如前文所述, 证监会随机抽查可以提高市场关注直接促进公司私有信息在股价中的反映和发挥监督效应间接提高资本市场信息效率, 因此本文检验该影响机理是否成立。

6.1 市场关注机制

已有研究证实, 新闻媒体报道较多和投资者关注较高的公司, 特质信息融入股价更充分, 股价同步性更低 (黄俊和郭照蕊, 2014; 伊志宏等, 2019)。媒体作为资本市场重要的信息中介, 具备较强的信息收集、处理和传播能力, 能向市场传递更多公司特质信息 (陈冬华和姚振晔, 2018), 促进私有信息融入股价, 即市场关注度较低的企业面临着更高的股价同步性。因此, 本文通过检验在媒体和投资者关注较低的情况下, 证监会随机抽查是否可以更大程度地降低股价同步性, 为随机抽查通过提高市场关注而促进私有信息纳入公司股价提供证据。

参照陈冬华和姚振晔 (2018) 的做法, 本文选取媒体关注低和投资者关注两种指标进行分组检验, 根据上市公司被媒体报道的次数和股吧内帖子总量, 分别按照中位数将样本分为媒体关注高 (News=1) 和媒体关注低 (News=0)、投资者关注高 (Investor=1) 和投资者关注低 (Investor=0) 四组, 回归结果如表 7 所示。在媒体关注高和投资者关注高的组, 交互项 (Treat×Post) 系数不显著, 而在媒体关注低和投资者关注低的组, 回归系数在 5% 或 1% 水平上显著为负, 表明对于媒体和投资者关注更低的企业, 证监会随机抽查对促进私有信息纳入股价发挥了更大的作用, 验证了市场关注机制。

表 7 作用机制检验——提高市场关注

变量	媒体关注度				投资者关注度			
	(1) News = 1		(2) News = 0		(3) Investor = 1		(4) Investor = 0	
	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2
Treat×Post	-0.013 (-0.18)	-0.037 (-0.52)	-0.144 ** (-2.16)	-0.154 ** (-2.20)	-0.115 (-1.34)	-0.133 (-1.55)	-0.195 *** (-2.65)	-0.183 ** (-2.44)
Constant	5.875 ** (2.27)	6.476 ** (2.46)	10.995 *** (3.88)	13.000 *** (4.56)	-3.975 (-1.02)	-3.590 (-0.93)	10.971 *** (3.47)	12.006 *** (3.74)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

续表

变量	媒体关注度				投资者关注度			
	(1) News = 1		(2) News = 0		(3) Investor = 1		(4) Investor = 0	
	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2
<i>N</i>	5266	5266	5577	5577	5420	5420	5423	5423
<i>R</i> ²	0.1550	0.1575	0.2424	0.2407	0.0692	0.0740	0.3376	0.3330

6.2 监督效应机制

已有文献表明，信息披露质量较高和公司治理水平较强的公司，股价同步性更低（Jin and Myers, 2006；钟覃琳和陆正飞，2018）。准确披露公司特有信息和有效的治理机制能缓解信息不对称（周林洁，2014），降低股价受噪音影响的程度，提高个股特质信息含量，即会计信息质量较低和治理水平较差的企业面临着更高的股价同步性。因此，本文通过检验在会计信息质量较低和公司治理水平较差的情况下，证监会随机抽查是否可以更大程度地降低股价同步性，为证监会随机抽查通过发挥监督作用而提高资本市场信息效率提供证据。

参照柳光强和王迪（2021）、钟覃琳和陆正飞（2018）的做法，本文选取会计信息质量和公司治理水平两种指标进行分组检验，以修正 Jones 模型计算的可操纵性应计利润的绝对值衡量会计信息质量，以第一大股东控制权和现金流量权的两权分离度衡量公司治理水平，分别按照中位数将样本分为会计信息质量较高（DisAcc = 1）和会计信息质量较低（DisAcc = 0）、公司治理水平较强（Gover = 1）和公司治理水平较弱（Gover = 0）四组，回归结果如表 8 所示。在会计信息质量较高和公司治理水平较强组，交互项（Treat×Post）系数不显著，而在会计信息质量较低和公司治理水平较弱组，回归系数在 5% 或 1% 水平上显著为负，表明对于会计信息质量较低和公司治理水平较弱的企业，证监会随机抽查能更显著地提高资本市场信息效率，即监督效应机制得以验证。

表 8 作用机制检验——监督效应

变量	会计信息质量				公司治理水平			
	(1) DisAcc = 1		(2) DisAcc = 0		(3) Gover = 1		(4) Gover = 0	
	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2
Treat×Post	-0.070 (-0.95)	-0.093 (-1.24)	-0.140** (-1.98)	-0.147** (-2.03)	-0.044 (-0.70)	-0.062 (-0.95)	-0.187*** (-2.97)	-0.191*** (-3.01)
Constant	6.909** (2.20)	7.642** (2.36)	9.219*** (3.63)	11.040*** (4.33)	7.745*** (3.81)	9.464*** (4.59)	8.661*** (3.10)	9.671*** (3.40)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

续表

变量	会计信息质量				公司治理水平			
	(1) DisAcc = 1		(2) DisAcc = 0		(3) Gover = 1		(4) Gover = 0	
	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	5426	5426	5417	5417	5502	5502	5341	5341
<i>R</i> ²	0.1846	0.1839	0.1783	0.1839	0.1986	0.2052	0.1723	0.1702

7. 进一步分析

考虑到监管方式的差异、外部环境的好坏以及产权性质的不同会影响资本市场信息效率，为了更好地厘清证监会随机抽查与资本市场信息效率的关系，进一步了解证监会随机抽查制度的具体效果，本文尝试从监管方式、市场化程度、营商环境以及产权性质的角度进行异质性分析。

7.1 基于监管方式的分组检验

7.1.1 是否具有辖区实施方案

随机抽查工作中，北京、河北、广西等证监局分别出台了辖区实施方案，如北京证监局于 2016 年制定了《北京证监局上市公司现场检查随机抽查工作实施方案》，对检查方式、实施时间等提出要求，并于 2018 年、2021 年两次修订。广西证监局在每一年的抽查工作中均制定了实施方案，有部分证监局未制定实施方案。当证监局出台辖区实施方案时，随机抽查工作更加具体完善，对企业可能会产生更强的威慑力。因此，本文根据该地区证监局在随机抽查中是否出台辖区实施方案，将样本分为无辖区实施方案（Regulation = 0）和有辖区实施方案（Regulation = 1）两组，分组回归结果如表 9 第（1）、（2）列所示。在无辖区实施方案组，交互项系数不显著；而在有辖区实施方案组，交互项系数在 1% 水平上显著为负，说明制定了实施方案的随机抽查能更显著降低股价同步性。

7.1.2 是否放回抽样

不同证监局的抽样方式有差异，如前文所述，北京、大连、辽宁等证监局要求剔除最近 3 年进行过现场检查的公司；新疆证监局规定剔除最近 2 年接受过检查的对象；还有部分证监局未说明。为检验不同的抽样方式对资本市场信息效率的差异性影响，本文参考刘红霞等（2022）研究，按照各地区证监局是否明确剔除检查过的公司将样本分为放回抽样（Sampling = 0）和不放回抽样（Sampling = 1）两组，分组回归结果如表 9 第（3）、（4）列所示。在放回抽样组，交互项（Treat × Post）与 Synch1 不显著，与 Synch2 在 10% 水平上显著为负；而在不放回抽样组，交互项与 Synch1、

Synch2 均在 5%水平上显著为负，显著性水平更高，说明在不放回抽样方式下随机抽查能更显著降低股价同步性。

表 9 不同监管方式的回归结果

变量	是否有辖区实施方案				是否放回抽样			
	(1) Regulation = 0		(2) Regulation = 1		(3) Sampling = 0		(4) Sampling = 1	
	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2
Treat×Post	-0.059 (-0.93)	-0.080 (-1.24)	-0.169 *** (-2.83)	-0.180 *** (-2.92)	-0.082 (-1.57)	-0.099 * (-1.84)	-0.183 ** (-2.33)	-0.200 ** (-2.47)
Constant	9.125 *** (4.01)	11.287 *** (4.98)	6.835 *** (2.78)	7.686 *** (3.04)	9.077 *** (4.67)	11.001 *** (5.61)	7.923 *** (3.06)	8.571 *** (3.27)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5773	5773	5070	5070	7828	7828	3015	3015
R ²	0.1782	0.1834	0.1869	0.1873	0.1771	0.1810	0.2069	0.2085

7.2 基于市场化程度的分组检验

市场化程度是影响企业信息传递和公司治理水平的重要外部因素。地区市场化程度越高，越能有效改善市场信息不对称，抑制盈余管理活动，提高会计信息质量（谢德仁和陈运森，2009；彭水军和舒中桥，2021），此时私有信息能充分融入股价，降低股价同步性水平，将弱化随机抽查对股价同步性的降低作用。因此，本文预期证监会随机抽查对股价同步性的降低作用在市场化程度较低的地区较为显著。

参考王小鲁等（2019）、柳光强和王迪（2021）的做法，本文根据企业所在地区的市场化指数将样本按照中位数分为高市场化程度（Market = 1）和低市场化程度（Market = 0）两组，分组回归结果如表 10 所示。在市场化程度较高组，交互项系数为负，但不显著；在市场化程度较低组，回归系数在 5%水平上显著为负，且估计系数大于市场化程度较高组，说明证监会随机抽查能显著降低市场化程度较低组的股价同步性。

表 10 不同市场化程度的回归结果

变量	Market = 1		Market = 0	
	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2
Treat×Post	-0.030 (-0.41)	-0.051 (-0.68)	-0.131 ** (-2.31)	-0.145 ** (-2.46)

续表

变量	Market = 1		Market = 0	
	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2
Constant	10.437 *** (4.08)	12.201 *** (4.70)	7.227 *** (2.74)	9.060 *** (3.31)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5069	5069	5774	5774
R ²	0.1591	0.1595	0.2103	0.2134

7.3 基于营商环境的分组检验

营商环境的好坏对市场的有效性具有重要影响。一方面，营商环境较好的地区，政府监管力度高，市场信息披露环境较好，能有效提高企业信息透明度，促进市场信息效率的提升（陈艳利和蒋琪，2021）。另一方面，营商环境较好的地区，媒体和投资者关注较多，能挖掘出更多企业精准信息，有利于降低信息不对称，提高会计信息质量，进而促进资源的优化配置（陈艳利和蒋琪，2021；杨仁发和魏琴琴，2021）。因此，本文预期证监会随机抽查对股价同步性的降低作用在营商环境较差地区较为显著。

本文参考杨仁发和魏琴琴（2021）的做法，通过构建市场环境等4个一级指标和政府干预等15个二级指标的营商环境评价指标体系，利用熵值法计算出各省份营商环境指数，根据企业所在省份营商环境指数按照中位数将样本分为营商环境较好（Inenvir = 1）和营商环境较差（Inenvir = 0）两组，回归结果如表11所示。在营商环境较好组，交互项系数不显著；在营商环境较差组，交互项系数在5%或1%水平上显著为负，说明证监会随机抽查能显著降低营商环境较差组的股价同步性。

表 11 不同营商环境的回归结果

变量	Inenvir = 1		Inenvir = 0	
	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2
Treat×Post	-0.070 (-1.24)	-0.087 (-1.49)	-0.170 ** (-2.52)	-0.182 *** (-2.65)
Constant	5.796 ** (2.54)	7.614 *** (3.26)	10.110 *** (4.74)	11.291 *** (5.33)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes

续表

变量	Inenvir = 1		Inenvir = 0	
	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5358	5358	5485	5485
R ²	0.1826	0.1864	0.1832	0.1839

7.4 基于产权性质的分组检验

证监会随机抽查对国有企业和非国有企业具有不同的监管效果。一方面，国有企业天然的政治优势会削弱随机抽查的监管作用。国有企业承担着大量关乎民生和经济发展的社会性负担，受惠于政府的“父爱效应”（谢德仁和陈运森，2009），其所受处罚更轻（陈运森等，2019），缺乏完善信息披露的动力（刘瑶瑶等，2021），国有股权会抑制公司特质信息融入股价（Hamdi，2014）。另一方面，非国有企业信息透明度更低，面临较大的融资约束和财务风险（余明桂等，2019），被抽中后具有较大的动机去完善信息披露机制，希望以较好的声誉赢得投资者的关注和青睐，从而缓解融资困境。因此，证监会随机抽查对非国有企业具有更强的震慑作用，本文预期随机抽查对股价同步性的降低作用在非国有企业中更显著。

本文按照企业的产权性质将样本分为国有企业（SOE = 1）和非国有企业（SOE = 0）两组。回归结果如表 12 所示。在国有企业组，交互项系数不显著；而在非国有企业组，回归系数在 1% 水平上显著为负，表明证监会随机抽查对股价同步性的降低作用显著存在于非国有企业中。

表 12 不同产权性质的回归结果

变量	SOE = 1		SOE = 0	
	Synch1	Synch2	Synch1	Synch2
Treat×Post	0.026 (0.35)	0.004 (0.06)	-0.160*** (-3.00)	-0.168*** (-3.07)
Constant	5.292** (1.96)	6.535** (2.39)	8.146*** (3.87)	9.099*** (4.24)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3376	3376	7467	7467
R ²	0.2079	0.2188	0.1768	0.1763

8. 结论、启示与展望

股票市场信息效率关系到投资者能否做出合理的投资决策,对实体经济至关重要(Durnev et al., 2004),而强有力的政府监管是提高资本市场资源配置效率的重要举措。由此,本文基于证监会“双随机、一公开”制度的准自然实验,构建多期 DID 模型实证检验了证监会随机抽查对资本市场信息效率的影响。研究表明,证监会随机抽查能显著降低股价同步性,提高资本市场信息效率。一系列的稳健性检验仍然支持这一结论。揭示作用机理发现,随机抽查能提高公司在市场中的关注度,并发挥监督效应,直接或间接提高资本市场信息效率。进一步分析发现,证监会随机抽查对股价同步性的降低作用在具有辖区实施方案、不放回抽样、低市场化程度地区、营商环境较差地区以及非国有企业中更显著。

本文的研究结论具有较强的现实意义。

第一,对优化我国资本市场资源配置具有重要启示。党的十八大以来,习近平总书记对我国资本市场的改革和发展做出了一系列的部署,资本市场的健康发展对我国实体经济的重要性得到前所未有的重视。证监会随机抽查能提高资本市场信息效率,表明政府监管是优化资本市场信息环境的重要因素,这对助力资本市场改革,促进实体经济高质量发展具有重大意义。

第二,对投资者的投资组合选择具有一定的参考价值。投资者对随机抽查过程及结果的持续关注能使其以较低的成本获得更多公司特质信息,减少市场噪音对其决策的干扰。另外,投资者加大对高市场化程度地区、营商环境较好地区和国有企业随机抽查结果的关注有助于提高其投资效率,从而降低投资风险。

第三,对证监会随机抽查的坚持和完善提供了政策启示。证监会随机抽查能够发挥监督作用,规范市场主体行为和提高上市公司质量,而产生的监管溢出效应能有效提高资本市场信息效率,这佐证了实施“双随机、一公开”制度的可行性和必要性。对于监管部门而言,根据企业所处市场化水平的高低和产权性质的差异而采取不同的抽查重点和执法力度,有助于通过差异化方式实现高效率监管,这为随机抽查制度的完善提供了重要的实践指导。

本文的研究主要聚焦于证监会对上市公司的随机抽查能否对资本市场信息效率起到显著的提升作用,而研究结论证实了这一点。进一步,根据各地证监局的实际监管情况,随机抽查工作可能会因证监局查处力度等不同而对股价同步性产生差异性影响。因此,未来可以从这一视角对如何增强随机抽查对资本市场信息效率的提升作用进行深入拓展研究。

◎ 参考文献

- [1] 蔡栋梁,刘敏,邹亚辉,等.税收征管与股价同步性——基于制度背景的研究[J].南开管理评论,2022,25(3).
- [2] 陈冬华,姚振晔.政府行为必然会提高股价同步性吗?——基于我国产业政策的实证研究[J].

- 经济研究, 2018, 53 (12).
- [3] 陈工孟, 高宁. 我国证券监管有效性的实证研究 [J]. 管理世界, 2005 (7).
- [4] 陈艳利, 蒋琪. 营商环境、真实盈余管理与信用风险识别 [J]. 山西财经大学学报, 2021, 43 (9).
- [5] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 证券交易所一线监管的有效性研究: 基于财务报告问询函的证据 [J]. 管理世界, 2019, 35 (3).
- [6] 褚剑, 方军雄. “惩一”必然“儆百”吗? ——监管处罚间接威慑失效研究 [J]. 会计研究, 2021, 399 (1).
- [7] 顾小龙, 辛宇, 滕飞. 违规监管具有治理效应吗——兼论股价同步性指标的两重性 [J]. 南开管理评论, 2016, 19 (5).
- [8] 何靖. 延付高管薪酬对银行风险承担的政策效应——基于银行盈余管理动机视角的 PSM-DID 分析 [J]. 中国工业经济, 2016, 344 (11).
- [9] 何贤杰, 王孝钰, 孙淑伟, 等. 网络新媒体信息披露的经济后果研究——基于股价同步性的视角 [J]. 管理科学学报, 2018, 21 (6).
- [10] 侯宇, 叶冬艳. 机构投资者、知情人交易和市场效率——来自中国资本市场的实证证据 [J]. 金融研究, 2008, 334 (4).
- [11] 胡军, 王甄. 微博、特质性信息披露与股价同步性 [J]. 金融研究, 2015, 425 (11).
- [12] 黄俊, 郭照蕊. 新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析 [J]. 管理世界, 2014, 248 (5).
- [13] 刘红霞, 李继峥, 马云飙. 随机现场检查与审计师谨慎性——基于证监会对上市公司现场检查的准自然实验 [J]. 审计研究, 2022, 226 (2).
- [14] 刘金洋, 沈彦杰. 证监会随机抽查的监管效应: 溢出还是替代? ——基于交易所和审计师的视角 [J]. 审计研究, 2021, 222 (4).
- [15] 刘星, 陈西婵. 证监会处罚、分析师跟踪与公司银行债务融资——来自信息披露违规的经验证据 [J]. 会计研究, 2018, 363 (1).
- [16] 刘瑶瑶, 路军伟, 宁冲. 证监会随机抽查能提高上市公司会计信息质量吗 [J]. 山西财经大学学报, 2021, 43 (12).
- [17] 柳光强, 王迪. 政府会计监督如何影响盈余管理——基于财政部会计信息质量随机检查的准自然实验 [J]. 管理世界, 2021, 37 (5).
- [18] 彭水军, 舒中桥. 服务贸易开放、市场化改革与中国制造业企业生产率 [J]. 金融研究, 2021, 497 (11).
- [19] 沈红波, 杨玉龙, 潘飞. 民营上市公司的政治关联、证券违规与盈余质量 [J]. 金融研究, 2014, 403 (1).
- [20] 唐松, 胡威, 孙铮. 政治关系、制度环境与股票价格的信息含量——来自我国民营上市公司股

- 价同步性的经验证据 [J]. 金融研究, 2011, 373 (7).
- [21] 滕飞, 夏雪, 辛宇. 证监会随机抽查制度与上市公司规范运作 [J]. 世界经济, 2022, 45 (8).
- [22] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告 (2018) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.
- [23] 汶海, 高皓, 陈思岑, 等. 行政审计监管与股价崩盘风险——来自证监会随机抽查制度的证据 [J]. 系统工程理论与实践, 2020, 40 (11).
- [24] 谢德仁, 陈运森. 金融生态环境、产权性质与负债的治理效应 [J]. 经济研究, 2009, 44 (5).
- [25] 许年行, 洪涛, 吴世农, 等. 信息传递模式、投资者心理偏差与股价“同涨同跌”现象 [J]. 经济研究, 2011, 46 (4).
- [26] 许年行, 李哲. 高管贫困经历与企业慈善捐赠 [J]. 经济研究, 2016, 51 (12).
- [27] 杨仁发, 魏琴琴. 营商环境对城市创新能力的影响研究——基于中介效应的实证检验 [J]. 调研世界, 2021, 337 (10).
- [28] 伊志宏, 杨圣之, 陈钦源. 分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究 [J]. 中国工业经济, 2019, 370 (1).
- [29] 余明桂, 钟慧洁, 范蕊. 民营化、融资约束与企业创新——来自中国工业企业的证据 [J]. 金融研究, 2019, 466 (4).
- [30] 袁媛, 田高良, 廖明情. 投资者保护环境、会计信息可比性与股价信息含量 [J]. 管理评论, 2019, 31 (1).
- [31] 钟覃琳, 陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗? ——基于“沪港通”效应的实证检验 [J]. 管理世界, 2018, 34 (1).
- [32] 周林洁. 公司治理、机构持股与股价同步性 [J]. 金融研究, 2014, 410 (8).
- [33] 朱杰. “一带一路”倡议与资本市场信息效率 [J]. 经济管理, 2019, 41 (9).
- [34] Beck, T., Levine, R., Levkov, A. Big bad banks? The winners and losers from bank deregulation in the United States [J]. Journal of Finance, 2010, 65 (5).
- [35] Durnev, A., Morck, R., Yeung, B. Value-enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variation [J]. Journal of Finance, 2004, 59 (1).
- [36] Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., et al. Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing? [J]. Journal of Accounting Research, 2003, 41 (5).
- [37] Ferreira, M. A., Laux, P. A. Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow [J]. The Journal of Finance, 2007, 62 (2).
- [38] Gul, F. A., Kim, J., Qiu, A. Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 95 (3).
- [39] Hamdi, B. N. State ownership, political institutions and stock price informativeness: Evidence from privatization [J]. Journal of Corporate Finance, 2014, 6 (10).

- [40] Hutton, A. P. , Marcus, A. J. , Tehranian, H. Opaque financial report, R2, and crash risk [J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94 (1).
- [41] Jin, L. , Myers, S. C. R2 around the world: New theory and new tests [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79 (2).
- [42] La Porta, R. , Lopez-de-Silanes, F. , Schleifer, A. What works in securities laws? [J]. The Journal of Finance, 2006, 61 (1).
- [43] Morck, R. , Yeung, B. , Yu, W. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements? [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (1/2).
- [44] Roll, R. R2 [J]. The Journal of Finance, 1988, 43 (3).

Can CSRC Random Inspection Improve the Information Efficiency of Capital Market?

—Quasi Natural Experiment Based on “Two Random and One Public”

Wu Long¹ Zhou Yang² Yang Liu³

(1 Institute of Business Administration, Henan University, Kaifeng, 475004;

2, 3 Business School, Henan University, Kaifeng, 475004)

Abstract: Based on the quasi-natural experiment of the “Two Random and One Public” regulatory system, this paper constructs a multi-period DID model to empirically test the impact of the CSRC random inspection on the information efficiency of the capital market by manually collecting the data of the CSRC random inspection of listed companies. The research results show that the CSRC random inspection can significantly reduce the stock price synchronicity and improve the information efficiency of the capital market. A series of robustness tests still support this conclusion. By revealing the mechanism of action, it is found that CSRC random inspection can improve the company’s attention in the market, exert a supervisory effect, and directly or indirectly improve the information efficiency of the capital market. Further analysis finds that the effect of CSRC random inspections on stock price synchronicity is more significant in areas with jurisdiction implementation plans, sampling without replacement, low marketization, poor business environment, and non-state-owned enterprises. The conclusion provides new evidence that government regulatory behavior can improve the information efficiency of the capital market, and provides policy inspiration for the further implementation of the random inspection system of the CSRC.

Key words: Information efficiency of the capital market; CSRC random inspection; Private information; Supervision effect

专业主编：潘红波