

# 资本市场多维度监管的市场反应研究： 基于新“国九条”的证据

郑登津, 许心缘, 肖土盛

(中央财经大学 会计学院, 北京 100081)

**摘要:** 党的二十大以来, 深化资本市场改革是推动经济高质量发展的重要举措。文章以 2024 年国务院发布的新“国九条”为背景开展事件研究, 结果发现: 市场投资者对新“国九条”体现的严监管导向做出了积极反应; 在配套细则明确后, 对于现金分红不足、财务造假风险高以及更易触发减持限制的公司, 市场反应更趋负面。进一步研究发现, 较多的投资机会与较强的融资能力能够显著缓解现金分红不足所引发的负面市场反应, 较低的舞弊压力、较少的舞弊机会以及较弱的舞弊动机可以显著缓解财务造假担忧所引发的负面市场反应, 而有效的内外部监督机制则有助于缓解违规减持层面的负面市场反应。文章的研究为新形势下通过制度约束来强化投资者权益保护、深化资本市场综合改革、实现投资与融资功能动态平衡提供了经验证据。

**关键词:** 新“国九条”; 分红监管; 财务造假; 减持监管

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2026)03-0139-15

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.20250814.101

## 一、引言

党的二十届三中全会提出, 要“健全投资和融资相协调的资本市场功能”。2024 年中央经济工作会议指出, 要“深化资本市场投融资综合改革”, 再次强调资本市场在服务新经济、培育新动能以及服务国家重大战略中的重要作用。然而, 我国资本市场健康平稳发展的基础尚不牢固, 投资回报与融资扩张之间存在脱节。从实践看, 2020 年以来, 沪深 A 股新增上市公司逾 1 300 家, 2022 年和 2023 年融资额连续位居全球首位, 但总市值增长率偏低, 且破发情况较为普遍。部分上市公司财务数据失真、上市后业绩“变脸”, 投资者保护不足, 对违规分红、财务造假、违规减持等违法违规行为的监管力度有待加强, 这些现象折射出资本市场投融资功能的结构性失衡问题。

在此背景下, 为进一步推动资本市场高质量发展, 2024 年 4 月 12 日, 国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(下文简称新“国九条”)。新“国九条”与密集出台的配套监管政策共同构成“1+N”政策体系, 以“强监管、防风险、促发展”的顶层设计

收稿日期: 2025-03-12

基金项目: 北京市习近平新时代中国特色社会主义思想研究中心(23LLGLC052)

作者简介: 郑登津(1990-), 男, 福建三明人, 中央财经大学会计学院教授, 博士生导师;

许心缘(2001-), 女, 天津人, 中央财经大学会计学院博士研究生;

肖土盛(1987-)(通讯作者), 男, 江西赣州人, 中央财经大学会计学院、中国管理会计研究与发展中心教授, 博士生导师。

为核心,以各交易所《股票上市规则》等配套细则为实施抓手,推动资本市场投融资功能协调发展从宏观规划走向微观实践。具体而言,融资端以“优化供给质量、强化市场筛选”为导向,通过严把上市准入关、规范股东减持行为、严格强制退市标准等举措,从源头筛选优质企业并淘汰劣质主体,重塑市场融资结构;投资端以“增强回报能力、提升权益保障”为导向,通过制定强制分红约束、拓宽中长期资金入市渠道、构建防假打假全链条监管体系等举措,着力增强投资者获得感,夯实市场投资功能根基。相较于过往的监管政策,新“国九条”既是响应党的二十届三中全会关于深化金融体制改革要求的重要举措,也是以严监管为基调,从融资端与投资端双向发力的制度创新。它通过一系列举措强化投资者权益保障,破解投融资功能失衡难题,推动资本市场均衡发展。新“国九条”颁布后,市场投资者将作何解读?“1+N”政策体系下,不同特征企业是否会呈现差异化反应?这些问题不仅关乎政策实施效果,更影响资本市场未来走向,亟待深入检验与研究。

本文采用事件研究法对新“国九条”的颁布实施进行深入分析。第一,国务院新闻办公室于2024年3月15日举行解读“强监管、防风险、推动资本市场高质量发展”相关政策的新闻发布会,释放出与新“国九条”内核一致的政策信号。虽未出台具体规则,但核心精神已先行传递。因此,本文检验了该日政策信号的市场反应,发现投资者对从严监管的改革预期呈积极态度。第二,鉴于新“国九条”涵盖多领域且各有侧重,本文筛选出与投资者权益保护紧密相关、具有明确实施标准的三大核心维度:分红监管、财务造假监管与减持监管。结果显示,投资者对分红力度可能不足、财务造假风险高、更易触发减持限制的公司的市场反应更趋负面。第三,本文从现金分红、财务造假与减持限制三个维度的具体影响机制出发,进一步分析了上述市场反应的异质性。在现金分红维度,企业的投资机会与融资能力会显著影响投资者分红预期,从而影响新“国九条”颁布后投资者对分红不足企业的市场反应;在财务造假维度,当财务舞弊压力、机会与自我合理化动机较弱时,投资者对财务造假风险的担忧相应缓解,有助于抑制负向市场反应;在减持限制维度,完善的内外部监督可降低触发减持限制的概率,缓解负向市场反应。

本文的研究贡献体现在:第一,丰富了资本市场监管政策相关研究,为考察资本市场对新“国九条”这类从融资端与投资端共同发力政策的市场反应提供了经验证据。现有文献探究了资本市场一系列改革政策的实施效果,部分研究侧重融资端功能强化(张宗新和吴钊颖,2021;赖黎等,2022),部分研究虽涉及投资端监管,却仅针对单一政策维度展开分析(魏志华等,2014;章晟等,2019)。本文则聚焦新“国九条”这一旨在推动资本市场投融资功能协同发展的系统性政策,考察了其市场定价效应,探究了政策组合的整体效果。第二,本文以新“国九条”为政策实验场景,为强监管政策的实施效能提供了微观经验证据。党的二十届三中全会明确提出“依法将所有金融活动纳入监管,强化监管责任和问责制度,加强中央和地方监管协同”,中央金融工作会议亦强调“以全面加强监管、防范化解风险为重点,推动金融高质量发展”。在此背景下,强监管如何通过制度约束来规范市场主体行为、提升资本市场治理效能,已成为深化金融改革的关键命题。本文基于新“国九条”强监管的政策特点,深入分析了其中监管手段最直接、效果最清晰的现金分红、财务造假与减持规则三大政策的市场影响,从微观层面为评估金融监管政策效果提供了经验证据。第三,本文研究结论对新“国九条”实施及配套监管细则的动态优化具有启示意义,也为资本市场通过“融资端与投资端双向治理”破解功能失衡难题,推动市场向均衡、规范、高质量发展提供了实践依据。

## 二、制度背景与文献综述

### （一）新“国九条”的主要内容与重点领域

2024年4月12日，国务院发布的新“国九条”是我国资本市场发展历程中的关键指导性文件。相较于过往资本市场政策，新“国九条”的突破体现在三个方面。一是政策导向更突出“严字当头、强监管、防风险”，标志着资本市场治理逻辑从增量扩张转向存量优化，着力破解市场秩序与风险防控的深层次问题。二是监管范畴直击过往政策执行痛点，在投资者保护与中介责任领域实现重大突破：一方面，将中小投资者权益保护提升至核心地位，覆盖从上市准入到后端退出的全流程管理；另一方面，针对中介机构“看门人”职责虚化问题，通过黑名单制度与穿透式问责，严厉整治“影子股东”“逃逸式辞职”等行业乱象。三是监管维度全面拓展，将衍生品交易、跨境资本流动、市值管理等复杂领域纳入监管框架。

新“国九条”所涉九大领域虽各有侧重，但本文将分红、财务造假以及减持监管作为考察其政策效果的核心维度，能更直接、有效地揭示政策对投资者的实际影响。第一，新“国九条”旨在加强投资者保护，提振市场信心。Jensen(1986)的代理成本理论指出，不分红易使管理层掌控过多自由现金流，并将其用于低效投资或在职消费。针对这一问题，新“国九条”的分红政策强化对上市公司现金分红的监管，为投资者从现金分红中获取收益构筑了底线保障。第二，财务造假会干扰投资者对企业真实价值的判断，使其无法基于客观数据理性决策；此外，造假频发还会引发资本市场信任危机。新“国九条”针对财务造假设立相应退市制度，将强制退市标准细化为“金额+比例”双重维度，以实现造假公司的市场出清。第三，由于资本市场存在信息不对称、权力不对等以及制度套利空间等问题，大股东减持可能侵害中小投资者权益，构成潜在风险。为遏制大股东利用信息优势侵害投资者权益，新“国九条”通过减持限制政策，将大股东行为与公司股价及业绩表现深度绑定：一方面，将减持规则与分红比例挂钩，从制度上倒逼公司重视投资者回报；另一方面，设置破发、破净减持限制，促使大股东通过改善经营、推动业绩增长或实施股份回购等方式提振股价。这一机制将大股东收益实现路径从资本套利转向价值创造，为中小投资者通过股价上涨获取价差收益营造了更公平的制度环境。

### （二）IPO 监管政策

我国资本市场早期实行审批制与核准制。部分研究指出，核准制存在诱发寻租、影响资源配置效率等弊端(陈运森等, 2014; 王克敏等, 2015)。2018年起，注册制先后在科创板、创业板落地，并于2022年全面推行。研究表明，其显著提升了市场定价效率与IPO质量(张宗新和吴颖, 2021; 赖黎等, 2022)。从IPO定价机制角度看，我国IPO定价机制经历了从管制到放开、再到管制的制度变迁。对于早期放开定价管制的政策后果，研究并未得出一致结论。例如，刘志远等(2011)发现放开定价管制提升了定价效率，俞红海等(2013)则发现其易引发“三高”现象；宋顺林和唐斯圆(2016)以及魏志华等(2019)围绕2013年IPO首日限价政策的研究表明，该政策反而促使投资者情绪高涨，推高首日溢价。总体来看，现有研究对IPO制度的探讨主要集中在股票发行制度与新股定价机制两大领域，但对其政策后果尚未形成统一结论。

### （三）上市后持续监管政策

持续监管政策按交易主体与公司的关系可分为两大类：一是与公司管理层决策密切相关的监管，如分红、信息披露等；二是与大股东密切相关的监管，如减持、关联交易、股权质押等。在第一类监管中，分红政策最早可追溯至2001年证监会发布的《上市公司新股管理办法》，该文件针对当时上市公司普遍不分红的现象，要求董事会对不分红原因做出说明。证监会于2004年出

台《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，明确“半强制分红政策”，将上市公司分红行为与再融资挂钩，对不符合分红要求的公司取消其再融资资格。随后，证监会在 2006 年和 2008 年出台的相关政策中进一步细化再融资公司的最低分红比例要求。针对半强制分红政策，李常青等(2010)以及魏志华等(2014)发现，该政策虽能改善公司分红情况，但存在一定局限性。证监会于 2013 年发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》，提出差异化现金分红政策，要求上市公司现金分红比例与所处生命周期阶段及重大资金支出安排相匹配。相关研究表明，差异化现金分红政策有助于改善上市公司分红情况，但具体效果因公司治理水平而异(王国俊等, 2017; 董竹和张欣, 2019; 韩云等, 2020; 曹越等, 2024)。

第二类监管聚焦减持、股权质押、关联交易等大股东侵占行为。为降低股权质押风险，《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018 年修订)》于 2018 年 3 月 12 日实施，规定个股整体质押比例不得超过 50%。何熙琼等(2023)将 2018 年质押新规视为准自然实验，发现限制股权质押比例有助于抑制控股股东私利侵占行为，促进金融市场稳定。此外，上市公司股份减持制度是资本市场的基础性制度，对稳定公司治理、维护二级市场稳定、保护投资者(尤其是中小投资者)合法权益具有重要作用(章晟等, 2019; 张程等, 2020)。针对减持乱象，证监会于 2017 年发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，2020 年新《证券法》从法律层面做出具体规定，证监会于 2023 年进一步发布《进一步规范股份减持行为》，从破发、破净、分红不达标三个方面限制股东减持。章晟等(2019)以及殷媛和曾庆生(2025)考察了 2017 年《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的政策效果，发现其有助于抑制股价整体波动，但也可能加剧大股东掏空行为。

简而言之，资本市场监管政策的持续完善为学术研究提供了丰富场景，但当前研究多聚焦单一政策，而对新“国九条”这类多维度监管政策的整体效应关注不足。

#### (四) 退市环节监管政策

2012 年修订后的《股票上市规则》引入净资产、股票交易价格、交易量、审计报告意见等更多市场化指标，使退市标准更趋多元。史金艳等(2014)、林乐和郑登津(2016)以及许文静等(2018)检验了 2012 年退市新规实施效果，发现更严格的监管政策对提升上市公司透明度与市场定价效率具有积极作用。而谢柳芳等(2013)发现，退市新规发布后上市公司真实盈余管理行为显著增加。2020 年新《证券法》实施，将退市规则制定权下放至证券交易所。沪深交易所在 2023 年修订的《股票上市规则》中，首次将强制退市指标划分为财务类、交易类、规范类和重大违法类四类。郑登津等(2024)检验了 2023 年退市新规的市场反应，发现其显著为正。2024 年新“国九条”出台再次严格退市监管，进一步下调重大违法类强制退市触发标准，市场对这一退市监管政策的态度及实施效果尚待研究。

### 三、理论分析与研究假说

#### (一) 新“国九条”政策导向的市场反应

新“国九条”以严监管为核心发力点，构建全链条监管体系，提升监管强度并严格处罚标准。现有研究表明，各领域监管政策均可通过强化对被监管主体的约束，有效促使其规范经营，从而稳定投资者对市场规则的预期，增强其投资安全感。例如，退市新规提升了证券市场审计质量与上市公司信息透明度(林乐和郑登津, 2016)，并促进资本市场资源配置功能的恢复(李若山, 2022)；审计监管 138 号令凭借更广泛的覆盖范围与更严格的处罚力度，有效提升了审计质量，遏制了券商 IPO 业务的机会主义行为(楼雯倩等, 2022; 吴斌等, 2022)。无论是针对资本市

场还是会计师事务所，严格的监管政策均为投资者带来显著利好。具体到新“国九条”，一是通过严格的退市制度加速出清财务造假、治理失效的劣质公司，降低投资者遭遇信息欺诈与资金损失的风险；二是通过退市端与上市端的双向联动，淘汰低效资产，吸引优质企业，全面提升市场整体价值。

在防风险层面的制度设计上，新“国九条”通过规范市场主体行为、强化利益绑定并提升信息透明度，降低投资者面临的风险，从而成为增强市场信心的关键支撑。例如，在减持监管领域，新“国九条”一方面明确对破发、破净、长期低分红公司股东减持的限制，减少市场抛售压力，避免非理性下跌对投资者信心的冲击；另一方面，将减持资格与公司业绩、股价表现挂钩，迫使大股东在减持前需确保公司业绩稳定与估值合理，促使其从关注短期套利转向深耕长期价值，从源头遏制“减持即利空”的恶性循环。基于上述分析，本文提出以下研究假说：

假说 1：“严监管、防风险、促进资本市场高质量发展”政策导向的市场反应显著为正。

### （二）新“国九条”下市场对现金分红差异的反应

加强对上市公司分红的监管是新“国九条”的一大政策亮点。新“国九条”出台后，已涌现多起典型分红监管案例。例如，兆丰股份(300695.SZ)在 2020—2023 年累计盈利 7.35 亿元，却仅在 2021 年进行象征性分红，其余年份均未分红。因分红不达标，深交所向其下发警示函，要求“增强分红意识，提高投资者回报水平”，公司随后整改并承诺健全分红机制。吉林高速(601518.SH)具备分红能力但长期未分红，上交所据此下发问询函，要求公司解释货币资金充足却不分红的原因；在监管压力下，公司调整分红预案，勉强达到“年均净利润 30%”的监管红线。类似地，方大特钢(600507.SH)的货币资金余额充足且母公司未分配利润充裕，却连续两年未现金分红，上交所就此下发问询函要求说明原因，公司在监管压力下调整分红预案。上述案例表明，新“国九条”针对分红行为的刚性约束机制正由制度设计迈向实质落地。

在新“国九条”背景下，分红不达标可能通过以下路径影响投资者预期：第一，股利信号理论指出，在信息不对称市场中，公司内部管理者较外部投资者掌握更多信息；若管理者预期公司发展前景良好，可通过增加股利向外部投资者传递积极信号(Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984)。因此，分红达标的公司往往具备更稳定的盈利能力和健康的财务结构，向市场传递经营稳健、现金流充裕的积极信号。第二，股利代理理论指出，现金股利支付可减少公司自由现金流，约束管理者将资金投向低效项目，从而缓解股东与管理者的委托代理问题(魏志华等, 2017; 陈运森等, 2024)。第三，从交易机制看，公司若因分红不达标而被实施 ST，其股票涨跌幅限制将收窄，投资者面临流动性退出难题，这会加剧市场对这类股票的回避情绪。可见，随着监管对不分红或少分红行为的约束趋严，资金将加速向分红合规且具备持续回报能力的公司集聚，形成“良币驱逐劣币”的市场生态。基于上述分析，本文提出以下研究假说：

假说 2：新“国九条”颁布后，对于分红不达标或分红力度较小的公司，市场反应更为负面。

### （三）新“国九条”下市场对财务造假风险的反应

新“国九条”提出，要深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局，进一步严格强制退市标准，建立健全不同板块差异化的退市标准体系。从实践看，新“国九条”强化财务造假退市监管的成效已逐步显现。ST 卓朗(600225.SH)在 2019—2023 年通过子公司虚构服务器、软件及系统集成服务销售业务实施系统性财务造假，成为新“国九条”下首家因财务造假而被强制退市的公司；\*ST 中程(300208.SZ)因跨境虚构矿产交易虚增 24.8 亿元营业收入而被强制退市；东方集团(600811.SH)则因四年虚增 161 亿元收入而被强制退市。上述案例表明，新“国九条”修订的财务造假退市标准已实现从制度设计到实践落地的有效衔接，标志着 A 股市场常态化退市机制正加速形成。

在新“国九条”框架下，财务造假可能通过以下渠道引发投资者的负面市场反应：第一，财务造假通过虚构营收、虚增利润等手段扭曲市场信号，使投资者难以准确评估公司真实价值，从而引发“劣币驱逐良币”效应，最终导致市场整体融资效率下降(Healy 和 Palepu, 2001)。第二，新“国九条”显著强化了对财务造假的监管与惩戒力度，涉事公司不仅会面临证监会立案调查、高额罚款等行政处罚，还可能触发强制退市机制。这种高强度处罚将直接导致公司信用破产，投资者难以通过正常交易退出，甚至面临资产清零风险。新“国九条”颁布后，财务造假与强制退市间的联系愈发紧密，投资者将更加关注公司财务报告的真实性和主动规避潜在风险标的。一旦投资者发现公司存在财务造假迹象，便可能选择“用脚投票”，从而使公司股价面临下行风险。基于上述分析，本文提出以下研究假说：

假说 3：新“国九条”颁布后，对于财务造假风险较大的公司，市场反应更为负面。

#### (四)新“国九条”下市场对触发减持限制的反应

新“国九条”的另一重要着力点在于减持规则的完善与强化。在涉及违反减持规定的典型案例中，近岸蛋白(688137.SH)股东淄博璟丽通过集中竞价方式减持首发前股份 16.015 万股，却未履行招股说明书中“减持前提前三个交易日公告”的信息披露义务。中国证监会江苏监管局依据《上市公司股东减持股份管理暂行办法》，责令其购回违规减持的股份，并向上市公司上缴价差。另一起典型案例为东方时尚(603377.SH)，其减持前一日收盘价(后复权)为 12.26 元，而首次公开发行价格为 16.4 元，已处破发状态，但公司控股股东仍实施减持。对此，上交所出具监管警示函，要求购回股份并上缴收益。上述案例表明，在新“国九条”减持新规下，监管部门对违规减持行为的查处力度显著加强，持续压实股东的合规责任。

触发减持限制可能通过以下渠道引发投资者的负面市场反应：第一，新“国九条”明确将破发、破净、分红不达标等作为限制大股东减持的核心约束标准，这些条件直接关联企业经营质量与价值创造能力。例如，触及分红条件反映公司当前现金分红不足，触及破发或破净条件表明股价跌破发行价或每股净资产，意味着市场对公司长期盈利能力的负面评估。第二，尽管减持限制约束了大股东的直接抛售行为，但大股东可能通过大宗交易、股权质押、关联方代持等隐蔽渠道变相减持。例如，部分公司大股东通过设立特殊目的公司、假离婚等手段规避监管，导致减持限制的政策效果被削弱(高榴, 2019)。投资者会将触发减持限制视为潜在“绕道减持”风险的预警信号，从而采取卖出所持股票的避险策略。基于上述分析，本文提出以下研究假说：

假说 4：新“国九条”颁布后，对于触发减持限制的公司，市场反应更为负面。

## 四、研究设计

### (一)样本选取与数据来源

本文以沪深两市全部 A 股上市公司为初始样本，并进行如下筛选：(1)剔除事件日被标记为 ST 或 \*ST 的样本；(2)剔除事件日处于停牌状态的观测值；(3)剔除金融行业上市公司；(4)剔除估计期少于 120 天或事件窗口期少于 11 天的公司；(5)剔除 IPO 不足一年的公司；(6)剔除事件窗口期内披露年报的公司；(7)剔除其他控制变量数据缺失的观测值。经过上述筛选，本文最终得到 4 137 个公司样本。本文对全部连续变量在上下 1% 水平上进行缩尾处理。用于计算市场反应的股票回报数据来自国泰安 CSMAR 数据库，其他公司层面财务数据来自 Choice 数据库。

### (二)模型构建

本文以新“国九条”颁布日 2024 年 4 月 12 日作为事件日，采用模型(1)来检验投资者对新“国九条”的市场反应是否存在异质性。

$$CAR[-2, 2] = \beta_0 + \beta_1 \times Feature + \beta_2 \times Controls + Industry + \varepsilon \quad (1)$$

其中,  $CAR[-2, 2]$  为事件窗口期内的累计超额收益率,<sup>①</sup>  $Feature$  表示公司特征变量。在分红特征层面, 本文从规则层面构建分红未达标虚拟变量 ( $Div\_Fail$ ) 和分红未达标触发 ST 虚拟变量 ( $Div\_ST$ )。若公司最近三年内分红金额和分红比例均未达到新“国九条”规定的标准, 则  $Div\_Fail$  取值为 1, 否则为 0。在计算分红比例和分红金额时, 理论上应以公司 2021—2023 年三年利润分配情况为基础, 但因截至新“国九条”正式颁布时点, 大部分公司尚未发布 2023 年利润分配方案, 数据尚不完备, 故本文采用 2021—2022 年的分红金额及净利润作为计算依据。<sup>②</sup> 具体而言, 分红金额为 2021 年和 2022 年现金分红总额之和, 分红比例为 2021 年和 2022 年现金分红总额之和与归属于母公司净利润均值的比值。需要注意的是, 新“国九条”针对分红情况设置了豁免条件, 即科创板和创业板公司若研发投入达标, 即使分红不达标也可豁免被 ST。基于这一规定, 本文构建分红未达标触发 ST 的虚拟变量 ( $Div\_ST$ )。若公司最近三年内分红金额和分红比例均未达到新“国九条”规定的标准, 且不满足豁免条件, 由此触发 ST, 则  $Div\_ST$  取值为 1, 否则为 0。在分红力度层面, 本文构建 2021—2022 年现金分红次数 ( $Div\_Num$ ) 和分红比例较低虚拟变量 ( $Div\_Dummy$ ), 若公司分红比例低于样本中位数, 则  $Div\_Dummy$  取值为 1, 否则为 0。

本文从审计意见类型和违规次数两个维度来度量财务造假风险。在审计意见维度, 本文构建了  $Opinion1$  和  $Opinion2$  两个指标, 作为公司 2023 年审计意见类型的代理变量。 $Opinion1$  为虚拟变量, 若公司收到的审计意见为无保留意见, 则取值为 0, 否则为 1;  $Opinion2$  为离散变量, 若公司收到的审计意见依次为无保留意见、带强调事项段的无保留意见、保留意见、无法表示意见、否定意见, 则分别赋值为 1、2、3、4、5。本文还以公司 2023 年是否发生违规 ( $Viol$ ) 及 2023 年违规次数加 1 后取自然对数 ( $Viol\_Freq$ ) 作为财务造假风险的代理变量; 同时, 采用应收账款与营业收入之比来衡量该风险,<sup>③</sup> 若公司应收账款与营业收入之比高于行业中位数, 则可能面临较高的财务造假风险,  $AR\_Dummy$  取值为 1, 否则为 0。

本文根据减持新规构建是否破发 ( $PB\_Issue$ )、是否破净 ( $PB\_Book$ ) 以及是否分红不达标 ( $Div\_Restrict$ ) 三个指标。若在最近 20 个交易日中, 任一日以首发日为基准的后复权收盘价低于首次公开发行价格, 则  $PB\_Issue$  取值为 1, 否则为 0; 若在最近 20 个交易日中, 任一日以最近一个会计年度或最近一期财务报告资产负债表日为基准的后复权收盘价, 低于最近一个会计年度或最近一期财务报告期末的每股净资产, 则  $PB\_Book$  取值为 1, 否则为 0; 若最近三个已披露经审计年度报告的会计年度未实施现金分红, 或累计现金分红金额低于同期年均归属于上市公司

① 累计超额回报的计算过程为: (1) 将事件日前 150 天至前 30 天设为估计窗口, 通过回归分析估算股票 Beta 值。回归分析的解释变量为考虑现金红利再投资的综合日市场回报率, 被解释变量为考虑现金红利再投资的日个股回报率。(2) 设定事件窗口为事件发生前后 2 天, 利用 Beta 值和市场收益率来预测窗口内的预期收益率, 实际收益率与预期收益率的差额即为超额收益率。(3) 将事件窗口内所有超额收益率累加, 得到累计超额收益率即  $CAR[-2, 2]$ 。

② 新“国九条”于 2024 年 4 月颁布实施, 其生效后首个评价期为 2022—2024 年度, 但 2024 年度年报及分红方案的公告与实施均在 2025 年。因此, 在研究新“国九条”的市场反应时, 投资者可参考的仅为 2021—2023 年度(累计)的实际分红情况。本文对 4 137 家样本公司统计发现, 仅 857 家公司在 2024 年 4 月 5 日(即新“国九条”窗口期前)公告了 2023 年利润分配方案, 仍有 3 280 家公司未发布。鉴于事件窗口期前披露利润分配方案的比例偏低, 本文最终采用 2021—2022 年度的分红金额及净利润作为计算依据。同时, 本文基于上述小样本(即 857 家公司)进行了补充检验, 结论依然成立。

③ 虚构收入是财务造假的典型手段, 其中虚增收入常通过应收账款科目挂账, 导致应收账款与营业收入之比异常升高, 因此应收账款异常占比是识别收入操纵的关键指标。虚增的收入若直接体现为货币资金, 需伪造银行流水等硬性证据, 难度较高; 而通过应收账款挂账, 仅需伪造销售合同、出库单等单据, 并配合关联方资金循环冲抵, 即可营造收入真实但尚未回款的假象。Jones(1991)指出, 非预期应收账款增长是识别盈余操纵的核心指标。

股东净利润的 30%，则 *Div\_Restrict* 取值为 1，否则为 0。结合上述三个指标，本文还构建了触发减持限制的综合指标 *Sale\_Restrict*，若上市公司出现上述任意一种情况并触发减持限制，则取值为 1，否则为 0。

模型(1)中的 *Controls* 表示控制变量。参考李常青等(2010)以及赵瑞瑞和陈运森(2023)的做法，本文控制了公司规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、总资产报酬率(*ROA*)、营业收入增长率(*Growth*)、流动比率(*Liquidity*)、账面市值比(*BM*)、董事会规模(*Board*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、股权制衡度(*Balance*)、贝塔系数(*Beta*)、机构投资者持股比例(*Institution*)以及股票流动性(*Amihud*)等变量。此外，模型(1)还控制了行业固定效应。

## 五、实证结果分析

### (一) 市场反应

新“国九条”以“严监管、防风险、促发展”为核心导向，其政策内涵与实施路径已在 2024 年 3 月 15 日国务院新闻办公室举行的专题发布会上得到系统阐释。发布会上提及，为贯彻中央金融工作会议精神及国务院部署，围绕发行上市准入、上市公司监管、机构监管、监管系统自身建设四大领域，证监会发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见(试行)》《关于加强上市公司监管的意见(试行)》等四项政策文件。

从发布会核心精神看，证监会围绕资本市场发展关键命题，将强化市场监管、防范金融风险、提升上市公司质量确定为核心方向，明确提出牢牢把握“强监管、防风险、促高质量发展”的政策主线，这与新“国九条”总体要求高度契合。从发布会后集中发布的政策内容看，四项政策文件紧扣“强本强基”与“严监严管”基调：一方面，聚焦提高上市公司质量、保护投资者权益，系统性完善市场监管机制；另一方面，从严加强证监会自身队伍建设与管理，其核心精神与新“国九条”一脉相承。

以《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见(试行)》为例，该政策与新“国九条”均将“提升上市公司质量”作为核心使命，通过强化发行上市环节监管、严格审核企业资质，从源头上杜绝劣质企业入市。文件明确提出“全面从严加强发行上市活动监管”，与新“国九条”通过细化财务指标、规范信息披露等方式提高上市准入标准的导向形成呼应。以《关于加强上市公司监管的意见(试行)》为例，该文件与新“国九条”均围绕提升上市公司投资价值、加强投资者保护，针对分红监管、防范财务造假、规范减持行为等议题推出监管举措；前者旨在构建较完善的监管框架，后者则旨在进一步提升监管规则的精细化程度。

综上所述，2024 年 3 月 15 日召开的专题发布会及会后发布的政策文件与新“国九条”在目标与内容上均高度协同，共同构成资本市场“严监管、防风险、促发展”的政策体系。从政策传导机制看，3 月 15 日新闻发布会首次释放政策信号时，市场已开始消化其核心监管精神。这一阶段的市场反应主要体现为对政策导向的整体预期调整，但由于当时尚未出台具体实施细则与量化标准，市场难以对不同类型企业的差异化影响做出精准判断。直至 4 月 12 日新“国九条”正式文件及配套政策发布，市场才有条件针对不同特征企业(如潜在违规风险较高或治理结构存在缺陷的企业)做出差异化反应。基于此，本文检验了 2024 年 3 月 15 日政策信号释放前后的市场反应，结果显示：在事件日 2024 年 3 月 15 日的窗口期  $[-5, 5]$  内，市场整体呈现显著的正向反应。这表明当日证监会发布的文件释放了“强监管、防风险、促发展”的导向，初步印证了研究假说 1。

(二)主要回归分析

表 1 展示了分红特征的市场反应检验结果。从规则层面指标看, *Div\_ST* 和 *Div\_Fail* 的系数均显著为负, 表明对于分红未达标公司及因不满足豁免条件而触发其他风险警示的公司, 市场反应更为负面。从分红力度指标看, 分红次数 *Div\_Num* 的系数显著为正, 而分红比例较低虚拟变量 *Div\_Dummy* 的系数显著为负, 表明投资者更青睐分红次数较多、分红比例较高的股票。由此, 研究假说 2 得到验证。

表 1 公司分红特征与新“国九条”市场反应

	(1) CAR[-2, 2]	(2) CAR[-2, 2]	(3) CAR[-2, 2]	(4) CAR[-2, 2]
<i>Div_ST</i>	-0.020*** (-6.90)			
<i>Div_Fail</i>		-0.018*** (-6.75)		
<i>Div_Num</i>			0.013*** (8.91)	
<i>Div_Dummy</i>				-0.021*** (-8.96)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	4137	4137	4137	4137
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.465	0.464	0.469	0.469

注: 括号内为*t*值, \*, \*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的水平上显著, 下表同。

表 2 展示了公司财务造假风险的市场反应检验结果。结果显示, 各列系数均显著为负, 表明在新“国九条”下, 对于收到非标审计意见、发生违规以及存在财务造假的公司, 市场反应更为负面, 由此支持了研究假说 3。

表 2 公司财务造假风险与新“国九条”市场反应

	(1) CAR[-2, 2]	(2) CAR[-2, 2]	(3) CAR[-2, 2]	(4) CAR[-2, 2]	(5) CAR[-2, 2]
<i>Opinion1</i>	-0.022*** (-2.71)				
<i>Opinion2</i>		-0.015*** (-2.83)			
<i>Viol</i>			-0.010*** (-3.35)		
<i>Viol_Freq</i>				-0.009*** (-3.63)	
<i>AR_Dummy</i>					-0.005** (-2.19)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	4137	4137	4137	4137	4137
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.459	0.459	0.460	0.460	0.459

表 3 展示了公司触发减持限制规则的市场反应检验结果。综合指标 *Sale\_Restrict* 的系数显著为负, 表明新“国九条”出台后, 触发减持限制公司的市场反应更为负面。进一步地, 本文将

触发减持限制的指标按触发原因细分后进行了回归分析, *PB\_Issue* 和 *Div\_Restrict* 的系数均显著为负。这表明对于出现破发或分红不达标情形的公司, 市场累计超额收益率显著较低, 由此验证了研究假说 4。

表 3 公司触发减持限制规则与新“国九条”市场反应

	(1) CAR[-2, 2]	(2) CAR[-2, 2]	(3) CAR[-2, 2]	(4) CAR[-2, 2]
<i>PB_Issue</i>	-0.009*** (-3.17)			
<i>PB_Book</i>		0.001 (0.26)		
<i>Div_Restrict</i>			-0.018*** (-5.67)	
<i>Sale_Restrict</i>				-0.013*** (-5.15)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	4137	4137	4137	4137
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.460	0.458	0.463	0.462

本文进一步将三者纳入同一模型进行联合检验, 以验证新“国九条”作为一揽子多维度监管政策的整体效应。具体而言, 本文从分红情况、财务造假风险以及是否触发减持限制三个维度各选取一个代表性指标。之所以未将三个维度的全部代理变量同时纳入模型进行回归, 是因为这些变量间可能存在较强的多重共线性, 易造成回归系数偏差等问题。模型如下:

$$CAR[-2, 2] = \beta_0 + \beta_1 \times Div\_Dummy + \beta_2 \times AR\_Dummy + \beta_3 \times Sale\_Restrict + \beta_4 \times Controls + Industry + \varepsilon \quad (2)$$

表 4 显示, *Div\_Dummy*、*AR\_Dummy* 和 *Sale\_Restrict* 的系数均显著为负, 表明投资者对公司分红力度较低、财务造假风险较高以及触发减持限制三类特征的市场反应均更为负面; 同时, 纳入全部自变量后各政策维度变量的解释力依然显著, 并未因其他维度纳入而消失, 这进一步验证了新“国九条”作为政策组合的综合效能。

表 4 新“国九条”相关特征与市场反应

	(1) CAR[-2, 2]	(2) CAR[-2, 2]	(3) CAR[-2, 2]	(4) CAR[-2, 2]
<i>Div_Dummy</i>	-0.021*** (-8.96)			-0.019*** (-7.82)
<i>AR_Dummy</i>		-0.005** (-2.19)		-0.005** (-2.13)
<i>Sale_Restrict</i>			-0.013*** (-5.15)	-0.008*** (-3.06)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	4137	4137	4137	4137
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.469	0.459	0.462	0.470

(三)进一步分析

1. 新“国九条”对分红不足市场反应的调节效应：基于投资机会与融资能力的分析

分红不足的负面市场反应既源于投资者对代理问题的担忧，如管理层将资金投向低效项目或任其闲置(魏志华等, 2017; 陈运森等, 2024)，又源于投资者对企业不分红所传递的资金紧张信号的担忧(Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984)。基于此，市场对分红不足的反应可能受两方面因素驱动：一是投资者对企业资金使用合理性的判断，二是其对企业资金获取能力的评估。因此，本文拟从投资机会与融资能力两个角度展开分析。从投资机会看，当公司面临优质投资机会时，投资者更可能认为即使分红不足，资金也可能被投向高回报项目，从而支撑企业长期增长(Gaver 和 Gaver, 1993)，这有助于缓解分红

不足的负面反应。托宾 Q 是衡量投资机会的常用代理变量，其数值越大，表明企业投资机会质量越好。因此，本文设置虚拟变量 *TobinQ* 来衡量投资机会，若公司托宾 Q 值高于行业年度均值，则 *TobinQ* 取值为 1(代表投资机会较优)，否则为 0。从融资能力看，企业融资能力越强，越能以低成本从外部获取资金，这有助于减轻市场对其现金流不充裕的担忧(He 等, 2016)。据此，本文构建融资约束虚拟变量 *WW*，若公司 *WW* 指数低于行业年度中位数，则 *WW* 取值为 1(代表融资能力较强)，否则为 0。表 5 结果显示，交乘项系数均显著为正，表明良好投资机会与弱融资约束有助于缓解新“国九条”对分红不足预期的负面反应。

2. 新“国九条”对财务造假风险市场反应的调节效应：基于舞弊三角理论的分析

舞弊三角理论指出，舞弊行为的发生须同时具备压力、机会与自我合理化三要素。第一，行业竞争程度是舞弊压力中不可忽视的外部压力源。当行业竞争激烈时，企业面临市场份额萎缩、毛利率下滑、客户流失等多重挑战，维持竞争优势的难度显著增加(邢立全和陈汉文, 2013)；反之，若行业竞争程度较低，则企业的经营压力与舞弊概率也较低。因此，本文以赫芬达尔指数来衡量行业竞争程度，并构建行业竞争舞弊压力分组变量 *Pressure\_Low*。若企业所处行业的赫芬达尔指数高于年度中位数，则 *Pressure\_Low* 取值为 1，否则为 0。第二，舞弊机会是指为实施和掩盖舞弊提供可行条件的内控缺陷等因素。现有研究表明，公司治理状况与内部控制有效性显著影响财务造假风险(刘立国和杜莹, 2003; 杨清香等, 2009)。董事长与总经理两职合一易引发内控缺陷，而两职分离可强化董事会监督职能，增加舞弊潜在成本，促使管理层放弃舞弊，投资者也会因舞弊风险降低而给予正面评价。据此，本文按企业是否存在两职合一来构建舞弊机会虚拟变量 *Opportunity\_Low*。若两职由不同人员担任，则 *Opportunity\_Low* 取值为 1，否则为 0。第三，引发自我合理化的重要因素是管理层相对薪酬较低。若管理层薪酬较高，意味着其已获得合理报酬，通过非正当手段谋利的自我合理化动因较弱，财务造假意愿与可能性较低，企业市场表现可能较优(Conyon 和 He, 2016; Zhou 等, 2018)。为此，本文构建自我合理化变量 *Rationalization\_Low*。若管理层薪酬高于行业年度中位数，则 *Rationalization\_Low* 取值为 1，否则

表 5 新“国九条”对分红不足市场反应的调节效应：基于投资机会与融资能力的分析

	(1)	(2)
	CAR[-2, 2]	CAR[-2, 2]
<i>Div_Dummy</i>	-0.026*** (-8.28)	-0.024*** (-7.51)
<i>TobinQ</i>	0.002 (0.73)	
<i>Div_Dummy</i> × <i>TobinQ</i>	0.010** (2.38)	
<i>WW</i>		0.012*** (3.34)
<i>Div_Dummy</i> × <i>WW</i>		0.010** (2.23)
<i>Controls</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
<i>N</i>	4137	4137
<i>Adj. R</i> <sup>2</sup>	0.470	0.474

为 0。表 6 结果显示,各交乘项系数均显著为正,表明较低的舞弊压力、较少的舞弊机会以及较弱的舞弊动机能够显著减轻投资者对公司财务造假风险的顾虑,从而缓解负面市场反应。

表 6 新“国九条”对财务造假风险市场反应的调节效应:基于舞弊三角理论的分析

	(1) CAR[-2, 2]	(2) CAR[-2, 2]	(3) CAR[-2, 2]
<i>AR_Dummy</i>	-0.006*** (-2.61)	-0.011*** (-3.20)	-0.008*** (-2.63)
<i>Pressure_Low</i>	-0.020 (-0.72)		
<i>AR_Dummy</i> × <i>Pressure_Low</i>	0.013* (1.79)		
<i>Opportunity_Low</i>		-0.005* (-1.72)	
<i>AR_Dummy</i> × <i>Opportunity_Low</i>		0.010** (2.34)	
<i>Rationalization_Low</i>			0.010*** (2.98)
<i>AR_Dummy</i> × <i>Rationalization_Low</i>			0.007* (1.76)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制
<i>N</i>	4137	4137	4137
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.459	0.460	0.464

### 3. 新“国九条”对触发减持限制市场反应的调节效应:基于内部与外部监督的分析

当大股东减持触发新规限制时,其市场表现会因内外部监督环境的差异而呈现异质性。从外部监督环境看,公司触发减持限制后,外部市场规则的完善性直接框定其行为选择的合规边界,约束控股股东侵占中小股东利益的行为。若监管规则执行严格,则股东触发减持限制后通过其他行为绕道减持的可能性将显著降低(张程等, 2020)。本文利用市场化指数中“市场中介组织的发育和法律制度环境”这一细分指标,衡量公司所处的外部监督力量和执法力度(*External*)。若该细分指标高于年度中位数,则 *External* 取值为 1, 否则为 0。从公司内部监督看,股东间的制衡机制可通过股权结构设计与权力博弈,有效监督控股股东行为,防止其在触发减持限制后实施违规减持。现有研究发现,多个大股东间的相互监督、权力制衡以及有效内控机制能压缩股东利用私有信息减持套利的空间,从而抑制减持行为(罗宏和黄婉, 2020)。本文基于股权制衡度构建内部监督虚拟变量(*Internal*)。若股权制衡度高于年度中位数,则 *Internal* 取值为 1, 否则为 0。其中,股权制衡度以第一大股东持股数量与第二至第十大股东持股数量之和的比例来衡量。表 7 结果显示,交互项系数均显著为正,表明较为完善的内外部监督有利于减轻市场对公司触发减持限制的顾虑,从而缓解负面市场反应。

## 六、结论与启示

本文聚焦投资者对新“国九条”的市场反应,发现投资者对该政策导向总体上呈现积极反应,表明其对严监管改革预期持肯定态度。此外,对于分红力度可能不足、财务造假风险较高以

及更可能触发减持限制的公司，市场反应更为负面，表明投资者能够识别政策监管导向；在分红方面，企业投资机会与融资能力显著影响投资者的分红预期，从而影响新“国九条”颁布后投资者对分红不足企业的市场反应；在财务造假方面，当舞弊压力较低、舞弊机会较少以及自我合理化动机较弱时，投资者对财务造假风险的担忧相应减轻，有助于缓解负面市场反应；在减持限制方面，完善的内外部监督能有效抑制触发减持限制的负面市场反应。

本文的研究得出以下启示：对监管机构而言，需持续强化监管力度，以“严监管”为主线推进资本市场改革，稳定市场对高质量发展的预期。对企业而言，应深刻理解新“国九条”提出的系统性监管要求，摒弃将资本市场单纯视为融资工具的短视思维，真正认识到市场兼具投资功能与广大投资者的财富增值诉求。

企业在经营管理中应将维护投资者权益作为关键考量，通过平衡股东利益与企业发展的关系，构建可持续的价值创造机制，才能在新监管环境下实现高质量发展。在合规经营层面，企业应建立常态化分红机制，严格执行信息披露制度，规范大股东减持行为，主动适应强监管环境，切实提升投资者回报水平；同时，应从多维度持续优化治理效能，既要通过改善现金流、降低融资约束等方式增强分红意愿与能力，也要完善内控体系以压缩舞弊空间，并借助改善公司治理与配合法律监管提升监督有效性。对投资者而言，应密切关注资本市场监管政策，理解新“国九条”的监管导向，明确其以投资者保护为核心要义，从而更好把握市场发展趋势与投资机会。

表 7 新“国九条”对触发减持限制市场反应的调节效应：基于内部与外部监督的分析

	(1) CAR[-2, 2]	(2) CAR[-2, 2]
<i>Sale_Restrict</i>	-0.016*** (-5.38)	-0.017*** (-5.09)
<i>External</i>	-0.005* (-1.72)	
<i>Sale_Restrict</i> × <i>External</i>	0.009** (2.02)	
<i>Internal</i>		-0.004 (-1.12)
<i>Sale_Restrict</i> × <i>Internal</i>		0.008* (1.86)
<i>Controls</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
<i>N</i>	4 137	4 137
<i>Adj. R</i> <sup>2</sup>	0.462	0.462

主要参考文献：

[1]曹越, 黄岑, 樊斌. “选择权”股利监管政策与公司投资效率[J]. 会计与经济研究, 2024, (6): 33-54.  
 [2]陈运森, 郑登津, 李路. 民营企业发审委社会关系、IPO 资格与上市后表现[J]. 会计研究, 2014, (2): 12-19.  
 [3]陈运森, 周金泳, 彭嘉续. 中国上市公司分红的动因研究——基于机器学习的证据[J]. 中国工业经济, 2024, (5): 155-173.  
 [4]高榴. 上市公司内部人股份减持监管的主要问题及对策建议[J]. 南方金融, 2019, (2): 41-48.  
 [5]韩云, 张云, 吕纤. “强制”的股利平稳性是去杠杆还是加杠杆——基于差异化分红监管政策的评估研究[J]. 财贸经济, 2020, (9): 86-99.  
 [6]赖黎, 蓝春丹, 秦明春. 市场化改革提升了定价效率吗?——来自注册制的证据[J]. 管理世界, 2022, (4): 172-184.  
 [7]李常青, 魏志华, 吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究[J]. 经济研究, 2010, (3): 144-155.  
 [8]李若山. 对证券市场“零容忍”政策下退市新规的思考——兼对 43 家退市公司的案例分析[J]. 财会月刊, 2022, (16): 11-17.  
 [9]林乐, 郑登津. 退市监管与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济, 2016, (12): 58-74.  
 [10]刘立国, 杜莹. 公司治理与会计信息质量关系的实证研究[J]. 会计研究, 2003, (2): 28-36.

- [11]刘志远, 郑凯, 何亚南. 询价制度第一阶段改革有效吗[J]. 金融研究, 2011, (4): 158-173.
- [12]楼雯倩, 吴斌, 张雪莹. 严监管与审计质量改善——基于证监会 138 号《新规》的自然实验[J]. 审计与经济研究, 2022, (4): 57-65.
- [13]罗宏, 黄婉. 多个大股东并存对高管机会主义减持的影响研究[J]. 管理世界, 2020, (8): 163-177.
- [14]史金艳, 杨睿博, 戴望秀. 创业板退市制度新规的市场反应研究[J]. 证券市场导报, 2014, (5): 20-25.
- [15]宋顺林, 唐斯圆. 投资者情绪、承销商行为与 IPO 定价——基于网下机构询价数据的实证分析[J]. 会计研究, 2016, (2): 66-72.
- [16]王国俊, 王跃堂, 韩雪, 等. 差异化现金分红监管政策有效吗?——基于公司治理的视角[J]. 会计研究, 2017, (7): 48-54.
- [17]王克敏, 杨国超, 刘静, 等. IPO 资源争夺、政府补助与公司业绩研究[J]. 管理世界, 2015, (9): 147-157.
- [18]魏志华, 李常青, 吴育辉, 等. 半强制分红政策、再融资动机与经典股利理论——基于股利代理理论与信号理论视角的实证研究[J]. 会计研究, 2017, (7): 55-61.
- [19]魏志华, 李茂良, 李常青. 半强制分红政策与中国上市公司分红行为[J]. 经济研究, 2014, (6): 100-114.
- [20]魏志华, 曾爱民, 吴育辉, 等. IPO 首日限价政策能否抑制投资者“炒新”?[J]. 管理世界, 2019, (1): 192-210.
- [21]吴斌, 冀郭冉, 楼雯倩, 等. 严监管对券商 IPO 收费的影响——基于证监会 138 号《新规》的准自然实验[J]. 证券市场导报, 2022, (3): 33-42.
- [22]谢柳芳, 朱荣, 何苦. 退市制度对创业板上市公司盈余管理行为的影响——基于应计与真实盈余管理的分析[J]. 审计研究, 2013, (1): 95-102.
- [23]邢立全, 陈汉文. 产品市场竞争、竞争地位与审计收费——基于代理成本与经营风险的双重考量[J]. 审计研究, 2013, (3): 50-58.
- [24]许文静, 苏立, 吕鹏, 等. 退市制度变革对上市公司盈余管理行为影响[J]. 会计研究, 2018, (6): 32-38.
- [25]杨清香, 俞麟, 陈娜. 董事会特征与财务舞弊——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2009, (7): 64-70.
- [26]殷媛, 曾庆生. 减持管制影响上市公司大股东掏空行为吗?[J]. 会计与经济研究, 2025, (2): 113-132.
- [27]俞红海, 刘焯, 李心丹. 询价制度改革与中国股市 IPO“三高”问题——基于网下机构投资者报价视角的研究[J]. 金融研究, 2013, (10): 167-180.
- [28]章晟, 景辛辛, 苏蛟. 规范大股东减持能有效抑制股价波动吗?——基于《减持新规》[9号文]的自然实验[J]. 证券市场导报, 2019, (3): 13-23.
- [29]张程, 曾庆生, 贺惠宇. 事前披露能够降低董监高减持的获利能力吗?——基于中国“减持新规”的实证检验[J]. 金融研究, 2020, (3): 189-206.
- [30]张宗新, 吴钊颖. 科创板基础性制度改革能否提升市场定价效率?[J]. 证券市场导报, 2021, (4): 33-46.
- [31]郑登津, 兰天琪, 赵瑞瑞. “吐故方能纳新”——基于退市新规的事件研究[J]. 中央财经大学学报, 2024, (2): 81-91.
- [32]Canyon M J, He L R. Executive compensation and corporate fraud in China[J]. *Journal of Business Ethics*, 2016, 134(4): 669-691.
- [33]Easterbrook F H. Two agency-cost explanations of dividends[J]. *American Economic Review*, 1984, 74(4): 650-659.
- [34]Gaver J J, Gaver K M. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1993, 16(1-3): 125-160.
- [35]He Z, Chen X Y, Huang W, et al. External finance and dividend policy: A twist by financial constraints[J]. *Accounting & Finance*, 2016, 56(4): 935-959.
- [36]Healy P M, Palepu K G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1-3): 405-440.

- [37]Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 323–329.
- [38]Jones J J. Earnings management during import relief investigations[J]. *Journal of Accounting Research*, 1991, 29(2): 193–228.
- [39]Rozeff M S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios[J]. *Journal of Financial Research*, 1982, 5(3): 249–259.
- [40]Zhou F Z, Zhang Z N, Yang J, et al. Delisting pressure, executive compensation, and corporate fraud: Evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2018, 48: 17–34.

## A Research on Market Reactions to the Multi-dimensional Regulatory Framework in the Capital Market: Evidence from the New “Nine National Policies”

Zheng Dengjin, Xu Xinyuan, Xiao Tusheng

*(School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)*

**Summary:** The new “Nine National Policies” hold significant importance in building a coordinated capital market, better leveraging the functions of the capital market, and advancing the construction of a financially strong nation. By comparing the policy goals and implementation standards across various sectors, this paper identifies three core dimensions: dividend regulation, financial fraud regulation, and share reduction restrictions. Based on this, it constructs an OLS regression model, leverages independent variables that measure firm characteristics from the above three dimensions, and uses the cumulative abnormal returns around the release of the new “Nine National Policies” as the dependent variable for regression analysis.

The results show that the market responds more negatively to firms with insufficient dividends, higher financial fraud risks, and a higher likelihood of triggering share reduction restrictions. In terms of dividends, corporate investment opportunities and financing capabilities significantly affect investors’ dividend expectations, which in turn improves market reactions to firms with insufficient dividends. In terms of financial fraud, when the pressure, opportunity, and self-justification motives for financial fraud are lower, investor concerns about financial fraud risks are alleviated, leading to a reduction in negative market reactions. In terms of share reduction, effective internal and external supervision can suppress negative market reactions triggered by share reduction restrictions.

This paper makes three key contributions: First, it fills the research gap in the regulatory policy framework for the capital market and enriches the literature on regulatory policy effects. Second, using the new “Nine National Policies” as an experimental setting, it provides micro-level empirical evidence on the effectiveness of stringent regulatory implementation. Third, it offers valuable insights for the implementation of the new “Nine National Policies” and the dynamic optimization of supporting regulatory details.

This paper offers the following implications: First, it aids regulatory authorities in recognizing the market’ endorsement of more stringent regulation. Second, it assists firms in understanding the systematic requirements proposed in the new “Nine National Policies” and encourages them to move beyond the short-sighted mindset of regarding the capital market merely as a financing tool. Third, it enables investors to accurately understand the regulatory orientation of the new “Nine National Policies”.

**Key words:** new “Nine National Policies”; dividend regulation; financial fraud; shareholding reduction supervision

(责任编辑 康健)