

非处罚性市场监管、混合股东治理与公司违规

——来自中国资本市场的经验证据

马亚民, 刘丽娜

(山东师范大学 商学院, 山东 济南 250358)

[摘要]以问询函与关注函为代表的非处罚性市场监管以及国有股权与非国有股权相互制衡形成的混合股东治理机制为切入点,基于2014—2020年沪深A股非金融上市公司数据,考察抑制公司违规频发的有效途径。研究发现:非处罚性市场监管与混合股东治理均能够导致公司违规减少,二者呈现互补关系,该互补关系主要源自混合股东治理对关注函性质监管效力的正向调节作用、混合股东治理对问询函与关注函类型监管效果的传导功能以及问询函与关注函对混合股东治理效果的传导功能;收函次数、函件文本长度等非处罚性市场监管力度越强时,上述效果越为明显,且收函次数对公司违规趋势的监管效力更强。准自然实验结果显示,2017年《证券交易所管理办法》修订稿出台能够增强二者之间的互补关系,非国有产权、高效的司法行政环境与管理层法律背景有利于非处罚性市场监管与混合股东治理监督功能的发挥,非处罚性市场监管与混合股东治理引致的公司违规减少能够进一步提高投资者保护水平。研究结论有助于理解一线金融监管与混合所有制的制度合力保障资本市场有效运行的内在逻辑,为决策层有效预防微观市场失范行为、提高上市公司质量提供新思路。

[关键词]非处罚性市场监管;混合股东治理;公司违规;投资者保护;司法行政环境;管理层法律背景

[中图分类号]F230 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2024)05-0073-14

一、引言

公司违规是公司违反法律或偏离社会准则的行为,不仅会减损公司价值,而且会侵害投资者利益,降低资本市场效率,造成大量的社会财富损失^[1]。如何提高治理效率、防范公司违规受到学术界广泛关注。现有研究基于股权结构^[1]、董事会特征^[2]、经理人激励^[3]、内部控制^[4]、负债融资^[5]、分析师^[6]、媒体^[7]等视角,发现良好的内外部治理环境对公司违规行为具有一定的约束作用。然而上市公司操纵股价、虚列资产等侵害投资者利益的违规行为屡见不鲜,如广州安州投资管理有限公司操控“节能风电”股价、永城煤电控股集团有限公司虚增货币资金等事件,揭示出监管对于维护资本市场秩序的必要性。随着资本市场监管体制改革不断推进,“放松管制、加强监管”理念逐渐深入,信息披露直通车制度^①逐步实行,预示着证券交易所一线监管重心向事后监管转移,对监管目标发出函件成为证券交易所事后监管职能履行的主要方式,即非处罚性市场监管^[8]。其主要目标是针对上市公司公告中潜在的不合规问题,要求公司予以说明与整改,建立起纠正资本市场中失范行为的第一道防线^[9]。基于问询函与意见函类型的监管效果研究证实,非处罚性市场监管能够改进审计效率^[10]与分析师预测效率^[11]、改善盈余质量^[9,12]与业绩预告质量^[13]、减少信息不对称^[14]、降低股价崩盘风险^[15]等。由于只需存在合理怀疑及潜在线索便可启动监管措施,且信息披露及时,以问询函与关注函为代表的非处罚性市场监管具

[收稿日期]2023-12-26

[基金项目]国家自然科学基金青年项目(41901169)

[作者简介]马亚民(1994—),女,山东烟台人,山东师范大学商学院讲师,博士,主要研究方向为资本市场会计监管与治理,邮箱:1150971863@qq.com;刘丽娜(1969—),女,山东菏泽人,山东师范大学商学院教授,博士,主要研究方向为绿色创新、资本市场财务与会计问题。

①信息披露直通车指上市公司自行通过信息披露系统进行公司公告披露,并提交至证券交易所网站与指定披露媒体,无需证券交易所事前审核的信息披露方式。

有较强的实效性,同时能够通过正面溢出效应强化分析师、媒体等金融市场中中介机构的监督作用,从而压缩公司违规操作空间,缓解违规趋势。但监管主体^①级别与问题严重程度相对较低意味着以问询函与关注函为代表的非处罚性市场监管可能不会对公司违规产生实质性的治理效应。那么,非处罚性市场监管是能防范公司违规、保护投资者利益,还是“外强中干”、难以发挥监管效果?研究该问题对深化监管体制改革纠正公司违规与促进资本市场健康发展具有现实指导作用。

作为外部治理机制,非处罚性市场监管是公司违规内部治理机制运作的环境^[16],能够通过改善资本市场信息环境为内部治理提供制度支撑,从而抑制公司违规,保护投资者利益。由于公司利益分配取决于股权结构^[17],围绕股权结构的公司违规治理效果将直接关系到投资者的利益或权益。随着混合所有制经济改革的深化,国有股权与非国有股权相互制衡的混合股东治理成为一种保护投资者利益的重要机制,已有研究证实,其能够优化公司治理体系^[18]、提高决策效率^[1,19]、改善公司业绩^[20-21]等。因此混合股东治理不仅可以优化股权结构,加强内部监督,减少公司违规机会,而且有利于各种所有制资本取长补短,提高经营质量,降低公司违规动机,一个突出表现是公司信息披露质量上升,从而弱化证券交易所事后监管职能,挤出非处罚性市场监管的治理效应,形成替代关系。然而混合股东治理带来的公司信息环境改善还可能提高证券交易所发现公司不合规问题的能力和效率,增强问询函精准性与关注函及时性,强化非处罚性市场监管的监督功能,即非处罚性市场监管与混合股东治理相协调治理公司违规。那么,混合股东治理能否抑制公司违规?非处罚性市场监管与混合股东治理之间是呈现替代关系还是互补关系?回答上述问题对于深入理解混合所有制改革背景下上市公司质量具有重要意义,可以为治理机制完善与违规综合治理提供线索。

为此,本文以公司违规为切入点,基于中国A股非金融上市公司2014—2020年数据,考察监管体制改革与混合所有制改革背景下非处罚性市场监管与混合股东治理的效果以及二者之间是存在替代关系还是互补关系。预期可能产生的贡献为:第一,探讨非处罚性市场监管对公司违规的治理效果,丰富了资本市场监管经济后果论的相关研究。基于非处罚性市场监管异质性、非处罚性市场监管力度、2017年《证券交易所管理办法》修订稿等,研究可为证券交易所监管效果提供更为可视化的结论,从而为完善监管机制、促进资本市场稳定健康发展提供重要启示。第二,考察混合股东治理对公司违规的影响效果及上市公司合规经营的制度诱因,为推进混合所有制经济发展、规范市场经济秩序提供实证依据。第三,讨论非处罚性市场监管与混合股东治理在公司违规行为纠正过程中的替代或互补关系以及整体治理效果,为不同治理机制间协调与违规环境净化提供理论指引与实践参考。

二、理论分析与研究假设

(一) 非处罚性市场监管与公司违规

企业反舞弊制度论从社会角度强调了监管的重要性。根据舞弊风险因子理论,公司违规是动机、道德品质等个别风险因子与机会、被稽查概率、受罚程度等一般风险因子共同作用的结果,非处罚性市场监管主要通过两个渠道防范与治理公司违规:第一,非处罚性市场监管具有较强的实效性,能够对监管目标产生警示作用^[9,22]。法律不完备理论认为,法律制度尚不健全的转轨经济背景下,监管机构监管有助于约束微观市场违规行为,此即非处罚性市场监管的理论基础^[9,13]。同时,《中华人民共和国证券法》关于证券交易所监管权的规定、《上海证券交易所市场监察质量报告(2008)》对一线监管工作的关注等决定了非处罚性市场监管具有可依赖的监管基础。因此可以认为,非处罚性市场监管能够有效发挥监管效力。具体来说,作为市场组织者与运营者,证券交易所在信息获取、监管能力等方面具有比较优势,且只需合理怀疑便能够对处罚性市场监管无法处理的灰色地带启动监管措施并及时公告信息,这预示着非处罚性市场监管更可能及时发现上市公司可能存在的不合规问题,督促监管目标整改并完善信息披露,从而改善资本市场

^①监管主体主要是证监会领导下的证券交易所。

信息环境,减少公司开展违规行动的机会。此外,非处罚性市场监管可能导致后续进一步调查,甚至引发行政机构的关注与稽查^[22]。“强监管”背景下,违规被稽查概率与受罚程度提高,从而倒逼上市公司合规经营,减少违规行为。第二,非处罚性市场监管具有正外部性,能够增强其他市场参与者的监督^[9,14]。监管函件作为公开信息,不仅能够引起股东、独立董事、监事等的重视,促使其勤勉尽责,加强对公司不当行为的内部监督^[8],压缩上市公司从事违规行为的空間,而且能够为股东等履职工作提供信息基础,改善公司内部治理效率,从而增加违规行为被发现的可能性,降低公司违规倾向。与此同时,监管函件能够向审计师、分析师、媒体等揭示公司经营不合规、信息披露不真实等潜在问题,从而引发金融市场中中介机构的广泛关注与持续监督,提高外部监督有效性^[10,13],使得公司失范行为更易被稽查,违规问题得以缓解。

基于此,本文提出假设 H1。

H1:非处罚性市场监管将抑制公司违规趋势。

(二) 混合股东治理与公司违规

国有股权与非国有股权相互制衡的混合股东治理机制伴随混合所有制改革产生并发展,有利于不同所有制资本优势互补,适应与引领经济“新常态”。一方面,对于国有上市公司,混合股东治理能够提高经营质量与治理效率,降低违规动机并减少违规机会。产权界限模糊、产权主体虚置等问题决定了国有上市公司经营效率低下。根据产权理论,权、责、利界定较为清晰的非国有资本参与国有上市公司后,能够强化公司内部利益激励,提高经营绩效。与此同时,较完善的市场化经营机制、较强的灵活性与创新能力以及较先进的管理理念预示着混合股东治理可以重塑国有上市公司运营机制与管理机制,激发公司活力,增强市场竞争能力,提高经营质量^[21,23]。经营业绩上升将降低企业通过披露不实、虚构利润、擅自改变资金用途等进行违规操作的报表粉饰动机^[1,24]。此外,国有上市公司普遍存在“一股独大”缺陷,更可能引致“隧道效应”,诱发占用公司资产、违规担保等利益侵占行为。混合股东治理机制形成的异质性股权制衡不仅可以激励不同股东履职积极性,强化公司内部监督,而且能够约束大股东短视行为,提高治理效率^[1,25],从而压缩上市公司实施违规行为的空間。另一方面,对于非国有上市公司,混合股东治理能够产生替代制度红利效应与制衡效应,弱化公司违规动机并减少违规机会。根据资源获取假说与产权保护假说,混合股东治理能够发挥国有资本在融资能力、行业准入、政府扶持等方面的优势,提高非国有上市公司相对于银行等债权人的议价能力与进入高壁垒行业的可能性^[26],同时降低公司面临的政府掠夺风险^[27],从而削弱上市公司出于融资、私利与藏富考虑从事虚构利润、虚列资产、操纵股价、内幕交易、推迟披露、重大遗漏等违规行为的动机。显然,混合股东治理同样可以制衡并监督非国有股东,产生激励效应,从而提高公司治理有效性,减少公司违规操作机会。

基于此,本文提出假设 H2。

H2:混合股东治理将抑制公司违规趋势。

(三) 非处罚性市场监管与混合股东治理:替代还是互补

针对法律制度尚不健全的转轨经济背景,非处罚性市场监管与混合股东治理作为投资者利益保护的主要替代机制,或将对微观市场失范行为起到抑制作用。根据二者是制度的重复供给还是能够产生制度合力,非处罚性市场监管与混合股东治理在缓解公司违规趋势中发挥替代效应或互补效应,形成替代观与互补观。

基于替代观,非处罚性市场监管与混合股东治理机制相互重叠,较强的混合股东治理水平更可能在信息披露前约束公司违规行为,从而提高经营质量与信息披露质量,挤出事后的非处罚性市场监管效应。一方面,混合股东治理能够借助不同所有制资本禀赋差异形成“资源效应”,提高国有资本与非国有资本运作效能,改进经营效率^[23],降低公司通过内幕交易、虚构利润等操纵盈余的违规动机,结果是公司经营活动、信息披露等方面的失范行为减少,证券交易所事后通过非处罚性市场监管发现公司潜在不合规问题的可能性降低,公司面临的外部监管约束减弱,非处罚性市场监管的治理效应被挤出。另一

方面,混合股东治理能够借助不同产权股东相关制衡优化股权结构,完善公司内部激励约束机制^[28],形成“制衡效应”,提高内部治理效率,抑制单一产权引致的“隧道效应”^[26],减少占用公司资产、擅自改变资金用途、虚列资产等违规操作机会,从而改善公司经营环境与信息环境,在信息披露前就可以约束上市公司可能存在的不规范行为,减少证券交易所事后监管发现的公司失范行为,挤出非处罚性市场监管的治理效应。与此同时,股东因持有股权具有经济激励,为保护自身利益,更有动机发挥监督功能^[18,21],压缩公司违规空间,即混合股东治理机制能够发挥激励效应,更可能在信息披露前防范与治理公司违规行为,从而弱化证券交易所事后监管职能,表现为非处罚性市场监管的治理效应被挤出。因此,混合股东治理在信息披露前降低公司违规动机并减少违规机会的监督功能使得非处罚性市场监管与混合股东治理对公司违规趋势的抑制作用具有替代效应。

基于互补观,非处罚性市场监管与混合股东治理能够相互促进,发挥协同治理效应。根据协同效应理论,非处罚性市场监管通过为不同产权股东提供信息支撑有助于混合股东治理监督功能的发挥,而混合股东治理机制对公司信息环境的改善作用能够提高非处罚性市场监管发现上市公司潜在不合规问题的能力和效率。具体来说,作为运营者与一线监管者,证券交易所知晓所有市场交易信息,在识别与防范公司违规风险上具有制度优势,并通过信息公开方式形成正面溢出效应,促使公司特质信息及时传递给股东等其他市场参与者^[8-9],从而为混合股东治理提供信息基础与制度支撑,缓解股东与上市公司之间的信息不对称问题,提高混合股东治理效率,压缩公司违规操作空间并增加违规被稽查概率。与此同时,作为完善资本市场治理的重要举措,非处罚性市场监管能够通过优化市场化机制提升混合所有制改革成效,有利于增强国有上市公司的市场竞争能力与打破非国有上市公司面临的融资、市场准入等隐性壁垒^[23],从而降低公司进行违规操作的报表粉饰、融资、谋取私利等动机。另外,混合股东治理能够优化公司运营机制、管理机制与治理机制,促进“资源效应”与“制衡效应”发挥,从而改善公司信息环境^[1],提高监管函件精确性与准确性,有利于证券交易所精确发现并及时纠正上市公司存在的不合规行为,强化非处罚性市场监管的治理效应。同时混合股东治理发挥的激励效应能够增强内部监督力度,促使股东挖掘更多负面信息,从而可能引起证券交易所关注,通过启动关注函性质监管措施发挥非处罚性市场监管效力,减少公司违规机会并增加公司潜在失范问题被发现的可能性,最终有效约束公司违规行为。因此,非处罚性市场监管与混合股东治理对公司违规趋势的抑制作用发挥互补效应。

因此,本文提出以下两个假设。

H3a:非处罚性市场监管与混合股东治理在抑制公司违规趋势过程中存在替代关系。

H3b:非处罚性市场监管与混合股东治理在抑制公司违规趋势过程中存在互补关系。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

考虑到证券交易所自2014年12月开始公开披露监管函件信息,本文选择2014—2020年沪深A股上市公司为初始样本,并按照如下标准进行筛选:(1)剔除金融行业上市公司;(2)剔除资产负债率异常的样本;(3)剔除交叉上市的样本,排除不同市场监管环境的影响;(4)剔除数据缺失的样本。由于解释变量采用滞后一期数值,最终得到15798个公司年度观测值。为缓解离群值对研究结果的影响,对所有连续变量进行上下1%分位数的缩尾处理。鉴于部分证券交易所监管客体是ST、PT、*ST等被特别处理的上市公司,本文未将此样本予以剔除。

问询函、关注函与监管函相关变量以及董事高管责任保险数据来源于CNRDS公司特色库,为确保数据真实可靠,本文还通过上海证券交易所网站《监管问询》与深圳证券交易所网站《问询函件》栏目披露内容对非处罚性市场监管变量数据进行补充与调整;投资者保护数据源于北京工商大学投资者保护研究中心数据;司法行政环境数据来源于中国社会统计年鉴与中国统计年鉴;市场化进程数据来源于

Wind 数据库,并基于各地区指数对年份回归模型补全缺失数据;违规变化、混合主体制衡度与其他变量数据来源于 CSMAR 数据库,并通过整理计算获得。需要说明的是,考虑到制造业细分行业众多,按照 2012 年证监会行业分类标准确定行业虚拟变量时,制造业取两位代码分类,其他行业取一位代码分类。

(二) 主要实证模型与变量说明

1. 非处罚性市场监管与公司违规关系检验

为检验非处罚性市场监管对公司违规趋势的治理效果,借鉴陈运森等^[29]、聂萍等^[30]的研究设计,构建模型(1):

$$Dffreq_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 IA_{i,t-1} + \sum \partial_m controls_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Dffreq_{i,t}$ 表示违规变化,反映违规趋势,用公司违规次数的一阶差分衡量。 $IA_{i,t-1}$ 指代非处罚性市场监管,表示是否收函的虚拟变量,收到问询函或关注函赋值为 1,否则为 0。 $\sum \partial_m controls_{i,t-1}$ 代表公司违规趋势的一系列影响因素,具体见表 1。此外,本文控制变量还包括年份、行业与地区固定效应。

2. 混合股东治理与公司违规关系检验

为检验混合股东治理与公司违规趋势的关系,参照马连福等^[20]、李双燕等^[31]等的研究,构建模型(2):

$$Dffreq_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 Mresrt_{i,t-1} + \sum \partial_m controls_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $Mresrt_{i,t-1}$ 指代混合股东治理,用混合主体制衡度衡量,即国有上市公司(非国有上市公司)前十大股东中非国有股东(国有股东)与国有股东(非国有股东)持股比例的差额。其他变量含义同上。

3. 非处罚性市场监管与混合股东治理替代或互补关系检验

为检验在公司违规趋势治理过程中,非处罚性市场监管与混合股东治理的相互关系,借鉴池国华等的研究设计^[32],构建模型(3):

$$Dffreq_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 IA_{i,t-1} + \partial_2 Mresrt_{i,t-1} + \partial_3 IA_{i,t-1} \times Mresrt_{i,t-1} + \sum \partial_m controls_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型中 $IA_{i,t-1} \times Mresrt_{i,t-1}$ 的系数 ∂_3 是本文关注重点,在非处罚性市场监管与混合股东治理对公司违规趋势产生抑制作用的情况下, ∂_3 显著为正表明二者具有替代关系,支持 H3a, ∂_3 显著为负说明二者能够发挥互补效应,支持 H3b。

表 1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	度量方法
被解释变量	$Dffreq_{i,t}$	违规变化	公司违规次数的一阶差分
	$IP_{i,t}$	投资者保护	投资者保护指数
	$IA_{i,t-1}$	是否收函	收到问询函或关注函赋值为 1, 否则为 0
	$Inquiry_{i,t-1}$	问询函	收到问询函赋值为 1, 否则为 0
解释变量	$Attention_{i,t-1}$	关注函	收到关注函赋值为 1, 否则为 0
	$NIA_{i,t-1}$	收函次数	$t-1$ 年收到函件总数加 1 后取自然对数
	$LIA_{i,t-1}$	函件文本长度	函件全文字符数加 1 后取自然对数, 未收函公司为 0
	$Mresrt_{i,t-1}$	混合主体制衡度	国有上市公司(非国有上市公司)前十大股东中非国有股东(国有股东)与国有股东(非国有股东)持股比例的差额
	$Law_{i,t-1}$	司法行政环境	地区律师人数/地区人口数, 大于均值赋值为 1, 否则为 0
类别变量	$LawBG_{i,t-1}$	管理层法律背景	法学专业学习经历或者法律职业背景赋值为 1, 否则为 0
	$Supervise_{i,t-1}$	监管函	收到监管函赋值为 1, 否则为 0
	$Size_{i,t-1}$	企业规模	资产总额的自然对数
	$Idebt_{i,t-1}$	有息资产负债率	(短期借款 + 长期借款 + 应付债券)/总资产
	$RoE_{i,t-1}$	净资产收益率	净利润与平均股东权益的比值
	$Growth_{i,t-1}$	成长性	营业收入增长率
	$Cf_{i,t-1}$	现金流量	经营活动现金净流量/总资产
	$Loss_{i,t-1}$	是否亏损	净利润小于 0 赋值为 1, 否则为 0
	$Director_{i,t-1}$	独立董事占比	独立董事人数与董事会人数的比值
	$Dual_{i,t-1}$	两职合一	董事长兼任总经理的, 取值为 1, 否则为 0
控制变量	$Management_{i,t-1}$	高管持股	高管持股数与总股数的比值
	$Pay_{i,t-1}$	高管薪酬	前三大高管薪酬的自然对数值
	$ER_{i,t-1}$	股权制衡度	第二大至第十大股东持股比例/第一大股东持股比例
	$State_{i,t-1}$	产权性质	国有上市公司赋值为 1, 非国有上市公司赋值为 0
	$Ins_{i,t-1}$	董事高管责任保险	购买董事高管责任保险赋值为 1, 否则为 0
	$Big4_{i,t-1}$	四大审计	审计师来自四大会计师事务所赋值为 1, 否则为 0
	$Follow_{i,t-1}$	分析师关注	分析师跟踪人数加 1 后取自然对数
	$Market_{i,t-1}$	交易所市场	上海证券交易所上市公司赋值为 1, 深圳证券交易所上市公司赋值为 0

四、实证分析

(一) 描述性统计分析

表2是主要变量描述性统计与未收函组和收函组均值差异检验结果。是否收函($IA_{i,t-1}$)的均值为0.2277,即收到证券交易所问询函或关注函的上市公司占比达到22.77%,间接说明非处罚性市场监管频率较高,揭示出证券交易所自律监管的重要性。具体地,问询函($Inquiry_{i,t-1}$)的均值为0.1870^①,关注函($Attention_{i,t-1}$)的均值为0.0761,监管函($Supervise_{i,t-1}$)的均值为0.0002,表明约有18.7%的上市公司收到问询函,7.61%的上市公司收到关注函,0.02%的上市公司收到监管函。问询函是非处罚性市场监管的主要手段,考虑到关注函的发函主体主要是深圳证券交易所,可以认为关注函是证券交易所事后监管的重要方式之一,从而为本文主要从问询函与关注函两个类型研究非处罚性市场监管的监督功能提供佐证。收函次数($NIA_{i,t-1}$)的均值为0.1991,最大值为1.6094,函件文本长度($LIA_{i,t-1}$)的均值为1.6580,标准差为3.0666,表明上市公司面临的收函次数、函件文本长度等非处罚性市场监管力度较强,且彼此间具有差异性,凸显证券交易所一线监管职能。违规变化($Dffreq_{i,t}$)的均值为-0.0014,最小值为-10,最大值为7,说明大部分公司违规趋势得到缓解,且未收函公司组的 $Dffreq_{i,t}$ 均值为0.0119,收函公司组的 $Dffreq_{i,t}$ 均值为-0.0464,二者在1%水平上存在显著差异,一定程度上表明非处罚性监管能够有效治理公司违规趋势。混合主体制衡度($Mrestr_{i,t-1}$)的均值为-48.7515,标准差为22.3729,说明上市公司混合主体制衡度较低且迥然不同,揭示出深化混合所有制改革的必要性。进一步地,收函公司组的 $Mrestr_{i,t-1}$ 均值为-46.9602,在1%的水平上显著高于未收函公司组,表明监管体制改革与混合所有制改革背景下非处罚性市场监管与混合股东治理更可能形成共同治理效果。控制变量中有息资产负债率($Idebt_{i,t-1}$)均值为0.1441,说明上市公司面临一定的偿债压力,且收函公司组的 $Idebt_{i,t-1}$ 显著高于未收函组,表明非处罚性市场监管能够甄别公司偿债压力引致的违规风险;净资产收益率($Roe_{i,t-1}$)均值为0.0623,收函公司组的 $Roe_{i,t-1}$ 均值为0.0213,显著低于未收函公司组,说明上市公司面临一定程度的盈利困境,非处罚性市场监管能够及时发现公司操纵盈余等潜在不合规问题;成长性($Growth_{i,t-1}$)均值为0.4406,未收函公司组的 $Growth_{i,t-1}$ 均值为0.4048,收函公司组的 $Growth_{i,t-1}$ 均值为0.5618,在1%水平上存在显著差异,一定程度上表明非处罚性市场监管能够识别公司持续经营能力存在的不确定性问题;分析师关注($Follow_{i,t-1}$)均值为1.3933,收函公司组的 $Follow_{i,t-1}$ 均值为1.1327,显著低于未收函公司组的1.4702,揭示了分析师在资本市场治理中的关键作用。

表2 主要变量的描述性统计与均值差异检验^②

变量	全样本						未收函	收函	T 检验
	观测值	均值	标准差	中位数	最小值	最大值	均值	均值	均值差异
$IA_{i,t-1}$	15798	0.2277	0.4194	0	0	1			
$Inquiry_{i,t-1}$	15798	0.1870	0.3899	0	0	1			
$Attention_{i,t-1}$	15798	0.0761	0.2651	0	0	1			
$NIA_{i,t-1}$	15798	0.1991	0.3915	0.0000	0.0000	1.6094			
$LIA_{i,t-1}$	15798	1.6580	3.0666	0.0000	0.0000	8.3148			
$Dffreq_{i,t}$	15798	-0.0014	0.7280	0	-10	7	0.0119	-0.0464	0.0583 ***
$Mrestr_{i,t-1}$	15798	-48.7515	22.3729	-51.7100	-90.7600	33.2100	-49.2796	-46.9602	-2.3194 ***
$Supervise_{i,t-1}$	15798	0.0002	0.0138	0	0	1	0.0001	0.0006	-0.0005 *
$Idebt_{i,t-1}$	15798	0.1441	0.1329	0.1171	0.0000	0.5260	0.1400	0.1582	-0.0182 ***
$Roe_{i,t-1}$	15798	0.0623	0.1299	0.0706	-0.6617	0.3615	0.0744	0.0213	0.0531 ***
$Growth_{i,t-1}$	15798	0.4406	1.1618	0.1549	-0.7531	8.5531	0.4048	0.5618	-0.1570 ***
$Follow_{i,t-1}$	15798	1.3933	1.1462	1.3863	0.0000	3.7377	1.4702	1.1327	0.3375 ***

注:***、**与*分别表示在1%、5%与10%的水平上显著。下同。

①涵盖年报、半年报、季报、重组等所有问询函件以及证券交易所监管水平的上升是本文统计量较先前研究高的主要原因。

②限于篇幅,部分变量的描述性统计与均值差异检验结果未列示,留存备案。

(二) 基本回归分析

表3列示了H1、H2与H3的检验结果。列(1)报告的是非处罚性市场监管对公司违规趋势的治理效果,具体来看, $IA_{i,t-1}$ 系数为 -0.0595 ,显著性水平为 1% ,经济意义方面, $IA_{i,t-1}$ 每增加一个标准差,违规变化平均降低 0.25% ,即证券交易所发放的问询函或关注函能够抑制公司违规趋势,支持H1,表明非处罚性市场监管能够通过施加监管压力与发布监管信号直接或间接借助市场力量间接防范公司违规,发挥正面治理效应。列(2)呈现了混合股东治理对公司违规趋势的影响效果,结果显示, $Mrestr_{i,t-1}$ 系数为 -0.0006 ,在 5% 的水平上显著,经济意义方面, $Mrestr_{i,t-1}$ 每增加一个标准差,违规变化平均降低 1.34% ,说明混合股东治理将缓解公司违规趋势,H2得以支持,意味着国有股权与非国有股权相互制衡能够通过重塑经营机制与治理机制提高上市公司经营能力与治理效率,从而对公司失范行为产生积极治理作用。列(3)检验了非处罚性市场监管与混合股东治理在公司违规趋势治理过程中的相互关系,可以发现, $IA_{i,t-1} \times Mrestr_{i,t-1}$ 系数为 -0.0013 ,在 10% 的水平上显著,验证了二者之间存在的互补关系,H3b得到验证,表明非处罚性市场监管在及时性、透明度等方面的优势可以为混合股东治理发挥监督功能提供制度支持,而混合股东治理能够通过资源效应、制衡效应与激励效应优化公司信息环境,提高非处罚性市场监管效率,从而对抑制公司违规趋势发挥协同治理效应。需要说明的是,列(3)中 $IA_{i,t-1}$ 系数显著为负,而 $Mrestr_{i,t-1}$ 系数为负但不显著,表明在缓解公司违规趋势中,混合股东治理与非处罚性市场监管之间存在较强的交互作用,其独立影响更可能受资本市场信息环境制约而减弱,突出非处罚性市场监管作为公司违规内部治理机制运作环境的关键作用。

(三) 内生性处理^①

1. 基于 Heckman 两阶段的检验

由于证券交易所未公开所有监管函件信息^②,关于非处罚性市场监管的实证研究不可避免地存在样本选择偏误引致的内生性问题。为此,本文采用 Heckman 两阶段模型进行检验:首先借鉴陈运森等^[9]的研究,考虑企业规模、有息资产负债率、净资产收益率、成长性、是否亏损、股权制衡度、年份、行业、地区等可能影响上市公司收函概率的因素,同时引入同年份同行业其他地区其他公司收函情况作为工具变量,进行 Probit 回归,计算逆米尔斯比率($MILLS$);然后将第一阶段得到的 $MILLS$ 加入第二阶段模型,即模型(1)与模型(3),进行回归,H1与H3b再次得到验证。此外,考虑到可能因隐性违规行为,即已发生但未被稽查出的违规,存在样本选择偏误问题,本文同样采用 Heckman 两阶段法处理内生性:参照董盈厚等^[25]的研究设计,选取企业规模、有息资产负债率、是否亏损、董事会规模、独立董事占比、股权制衡度、年份、行业、地区等影响因素,同时以同年份同行业其他地区其他公司违规情况为工具变量进行第一阶段回归,估计 $MILLS$,并将其引入第二阶段模型,结果同样支持正文假设H1、H2和H3b。

表3 基本回归结果

	(1)	(2)	(3)
	违规变化	违规变化	违规变化
$IA_{i,t-1}$	-0.0595^{***} (0.0166)		-0.1203^{***} (0.0388)
$Mrestr_{i,t-1}$		-0.0006^{**} (0.0003)	-0.0003 (0.0003)
$IA_{i,t-1} \times Mrestr_{i,t-1}$			-0.0013^* (0.0007)
Controls	Yes	Yes	Yes
YEAR/IND/AREA	Yes	Yes	Yes
R ²	0.021	0.020	0.021
N	15798	15798	15798

注:括号中为聚类稳健标准误;限于篇幅,仅列示主要解释变量的回归结果。下同。

^①限于篇幅,内生性处理结果未列示,留存备索。

^②如2018年深圳证券交易所只披露了近千份年报问询函中的440余份,且2014年12月之前证券交易所未对外披露监管函件信息。

2. 基于 2SLS 的检验

虽然滞后一期设置能够缓解混合股东治理与公司违规关系研究中互为因果的联立性问题,但随着资本市场改革推进,市场信息环境逐渐改善,有助于不同产权资本优势互补^[23],强化混合股东治理,同时也会减少公司违规机会并提高被稽查概率,从而可能导致混合股东治理负向影响公司违规趋势,即本文可能存在关联效应引致的内生性问题。此外,市场化经营机制完善、运作效能高等上市公司先验特征更可能吸引潜在股东并降低违规倾向,换言之,自选择问题也可能是混合股东治理与公司违规变化呈负向关系的原因。为此,采用行之有效的工具变量法进行解决。具体来说,选取同年份同行业其他地区其他公司混合主体制衡度均值与混合主体制衡度滞后两期为工具变量,因为同年份同行业其他地区公司面临相似的经济体制、营商环境与竞争市场,混合所有制改革路径、保障措施等相近,由此形成的混合股东治理机制具有相关性,但同年份同行业其他地区其他公司的混合股东治理水平不会直接作用于焦点公司违规变化;且路径依赖性意味着混合主体制衡度滞后两期能够满足相关性要求,而滞后项又不会对上市公司当期违规变化产生直接影响,即具有外生性。然后进行 2SLS 检验, $Mrestr_{i,t-1}$ 与 $IA_{i,t-1} \times Mrestr_{i,t-1}$ 系数依然显著为负,再次支持 H2 与 H3b。通过过度识别检验发现,P 值分别为 0.7392 与 0.6241;弱工具变量检验结果显示,F 统计量大于 10,P 值为 0.0000,且瓦尔德检验最小特征值远大于 10% 水平的临界值。因此不存在过度识别与弱工具变量问题,工具变量合理有效。

3. 基于 PSM 与 PSM-DID 的检验^①

为更好地解决证券交易所监管函件发放非随机性可能带来的自选择偏误问题,参照邓祎璐等^[8]、陈运森等^[9]等的研究,选择一系列影响上市公司是否收函的因素,例如企业规模、有息资产负债率、净资产收益率、年份、行业、地区等,通过 Probit 模型对公司收函概率进行倾向得分 1:1 最近邻且可重置抽样匹配,然后基于倾向得分匹配(PSM)后的样本重新检验模型(1)与(3),假设 H1 与 H3b 依然成立。此外,鉴于监管函件信息于 2014 年公开,试行阶段(2012 年与 2013 年)未予公开,为非处罚性市场监管信息公开重要性研究提供了准自然实验场景,同时为得到信息公开披露的净效应影响,本文采用 PSM-DID 方法考察非处罚性市场监管信息公开前后三年公司违规的变化^②。具体地,先采用 PSM 方法将收函公司与历年来从未收函公司进行配对,匹配变量、方式等与基于 PSM 的检验部分保持一致,然后根据 PSM 得到的实验组与对照组公司,设置分组虚拟变量 $Treated_{i,t-1}$,分别赋值为 1 与 0,同时设置时间虚拟变量 $Post_{i,t-1}$,定义 2014 年之前(含 2014 年)为事件前时间窗口,赋值为 0,2014 年之后赋值为 1,由此构建双重差分(DID)模型,结果说明非处罚性市场监管信息公开对公司违规趋势具有显著治理作用,进一步支持假设 H1,同时凸显出监管信息公开在资本市场治理中的重要作用,一定程度上为本文以 2014 年为研究开始年份的合理性提供经验证据。

(四) 稳健性检验^③

1. 改变回归方法

考虑到不可观测的公司异质性可能会影响研究结果的可靠性,文章进一步控制个体固定效应后对模型(1)至模型(3)进行检验,结果再次支持假设 H1、H2 与 H3b。与此同时,鉴于非处罚性市场监管与混合股东治理均负向影响公司违规变化,本文剔除违规变化为正数的样本后取绝对值表示,并采用零膨胀泊松回归模型进行检验,检验结果进一步验证假设 H1 与 H2。另外,为更好地解决组间异方差问题,本文还采用基于抽样思想的 Bootstrap 标准误方法重新检验正文假设 H1、H2 与 H3,结果依然稳健。

①未列示的检验结果显示,匹配后的标准偏差大幅减少,绝对值小于 10%,且实验组与对照组特征变量均值差异不显著,即 PSM 配对样本满足平衡性假设。

②由于非处罚性市场监管变量需要滞后一期,信息公开前后三年指 2012—2017 年。

③限于篇幅,稳健性检验结果未列示,留存备索。

2. 竞争性解释

伴随市场化改革持续推进,市场监管方式不断创新,混合所有制改革逐渐深化,非处罚性市场监管与混合股东治理的监督功能凸显。较高的市场化进程意味着上市公司面临的市场环境较稳定,市场参与者信息搜集成本较低,市场信息障碍较少,从而可能通过压缩公司违规操作空间并增加违规暴露概率缓解违规趋势,导致非处罚性市场监管与混合股东治理负向影响公司违规变化。此外,较长的公司上市年限预示着公司具有较强的信息披露能力与较丰富的披露经验^[8,13],从而更可能通过掩盖违规事实降低显性违规行为被发现的可能性,形成非处罚性市场监管与公司违规变化以及混合股东治理与公司违规变化之间的负相关关系。为排除可能存在的替代性解释,本文借鉴陈运森等^[9]的检验思路,考察市场化进程和公司上市年限的额外影响,结果发现非处罚性市场监管与混合股东治理的负向影响并非由较高的市场化进程与较长的公司上市年限导致。

五、进一步研究

(一) 互补关系存在形式分析

前述研究表明,非处罚性市场监管与混合股东治理在抑制公司违规趋势中发挥互补效应。在理论上,该互补关系可能通过四种形式存在:一是混合股东治理能够正向调节非处罚性市场监管效果,提高公司违规治理效率,考虑到非处罚性市场监管主要有问询函与关注函两种途径,混合股东治理可能对不同函件性质监管效力产生调节性功能差异;二是非处罚性市场监管通过正面溢出效应引发股东深度治理,强化公司违规趋势治理,即问询函与关注函类型监管均可能通过直接与借助混合股东治理间接路径防范公司违规;三是非处罚性市场监管能够正向调节混合股东治理效应,增强公司违规治理效能,且主要表现为问询函^①的调节功能;四是混合股东治理带来的公司信息环境改善促使证券交易所精准发现并及时纠正公司违规行为,提高非处罚性市场监管效力,即问询函与关注函可能在混合股东治理缓解公司违规趋势过程中发挥中介作用。为此,本文首先区分非处罚性市场监管类型,考察问询函与关注函对公司违规变化的影响,在此基础上进行调节效应与中介效应检验,具体回归结果见表4。列(1)中 $Inquiry_{i,t-1}$ 系数为 -0.0400 ,在5%的水平上显著, $Attention_{i,t-1}$ 系数为 -0.1021 ,显著性水平为1%,说明证券交易所问询函与关注函均具有显著治理作用,且关注函更可能抑制公司违规趋势。列(2)与列(3)分别检验了混合股东治理对问询函与关注函监管效果的调节效应, $Inquiry_{i,t-1} \times Mrestr_{i,t-1}$ 系数为负不显著, $Attention_{i,t-1} \times Mrestr_{i,t-1}$ 系数为 -0.0025 ,在5%的水平上显著,表明混合股东治理有助于关注函性质监管发挥正面治理效应,对问询函治理效果没有产生实质性影响,从而凸显出关注函由投资者等市场参与者发现问题、证券交易所予以关注的治理主体广泛性的重要作用。列(4)与列(5)呈现了混合股东治理中介效应检验的部分结果,混合股东治理为被解释变量时, $Inquiry_{i,t-1}$ 与 $Attention_{i,t-1}$ 系数显著为正,即问询函与关注函能够增强混合股东治理力度,违规变化为被解释变量时, $Mrestr_{i,t-1}$ 系数显著为负, $Inquiry_{i,t-1}$ 与 $Attention_{i,t-1}$ 系数显著为负,数值较列(1)下降,说明问询函与关注函能够通过混合股东治理对公司违规趋势产生抑制作用,同时为关注函性质监管效果更强提供解释与经验证据。列(6)与列(7)列示了混合股东治理对问询函与关注函的影响结果, $Mrestr_{i,t-1}$ 系数均在1%水平上显著为正,表明混合股东治理能够促进问询函与关注函监督功能发挥,结合列(5)与表3列(2)检验结果,问询函与关注函的中介效应得以验证。需要说明的是,问询函调节功能的检验结果同表4列(2), $Inquiry_{i,t-1} \times Mrestr_{i,t-1}$ 系数为负,但不显著,可能的解释是问询函作为证券交易所预防性监管的主要途径,只是督促上市公司规范发展的日常“提醒”手段,不能说明监管目标存在不合规问题^[12],可能并未向市场传递有效的增量信息。

①与关注函主要由投资者、媒体等市场参与者发起,证券交易所予以关注不同,问询函多为证券交易所主动监管的结果。

表 4 互补关系存在形式检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	违规变化	违规变化	违规变化	混合股东	违规变化	问询函	关注函
$Inquiry_{i,t-1}$	-0.0400 ** (0.0184)	-0.0821 * (0.0420)	-0.0383 ** (0.0184)	1.8912 *** (0.3992)	-0.0390 ** (0.0184)		0.1011 *** (0.007)
$Attention_{i,t-1}$	-0.1021 *** (0.0315)	-0.1003 *** (0.0315)	-0.2193 *** (0.0691)	2.4774 *** (0.5667)	-0.1008 *** (0.0315)	0.2205 *** (0.015)	
$Mrestr_{i,t-1}$		-0.0004 (0.0003)	-0.0004 (0.0003)		-0.0006 * (0.0003)	0.0007 *** (0.000)	0.0004 *** (0.000)
$Inquiry_{i,t-1} \times Mrestr_{i,t-1}$		-0.0009 (0.0008)					
$Attention_{i,t-1} \times Mrestr_{i,t-1}$			-0.0025 ** (0.0013)				
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR/IND/AREA	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.021	0.022	0.022	0.325	0.022	0.121	0.128
N	15798	15798	15798	15798	15798	15798	15798

(二) 非处罚性市场监管力度考察

考虑到非处罚性市场监管具有治理作用且能够与混合股东治理形成共同治理效果,较强的监管力度意味着问询函或关注函能够对上市公司失范行为产生有力的震慑作用,引发不同产权性质股东持续的、深入的监督并充分发挥函件精确性与准确性的“看穿式监管”效果^[9]。具体地,通过增加监管目标收函次数、函件长度等,证券交易

所能够加剧上市公司面临的监管压力,强化其受到的内外部监督,提高非处罚性市场监管与混合股东治理共同治理效率,从而压缩违规操作空间并提高违规被稽查概率。因此可以推断,非处罚性市场监管力度增强有助于证券交易所一线监管职能与混合股东

治理监督功能发挥。为此,本文从收函次数与函件文本长度两个方面考察非处罚性市场监管力度有效性,检验结果见表 5。从中可以看出,非处罚性市场监管力度越强,公司违规趋势下降幅度越大,且非处罚性市场监管力度与混合股东治理的协同治理效应越强。此外,为了比较收函次数与函件文本长度的监管效力大小,本文计算标准化处理后的 $NIA_{i,t-1}$ 与 $LIA_{i,t-1}$ 系数,其值分别为 -0.0926 与 -0.1887,说明增加监管目标收函次数对公司违规趋势的抑制作用更强。另外,本文还检验了非处罚性监管力度与混合股东治理互补关系存在形式,结果表明,加强非处罚性市场监管力度对于市场有效运行至关重要。限于篇幅,数据未列示留存备案。

(三) 2017 年《证券交易所管理办法》修订稿的外部冲击分析

2017 年 8 月 28 日通过的《证券交易所管理办法》修订稿把加强证券交易所一线监管放在更加突出的位置,标志着监管体制改革向纵深推进,可以看作是对 1997 年 12 月《证券交易所管理办法》的一次变革。因此,文章将其作为一项准自然实验,通过构建 DID 模型(4)考察 2017 年《证券交易所管理办法》修订稿施行前后两年非处罚性市场监管与混合股东治理共同治理效果的变化。

表 5 非处罚性市场监管力度考察—收函次数与函件文本长度

	(1)	(2)	(3)	(4)
	违规变化	违规变化	违规变化	违规变化
$NIA_{i,t-1}$	-0.0926 *** (0.0215)		-0.1887 *** (0.0452)	
$LIA_{i,t-1}$		-0.0075 *** (0.0022)		-0.0157 *** (0.0052)
$Mrestr_{i,t-1}$			-0.0001 (0.0003)	-0.0003 (0.0003)
$NIA_{i,t-1} \times Mrestr_{i,t-1}$			-0.0021 ** (0.0008)	
$LIA_{i,t-1} \times Mrestr_{i,t-1}$				-0.0002 * (0.0001)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR/IND/AREA	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.022	0.020	0.023	0.021
N	15798	15798	15798	15798

$$Dffreq_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 Post_{i,t-1} \times Treated_{i,t-1} \times Mresrt_{i,t-1} + \partial_2 Post_{i,t-1} \times Treated_{i,t-1} + \partial_3 Post_{i,t-1} \times Mresrt_{i,t-1} + \partial_4 Treated_{i,t-1} \times Mresrt_{i,t-1} + \partial_5 Post_{i,t-1} + \partial_6 Treated_{i,t-1} + \partial_7 Mresrt_{i,t-1} + \sum \partial_m controls_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $Post_{i,t-1}$ 表示事件前后时间窗口, 鉴于该项政策自 2018 年 1 月 1 日起施行, 2018 年之后赋值为 1, 2018 年及之前赋值为 0。 $Treated_{i,t-1}$ 表示实验组别, 收函公司为实验组, 赋值为 1, 历年来从未收函公司为对照组, 赋值为 0。 其他变量含义同上。 此外, 为增强研究结论可靠性, 本文还采用 PSM 方法确定实验组与对照组公司, 具体操作过程与内生性处理部分一致。 表 6 列(1)与列(2)分别列示了基于 DID 和 PSM-DID 的回归结果, 可以看出, $Post_{i,t-1} \times Treated_{i,t-1} \times Mresrt_{i,t-1}$ 系数显著为负, 表明 2017 年《证券交易所管理办法》修订稿出台能够促进非处罚性市场监管与混合股东治理良性互动, 提高公司违规趋势治理有效性, 同时为一线金融监管改革效果提供学术证据。

(四) 横截面分析

公司内外部情境可能会影响非处罚性市场监管与混合股东治理作用发挥。 对于如何缓解公司违规趋势, 产权性质、司法行政环境与管理层法律背景关系到证券交易所执法效率以及股东治理效率, 成为本文关注重点。 就产权性质而言, 相比于非国有上市公司, 国有上市公司与政府较为密切的产权关系预示着证券交易所非处罚性市场监管受制于政治压力, 公司违规防范的执法效率较低, 且能够通过减轻监管压力降低公司规范自身行为的动机。 此外, 作为混合所有制改革的主要形式, 国有上市公司引入非国有股东与非国有上市公司引入国有股东均可能实现不同产权资本优势互补^[24], 提高治理有效性, 但出于经济利益最大化考虑, 非国有上市公司通过引入国有资本消除资源获取、市场准入等方面的隐性壁垒, 改善营商环境的动机更强, 从而更有助于发挥混合股东治理效力。 司法行政环境方面, 自 La Porta 等^[33]开创法与金融研究领域以来, 金融市场发展便与法律保护有着紧密的联系。 上市公司所处地区司法行政环境越好, 投资者法律保护执法效率越高, 公司法律观念越强, 非处罚性市场监管与混合股东治理资源越可能得到有效整合, 从而发挥协同治理效应。 就管理层法律背景来讲, 拥有法律背景的管理层熟悉有关法律法规, 知晓公司违规操作可能导致的诉讼风险及利益损害, 更可能对公司潜在不合规问题保持警惕, 从而更加重视证券交易所监管函件内容以及不同产权资本比较优势的充分发挥, 最终提高公司违规综合治理效率。 为此, 本文从产权性质、司法行政环境与管理层法律背景三个维度检验公司内外部情境的影响, 结果支持上述论断, 即当公司为非国有股权性质、所处地区司法行政环境高效或管理层拥有法律背景时, 非处罚性市场监管与混合股东治理的作用更为明显。 限于篇幅, 数据未列示留存备索。

(五) 投资者保护层面的经济后果分析

资本市场治理的关键是防范公司违规, 促进市场有序运行, 维护投资者利益。 非处罚性市场监管与混合股东治理形成的协同治理效应能够对公司违规趋势发挥更大治理作用, 从而可能作用于投资者保护。 鉴于此, 本文借鉴温忠麟和叶宝娟总结的中介效应检验方法^[34], 结合模型(3), 构建模型(5)与模型(6)考察投资者保护层面的经济后果以及公司违规变化的传导功能。

$$IP_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 IA_{i,t-1} + \partial_2 Mresrt_{i,t-1} + \partial_3 IA_{i,t-1} \times Mresrt_{i,t-1} + \sum \partial_m controls_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$IP_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 IA_{i,t-1} + \partial_2 Mresrt_{i,t-1} + \partial_3 IA_{i,t-1} \times Mresrt_{i,t-1} + \partial_4 Dffreq_{i,t} + \sum \partial_m controls_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

表 6 外部冲击分析—2017 年《证券交易所管理办法》修订稿

	(1)	(2)①
	DID	PSM-DID
$Post_{i,t-1} \times Treated_{i,t-1} \times Mresrt_{i,t-1}$	-0.0050 * (0.0026)	-0.0066 * (0.0037)
Controls	Yes	Yes
YEAR/IND/AREA	Yes	Yes
R ²	0.043	0.082
N	4978	1805

①未列示的结果显示, PSM 匹配后变量满足平衡性假设, 且研究样本通过平行趋势与安慰剂检验。

其中, $IP_{i,t}$ 表示投资者保护,根据北京工商大学投资者保护研究中心公布的投资者保护指数确定。其他变量含义同上。表7列(1)是模型(5)的检验结果, $IA_{i,t-1} \times Mrestr_{i,t-1}$ 系数为0.0106,显著性水平为1%,说明非处罚性市场监管与混合股东治理共同提高投资者保护水平。列(2)是模型(6)的检验结果, $Dffreq_{i,t}$ 系数为-0.2194,在1%的水平上显著,表明公司违规增加会扰乱资本市场秩序,降低投资者保护程度; $IA_{i,t-1} \times Mrestr_{i,t-1}$ 系数显著为正,数值由0.0106减少为0.0103。结合模型(3)的回归结果,违规变化具有中介效应,即非处罚性市场监管与混合股东治理通过对缓解公司违规趋势发挥协同效应,促进投资者保护。

表7 投资者保护层面的经济后果分析

	(1)	(2)
	投资者保护	投资者保护
$IA_{i,t-1} \times Mrestr_{i,t-1}$	0.0106 *** (0.0040)	0.0103 ** (0.0040)
$Dffreq_{i,t}$		-0.2194 *** (0.0573)
Controls	Yes	Yes
YEAR/IND/AREA	Yes	Yes
R ²	0.216	0.218
N	12757	12757

六、结论性评述

近年来,公司违规事件层出不穷,严重地危害了投资者利益与资本市场稳定。作为保护投资者利益的重要机制,非处罚性市场监管与混合股东治理能否发挥监督功能、缓解公司违规频发趋势受到社会各界广泛关注。为此,本文基于2014—2020年沪深A股非金融上市公司数据,从非处罚性市场监管、混合股东治理以及二者之间的协调关系角度探讨抑制公司违规频发趋势的有效途径。

从实证结果来看,第一,非处罚性市场监管负向影响公司违规变化,说明在加快政府职能转变、推进资本市场制度建设的新形势下,非处罚性市场监管能够通过灵活性、及时性、透明度等优势发挥精确发现上市公司潜在不合规问题,即完善政府治理可以提高资本市场治理效率,推动资本市场有效运行。第二,混合股东治理能够缓解公司违规趋势,从资本市场治理角度证实了混合所有制改革的有效性,通过建设“竞争中性”市场秩序剥离国有上市公司政策性负担并消除非国有上市公司隐性壁垒,从而净化违规环境,提高上市公司质量。第三,非处罚性市场监管与混合股东治理在公司违规治理中发挥互补效应,形成制度合力,且主要源自混合股东治理对关注函性质监管效果的增强作用、关注函与问询函通过混合股东治理发挥的监督功能以及关注函与问询函在混合股东治理效应发挥中的中介作用。第四,收函次数越多或函件文本长度越长时,上市公司受到的非处罚性市场监管强度越大,公司违规趋势的下降越明显,且收函次数对公司违规趋势的监管效果更明显。第五,基于2017年《证券交易所管理办法》修订稿出台的准自然实验结果表明,一线金融监管制度的完善能够强化非处罚性市场监管与混合股东治理的协同治理效应。第六,非处罚性市场监管与混合股东治理对公司违规趋势的抑制作用在非国有上市公司、司法行政环境高效或管理层拥有法律背景样本组中表现明显,突出非国有上市公司引入国有股东形式的制度功能以及法律保护在资本市场有效运行中的关键作用。第七,非处罚性市场监管与混合股东治理的良性互动能够通过缓解公司违规趋势提高投资者保护水平。

在政策操作层面,文章研究结论对于规范上市公司运作、促进资本市场有序发展、维护投资者利益具有重要启示:其一,持续推进一线金融监管制度建设,强化证券交易所自律监管的法理基础,提高政府监管部门执法效率,改善问询函、关注函等监管机制的治理效果;同时,不断创新监管方式,扩大监管范围,加大监管资源投入,增强主动监管效力,从而从源头上净化资本市场信息环境,筑起维护市场秩序、优化社会资源配置的第一道防线。特别地,上海证券交易所可以进一步启动关注函等监管措施,完善监管机制。其二,持续深化“非国有资本入股国有企业”与“国有资本入股非国有企业”的“双向混改”,重视引入国有股权在改善非国有企业营商环境、建设“竞争中性”市场秩序中的积极作用,不断完善顶层设计与逐步落实保障措施,推动并规范市场化机制建设,从而完善公司治理机制与经营机制,保障不同产权股东实现互利共生,最终健全公司治理内生机制建设,促进企业规范发展,提高资本市场资源配置效率。其三,引导各方治理主体有序参与资本市场治理,推动治理资源整合与功能互补,通过多种治理

机制有效协调,构筑包括政府治理、公司治理等在内的功能互补、有机互动的多层次治理体系,化解“碎片化”资本市场治理困境。其四,健全司法救济机制,强化资本市场民事诉讼机制,提升司法救济质效,增强资本市场治理效能。

资本逐利性预示着公司失范行为具有伴生性与长期固有性,是资本市场治理的焦点。本文不仅关注非处罚性市场监管、混合股东治理对公司违规的抑制作用,还从二者相互关系角度探讨了缓解公司违规趋势的有效途径,有助于深化对二者协同治理效应实现机制的认识,为资本市场治理提供参考。但仍可能存在如下局限:第一,按照证监会的界定,公司违规可以区分为披露失实、资本市场操作违规等类别,不同类别违规又可以细分出多种类型,如推迟披露、虚构利润、操纵股价、内幕交易等,明确不同类型违规趋势治理逻辑及依存条件可能对违规监管工作指导更有价值,这将在后续研究中进一步关注与探讨。第二,本文分析了非处罚性市场监管与混合股东治理互补关系存在形式,对于二者协同治理公司违规趋势的具体作用机制也需要进一步研究。

参考文献:

- [1] 梁上坤,徐灿宇,司映雪.混合所有制度与公司违规行为[J].经济管理,2020(8):138-154.
- [2] 蔡志岳,吴世农.董事会特征影响公司违规行为的实证研究[J].南开管理评论,2007(6):62-68.
- [3] 魏芳,耿修林.高管薪酬差距的阴暗面——基于企业违规行为的研究[J].经济管理,2018(3):57-73.
- [4] 李世辉,杨丽,曾辉祥.内部审计经理监察能力与企业违规——来自我国中小板上市企业的经验证据[J].会计研究,2019(8):79-87.
- [5] Agrawal A, Chadha S. Corporate governance and accounting scandals[J]. Journal of Law and Economics, 2005, 48(2): 371-406.
- [6] Chen Z, Li O Z, Zou H. Directors' and officers' liability insurance and the cost of equity[J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 61(1): 100-120.
- [7] 周开国,应千伟,钟畅.媒体监督能够起到外部治理的作用吗?——来自中国公司违规的证据[J].金融研究,2016(6):193-206.
- [8] 邓伟璐,陆晨,兰天琪,等.非处罚性监管与企业风险承担——基于财务报告问询函的证据[J].财经研究,2021(8):123-138.
- [9] 陈运森,邓伟璐,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(3):169-185+208.
- [10] 陈运森,邓伟璐,李哲.非行政处罚性监管能改进审计质量吗?——基于财务报告问询函的证据[J].审计研究,2018(5):82-88.
- [11] Wang Q. Determinants of segment disclosure deficiencies and the effect of the SEC comment letter process[J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2016, 35(2): 109-133.
- [12] Cunningham L M, Johnson B A, Johnson E S, et al. The switch-up: An examination of changes in earnings management after receiving SEC comment letters[J]. Contemporary Accounting Research, 2020, 37(2): 917-944.
- [13] 李晓溪,饶品贵,岳衡.年报问询函与管理层业绩预告[J].管理世界,2019(8):173-188.
- [14] Bozanic Z, Dietrich J R, Johnson B A. SEC comment letters and firm disclosure[J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2017, 36(5): 337-357.
- [15] 张俊生,汤晓建,李广众.预防性监管能够抑制股价崩盘风险吗?——基于交易所年报问询函的研究[J].管理科学学报,2018(10):112-126.
- [16] 李维安,郝臣,崔光耀,等.公司治理研究40年:脉络与展望[J].外国经济与管理,2019(12):161-185.
- [17] Grossman S J, Hart O D. One share-one vote and the market for corporate control[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1-2): 175-202.
- [18] 刘运国,郑巧,蔡贵龙.非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J].会计研究,2016(11):61-68.
- [19] 向东,余玉苗.国有企业引入非国有资本对投资效率的影响[J].经济管理,2020(1):25-41.
- [20] 马连福,王丽丽,张琦.混合所有制的优序选择:市场的逻辑[J].中国工业经济,2015(7):5-20.
- [21] 曹丰,谷孝颖.非国有股东治理能够抑制国有企业金融化吗?[J].经济管理,2021(1):54-71.
- [22] 耀友福,薛爽.年报问询压力与内部控制意见购买[J].会计研究,2020(5):147-165.
- [23] 姚梅洁,宋增基,张宗益.制度负外部性与市场主体的应对——来自中国民营企业的经验证据[J].管理世界,2019(11):158-173.

- [24]何瑛,杨琳. 改革开放以来国有企业混合所有制改革:历程、成效与展望[J]. 管理世界,2021(7):44-60.
- [25]董盈厚,马亚民,董馨格. 金融资产配置的同伴效应与企业违规——来自2007—2018年非金融上市公司的经验证据[J]. 外国经济与管理,2021(8):88-104.
- [26]Bennedsen M, Wolfenzon D. The balance of power in closely held corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 113-139.
- [27]孙亮,刘春. 民营企业因何引入国有股东?——来自向下调整盈余的证据[J]. 财经研究,2021(8):109-122.
- [28]Gupta N. Partial privatization and firm performance[J]. Journal of Finance, 2005, 60(2): 987-1015.
- [29]陈运森,邓伟璐,李哲. 非处罚性监管具有信息含量吗?——基于问询函的证据[J]. 金融研究,2018(4):155-171.
- [30]聂萍,潘再珍,肖红英. 问询函监管能改善公司的内部控制质量吗?——来自沪深交易所年报问询的证据[J]. 会计研究,2020(12):153-170.
- [31]李双燕,苗进. 差异化股权制衡度、行业异质性与全要素生产率——基于混合所有制企业的证据[J]. 经济管理,2020(1):5-24.
- [32]池国华,郭芮佳,邹威. 高管超额在职消费不同治理机制间协调研究——基于政府审计与内部控制关系视角的实证分析[J]. 中国软科学,2021(2):151-162.
- [33]La Porta R L, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6): 1113-1155.
- [34]温忠麟,叶宝娟. 中介效应分析:方法和模型发展[J]. 心理科学进展,2014(5):731-745.

[责任编辑:苗竹青,黄燕]

Non-penalty Market Regulations, Mixed Shareholders Governance and Corporate Fraud: Evidence from Chinese Capital Market

MA Yamin, LIU Lina

(Business School, Shandong Normal University, Jinan 250358, China)

Abstract: Based on the non-penalty market regulations represented by inquiry and attention letters, and the mixed shareholders governance mechanism formed by checks and balances between state-owned equity and non-state-owned equity, using the data of non-financial listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2014 to 2020, the study investigates the effective ways to curb the frequent violation of the company, we find that non-penalty market regulations and mixed shareholders governance can curb the trend of corporate fraud, and there is a complementary relationship between the two. Furthermore, this complementary relationship is mainly derived from the positive adjustment effect of mixed shareholders governance on the regulatory effect of attention letters, the intermediary effect of mixed shareholders governance on the regulatory effect of inquiry and attention letters, and the intermediary effect of inquiry and attention letters on the mixed shareholders governance effect. In addition, we document more obvious effects when the firms face stronger non-penalty market regulations, such as receiving more or longer regulation letters, and the frequency of receiving regulation letters has a stronger regulatory effect on the trend of corporate fraud; quasi-natural experiment analysis shows that the revised “Measures on Stock Exchange” in 2017 can enhance the complementary relationship between the two; non-state-owned property right, efficient judicial and administrative environment and managers’ legal background can strengthen the supervision functions of non-penalty market regulations and mixed shareholders governance. Moreover, the reduction of corporate fraud brought about by non-penalty market regulations and mixed shareholders governance can further improve investor protection. The conclusions help to understand the internal logic of the institutional synergy of front-line financial regulation and mixed ownership promoting the effective operation of the capital market, and provide new approach for decision-makers on preventing corporate fraud and improving the quality of listed companies.

Key Words: non-penalty market regulations; mixed shareholders governance; corporate fraud; investor protection; judicial administrative environment; legal background of managers