

证券监管处罚、公司印象管理与 CEO 过度投资*

顾小龙¹, 张霖琳², 许金花³

(1. 广东财经大学会计学院, 广东 广州 510320;

2. 中山大学管理学院, 广东 广州 510275;

3. 广东工业大学管理学院, 广东 广州 510006)

内容提要:证券监管处罚作为公司外生冲击事件,直接或间接影响违规公司未来的会计与财务行为。本文选取2006—2014年中国A股上市公司违规监管数据为研究样本,基于行为金融学理论,从声誉修复角度考察证券监管处罚对违规公司投资行为的影响。研究发现:(1)与未受处罚的公司相比,违规公司被处罚后倾向于过度投资,通过激进的投资行为对冲处罚的负面影响,借以修复公司受损形象,但导致公司投资效率下降,损害投资者利益;(2)CEO学历水平越高,上述现象越严重;(3)公司内部治理机制并未能有效约束高学历CEO的刺激反应。最后,使用匹配后双重差值分析、样本自抽样回归分析,以及不同子样本、不同匹配变量多重检验分析后,结果一致稳健。本文立足企业微观经济行为,拓展了证券监管处罚经济后果的研究视角。

关键词:证券监管;声誉机制;CEO;过度投资

中图分类号:F275.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)02—0066—19

一、引言

政府对市场是否以及如何监管,崇尚自由市场还是强调政府管制,一直有所争议(Djankov等,2003; Shleifer,2005; La Porta等,2006; Jackson & Roe,2009; Ke & Zhang,2016)。围绕政府监管机构是否以及如何恰当监管,理论上发展了三种假说:不予管制假说、公共执行假说及私人执行假说^①(La Porta等,2006)。由于缺乏独立客观的司法诉讼体系,私人执行机制在我国难以奏效(Ke & Zhang,2016)。因此,以行政执法为核心的公共执行机制成为我国证券市场监管的主要方式。中国证券监督管理委员会与其他监管部门一起,统一设定监管框架,依照行政强制措施依法监督市场主体诚信履约,维护市场秩序并保护中小投资者权益。

证券监管处罚的实施效果直接关系资本市场的运行效率。过往文献立足公司违规实情,从监管处罚的市场反应及违规公司违法行为的纠偏出发,实证检验了证券监管的执行效力(Feroz等,1991; Dechow等,1996; 陈国进等,2005; Farber,2005; 顾小龙等,2015)。实际上,作为公司的外生冲击事件,除直接影响公司违法违规行为的整改之外,证券监管处罚对涉事公司的影响是多面的。例如,违规公司有可能为弥补监管处罚造成的负面冲击而采取各种措施以修复声誉,如变更高管(Chen等,2005),或者投资新项目并积极作

收稿日期:2016-10-11

* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“公司治理与企业家的主观幸福感研究”(71272201)。

作者简介:顾小龙(1980-),男,江苏邳州人,博士,副教授,研究方向为公司治理与公司财务,E-mail:pawdragon@163.com;张霖琳(1989-),河南南阳人,博士研究生,研究方向为高管激励与经理人市场,E-mail:shui_zi_liu@163.com;许金花(1986-),女,湖南长沙人,博士,讲师,研究方向为公司并购与控制权市场,E-mail:skyye41@126.com。通讯作者:张霖琳。

^①具体到证券市场监管场景,不予管制假说主张用市场的方式如市场竞争和声誉机制以及清晰的产权界定,来解决垄断、信息不对称等市场失灵行为与履约过程中的违规行为。而私人执行假说和公共执行假说则认为,证券欺诈伴随高额收益与道德风险,监管机构应该对市场进行必要干预,通过建立基础的证券契约框架,以减少契约的执行成本以及证券欺诈等机会主义行为。不同的是,二者监管方式有所差异,前者借助私人诉讼,后者诉诸行政执法。

为,转移利益相关者的注意力(Borghesi等,2014),这些都属于监管处罚经济后果的重要研究内容。以往学者主要研究监管处罚的直接经济后果,忽视“人”在面对负面刺激时的反应行为,缺乏对现有证券监察治理效力的全面认识,而这为本文提供了研究机会。基于此,本文选取2006—2014年中国A股上市公司违规监管数据为研究样本,基于行为金融学理论,从声誉修复角度考察证券监管处罚对违规公司投资行为的影响。

二、制度背景、文献回顾与研究假设

1. 证券监管基本规定

中国证券监督管理委员会及上海、深圳证券交易所,依法享有界定和处理证券市场违规行为的裁量权,可依据的法律法规包括《公司法》(1993、2014)、《中华人民共和国会计法》(1999)、《中华人民共和国证券法》(2005)、《首次公开发行股票并上市管理办法》(2006)、《上市公司信息披露管理办法》(2007)、《上海证券交易所股票上市规则》及《深圳证券交易所股票上市规则》等。上市公司原则上应依照前述规定充分、准确地进行信息披露,不得出现误导性陈述与遗漏。

上市公司常见违法违规现象包括:①信息披露违反《公司法》以及相关证券法规的有关规定,不履行定期报告义务或擅自发布重大信息,编制虚假财务报表,误导市场等;②大股东、实际控制人及内部控制人(法定代表人、高级经理人)违反上市公司内部治理规则如《公司法》《上市公司股东大会规则》《上市公司治理准则》等,利用上市公司平台为自己输送利益,如违规担保、非法套汇、违规炒股、股东大会与董事会召开程序违规、决策程序未按规定履行、高管未履行职责、内幕交易等非法违规行为^①。

针对上市公司及其相关利益主体的违法违规行为,证监会秉持“两维护、一促进”的监管职责,依法打击。常见的处罚形式包括:公开批评、公开谴责、警告和罚款等。

2. 文献回顾

学术界有关资本市场是否应该及如何监管一直存有争议。Pigou(1938)提出公共利益理论,认为信息不对称、外部性以及垄断会导致市场失灵,需要引入外部监管促进公众整体福利;与之不同,Coase(1960)提出契约论,认为市场不能解决的问题,可以通过公正的法庭执行契约和法规来解决;Stigler(1971)和Posner(1974)则提出俘获论,认为政府监管会面临能力不足与腐败问题,政府规制者有可能被利益集团俘获而导致监管失灵,故执法只需要法庭,不需要“监管者”。上述有关法制化自由市场与政府介入市场监管的争论,尚未达成共识。

过往文献试图将二者结合,探讨不同情况下的证券监管边界。Djankov等(2003)认为,要权衡不同监管策略下的社会成本,进而确定制度可能性边界;Shleifer(2005)同样提出了一个权衡的观点,认为需要综合考虑特定环境、政治基础以及制度传统,权衡自由市场带来的无序和全面管制的成本,做出有效的监管制度选择;许成钢(2001)提出法律不完备下的分析框架,指出在法律不完备的条件下,需要引入主动执法者—监管者以改进法律实施效果,这一理论对转轨经济体具有较大的启发性;Glaser等(2001)以波兰和捷克为例,比较转轨经济体中的金融监管体制发现,在司法制度同样落后的两个国家中,波兰快速的资本市场发展得益于独立监管机构的严格执法,而捷克在疏于监管的体制下则面临一个几乎崩溃的股票市场;La Porta等(2006)则认为,法律责任条款中的强制披露以及对私人执法的促进使股市获益。

尽管证券监管理论上尚无定论,但实践中世界各国普遍制定了严密的监管法规并辅以各种形式的监管机构,对资本市场严格监管。文献中有关证券监管处罚经济后果的研究主要从两个层面考察:(1)资本市场的反应。大量经验证据表明,在违规处罚公告日附近或上市公司被宣布接受调查后,公司股票价格会显著下跌(Feroz等,1991;Nourayi,1994;Dechow等,1996;陈工孟、高宁,2005;陈国进等,2005),违规公司的累积超额收益率在违规公告前后较短的时窗内明显呈负值(杨玉凤等,2008;杨忠莲、谢香兵,2008),类似的是国家审计监管处罚导致公司股价反应显著为负(李小波、吴溪,2013)。顾小龙等(2016)则从股价同步性的角度考察了违规监管的效力,发现监管处罚有助于揭示公司异质性信息,降低市场噪音。(2)监管处罚对公司违规行为纠正的影响。Farber(2005)研究美国证券交易委员会(SEC)处罚的87家存在财务报告信息舞弊的公司发现,监管处罚后公司治理机制显著改善,股价表现变好;Marciukaityte等(2006)以美国1978—2001

^①2008年6月,深交所发布《2007年证券市场主体违法违规情况报告》,梳理了不同主体的违法违规行为。

年受到违规监管处罚的上市公司为样本发现,监管处罚后公司会提高外部董事的比例改善内部控制,修复公司声誉。而针对中国资本市场违规监管的研究表明,中国资本市场上监管处罚效果并不理想,存在选择性执法问题(杨柏,2005)。宋云玲等(2011)发现,与业绩预告违规有关的处罚或与其他违规有关的处罚不会降低后续业绩预告的违规概率;郝旭光等(2012)对监管部门和其他市场参与者进行问卷调查发现,市场参与者对监管部门总体监管效果评价较低,且监管部门在制定政策时存在较差的前瞻性、严密性和综合性;沈洪波等(2014)也发现,民营企业的政治关联削弱了行政监管对盈余质量的改善。因此,中国资本市场上监管处罚的效力有可能是一种状态依存的结果。

3. 研究假设

Fama(1980)认为,“经理人市场”是一种激励机制,经理人为保持良好声誉会努力工作。CEO 获取声誉的一个主要手段是投资行为与投资项目的选择,Holmstrom & Costa(1986)通过模型揭示了经理人与股东风险分担的不一致,经理人考虑自身声誉,投资决策时会损害股东利益;Scharfstein & Stein(1990)描述了投资的羊群效应,经理人追求声誉从而在投资行为上跟风,偏离最优投资决策;Hirshleifer(1993)认为,CEO 出于建立个人声誉的需要,有可能会过度投资、承担风险或选择有损股东利益的投资项目。

监管处罚作为负面冲击直接损害公司和 CEO 声誉,造成潜在损失。公司丑闻破坏了外部投资者及债权人企业对企业的信任,导致公司未来融资支持减少,融资成本增加,商业信用减少(陈运森、王汝花,2014)。丑闻所涉管理层因违法、违规行为背负“坏”声誉并离职,可能影响其未来就业并导致个人财富受损(Desai H 等,2006;Karpoff J 等,2008;醋卫华,2011)。涉事 CEO 为恢复公司及自我声誉,考虑个人职位安全,同时考虑到 CEO 对董事会的影响力(陆瑶、李茶,2016),可能会通过选择投资项目,投资于高风险项目或者擅长的领域,抑或通过社会责任投资以改善自己受损的声誉,降低未来被解聘的风险(Shleifer & Vishny,1989;Morck 等,1989;Borghesi 等,2014)。因此,本文提出如下假设:

H₁:其他条件一定的情况下,监管处罚将引致公司 CEO 投资冲动,借以修复受损声誉。

进一步,考虑经理人的特质差异。相较于其他特质,经理人的受教育水平直接反映其认知水平(Hambrick 等,1982)。高学历 CEO 具备更强的信息分析能力与创新能力,更有助于提升公司的市场应对能力和核心竞争力,从而提升组织绩效(Bantel & Jackson,1989;Wiersema & Bantel,1992;Finkelstein & Hambrick,1996;Graham & Harvey,2002;何韧等,2010;陆瑶等,2015)。经理人的学历高低一定程度上影响其在雇主心目中的地位以及市场上的声誉。此外,高学历 CEO 更相信自身能力与判断,也更容易过度自信,从而导致过度投资(Schrand & Zechman,2012;余明桂等,2013;谭庆美等,2015)。因此,在外部监管处罚刺激下,声誉资产相对更高的高学历 CEO 反应可能更加强烈,也更有可能是通过激进的投资行为向雇主和外界证明自己,修复声誉。因此,本文提出如下假设:

H₂:其他条件一定的情况下,监管处罚引发的投资冲动,在高学历 CEO 公司中表现的更加明显。

考虑到公司内部治理与外部监督之间存在互补效应(LLSV,1997,1998,2000,2002),即良好的公司内部治理有助于抑制非效率投资行为(李维安、姜涛,2007),本文将实证检验内部治理的约束作用。

三、研究设计

1. 监管处罚样本选择与技术处理

本文选取 2006—2014 年受监管处罚的中国 A 股上市公司作为处理组样本(其他回归变量均选择这一样本期,以和监管处罚数据相匹配),选择这一时期,是为了消除 2005 年股权分置改革对公司治理的结构性影响(廖理等,2008)。监管处罚数据来自国泰安(CSMAR)数据库,由于公告日效应主要体现在资本市场层面,本文主要考察监管处罚在实体层面的治理效应,故本文选择监管处理文件的日期作为处理日。与之前研究保持一致,本文删除了样本中的金融类企业。每年的监管处罚比例如表 1 所示,2006—2014 年,监管处罚比例呈上升趋势,并在 2012—2013 年度达到峰值,随后略有下降,平均监管处罚比例为 8%。原始样本中,一家公司一年内会受到多次监管处罚,参考 Chang(2009)对高管更替的技术处理,本文将年度内某一公司受到的多次监管处罚合并为一次,经过合并处理后的样本平均监管处罚比例为 6.89%,监管处罚比例的变化趋势与未合并前基本一致。

表 1 年度监管处罚比例

年度	样本中上市公司数量	年度内发生监管处罚次数	年度内发生监管处罚比例(%)	合并后年度内发生监管处罚次数	合并后年度内发生监管处罚比例(%)
2006	1419	63	4.43	58	4.08
2007	1522	64	4.2	61	4
2008	1572	54	3.43	50	3.18
2009	1725	101	5.85	90	5.21
2010	2073	124	5.98	111	5.35
2011	2303	195	8.46	178	7.72
2012	2429	379	15.6	312	12.84
2013	2474	354	14.3	298	12.04
2014	2589	253	9.77	197	7.6
2006—2014 平均	2085	176	8	150	6.89
2006—2014 合计	—	1587	—	1355	—

资料来源:本文整理

2. 投资激进度的衡量

现有文献(辛清泉等,2007;陈运森、谢德仁,2011;吴超鹏等,2012;李维安、马超,2014)普遍借鉴 Richardson(2006)的做法,使用回归残差估算企业投资效率。本文亦采用同样方法估算企业的投资适合度,具体回归模型为:

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 LEV_{it-1} + \beta_3 CASH_A_{it-1} + \beta_4 SIZE_{it-1} + \beta_5 RETURN_{it-1} + \beta_6 AGE_{it-1} + \beta_7 INV_{it-1} + IND_DUMMY + YEAR_DUMMY + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型(1)中, INV_{it} 为投资,即“企业为购建无形资产、固定资产以及其他长期资产所支付的现金之和与总资产比值”; Q_{it-1} 表示公司的“托宾Q”值(为了消除异常值,本文对其在99%分位点进行了缩尾); LEV_{it-1} 表示公司的“资产负债率”(本文删除了小于0和大于1的异常值); $CASH_A_{it-1}$ 表示公司的现金情况,为“货币资金/总资产”; $SIZE_{it-1}$ 表示公司规模,为“总资产的自然对数”; $RETURN_{it-1}$ 表示公司股票收益,为“考虑现金红利再投资的年股票收益率”; AGE_{it-1} 表示公司的“上市年限”; INV_{it-1} 为滞后一期的企业投资水平。同时,回归中控制了行业(IND_DUMMY)和年度($YEAR_DUMMY$)因素。

本文对2006—2014年度样本数据按照模型(1)进行回归,并将回归后的残差作为投资效率的代理变量,大于0的回归残差,本文定义为过度投资($OVER_INV$),这个值越大,说明过度投资越严重。小于0的残差,说明投资低于正常值,为便于理解,对小于0的残差取绝对值,定义其为投资不足($UNDER_INV$),这个值越大,说明投资不足越严重;将残差取绝对值得到投资效率的综合衡量指标(INV_EF),这个值越大,说明投资效率越不理想。回归结果如表2所示。表2回归结果中,回归系数的符号和吴超鹏等(2012)、李维安、马超(2014)报告的结果保持一致,并且主要回归变量的系数均超过10%统计显著度,说明本文的数据质量较高,结果较可靠。

表 2 投资效率回归结果

变量	托宾Q值(Q)	负债率(LEV)	现金流(CASH_A)	公司规模(SIZE)	股票收益率(RETURN)	上市年限(AGE)	滞后一期投资(INV)	截距项(Intercept)	拟合度(Adj-R ²)	观测值
符号预测	+	-	+	+	+	-	+	-	0.395	13356
系数	0.001*	-0.006**	0.031***	0.002***	0.002***	-0.000***	0.512***	-0.007		
稳健T值	1.77	-2.16	8.31	4.91	3.21	-4.35	42.04	-0.91		

注:***、**、*分别代表1%、5%和10%的显著性水平

资料来源:本文整理

3. 监管处罚对公司投资行为的外生刺激

(1) 样本匹配设计。首先,为保持样本纯净,借鉴Chang(2009)及事件研究法的思路,保留样本期(2006—2014)内只在某一个年度受到监管处罚的公司。其次,设置监管处罚当年为0期,即监管处罚期,而

且公司样本至少在[0,3]窗口期内存在观测值,以保证能够比较监管处罚前后的不同。此时剩下的样本包括两类:①在样本期内在某个年度受到过监管处罚的公司,而且这些公司在样本期内至少有四年的观测值,最终得到 167 家监管处罚组公司,这就是后续匹配中的处理组;②在样本期内未受到监管的公司,此为控制组,而且本文要求匹配组公司也至少有四年观测值。最后,为防止自选择偏误可能造成的内生性问题,本文对受到监管处罚的样本公司进行匹配。匹配规则为:在监管处罚同年度,选择同行业同年度的控制组公司中资产收益率(ROA)与监管处罚公司相差不超过 20%(80%~120%)的公司配对;如果存在多个公司可选,则选择规模最接近的控制组公司作为配对样本。最后,167 家处理组公司中有 139 家找到了匹配公司。

(2)单变量的差值比较。本文选择监管处罚当期(0 期)的投资效率指标(过度投资,投资不足,投资效率)作为基准值,经控制组均值调整后,分别比较监管处罚后(+1,+2,+3 期)对基准值(0 期)的投资效率指标变化。本文也可以选择-1 期或者其他期间作为基准,对结果并无实质影响。更为综合的比较将在回归分析中呈现。

(3)建立计量模型考察监管处罚对投资效率的影响。为更稳健地考察监管处罚对投资效率指标的影响,本文将监管处罚后设置为监管效应期(监管效应),在本文样本期间内,受到监管处罚后最多有八期。如图 1 所示。

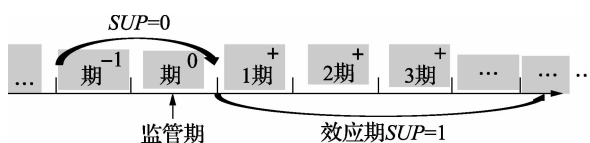


图 1 监管效应期示意图

资料来源:本文绘制

参考辛清泉等(2007)、陈运森、谢德仁(2011)以及李维安、马超(2014)的处理方法,为回避同期性解释变量和被解释变量之间互为因果关系的内生性问题,所有解释变量均滞后一期,并在匹配后的样本内考察监管处罚对投资效率的影响。此外,还控制了年度效应和公司个体效应,以尽可能控制其他影响因素。回归模型如下:

$$INV_{it} = \alpha + \lambda_i + \gamma SUP_{it-1} + \beta_1 BOARD_{it-1} + \beta_2 DUAL_{it-1} + \beta_3 RATIO_DIRT_{it-1} + \beta_4 SIZE_{it-1} + \beta_5 LEV_{it-1} + \beta_6 ROA_{it-1} + \beta_7 OCF_A_{it-1} + \beta_8 ADM_{it-1} + \beta_8 ORECTA_{it-1} + YEAR_DUMMY + \xi_{it} \quad (2)$$

其中,INV 是投资效率——过度投资,投资不足,投资效率 的统称; λ_i 代表公司固定效应。各变量具体含义如表 3 所示。

表 3 变量定义

变量类型	变量定义	
被解释变量	过度投资(OVER_INV)	模型 1 中大于 0 的回归残差值
	投资不足(UNDER_INV)	模型 1 中小于 0 的回归残差值绝对值
	投资效率(INV_EF)	模型 1 回归残差的绝对值
解释变量	监管效应(SUP)	非效应期取值为 0,效应期取值为 1
控制变量	董事会规模(BOARD)	公司董事会人数的自然对数
	两职合一(DUAL)	公司董事长和总裁是否“两职合一”,若公司两职合一则为 1,否则为 0
	独董比例(RATIO_DIRT)	独立董事占董事会人数比例
	公司规模(SIZE)	公司总资产取自然对数
	负债率(LEV)	公司资产负债率
	收益率(ROA)	公司的资产收益率
	现金流(OCF_A)	公司经营活动现金流情况,即“企业经营活动净现金流量与总资产比值”
	费用率(ADM)	公司的管理费用率
	股东占款(ORECTA)	大股东占款;即“其他应收款与总资产比值”

资料来源:本文整理

4. 监管处罚的作用渠道

监管处罚最终通过人发挥作用,不同特质的管理层对监管处罚的反应不同。因此,为控制不同决策者个体特征对投资行为的影响,本文按照最多在 $[-1, +8]$ ^①的窗口期内保持董事长不变或者保持 CEO 不变的标准,将受监管处罚的公司分为两个子样本,分别为(连续)董事长子样本和(连续)CEO 子样本。子样本设计规则如下:①受到监管处罚公司的董事长在 $[-1, +8]$ 的样本窗口期内未发生更替,最终本文获得 76 家受监管处罚的(连续)董事长公司;②受到监管处罚公司的 CEO(总裁/总经理)在 $[-1, +8]$ 窗口期内未发生更替,最终得到 62 家受监管处罚(连续)的 CEO 公司。之所以选择董事长或 CEO 作为主要讨论对象,是考虑到董事长和 CEO 对公司投资决策具有决定性的影响力,其在一定程度上直接决定了公司主要财务政策。

筛选出两个子样本之后,本文分别对各子样本在控制组中进行匹配,并在匹配后的样本中进行单变量差值检验,并在 $[-1, +8]$ 的窗口期内进行回归。考虑到经过筛选后,子样本观测公司数目相比全样本有较大的减少,为减少回归误差,增加结果的稳健性,本文在子样本中进行自抽样回归,以尽可能模拟全样本特征。

此外,为突出决策者特质对结果的影响,本文进一步在两个子样本中,分别将董事长和 CEO 按照学历进行分组。参考 CSMAR 数据库,本文手工补齐了连续样本中董事长和 CEO 的学历,除 CSMAR 数据库中提供的高管学历外,缺漏的数值从新浪财经、和讯网、巨潮资讯网等多个财经网站进行查找、验证,并予以补齐。高管学历划分包括“中专及中专以下,大专,本科,硕士研究生,博士研究生”五类,在(连续)董事长子样本和(连续)CEO 子样本中,各个连续子样本中的学历分布如表 4 所示。表 4 显示,董事长和 CEO 的学历在大专、本科和硕士研究生这三个层级较为集中,其中以硕士研究生占比最多,本科次之。董事长样本中,中专及以下的学历分布占比 6.80%,但 CEO 在这一层次的学历分布仅为 1.34%;而在硕士研究生和博士研究生两个教育层次,CEO 占比均要高于董事长占比。一个可能的解释在于董事长可以来自于底层创业者,无需学历“装饰”,而 CEO 更多地受聘于董事会,更需要学历在经理人市场上发挥“信号”作用,从而体现出学历对于 CEO 的声誉效应。

表 4 子样本中学历分布

教育背景	频率/百分比			
	董事长样本中的学历分布		CEO 样本中的学历分布	
中专及中专以下	31	6.80	5	1.34
大专	56	12.28	52	13.94
本科	143	31.36	112	30.03
硕士研究生	196	42.98	165	44.24
博士研究生	30	6.58	39	10.46
合计	456	100	373	100

资料来源:本文整理

为尽可能区分高学历和低学历决策者的反应,本文分别在两个子样本中进行分组,将“硕士研究生”和“博士研究生”归为高学历组,将“本科”“大专”和“中专及中专以下”作为低学历组,并分别对高学历组和低学历组公司在控制组中进行匹配,比较差值。同时,为避免观测值过少而带来偏误,亦进行了自抽样回归分析。

四、实证研究结果与分析

1. 全样本单变量差值比较

为考察监管前后对投资效率的影响,本文采用中位数秩检验方法对受监管处罚公司监管处罚后(+1,

^①如果选择 $[-1, 3]$ 窗口期,不影响本文的结论,但是,存在个别回归由于观测值过少,而无法得出结果。

+2, +3 期)投资效率指标与基期(0 期)数据做差值分析,结果如表 5 所示。首先,在未经控制组均值调整的部分(表 5 第(1)列、第(2)列、第(3)列),本文并未发现公司投资效率各项指标有太大变化。但在经控制组均值调整后,如表 5 第(4)列、第(5)列、第(6)列所示,受监管处罚公司在 +2、+3 期的过度投资指标显著上升,投资效率指标也有显著增加,投资不足指标虽然降低,但并不显著。由此本文初步认为,受监管处罚公司的投资效率在监管处罚之后发生一定恶化。

表 5 单变量差值分析

差值分析	未经控制组调整的差值			经控制组均值调整后的差值		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	投资效率	过度投资	投资不足	投资效率	过度投资	投资不足
+1 to 0 中位数差值	0.000	0.001	0.000	0.002	0.011	0.000
P 值	0.757	0.949	0.687	0.394	0.500	0.648
+2 to 0 中位数差值	-0.003	-0.003	-0.003	0.003 *	0.015 **	-0.001
P 值	0.271	0.907	0.171	0.076	0.011	0.422
+3 to 0 中位数差值	-0.004	-0.002	-0.004 *	0.006 ***	0.0135 ***	-0.001
P 值	0.102	0.538	0.068	0.008	0.005	0.980

注:参考 Chang(2009),本文此处控制组调整,用处理组指标减去控制组相应指标在当年的均值;如果减去控制组中位数,不影响本文结论。***、**、* 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平

资料来源:本文整理

进一步研究发现,如果不经控制组均值调整,如表 5 第(1)列、第(2)列、第(3)列所示,投资效率指标将得到一定的优化,特别是在 +2、+3 期,三个指标都呈现负值,而且投资不足指标在 +3 期得到显著改善。这一结果比较符合直觉——在监管处罚的约束下,与过去相比,公司的投资效率有微弱改善。但经控制组调整后,过度投资和综合投资效率两个指标显著增加,一定程度上说明,监管处罚所带来的过度投资,更多是与匹配企业相比较下而体现出来的。虽然有着监管处罚的约束,但是,公司还是尽可能地寻找释放投资的可能。表 5 中,未经控制组调整的差值比较结果实际上从另外一个角度支持了本文结论,即本文样本期内不存在随时间推移而投资增加的趋势,监管处罚在一定程度上发挥着约束作用。经控制组均值调整后的差值比较结果,实际上更体现出监管处罚和投资行为之间的因果关系,这为本文假设 H_1 提供了初步的证据。

2. 基于匹配后样本的实证检验

基于表 5 的单变量差值比较的基础之上,本文对匹配后的样本做进一步的细化分析。

(1)匹配后样本的描述性统计和相关系数分析。表 6 显示了匹配后样本的描述性统计结果。如表 6 所示,参与回归的样本回归总数为 1757 个,其中,投资不足样本(1093)多于过度投资样本(664),这与陈运森、谢德仁(2011)、吴超鹏等(2012)、李维安、马超(2014)的结果类似。经匹配后的样本中,“监管效应”的观测值平均占到样本总观测值的 28.8%。其他变量的取值也均在合理范围之内,与前人的研究保持基本一致,进一步表明本文研究结果的可靠性。

表 6 描述性统计

变量名称	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
投资效率	1757	0.028	0.035	0.018	0	0.411
过度投资	664	0.037	0.048	0.021	0	0.411
投资不足	1093	0.022	0.021	0.017	0	0.2
监管效应	1757	0.288	0.453	0	0	1

变量名称	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
董事会规模	1757	2.173	0.204	2.197	1.609	2.708
两职合一	1757	0.177	0.382	0	0	1
独董比例	1757	0.365	0.05	0.333	0.143	0.667
公司规模	1757	21.59	1.139	21.47	17.66	27.04
负债率	1757	0.477	0.201	0.486	0.009	0.984
收益率	1757	0.035	0.069	0.031	-1.094	1.207
现金流	1757	0.038	0.079	0.04	-0.464	0.418
费用率	1757	0.105	0.131	0.08	0.005	2.216
股东占款	1757	0.021	0.037	0.01	0	0.644

资料来源:本文整理

表7显示了各变量的相关系数。如表7所示,监管效应与投资效率、过度投资、投资不足均呈显著的负相关关系,与表5第(1)列、第(2)列、第(3)列的简单差值结果相符,即在监管处罚约束下,仅从公司自身来看,并没有非常显著的过度投资。但是公司规模、负债率等指标,分别与投资效率、过度投资、投资不足以及监管效应同时呈现符号相反的相关性,说明本文所观察到的监管效应与投资效率、过度投资、投资不足之间的负相关关系并不“干净”,需要通过回归分析“净化”其他因素的干扰。此外,自变量的相关系数都在0.5以下,说明变量之间不存在严重的共线性,回归方程设置合理。

表7 变量的相关系数

变量	投资效率	过度投资	投资不足	监管效应	董事会规模	两职合一	独董比例	公司规模	负债率	收益率	现金流	费用率	股东占款
投资效率	1												
过度投资	1	1											
投资不足	1		1										
监管效应	-0.058**	-0.068*	-0.098***	1									
董事会规模	0.005	-0.049	0.044	-0.065***	1								
两职合一	0.001	-0.005	0.005	-0.002	-0.174***	1							
独董比例	-0.021	0.008	-0.075**	0.087***	-0.420***	0.124***	1						
公司规模	-0.081***	-0.129***	-0.060**	0.064***	0.207***	-0.103***	0.076***	1					
负债率	-0.099***	-0.115***	-0.137***	0.026	0.127***	-0.065***	-0.058**	0.377***	1				
收益率	0.064***	0.096**	-0.012	0.004	-0.036	0.062***	0.032	0.076***	-0.251***	1			
现金流	0.086***	0.075*	0.077**	-0.021	0.049**	0.014	-0.036	0.035	-0.092***	0.193***	1		
费用率	0.029	0.047	-0.008	0.009	-0.016	0.018	0.016	-0.304***	-0.211***	-0.190***	-0.152***	1	
股东占款	-0.015	0.007	-0.038	-0.049**	0.016	-0.007	-0.009	-0.144***	0.129***	-0.113***	-0.086***	0.137***	1

注:***、**、*分别代表1%、5%和10%的显著性水平

资料来源:本文整理

(2) 全样本回归。本文对匹配后的全样本进行混合回归,表 8 第(1)列显示,监管处罚后公司整体投资效率在 5% 水平上显著恶化。这种投资效率的损失主要体现在过度投资方面。如表 8 第(2)列所示,即公司受到监管处罚后在 1% 的显著性水平上增加了过度投资,而对于投资不足则并未有显著影响,如表 8 第(3)列所示。在第(1)列中的其他控制变量,公司规模系数显著为负,说明公司规模越大,投资效率越高,这与辛清泉等(2007)、李维安、马超(2014)的结果保持一致;公司收益率在第(1)列中显著为正,与陈运森、谢德仁(2011)、李维安、马超(2014)的结果也保持一致。匹配后的回归结果与表 5 的第(4)列、第(5)列、第(6)列相符,本文假设 H_1 进一步得到了检验,即受到监管处罚后公司似乎体现出过度投资的冲动。但是,由于样本期内 CEO 的更替,无法准确判断是否由于不同 CEO 的个人特质影响了其投资风格而导致的这一结果,这将继续在子样本中进行考察。

表 8 匹配后的全样本回归

变量	(1)	(2)	(3)
	投资效率	过度投资	投资不足
监管效应	0.006 ** (2.30)	0.018 *** (2.75)	-0.001 (-0.49)
董事会规模	-0.005 (-0.69)	-0.001 (-0.05)	0.000 (0.03)
两职合一	0.001 (0.37)	0.012 * (1.68)	-0.003 (-1.15)
独董比例	-0.013 (-0.50)	-0.018 (-0.31)	-0.027 (-1.13)
公司规模	-0.005 ** (-2.26)	-0.011 * (-1.83)	0.003 (1.34)
负债率	-0.018 (-1.58)	-0.045 (-1.63)	-0.017 * (-1.72)
收益率	0.046 *** (3.56)	0.103 (1.54)	0.003 (0.30)
现金流	0.010 (0.69)	-0.008 (-0.27)	0.005 (0.41)
费用率	0.003 (0.36)	0.000 (0.03)	0.002 (0.34)
股东占款	0.002 (0.11)	0.047 (0.70)	-0.040 ** (-2.49)
常数项	0.165 *** (3.13)	0.301 ** (2.44)	-0.012 (-0.22)
个体效应	已控制	已控制	已控制
年度效应	已控制	已控制	已控制
观测值	1757	664	1093
拟合度 R^2	0.05	0.10	0.09
公司数	284	246	277

注:数字下的括号内为经异方差调整后的稳健 T 值;***、**、* 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平

资料来源:本文整理

3. 子样本检验

前文分析中,容易引起疑惑之处在于未考虑高管的异质性,特别是公司受到监管处罚后可能引发高管的离任,导致投资决策的变化来源于不同高管的个人风格,而非监管效应。为加强研究结论的稳健性,本文进一步筛选出在[-1,8]窗口期内董事长或CEO未发生更替的两组子样本,分别进行差值检验与回归分析。表9显示了两个子样本的经控制组调整后的差值比较。可以看出,无论在哪个子样本中,都显示出公司在受到监管处罚后有过度投资的冲动;在董事长子样本中,从第+2期开始过度投资开始变得显著;而在CEO子样本中,第+3期过度投资变得显著。表10的回归结果与表8基本一致,经过自抽样回归后,可以看到,无论在哪个子样本下,公司在受到监管处罚后的期间内显示出显著的投资激进行为(系数均在10%或5%的水平上显著)。特别是在董事长子样本中,这一现象仍然能够观测到。在一定程度上说明,在控制了主要决策者的个人特征后,这种监管处罚的刺激反应现象仍然可能存在。

表9 子样本中控制组调整后的单变量差值分析

差值分析	董事长子样本			CEO子样本		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	投资效率	过度投资	投资不足	投资效率	过度投资	投资不足
+1比0 中位数差值	0.009	0.034	-0.003	0.004	-0.009	0.001
	P值	0.266	0.076	0.322	0.477	0.643
+2比0 中位数差值	0.007**	0.027**	-0.005	0.004	0.001	-0.002
	P值	0.033	0.002	0.433	0.123	0.135
+3比0 中位数差值	0.012**	0.038***	-0.003	0.008**	0.008**	-0.002
	P值	0.002	0.000	0.620	0.026	0.021

注:***、**、*分别代表1%、5%和10%的显著性水平

资料来源:本文整理

表10 子样本匹配后的回归分析

变量	董事长子样本			总裁子样本		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
	投资效率	过度投资	投资不足	投资效率	过度投资	投资不足
监管效应	0.009**	0.022*	-0.003	0.012**	0.037**	0.004
	(2.00)	(1.80)	(-0.89)	(1.96)	(2.06)	(0.81)
董事会规模	-0.027	-0.026	-0.047**	-0.018	0.007	-0.046
	(-1.45)	(-0.54)	(-2.04)	(-0.81)	(0.02)	(-1.50)
两职合一	-0.002	0.003	-0.006	-0.004	0.024	-0.009
	(-0.47)	(0.22)	(-1.06)	(-0.43)	(0.64)	(-1.31)
独董比例	-0.072	-0.067	-0.148**	-0.046	0.049	-0.107
	(-1.55)	(-0.48)	(-2.04)	(-0.62)	(0.05)	(-1.13)
公司规模	-0.013*	-0.016	-0.002	-0.007	0.003	0.001
	(-1.73)	(-0.64)	(-0.23)	(-0.94)	(0.11)	(0.21)
负债率	0.001	-0.002	0.002	0.023	-0.045	0.050
	(0.04)	(-0.05)	(0.05)	(0.64)	(-0.63)	(1.36)
收益率	0.062	0.284	0.068	0.062	-0.072	0.088
	(1.34)	(1.19)	(1.32)	(0.88)	(-0.32)	(1.61)

变量	董事长子样本			总裁子样本		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
	投资效率	过度投资	投资不足	投资效率	过度投资	投资不足
现金流	0.011	0.040	-0.004	0.010	0.021	0.009
	(0.36)	(0.39)	(-0.17)	(0.25)	(0.21)	(0.42)
费用率	-0.005	0.536*	0.009	0.001	0.506	0.036
	(-0.21)	(1.96)	(0.38)	(0.03)	(1.31)	(1.26)
股东占款	0.052	-0.212	-0.082	0.063	-0.230	-0.124
	(0.40)	(-0.57)	(-1.42)	(0.31)	(-0.58)	(-1.12)
Constant	0.400**	0.330	0.233	0.246	-0.150	0.130
	(2.56)	(0.59)	(1.31)	(1.46)	(-0.13)	(0.66)
个体效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
观测值	641	255	386	498	206	292
拟合度 R ²	0.07	0.22	0.10	0.06	0.24	0.17
公司数	145	118	135	110	95	103

注:数字下的括号内为自抽样 200 次下的 Z 统计量;***、**、* 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平

资料来源:本文整理

综上,无论是单变量的差值分析,还是全样本或者多个子样本中的回归,均验证了本文假设 H₁,说明在当前监管环境下,与匹配公司相比,监管处罚确实带来公司层面的投资激进,这种现象的背后隐藏着公司声誉修复的冲动。

4. 监管效应的渠道检验

如前文所述,本文在两个子样本中按照学历进行分组,“硕士研究生”和“博士研究生”归为高学历组,“本科”“大专”和“中专及中专以下”作为低学历组。然后分别对高学历组和低学历组公司在控制组中进行匹配,进行差值比较,并为了避免观测值过少带来的偏误进行自抽样回归分析。结果如表 11 和表 12 所示。表 11 第(1)列~第(6)列显示,董事长似乎并未有成为监管处罚发生作用的渠道,无论董事长学历水平高低,投资激进度和整体的投资效率都有显著增加,如表 11 的第(1)列、第(2)列、第(4)列、第(5)列所示。而 CEO 子样本中,学历水平的高低则具有非常明显的区别,高学历 CEO 在受到监管处罚后,相对于匹配公司,其投资风格明显变得激进,如表 11 第(7)列、第(8)列所示,从 +2 期开始,过度投资和投资效率指标均至少在 5% 的显著性水平上增加;而在低学历的 CEO 子样本中,投资行为没有发生显著变化。表 12 的回归结果与表 11 的结论是相似的,稍有不同的是,在表 11 的差值分析中,可以看到即使在董事长子样中,无论学历水平高低,过度投资指标都是显著增加的;而在回归分析中,对于不同学历的董事长来说,过度投资指标的系数均为不显著的正值,如表 12 的第(2)列、第(5)列所示。但是,整体的投资效率指标稍有不同,对于高学历的董事长来说,投资效率在受到监管处罚后在 10% 的显著性水平上有所恶化,如表 12 第(1)列,而对于低学历的董事长来说,虽然综合投资效率指标为正,但并不显著。而在 CEO 子样本中,不同学历水平 CEO 对监管处罚的反应是显著不同的。对于高学历的 CEO 来说,在受到监管处罚后,他们的投资效率在 1% 的显著性水平上恶化,过度投资指标在 5% 的显著性水平上增加;而对于低学历的 CEO 来说,整体投资效率有十分微弱且不显著的增加,如表 12 第(10)列所示,过度投资仍然有微弱上升,然而并不显著,如表 12 第(11)列所示。

表 11 和表 12 的结果有力地支持了本文假设 H₂ 所示,即监管处罚所带来的激进投资行为在高学历 CEO 子样本中得到了一致且显著的体现。作为一个对比的检验,不同学历水平的董事长似乎对监管处罚并不敏

感,进一步说明学历对于“打工者”(CEO)来说是至关重要的,而非“所有者”(董事长),这在一定程度上验证了经理人的声誉理论。

表 11 不同学历水平下的监管效应——匹配调整后的单变量差值检验

样本	董事长高学历			董事长低学历			CEO 高学历			CEO 低学历		
	(1) 投资 效率	(2) 过度 投资	(3) 投资 不足	(4) 投资 效率	(5) 过度 投资	(6) 投资 不足	(7) 投资 效率	(8) 过度 投资	(9) 投资 不足	(10) 投资 效率	(11) 过度 投资	(12) 投资 不足
+1 to 0 中位数差值	0.008	0.040	0.002	0.002	0.025	-0.007	0.008	0.013	-0.005	0.004	-0.030	0.009
P 值	0.427	0.289	0.771	0.766	0.192	0.340	0.401	0.843	0.567	0.623	0.102	0.240
+2 to 0 中位数差值	0.011 **	0.024 *	0.000	0.001	0.031 **	-0.009	0.016 **	0.037 **	-0.001	-0.007	-0.017	-0.003
P 值	0.028	0.079	0.737	0.452	0.011	0.295	0.015	0.015	0.763	0.841	0.307	0.744
+3 to 0 中位数差值	0.017 ***	0.045 **	0.002	0.006	0.030 ***	-0.004	0.026 ***	0.063 ***	-0.002	-0.007	-0.018	-0.004
P 值	0.006	0.023	0.664	0.183	0.002	0.552	0.000	0.001	0.679	0.575	0.102	0.664

注:数字下的括号内为自抽样 200 次下的 Z 统计量;***、**、* 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平
资料来源:本文整理

表 12 不同学历水平下的监管效应

样本	董事长高学历			董事长低学历			CEO 高学历			CEO 低学历		
	(1) 投资 效率	(2) 过度 投资	(3) 投资 不足	(4) 投资 效率	(5) 过度 投资	(6) 投资 不足	(7) 投资 效率	(8) 过度 投资	(9) 投资 不足	(10) 投资 效率	(11) 过度 投资	(12) 投资 不足
监管效应	0.010 *	0.018	-0.005	0.007	0.008	-0.000	0.029 ***	0.061 **	0.008	-0.003	0.006	-0.003
	(1.68)	(0.81)	(-0.99)	(1.03)	(0.35)	(-0.05)	(2.74)	(2.00)	(0.97)	(-0.39)	(0.24)	(-0.34)
董事会规模	-0.059 *	-0.066	-0.085	0.008	-0.026	-0.034	-0.010	-0.004	-0.087	-0.028	-0.757	0.004
	(-1.82)	(-0.66)	(-1.55)	(0.42)	(-0.06)	(-0.91)	(-0.16)	(-0.01)	(-0.69)	(-0.75)	(-0.40)	(0.10)
两职合一	-0.005	-0.006	-0.006	-0.003	0.015	-0.006	-0.009	—	-0.005	0.005	-0.017	-0.022 ***
	(-0.78)	(-0.31)	(-0.56)	(-0.40)	(0.86)	(-0.70)	(-0.63)	—	(-0.60)	(0.40)	(-0.27)	(-3.69)
独董比例	-0.093	-0.077	-0.207	-0.008	-0.237	-0.085	-0.011	0.043	-0.192	-0.008	-1.582	0.020
	(-1.27)	(-0.30)	(-1.52)	(-0.08)	(-0.16)	(-0.54)	(-0.06)	(0.02)	(-0.58)	(-0.09)	(-0.33)	(0.15)
公司规模	-0.001	-0.005	0.004	-0.027 *	-0.053	0.019	-0.003	0.023	0.007	-0.013	-0.046	0.032
	(-0.13)	(-0.11)	(0.34)	(-1.74)	(-1.43)	(1.36)	(-0.24)	(0.52)	(0.71)	(-0.64)	(-0.60)	(1.32)
负债率	-0.035	0.019	-0.064	0.029	-0.032	0.035	0.002	-0.053	-0.001	0.035	-0.115	0.049
	(-1.22)	(0.20)	(-1.25)	(0.87)	(-0.30)	(1.04)	(0.04)	(-0.44)	(-0.02)	(0.65)	(-0.61)	(0.63)
收益率	0.059	0.738	-0.022	0.097	-0.075	0.093	0.113	-0.141	0.075	0.062	0.052	0.118
	(0.76)	(1.28)	(-0.23)	(1.29)	(-0.31)	(1.42)	(0.84)	(-0.31)	(0.64)	(0.89)	(0.13)	(1.45)
现金流	0.048	0.046	0.009	-0.040	0.029	-0.015	0.065	0.174	0.030	-0.036	-0.110	-0.006
	(1.00)	(0.35)	(0.25)	(-0.92)	(0.16)	(-0.37)	(0.90)	(0.99)	(0.79)	(-1.23)	(-0.67)	(-0.16)
费用率	-0.006	0.832	0.000	-0.006	0.446	0.024	-0.002	0.572	0.123	-0.035	-0.277	0.036
	(-0.11)	(1.40)	(0.01)	(-0.14)	(0.78)	(0.29)	(-0.02)	(0.67)	(0.86)	(-0.61)	(-0.29)	(0.50)
股东占款	0.036	-0.323	-0.065	0.096	-0.422	-0.181	0.146	-0.476	0.000	-0.066	-0.875	-0.207
	(0.24)	(-0.44)	(-0.53)	(0.42)	(-0.42)	(-1.11)	(0.37)	(-0.46)	(0.00)	(-0.44)	(-1.12)	(-0.78)

样本	董事长高学历			董事长低学历			CEO 高学历			CEO 低学历		
	(1) 投资 效率	(2) 过度 投资	(3) 投资 不足	(4) 投资 效率	(5) 过度 投资	(6) 投资 不足	(7) 投资 效率	(8) 过度 投资	(9) 投资 不足	(10) 投资 效率	(11) 过度 投资	(12) 投资 不足
常数项	0.234	0.129	0.236	0.602 *	1.281	-0.225	0.110	-0.522	0.108	0.409	3.332	-0.620
	(1.04)	(0.12)	(0.77)	(1.93)	(0.72)	(-0.71)	(0.33)	(-0.19)	(0.22)	(0.89)	(0.52)	(-1.29)
个体效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
观测值	339	131	208	314	125	189	278	114	164	230	93	137
拟合度 R ²	0.09	0.28	0.12	0.13	0.40	0.32	0.13	0.36	0.18	0.10	0.27	0.41
公司数	70	54	65	78	65	73	59	48	53	53	47	52

注:数字下的括号内为自抽样 200 次下的 Z 统计量;***、**、* 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平
资料来源:本文整理

5. 进一步分析:公司治理的约束作用

如前所述,高学历 CEO 在公司受到监管处罚后呈现出过度投资的冲动,进一步,公司内部治理优劣是否能对这种过度投资产生调节作用呢? 本文选用反映公司治理结构的独立董事比率(*RATIO_DIRT*)和公司董事会规模(*BOARD*),以及反映公司内部治理优劣的管理费用率(*ADM*)和大股东占款(*ORECTA*),将上述四个变量分别与监管效应(*SUP*)相乘生成交叉项,详细回归结果如表 13 所示。表 13 显示,公司治理结构因素似乎并没有对高学历 CEO 的激进投资行为产生显著的削弱作用,内部治理此时似乎是无效的。此外,本文还使用了公司透明度(琼斯模型计算)、公司所有权和现金流权偏离度以及公司股权集中度作为公司内部治理优劣的代理变量,均未得到一致且显著的结果。出于简洁性,未在本文中全部列示。

表 13 公司治理对高学历 CEO 过度投资的制约作用

变量	(1) 投资 效率	(2) 投资 效率	(3) 投资 效率	(4) 投资 效率	(5) 过度 投资	(6) 过度 投资	(7) 过度 投资	(8) 过度 投资	(9) 投资 不足	(10) 投资 不足	(11) 投资 不足	(12) 投资 不足
监管效应	0.030	-0.047	0.003	0.020	-0.441	0.580 *	0.071	0.048	0.013	0.087	0.008	0.017
	(0.57)	(-0.48)	(0.15)	(1.46)	(-1.30)	(1.66)	(0.87)	(1.36)	(0.23)	(1.10)	(0.62)	(1.52)
监管效应 × 独董比例	-0.004				1.432				-0.015			
	(-0.03)				(1.44)				(-0.09)			
监管效应 × 董事会规模		0.035				-0.237				-0.037		
		(0.78)				(-1.55)				(-0.99)		
监管效应 × 费用率			0.275 *				-0.109				-0.002	
			(1.89)				(-0.13)				(-0.02)	
监管效应 × 股东占款				0.402				0.606				-0.405
				(0.84)				(0.47)				(-1.10)
董事会规模	-0.010	-0.025	-0.009	-0.006	0.138	0.223	-0.004	0.014	-0.088	-0.071	-0.087	-0.093
	(-0.15)	(-0.32)	(-0.16)	(-0.11)	(0.19)	(0.31)	(-0.00)	(0.02)	(-0.60)	(-0.52)	(-0.62)	(-0.68)
两职合一	-0.009	-0.010	-0.011	-0.007					-0.005	-0.006	-0.005	-0.007
	(-0.63)	(-0.67)	(-0.93)	(-0.52)					(-0.57)	(-0.65)	(-0.58)	(-0.73)

变量	(1) 投资 效率	(2) 投资 效率	(3) 投资 效率	(4) 投资 效率	(5) 过度 投资	(6) 过度 投资	(7) 过度 投资	(8) 过度 投资	(9) 投资 不足	(10) 投资 不足	(11) 投资 不足	(12) 投资 不足
独董比例	-0.010	0.010	-0.039	0.006	0.032	0.347	0.039	0.089	-0.184	-0.231	-0.193	-0.234
	(-0.05)	(0.05)	(-0.24)	(0.03)	(0.02)	(0.17)	(0.02)	(0.04)	(-0.43)	(-0.66)	(-0.52)	(-0.63)
公司规模	-0.003	-0.003	0.002	-0.004	0.023	0.023	0.021	0.023	0.007	0.008	0.007	0.009
	(-0.24)	(-0.21)	(0.21)	(-0.28)	(0.52)	(0.49)	(0.44)	(0.49)	(0.64)	(0.74)	(0.70)	(0.87)
负债率	0.002	-0.004	-0.002	0.001	-0.061	-0.023	-0.050	-0.070	-0.001	-0.000	-0.001	0.001
	(0.04)	(-0.08)	(-0.04)	(0.03)	(-0.53)	(-0.19)	(-0.41)	(-0.61)	(-0.02)	(-0.00)	(-0.02)	(0.01)
收益率	0.113	0.112	0.095	0.101	0.020	-0.051	-0.124	-0.171	0.076	0.068	0.075	0.093
	(0.83)	(0.82)	(0.70)	(0.74)	(0.05)	(-0.11)	(-0.26)	(-0.32)	(0.63)	(0.59)	(0.61)	(0.76)
现金流	0.065	0.064	0.080	0.060	0.173	0.190	0.176	0.130	0.030	0.032	0.030	0.032
	(0.90)	(0.88)	(1.14)	(0.82)	(0.97)	(1.13)	(0.84)	(0.70)	(0.79)	(0.85)	(0.76)	(0.82)
费用率	-0.002	0.004	-0.004	-0.002	0.737	0.871	0.707	0.426	0.124	0.117	0.124	0.149
	(-0.02)	(0.05)	(-0.05)	(-0.02)	(0.87)	(0.82)	(0.53)	(0.47)	(0.82)	(0.82)	(0.74)	(1.08)
股东占款	0.147	0.129	-0.069	-0.065	-0.934	-0.674	-0.482	-0.752	0.003	-0.005	0.001	0.130
	(0.36)	(0.35)	(-0.25)	(-0.22)	(-0.99)	(-0.63)	(-0.47)	(-0.65)	(0.02)	(-0.02)	(0.00)	(0.59)
常数项	0.110	0.124	0.017	0.124	-0.689	-1.111	-0.491	-0.545	0.108	0.080	0.109	0.079
	(0.33)	(0.35)	(0.06)	(0.37)	(-0.25)	(-0.42)	(-0.17)	(-0.20)	(0.19)	(0.16)	(0.21)	(0.15)
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
个体效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
观测值	278	278	278	278	114	114	114	114	164	164	164	164
拟合度 R^2	0.13	0.13	0.18	0.14	0.42	0.39	0.36	0.37	0.18	0.19	0.18	0.20
公司数	59	59	59	59	48	48	48	48	53	53	53	53

注:数字下的括号内为自抽样 200 次下的 Z 统计量;***、**、* 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平
资料来源:本文整理

五、稳健性检验

为进一步增加可信度,本文从多个角度对上述结果进行稳健性测试。

1. 安慰剂测试

为进一步解决可能的自选择偏误以及外部宏观冲击所带来的时间趋势等内生性问题,本文将(-3, -2, -1)期调整后的差值指标与 0 期做对比,结果如表 14 所示。表 14 显示,除了投资不足指标在 -1 期、-2 期比 0 期在 5% 的显著性水平上升,综合投资效率和过度投资指标在 -3 期、-2 期、-1 期和 0 期均没有显著不同。这一结果说明,在监管处罚前,与匹配公司相比,受监管处罚公司的投资效率总体是平稳的,只是在 0 期以后,综合投资效率和过度投资指标才开始显著上升,如表 4 的第(4)列、第(5)列、第(6)列所示,从而为监管处罚和激进投资行为之间的因果关系提供了补充证据。

表 14 监管前期匹配调整差值分析

		(1)	(2)	(3)
		投资效率	过度投资	投资不足
-1 比 0	中位数差值	0.002	-0.003	0.004**
	P 值	0.163	0.805	0.018

		(1)	(2)	(3)
		投资效率	过度投资	投资不足
-2 比 0	中位数差值	0.002	-0.009	0.007**
	P 值	0.461	0.496	0.033
-3 比 0	中位数差值	0.000	-0.009	0.003
	P 值	0.931	0.526	0.220

注:***、**、* 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平

资料来源:本文整理

2. 匹配变量替代

考虑到公司财务理论中,净资产收益率(ROE)是一个更为综合性的公司收益指标,它反映公司为股东创造财富的能力。本文使用该指标替代总资产收益率(ROA)进行匹配,回归结果基本保持不变。出于篇幅和简洁性考虑,并未在文中呈现相关回归结果,如有需要,请与作者联系。

3. 学历效应再检验

表 12 中第(1)列~第(6)列显示,董事长的学历水平对监管处罚并不敏感。进一步,在董事长样本中,同学历水平的 CEO 是否监管刺激反应也不同? 本文据此在董事长的子样本中按照 CEO 的学历水平进行分组,由于此时存在 CEO 的更替,因此,按照各个公司 CEO 的平均学历水平分组,学历平均值大于或等于 4(硕士研究生及以上)的为高学历组,学历平均值小于或等于 3(本科及以下)的为低学历组,回归结果如表 15 所示。回归结果显示,在 CEO 高学历组,监管处罚期内总的投资效率在 1% 的水平上显著恶化,而过度投资指标的系数为正,但是并不显著;而在 CEO 低学历组,总的投资效率有不显著的提升,过度投资指标的系数为不显著的负值。本文并未观察到过度投资在高学历组有非常显著的提高,但是,与低学历组相比,他们的符号产生性质上的差别,也在一定程度上说明,不同学历水平的 CEO 对监管处罚的刺激反应。由于 CEO 更替的因素会在一定程度上影响本文回归结果,表 15 仅作为前述研究的补充证据。

表 15 董事长子样本:CEO 平均学历分组下的监管效应

样本	董事长连续子样本中平均高学历 CEO			董事长连续子样本中平均低学历 CEO		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	投资效率	过度投资	投资不足	投资效率	过度投资	投资不足
监管效应	0.031***	0.036	0.007	-0.008	-0.016	-0.007
	(3.29)	(1.57)	(1.33)	(-1.47)	(-1.27)	(-1.05)
董事会规模	-0.070	-0.011	-0.143**	-0.034**	0.039	-0.031
	(-1.46)	(-0.21)	(-2.42)	(-2.06)	(0.63)	(-1.56)
两职合一	-0.009	-0.051*	-0.005	0.000	0.013	-0.009
	(-0.97)	(-1.95)	(-0.97)	(0.00)	(1.05)	(-1.19)
独董比例	-0.125	0.324	-0.448**	-0.034	0.127	-0.053
	(-1.15)	(1.12)	(-2.59)	(-0.56)	(0.57)	(-0.72)
公司规模	-0.010	0.010	0.019*	-0.003	-0.027	-0.003
	(-0.80)	(0.38)	(1.93)	(-0.32)	(-0.90)	(-0.21)
负债率	-0.001	-0.028	-0.041	0.025	0.060	0.040
	(-0.02)	(-0.44)	(-1.00)	(0.97)	(0.94)	(1.34)
收益率	0.058	0.017	0.036	0.073***	0.155	0.112**
	(0.37)	(0.04)	(0.24)	(2.87)	(1.00)	(2.12)

样本	董事长连续子样本中平均高学历 CEO			董事长连续子样本中平均低学历 CEO		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	投资效率	过度投资	投资不足	投资效率	过度投资	投资不足
现金流	0.064	0.082	0.072 *	-0.046 *	-0.044	-0.057 *
	(0.74)	(0.49)	(1.72)	(-1.93)	(-1.38)	(-1.95)
费用率	-0.010	0.443 **	0.205 **	-0.037 *	0.156	-0.010
	(-0.36)	(2.50)	(2.17)	(-1.79)	(0.57)	(-0.40)
股东占款	0.247	0.218	-0.119	-0.013	-0.570	-0.071
	(0.73)	(0.43)	(-1.14)	(-0.15)	(-1.09)	(-0.86)
常数项	0.444 *	-0.379	0.108	0.205	0.437	0.199
	(1.98)	(-0.54)	(0.56)	(0.89)	(0.78)	(0.58)
个体效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
观测值	246	110	136	272	100	172
拟合度 R^2	0.15	0.36	0.21	0.13	0.24	0.24
公司数	52	43	46	64	55	62

注:数字下的括号内为自抽样 200 次下的 Z 统计量;***、**、* 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平

资料来源:本文整理

六、结论与启示

本文选取 2006—2014 年间中国 A 股受到违规监管处罚的上市公司作为研究样本,考察了监管处罚对公司实体层面投资行为的影响。研究发现,相比较同类未受监管处罚的公司,受监管处罚的公司的投资效率之后显著降低,呈现出较强的过度投资趋势。上述现象在 CEO 具有较高学历水平的公司表现更明显。在匹配后的双重差值分析、样本自抽样回归分析,以及在不同子样本和不同匹配变量的多重检验中,均得到一致而且稳健的结果。上述结论表明,证券监管处罚作为公司的外生冲击事件,除直接影响涉事公司违法违规行为的修正外,还影响涉事公司未来的财务行为。此外,使用公司透明度、所有权和现金流权偏离度以及股权集中度作为公司内部治理优劣的代理变量,回归结果则不显著,说明在受到监管处罚后,整个公司治理层和管理层都存在声誉修复的冲动,或者一定程度上默许了 CEO 的声誉修复行为,导致证券监管处罚的治理作用被“扭曲”。

行为金融理论为上述现象提供了一个可能性解释,即高学历 CEO 具有更强的自尊心,也更加过度自信,在面对监管处罚这种负向的外部冲击时,更急切地希望通过投资活动修复受损声誉。本文从公司 CEO 个体特质的视角揭示了监管处罚在公司微观层面可能的潜在成本,为监管理论的经济学分析提供了新的思路。

本文的现实意义在于,在当前大力强调金融监管的背景下,管理层需要全面评估证券监管处罚的经济后果。对于受监管对象来说,监管效果最终取决于“人”的行为,即便监管措施相同,不同的“人”反应也可能不同。实质上,在公司微观治理层面,“人”是治理的核心。正如宁向东(2005)所言,公司治理最终是人与人之间互相约束“招”的集合。

参考文献:

- [1] Bantel K A, Jackson S E. Top Management and Innovations in Banking: Does The Composition of the Top Team Make a Difference? [J]. Strategic Management Journal, 1989, 10, (S1): 107 - 124.

- [2] Borghesi R, Houston J F, Naranjo A. Corporate Socially Responsible Investments: CEO Altruism, Reputation, and Shareholder Interests[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 26, (2): 164 – 181.
- [3] Chang E C, Wong S M L. Governance with Multiple Objectives: Evidence From Top Executive Turnover in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2009, 15, (2): 230 – 244.
- [4] Chen G, Firth M, Gao D N, et al. Is China's Securities Regulatory Agency a Toothless Tiger? Evidence From Enforcement Actions[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2005, 24, (6): 451 – 488.
- [5] Coase R H. The Problem of Social Cost[J]. *Journal of Law and Economics*, 1960, (3): 1 – 44.
- [6] Dechow P M, Sloan R G, Sweeney A P. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1996, 13, (1): 1 – 36.
- [7] Desai H, Wilkins M S. The Reputational Penalty for Aggressive Accounting: Earnings Restatements And Management Turnover[J]. *The Accounting Review*, 2006, 81, (1): 83 – 112.
- [8] Djankov, S., Glaeser, E., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. and Shleifer, A. The New Comparative economics[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31, (4): 595 – 619.
- [9] Fama E F. Agency Problems and The Theory of The Firm[J]. *The Journal of Political Economy*, 1980, 88, (2): 288 – 307.
- [10] Farber D B. Restoring Trust After Fraud: Does Corporate Governance Matter? [J]. *The Accounting Review*, 2005, 80, (2): 539 – 561.
- [11] Feroz E H, Park K, Pastena V S. Discussion of The Financial and Market Effects of The SEC's Accounting and Auditing Enforcement Releases[J]. *Journal of Accounting Research*, 1991, (29): 107 – 142.
- [12] Finkelstein S, Hambrick D C. Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations[M]. South-Western Pub, 1996.
- [13] Glaeser E, Johnson S, Shleifer A. Coase Versus the Coasians[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116, (3): 853 – 899.
- [14] Graham J, Harvey C. How do CFOs Make Capital budgeting and Capital Structure Decisions? [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2002, 15, (1): 8 – 23.
- [15] Hambrick D C, Mason P A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of its Top Managers[J]. *Academy of Management Review*, 1982, 9, (2): 193 – 206.
- [16] Hayward M L A, Rindova V P, Pollock T G. Believing One's Own Press: The Causes and Consequences of CEO Celebrity[J]. *Strategic Management Journal*, 2004, 25, (7): 637 – 653.
- [17] Hirshleifer D. Managerial Reputation and Corporate Investment Decisions [J]. *Financial Management*, 1993, 22, (2): 145 – 160.
- [18] Holmstrom B, Costa J R I. Managerial Incentives and Capital Management[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1986, 101, (4): 835 – 860.
- [19] Jackson H E, Roe M J. Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-based Evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93, (2): 207 – 238.
- [20] Karpoff J M, Lee D S, Martin G S. The Consequences to Managers for Financial Misrepresentation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88, (2): 193 – 215.
- [21] Ke B, Zhang X. Does Public Enforcement Matter in Weak Investor Protection Countries? Evidence From a Natural Experiment [J/OL]. <https://ssrn.com/abstract=2606669>, 2016, (February 22).
- [22] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny A. Legal Determinants of External Finance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52, (3): 1131 – 1150.
- [23] López de Silanes F, La Porta R, Shleifer A, Vishny A. Law and Finance[J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106, (6): 1113 – 1155.
- [24] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny A. Investor Protection and Corporate Governance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58, (1): 3 – 27.
- [25] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny A. Investor Protection and Corporate Valuation[J]. *Journal of Finance*, 2002, 57, (3): 1147 – 1170.
- [26] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. What Works in Securities Laws[J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61, (1): 1 – 32.

- [27] Marciukaityte D, Szewczyk S H, Uzun H, et al. Governance and Performance Changes after Accusations of Corporate Fraud [J]. *Financial Analysts Journal*, 2006, 62, (3): 32-41.
- [28] Morck R, Shleifer A, Vishny R W. Alternative Mechanisms for Corporate Control [J]. *The American Economic Review*, 1989, 79, (4): 842-852.
- [29] Nourayi M M. Stock Price Responses to the SEC's Enforcement Actions [J]. *Journal of Accounting & Public Policy*, 1994, 13, (4): 333-347.
- [30] Pigou, A. C. *The Economics of Welfare* [M]. 4th ed. New York: Macmillan, 1938.
- [31] Posner R A. Theories of Economic Regulation [J]. *The Bell Journal of Economics and Management*, 1974, 5, (2): 335-358.
- [32] Scharfstein D S, Stein J C. Herd Behavior and Investment [J]. *The American Economic Review*, 1990, 80, (3): 465-479.
- [33] Richardson S. Over-Investment of Free Cash Flow [J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11, (2): 159-189.
- [34] Schrand C M, Zechman S L C. Executive overconfidence and The Slippery Slope to Financial Misreporting [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 53, (1-2): 311-329.
- [35] Shleifer A. Understanding Regulation [J]. *European Financial Management*, 2005, 11, (4): 439-451.
- [36] Shleifer A, Vishny R W. Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments [J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 25, (1): 123-139.
- [37] Stigler G J. The Theory of Economic Regulation [J]. *Bell Journal of Economics & Management Science*, 1971, 2, (2): 3-21.
- [38] Wiersema M F, Bantel K A. Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change [J]. *Academy of Management Journal*, 1992, 35, (1): 91-121.
- [39] 陈工孟, 高宁. 我国证券监管有效性的实证研究 [J]. 北京: 管理世界, 2005, (7).
- [40] 陈国进, 赵向琴, 林辉. 上市公司违法违规处罚和投资者利益保护效果 [J]. 上海: 财经研究, 2005, (8).
- [41] 陈运森, 谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率 [J]. 北京: 管理世界, 2011, (7).
- [42] 陈运森, 王汝花. 产品市场竞争、公司违规与商业信用 [J]. 上海: 会计与经济研究, 2014, (5).
- [43] 醋卫华. 公司丑闻, 声誉机制与高管变更 [J]. 北京: 经济管理, 2011, (1).
- [44] 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]. 天津: 南开管理评论, 2016, (5).
- [45] 何韧, 王维诚, 王军. 管理者背景与企业绩效: 基于中国经验的实证研究 [J]. 蚌埠: 财贸研究, 2010, (1).
- [46] 郝旭光, 朱冰, 张士玉. 中国证券市场监管政策效果研究——基于问卷调查的分析 [J]. 北京: 管理世界, 2012, (7).
- [47] 李维安, 姜涛. 公司治理与企业过度投资行为研究——来自中国上市公司的证据 [J]. 北京: 财贸经济, 2007, (12).
- [48] 李维安, 马超. 实业金融的产融结合模式与企业投资效率 [J]. 北京: 金融研究, 2014, (11).
- [49] 李小波, 吴溪. 国家审计公告的市场反应: 基于中央企业审计结果的初步分析 [J]. 北京: 审计研究, 2013, (4).
- [50] 廖理, 沈红波, 郗金梁. 股权分置改革与上市公司治理的实证研究 [J]. 北京: 中国工业经济, 2008, (5).
- [51] 陆瑶, 张鸣宇. CEO 教育水平与公司绩效 [J]. 北京: 清华大学学报: 自然科学版, 2015, (4).
- [52] 陆瑶, 李茶. CEO 对董事会的影响力与上市公司违规犯罪 [J]. 北京: 金融研究, 2016, (1).
- [53] 宁向东. 公司治理理论 [M]. 北京: 中国发展出版社, 2005.
- [54] 宋云玲, 李志文, 纪新伟. 从业绩预告违规看中国证券监管的处罚效果 [J]. 北京: 金融研究, 2011, (6).
- [55] 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]. 北京: 金融研究, 2014, (1).
- [56] 谭庆美, 陈欣, 张娜等. 管理层权力、外部治理机制与过度投资 [J]. 哈尔滨: 管理科学, 2015, (4).
- [57] 吴超鹏, 吴世农, 程静雅, 王璐. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究 [J]. 北京: 经济研究, 2012, (1).
- [58] 许成刚. 法律、执法与金融监管——介绍“法律的不完备性”理论 [J]. 北京: 经济社会体制比较, 2001, (5).
- [59] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资 [J]. 北京: 经济研究, 2007, (8).
- [60] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担 [J]. 北京: 金融研究, 2013, (1).
- [61] 杨忠莲, 谢香兵. 我国上市公司财务报告舞弊的经济后果——来自证监会与财政部处罚公告的市场反应 [J]. 北京: 审计研究, 2008, (1).
- [62] 杨玉凤, 曹琼, 吴晓明. 上市公司信息披露违规市场反应差异研究——2002—2006 年的实证分析 [J]. 北京: 审计研究, 2008, (5).
- [63] 杨柏. 上市公司信息披露违规行为监管博弈分析 [J]. 北京: 管理世界, 2005, (8).

Securities Regulation, Impression Management and CEO Overinvestment

GU Xiao-long¹, ZHANG Lin-lin², XU Jin-hua³

(1. Guangdong University of Finance & Economics, Guangzhou, Guangdong, 510320, China;

2. Sun Yat-sen University, Guangzhou, Guangdong, 510275, China;

3. Guangdong University of Technology, Guangzhou, Guangdong, 510006, China)

Abstract: As an exogenous shock to firms, securities regulation has effect on firm's accounting and financial behaviors. This paper examines how securities regulation influences corporate's investment decisions using a sample of Chinese A-share listed firms from 2006 to 2014. We find that firms punished, compared with those unpunished, tend to overinvestment for reputation repair, leading to significant decrease in investment efficiency.

Also, the above findings are especially significant in firms with CEOs of high-level education. According to behavioral finance theory, CEOs with high-level education are generally more self-respected, even overconfident sometimes, valuing their professional reputation in the managerial labor market. Thus, they tend to behave aggressively in order to reduce their potential reputation loss owe to negative news, further endangering investors' interests. Punishment from securities regulation damages firm's image, as well as CEO's reputation in the managerial labor market. To improve their images, firms and the CEOs are incline to do something to distract investors' attention, except for corrections themselves, e. g. firing incompetent CEO, or investing new projects. Different from previous literature which examine the market reaction of investors or the corrections by firms, we test the potential economic outcomes of securities regulation from a more broad perspective beyond corrections themselves, examining firms' investment behaviors after punishment. Actually, how securities regulation works depends on firm's cognition as well as other personal traits of the CEO. The truth is, prevention is better than cure. Securities regulation induces costs, that's what we examines in our paper. It's better for the authorities setting rules to push firms set up efficient and strict corporate governance mechanism beforehand rather than mild punishment afterwards. There're several theoretical stream concerning regulation. The first is the "Public interest theory", proposed by Pigou (1938), coming up with the idea that asymmetric information, externality and monopoly lead to market failure, which could be restricted by external regulation in order to improve social welfare. In contrast, Coase (1960) proposed the Contracting Theory that problems that can't be solved by the market could be resolved by the court of justice by implementing contracts justly. Stigler (1971) and Posner (1974) raised the Capture Theory, points out that the government regulation accompanies with corruption and incompetence. What's more, the government regulation is probably captured by interest groups, causing regulatory failure. Thus, courts and law enforcement are more important than regulators. A lot of literature attempt to combine free market with government regulation to confirm the boundary of securities regulation under different circumstances. The authorities need to make a trade-off between costs and benefits of securities regulation. The practical significance of this paper is that, in the context of the current emphasis on securities regulation, we need to fully assess the economic consequences of securities regulatory penalties, rationally considering the boundary of regulation. Our findings are consistent and robust by bootstrapping, or regressing by different matched groups, which extend the economic outcomes of securities regulation from capital market to corporate's behaviors.

So far, we have not yet formed a consensus on security regulation, debate existing between the legalization of free market and government intervention. This paper could be seen as a start point, and more questions concerning security regulation need to be explored in the near future. In China, what kind of forms for regulation is suited for the capital market, and under what conditions security regulation works, need to be tackled. And we also need to understand the nature of Chinese security regulation and how long it takes for us to establish healthy market mechanism. We should make feet-on-the-ground plans, cultivating disciplined market participants, including shareholders, managers, investors, analysts, brokers, encouraging them to take actions rather than speaking words.

Key Words: securities regulation; reputation repair; CEO; overinvestment

(责任编辑:月 才)