

制度环境与证券监管*

——基于 2001 - 2018 年证监会行政处罚决定书的分析

盛智明 周仁磊

提要:制度执行是制度发挥作用的关键环节,而制度执行又受制度环境的影响。本研究通过对中国证监会 2001 - 2018 年行政处罚决定书的分析,系统考察了制度环境因素对证券监管执法强度和效率的影响,并对执法的市场反应进行了初步评估。研究发现:(1) 证券监管行政执法强度和效率随不同年份而波动,受监管注意力的影响较大;(2) 市场化程度高的地区执法效率较高,对政治关联度高的机构执法效率较低,但市场化程度和政治关联度并不影响执法强度;(3) 从市场反应来看,违规上市公司遭受行政处罚对该公司短期股价存在负面影响,但对中长期股价不存在显著影响。

关键词:制度环境 制度执行 证券监管

一、引言

改革开放以来,我国金融市场规模不断扩大。在制度设计上,国家出台了一系列法律法规保障金融市场发展。然而,我国金融市场并不稳定,各种金融违法行为和局部金融危机事件时有发生。2015 年以来,虽然金融监管进一步加强,但仍会出现金融市场动荡和金融风险加剧的悖论现象。例如,2015 年的股市波动和 2018 年的 P2P 网贷爆雷,让很多中小投资者损失惨重。

为什么国家设计了严格的金融监管制度体系,但却较难达到预期的监管效果? 现有研究指出这一悖论现象产生的主要原因在于监管部门的执法效率和执法强度偏低,导致制度设计和制度执行间出现张力 (Pistor et al., 2000; Allen et

* 本研究是上海市“曙光计划”项目(19SG36)的阶段性成果。论文初稿曾在“第十六届组织社会学实证研究工作坊”和中国社会学会 2019 年学术年会“金融与民生福祉”分论坛宣读,感谢周雪光教授、刘世定教授、杨典研究员、李国武教授等诸多参会者以及匿名专家的建设性意见和建议,文责自负。

al., 2005)。那么,自1998年我国第一部《证券法》颁布以来,证监会的执法强度和执法效率如何?影响因素和机制是什么?执法效果怎样?基于对中国证监会2001-2018年的行政处罚决定书的系统分析,本研究尝试对以上问题进行解答。

本研究以制度环境对制度执行的影响作为切入点,考察制度设计与制度执行之间的张力及其产生原因。首先,通过对“法与金融”学派的理论梳理,指出国家制度设计对于金融市场发展的作用。其次,从宏观、中观和微观层面探讨正式与非正式制度环境因素对制度执行的影响。最后,对证券监管的市场反应进行评估。本研究基于对证监会行政处罚决定书的分析,描述了证券监管的历史演变与基本特征,通过对文本资料的量化处理,建立对证券监管执法效率、强度和效果的有效测量指标,能够更加科学、准确地对证券监管执法行为进行分析,从而对其行为特点形成更全面的理解。

二、文献综述

(一) 制度设计和制度执行

关于金融监管制度设计与制度执行的经典分析起源于“法与金融”学派的研究。1998年,芝加哥大学的La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer和Vishny(简称LLSV)发表了著名论文《法与金融》,将金融学和法学的研究结合起来,开创了“法与金融”学派,其基本观点是国家法律渊源、股权集中程度和对投资者的保护程度会影响该国金融市场发展(La Porta et al., 1998)。

虽然“法与金融”学派关注了国家法律制度对金融市场的影响,但也存在诸多不足。首先,对大陆法系和普通法系的简单划分难以概括各国法律制度的差异性。其次,各国法律规范差异性到底有多大也值得商榷,有研究发现法律规范的差异并不明显(Coffee, 2007)。最后,LLSV的研究主要依赖法律文本,没有深入到法律实践中。

为弥补这些不足,皮斯特等分析了24个国家的投资者保护水平与该国证券市场发展之间的关系,发现制约这些国家金融市场发展的一个重要因素是执法效率低下(Pistor et al., 2000)。各国监管执法行为的差异要比法律文本上的差异解释效力更大。后续研究从金融监管框架(执法部门独立性、监管任务明确性、制裁能力和执行能力)、政治意愿、人力与资金投入、组织结构安排和自律监

管系统等方面阐释了监管行为中制度设计和制度执行间的张力(Barth et al., 2004; Carvajal & Elliott, 2007; Lohse et al., 2014)。

这种张力在其他领域也同样存在,是一种普遍现象。例如,周雪光(2008)在分析基层政府的“共谋”行为时指出,基层政府会通过非正式关系和互动来应对上级检查,在落实上级政府布置的任务时会表现出灵活性和策略性。在金融监管过程中,灵活性和策略性表现为“自由裁量权”,即金融监管部门在面对不同的违法对象时惩罚强度和效率的差异性,这实质上是监管部门和监管对象之间互动的结果。

金融监管执法偏差不断出现,与相应的制度环境密不可分。一方面,监管执法需要符合正式法律制度要求,但同时又受到非正式制度的影响,导致出现偏差。另一方面,这些偏差行为并不是组织内部的私人行为,而是在制度体系内被广泛采用并且公开操作的一种组织现象。在这个意义上,我们可以说监管执法偏差行为是特定制度环境背景下“制度化的组织行为”。

(二)制度环境与制度执行

在韦伯关于科层制的经典论述中,组织被看作为一个技术的组合体,是为了满足某种任务而建立的一个技术体系(周雪光,2003)。这种视角较少深入分析组织所处的复杂社会环境带来的影响。制度主义的研究发现了与韦伯理性化组织模式相悖的现象。塞尔兹尼克在研究美国田纳西河流域管理局的案例时发现,组织在运行过程中会出现很多非预期后果,许多预先制定的组织目标和规范在项目实施过程中并没有得到贯彻(塞尔兹尼克,2014)。这个研究挑战了科层制组织兴起的条件假设,即正式组织在现代社会取得成功是建立在组织按照规划蓝图发挥功能的基础之上(Meyer & Rowan, 1977)。

现有研究已表明,正式组织内部也会出现以往被认为只有在非正式组织中才出现的特征,如松散的内部关系、规范和决策无法被执行、结果和目标的不明确性,等等。一方面,这些现象的出现是因为组织的制度设计在具体实施过程中受到组织规模扩大、执行链变长的影响,在执行时有更多的行动者参与其中,容易造成与最初制度设计的偏差(周雪光,2008)。另一方面,有限理性理论认为组织中的个体并非经济学所说的“完全理性”,而是受个人特征和利益的影响,在执行时注入了新的解释或扭曲,造成执行结果与制度设计的偏差(Levitt & March, 1988)。因此,制度设计和制度执行需要作为一个整体加以分析。

新制度主义的研究指出,组织演化的驱动力并不完全是韦伯所说的技术和

效率,而是受制度环境的影响。有些环境要素被高度制度化,超出了个人或者组织的自行决定权,其合法性变得理所当然,甚至不用评价它们对工作成效的影响。组织的很多行为实际上是出于生存发展需要,是在和所处环境交换资源,受制度环境的塑造和制约(Meyer & Rowan,1977)。

制度环境视角的引入增进了我们对组织结构、组织行为和组织绩效之间关系的理解。例如,传统的公司治理研究关注治理结构和公司绩效之间的关系(白重恩等,2005),但却忽略了造成公司治理结构差异的原因。新制度经济学指出,公司治理结构很大程度上内生于制度环境(Williamson,2000)。在此基础上,研究者们越来越重视制度环境如何影响企业行为,并最终影响公司治理绩效。

以上研究表明了制度环境的重要性。本研究以此为切入点,探讨制度环境对证券监管的作用。我们对制度环境采取了较为宽泛的界定,不仅包括正式的法规政策等规制性和规范性要素,还包括在制度执行过程中面临的一系列价值取向、关系网络等非正式的文化—认知要素(斯科特,2010)。所以,从性质上来看,制度环境可分为正式和非正式制度环境;从范围上来看,可分为宏观、中观和微观制度环境。这些制度环境要素通常同时发生作用,产生交互影响。根据以往文献,对证券监管产生影响的主要有如下这些制度环境因素。

1. 地区市场化程度

市场化程度决定了地区的法律保护水平、金融发展水平、对外开放程度和市场竞争程度等(樊纲等,2003)。周黎安和陶婧(2009)的研究指出,在市场化水平较低的地区,政府的资源垄断现象更普遍,官僚主义和寻租更易发生,腐败案件的发生概率更高。也有研究表明,在市场化程度高的地区,市场占据更主要的调节作用,政府行政效率相对更高(高翔、黄建忠,2017)。这可能造成金融监管执法的差异性。例如,金融监管稽查部门在对违法对象尤其是地方性的上市公司或金融机构进行查处时,很多时候需要当地政府部门的配合。在市场化程度低的地区,受利益关联影响,地方政府部门可能与当地企业存在庇护关系,阻碍稽查进程。政府行政效率低下也可能使稽查所需要的各种审批手续被拖延,导致监管执法效率低下。基于此,我们提出研究假设1。

假设1:市场化程度低的地区证券监管行政执法效率低,市场化程度高的地区证券监管行政执法效率高。

在政府与企业关系方面,市场化改革带来的制度环境变化会影响政企关系以及企业经营能力和治理结构。首先,市场化程度高的地区经济开放度高,竞争

激烈,形成了政府改善企业营商环境的倒逼机制;反之,市场化程度低的地区经济开放度低,企业营商环境差(马光荣等,2012)。其次,市场化程度低的地区政府对企业的控制更强,但由于政府在企业管理方面的专业知识和注意力有限,这些地区的企业治理结构和绩效更差(夏立军、方轶强,2005;杨典,2013)。再次,在市场化程度低的地区,政府相对强势,可能发生寻租现象,公司违法可能性以及违法严重程度会更高,这都将对监管产生负面影响。由此我们提出研究假设2。

假设2:市场化程度低的地区证券监管行政执法强度反而较高;市场化程度高的地区证券监管行政执法强度反而较低。

2. 监管部门注意力分配

金融监管部门对金融违法违规行为的注意力也会直接影响行政执法实践。练宏(2015)指出,组织注意力分配并不是一个技术问题,而是组织所处的制度环境和社会环境的产物。我国金融监管机构的监管注意力主要是受国家金融政策方针的指引,同时在一定程度上也会考虑社会舆论反应,还会受领导风格、偏好的影响及其他因素的制约,是多方形塑的结果。监管注意力会影响监管部门对特定类型的金融违法违规行为的关注度,以及是否对其采取重点整治行动。由此产生研究假设3。

假设3:证券监管部门对某类违法违规行为的注意力越高,对该类行为的行政执法强度和执法效率越高。

3. 被监管对象的政治关联

在金融领域,金融监管者既履行监管职能,也扮演着资源分配者角色。例如,握有IPO审批权的证监会在证券市场发展之初就为国有企业上市创造便利条件,国企上市融资可以大大缓解负债情况,并为地方政府提供大量税收。政企关系变成了紧密的“共生”关系。一些研究指出,企业的政治关联和高管的政治身份可以让企业获得税收优惠、削弱进入保护行业的壁垒、获得政府补贴等(罗党论、唐清泉,2009;余明桂等,2010)。同时,政治关联在保护企业减轻或免受处罚方面也起到重要的作用(许年行、吴世农,2013)。市场经济改革并没有消除庇护主义政治,相反,政府在转变为市场监管者的过程中,依然保留着对市场资源的控制权,政治关联继续发挥作用。因而,被监管对象的政治关联会影响到证券监管的效率和强度。由此我们提出研究假设4。

假设4:证券监管部门在对政治关联度高的被监管对象进行行政执法时,执法强度和效率都较低。

(三) 分析框架

本研究以证监会的监管执法行为为分析重点,考察哪些制度环境要素会对证券监管行政处罚的执法强度和执法效率产生影响,并对证监会行政执法的市场反应进行初步评估,在此基础上,更好地理解制度设计与制度实践之间的张力,探究其产生原因和机制。

为实现以上研究目标,本文首先描述了我国证券监管执法行为的历史演变和监管注意力转变,接着,从宏观、中观和微观三个层面对影响证监会行政执法的制度环境要素进行分析,使用相关指标来对制度环境要素进行测量,进而量化考察这些制度环境要素对证监会金融监管行政执法强度和效率的影响。其中,宏观层面的指标选用行政执法发生地的“市场化指数”,以此来衡量监管制度执行的地域制度环境;中观层面的指标既包含证监会的监管注意力,也包括被监管对象的性质,这两方面指标可用来测量证券监管制度执行的组织制度环境;微观层面的指标包括证监会领导风格以及被监管公司高管身份背景两个方面。这些个体层面的因素是影响证券监管制度执行的微观制度环境。最后,以被证监会行政处罚的上市公司为样本,通过计算其被处罚前后不同窗口期的股票累计超额收益率,对证监会金融监管行政执法的市场反应这一监管效果进行初步评估。综上所述,本文分析框架如下(见图1)。

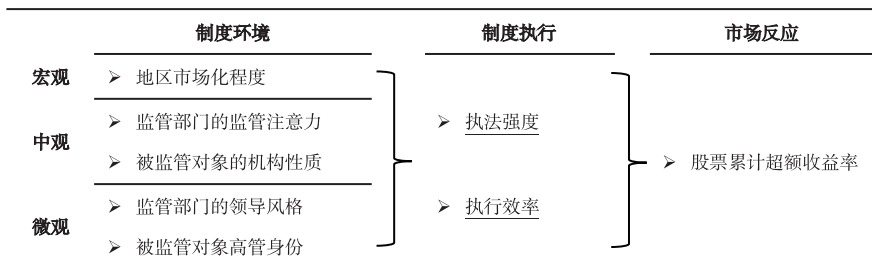


图1 分析框架

三、数据和变量

(一) 数据

本研究所使用的资料主要来自中国证监会在2001-2018年发布的《行政处罚决定书》(以下简称《决定书》)。通过对《决定书》内容的整理、编码、录入,将

文本资料转化为量化数据,数据中包含的主要信息为公告日期、被处罚机构的基本信息、违法行为、违法时间、处罚方式、罚款金额、处罚依据等。本研究分析对象为受证监会行政处罚的机构,^①分为上市公司和非上市公司。这些机构违法的类型主要包括:信息披露不合法、内幕交易、操纵市场、法人利用他人账户、超比例持股、短线交易、证券期货公司经营问题、从业人员买卖股票、编造传播虚假信息、中介机构违法和其他等 11 种(见表 1)。

表 1 主要违法类型

| 违法类型 | 数量(个) | 比例(%) |
|------------|-------|-------|
| 信息披露 | 359 | 53.34 |
| 法人利用他人账户 | 61 | 9.06 |
| 证券期货公司经营问题 | 75 | 11.14 |
| 中介机构违法 | 100 | 14.86 |
| 其他 | 78 | 11.59 |
| 总计 | 673 | 100 |

注:违法类型中内幕交易(17个)、从业人员买卖股票(1个)、短线交易(4个)、编造传播虚假信息(6个)、操纵市场(39个)数量较少,与“其他”合并。由于超比例持股(59个)在法律条款中属于信息披露问题,在进行惩罚时也多适用于违反信息披露的条款,因此与“信息披露”合并。

除了以上数据,我们还通过国泰安(CSMAR)和万得(Wind)数据库收集了上市公司的相关数据。由于非上市公司的信息难以获得,因此在分析时使用了两个子样本。第一个子样本包含所有 673 家被处罚公司;第二个子样本仅包含被处罚的上市公司,在删除部分信息缺失的公司后,最终样本为 174 个。

(二)变量

1. 因变量

由于证券监管制度执行的最重要举措就是对违法机构和个人进行行政处罚执法,因而本文以执法效率和执法强度作为因变量。

(1)执法效率:在证券监管过程中,监管部门对金融违法行为的处罚用时越长,监管的执法效率也就越低(张宗新、朱伟骅,2007)。本文将证券监管执法效率定义为:监管对象发生违法行为的时间到监管部门对其进行行政处罚的时间。

^① 本研究未包含受证监会行政处罚的个人。

时间越长,执法效率越低;时间越短,执法效率越高。

(2)执法强度:一些研究者用违规公告前后被处罚公司高管离职情况或市场反应来衡量执法强度(许年行、吴世农,2013)。但前者实际上并非完全由监管部门执法强度造成,更多的是迫于市场舆论的压力和公司改善治理的需要,后者主要反映的是处罚效果。这些变量并不能很好地测量对机构的监管执法强度。在证监会对违法机构的处罚中,罚款是最直接有效的惩罚方式,罚款数额的大小可以直接反映执法强度的高低。但是由于参照法律不同,不同的违规方式罚款的绝对数额存在很大差异,难以进行比较。有研究者以证监会“实际做出的处罚”和“法律规定的处罚上限”之间的差距为标准,计算执法的强度系数,这为不同违法类型的罚款比较提供了可行方案(张舫、李响,2014)。在本文收集的样本中,证监会的罚款类型有两种。第一种是“数值型”罚款,如《证券法》193条规定“处以六十万元以下的罚款”,若证监会对某公司罚款30万元,那么针对该公司的罚款强度为 $30/60 = 0.5$ 。第二种是“倍率式”罚款,如《证券法》202条、206条规定“处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款”,若证监会对某公司处以违法所得两倍罚款,那么针对该公司的罚款强度为 $2/5 = 0.4$ 。标准化计算克服了绝对罚款数额无法比较的困境,可以有效测量监管部门在公司层面的执法强度。

除了对证券监管制度执行的强度和效率进行衡量外,本研究也试图对监管成效进行评估。一般而言,对金融违法机构的行政处罚会对该机构的经营业绩产生影响,对上市公司而言,则反映在其股票价格的涨跌上。金融学研究中对公司股票价格的影响(Nourayi, 1994; Mackinlay, 1997)。因而,我们选取上市公司子样本,考察行政处罚执行前后被处罚上市公司的股价波动情况,通过计算特定窗口期内受处罚公司的股票累计超额收益率的变化,在一定程度上能对证券监管的成效进行初步评估。

2. 关键自变量

(1)市场化程度。我们采用樊纲等(2003)编制的“中国市场化指数”来测量制度环境中的地区市场化水平。该市场化指数以5个维度、23个指标为基础,采用主因子分析方法构造而成。指数每年发布一次,各省市都会会有一个评分和排序。由于本研究的证券监管数据时间跨度较大,市场化指数每年都会发生变动,相同地区的市场化指数在不同年份可能各不相同,无法直接进行比较。借鉴余明桂等人(2010)的研究,本文对市场化指数进行标准化处理:首先编制所

有地区 2001 - 2018 年的市场化指数,并将每个年份市场化指数进行三等分计算。如果该年份被处罚公司所在地的市场化指数位于当年样本市场化指数的 1/3 以下,则赋值为 1;若位于 1/3 到 2/3 之间,则赋值为 2;若大于 2/3,则赋值为 3。所有地区最终分为 3 类,3 代表市场化程度高,2 代表市场化程度中等,1 代表市场化程度低。通过标准化处理,同一地区不同年份的数据可以直接进行比较。

(2)监管部门注意力和领导风格。根据证监会在 2001 - 2018 年期间历任主席的领导风格,以及不同时期证监会的监管注意力,我们区分了四个时期,分别为 2001 - 2004 年、2005 - 2012 年、2013 - 2015 年、2016 - 2018 年。在第一个时期,证监会的监管注意力属于全面监管型,监管力度逐步加强,监管强度为中等;第二个时期中证监会监管的重点放在证券期货公司经营问题上,领导风格虽然追求改革发展,但力求平稳平衡,监管强度相对较低;在第三个时期,证监会的监管重心转移到 IPO 欺诈发行和中介机构违法,领导风格追求创新与风控并重,争取稳中求进,监管强度为中等;第四个时期中证监会监管的注意力放在机构业务风险和中介机构违法,领导风格是加强从严监管、依法监管和全面监管,监管强度较高。因此,不同时期代表了监管部门不同的注意力、领导风格偏好和监管强度。在后续分析中,我们就以不同时期作为代理变量对监管部门注意力和领导风格进行近似测量。在数据描述统计分析中,我们发现证监会的行政处罚在不同时期的确明显呈现出阶段性变化特征,这在很大程度上支持了以上四个时期划分的有效性。

表 2 不同时期监管注意力、领导风格和监管强度

| | 监管注意力 | 领导风格 | 监管强度 |
|---------------|-----------------|--------------|------|
| 2001 - 2004 年 | 全面监管 | 逐步加强监管力度 | 中 |
| 2005 - 2012 年 | 证券期货公司经营问题 | 平稳平衡,改革发展 | 低 |
| 2013 - 2015 年 | IPO 欺诈发行,中介机构违法 | 创新与风控并重,稳中求进 | 中 |
| 2016 - 2018 年 | 机构业务风险,中介机构违法 | 从严、依法、全面监管 | 高 |

(3)被监管对象的政治关联。本文使用组织层面的机构性质和个体层面的高管身份背景来测量被监管对象的政治关联。若被处罚公司为民营企业,赋值为 0;若为国有企业,则赋值为 1。在高管身份背景上,本文采用了高管是否有在政府部门工作的经历作为测量,如果有则赋值为 1,否则赋值为 0。

3. 控制变量

控制变量主要分为两部分:(1)行政处罚信息,除处罚公告年份以外,还包括被处罚公司的类型(上市公司赋值为1,非上市公司赋值为0)以及违法类型。(2)公司信息,包括注册资本和公司资产报酬率。

四、分析结果

(一)证监会执法行为的历史演变

我们首先计算了证监会从2001年到2018年每年的监管执法强度指数(见图2)。^① 总体而言,执法强度变化波动较大,均值为52.1,属于一般水平。从执法强度变化趋势中可以发现,证监会行政执法强度存在几个转折点。在这些转折点前后的时间段,证监会执法呈现了明显的强度差异。结合金融市场的历史背景、监管注意力和领导风格,我们尝试对这些变化趋势进行解释。

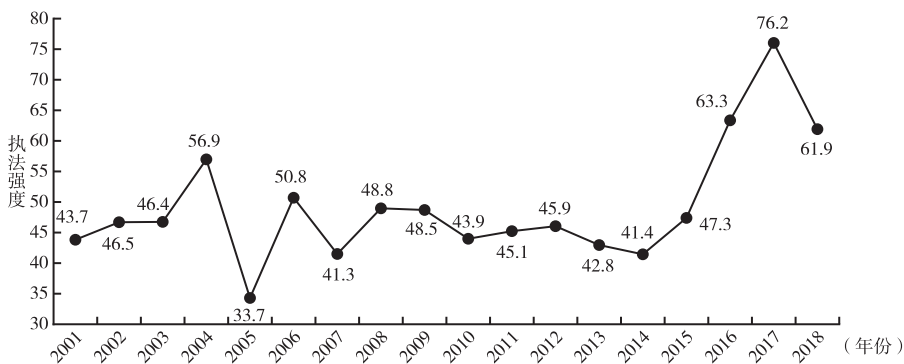


图2 证监会证券监管行政执法强度变化(2001-2018年)

2001年证监会邀请史美伦(任期:2001年3月至2004年9月)担任证监会副主席,分管证券监管工作。她采取全面监管策略,上任第一年证监会就颁布了51个证券监管法规,监管范围不断扩大。从图2中可以看到,2001-2004年证监会的执法强度呈逐年上升趋势。与“从严监管”相对应,中国股票市场维持了较长时间的“熊市”(洪艳蓉,2017:285)。

^① 执法强度指数 = 执法强度平均值 × 100。

股市低迷和不断出现的证券违法行为对市场 and 投资者信心产生巨大冲击,致使证监会开始反思之前的监管模式。2004年9月史美伦被调离,随后2005年证监会的执法强度大幅降低(强度指数:33.7)。此后证券监管开始将重点放在制度设计和组织架构的改革上,注重强化监管能力,追求平稳平衡。2005年修订的《证券法》颁布,加强了对证券发行和保荐机制的监管,2006年证监会的执法强度大幅回升。但可以看到,2016年之前的执法强度一直没有超过2004年的水平,即使是在爆发金融危机后的几年中,执法强度也基本只与2003年持平。这一时期的证监会主席尚福林(任期:2002年12月至2011年10月)秉持的是放松监管、还权市场的策略,监管相对放松,机构业务出现“大跃进”(洪艳蓉,2017:321)。这一时期监管思路受到2005年之前的状况影响,对过分强监管存在一定的排斥,市场也普遍认为加强监管就是打击投资者信心,总体监管强度较低。

尚福林的接任者郭树清(任期:2011年10月至2013年3月)则是“大刀阔斧的改革者”。郭树清主政证监会期间,证监会推出诸如鼓励上市公司分红、内幕交易零容忍、IPO制度改革等各项政策高达70多条,在保障股民权益、严打违规行为和释放证券市场主体创新活力方面进行了全方位的改革。这一时期证监会的整体执法强度虽有略微上升,整体依然保持较低强度(强度指数:45左右)。

2013年肖钢上任后(任期:2013年3月至2016年2月),监管注意力和强度都发生了变化。一方面,监管政策出现了一定程度的收紧,对中介机构IPO违规进行了重点查处。另一方面,肖钢表态“保证政策的稳定和持续性”,继续推进证券业的创新和改革。2015年股市出现大幅下跌,上证指数从6月到7月暴跌30%。同时期证监会执法强度较上一年出现了回落,投资者不满情绪严重,市场出现恐慌。

2016年证监会更换新主席,证券监管再次转向“从严监管”。刘士余上任后(任期:2016年2月至2019年1月)多次表示要强力打击证券违法行为、加强中小投资者保护。从图2可见2016-2017年证监会执法强度大幅上升至历史最高点(强度指数:63.3和76.2)。

从表3中可以看到,信息披露问题长期以来一直是监管关注的重点。从2001年到2012年,监管部门对证券期货公司经营问题比较关注。从2013年开始,监管部门越来越重视对中介机构违法的查处,其查处比例由2005-2012年的9.45%提升至20%左右。近些年来,“其他”类型的处罚比例也在不断上升,主要原因是证监会开始重点打击内幕交易和操纵市场等违法行为。

表 3 不同时期监管部门查处违法行为类型分布

| | 信息披露 | 法人利用他人账户 | 证券期货公司经营问题 | 中介机构违法 | 其他 | 合计 |
|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 2001 - 2004 年 | 57 (51.35) | 14 (12.61) | 23 (20.72) | 15 (13.51) | 2 (1.80) | 111 (100) |
| 2005 - 2012 年 | 138 (54.33) | 34 (13.39) | 46 (18.11) | 24 (9.45) | 12 (4.72) | 254 (100) |
| 2013 - 2015 年 | 75 (62.50) | 8 (6.67) | 0 (0) | 23 (19.17) | 14 (11.67) | 120 (100) |
| 2016 - 2018 年 | 86 (46.74) | 5 (2.72) | 6 (3.26) | 38 (20.65) | 49 (26.63) | 184 (100) |
| 合计 | 356 | 61 | 75 | 100 | 77 | 669 |

注:括号内为百分比。

一方面,证监会的监管注意力和领导风格的不同,影响了证券监管强度的波动,“从严监管”和“放权市场”两种取向反映在了不同时期执法强度的差异中。另一方面,监管强度还受国家政策导向影响。金融市场监管服务于国家战略需求,例如,2016年9月证监会发布了《关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》。在此背景下,金融监管部门兼有金融市场保护者和发展者的角色,金融监管功能让位于国家政策和经济发展需要,监管的注意力和监管模式随之变化,使得监管执法强度出现明显波动。

(二) 市场化程度对执法行为的影响

表4为纳入地区市场化程度对证券监管执法行为影响的多元回归分析模型的变量描述统计。证券监管的平均执法强度为0.52,平均执法效率为3.44年。

表 4 变量描述统计

| 变量名 | 数量 | 均值/比例 | 最小值 | 最大值 |
|------------|-----|-------|-----|-------------------|
| 因变量 | | | | |
| 执法强度 | 665 | 0.52 | 0 | 3.33 ^a |
| 执法效率 | 653 | 3.44 | 0 | 16 |
| 自变量 | | | | |
| 市场化程度 | 673 | | | |

续表 4

| 变量名 | 数量 | 均值/比例 | 最小值 | 最大值 |
|----------------------|-----|--------|-----|-----|
| 市场化程度低 | 139 | 20.65% | | |
| 市场化程度中 | 138 | 20.51% | | |
| 市场化程度高 | 396 | 58.84% | | |
| 公司类型(1 = 上市公司) | 672 | 0.41 | 0 | 1 |
| 时间段 | 669 | | | |
| 2001 - 2004 年(监管强度中) | 111 | 16.59% | | |
| 2005 - 2012 年(监管强度低) | 254 | 37.97% | | |
| 2013 - 2015 年(监管强度中) | 120 | 17.93% | | |
| 2016 - 2018 年(监管强度高) | 184 | 27.50% | | |
| 违法类型 | 673 | | | |
| 信息披露 | 359 | 53.34% | | |
| 法人利用他人账户 | 61 | 9.06% | | |
| 证券期货公司经营问题 | 75 | 11.14% | | |
| 中介机构违法 | 100 | 14.86% | | |
| 其他 | 78 | 11.59% | | |

注:^a 有 3 个案例(证监罚字[2001]19 号、证监罚字[2001]25 号、证监罚字[2004]28 号)的处罚金额超过 1998 年《证券法》规定的 60 万上限,处罚依据为 1993 年颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》第 74 条。

表 5 呈现了市场化程度对执法强度影响的多元回归分析结果。从模型 1 到模型 4,关键的自变量和控制变量被依次加入回归方程。时间段的设置是基于前文有关证监会历史演变特征分析,考察不同历史时期,证监会监管注意力和监管力度对执法行为的影响。在加入处罚对象、违法类型等控制变量后,模型 3 和模型 4 的市场化程度的影响变得不显著,因而假设 2 并没有得到完全证实。这说明,正式的制度环境对证券监管执法强度的影响有限,执法强度更有可能受到不同违法类型的影响。从违法类型来看,监管部门对信息披露的处罚要显著高于其他违法类型。对证券期货公司经营问题、法人使用他人账户等处罚在法律规定上一般执行“倍率式”罚款,“倍率式”罚款的金额由违法行为的违法所得决定,通常情况下涉案金额远大于信息披露,罚款金额更高。监管部门在进行处罚时多采用 1 倍罚款(强度:0.2),避免了对违法公司进行巨额罚款。而对信息披露的惩罚多适用“数值型”罚款,最高上限 60 万元,监管部门即使执法强度达到最高罚款额度 60 万(强度:1),罚款金额也相对较低。因此,从不同违法类型的

强度差异中可以发现监管部门的执法强度可能存在“避重就轻”的倾向,较低的处罚达不到惩戒违法公司的效果。

表 5 市场化程度影响执法强度的多元回归分析 N = 661

| | 模型 1 | 模型 2 | 模型 3 | 模型 4 |
|---------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| 市场化程度(参照类:市场化程度低) | | | | |
| 市场化程度中 | -0.013 (-0.317) | -0.014 (-0.366) | -0.004 (-0.113) | -0.005 (-0.147) |
| 市场化程度高 | -0.065 ** (-1.956) | -0.081 ** (-2.524) | -0.011 (-0.380) | -0.008 (-0.286) |
| 时间段(参照类:2005-2012 年监管强度低) | | | | |
| 2001-2004 年(监管强度中) | | 0.015 (0.400) | 0.016 (0.468) | 0.024 (0.744) |
| 2013-2015 年(监管强度中) | | 0.028 (0.779) | 0.098 *** (2.999) | 0.024 (0.709) |
| 2016-2018 年(监管强度高) | | 0.237 *** (7.618) | 0.276 *** (9.794) | 0.231 *** (7.751) |
| 处罚对象(参照类:上市公司) | | | | |
| 非上市公司 | | | -0.296 *** (-12.45) | -0.143 *** (-4.018) |
| 违法行为(参照类:信息披露) | | | | |
| 中介机构违法 | | | | -0.158 *** (-3.819) |
| 法人利用他人账户 | | | | -0.280 *** (-5.878) |
| 证券期货公司经营问题 | | | | -0.234 *** (-4.884) |
| 其他 | | | | -0.112 ** (-2.529) |
| 常数项 | 0.557 *** (19.48) | 0.494 *** (15.30) | 0.897 *** (20.61) | 0.765 *** (15.44) |
| R ² | 0.008 | 0.100 | 0.272 | 0.315 |

注:(1)圆括号中为系数标准误。(2)* $P < 0.1$, ** $P < 0.05$, *** $P < 0.01$ 。

表 6 回归模型显示出市场化程度对执法效率有显著影响,市场化程度越高,监管部门的执法效率越高(所用时间更短,系数为负),假设 1 得到证实。从模型 4 中可以看出,监管部门在市场化程度高的地区的执法年数要比市场化程度

低的地区少 0.499 年。值得注意的是,市场化程度中等地区和市场化程度低的地区在监管效率上并没有显著差异。时期变量在三个模型中都显著,与 2005 - 2012 年相比,其他三个时间段的执法效率显著提高,假设 3 得到部分证实。和上市公司相比,监管部门查处非上市公司耗时更少,效率更高。

表 6 市场化程度影响执法效率的多元回归分析 N = 649

| | 模型 1 | 模型 2 | 模型 3 | 模型 4 |
|-----------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| 市场化程度(参照类:市场化程度低) | | | | |
| 市场化程度中 | 0.111 (0.379) | 0.029 (0.010) | 0.059 (0.204) | 0.027 (0.096) |
| 市场化程度高 | -0.571 ** (-2.376) | -0.598 ** (-2.509) | -0.430 * (-1.788) | -0.499 ** (-2.070) |
| 时间段(参照类:2005 - 2012 年监管强度低) | | | | |
| 2001 - 2004 年(监管强度中) | | -0.645 ** (-2.352) | -0.620 ** (-2.281) | -0.666 ** (-2.465) |
| 2013 - 2015 年(监管强度中) | | -0.960 *** (-3.611) | -0.771 *** (-2.871) | -0.676 ** (-2.393) |
| 2016 - 2018 年(监管强度高) | | -0.964 *** (-4.153) | -0.847 *** (-3.646) | -0.685 *** (-2.798) |
| 处罚对象(参照类:上市公司) | | | | |
| 非上市公司 | | | -0.699 *** (-3.576) | -0.995 *** (-3.411) |
| 违法行为(参照类:信息披露) | | | | |
| 中介机构违法 | | | | 0.850 ** (2.485) |
| 法人利用他人账户 | | | | 0.895 ** (2.286) |
| 证券期货公司经营问题 | | | | 0.060 (0.144) |
| 其他 | | | | -0.429 (-1.187) |
| 常数项 | 3.763 *** (18.21) | 4.338 *** (17.87) | 5.265 *** (14.89) | 5.557 *** (13.60) |
| R ² | 0.017 | 0.049 | 0.068 | 0.094 |

注:(1)圆括号中为标准误。(2)* $P < 0.1$, ** $P < 0.05$, *** $P < 0.01$ 。

(三) 企业性质对执法行为影响

表 7 列出了企业性质、高管身份背景和执法行为等变量的描述性统计。由

于我们只能获取上市公司的相关信息,因此该部分的分析只包含上市公司样本,共计 174 个。

表 7 描述性统计分析

| 变量名 | 数量 | 均值/比例 | 最小值 | 最大值 |
|----------------------|-----|--------|-------|-------|
| 因变量 | | | | |
| 执法强度 | 174 | 0.71 | 0 | 3.33 |
| 执法效率 | 174 | 4.22 | 0 | 15 |
| 自变量 | | | | |
| 企业性质(1 = 国有企业) | 174 | 0.37 | 0 | 1 |
| 高管身份背景(1 = 有政府工作经历) | 103 | 0.78 | 0 | 1 |
| 市场化程度 | 174 | | | |
| 市场化程度低 | 46 | 26.44% | | |
| 市场化程度中 | 49 | 28.16% | | |
| 市场化程度高 | 79 | 45.40% | | |
| 时间段 | 174 | | | |
| 2001 - 2004 年(监管强度中) | 31 | 17.82% | | |
| 2005 - 2012 年(监管强度低) | 81 | 46.55% | | |
| 2013 - 2015 年(监管强度中) | 25 | 14.37% | | |
| 2016 - 2018 年(监管强度高) | 37 | 21.26% | | |
| 资产收益率 | 174 | -0.02 | -2.40 | 0.75 |
| 注册资本(对数) | 174 | 20.21 | 18.07 | 22.83 |

表 8 呈现了企业性质与执法效率、执法强度的关系。模型 2 和模型 4 加入了时间段和企业基本信息等控制变量。分析结果显示,监管部门在查处国有企业的违法行为时,执法效率要显著低于查处非国有企业(多 0.775 年)。就执法强度而言,国有企业和非国有企业之间并没有显著差别,因而假设 4 没有完全证实。出现这一结果的原因可能是对上市公司处罚金额过低。由于分析样本只包括上市公司,而上市公司最主要的违法行为是信息披露(172 个),《证券法》对上市公司信息披露的处罚最高金额是 60 万元,这一处罚金额难以和上市公司虚假披露中动辄数千万甚至上亿的涉案金额相匹配。即使证监会执法强度达到最高,相较于被处罚公司的违法金额,依然是很低的处罚。在此情况下,监管部门

的执法强度对违法上市公司来说并不那么重要。因此,证券监管处罚力度总体水平较低,导致企业性质与执法强度之间并不存在显著关联。

表 8 企业性质影响执法效率和执法强度的多元回归分析 N = 174

| | 执法效率 | | 执法强度 | |
|---------------------------|----------------------|------------------------|----------------------|----------------------|
| | 模型 1 | 模型 2 | 模型 3 | 模型 4 |
| 企业性质(参照类:非国有企业) | | | | |
| 国有企业 | 0.753 ** (2.013) | 0.775 ** (2.094) | 0.017 (0.398) | 0.059 (1.564) |
| 市场化程度(参照类:市场化程度低) | | | | |
| 市场化程度中 | -0.231 (-0.432) | -0.103 (-0.197) | -0.026 (-0.440) | 0.006 (0.121) |
| 市场化程度高 | -0.813 * (-1.698) | -0.984 ** (-2.097) | -0.0303 (-0.609) | -0.0227 (-0.520) |
| 时间段(参照类:2005-2012 年监管强度低) | | | | |
| 2001-2004 年(监管强度中) | | -1.415 *** (-3.112) | | 0.121 ** (2.038) |
| 2013-2015 年(监管强度中) | | -0.0157 (-0.0289) | | 0.178 *** (3.775) |
| 2016-2018 年(监管强度高) | | -0.869 * (-1.852) | | 0.328 *** (7.182) |
| 资产收益率 | | 1.145 ** (2.136) | | 0.123 (1.411) |
| 注册资本(对数) | | -0.011 (-0.068) | | 0.038 ** (2.242) |
| 常数项 | 4.347 *** (9.512) | 5.066 (1.502) | 0.705 *** (15.81) | -0.215 (-0.621) |
| R ² | 0.053 | 0.115 | 0.004 | 0.258 |

注:(1)圆括号中为标准误。(2)* $P < 0.1$, ** $P < 0.05$, *** $P < 0.01$ 。

(四) 高管身份背景对执法行为的影响

为进一步探究政治关联效应,本文从个体层面继续考察上市公司高管身份背景对监管执法行为的影响。由于高管工作经历信息存在缺失值,纳入模型分析的上市公司样本数为 103 个。表 9 显示了高管身份背景对执法效率和执法强度的影响。模型 2 表明当公司高管有政府工作经历时,证监会需要花更多时间查处该公司,执法效率更低。模型 3 和模型 4 考察了高管身份背景和执法强度的关系,与表 8 模型 3、4 的结果类似,高管身份背景对执法强度的影响也不显

著。此外,时间段和市场化程度都保持了不同程度的显著性。尤其是 2016 - 2018 年,证券监管的执法强度和执法效率显著高于其他时期。和前面的分析结果一致,市场化程度高的地区,执法效率明显更高。

表 9 高管身份背景对执法效率和执法强度的多元回归分析 N = 103

| | 执法效率 | | 执法强度 | |
|-----------------------------|----------------------|------------------------|----------------------|----------------------|
| | 模型 1 | 模型 2 | 模型 3 | 模型 4 |
| 身份背景(参照类:无政府工作经历) | | | | |
| 有政府工作经历 | 1.605 *** (2.943) | 1.108 * (1.933) | -0.048 (-0.824) | 0.026 (0.513) |
| 市场化程度(参照类:市场化程度低) | | | | |
| 市场化程度中 | -0.682 (-0.813) | -1.088 (-1.283) | -0.008 (-0.098) | -0.001 (-0.025) |
| 市场化程度高 | -1.245 * (-1.887) | -1.342 ** (-2.075) | 0.003 (0.0483) | -0.001 (-0.022) |
| 时间段(参照类:2005 - 2012 年监管强度低) | | | | |
| 2013 - 2015 年(监管强度中) | | -1.210 * (-1.870) | | 0.195 *** (3.178) |
| 2016 - 2018 年(监管强度高) | | -1.713 *** (-2.712) | | 0.348 *** (6.391) |
| 资产收益率 | | 0.091 (0.053) | | -0.099 (-1.286) |
| 注册资本(对数) | | 0.350 (1.409) | | 0.043 * (1.837) |
| 常数项 | 4.132 *** (6.099) | -1.479 (-0.299) | 0.749 *** (11.59) | -0.337 (-0.743) |
| R ² | 0.103 | 0.184 | 0.006 | 0.332 |

注:(1)圆括号中为标准误。(2)* $P < 0.1$, ** $P < 0.05$, *** $P < 0.01$ 。

(五) 证券监管的市场反应与执法效果

为了评估证券监管的执法效果,本文选择证监会对违法上市公司实施行政处罚的前后 2 天、5 天、10 天和 30 天多个窗口期计算累计超额收益率(CAR)。^①表 10 列出不同窗口期的 CAR 显著性检验,结果显示监管部门的执法效果只在短窗口期内显著。证监会的处罚公告导致上市公司在 2 天窗口期内 CAR 下跌

^① 累计超额收益率(CAR)的计算原理和方法参考 MacKinlay(1997)和杨玉凤等(2008)。

0.8%,产生负面市场反应。在其他窗口期,虽然市场影响也都是负值,但在统计上并不显著。这再次说明2019年之前我国证券监管整体的处罚强度较低,市场反应不明显,执法效果有限。

表 10 被处罚上市公司在不同窗口期的累计超额收益率(CAR)显著性检验 N = 150

| | [-2, +2] | [-5, +5] | [-10, +10] | [-30, +30] |
|---------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| CAR 显著性 | -0.008* (-1.80) | -0.012 (-1.44) | -0.026 (-1.79) | -0.031 (-1.00) |

注:(1)圆括号中为系数标准误。(2)* $P < 0.1$, ** $P < 0.05$, *** $P < 0.01$ 。

五、结论与讨论

当前我国金融市场蓬勃发展,与此相伴随的是各种金融风险 and 危机的可能性,金融监管是预防和化解金融风险与危机的必要举措。然而,不时发生的股市动荡和局部性金融风险告诉我们,金融监管制度设计有时无法达到预期目标,制度设计与制度执行之间存在不一致的张力,这种现象背后的一个重要原因在于制度执行会受制度环境的影响。针对金融监管研究中“法与金融”学派分析的不足之处,本研究从制度实践出发,考察制度环境的影响,从而揭示制度设计与制度执行之间张力产生的原因和机制。

基于中国证监会2001年至2018年的行政处罚决定书,本文引入“制度环境”概念,从宏观、中观、微观三个层面以及地域、组织、个体三个维度,系统考察了制度环境对证券监管部门行政执法强度和执法效率的影响,从而构建了一个针对我国证券监管行为的分析框架。研究发现,直到2018年,我国证券监管的整体执法强度较低。制度执行受证券监管执法部门监管注意力和领导风格的影响。这种监管模式有可能导致证券监管的“运动式执法”,当新的经济政策需要资本市场的支持时,监管部门就会放松对市场的管制。当出现金融风险或危机、市场投资者对监管部门的不满加剧时,监管部门则通过更换领导、改变监管注意力等方式进行调整。较强的政策干预使中国金融市场的发展带有强烈的“政策市”特征,导致无法充分发挥市场自发调节和决定金融产品价格的作用。监管部门执法强度在不同时期波动较大,致使投资者面临较大的市场波动性和不确定性。

在制度环境要素中,宏观的地区市场化程度以及微观的政治关联都与证券

监管执法强度不存在显著关联,其中一个主要原因在于当时我国证券监管整体的处罚强度较低。这一问题已经被相关部门注意到,2020年3月1日施行的最新版《证券法》,已明显加大了对欺诈发行、违规信息披露、操纵市场、内幕交易等违法违规行为的查处力度。^①

当然,对执法强度影响不显著,并不意味着证券监管在市场化程度不同的地区和具有不同政治关联的被监管对象中没有差异性,这种差异性主要体现在执法效率上。在市场化程度较低的地区,证券监管的执法效率也较低。当被处罚上市公司为国有企业或企业高管有曾经在政府部门工作的经历时,执法效率也会下降。因此,证券监管对于不同金融违法机构的行政处罚强度虽然没有显著差异,但却通过更长的查处周期变相地降低了部分违法机构所受惩罚的强度。

最后,本研究也发现证券监管的执法效果也比较有限。一方面,可能是由于在对违法主体正式行政处罚前,市场已通过立案公告、行政处罚告知书公告等方式获得了相关信息,导致市场反应提前发生,因而窗口期的变化不明显。另一方面,也有可能是因为证券监管的整体处罚强度较低,上市公司所受影响不大,因而弱化了市场反应。

参考文献:

- 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜,2005,《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》第2期。
- 樊纲、王小鲁、张立文、朱恒鹏,2003,《中国各地区市场化相对进程报告》,《经济研究》第3期。
- 高翔、黄建忠,2017,《对外开放程度、市场化进程与中国省级政府效率——基于 Malmquist-Luenberger 指数的实证研究》,《国际经贸探索》第10期。
- 洪艳蓉,2017,《金融监管治理:关于证券监管独立性的思考》,北京:北京大学出版社。
- 练宏,2015,《注意力分配——基于跨学科视角的理论述评》,《社会学研究》第4期。
- 罗党论、唐清泉,2009,《中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究》,《经济研究》第2期。
- 马光荣、樊纲、杨恩艳、潘彬,2012,《中国的企业经营环境:差异、变迁与影响》,《管理世界》第12期。
- 塞尔兹尼克,菲利浦,2014,《田纳西河流域管理局与草根组织:一个正式组织的社会学研究》,李学译,重庆:重庆大学出版社。
- 斯科特, W·理查德,2010,《制度与组织——思想观念与物质利益(第3版)》,姚伟、王黎芳译,北京:中国人民大学出版社。
- 夏立军、方轶强,2005,《政府控制、治理环境与公司价值》,《经济研究》第5期。
- 许年行、吴世农,2013,《政治关联影响投资者法律保护的执法效率吗?》,《经济学(季刊)》第12期。
- 杨典,2013,《公司治理与企业绩效——基于中国经验的社会学分析》,《中国社会科学》第1期。

^① 参见2020年版《中华人民共和国证券法》第十三章“法律责任”。

- 杨玉凤、曹琼、吴晓明,2008,《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》,《审计研究》第5期。
- 余明桂、回雅甫、潘红波,2010,《政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性》,《经济研究》第3期。
- 张航、李响,2016,《对证监会执法强度的实证分析》,《现代法学》第1期。
- 张宗新、朱伟骅,2007,《证券监管、执法效率与投资者保护——基于国际经验的一种实证分析》,《财贸经济》第5期。
- 周黎安、陶婧,2009,《政府规模、市场化与地区腐败问题研究》,《经济研究》第1期。
- 周雪光,2003,《组织社会学十讲》,北京:社会科学文献出版社。
- ,2008,《基层政府间的“共谋现象”——一个政府行为的制度逻辑》,《社会学研究》第6期。
- Allen, Franklin, Jun Qian & Meijun Qian 2005, “Law, Finance, and Economic Growth in China.” *Journal of Financial Economics* 77(1).
- Barth, James R., Gerard Caprio & Ross Levine 2004, “Bank Regulation and Supervision: What Works Best?” *Journal of Financial Intermediation* 13(2).
- Carvajal, Ana & Jennifer E. Elliott 2007, “Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis.” *IMF Working Papers* No. 07/259.
- Coffee, John C., Jr. 2007, “Law and the Market: The Impact of Enforcement.” *University of Pennsylvania Law Review* 156(2).
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny 1998, “Law and Finance.” *Journal of Political Economy* 106(6).
- Levitt, Barbara & James G. March 1988, “Organizational Learning.” *Annual Review of Sociology* 14(1).
- Lohse, Tim, Razvan Pascalau & Christian Thomann 2014, “Public Enforcement of Securities Market Rules: Resource-Based Evidence from the Securities and Exchange Commission.” *Journal of Economic Behavior & Organization* 106(Oct.).
- Mackinlay, A. Craig 1997, “Event Studies in Economics and Finance.” *Journal of Economic Literature* 35(1).
- Meyer, John & Brian Rowan 1977, “Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony.” *American Journal of Sociology* 83(2).
- Nourayi, Mahmoud M. 1994, “Stock Price Responses to the SEC’s Enforcement Actions.” *Journal of Accounting and Public Policy* 13(4).
- Pistor, Katharina., Martin Raiser & Stanislav Gelfer 2000, “Law and Finance in Transition Economies.” *Economics of Transition* 8(2).
- Williamson, Oliver E. 2000, “The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead.” *Journal of Economic Literature* 38(3).

作者单位:上海大学社会学院
责任编辑:向静林