

市场监管与企业成长

——基于行政处罚数据的经验分析

余泳泽, 夏龙龙, 段胜岚

[摘要] 统一大市场建设亟须构建以信用为基础的新型市场监管机制。本文结合大样本的工商企业数据、行政处罚数据、中国工业企业数据和沪深A股上市公司数据,整理了2000—2018年13种类型的企业行政处罚数据,以2014年实施的企业信息公示制度作为政策冲击,使用双重差分法和倾向得分匹配法,探寻信息公示制度对企业行为的影响,并分析行政处罚对违规企业成长性的影响。研究发现,企业信息公示制度的实施缓解了信息不对称,会显著影响企业行为选择,降低企业被处罚的可能性。行政处罚会给企业带来显著的“鞭策效应”,促进企业成长,且这种影响具有长期的动态性。同时,随着企业规模扩大,行政处罚对企业成长的促进效应有所减弱。不同类型的行政处罚方式给企业成长带来的影响也存在差异,广告类和税收类行政处罚对企业成长会带来短期的负面冲击效应。机制检验表明,企业受到监管处罚后会出于挽回声誉的考量,进而增加销售费用以加大广告支出,并通过技术创新途径促进企业成长。本文既为评估信息公示和行政处罚的实际效果提供了微观证据,也为市场监管机制完善和企业信用体系构建提供了理论和经验支撑。

[关键词] 信息公示制度; 行政处罚; 企业行为; 企业成长

[中图分类号] F425 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1006-480X(2023)08-0118-19

一、引言

在世界百年未有之大变局叠加的复杂局面下,中国实体经济受制于国外市场萎缩和国内需求不足的双重制约,正遭遇前所未有的挑战。依赖出口国际市场的外向型经济受阻,使得如何发挥超大规模市场优势、畅通国内大循环成为振兴实体经济的关键。企业是经济活动的细胞,是稳增长、促就业、保民生的重要力量,更是国民经济和社会发展的主力军。但长期以来,中国企业一直面临着“高出生率、低存活期、高死亡率”的成长困境。为了发挥实体经济的“压舱石”作用,党的二十大报告强调,构建全国统一大市场,深化要素市场化改革,建设高标准市场体系。面对市场可能存在的失灵现象,发挥政府“有形的手”、引入市场监管机制对企业高质量发展至关重要。为维护公平正

[收稿日期] 2022-08-22

[基金项目] 国家社会科学基金重大项目“环境目标约束下的产业高质量发展研究”(批准号 20&ZD089)。

[作者简介] 余泳泽,南京财经大学国际经贸学院教授,博士生导师,经济学博士;夏龙龙,上海财经大学商学院博士研究生;段胜岚,南京财经大学江苏产业发展研究院硕士研究生。通讯作者:夏龙龙,电子邮箱:xll980210@163.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

义的市场秩序,建设以信用为基础的新型市场监管体制,中国于2014年10月正式实施了《企业信息公示暂行条例》和《工商行政管理行政处罚信息公示暂行规定》。这两项政策的实施使得工商部门可以通过构建全国企业信用信息公示系统公示企业行政处罚信息,降低了处罚信息的不对称,保障了债权人权益。在此背景下,企业信息公示制度的实施是否能够促进企业诚信自律,对违规企业进行监管处罚能否带来惩前毖后的治理效应成为本文关注的焦点。

企业成长构成经济发展和竞争力的微观基础,一直是学术界研究的热点,现有文献主要从社会外部环境和企业内在特质两个角度探究企业成长的影响因素。针对社会外部环境的研究基于产业组织理论,从政策环境、财税体系、融资约束、社会信用等方面分析其对企业成长的影响(郝臣,2006;杜传忠和郭树龙,2012;余泳泽等,2020);针对企业内生能力的研究基于内生成长理论,探究企业战略选择、治理结构、创新水平和企业家才能等因素对企业成长的重要作用(Heirman and Clarysse,2004;杜晓君和刘赫,2010;徐尚昆等,2020)。而在市场经济中,市场监管是政府的核心职能之一,是维护市场秩序的重要力量,也是影响企业成长的重要外部因素之一。在市场经济转型时期的中国,于法律不完备时引入监管机构能够在一定程度上改进法律实施效果(许成钢,2001;Glaeser et al.,2001),且监管部门常将行政监管处罚作为惩处企业违规行为的主要手段。因此,围绕市场监管展开研究的文献也主要集中于考察监管处罚对违规主体的直接或间接影响。一部分学者认为,监管有助于揭示企业的隐藏信息并向市场发出信号,引发市场参与者对其信息进行挖掘(顾小龙等,2016),进而发挥监管的治理效应。在受到违规监管处罚后,上市公司会通过改善内部控制修复公司声誉,进而获得较好的股票表现(Farber,2005)。但也有学者认为,监管和管制会因行政权利的寻租导致监管失灵,即监管的“俘获理论”(Stigler,1971)。监管处罚的效果也可能并不理想,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(宋云玲等,2011;郝旭光等,2012),上市公司遭受违规监管处罚会带来严重的价值冲击和声誉损失(辛清泉等,2013),短期内市场反应显著为负(陈工孟和高宁,2005)。同时,自信息公示制度实施以来,部分学者从法律角度针对信息公示制度的不足、完善以及其对社会信用体系建设的作用进行了充分的理论分析(湛中乐和赵玄,2015;吴韬,2017),但很少有文献从微观层面研究信息公示制度对企业行为及其发展的影响。

综上所述,国内外文献主要针对政府监管和上市公司违规展开研究,分析行政处罚给企业绩效带来的直接影响的文献相对较少。有效的监管处罚应达到惩前毖后的效果,对违规企业进行市场监管并公示是有关部门贯彻落实公正公开原则和社会监督原则的具体体现,会给企业声誉和成长带来重要影响。因此,本文首先以2014年实施的企业信息公示制度作为政策冲击,实证检验信息公开如何改变企业行为;然后,运用多时点双重差分(DID)和倾向评分匹配方法(PSM—DID),实证研究行政处罚对企业成长的影响及其作用机制。研究发现,行政处罚信息公示制度的实施会显著影响中小企业行为选择,降低其被处罚可能性;行政处罚会促进中小企业成长,且这种影响具有长期动态性。随着企业规模的扩大,行政处罚对企业成长的促进作用有所削弱;不同类型的行政处罚对中小企业成长的影响并不一致,广告类和税收类行政处罚对中小企业成长的影响产生了负面冲击效应;机制检验表明,企业受到行政处罚会同时带来“鞭策效应”和“俘获效应”,而中小企业主要在“鞭策效应”下实现了企业成长。

与已有研究相比,本文可能的贡献在于:①从研究视角看,本文既提供了监管处罚实际效果的微观证据,又加深了关于政府监管对企业行为和成长影响的理解。在企业成长的相关研究中,多数文献关注了政府政策、融资约束、技术创新和内部管理等因素对企业成长的影响(吕一

博等,2008),而很少有文献将行政处罚与企业成长联系起来。本文着眼于行政处罚的事后影响,运用多期双重差分和倾向得分匹配方法,评估了行政处罚对企业成长的影响。②从研究内容看,本文拓展了有关信息公示制度和营商环境改善的实际效果的文献,在推进信息公示制度的完善、公平透明信用市场的建立等方面具有重要的理论与现实意义。现有文献大多从理论角度分析企业信息公示制度的现实意义而缺少实证研究,本文基于信息不对称理论,以2014年实施的企业信息公示制度为政策冲击,实证检验营商环境的变化如何改变企业行为选择,进而分析企业违规行为带来的监管处罚对其成长性的影响。③从研究数据看,既有文献中对企业违规处罚的研究多以证券交易所对上市公司的公开处罚公告为样本(Lian et al., 2011),没有涉及上市公司之外的企业。本文通过爬虫技术抓取“国家企业信用信息公示系统”公布的企业行政处罚记录数据,并利用企业名称将其与工业企业数据库、工商企业数据库和上市公司数据进行匹配,对不同类型的企业和不同类型的行政处罚进行了充分的异质性分析,丰富了行政处罚的相关实证结果。

二、制度背景和理论分析

1. 制度背景

为了进一步转变市场监管方式、强化市场主体信用监管,中国于2014年10月正式实施《企业信息公示制度暂行条例》。同时,以行政处罚为主要手段的刚性监管是长期以来中国政府部门参与市场管理的主要手段,也是保证市场有序运行、营造诚实守信市场氛围的重要方式。在政府“简政放权”和“轻审批、重监管”的大趋势下,2014年8月,《工商行政管理行政处罚信息公示暂行规定》(工商行政管理总局令第71号),自当年10月1日起与《企业信息公示暂行条例》同步实施。企业信息和行政处罚信息公示制度通过公示、监管和约束机制,强化企业主体责任,进一步加快转变工商管理部门的市场监管方式,促进企业诚信体系的建设,对企业的违规行为起到监督和制约作用。

随着社会信用体系建设不断深化,市场主体的诚信意识逐渐增强,原有的《工商行政管理行政处罚信息公示暂行规定》显现出公示期较长、信用修复途径缺乏等问题。为此,《中共中央国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》提出了“完善失信主体信用修复机制”的新要求。参照新修订的《中华人民共和国行政处罚法》相关要求,2021年7月,国家市场监督管理总局发布了《市场监督管理行政处罚信息公示规定》。这一规定着眼于构建以信用为基础的新型市场监管机制,把行政处罚信息公示上升到法规层面,是市场监管部门落实行政处罚公正公开原则、处罚与教育相结合原则和社会监督原则的具体体现。

2. 理论分析与研究假说

信息不对称理论是研究市场主体行为和市场资源配置效率的重要理论。社会信息不对称现象是企业发生违规行为的主要动因,而公示企业财务信息能够有效降低行政处罚的概率。同时,为了弥补违规经营造成的社会损失和经济损失,受罚企业将主要通过选择声誉挽回和技术创新两条路径,提升企业的品牌形象和核心竞争力。为此,本文将从信息公示制度对企业行为的影响以及行政处罚如何影响企业成长两个方面进行理论分析,并提出相应的研究假说。

(1)信息公示和企业行为。2022年3月,中共中央、国务院发布《关于加快建设全国统一大市场的意见》,再一次强调“加快构建规范高效、公平竞争、充分开放的全国统一大市场”必须“推进市场

监管公平统一,进一步规范不正当市场竞争和市场干预行为”。打造企业自主经营、公平竞争,消费者自由选择、自主消费的现代市场体系,首要条件就是实现利益相关者信息获取的公平便捷,降低市场主体之间的信息不对称,进而发挥市场在资源配置中的决定性作用。一方面,企业信息公开制度可以通过事前监管增强企业主体责任意识,督促企业诚信自律,提高企业的行为透明度。当企业行为选择被置于公众监督之下,违规行为必然会对企业声誉和合法性地位造成损害(Pfarrer et al., 2008),降低违规企业的信用评级。因此,企业违规经营带来的恶果不仅仅是罚款造成的经济损失,更重要的是企业形象受损后的恶性循环(伍利娜和高强,2002)。来自政府和社会的双重监督促使企业规范自身行为,进而降低了违规经营和被行政处罚的可能性(张宝红和张保柱,2011)。另一方面,随着失信主体信用修复机制的日益完善,勤于履行法定义务的违规企业可以利用公示系统的信用修复机制重塑企业形象。信用信息公示本就是达到了褒扬诚信经营、惩戒失信行为的效果(余泳泽和夏龙龙,2023),信息的公开透明和可修复进一步加强事后监督,落实“公示即监管”的理念,促进企业纠正违规行为,降低企业再次违规的概率。

(2)行政处罚和企业成长。信息不对称和不确定性所带来的市场失灵是企业成长受阻的重要原因。直观上,对违规企业实施罚款、没收违法所得等监管处罚措施会直接降低企业利润,责令限期整顿等惩罚也会对企业销售产生直接影响。同时,企业一旦遭受违规处罚或卷入法律诉讼,就会面临声誉损失的风险和市场回报率降低的风险(伍利娜和高强,2002)。因此,相较于“无关痛痒”的财产性处罚,行政处罚带来的信誉损失会波及交易成本、投融资约束和经营绩效等多个传导链条。信用缺失和融资约束是一个问题的两个方面(赵驰等,2012),监管处罚造成企业形象和再融资资格的丧失远大于罚款的影响。受罚企业在同行业、同地区和同一产业链上下游企业中的话语权降低,产品需求者、上游供应商和下游采购商讨价还价的能力相应提升,提高了协商成本,从而降低了履约效率、业务规模和销售收入。尤其是在信息公示的强制性规定下,媒体和网络给予企业违规处罚更多的关注,受罚企业来自利益相关者的法律诉讼风险随之提高,也增加了企业面临的外部政策不确定性,进而抑制企业成长。

然而,政府通过法律法规和各种经济手段引导公平竞争,并对违法违规行为进行惩戒,是实现市场良性发展的重要手段。政府监管和惩戒机制会通过声誉挽回渠道和技术创新路径,对企业成长带来“鞭策效应”。

一方面,行政处罚可能对企业声誉造成短期冲击。建立声誉是一个长期的系统性积累过程,而声誉受损则是瞬时的(陈运森和宋顺林,2018)。惩罚不是监管的目的,规范企业行为才是解决问题的根本。经典的规制经济理论认为,监管和处罚会对企业产生“鞭策效应”,这种鞭策不仅源于处罚带来的经济损失,还源于所涉及的社会资本损失(Polinsky and Shavell, 2000)。为了弥补经济和社会资本损失,受罚企业会采取一系列措施挽回声誉,从而促进企业成长和持续发展。①受监管的企业短期内会有动机采取措施挽回企业形象,进而促进经营业绩上升(Karpoff and Lott, 1993),改善公司治理机制和内部控制(Farber, 2005)。②企业通过加大广告宣传(Lou, 2014)、承担社会责任或信息自愿披露(Patten, 2002)等途径,向市场释放未来经营乐观的利好信息(李四海等, 2012;金祥义和张文菲, 2019),进而修复企业经营的合法性和市场占有率,提升市场对其未来增长的信心。③行政处罚会带来外界关注度的提升,外部监管可能促进企业发展质量的提高。在受到行政处罚后企业将面临更加严格的监管和外界更广泛的关注,必然会导致企业花费更多的时间和精力在提高产品质量和完善公司治理上,公司治理水平提高则会有效提升企业绩效(杨典, 2013)。信息公开作为一种“软”约束力,约束受罚企业日后的行为和决策,客观上减少再次违规的可能性。

在受罚企业展示其悔改的强烈意愿下,向公众展示良好管理的信号,为交易伙伴提供稳定的心理预期,降低业务往来中的信息不对称和交易成本,提高企业经营绩效。因此,在内部改进动机和外部监管的共同作用下,有理由认为受罚企业会在鞭策效应下纠正违规行为、提高发展质量,进而有利于提高企业绩效。

另一方面,除了上述提及的从增加广告支出的声誉挽回渠道做出努力以外,受到行政监管的企业还会加强技术创新来提升自己的“高科技形象”进而挽回受损的声誉。一般而言,企业技术创新具有成本高、周期长、风险大等特点,从技术研发到成果转化应用,再到市场开拓和获得收益,每个阶段都需要大量的资金支持。然而,银企之间信息不对称产生的逆向选择和道德风险问题普遍存在,导致企业面临的融资约束困境不断恶化,企业的技术创新活动也因资金短缺受到制约。对此,行政监管处罚制度发挥“创新补偿效应”,弥补信息闭塞造成的创新动力不足,使被监管企业实施技术创新手段促进企业价值的提升(李江娜等,2023)。^①高压震慑效应降低了信息不对称,使得受到行政处罚的企业会在外部制度压力下“被迫成长”(汤萱和高星,2022)。由于信息公示制度逐渐公开透明化,有关部门将曝光违规经营者并通过行政处罚等一系列方式开展联合惩戒,由此给企业带来的规制压力将倒逼企业合法合规经营,进而实施技术创新手段来降低被行政监管部门处罚的概率和风险。^②资源激励效应加大了企业科技研发活动的投入,在一定程度上杜绝了由信息不对称引致的专利“数字掺水”现象。出于资源获取动机,企业依赖于内部研发活动的投入,从而增加技术知识存量的积累,利用行政监管处罚下的资源倾斜攫取丰富的创新收益,不断提升技术创新能力。然而,在面对行政处罚后逐渐丧失融资能力和品牌效力时,企业自身的“免疫力”不足以抵抗巨大的外部冲击,其内部的管理部门和规章制度对企业技术创新的确存在“结构性”的驱动效果(唐松等,2020)。需要特别注意的是,行政监管处罚为企业提供了大量的“优质资源”,使得追求利润最大化且自身创新资源并不丰富的企业往往倾向于实施成本和难度更低的策略性创新,即只注重技术创新的“量”,从而忽视了“质”。自然地,恰当的监管处罚机制具有“创新补偿效应”,迫使企业主动进行技术创新以建立技术壁垒和培育长期的竞争优势。

基于上述分析,本文提出:

假说1:企业信息公示制度的实施会降低信息不对称、改善营商环境,从而影响企业行为选择,带来违规行为和被处罚概率的下降。

假说2a:行政处罚给企业带来显著的“鞭策效应”,出于长期利益的考虑,企业会积极采取一系列措施挽回声誉,弥补经济和社会资本损失,进而促进自身成长和持续发展。

假说2b:在信息公示后非上市企业受到行政处罚,对其经营状况和未来发展造成严重影响,进一步鞭策企业进行技术创新和产业升级,提高企业自身的品牌竞争力。

三、研究设计

1. 模型设定

(1)信息公示与企业行为。2014年10月实施的《企业信息公示暂行条例》和《工商行政管理行政处罚信息公示暂行规定》通过全国统一的企业信息公示系统将企业信息置于公众监管之下。同时,自1993年中国证券监督管理委员会颁布《公开发行股票公司信息披露实施细则》以来,中国上市公司的信息披露制度不断完善,信息公示和行政处罚的公开透明在上市公司中早已适用。由此,2014年实施的企业信息公示制度仅对上市公司以外的企业带来较大影响。因此,本文以上市公司

为对照组 ($Unlist=0$),以非上市公司为处理组 ($Unlist=1$),研究信息公示制度的实施对非上市企业行为的影响。同时,由于信息公示制度于2014年10月1日起正式实施,本文选择2015年为政策节点,将2015年及以后年份设为1 ($After=1$),2015年之前的年份设为0 ($After=0$)。本文设置 $Unlist$ 和 $After$ 两个虚拟变量来区别各个子样本,将DID方法的基准回归模型设定为如下形式:

$$Pun_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Unlist_{it} + \beta_2 After_{it} + \beta_3 Unlist_{it} \times After_{it} + \lambda_i \sum_{j=1}^n Z_{jit} + v_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, i 和 t 分别表示企业和年份, j 代表不同的控制变量;被解释变量 Pun_{it} 衡量企业 i 在第 t 年是否受到行政处罚; $Unlist$ 为企业虚拟变量,若该企业是非上市公司,则赋值为1,否则赋值为0; $After$ 为时间虚拟变量,代表2015年的企业信息公示制度冲击,当年份大于等于2015时赋值为1,否则赋值为0; Z 表示纳入模型的其他控制变量; v_i 和 v_t 分别表示个体固定效应和时间固定效应; ε 表示误差项。

(2) 行政处罚与企业成长。借鉴 Beck et al.(2010) 给出的多期 DID 模型,解决冲击时点不同情况下的因果关系问题。本文将样本企业分成两组:一组是在样本期内受到过行政处罚的企业,记为实验组;另一组是样本期内从未受过行政处罚的企业,记为对照组。在此基础上构造二元虚拟变量 $Treat = \{0, 1\}$, 实验组企业 $Treat=1$, 对照组企业 $Treat=0$ 。设置一个行政处罚冲击的时间虚拟变量 $Time = \{0, 1\}$, 首次受到行政处罚及之后的年份均令 $Time=1$, 首次受到行政处罚之前的年份和从未受过行政处罚的企业所有年份均设置 $Time=0$ 。为了检验样本期内行政处罚对企业成长的影响,设置交互项 $Punish (Punish=Treat \times Time)$ 来刻画企业受到行政处罚冲击的“处理效应”,以观察行政处罚是否会给两组企业带来不同的影响,交互项是计量模型中关注的核心。基于此,本文设置如下多期 DID 模型:

$$Growth_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Punish_{it} + \lambda_j \sum_{j=1}^n Z_{jit} + v_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,下标 i 和 t 分别表示企业和年份, j 代表不同的控制变量;被解释变量 $Growth$ 衡量企业成长;核心解释变量 $Punish (Treat \times Time)$ 是反映受到行政处罚后的企业虚拟变量,交互项前的系数 α_1 是本文主要分析的行政处罚冲击对实验组和对照组的影响差异; Z 表示纳入模型的其他控制变量; v_i 、 v_t 分别表示个体、时间固定效应; ε 表示误差项。

DID 模型可以通过双重差分的方法解决内生性问题,但无法避免样本选择带来的偏差。实际上,公司是否受到处罚并不是一个随机的结果,公司本身的治理和发展特征在一定程度上影响了公司是否受到监管处罚的可能性,公司之间的异质性使其难以具有一致的时间效应。因此,对于行政处罚这一非准自然实验,有必要使用倾向评分匹配的方法缓解样本选择偏差的影响。为了更好地解决潜在的内生性问题,本文将 PSM 和多期 DID 相结合,使用“PSM—DID”方法来更加准确地识别行政处罚与企业成长之间的因果关系。具体方法为:先通过 PSM 方法寻找和实验组特征相似的对照组样本,再使用匹配后的对照组和实验组进行 DID 估计,相应的计量模型为:

$$Growth_{it}^{PSM} = \alpha_0 + \alpha_1 Punish_{it} + \lambda_j \sum_{j=1}^n Z_{jit} + v_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, $Growth_{it}^{PSM}$ 为进行 PSM 匹配后企业的成长性, Z 是影响企业成长的其他控制变量,其他变量含义与多期 DID 模型中的变量含义相同。

2. 研究样本与数据来源

本文使用的数据涉及2000—2018年的中国工商企业数据和中国沪深A股上市公司数据,主要分为以下四类:

(1) 行政处罚数据。①通过爬虫技术抓取2000—2018年“国家企业信息公示系统”公布的企业行政处罚信息,具体包括受到行政处罚企业的企业名称、法定代表人(负责人)、所属地区、行政处罚决定书文号、违法行为类型、主要违法事实、处罚依据、处罚时间、处罚种类、处罚原因、行政处罚内容、作出行政处罚机关、作出行政处罚决定日期、公示日期和公示截止期等基本信息;②将获取的相关数据整理为结构化查询语言(SQL)数据库;③按照企业名称,将行政处罚数据与工业企业数据库、工商企业数据库和上市公司数据进行匹配。

(2) 中国工业企业数据。本文使用的微观工业企业数据来源于2000—2012年中国工业企业数据库和2012—2018年中国工商管理数据库。在企业选择上,将2012年工业企业数据库中的企业与工商数据库中的企业进行匹配筛选,剔除2012年工业企业数据库中不存在的工商企业数据,构成2000—2018年的非平衡面板数据。对于2000—2012年工业企业数据库,本文借鉴Cai et al.(2009)、Brandt et al.(2012)以及聂辉华等(2012)的方法对数据进行如下处理:①剔除关键指标小于零和缺失的观测值,如总资产、固定资产净值、主营业务收入、工业总产值等;②职工人数少于8人的企业可能缺少了可靠的会计系统,剔除职工人数小于8的观测值;③剔除明显不符合会计准则的观测值,如总资产小于流动资产、总资产小于固定资产净值、累计折旧小于当期折旧等;④剔除关键指标的极端异常值。对于2013—2018年工商管理数据库中的数据,参照工业企业数据库的处理方式。工商管理数据库中只有总资产、所有者权益、销售总额、利润总额、主营业务收入、净利润、纳税总额和负债总额八大指标,其中,销售总额、主营业务收入、净利润和纳税总额缺失值过多不予使用,对总资产、所有者权益、利润总额和负债总额缺失和异常的观测值进行剔除。最终合并2000—2012年和2013—2018年的数据得到工业企业的非平衡面板数据。对于实证中所有使用的连续性变量进行了1%的缩尾处理,以消除极端异常值对回归结果稳健性的影响。

(3) 中国沪深A股上市公司数据。考虑到数据的可得性,本文将2000—2018年中国沪深A股上市公司数据与上市公司行政处罚数据按照证券代码匹配。企业特征和财务数据来自国泰安(CSMAR)数据库、万德(Wind)数据库和中国问题研究(CNRDS)数据库。为了提高数据的可靠性和代表性,对原始数据进行了如下处理:剔除主要变量有数据缺失的观测样本,剔除样本期内被ST、*ST等非正常状态的观测值,剔除金融类上市公司,对相关连续型变量进行1%的缩尾处理以消除离群值对结果的干扰。

(4) 宏观经济数据。本文涉及的宏观经济数据均来自历年《中国统计年鉴》和《中国城市统计年鉴》,将城市数据与微观企业数据进行匹配,数据处理过程中将名义数据以2000年为基期进行消胀处理。

3. 变量的选取与定义

(1) 信息公示与企业行为。①被解释变量:企业的行为选择影响其被惩处情况,本文使用样本期内企业当年是否受到行政处罚(*Pun*)衡量企业的行为选择。当企业在当年受到行政处罚时将*Pun*记为1,否则记为0。②核心解释变量:本文使用双重差分方法研究企业信息公示制度对企业诚信经营行为选择的影响,因而主要解释变量为企业是否为非上市公司的虚拟变量(*Unlist*)、政策冲击虚拟变量(*After*)和二者的交互项(*Unlist*×*After*)。

(2) 行政处罚与企业成长。①被解释变量:盈利能力、企业规模和销售水平等总量指标常常被用来代表一个企业的成长性,现有研究常用企业的利润率、销售额、资产总额、营业收入和就业人数等指标来衡量企业成长(李洪亚,2016)。盈利能力是企业持续成长性的重要代表,本文参考Zahra et al.(2002)以及李贲和吴利华(2018)的度量方式,使用企业利润总额取对数($\ln profit$)和总

资产取对数(*lnasset*)作为刻画企业和上市公司成长(*Growth*)的代理变量。②核心解释变量:在研究行政处罚对企业成长的影响时,使用双重差分法剔除不可观测的和监管同时发生的因素带来的影响,选取受到行政处罚的企业虚拟变量(*Treat*)和企业首次受到行政处罚的时间虚拟变量(*Time*)二者的交互项 *Punish*(*Treat*×*Time*)作为模型的核心解释变量。其中,受到行政处罚的企业虚拟变量度量了受到处罚和未受到处罚企业之间成长性的差异,时间虚拟变量度量了处罚前后企业成长性的差异。交互项则度量了实验组和对照组在行政处罚冲击后表现在企业成长性上的差别,是本文最关键的解释变量。

(3)控制变量。多期 DID 和 PSM—DID 在一定程度上缓解了内生性问题,但为了更加精准地描述由行政处罚带来的企业影响,还需要选择相应的控制变量以控制其他因素对企业成长的影响。在企业层面,考虑到工商管理数据库中企业特征变量的有限性,本文选择如下控制变量:①企业杠杆率(*Lev*),采用企业负债总额和资产总额的比值衡量;②资产权益比率(*Equ*),使用企业所有者权益和资产总值的比值衡量;③实际经济生产总值(*Rgdp*):考虑到宏观经济状况会对当地企业发展产生影响,本文控制了各地级市的经济水平,将地区生产总值以2000年为基期进行了平减后取对数处理再纳入模型之中。相关变量的描述性统计如表1所示。

表1 变量定义与描述性统计

	变量符号	变量定义	观测值	均值	标准差
信息公示与企业行为	<i>Pun</i>	企业当年是否受到行政处罚	2946565	0.0152	0.1225
	<i>Unlist</i>	是否为非上市公司虚拟变量,是即赋值为1	2946565	0.9865	0.1152
	<i>After</i>	政策冲击虚拟变量,2015年及之后年份赋值为1	2946565	0.2199	0.4142
	<i>Unlist</i> × <i>After</i>	是否为非上市公司×年份	2946565	0.2146	0.4105
行政处罚与企业成长	<i>lnprofit</i>	利润总额取对数	2946565	6.2260	2.9353
	<i>lnasset</i>	资产总额取对数	2946565	9.4420	2.1527
	<i>Punish</i>	交互项,企业受到行政处罚后的年份取1	2916611	0.0283	0.1658
	<i>Lev</i>	企业杠杆率	2946565	0.5733	0.4121
	<i>Equ</i>	资产权益比率	2916611	0.4897	0.2929
	<i>Rgdp</i>	实际地区生产总值取对数	2939463	16.7710	1.0178

四、实证分析与讨论

基于以上理论分析和模型设计,本文的实证检验分为两个部分:一是在企业信息公示制度的背景下,研究非上市公司信息公开披露后对企业受到行政处罚行为的影响,同时检验不同处罚类型对企业行为的差异化影响,为后续研究行政处罚对企业健康成长的影响提供思考;二是利用双重差分和倾向评分匹配模型验证行政处罚对企业成长性的影响,并检验违规经营、安全生产、环境污染等13大类行政处罚方式对企业成长的差异化影响。

1. 信息公示制度与企业行为

(1)信息公示制度对企业行为的影响。基于信息不对称理论,本部分以上市公司为对照组,以工商管理数据库中的非上市公司为处理组,实证检验了企业信息公示制度对企业违规行为选择的影响。表2的前两列回归结果显示,企业信息的强制性披露明显抑制了以非上市工商企业为代表的企业违规行为,降低了其行政处罚数量。加入控制变量前后,交互项的回归系数均在1%的水平上显著为负,这一结论符合理论预期,验证了假说1。

表 2 信息公示制度对企业行政处罚的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Pun</i>	<i>Pun</i>	<i>Quantity</i>	<i>Quantity</i>
<i>Did</i>	-0.0209*** (-2.6472)	-0.0214*** (-2.7200)	-0.1825** (-2.5223)	-0.1834** (-2.5352)
<i>Unlist</i>	0.0088** (2.0901)	0.0099** (2.3600)	0.1071*** (2.6774)	0.1084*** (2.7034)
<i>After</i>	0.0881*** (10.6900)	0.0860*** (10.4900)	0.3859*** (5.2082)	0.3821*** (5.1593)
常数项	-0.0080* (-1.8513)	-0.0833*** (-9.1930)	-0.1055** (-2.5781)	-0.2370*** (-4.5891)
控制变量	否	是	否	是
时间固定效应	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
观测值	2832213	2832213	2832213	2832213
R ²	0.2219	0.2220	0.2662	0.2663

注:***、**和*分别代表1%、5%和10%的显著性水平,括号内为t值,并在行业层面上进行聚类。*Did*为*Unlist*与*After*的交互项。以下各表同。

同时,为了检验这一结论的稳健性,本文使用受处罚企业当年行政处罚数量(*Quantity*)衡量企业多次受到行政处罚的可能性,分析信息公示制度是否会减少企业违规行为。从表2后两列回归结果可知,企业信息公示制度也明显降低了企业多次违规并受到行政处罚的可能性,表现为加入控制变量前后回归系数均在5%的水平上显著为负,说明实证结果具有稳健性。

(2)平行趋势检验。上市公司进行信息披露是证券市场公平透明的重要要求,但在企业信息公示制度强制要求之前,对于非上市公司,企业相对其交易者掌握着信息的绝对优势。2014年企业信息公示制度的实施对所有企业是无差别的,因此,理论上讲实验组和对照组的选择过程中并不会因为“选择性偏差”而带来内生性。为了验证这一实证结果的稳健性,本文针对事件冲击年份,对政策前后上市公司和非上市公司样本进行了平行趋势检验。图1平行趋势结果显示,在信息公示制度实施后,非上市公司受到行政处罚的数量明显低于上市公司,满足平行趋势假定。

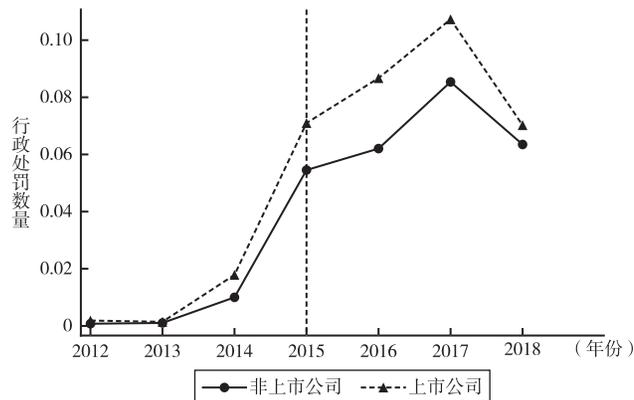


图 1 企业信息公示制度影响的平行趋势检验

(3)行政处罚类型的异质性分析^①。考虑到信息公示制度对企业受到行政处罚方式存在显著差异,本文将行政处罚类型大致分为13种,使用DID方法分别检验信息公示后非上市企业受到不同类型处罚的异质性影响。估计结果显示,涉及违规经营和其他类型的非上市企业在信息公开以后,受到政府行政部门和社会公众的多方监督,对企业违规经营产生一定程度的震慑效应,极大地减少行政处罚数量。总体来看,对于违规经营和其他类两大类行政处罚在信息公开后企业受处罚的概率明显降低,而对于税收、职业健康、劳动相关和消防等类型处罚的违规企业则没有显著影响。

2. 行政处罚与企业成长

(1)基于DID的基准回归结果与分析。基于前文的理论分析,本部分通过多时点双重差分法检验行政处罚如何影响企业的成长。表3前两列汇报了2000—2018年受到行政处罚(*Punish*)对企业利润总额和资产总额的影响。由实证结果可以初步判断,受到行政处罚会对企业的利润和资产均产生显著的正向影响,表现为加入控制变量前后回归系数为正且均通过了1%的显著性检验。企业受到行政处罚之后,其资产总额和利润总额反而会增加,这似乎与常识相悖,但也有其合理之处,符合本文的假说2a和假说2b。一方面,企业因生产经营、广告经销和环保监督等原因受到行政处罚后,受到“鞭策效应”的影响积极整改,还会通过加大广告宣传方式增加其影响力与知名度。另一方面,即使国家实施了企业信息公开制度,企业的行政处罚记录并不常被行业以外的消费者知晓和关心,只要不是涉及产品质量安全、家国情怀和重大安全等与消费者密切相关的违规行为,短期内其利润受到行政处罚的负面影响较小。对此,企业会通过压低价格和薄利多销等方式扩大生产,挽回负面形象。

表3 基于PSM—DID的基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	匹配前		匹配后	
	<i>lnprofit</i>	<i>lnasset</i>	<i>lnprofit</i>	<i>lnasset</i>
<i>Punish</i>	0.3581*** (17.9549)	0.1815*** (19.1714)	0.1143*** (6.1112)	0.0670*** (8.9521)
常数项	3.9029*** (4.2421)	6.9604*** (17.1191)	4.8318*** (4.7223)	7.4493*** (14.6234)
控制变量	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
观测值	2832213	2832213	461755	461755
R ²	0.7816	0.9027	0.8082	0.9200

(2)样本匹配结果和PSM—DID模型结果分析。DID方法可以通过双重差分解决内生性问题,但可能无法避免存在样本偏差问题,为了缓解样本选择偏差带来的内生性问题,本文结合倾向得分匹配和双重差分法进行进一步检验,尝试更加准确地估计行政处罚和企业成长之间的因果关系。本文采用PSM方法为处理组寻找对照组,借鉴Abadie et al.(2004)的研究,采用1:1最近邻匹配的方法进行匹配,匹配时不允许并列,当存在倾向得分相同的并列个体时按照数据排序选择。

^① 具体结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

基于工商企业数据的可得性,选择企业的资产总计、所有者权益、利润总额和负债总额作为匹配的特征变量。表4显示了处理组与对照组在倾向得分匹配前后的误差削减情况。可以看出,在匹配之前,所有变量在处理组和对照组之间存在系统性差异;在倾向得分评分匹配后,这些变量的t检验结果均有显著下降,除了利润总额变量之外,所有变量均接受了受到行政处罚的企业和未受到行政处罚的企业之间无系统性差异的原假设。这表明,各企业之间的特征标量在匹配之后变得非常接近,样本的选择性误差降低,处理组和对照组之间不再存在系统性差异。同时,从表4中可以看出,各变量的标准化偏差均有所降低。因此,处理组和对照组的数据在匹配之后趋于一致,符合可比性要求。

表4 倾向得分匹配前后处理组与对照组的误差削减情况

变量	(1)	(2)
	倾向得分匹配之前	倾向得分匹配之后
资产总计	24.2113 (0.0001)***	-0.3120 (0.7662)
所有者权益	16.8907 (0.0003)***	-0.2500 (0.8063)
利润总额	11.5101 (0.0000)***	2.1202 (0.0343)**
负债总额	21.4302 (0.0000)***	0.1107 (0.9132)
LR Chi ²	512.2400 (0.0001)***	6.7620 (0.1494)
Mean-bias	3.1125	0.2002
Med-bias	3.2102	0.1001

注:各特征变量中,括号外数值表示t统计量,括号内数值为相应的概率p值。

本文使用倾向得分之后的企业数据进行检验。如表3的后两列所示,进行倾向评分匹配后,企业受到行政处罚依然会对企业的利润总额和总资产产生显著的正向影响。PSM—DID模型的回归结果与上一部分基于DID模型的回归结果基本一致,进一步表明企业受到行政处罚后,“鞭策效应”促进了企业成长。

(3)稳健性检验。①平行趋势检验。前文尚未对样本进行平行趋势检验,本部分借鉴Beck et al. (2010)的方法,对倾向得分匹配后样本数据进行平行趋势检验。从图2可以看出,受到行政处罚冲击的企业,其资产总额在受罚后明显上升,表现为冲击年份及之后几期的系数估计值显著为正,符合基准回归的结果。②安慰剂检验。为了避免处理组和对照组之间受到其他冲击影响到行政处罚与企业成长之间的因果关系,本文在样本期内选择 $t = -3$ 期作为虚拟的处罚时点,检验窗口期为 $[-6, 0]$,即检验时间段为虚拟处罚时点的前三年和后三年;同时选择 $t = +3$ 期作为另一虚拟处罚时点,检验窗口期为 $[0, 10]$ 。这两个窗口期完全位于受罚企业真实的行政处罚时间($t = 0$)左右两侧,回归结果如表5所示。实证结果表明,在任一个虚拟处罚的窗口期,行政处罚均不会对企业成长产生显著的影响,交互项*Punish*不具有统计上的显著性,进一步证实受到行政处罚确实会对企业成长产生影响。

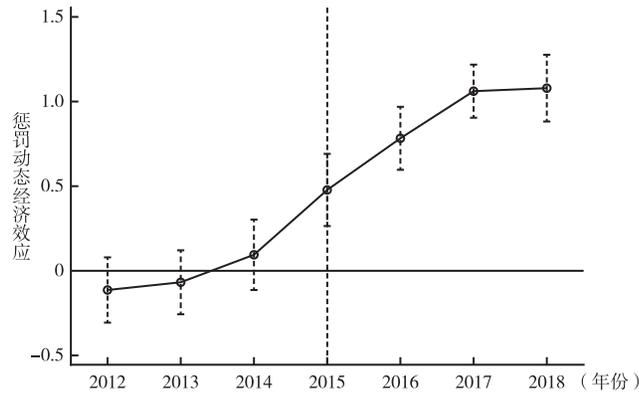


图2 企业行政处罚制度影响的平行趋势检验

表5 安慰剂检验

变量	虚拟处罚期-3,窗口期[-6,0]		虚拟处罚期+3,窗口期[0,10]	
	lnprofit	lnasset	lnprofit	lnasset
<i>punish</i>	0.0142 (1.0791)	0.0087 (1.2672)	-0.0004 (-0.0262)	-0.0083 (-1.0811)
控制变量	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
观测值	127677	127677	67329	67329
R ²	0.8632	0.9393	0.9030	0.9681

(4)异质性分析。①基于企业规模的异质性分析。上文的理论分析和实证检验表明,企业传递行政处罚负面信号的能力较弱,受到行政处罚有利于企业成长。那么,行政处罚对相对较大规模的工业企业影响是否也会因企业影响力和关注度的提升而有所改变?本部分将样本企业划分为大规模企业和中小规模企业,使用PSM—DID模型分别检验行政处罚对其成长性的影响。其中,总资产大于40000万元的企业记为大规模企业,总资产不足40000万元的企业记为中小规模企业。表6估计结果显示了行政处罚对不同规模工业企业的异质性影响。对于中小型工业企业,行政处罚有利于企业成长,和工业企业总体样本的检验结果类似,表现为行政处罚对利润和资产的影响系数为正且通过了1%的显著性检验。但是,行政处罚对大型工业企业成长的影响并非如此,虽然对总利润的影响为正,但对总资产的影响系数为负,且二者均没有通过显著性检验。这说明,随着其规模和影响力提升,大型工业企业信号传递效应增强,行政处罚可能不利于其成长。这一结论与前文基于信号效应强弱的分析相吻合,行政处罚有利于其成长,但行政处罚会冲击强信号效应企业的未来成长。②基于行政处罚类型的异质性影响。本文仍将行政处罚按照上述标准分为13种,使用PSM—DID模型分别检验不同类型的处罚对违规企业成长性的异质性影响。在构建计量模型时,不同类型处罚的解释变量的构造方式与前文核心解释变量(*Punish*)类似。例如,受到质量技术监督类企业设置 $Treated = 1$, 否则为0;受到质量技术监督类监管处罚当年及以后年份设置 $Time=1$, 否则为0;质量技术监督处罚为两者的交互项($Treated \times Time$)。

表 6 基于企业规模的异质性分析

变量	大型工业企业		中小型工业企业	
	lnprofit	lnasset	lnprofit	lnasset
<i>punish</i>	0.0345 (1.0772)	-0.0070 (-0.2931)	0.1048*** (6.8932)	0.0724*** (12.7283)
常数项	2.6841* (1.9435)	9.1710*** (10.2634)	4.1377*** (3.1340)	6.5017*** (10.6456)
控制变量	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
观测值	119345	119345	319292	319292
R ²	0.7157	0.8593	0.7571	0.8841

表 7 估计结果显示,与生产经营活动密切相关,并具有鲜明法律红线的类型如违规经营、安全生产、环境污染、交通类、非法占用、劳动相关、消防类和其他类等行政处罚对企业的成长产生显著的正向影响,和总体样本的回归结果类似。但行政监管流程复杂,监督标准不明确的类型如质量技术监督、价格类、职业健康类对企业成长的正向影响并不显著,尤其是存在信息披露盲点的类型如广告商标处罚和税收类处罚对企业成长产生显著的负向冲击,表现为回归系数为负且通过了 5% 或

表 7 行政处罚类型对中小企业的异质性影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	总体	质量技术监督	违规经营	广告商标	安全生产
<i>lnprofit</i>	0.1172*** (6.3082)	0.0573 (1.0152)	0.1962*** (5.6133)	-0.1221** (-2.3904)	0.1659*** (5.1151)
控制变量	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是
观测值	461783	461783	461783	461783	461783
R ²	0.8083	0.8083	0.8083	0.8083	0.8083
变量	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	价格类	环境污染	税收类	交通类	非法占用
<i>lnprofit</i>	0.1111 (1.3253)	0.1624*** (6.8191)	-0.0692* (-1.8170)	0.2372*** (4.2072)	0.1671*** (3.4743)
控制变量	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是
观测值	461783	461783	461783	461783	461783
R ²	0.8083	0.8083	0.8083	0.8083	0.8083
变量	(11)	(12)	(13)	(14)	
	职业健康	劳动相关	消防类	其他类	
<i>lnprofit</i>	0.0748 (1.0787)	0.2644*** (4.3812)	0.2452*** (3.8630)	0.0962*** (2.6962)	
控制变量	是	是	是	是	
时间固定效应	是	是	是	是	
个体固定效应	是	是	是	是	
观测值	461783	461783	461783	461783	
R ²	0.8083	0.8083	0.8083	0.8083	

10%的显著性检验。这表明,涉及质量技术、广告商标、税收、产品价格和职业健康等类型处罚的违规企业,相应类型的行政处罚给企业带来的“俘获效应”可能大于“鞭策效应”,这与前文的理论分析相吻合。企业的市场规模和影响力较小,且工业企业多生产中间品,较少直接面对消费者,信号传递效应较弱。违规经营、环境污染、交通和消防等类型的行政处罚对企业声誉产生的影响难以在全社会范围内传播,企业可以通过加大广告宣传、承担社会责任和主动信息披露等方式挽回企业声誉。但是,一旦涉及产品质量、产品价格、广告商标、职业健康和税收等类型的违规行为,会直接影响到消费者和公众利益,负面信息容易引起公众和媒体关注,尤其是偷税漏税和质量安全等严重违法违规行为会激起更多利益相关者的愤慨,给企业带来较大冲击。而涉及广告商标违规的企业也难以在短时间通过增加广告投入等方式挽回企业形象,企业成长受到抑制。

(5)中间机制分析。上述实证检验表明,行政处罚有利于企业及其同行业的企业成长,下文将实证检验行政处罚影响企业成长的中间机制。受制于工商管理数据库数据的可得性,本文仅获取了部分年份中部分企业的销售费用并将其进行标准化处理:销售费用与销售额的比例(*Sale*)。从表8前两列可知,行政处罚会显著增加企业的销售费用支出,表现为回归系数为正,且在加入控制变量后均通过了5%的显著性检验,符合前文理论分析的预期。可能的原因在于,工商数据库中的企业大多属于成长型企业,且选择的工业企业多生产中间品,影响力和市场占有率有限,信号传递能力较弱。受到行政处罚对其声誉的负面影响有限,企业通过扩大广告宣传和下游企业的洽谈合作等方式扩大其销售,同时在行政处罚的“鞭策效应”下积极改正并尽量避免类似的违规行为,从而有利于企业的长远发展。考虑到工业企业数据库中数据的可得性,选择发明专利申请数作为技术创新的代理变量,并对其做了对数化处理(*lninva*),从表8的后两列可以看出,行政处罚会鞭策企业进行技术创新,促进企业成长,表现为回归系数为正,且在加入控制变量后通过了10%的显著性检验。可能的原因是,在合理的监管处罚体制下,受制于内部规章制度和管理层震慑效应,企业技术创新产出增加(杨震宁和李东红,2010)。

表8 企业中间机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Sale</i>	<i>Sale</i>	<i>lninva</i>	<i>lninva</i>
<i>Punish</i>	0.0411** (2.2632)	0.0404** (2.2237)	0.1434* (1.7112)	0.1592* (1.9021)
常数项	0.1789*** (801.4412)	-0.0008 (-0.0121)	7.6804*** (7266.1263)	13.9080*** (23.1243)
控制变量	否	是	否	是
时间固定效应	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
观测值	50355	50355	41464	41464
R ²	0.9753	0.9753	0.9893	0.9893

五、进一步检验

考虑到不同企业受到行政处罚的时间存在差异,无法定义一个统一的政策冲击年份,本文选择构造多时点的双重差分模型,一定程度上缓解了样本内生的问题。但值得注意的是,企业在违规经营受到处罚时由于冲击节点的不确定性和政策发挥作用的时滞性,其成长呈现出时间上的动态变

化趋势。为了细致刻画企业受到行政处罚后的持续成长态势,本文将对处罚当期以及之后每一期的影响效应做出检验。同时,那些在样本研究期间屡次违规受罚的企业也是实证关注的焦点。逻辑上,不同频次的行政处罚对企业成长的影响可能有所区别。为此,本文从行政处罚的动态效应和不同频次的行政处罚两个层面进一步分析行政处罚对企业成长的影响。

1. 行政处罚的动态效应

为进一步考察企业受到行政处罚在时间上的变化趋势,本文使用PSM—DID模型检验行政处罚对当年和之后每一年企业利润总额和资产总额的影响。从表9的前两列可以看出,行政处罚对企业利润总额的影响持续为正且影响系数总体保持上升态势,对企业资产总额的正向影响先上升,后在第4年开始出现下降。因此,行政处罚对企业成长性的正向影响具有长期性。

2. 行政处罚程度的进一步检验

前文的基准回归使用企业初次受到行政处罚年份构造了多期DID模型,但也存在企业同一年份受到多次行政处罚和多年份均受到行政处罚的现象。为了检验行政处罚程度对企业成长的影响,本文进一步统计了各个年份受罚企业样本期内的累计行政处罚频次(*frequency*),并与前文构造的行政处罚变量(*Punish*)进行交互,分析行政处罚程度(*Punish_frequency*)对企业成长的影响。表9的后两列显示了基于PSM—DID模型的回归结果,行政处罚和受处罚程度交互之后,仍然对企业成长带来显著的促进作用。对比表3的回归结果发现,各个系数的绝对值明显下降,说明考虑受处罚程度后行政处罚对企业成长的影响有所降低。可能的原因在于,受处罚企业通过增加广告、积极整改等方式挽回企业声誉的效果可能随着违法违规频次的增加逐渐减弱,表现为“鞭策效应”的降低和“俘获效应”的上升。

表9 行政处罚的动态效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>lnprofit</i>	<i>lnasset</i>	<i>lnprofit</i>	<i>lnasset</i>
<i>Punish_t1</i>	0.1491*** (10.6712)	0.0794*** (14.5672)		
<i>Punish_t2</i>	0.1945*** (7.6662)	0.1291*** (13.7183)		
<i>Punish_t3</i>	0.2300*** (8.2081)	0.1617*** (14.7473)		
<i>Punish_t4</i>	0.2173*** (4.4123)	0.1395*** (5.6533)		
<i>Punish_t5</i>	0.3770*** (3.5182)	0.1204** (2.2451)		
<i>Punish_frequency</i>			0.0292*** (6.7563)	0.0134*** (5.0211)
控制变量	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
观测值	461755	461755	461783	461783
R ²	0.8083	0.9201	0.8083	0.9201

六、结论与政策启示

畅通国内大循环需要推进公平统一的市场监管机制,建立透明可预期的市场营商环境。在此背景下,本文利用2000—2018年工商企业和上市公司数据,使用双重差分法和倾向得分匹配法评估了企业信息公示制度对企业违规行为的影响,并分析了企业违规受到行政处罚对其成长的影响与作用机制。主要得出以下结论:①对于非上市企业而言,实施行政处罚信息公示制度能够有效降低市场的信息不对称,从而影响企业的行为选择,降低其被处罚的概率。②行政处罚会显著促进企业成长。本质上讲,中国的中小企业影响力和市场占有率相对较低、信号传递效应较弱,相较于具有相似特征的未受处罚企业,行政处罚给违规企业带来的“鞭策效应”反而有利于企业的成长。同时,实证结果表明这种行政处罚对企业成长的影响在时间上呈现一定的趋势,具有长期动态性。具体地,违规企业的成长性从受到市场监管处罚时开始逐期增强,在受到市场监管处罚的第五年影响开始不再明显。③机制检验表明,企业受到市场监管处罚后会产生“鞭策效应”,表现为企业通过加大广告宣传的形式挽回负面声誉,以及通过技术创新机制进行产业结构升级,从而改善企业品牌形象,促进企业健康成长。④从企业规模看,受到行政处罚对中小规模工业企业成长具有正向影响,与总体样本回归结果相同,但对于大规模工业企业而言,随着企业规模提高带来影响力和信号传递能力的增强,行政处罚释放的消极信号不仅不会促进其企业成长,甚至会对企业成长产生负面影响。⑤从行政处罚类型看,不同类型的行政处罚对企业的成长产生异质性影响,广告商标和税收类行政处罚对企业的成长带来一定的冲击,涉及质量技术、产品价格和职业健康类的行政处罚对企业成长的正向影响并不显著,而其他类型的行政处罚均有利于企业未来成长。

本文的研究为信息公示制度的有效性提供了微观企业层面的证据,并揭示出行政处罚在企业成长过程中的重要作用。基于上述结论,本文得到如下启示:①以信息公示为手段,创新监管方式,进一步完善对企业违规行为进行行政处罚的制度设计。充分发挥信息公示的制度属性,提倡信息公开和决策透明,督促非上市企业遵纪守法,降低信息不对称引致行政处罚的可能性。把行政监管方式作为创新监管方式来推进,以转变监管理念为抓手,发挥行政处罚对企业成长的“鞭策效应”,培育监管执法机构创新性转型的内生能力,为企业持续健康成长赋能助力。与此同时,继续加大对受罚企业的事后监督力度,及时发现潜在违规行为并进行督促改正,坚决杜绝企业“知法犯法、明知故犯”的累次违规行为。值得关注的是,行政监管当局还需要守住道德风险底线,给足违规企业容错空间,大力发展监管科技,建设全国层面的监管大数据平台,鼓励和完善配套监管处罚政策的制度设计。②依据不同行政处罚方式的内外部特征具体分析,实施差异化的处罚政策,做到精准化施策。针对不同程度的违规违法行为分级分类处理,避免对违规企业“一刀切”,要认识到信息公示制度和行政处罚的异质性影响,强化监管执法机构的差异性,因地制宜地选择监管方式和处罚制度。既要做好中小规模企业建设的制度支撑,推进市场信息技术的渗透,也要注重为违规经营、安全生产等处罚类型提供精准化方案,完善相应的法律法规和规章制度,降低企业监管流程壁垒和信息披露壁垒,从而更好发挥监管执法机构的权威性。随着违规主体对违规问题的整改以及诚信意识的增强,需要通过缩短行政处罚信息公示期限、建立有阶次的信息公示期和完善信息修复机制等途径,进一步达到行政处罚“褒扬诚信经营、惩戒失信行为”的效果,最大程度地发挥行政处罚对企业成长的“鞭策效应”。③积极推进市场信息公开进程,加大广告宣传力度,通过声誉挽回和技术创新

渠道重塑企业形象以提升企业成长性。构建满足全行业的社会主义市场监管体系,提升监管执法机构的完备性,发挥政府“有形的手”在市场失灵时的引导作用。在行政处罚实施过程中疏通传导机制,强化处罚对违规企业的长期鞭策效应,营造公平公正和透明诚信的营销环境,充分调动利益相关者和社会力量对企业进行监督,从而进一步推动技术创新在声誉挽回方面的作用,打破融资约束困境,激励企业健康成长。此外,还要不断修复企业的声誉挽回机制,改善大规模企业在信号传递过程中的负向输出和无效损失功能,进一步健全社会主义市场经济体系下的信用监管制度,发挥监管执法机构的时效性和引导性。

需要特别注意的是,企业受到行政处罚与否与事前企业的实际经营情况密切相关,尽管本文选择PSM-DID模型进行了一定选择性偏误的处理,但是对于实验组的选取仍存在一定的局限性。因此,如何更为精确地界定和识别出行政处罚对企业成长变化的冲击影响,仍是一个未来值得关注的重点问题。

〔参考文献〕

- [1]陈工孟,高宁.我国证券监管有效性的实证研究[J].管理世界,2005,(7):40-47.
- [2]陈运森,宋顺林.美名胜过大财:承销商声誉受损冲击的经济后果[J].经济学(季刊),2018,(1):431-448.
- [3]杜传忠,郭树龙.经济转轨期中国企业成长的影响因素及其机理分析[J].中国工业经济,2012,(11):97-109.
- [4]杜晓君,刘赫.跨国并购战略类型、组织因素与企业成长——基于中国海外上市公司的实证研究[J].国际贸易问题,2010,(6):103-111.
- [5]顾小龙,辛宇,滕飞.违规监管具有治理效应吗——兼论股价同步性指标的两重性[J].南开管理评论,2016,(5):41-54.
- [6]郝臣.中小企业成长:政策环境与企业绩效——来自中国23个省市309家中小企业的经验数据[J].上海经济研究,2006,(11):15-22.
- [7]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].管理世界,2012,(7):44-53.
- [8]金祥义,张文菲.有效信息披露与企业成长能力[J].世界经济文汇,2019,(3):38-56.
- [9]李贲,吴利华.开发区设立与企业成长:异质性与机制研究[J].中国工业经济,2018,(4):79-97.
- [10]李洪亚.生产率、规模对企业成长与规模分布会有什么样的影响?——基于1998—2007年中国非制造业工业企业数据的实证研究[J].南开经济研究,2016,(2):92-115.
- [11]李江娜,钟廷勇,马富祺等.环境垂直监管与绿色技术创新:策略性迎合还是自发性创新[J].财会通讯,2023(12):26-30.
- [12]李四海,陆琪睿,宋献中.亏损企业慷慨捐赠的背后[J].中国工业经济,2012,(8):148-160.
- [13]吕一博,苏敬勤,傅宇.中国中小企业成长的影响因素研究——基于中国东北地区中小企业的实证研究[J].中国工业经济,2008,(1):14-23.
- [14]聂辉华,江艇,杨汝岱.中国工业企业数据库的使用现状和潜在问题[J].世界经济,2012,(5):142-158.
- [15]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].金融研究,2011,(6):136-149.
- [16]唐松,伍旭川,祝佳.数字金融与企业技术创新——结构特征、机制识别与金融监管下的效应差异[J].管理世界,2020,(5):52-66.
- [17]汤萱,高星.数字金融如何促进民营企业成长——基于金融监管与管理者能力的调节效应[J].求是学刊,2022,(5):71-84.
- [18]伍利娜,高强.处罚公告的市场反应研究[J].经济科学,2002,(3):62-73.
- [19]吴韬.我国现行企业信用信息公示制度的完善路径[J].河南财经政法大学学报,2017,(5):118-127.
- [20]辛清泉,黄曼丽,易浩然.上市公司虚假陈述与独立董事监管处罚——基于独立董事个体视角的分析[J].管理

- 世界,2013,(5):131-143.
- [21]徐尚昆,郑辛迎,杨汝岱.国有企业工作经历、企业家才能与企业成长[J].中国工业经济,2020,(1):155-173.
- [22]许成钢.法律、执法与金融监管——介绍“法律的不完备性”理论[J].经济社会体制比较,2001,(5):1-12.
- [23]杨典.公司治理与企业绩效——基于中国经验的社会学分析[J].中国社会科学,2013,(1):72-94.
- [24]杨震宁,李东红.政府监管、鲛鱼效应与知识产权管理:企业创新绩效的提升[J].中国管理科学,2010,(6):177-184.
- [25]余泳泽,郭梦华,胡山.社会失信环境与民营企业成长——来自城市失信人的经验证据[J].中国工业经济,2020,(9):137-155.
- [26]余泳泽,夏龙.从“契约环境”到“信用政策”:社会信用文化与创新知识溢出[J].经济管理,2023,(1):67-84.
- [27]湛中乐,赵玄.信用监管的法治理想与现实——兼论《企业信息公示暂行条例》的实施要点[J].中国工商管理研究,2015,(5):26-32.
- [28]张宝红,张保柱.转轨经济下的企业行为及其价值影响[J].管理世界,2011,(5):182-183.
- [29]赵驰,周勤,汪建.信用倾向、融资约束与中小企业成长——基于长三角工业企业的实证[J].中国工业经济,2012,(9):77-88.
- [30]Abadie, A., D. Drukker, J. L. Herr, and G. W. Imbens. Implementing Matching Estimators for Average Treatment Effects in Stata[J]. *Stata Journal*, 2004, (3): 290-311.
- [31]Beck, T., R. Levine, and A. Levkov. Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States[J]. *Journal of Finance*, 2010, 65(5):1637-1667.
- [32]Brandt, L., J.V. Biesebroeck, and Y. F. Zhang. Creative Accounting or Creative Destruction? Firm-level Productivity Growth in Chinese Manufacturing[J]. *Journal of Development Economics*, 2012, 97(2): 339-351.
- [33]Cai, H., L. Qiao, and X. Geng. Does Competition Encourage Unethical Behavior? The Case of Corporate Profit Hiding in China[J]. *Economic Journal*, 2009, 119: 764-795.
- [34]Farber, D. B. Restoring Trust after Fraud: Does Corporate Governance Matter[J]. *Accounting Review*, 2005, 80(2): 539-561.
- [35]Glaeser, E., J. S. Johnson, and A. Shleifer. Coase versus the Coasians[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116(3): 853-899.
- [36]Heirman, A., and B. Clarysse. How and Why Do Research-based Start-ups Differ at Founding? A Resourcebased Configurational Perspective[J]. *Journal of Technology Transfer*, 2004, 29(3-4): 247-268.
- [37]Karpoff, J. M., and J. R. Lott. The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud[J]. *Journal of Law & Economics*, 1993, 36(2): 757-802.
- [38]Lian, Y., Z. Su, and Y. Gu. Evaluating the Effect of Equity Incentives Using PSM: Evidence from China[J]. *Frontiers of Business Research in China*, 2011, 5(2): 266-290.
- [39]Lou, D. Attracting Investor Attention through Advertising[J]. *Review of Financial Studies*, 2014, 27(6): 1797-1829.
- [40]Patten, D. M. The Relation Between Environmental Performance and Environmental Disclosure: A Research Note[J]. *Accounting Organizations & Society*, 2002, 27(8): 763-773.
- [41]Pfarrer, M. D., K. A. Decelles, K. G. Smith, and M. S. Taylor. After the Fall: Reintegrating the Corrupt Organization[J]. *Academy of Management Review*, 2008, 33(3): 730-749.
- [42]Polinsky, A. M., and S. Shavell. The Economic Theory of Public Enforcement of Law [J]. *Journal of Economic Literature*, 2000, 38(1): 45-76.
- [43]Stigler, G. The Theory of Economic Regulation[J]. *Bell Journal of Economics*, 1971, 12(1): 3-21.
- [44]Zahra, S. A., D. O. Neubaum, and G. M. El-Hagrassey. Competitive Analysis and New Venture Performance: Understanding the Impact of Strategic Uncertainty and Venture Origin [J]. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 2007, 27(1): 1-18.

Market Regulation and Enterprise Growth: Empirical Analysis Based on Administrative Penalties Data

YU Yong-ze¹, XIA Long-long², DUAN Sheng-lan¹

(1. School of International Economics and Business, Nanjing University of Finance and Economics;
2. College of Business, Shanghai University of Finance and Economics)

Abstract: Under the complex situation of momentous changes of a scale unseen in a century, the real economy is subject to dual constraints of shrinking foreign markets and insufficient domestic demand, and has encountered unprecedented challenges. In the face of possible market failures, giving full play to the government's "visible hand" and introducing market supervision mechanisms are crucial to the high-quality development of enterprises. To maintain a fair and just market order, whether the construction of a new credit-based market supervision system can promote the integrity and self-discipline of enterprises, and whether the regulatory punishment of illegal enterprises can bring about the governance effect before and after punishment has become the focus of this paper.

The construction of a unified large market urgently needs to build a new market supervision mechanism based on credit. This paper combines large-sample data of industrial and commercial enterprises, administrative penalty, Chinese industrial enterprises and listed companies in Chinese A stock market to obtain 13 types of administrative penalty data for enterprises from 2000 to 2018. It takes the enterprise information disclosure system implemented in 2014 as the policy impact, uses difference-in-differences and propensity score matching methods to explore the impact of the information disclosure system on enterprise behavior, and then further analyzes the impact of administrative penalties on the growth of non-compliant enterprises.

The results show that the enterprise information disclosure system reduces information asymmetry. Administrative penalties have a significantly spurring effect on enterprises and promote their growth, and this impact is long-term dynamic. At the same time, with the expansion of enterprise scale, the promotion effect of administrative penalties on enterprise growth is weakened. There are differences in the impact of different types of administrative penalties on enterprise growth, and advertising and tax administrative penalties have a short-term negative impact on enterprise growth. The mechanism test shows that after receiving regulatory penalties, enterprises will increase sales expenses to increase advertising expenditure out of consideration of improving reputation, and promote enterprise growth through technological innovation. This paper not only provides micro-evidence for evaluating actual effects of information disclosure and administrative punishment, but also provides theoretical and empirical support for the improvement of market supervision mechanism and the construction of enterprise credit system. In this regard, market regulators need to further improve the administrative punishment system for enterprise violations, establish a tiered information disclosure period to give play to the spurring effect of administrative punishment, and select appropriate punishment methods and punishment intensities to achieve the deterrent effect for other enterprises in the same industry and region.

Keywords: information disclosure; administrative penalties; enterprise behavior; enterprise growth

JEL Classification: D21 L25 R38

[责任编辑:李鹏]