

## 高管的监管经历与公司违规\*

• 孔东民<sup>1</sup> 金一帆<sup>2</sup>

(1 华中科技大学经济学院 武汉 430074; 2 暨南大学管理学院 广州 510632)

**【摘要】**本文考察上市公司聘用前监管部门离任官员对公司违规行为的影响。基于手工收集的高管的监管经历和公司违规数据,研究发现公司高管的监管经历显著降低了公司的违规行为。研究结果支持“治理改善”假说,有监管经历的高管在加入受监管公司后,能帮助公司降低盈余管理的程度。进一步分析表明,在有会计违规行为以及高管曾在监管机构任较高职位的公司中,上述效应更为显著。基于中组部“18号文”这一外生政策冲击控制研究中可能的内生性,结果依然稳健。本研究为更好地理解公司违规行为、促进公司治理提供了政策建议。

**【关键词】** 监管经历 证监会 公司违规 公司治理

中图分类号: F271; F832 文献标识码: A

### 1. 引言

一直以来,政府机构和受监管公司之间的员工流动问题受到公众广泛关注。例如,高盛聘用了纽约联邦储备银行前主席西奥·卢布克(Theo Lubke)和曾在美国证券交易委员会和纽约司法部长办公室任职的戴维·马科维茨。Shive和Forster(2017)指出,公司聘用具有监管部门工作经历的管理者,有助于监管机构和公司之间的知识及专业技能转移。一系列文献研究了监管者在离任后加入受监管公司是否对监管行业有利(Bar-Isaac and Shapiro, 2011; Blanes et al., 2012; Schwert, 1977)。在这些研究的基础上,本文考察公司是否会通过聘请与监管机构具有社会关系的高管来享受优惠待遇,或者利用其专业知识和方法来帮助公司提升治理水平。

本文在DeHaan等(2015)研究的基础上,进一步检验上市公司高管的监管经历是否会增加或减

\* 基金项目:国家社会科学基金重大项目“创新驱动发展战略下全面塑造发展新优势的路径研究”(项目批准号:21ZDA010)。

通讯作者:孔东民, E-mail: kongdm@mail.hust.edu.cn。

少公司违规行为的可能性。一方面,具有监管经历的高管可能会基于“优惠待遇”和“智慧博弈”帮助公司规避监管,增加实际违规行为的可能性(“监管规避”假说)。另一方面,具有监管经历的高管可能会基于“声誉担忧”和“教育作用”帮助公司提高治理水平,从而降低违规行为的可能性(“治理改善”假设)。中国资本市场为我们考察上述问题提供了合适的场景。

在研究中,我们从国泰安数据库(CSMAR)中收集高管任职历史的信息、中国证监会执法行动数据和公司层面的财务数据。最终样本包含17001家公司一年度观察值以及2009—2019年期间来自3635个执法行动的4228家公司违规行为年度观察结果。我们发现,高管的监管经历减少了公司违规行为的可能性,支持“治理改善”假说。进一步,我们将公司的违规行为划分为会计违规、经营违规和其他违规,其中高管的监管经历对公司的会计违规行为影响最为显著。为了进一步探究潜在的机制,本文检验了高管的监管经历对公司盈余管理的影响,发现高管的监管经历能显著降低公司的盈余管理程度,尤其是降低正向盈余管理程度。考虑高管在监管机构任职级别与其相关知识和能力的联系,本文据此进行了横截面分析,并发现高管曾在监管机构任较高级别的职位会增强本文的主要结果。上述发现支持了具有监管经历的高管可以将其关于证监会和交易所如何运作的私人知识传授给公司,并帮助公司完善相关的法规,提高公司的治理水平,从而降低公司的违规行为。总体而言,证据表明具有监管经历的高管基于“声誉担忧”和“教育作用”,提高了公司的治理水平,从而降低了违规行为,这是本文发现的主要渠道。

同时,本文进行了一系列的稳健性检验,采用高管团队中有监管经历的高管比例作为替代指标,结果保持不变。此外,为了缓解内生性问题,本文采取了几种方法。首先,在回归中应用固定效应模型,以解决无法观察到的异质性;其次,为了确保控制组公司与处理组公司具有可比性,采用倾向得分匹配法(PSM)匹配没有监管经历高管的年度观察值作为控制组;最后,采用双重差分倾向得分匹配模型(PSM-DID)建立因果关系。2013年10月19日,中共中央组织部正式颁布《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》(简称中组部“18号文”),规定任何级别以上的党政官员(现任或三年内退休)禁止在公共公司从事全职或兼职工作。本文采用“18号文”的发布作为一个自然实验,在匹配的样本中进行双重差分,结果表明政策冲击增加了公司违规事件的发生。

本文考察了高管的监管经历而非政治关系对公司违规行为的影响。与已有研究相比,本文可能的贡献是:

第一,补充了当前文献对于高管经历对公司行为影响的研究。目前,已有文献探究高管经历对企业的影响,包括高管的受教育背景(柳光强和孔高文,2021;陈传明和孙俊华,2008)、从军经历(权小锋等,2019;赖黎等,2017)、海外经历(柳光强和孔高文,2018;代昀昊和孔东民,2017)等。高管的职业经历也会对企业行为产生影响:钟腾等(2020)发现高管公职经历为公司提供了进入管制性行业和获得长期贷款的便利;张琦等(2019)以《环境空气质量标准(2012)》的实施为准自然实验,发现该新标准实施后,高管具有公职经历企业的环保投资提升程度显著高于其他企业。然而,鲜有文献探究高管的监管经历对企业违规行为的影响。具有监管经历的高管一方面可能从监管机构获得良好待遇或利用监管漏洞,另一方面可以发挥咨询和教育作用。因此,具有监管经历的高管会直接影响公司的违规行为。

第二, 拓宽了政治关联对于公司经济后果的研究。已有文献主要从如下几个方面探究政治关联对公司的影响: 企业融资 (毛新述和周小伟, 2015; 李维安等, 2015)、技术创新 (苏屹和陈凤妍, 2017; 陈德球等, 2016)、并购重组 (颀茂华等, 2021; 蔡庆丰等, 2017) 以及企业绩效 (张天舒等, 2015; 唐松和孙铮, 2014)。但鲜有文献探究政治关联对企业违规的影响, 也鲜有文献探究与证监会或交易所有关联的高管如何影响公司的违规行为。证监会与交易所参与公司违规的监督和处罚, 对公司的违规行为产生直接影响。相应地, 具有任职证监会与交易所经历的高管与公司违规行为间的联系紧密。

第三, 增加了对公司违规行为影响因素的研究。一方面, 监管机构的监管措施会显著影响公司的违规行为: 滕飞等 (2022) 发现证监会随机抽查能提高证券监管效率, 降低公司再次实施违规行为的概率; 中注协约谈监管对抑制企业违规产生了溢出效应, 能改善企业的内部控制 (李晓慧等, 2022)。另一方面, 高管经历也会对公司违规产生显著影响: 杜兴强和张颖 (2021) 研究发现, 被原上市公司返聘后的独立董事会发挥“学习效应”而非“关系效应”, 从而抑制公司违规; 身兼数职的“忙碌”独董的存在会降低企业违规行为发生的可能及频率。本文探究了高管的监管经历对公司违规行为的影响, 这联结了监管机构与高管经历的研究, 补充了公司违规的影响因素。

本文的其余部分安排如下: 第二部分总结了研究的制度背景, 第三部分是文献综述与假设提出, 第四部分说明了本文的数据样本构造, 第五部分展示了部分实证结果, 第六部分描述了稳健性检验, 第七部分进行总结。

## 2. 制度背景

为了维护证券期货市场秩序, 确保其合法运行, 中国证监会依照法律、法规和国务院授权, 统一监督管理全国证券期货市场, 并在省、自治区、直辖市和计划单列市设立 36 个证券监管局, 以及上海、深圳证券监管专员办事处<sup>①</sup>。《证券法》第十二章赋予了证监会权力查处发生违规行为 (如征用资产损害中小投资者利益、财务披露虚假和不充分、公司管理人员挪用资金等) 的公司和个人。证监会可以从投资者、员工、内部人士、报纸、证券交易所、法律程序和政治调查等多个渠道收集信息定期对上市公司进行审查和检查, 如果发现违规行为, 将向公众披露其调查信息。同时, 证监会可以选择将部分工作委托给深圳证券交易所和上海证券交易所, 对于委托工作, 交易所必须在完成后向证监会报告。自 2013 年交易所信息披露直通车改革措施实施以来, 交易所对上市公司发布问询函的频率明显增多, 在 2007—2018 年的所有问询函中, 深交所发函数量最多, 达到 4373 份, 其次是上交所的 2954 份, 证监会所属证监局发放的问询函最少, 仅有 47 份, 不足 1%, 说明问询函性质的一线监管集中在证券交易所。<sup>②</sup>

在强政府干预的制度环境下, 公司有动机构建“政商关系”, 来寻求政治庇护和获取管制资金

<sup>①</sup> 中国证券监督管理委员会官方网站: <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhjs/zjhjj/>.

<sup>②</sup> 新华网: [http://www.xinhuanet.com/fortune/2019-05/17/c\\_1210136760.htm](http://www.xinhuanet.com/fortune/2019-05/17/c_1210136760.htm).

(叶青等, 2016)。现有文献表明, 具有政治关联的公司可以从政府获得优惠利益, 如关键资源的获取和税收优惠待遇 (Adhikari et al., 2006; Dinc, 2005; Faccio, 2006; Leuz and Oberholzer-Gee, 2006; Khawaja and Mian, 2005; Wu et al., 2016)。政治关联可能只是公司雇用与政府有联系的人, 然而监管者更具有其特质, 因为有政治关系的公司高管不一定有专业技能或对该行业的具体知识。有关雇用前监管者的文献强调了前监管者在之前所监管特定行业方面的专业知识。Duchin 和 Sosyura (2014) 对银行业的研究表明, 具有财政部、银行监管机构或国会经验的董事会成员倾向于将知识和专业技能转移到银行, 以促进银行资本购买计划申请的批准。DeHaan 等 (2015) 研究表明, 美国证监会 (SEC) 的辩护律师促进更积极的监管监督, 以展示其执法专长。

### 3. 文献综述与假设提出

近年来, 雇用前监管者的研究不断发展。Schwert (1977) 发现, 在 1926—1972 年美国证监会 (SEC) 法规变更期间, 没有证据表明其成员通过监管机构的控制权获得收益。研究审计师成为客户高管的文献表明, “旋转门现象” 并未伴随着审计质量的减损 (Geiger, 2005; Geiger and North, 2006; Geiger et al., 2008)。Blanes 等 (2012) 发现, 在美国参议员办公室有工作经验的游说者在该参议员离任后的收入潜力会降低。Bond 和 Glode (2014) 提出了一个劳动力市场模型, 模型中年轻的监管者积累人力资本, 最好的监管者在职业生涯中期转向银行业。此外, Agarwal 等 (2014) 发现宽松监管机构的员工在金融领域不太可能找到职业机会。Cornaggia 等 (2016) 通过调查离开评级机构为之前评级公司工作的信用分析师, 发现在过渡之后, 转型分析师对未来的雇主更有利。Shive 和 Forster (2017) 的研究表明, 当公司需要前监管者的专业知识来降低风险时, 会雇用监管机构的前员工。

我们预期公司雇用有监管部门经历的高管会影响公司的违规行为。直觉上来说, 公司的违规行为为激励取决于公司从违规行为中获得的预期收益 (Jayachandran, 2006; Aggarwal et al., 2012)、预期成本即公司需要支付的法律处罚 (Karpoff et al., 2008) 以及被发现的概率。

一方面, 公司可以雇用前监管者来建立社会关系。前证监会或交易所官员可能与现任官员保持联系, 并监督或管理过前同事。Acemoglu 等 (2016) 发现社会关系对监管决策有显著影响。监管者很可能会受到所认识的人的影响, 尤其是当做出监管决策时 (Bertrand et al., 2014; Blanes et al., 2012)。该机制是 POGO 2013 年报告的主要关注点 (Smallberg, 2013)。因此, 雇用有监管经历高管的公司有可能从监管机构获得良好的待遇, 从而降低了违规行为的成本。Correia (2014) 研究发现, 平均而言, 具有政治关联的公司不太可能被 SEC 诉讼, 即便被 SEC 诉讼, 面临的处罚也更少。Yu 和 Yu (2011) 的研究也支持了“优惠待遇”的假设, 发现企业通过游说降低了被 SEC 诉讼的可能性和被惩罚的力度。此外, 具有监管经历的高管可能对证监会和交易所用于调查公司违规行为的程序有深入了解 (例如了解证监会如何选择财务报表进行详细测试), 也可能非常熟悉引发调查的问题并且处于利用监管漏洞的独特地位。同时, 高管的监管经历可以帮助公司确定未来的发展方向, 从而更好地预测并为未来做好准备 (Luechinger and Moser, 2014)。因此, 具有监管经历的高管在加入公

司后, 可能会帮助公司在监管系统中博弈 (Menon and Williams, 2004; Shive and Forster, 2017)。这一前提意味着, 前监管者帮助规避监管, 降低了公司违规行为被发现概率。面对更低的预期违规行为成本和更低的被发现概率, 无论因为“优惠待遇”还是“智慧博弈”, 雇用前监管者的公司可能有更多的动机去从事违规行为, 本文称之为“监管规避”假说。因此, 提出以下假设:

**H1a: 雇用有监管经历高管的公司发生违规行为的可能性更大。**

另一方面, Salant (1995) 提出, 监管者离职后加入被监管公司会成为腐败行为的自然观察对象, 降低了受监管公司的短视机会主义行为, 通过“旋转门”提高了其公用事业项目的投资表现。Fahlenbrach 等 (2010) 发现独立董事在董事会成员表现不佳或披露负面消息时, 为了保护自己的声誉或避免工作量的增加而辞职。具有财务专业知识的独立董事会由于管理层操纵利润而财务表现不佳的公司辞职, 此类公开辞职可以作为董事会表现不佳的纪律手段 (Dewally and Peck, 2010)。正如美国证券交易委员会委员保罗·阿特金斯 (Paul Atkins) 所提出的, 由于先前在监管机构获得的经验和专业知识, 具有监管经历的高管也可能提高监管合规性 (Atkins, 2005, 2007)。Beasley (1996) 研究了董事会组成与会计违规行为之间的关系。研究发现, 较低的违规行为可能性与较小的董事会规模或较高的董事会独立性有关。前证监会和交易所官员可能由于公司造假等负面事件对其声誉造成损害, 从而提高对董事会的监督水平, 降低首席执行官的违规行为激励。Krishnan 等 (2011) 发现, 具有法律和财务专业知识的董事通过更好的监督提高了财务报表质量。Litov 等 (2013) 发现具有法律教育背景的董事在监督高管方面发挥着重要作用。Agrawal 和 Chadha (2005) 发现, 如果公司的董事会或审计委员会有一名具有财务专业知识的独立董事, 则违规的可能性较低。Morse 等 (2016) 指出具有法律背景的高管在遏制监管不合规方面很重要。具有监管经历的高管能够发挥其专业知识和能力, 在公司违规行为相关的政策法规方面更好地发挥咨询和教育作用, 从而减少公司的违规行为。Heese 等 (2017) 认为公司的政治关联是增加审查的标志。证监会和交易所的官员辞职后进入公司, 担忧违规事件的发生损害其声誉, 会更好地发挥其咨询和教育作用, 降低公司的违规行为激励, 本文称之为“治理改进”假说。因此, 提出以下相互矛盾的假设:

**H1b: 雇用有监管经历高管的公司发生违规行为的可能性更小。**

## 4. 数据和样本选择

本文从国泰安 (CSMAR) 数据库收集了 2008 年 1 月至 2021 年 11 月中国证监会对上市公司的执法行动信息。最初的违规行为样本包括来自 10745 项执法行动的 17789 个公司年度观察结果<sup>①</sup>, 通过三种方式衡量了公司的违规情况, 分别是 Misconduct (公司是否发生违规行为)、Misconduct\_num (公司违规行为数量加 1 后取对数值) 以及 Misconduct\_ratio (公司违规行为占比)。而后从 CSMAR

<sup>①</sup> 本文从执行行动的公告追溯了公司实施违规行为的年份。如果数据显示该公司在该年发生了违规行为, 将违规公司年度观察纳入违规样本。例如, 如果 2013 年的执法行动表明该公司在 2008 年、2009 年、2011 年和 2012 年有违规行为, 则在违规样本中包括 2008 年、2009 年、2011 年和 2012 年的公司年度观察结果。

数据库中收集公司高管的职业道路信息, CSMAR 于 2008 年开始报告高管的职业道路, 为避免 2008 年金融危机的影响, 本文的高管样本跨度为 2009 年至 2019 年<sup>①</sup>。高管类型采用广义的定义, 包括董事、监事、经理、总裁、董秘、负责人、主管、顾问、CEO、总监等<sup>②</sup>。通过追踪高管的职业路径, 定义了虚拟变量 MisFirm<sup>③</sup> 来描述有无监管经历高管公司类型。同时, 本文从 CSMAR 数据库中收集了公司的所有权和财务数据。根据文献, 剔除了 2012 年中国证监会《上市公司行业分类指引》中编号为“J”的金融行业公司和所有变量有所缺失的观察值。所有连续变量均以 1% 和 99% 的水平进行 Winsorized 处理。最终获得了 2009—2019 年 17001 个公司年度观察值和 3635 个违规行为公司年度观察值。在样本中, 一个随机公司的无条件违规行为的可能性是 21.38% ( $3635/17001 = 21.38\%$ )。变量定义和描述性统计以及 Pearson 相关系数在附表 1 中列出。

表 1 显示了样本中按行业和年份的公司年度层面上违规行为的描述性统计情况。违规比例是每个行业/年的违规公司年度观察数除以样本中违规公司年度观察总数。违规率是每个行业/年的违规公司年度观察数除以整个样本中每个行业/年的公司年度观察总数。按照 2012 年中国证监会行业分类标准进行行业分类。我们根据第一位行业代码对行业进行分类, 由于制造业观测值较多, 我们使用两位数的行业代码对属于制造业的公司进行分类。Panel A 显示了违规行为在各行业的分布情况。制造业的公司 (例如计算机、通信和其他电子设备, 电气机械及器材, 医药) 更容易出现违规行为。Panel B 按年度显示公司违规的分布情况。违规行为的发生率最初每年都在增加, 2011 年和 2012 年达到峰值, 而后在 2013 年、2014 年急剧下降。这种情况与 Zhang (2018) 的研究结果一致, 即中央政府在 2012 年末发起的反腐运动降低了公司层面上违规行为的可能性。

表 1 公司年度水平的违规行为描述性统计

Panel A: 按行业划分的违规行为公司年度观测值

行 业	违规数量	违规比例 (%)	违规率 (%)
农、林、牧、渔业	92	2.53	38.17
采矿业	125	3.44	21.66
农副食品加工业	61	1.68	24.50
食品制造业	51	1.40	20.00
酒、饮料和精制茶制造业	59	1.62	18.21
纺织业	43	1.18	24.71
纺织服装、服饰业	40	1.10	17.94

① 在本文的样本中, 发生违规行为第一年到证监会执法年之间的平均时间大约为两年, 为了尽量减少未发现的违规事件, 违规样本截至提前两年 (即 2019 年), 以确保平均而言从样本期开始的欺诈行为在本文的样本中被发现。

② 具有监管经历的高管在公司的任职职位等信息详见文末附表 2。

③ 事实上, 63.11% 的公司只雇用一名具有监管经历的高管, 可能是聘用一名具有监管经历的高管的成本非常高。对于公司与监管机构建立联系而言, 拥有一名或多名有监管经历的高管的性质几乎没有什么不同。

续表

行 业	违规数量	违规比例 (%)	违规率 (%)
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	11	0.30	19.30
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	13	0.36	37.14
家具制造业	18	0.50	20.45
造纸及纸制品业	40	1.10	25.00
印刷和记录媒介复制业	9	0.25	15.52
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	13	0.36	17.81
石油加工、炼焦及核燃料加工业	16	0.44	17.39
化学原料及化学制品制造业	218	6.00	21.39
医药制造业	205	5.64	19.90
化学纤维制造业	31	0.85	19.02
橡胶和塑料制品业	54	1.49	20.45
非金属矿物制品业	106	2.92	23.61
黑色金属冶炼及压延加工业	44	1.21	15.55
有色金属冶炼及压延加工业	101	2.78	21.72
金属制品业	61	1.68	19.81
通用设备制造业	95	2.61	19.08
专用设备制造业	146	4.02	22.50
汽车制造业	127	3.49	19.87
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	54	1.49	19.57
电气机械及器材制造业	244	6.71	25.36
计算机、通信和其他电子设备制造业	309	8.50	23.27
仪器仪表制造业	20	0.55	24.69
其他制造业	17	0.47	27.87
废弃资源综合利用业	12	0.33	36.36
电力、热力、燃气及水生产和供应业	127	3.49	17.79
建筑业	132	3.63	25.48
批发和零售业	193	5.31	19.24
交通运输、仓储和邮政业	75	2.06	11.13
住宿和餐饮业	12	0.33	17.65
信息传输、软件和信息技术服务业	258	7.10	27.39

续表

行 业	违规数量	违规比例 (%)	违规率 (%)
房地产业	141	3.88	16.26
租赁和商务服务业	67	1.84	24.28
科学研究和技术服务业	14	0.39	14.58
水利、环境和公共设施管理业	61	1.68	20.82
教育	17	0.47	42.50
卫生和社会工作	20	0.55	32.26
文化、体育和娱乐业	64	1.76	24.43
综合	19	0.52	26.39
合计	3635	100	21.38

**Panel B: 按年份划分的违规行为为公司年度观测值**

年份	违规数量	违规比例 (%)	违规率 (%)
2009	205	5.64	17.52
2010	224	6.16	15.88
2011	336	9.24	21.19
2012	315	8.67	20.67
2013	283	7.79	20.70
2014	277	7.62	19.18
2015	389	10.70	23.98
2016	485	13.34	26.75
2017	466	12.82	24.50
2018	373	10.26	23.53
2019	282	7.76	17.88
合计	3635	100	21.38

表 2 显示了样本中证监会执法行动的特征。Panel A 按违规行为类型报告执法行动。Panel B 报告从违规行为的第一年到被发现年份之间的时间。公司更有可能在披露问题（例如推迟披露、重大遗漏、虚假记载、披露不实）、会计问题（例如一般会计处理不当和虚构利润）、利益侵占问题（违规买卖股票、侵占公司资产）和其他方面发生违规行为<sup>①</sup>。Panel B 显示，从公司发生违规行为开始，证监会平均用约两年的时间公布其执法行动。

<sup>①</sup> 一次监管执法行动可以解决公司实施的多种违规行为。因此，违规行为的数量大于表 1 Panel A 中的执法行动数量。

表 2

## 执法行动的特征

## Panel A: 按违规行为类型划分的执法行动

违规类型	# of violations	% of violations
虚构利润	390	3.17
虚列资产	77	0.63
虚假记载 (误导性陈述)	1513	12.29
推迟披露	2243	18.22
重大遗漏	1722	13.99
披露不实 (其他)	293	2.38
欺诈上市	2	0.02
擅自改变资金用途	135	1.10
占用公司资产	443	3.60
内幕交易	131	1.06
违规买卖股票	1008	8.19
操纵股价	14	0.11
违规担保	327	2.66
一般会计处理不当	689	5.60
其他	3326	27.01
合计	12313	100

## Panel B: 从违规行为的第一年到被发现年份之间的时间

间隔年数	Obs	Percentage
0	1140	26.96
1	1210	28.62
2	678	16.04
3	487	11.52
4	356	8.42
5	212	5.01
6	87	2.06
7	28	0.66
8	9	0.21
9	8	0.19
10	9	0.21
11	1	0.02
12	3	0.07
合计	4228	100

接着,我们考察违规行为公司样本和无违规行为公司样本之间主要变量的差异。表3 Panel A显示了单变量比较的结果。可以看到,在单变量差异检验中,违规公司存在监管经历高管的比例与未违规公司没有显著差异。此外,违规公司往往在分析师关注(Analyst)和机构投资者持股(Instown)上的均值较低,这与公司治理不善增加公司违规行为可能性的观点一致(Beasley, 1996; Agrawal and Chadha, 2005)。规模(Size)较大的公司由于受到更严格的公众审查,往往具有较低的违规行为可能性(Yu and Yu, 2011; Wang, 2013)。违规行为样本的财务杠杆(Lev)显著高于无违规行为样本。Dechow等(1996)在研究中提到杠杆率经常被认为是反映契约紧密程度的指标。前人研究表明,接近债务契约的公司更有可能管理收益(Healy and Wahlen, 1999),说明杠杆较高的公司可能更倾向于实施违规行为。表3的Panel B报告了有无监管经历高管公司的单变量比较。结果表明,样本中约有8.96%(1524/17001=8.96%)是具有监管经历高管的公司。此外,有监管经历高管公司往往拥有更大的董事会(Board)、更大的规模(Size)和更多的机构投资者持股(Instown),同时也有更多的分析师关注(Analyst)。

表3 样本公司特征

Panel A: 违规行为公司样本与非违规行为公司样本之间的单变量比较

	Misconduct	Obs	Non-Misconduct	Obs	Difference t-statistics
MisFirm	0.083	3635	0.091	13366	-0.008
MisFirm%	0.007	3635	0.007	13366	0.000
BM	0.621	3635	0.640	13366	-0.019***
Size	22.320	3635	22.492	13366	-0.172***
ROA	0.033	3635	0.050	13366	-0.017***
Lev	0.472	3635	0.447	13366	0.025***
Board	8.815	3635	8.910	13366	-0.095***
Ceodual	0.279	3635	0.224	13366	0.055***
Analyst	8.215	3635	10.419	13366	-2.204***
Instown	0.446	3635	0.514	13366	-0.068***
Exeown	0.081	3635	0.077	13366	0.004***
Relate	0.269	3635	0.247	13366	-0.021***

Panel B: 有监管经历高管公司样本与无监管经历高管公司样本之间的单变量比较

	MisFirm	Obs	Non-MisFirm	Obs	Difference t-statistics
Misconduct	0.199	1524	0.215	15477	-0.016
Misconduct_num	0.337	1524	0.357	15477	-0.021
Misconduct_ratio	0.000	1524	0.000	15477	-0.000
BM	0.657	1524	0.634	15477	0.023***

续表

	MisFirm	Obs	Non-MisFirm	Obs	Difference t-statistics
Size	22.792	1524	22.422	15477	0.371***
ROA	0.045	1524	0.046	15477	-0.001
Lev	0.481	1524	0.449	15477	0.032***
Board	9.240	1524	8.855	15477	0.384***
Ceodual	0.199	1524	0.239	15477	-0.040***
Analyst	11.241	1524	9.820	15477	1.421***
Instown	0.533	1524	0.497	15477	0.036***
Exeown	0.061	1524	0.080	15477	-0.019***
Relate	0.270	1524	0.250	15477	-0.020*

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%水平上显著。

## 5. 实证结果

### 5.1 主回归分析

为了研究公司高管的监管经历与公司违规行为之间的关系，本文在基准回归中，采用如下固定效应模型进行分析和检验，具体设定如下式所示：

$$\text{Misconduct}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{MisFirm}_{i,t-2} + \gamma \text{Controls}_{i,t} + \text{Industry} + \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中  $t$  表示年份， $i$  表示公司， $\varepsilon_{it}$  是误差项。MisFirm $_{i,t-2}$  是衡量公司是否有监管经历高管的虚拟变量。Controls $_{i,t}$  是公司层面的控制变量。本文首先在回归中加入了一系列财务变量即资产收益率 (ROA)、账面市值比 (BM)、公司规模 (Size) 和财务杠杆率 (Lev)。资产收益率 (ROA) 是公司绩效的一个代理指标，管理者可能会选择违规行为来掩盖恶化的绩效 (Dechow et al., 1996; Dechow et al., 2011; Beneish, 1997, 1998)，更好的公司业绩可能与更低的公司违规行为相关联；账面市值比 (BM) 作为公司成长机会的代理指标，成长机会与信息不对称负相关 (Smith and Watts, 1992)，预期较高的市值与账面值比率能降低违规行为的可能性；公司规模 (Size) 较大的公司可能面临更严格的监管监督，发生违规行为的可能性较低；财务杠杆率 (Lev) 与公司接近债务契约的程度成正比，增加了公司实施违规行为的动机，以避免面临更高的违约风险。同时，公司治理可以显著降低公司违规行为的可能性 (Beasley, 1996; Dechow et al., 1996)，本文包含了控制内部治理机制 (董事会规模 (Board)) 和外部治理机制 (分析师覆盖率 (Analyst)、机构投资者持股 (Instown)) 的变量。基于激励的管理层薪酬通常与公司业绩挂钩，管理者有动机通过违规行为获取个人利益 (Bergstresser and Philippon, 2006; Burns and Kedia, 2006)，加入高管持股 (Exeown) 控制其实施违规

行为的管理动机。此外，考虑其他政治关联对本文结果的影响，参考蔡庆丰等（2017），我们加入了控制变量其他政治关联（Relate），将高管简历中包含人大代表或政协委员的定义为1，否则设定为0。为缓解遗漏变量偏差，本文在所有回归模型中加入了行业虚拟变量 Industry 和年度虚拟变量 Year，以控制行业固定效应和年度固定效应。其中，行业划分基于2012年中国证监会《上市公司行业分类指引》，制造业保留2位代码（如C1），其他行业保留1位代码（如A）。

表4列出了基准回归的结果，列（1）、列（2）和列（3）所涉及模型中的被解释变量依次为 Misconduct（公司是否发生违规行为）、Misconduct\_num（公司违规行为数量加1后取对数值）以及 Misconduct\_ratio（公司违规行为占比）。总体而言，表4中解释变量高管监管经历 MisFirm 的系数均在5%显著性水平上显著为负，表明高管的监管经历会降低公司的违规行为可能性。这一发现与“治理改进”假说相一致。本文还发现，公司规模与违规行为的可能性负相关，因为更大的公司面临更多的公众监督（Dyck et al., 2010; Yu and Yu, 2011）。此外，财务杠杆率系数显著为正，表明公司有更大的动机去实施违规行为，以避免违反债务契约。同时，分析师覆盖率在降低公司违规行为的可能性方面起着重要作用。

表4 高管监管经历与公司违规行为

变量	(1)	(2)	(3)
	Logit	Tobit	Tobit
	Misconduct	Misconduct_num	Misconduct_ratio
MisFirm	-0.203 ** (-2.30)	-0.139 ** (-2.26)	-0.010 ** (-2.28)
BM	-0.504 *** (-2.94)	-0.372 *** (-3.08)	-0.028 *** (-3.20)
Size	-0.074 ** (-2.01)	-0.061 ** (-2.34)	-0.005 ** (-2.39)
ROA	-4.144 *** (-7.26)	-3.181 *** (-8.44)	-0.227 *** (-8.27)
Lev	1.217 *** (6.71)	0.916 *** (7.32)	0.068 *** (7.53)
Board	0.034 ** (2.37)	0.025 ** (2.45)	0.002 *** (2.69)
Ceodual	0.286 *** (4.88)	0.213 *** (5.22)	0.015 *** (5.09)
Analyst	-0.014 *** (-4.16)	-0.010 *** (-4.14)	-0.001 *** (-4.12)
Instown	-1.133 *** (-7.41)	-0.776 *** (-7.40)	-0.053 *** (-7.06)

续表

变量	(1)	(2)	(3)
	Logit	Tobit	Tobit
	Misconduct	Misconduct_num	Misconduct_ratio
Exeown	-0.550** (-2.30)	-0.396** (-2.38)	-0.024** (-2.03)
Relate	0.109** (1.97)	0.079** (2.04)	0.006** (2.02)
Constant	1.360* (1.91)	1.068** (2.15)	0.096*** (2.68)
行业效应	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制
观测值	10778	10778	10778
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0588	0.0486	0.2911

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

证监会的执法行动数据指明了 15 种违规行为，这有助于调查高管监管经历的作用是否因违规行为的类型而有所不同。为了便于实证检验，本文将 15 类违规行为分为三大类：第一类违规行为是与会计有关的违规行为，包括虚报利润、伪造资产、虚假陈述、延迟披露、遗漏重大信息、重大的信息披露失误、IPO 的违规行为和一般会计处理违规问题。第二类是与经营有关的违规行为，包括未经授权变更资金使用、挪用公款、内幕交易、非法回购股份、操纵股价、非法提供贷款担保等。第三类违规行为是证监会规定的“其他”类的违规行为。相关结果如表 5 所示，有监管经历高管可以帮助公司利用其监管经验和专业知识，减少虚假财务报表和信息披露等会计违规。

表 5 高管监管经历与公司违规类型

变量	Misconduct			Misconduct_num			Misconduct_ratio		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
	会计违规	经营违规	其他违规	会计违规	经营违规	其他违规	会计违规	经营违规	其他违规
MisFirm	-0.171 (-0.80)	0.324 (0.94)	-0.986** (-2.16)	-0.200** (-2.19)	-0.098 (-1.00)	-0.156** (-2.12)	-0.042** (-2.30)	-0.055 (-1.03)	-0.046** (-2.04)
BM	-0.800** (-2.08)	-0.254 (-0.33)	0.189 (0.32)	-0.480*** (-2.65)	-0.395** (-2.06)	-0.253* (-1.78)	-0.104*** (-2.74)	-0.224** (-2.13)	-0.071 (-1.64)
Size	0.038 (0.46)	-0.209 (-1.38)	-0.132 (-1.04)	-0.108*** (-2.77)	-0.076* (-1.82)	-0.010 (-0.32)	-0.021*** (-2.64)	-0.043* (-1.90)	-0.005 (-0.52)
ROA	-3.169*** (-2.86)	0.604 (0.22)	-4.926*** (-3.34)	-5.052*** (-9.17)	-2.984*** (-5.20)	-4.106*** (-9.47)	-1.089*** (-9.06)	-1.606*** (-5.14)	-1.231*** (-9.27)

续表

变量	Misconduct			Misconduct_num			Misconduct_ratio		
	(1) 会计违规	(2) 经营违规	(3) 其他违规	(1) 会计违规	(2) 经营违规	(3) 其他违规	(1) 会计违规	(2) 经营违规	(3) 其他违规
Lev	1.547*** (3.90)	0.142 (0.19)	0.898 (1.52)	1.647*** (8.92)	0.794*** (4.02)	0.763*** (5.10)	0.341*** (8.81)	0.431*** (4.01)	0.243*** (5.32)
Board	0.002 (0.04)	-0.026 (-0.39)	-0.069 (-1.21)	0.025 (1.64)	-0.007 (-0.43)	0.021* (1.70)	0.006* (1.84)	-0.004 (-0.46)	0.007* (1.86)
Ceodual	0.254* (1.91)	0.425* (1.80)	0.329* (1.70)	0.281*** (4.64)	0.199*** (3.12)	0.225*** (4.67)	0.056*** (4.55)	0.101*** (2.90)	0.068*** (4.63)
analyst	-0.026*** (-2.88)	-0.007 (-0.51)	-0.022* (-1.75)	-0.018*** (-4.83)	-0.008** (-2.13)	-0.011*** (-3.76)	-0.003*** (-4.43)	-0.004** (-2.07)	-0.003*** (-3.54)
Instown	-1.352*** (-3.72)	-0.866 (-1.41)	-0.551 (-0.99)	-1.116*** (-7.09)	-0.631*** (-3.83)	-0.901*** (-7.22)	-0.227*** (-7.06)	-0.338*** (-3.76)	-0.275*** (-7.15)
Exeown	0.008 (0.01)	-0.229 (-0.26)	-1.011 (-1.17)	-0.646*** (-2.58)	0.191 (0.75)	-0.725*** (-3.58)	-0.133*** (-2.62)	0.109 (0.78)	-0.219*** (-3.52)
Relate	0.288** (2.28)	0.330 (1.51)	-0.039 (-0.19)	0.149*** (2.64)	0.210*** (3.52)	0.003 (0.07)	0.028** (2.48)	0.117*** (3.59)	-0.000 (-0.03)
Constant	-2.766* (-1.73)	1.263 (0.45)	-0.380 (-0.16)	1.609** (2.20)	0.126 (0.16)	-0.280 (-0.48)	0.334** (2.21)	0.191 (0.44)	-0.034 (-0.19)
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	10575	9959	10394	10778	10778	10778	10778	10778	10778
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0601	0.0696	0.0617	0.0455	0.0528	0.0542	0.1054	0.048	0.0774

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

## 5.2 机制分析

在本节中，我们探究了聘用前监管部门离任官员对公司违规行为产生影响的潜在机制。从理论上讲，如果有监管经历的高管发挥了“治理改善”的作用，公司的盈余管理程度会下降。反之，如果有监管经历的高管发挥的是“监管规避”的作用，即政治关系只是降低了“被发现的违规行为”，并非公司的实际违规行为，则公司的盈余管理程度不会下降。本文使用如下模型（2）对机制展开检验：

$$EM_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{MisFirm}_{i,t} + \gamma \text{Controls}_{i,t} + \text{Industry} + \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

这里， $EM_{i,t}$  表示公司的盈余管理程度。具体而言，参考 Fang 等（2016），依据修正 Jones 模型（Dechow et al., 1995）得到的残差用于衡量公司的盈余管理程度。具体而言，我们参考路军伟等（2022），将盈余管理程度的指标取绝对值，用于衡量公司整体的盈余管理程度，记为  $EM_{all}$ 。进一

步, 我们设定了向上盈余管理指标  $EM_{pos}$ , 计算方式为将盈余管理为负的值替换为 0, 对于盈余管理为正值保持不变。类似地, 我们计算了向下盈余管理指标  $EM_{neg}$ , 即将盈余管理为正值替换为 0, 对盈余管理为负的值取绝对值。模型 (2) 中其他变量定义同模型 (1)。

表 6 呈现的是回归模型 (2) 的结果。表 6 列 (1) 报告的是高管监管经历对公司盈余管理绝对值的影响, 发现高管监管经历  $MisFirm$  显著为负, 回归系数为  $-0.004$ , 说明有监管经历的高管会降低公司的盈余管理程度。表 6 列 (2) 报告的是高管监管经历对向上盈余管理的影响, 我们关注的变量  $MisFirm$  在 1% 显著性水平上显著为负, 说明有监管经历的高管在降低公司向上盈余管理中发挥着重要作用。而表 6 列 (3) 则是向下盈余管理对高管监管经历回归得到的结果, 此时变量  $MisFirm$  并不显著。结合表 6 各列结果可知, 有监管经历的高管对公司盈余管理的降低作用主要集中于向上盈余管理。

表 6 高管监管经历与公司盈余管理

	(1)	(2)	(3)
	$EM_{all}$	$EM_{pos}$	$EM_{neg}$
$MisFirm$	$-0.004^{**}$ (-2.70)	$-0.004^{***}$ (-3.62)	$-0.000$ (-0.20)
$BM$	$-0.015^{***}$ (-3.39)	$0.004$ (0.87)	$-0.020^{***}$ (-6.14)
$Size$	$-0.004^{*}$ (-1.98)	$-0.001$ (-0.75)	$-0.002^{**}$ (-2.84)
$ROA$	$0.026$ (0.56)	$0.269^{***}$ (10.55)	$-0.239^{***}$ (-8.97)
$Lev$	$0.030^{***}$ (7.63)	$0.012^{**}$ (2.81)	$0.018^{***}$ (6.56)
$Board$	$-0.002^{***}$ (-4.86)	$-0.001^{**}$ (-2.65)	$-0.001^{***}$ (-3.11)
$Ceodual$	$0.002^{*}$ (1.80)	$0.002$ (1.43)	$-0.000$ (-0.04)
$Analyst$	$0.000$ (0.95)	$-0.000$ (-1.30)	$0.000^{***}$ (2.94)
$Instown$	$0.008^{**}$ (2.23)	$0.001$ (0.18)	$0.007^{**}$ (2.61)
$Exeown$	$0.019^{**}$ (2.55)	$0.014$ (1.59)	$0.004$ (1.21)
$Relate$	$-0.001$ (-1.25)	$0.000$ (0.17)	$-0.001$ (-1.35)

续表

	(1)	(2)	(3)
	EM_all	EM_pos	EM_neg
Constant	0.156 *** (4.37)	0.064 * (2.07)	0.091 *** (5.57)
行业效应	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制
观测值	15708	15708	15708
R-squared	0.073	0.109	0.113

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

综上所述，有监管经历的高管会显著降低公司的盈余管理，尤其是降低公司的向上盈余管理。这一结论支持了有监管经历的高管发挥了“监管规避”作用的假说，排除了我们的结论是由“被发现的违规行为”导致的竞争性假说。

### 5.3 横截面分析

考虑到本文结果因高管在监管机构任职级别的不同而产生差异，本文据此进行了横截面分析。直觉上，高管在监管机构任职级别越高，对监管的要求越熟悉，即拥有更多监管方面的知识和能力，故能更好地发挥咨询和教育作用。因此，我们预计，高管曾在监管机构任较高级别的职位会增强本文的主要结果。我们通过如下模型（3）进行横截面分析：

$$\text{Misconduct}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{MisFirm}_{i,t-2} \times \text{RankHigh}_{i,t-2} + \beta_2 \text{MisFirm}_{i,t-2} \times \text{RankLow}_{i,t-2} + \gamma \text{Controls}_{i,t} + \text{Industry} + \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中， $\text{RankHigh}_{i,t-2}$  和  $\text{RankLow}_{i,t-2}$  为高管是否在监管机构任较高级别的虚拟变量<sup>①</sup>。当高管曾在监管机构任较高级别时  $\text{RankHigh}_{i,t-2}$  取值为 1，反之取值为 0。相应地，当高管曾在监管机构任较低级别时  $\text{RankLow}_{i,t-2}$  取值为 1，反之取值为 0。模型（3）中其他的变量定义同模型（1）。

表 7 呈现的是高管监管经历对公司违规行为的整体影响。表 7 各列中交乘项  $\text{MisFirm} \times \text{RankHigh}$  均在 5% 的显著性水平上显著为负，而交乘项  $\text{MisFirm} \times \text{RankLow}$  均不显著，说明高管监管经历对公司违规的降低作用在高管曾于监管机构任较高职位时更显著，这与本文的猜想一致。进一步，我们将被解释变量依次替换为会计违规、经营违规和其他违规，结果如表 8 所示。由表 8 可知，在会计违规和其他违规中，整体而言，交乘项  $\text{MisFirm} \times \text{RankHigh}$  显著为负，而交乘项  $\text{MisFirm} \times \text{RankLow}$  不显著，这与表 7 的结果相一致。如表 8 所示，当被解释变量为经营违规时，交乘项  $\text{MisFirm} \times \text{RankHigh}$  和  $\text{MisFirm} \times \text{RankLow}$  都不显著，这与表 5 主回归的结果相一致，即高管监管经历对公司经营违规行为的影响不显著。

① 本文将处长、理事长、秘书长、总监、所长、主任、经理、局长设定为较高级别的任职。

表 7

高管在监管机构任职级别与公司违规

	(1)	(2)	(3)
	Misconduct	Misconduct_num	Misconduct_ratio
MisFirm×RankHigh	-0.304 ** (-2.18)	-0.235 ** (-2.45)	-0.017 ** (-2.55)
MisFirm×RankLow	-0.139 (-1.26)	-0.080 (-1.04)	-0.005 (-0.99)
BM	-0.500 *** (-2.91)	-0.369 *** (-3.05)	-0.028 *** (-3.17)
Size	-0.075 ** (-2.01)	-0.061 ** (-2.35)	-0.005 ** (-2.39)
ROA	-4.129 *** (-7.23)	-3.167 *** (-8.40)	-0.226 *** (-8.24)
Lev	1.221 *** (6.73)	0.920 *** (7.35)	0.069 *** (7.57)
Board	0.035 ** (2.38)	0.025 ** (2.46)	0.002 *** (2.69)
Ceodual	0.287 *** (4.90)	0.214 *** (5.25)	0.015 *** (5.12)
Analyst	-0.014 *** (-4.15)	-0.010 *** (-4.13)	-0.001 *** (-4.11)
Instown	-1.138 *** (-7.44)	-0.781 *** (-7.46)	-0.054 *** (-7.12)
Exeown	-0.553 ** (-2.32)	-0.400 ** (-2.40)	-0.025 ** (-2.05)
Relate	0.108 * (1.95)	0.078 ** (2.01)	0.005 ** (2.00)
Constant	1.364 * (1.92)	1.070 ** (2.15)	0.096 *** (2.69)
行业效应	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制
观测值	10778	10778	10778
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0589	0.0487	0.2919

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

表8 高管在监管机构任职级别与公司违规类型

变量	Misconduct			Misconduct_num			Misconduct_ratio		
	(1) 会计违规	(2) 经营违规	(3) 其他违规	(1) 会计违规	(2) 经营违规	(3) 其他违规	(1) 会计违规	(2) 经营违规	(3) 其他违规
MisFirm×RankHigh	0.009 (0.03)	0.120 (0.20)	-1.614 (-1.61)	-0.294** (-2.05)	-0.193 (-1.25)	-0.194* (-1.65)	-0.063** (-2.20)	-0.114 (-1.36)	-0.062* (-1.72)
MisFirm×RankLow	-0.304 (-1.09)	0.427 (1.05)	-0.742 (-1.44)	-0.141 (-1.23)	-0.044 (-0.36)	-0.132 (-1.44)	-0.029 (-1.27)	-0.021 (-0.32)	-0.036 (-1.28)
BM	-0.811** (-2.10)	-0.244 (-0.32)	0.197 (0.34)	-0.476*** (-2.63)	-0.391** (-2.04)	-0.252* (-1.77)	-0.103*** (-2.72)	-0.222** (-2.11)	-0.071 (-1.63)
Size	0.039 (0.46)	-0.208 (-1.38)	-0.133 (-1.04)	-0.108*** (-2.77)	-0.076* (-1.82)	-0.010 (-0.32)	-0.021*** (-2.64)	-0.043* (-1.90)	-0.005 (-0.52)
ROA	-3.205*** (-2.89)	0.640 (0.23)	-4.909*** (-3.33)	-5.036*** (-9.14)	-2.969*** (-5.17)	-4.100*** (-9.45)	-1.085*** (-9.03)	-1.597*** (-5.12)	-1.229*** (-9.26)
Lev	1.542*** (3.89)	0.151 (0.20)	0.908 (1.54)	1.652*** (8.94)	0.798*** (4.05)	0.764*** (5.11)	0.342*** (8.83)	0.434*** (4.04)	0.244*** (5.33)
Board	0.001 (0.04)	-0.025 (-0.38)	-0.069 (-1.20)	0.025* (1.65)	-0.007 (-0.43)	0.021* (1.69)	0.006* (1.85)	-0.004 (-0.46)	0.007* (1.86)
Ceodual	0.252* (1.90)	0.425* (1.80)	0.332* (1.72)	0.282*** (4.66)	0.201*** (3.14)	0.226*** (4.68)	0.056*** (4.58)	0.101*** (2.92)	0.069*** (4.65)
Analyst	-0.026*** (-2.89)	-0.007 (-0.50)	-0.022* (-1.74)	-0.018*** (-4.82)	-0.008** (-2.13)	-0.011*** (-3.76)	-0.003*** (-4.42)	-0.004** (-2.07)	-0.003*** (-3.53)
Instown	-1.346*** (-3.70)	-0.880 (-1.43)	-0.560 (-1.01)	-1.121*** (-7.13)	-0.637*** (-3.86)	-0.903*** (-7.23)	-0.228*** (-7.09)	-0.341*** (-3.80)	-0.276*** (-7.17)
Exeown	0.014 (0.03)	-0.238 (-0.27)	-1.021 (-1.18)	-0.650*** (-2.60)	0.187 (0.73)	-0.727*** (-3.59)	-0.134*** (-2.64)	0.106 (0.76)	-0.220*** (-3.53)
Relate	0.291** (2.29)	0.327 (1.49)	-0.042 (-0.21)	0.148*** (2.62)	0.209*** (3.50)	0.003 (0.06)	0.028** (2.46)	0.116*** (3.56)	-0.001 (-0.05)
Constant	-2.773* (-1.74)	1.243 (0.44)	-0.370 (-0.16)	1.612** (2.20)	0.128 (0.16)	-0.280 (-0.48)	0.334** (2.22)	0.192 (0.45)	-0.034 (-0.19)
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	10575	9959	10394	10778	10778	10778	10778	10778	10778
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0603	0.0698	0.0621	0.0597	0.0456	0.0542	0.1055	0.0481	0.0775

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

综上所述, 当高管曾在监管机构任较高职位时, 高管监管经历对公司违规行为 (包括会计违规和其他违规) 的降低作用更为显著。

## 6. 稳健性检验

### 6.1 高管监管经历的替代测度

为了检验本文对高管的监管经历测度的稳健性, 本文定义了一个连续变量来衡量高管团队中具有监管经历的高管的比例, 作为有监管经历高管的替代测度, 记为 MisFirm%。将核心解释变量从虚拟变量 MisFirm 替换为连续变量 MisFirm%, 对模型 (1) 重新进行回归, 得到的结果如表 9 所示。其中, 列 (1)、列 (2) 和列 (3) 涉及模型中的被解释变量依次为 Misconduct (公司是否发生违规行为)、Misconduct\_num (公司违规行为数量加 1 后取对数值) 以及 Misconduct\_ratio (公司违规行为占比)。对比表 9 和主回归结果 (见表 4) 可知, 在使用高管监管经历的替代测度时, 本文的研究结论保持稳健。

表 9 高管监管经历的替代测度

变量	(1)	(2)	(3)
	Logit	Tobit	Tobit
	Misconduct	Misconduct_num	Misconduct_ratio
MisFirm%	-3.653 ** (-2.05)	-2.692 ** (-2.17)	-0.198 ** (-2.25)
BM	-0.494 *** (-2.88)	-0.366 *** (-3.02)	-0.028 *** (-3.15)
Size	-0.076 ** (-2.05)	-0.062 ** (-2.36)	-0.005 ** (-2.41)
ROA	-4.113 *** (-7.21)	-3.156 *** (-8.39)	-0.226 *** (-8.23)
Lev	1.226 *** (6.75)	0.922 *** (7.37)	0.069 *** (7.59)
Board	0.034 ** (2.33)	0.024 ** (2.39)	0.002 *** (2.63)

续表

变量	(1)	(2)	(3)
	Logit	Tobit	Tobit
	Misconduct	Misconduct_num	Misconduct_ratio
Ceodual	0.288 *** (4.92)	0.215 *** (5.26)	0.015 *** (5.13)
Analyst	-0.014 *** (-4.15)	-0.010 *** (-4.14)	-0.001 *** (-4.12)
Instown	-1.142 *** (-7.46)	-0.784 *** (-7.48)	-0.054 *** (-7.13)
Exeown	-0.553 ** (-2.32)	-0.399 ** (-2.40)	-0.024 ** (-2.05)
Relate	0.107 * (1.93)	0.077 ** (1.99)	0.005 ** (1.98)
Constant	1.392 ** (1.96)	1.080 ** (2.18)	0.097 *** (2.71)
行业效应	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制
观测值	10778	10778	10778
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0587	0.0485	0.2911

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

## 6.2 高管监管经历的内生性

### 6.2.1 倾向得分匹配回归

本文的研究结果中可能存在潜在的选择偏差，因为公司聘用具有监管经历高管的决定是非随机的，而未做出的选择的结果是不可观察的。如表 3 所示，有监管经历高管公司不同于无监管经历高管公司。为了确保控制组与处理组具有可比性，本文采用倾向分数匹配的方法寻找没有监管经历高管的控制组。匹配标准包括以下公司特征：董事会规模、总资产回报率、市值与账面值比率、公司规模、杠杆率、机构持股、高管持股和分析师覆盖率。匹配结果如图 1 所示，表 10 给出了倾向分数

匹配回归的结果, 与基准回归结果一致。

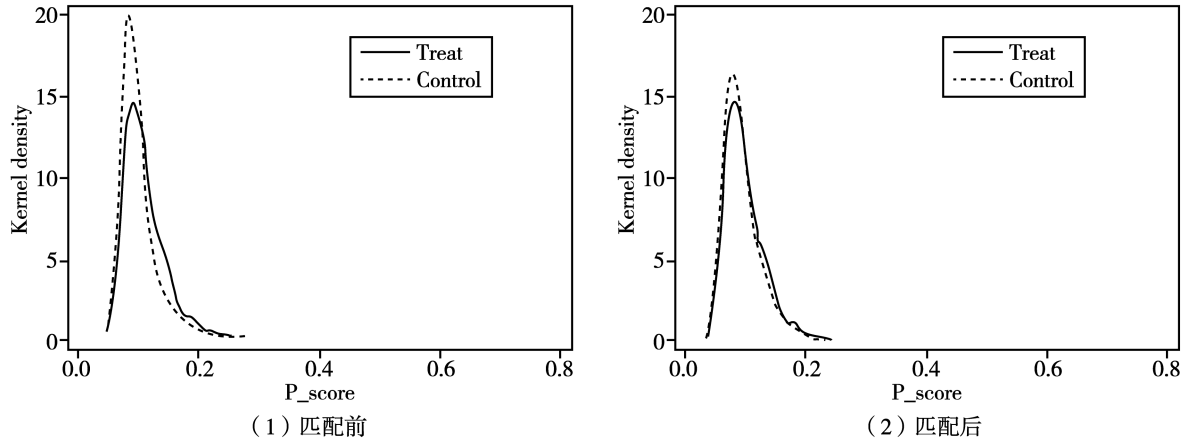


图1 倾向得分值概率分布密度函数图

表 10

倾向得分匹配回归

变量	(1)	(2)	(3)
	Logit	Tobit	Tobit
	Misconduct	Misconduct_num	Misconduct_ratio
MisFirm	-0.338 *** (-2.89)	-0.244 *** (-3.01)	-0.019 *** (-3.14)
BM	-0.850 *** (-2.62)	-0.623 *** (-2.69)	-0.045 *** (-2.62)
Size	-0.201 *** (-2.79)	-0.158 *** (-3.08)	-0.012 *** (-3.10)
ROA	-4.049 *** (-3.58)	-2.812 *** (-3.68)	-0.194 *** (-3.42)
Lev	1.493 *** (3.98)	1.096 *** (4.18)	0.084 *** (4.45)
Board	0.036 (1.31)	0.031 (1.61)	0.003 * (1.88)
Ceodual	0.358 *** (2.82)	0.272 *** (3.02)	0.020 *** (3.02)
Analyst	-0.019 *** (-2.83)	-0.014 *** (-3.02)	-0.001 *** (-3.13)

续表

变量	(1)	(2)	(3)
	Logit	Tobit	Tobit
	Misconduct	Misconduct_num	Misconduct_ratio
Instown	-0.557* (-1.74)	-0.379* (-1.68)	-0.021 (-1.29)
Exeown	0.335 (0.67)	0.259 (0.72)	0.026 (1.00)
Relate	0.267** (2.45)	0.185** (2.39)	0.013** (2.37)
Constant	4.015*** (2.91)	3.061*** (3.14)	0.242*** (3.42)
行业效应	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制
观测值	2890	2891	2891
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0765	0.0621	0.3011

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

### 6.2.2 倾向得分匹配方法和双重差分法 (DID)

2012 年, 习近平就任国家主席后发起了力度大、范围广泛的反腐败运动。2013 年 10 月 19 日, 中共中央组织部正式颁布《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》(简称中组部“18 号文”)。“18 号文”对此前通过聘请具有监管经历高管来获得证监会优惠待遇的公司造成了外生冲击。已有研究发现,“18 号文”促使大量上市公司“官员”独立董事辞职(乐菲菲等, 2020)。一方面, 本文的研究对象是广义上的高管, 其中 82.83% 具有监管经历的高管在公司任独立董事<sup>①</sup>。另一方面, 虽然已有研究大多使用“18 号文”展开对独立董事的研究, 但文件本身未将在企业兼职(任职)的职位限定于独立董事。因此, 结合本文的样本情况和“18 号文”政策的内容, 本文采用“18 号文”的发布作为一个自然实验, 以调查高管的监管经历对公司违规行为可能性的因果影响<sup>②</sup>。

按照 Lemmon 和 Roberts (2010) 的观点, 在事件年 (2013 年) 前后确定一个平衡的时间范围,

① 具有监管经历的高管在公司的任职情况详见文末附表 2。

② 事实上, 我们剔除具有监管经历的高管未就任独立董事的观测值, 得到的结果与未剔除时一致。

并避免在冲击前（2011—2013 年）和冲击后（2014—2018 年）人为扭曲自由度。由于公司存在自选择行为，本文使用 PSM 方法对每个实验组公司年度观测值确定与其匹配的全部控制组公司年度观测值，以确保控制组与实验组具有可比性，满足平行趋势假设，最终得到处理组的 877 个公司年度观测值和对照组的 8003 个公司年度观测值。

表 11 给出了使用匹配样本进行 DID 估计的结果（表 11 Panel A），发现“18 号文”发布后，实验组较对照组的违规行为显著增加。表 11 的结果说明，“18 号文”发布促使有监管经历的高管离职，使有监管经历高管发挥的“治理改善”作用随之消失，从而增加了公司的违规行为。本文就该 DID 进行了安慰剂检验（表 11 Panel B），与“18 号文”无关的一些不可观察的冲击可能会推动本文的发现。为解决这一问题，本文人为地选择 2017 年为“伪事件”年，即将 2016—2017 年设定为事件发生前的年份，将 2018—2019 年设定为事件发生后的年份，进行了相同的 PSM-DID 分析，发现双重差分结果的系数变得不显著。

表 11

## PSM-DID

## Panel A: PSM-DID

	Misconduct			Misconduct_num			Misconduct_rate		
	政策前实验组与控制组差分	政策后实验组与控制组差分	双重差分结果	政策前实验组与控制组差分	政策后实验组与控制组差分	双重差分结果	政策前实验组与控制组差分	政策后实验组与控制组差分	双重差分结果
差分值	-0.051	-0.017	<b>0.035</b>	-0.046	-0.009	<b>0.037</b>	-0.005	-0.000	<b>0.005</b>
标准误	0.013	0.011	<b>0.017</b>	0.013	0.011	<b>0.017</b>	0.001	0.001	<b>0.001</b>
T 值	-3.84	1.54	<b>2.01</b>	-3.44	0.81	<b>2.16</b>	-4.72	0.32	<b>3.46</b>
P 值	0.000***	0.123	<b>0.045**</b>	0.001***	0.418	<b>0.031**</b>	0.000***	0.750	<b>0.001***</b>

## Panel B: 安慰剂检验

	Misconduct			Misconduct_num			Misconduct_rate		
	政策前实验组与控制组差分	政策后实验组与控制组差分	双重差分结果	政策前实验组与控制组差分	政策后实验组与控制组差分	双重差分结果	政策前实验组与控制组差分	政策后实验组与控制组差分	双重差分结果
差分值	-0.019	-0.032	<b>-0.013</b>	-0.012	-0.028	<b>-0.016</b>	-0.000	-0.001	<b>-0.001</b>
标准误	0.017	0.018	<b>0.025</b>	0.018	0.019	<b>0.026</b>	0.001	0.001	<b>0.001</b>
T 值	-1.13	1.77	<b>0.53</b>	-0.68	1.44	<b>0.59</b>	-0.54	1.14	<b>0.47</b>
P 值	0.257	0.078*	<b>0.599</b>	0.496	0.150	<b>0.553</b>	0.592	0.255	<b>0.638</b>

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。

## 7. 研究结论

尽管《中华人民共和国证券法》明确规定,“国务院证券监督管理机构工作人员在任职期间,或者离职后在《中华人民共和国公务员法》规定的期限内,不得到与原工作业务直接相关的企业或者其他营利性组织任职,不得从事与原工作业务直接相关的营利性活动”,但仍然有不少监管机构官员离职后担任公司高管,本文的样本中 8.96% 的公司拥有具有监管经历的高管。大量文献研究了监管者加入被监管公司后对监管行业的影响,但是少有研究考察监管者加入监管公司后对公司行为的影响。作为对 DeHaan 等(2015)的补充,本文研究了高管的监管经历与公司违规行为可能性之间的关系,结果支持“治理改善”假说。进一步分析表明,在会计违规行为以及高管曾在监管机构任较高职位的公司中,高管监管经历对公司违规行为的影响更为显著。结果说明,具有监管经历的高管由于“声誉担忧”和“教育作用”,利用其专业知识和技能,通过监督和教育提高了公司的治理水平,降低了公司的盈余管理程度,显著减少了公司的违规行为。本文为公司聘用前监管部门离任官员提高公司治理水平减少违规行为提供了证据。

本文的研究结果不仅增进了上市公司发生违规事件影响因素的文献积累,同时也对证监会、交易所等监管机构如何加强和改进对上市公司的监管执法提供了启发。一方面,从违规类型来看,监管部门可能在会计违规方面的监管漏洞较多,需要进一步规范监管流程。另一方面,监管部门加强对监管官员业务能力的提高,有利于监管官员离任加入公司后更好地发挥监督和教育作用,以提升公司治理水平,促进公司发展。除此之外,这也为公司提升治理水平、降低违规行为提供了新的思路,即在合法的情况下,引进具有监管经历的高管,从而享受“治理改善”的红利。

### ◎ 参考文献

- [1] 蔡庆丰,田霖,郭俊峰. 民营企业家的影响力与企业的异地并购——基于中小板企业实际控制人政治关联层级的实证发现 [J]. 中国工业经济, 2017 (3).
- [2] 陈传明,孙俊华. 企业家人口背景特征与多元化战略选择——基于中国上市公司面板数据的实证研究 [J]. 管理世界, 2008 (5).
- [3] 陈德球,金雅玲,董志勇. 政策不确定性、政治关联与企业创新效率 [J]. 南开管理评论, 2016, 19 (4).
- [4] 陈信元,李莫愁,芮萌,夏立军. 司法独立性与投资者保护法律实施——最高人民法院“1/15通知”的市场反应 [J]. 经济学(季刊), 2010, 9 (1).
- [5] 代昀昊,孔东民. 高管海外经历是否能提升企业投资效率 [J]. 世界经济, 2017, 40 (1).
- [6] 邓川,高雅琴,杨文莺. CFO 审计师经历、旋转门现象与会计稳健性 [J]. 财经论丛, 2017 (3).

- [7] 杜兴强, 张颖. 独立董事返聘与公司违规: “学习效应”抑或“关系效应”? [J]. 金融研究, 2021 (4).
- [8] 颀茂华, 王娇, 刘铁鑫, 施诺. 反腐倡廉、政治关联与企业并购重组行为 [J]. 经济学 (季刊), 2021, 21 (3).
- [9] 赖黎, 巩亚林, 夏晓兰, 马永强. 管理者从军经历与企业并购 [J]. 世界经济, 2017, 40 (12).
- [10] 乐菲菲, 张金涛, 魏震昊. 独立董事辞职、政治关联丧失与企业创新效率 [J]. 科研管理, 2020, 41 (2).
- [11] 李维安, 王鹏程, 徐业坤. 慈善捐赠、政治关联与债务融资——民营企业与政府的资源交换行为 [J]. 南开管理评论, 2015, 18 (1).
- [12] 李晓慧, 王彩, 孙龙渊. 中注协约谈监管对抑制公司违规的“补台”与“合奏”效应研究 [J]. 会计研究, 2022 (3).
- [13] 柳光强, 孔高文. 高管经管教育背景与企业内部薪酬差距 [J]. 会计研究, 2021 (3).
- [14] 柳光强, 孔高文. 高管海外经历是否提升了薪酬差距 [J]. 管理世界, 2018, 34 (8).
- [15] 路军伟, 王舒慧, 刘瑶瑶. 年报审计师声誉会影响中报会计信息质量吗? [J/OL]. 南开管理评论.
- [16] 毛新述, 周小伟. 政治关联与公开债务融资 [J]. 会计研究, 2015 (6).
- [17] 权小锋, 醋卫华, 尹洪英. 高管从军经历、管理风格与公司创新 [J]. 南开管理评论, 2019, 22 (6).
- [18] 苏屹, 陈凤妍. 企业家地方政治关联对技术创新绩效影响研究 [J]. 系统工程理论与实践, 2017, 37 (2).
- [19] 唐松, 孙铮. 政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效 [J]. 管理世界, 2014 (5).
- [20] 滕飞, 夏雪, 辛宇. 证监会随机抽查制度与上市公司规范运作 [J]. 世界经济, 2022, 45 (8).
- [21] 叶青, 赵良玉, 刘思辰. 独立董事“政商旋转门”之考察: 一项基于自然实验的研究 [J]. 经济研究, 2016, 51 (6).
- [22] 余玉苗, 胡媛媛. 财务负责人“旋转门”现象与公司盈余管理行为 [J]. 审计与经济研究, 2018, 33 (5).
- [23] 张琦, 郑瑶, 孔东民. 地区环境治理压力、高管经历与企业环保投资——一项基于《环境空气质量标准 (2012)》的准自然实验 [J]. 经济研究, 2019, 54 (6).
- [24] 张天舒, 陈信元, 黄俊. 政治关联、风险资本投资与企业绩效 [J]. 南开管理评论, 2015, 18 (5).
- [25] 钟腾, 汪昌云, 祝继高. 房地产抵押价值、高管公职经历与资源重配——基于公司层面的经验证据 [J]. 经济学 (季刊), 2020, 19 (3).
- [26] Acemoglu, D., Johnson, S., Kermani, A., et al. The value of connections in turbulent times: Evidence from the United States [J]. Journal of Financial Economics, 2016, 121 (2).

- [27] Adhikari, A. , Derashid, C. , Zhang, H. Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2006, 25 (5).
- [28] Agarwal, S. , Lucca, D. , Seru, A. , et al. Inconsistent regulators: Evidence from banking [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2014, 129 (2).
- [29] Aggarwal, R. K. , Meschke, F. , Wang, T. Y. Corporate political donations: Investment or agency? [J]. *Business and Politics*, 2012, 14 (1).
- [30] Agrawal, A. , Chadha, S. Corporate governance and accounting scandals [J]. *The Journal of Law and Economics*, 2005, 48 (2).
- [31] Aggarwal, R. K. , Evans, M. E. , Nanda, D. Nonprofit boards: Size, performance and managerial incentives [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 53 (1-2).
- [32] Atkins, P. S. Speech by SEC commissioner: Charles Hamilton Houston lecture [EB/OL]. (2005-4-4) [2022-4-25]. <https://www.sec.gov/news/speech/spch040405psa.htm>.
- [33] Atkins, P. S. Speech by SEC commissioner: American society and the SEC's mission [EB/OL]. (2007-10-15) [2022-4-25]. <https://www.sec.gov/news/speech/2007/spch101507psa.htm>.
- [34] Bar-Isaac, H. , Shapiro, J. Credit ratings accuracy and analyst incentives [J]. *American Economic Review*, 2011, 101 (3).
- [35] Blanes, I. , Vidal, J. , Draca, M. , Fons-Rosen, C. Revolving door lobbyists [J]. *The American Economic Review*, 2012, 102 (7).
- [36] Beasley, M. S. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud [J]. *Accounting Review*, 1996, 71 (4).
- [37] Beneish, M. D. Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 1997, 16 (3).
- [38] Beneish, M. D. Discussion of “Are accruals during initial public offerings opportunistic?” [J]. *Review of Accounting Studies*, 1998, 3 (1).
- [39] Bergstresser, D. , Philippon, T. CEO incentives and earnings management [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 80 (3).
- [40] Bertrand, M. , Bombardini, M. , Trebbi, F. Is it whom you know or what you know? An empirical assessment of the lobbying process [J]. *American Economic Review*, 2014, 104 (12).
- [41] Bond, P. , Glode, V. The labor market for bankers and regulators [J]. *The Review of Financial Studies*, 2014, 27 (9).
- [42] Burns, N. , Kedia, S. The impact of performance-based compensation on misreporting [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79 (1).
- [43] Chen, C. J. P. , Li, Z. , Su, X. , et al. Rent-seeking incentives, corporate political connections,

- and the control structure of private firms: Chinese evidence [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17 (2).
- [44] Clarke, D. , Murrell, P. , Whiting, S. The role of law in China's economic development [J]. *China's Great Economic Transformation*, 2008, 11.
- [45] Cornaggia, J. , Cornaggia, K. J. , Xia, H. Revolving doors on Wall Street [J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 120 (2).
- [46] Correia, M. M. Political connections and SEC enforcement [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2014, 57 (2-3).
- [47] Dechow, P. M. , Sloan, R. G. , Sweeney, A. P. Detecting earnings management [J]. *Accounting Review*, 1995, 70 (2).
- [48] Dechow, P. M. , Ge, W. , Larson, C. R. , et al. Predicting material accounting misstatements [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28 (1).
- [49] 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).
- [50] Dewally, M. , Peck, S. W. Upheaval in the boardroom: Outside director public resignations, motivations, and consequences [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16 (1).
- [51] DeHaan, E. , Kedia, S. , Koh, K. , et al. The revolving door and the SEC's enforcement outcomes: Initial evidence from civil litigation [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2015, 60 (2-3).
- [52] Dinç, I. S. Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77 (2).
- [53] Dyck, A. , Morse, A. , Zingales, L. Who blows the whistle on corporate fraud? [J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65 (6).
- [54] Faccio, M. , Masulis, R. W. , McConnell, J. J. Political connections and corporate bailouts [J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61 (6).
- [55] Fahlenbrach, R. , Low, A. , Stulz, R. M. The dark side of outside directors: Do they quit when they are most needed? [R]. *National Bureau of Economic Research*, 2010.
- [56] Fang, V. W. , Huang, A. H. , Karpoff, J. M. Short selling and earnings management: A controlled experiment [J]. *The Journal of Finance*, 2016, 71 (3).
- [57] Geiger, M. A. , North, D. S. , O'Connell, B. T. The auditor-to-client revolving door and earnings management [J]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2005, 20 (1).
- [58] Geiger, M. A. , North, D. S. Does hiring a new CFO change things? An investigation of changes in discretionary accruals [J]. *The Accounting Review*, 2006, 81 (4).
- [59] Geiger, M. A. , Lennox, C. S. , North, D. S. The hiring of accounting and finance officers from

- audit firms: How did the market react? [J]. *Review of Accounting Studies*, 2008, 13 (1).
- [60] Gong, T. Dependent judiciary and unaccountable judges: Judicial corruption in contemporary China [J]. *China Review*, 2004, 64 (1).
- [61] Healy, P. M., Wahlen, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting [J]. *Accounting Horizons*, 1999, 13 (4).
- [62] Heese, J., Khan, M., Ramanna, K. Is the SEC captured? Evidence from comment-letter reviews [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2017, 64 (1).
- [63] Jayachandran, S. The Jeffords effect [J]. *The Journal of Law and Economics*, 2006, 49 (2).
- [64] Karpoff, J. M., Lee, D. S., Martin, G. S. The cost to firms of cooking the books [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2008, 43 (3).
- [65] Khwaja, A. I., Mian, A. Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2005, 120 (4).
- [66] Krishnan, C. N. V., Ivanov, V. I., Masulis, R. W., et al. Venture capital reputation, post-IPO performance, and corporate governance [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, 46 (5).
- [67] Lemmon, M., Roberts, M. R. The response of corporate financing and investment to changes in the supply of credit [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2010, 45 (3).
- [68] Leuz, C., Oberholzer-Gee, F. Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 81 (2).
- [69] Li, M., Makaew, T., Winton, A. Cheating in China: Corporate fraud and the role of financial markets [R]. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=3757949>, 2020.
- [70] Litov, L. P., Sepe, S. M., Whitehead, C. K. Lawyers and fools: Lawyer-directors in public corporations [J]. *Geo. LJ*, 2013, 102.
- [71] Luechinger, S., Moser, C. The value of the revolving door: Political appointees and the stock market [J]. *Journal of Public Economics*, 2014, 119.
- [72] Menon, K., Williams, D. D. Former audit partners and abnormal accruals [J]. *The Accounting Review*, 2004, 79 (4).
- [73] Morse, A., Wang, W., Wu, S. Executive lawyers: Gatekeepers or strategic officers? [J]. *The Journal of Law and Economics*, 2016, 59 (4).
- [74] Salant, D. J. Behind the revolving door: A new view of public utility regulation [J]. *The Rand Journal of Economics*, 1995, 26 (3).
- [75] Schwert, G. W. Public regulation of national securities exchanges: A test of the capture hypothesis [J]. *The Bell Journal of Economics*, 1977, 8 (1).
- [76] Shive, S. A., Forster, M. M. The revolving door for financial regulators [J]. *Review of Finance*,

2017, 21 (4).

- [77] Smallberg, M. Dangerous liaisons: Revolving door at SEC creates risk of regulatory capture [EB/OL]. (2013-02-11) [2022-04-25]. <https://www.page.org/report/2013/02/dangerous-liaisons-revolving-door-at-sec-creates-risk-of-regulatory-capture>.
- [78] Smith, Jr. C. W. , Watts, R. L. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies [J]. *Journal of Financial Economics*, 1992, 32 (3).
- [79] Wang, T. Y. Corporate securities fraud: Insights from a new empirical framework [J]. *The Journal of Law, Economics, & Organization*, 2013, 29 (3).
- [80] Wu, W. , Johan, S. A. , Rui, O. M. Institutional investors, political connections, and the incidence of regulatory enforcement against corporate fraud [J]. *Journal of Business Ethics*, 2016, 134 (4).
- [81] Yu, F. , Yu, X. Corporate lobbying and fraud detection [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, 46 (6).
- [82] Zhang, J. Public governance and corporate fraud: Evidence from the recent anti-corruption campaign in China [J]. *Journal of Business Ethics*, 2018, 148 (2).

### Executives' Regulatory Experience and Corporate Fraud

Kong Dongmin<sup>1</sup> Jin Yifan<sup>2</sup>

(1 School of Economics, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan, 430074;

2 School of Management, Jinan University, Guangzhou, 510632)

**Abstract:** This paper examines the impact of the employment of former regulators by listed companies on the corporate fraud. Based on hand-collected data on executives' regulatory experience and the corporate fraud, we find that executives' regulatory experience significantly reduces the corporate fraud. The findings support the governance improvement hypothesis, that executives with regulatory experience can help companies reduce the degree of earnings management. Further analyses show that these effects are more stronger in companies with accounting fraud and executives who had held senior positions in regulators. Using the quasi-natural experiment of the exogenous policy of "Document No. 18" issued by the Organization Department of the Central Committee of the CPC, the results are robust. This study provides policy recommendations for better understanding corporate fraud and promoting corporate governance.

**Key words:** Regulatory experience; China Securities Regulatory Commission; Corporate fraud; Corporate governance

专业主编: 潘红波

附表 1

Panel A: 变量定义表

变 量	定 义
MisFirm	公司当年度至少有一名高管具有监管经历, 则定义为 1, 否则为 0
MisFirm%	公司当年度具有监管经历的高管比例
Misconduct	公司当年度发生违规行为, 则定义为 1, 否则为 0
Misconduct_num	公司当年度发生违规行为的次数加 1 后取对数值
Misconduct_ratio	公司当年度发生违规行为的次数在该年度全部违规行为次数中的占比
ROA	公司资产回报率
BM	公司的账面市值比
Size	总资产的对数
Lev	总负债与总资产的比率
Board	公司的董事会规模
Ceodual	公司当年度 CEO 和董事长两职合一, 则定义为 1, 否则为 0
Analyst	当年度跟踪该公司的分析师数量
Instown	公司当年度机构投资者持股比例
Exeown	高管当年度高管持股比例
Relate	高管简历中包含人大代表或政协委员, 则定义为 1, 否则为 0

Panel B: 描述性统计表

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值	中位值
Misconduct	17001	0.214	0.410	0	1	0
Misconduct_num	17001	0.355	0.868	0	8	0
Misconduct_ratio	17001	0.000	0.000	0	0.003	0
MisFirm	17001	0.090	0.286	0	1	0
MisFirm%	17001	0.007	0.023	0	0.111	0
BM	17001	0.636	0.241	0.125	1.142	0.642
Size	17001	22.45	1.317	20.020	26.300	22.270
ROA	17001	0.046	0.052	-0.225	0.197	0.042
Lev	17001	0.452	0.203	0.062	0.906	0.451
Board	17001	8.890	1.766	5	15	9
Ceodual	17001	0.236	0.424	0	1	0
Analyst	17001	9.948	9.754	1	43	6
Instown	17001	0.500	0.240	0.007	0.918	0.534
Exeown	17001	0.078	0.159	0	0.661	0
Relate	17001	0.252	0.434	0	1	0

续表

Panel C: 变量的 Pearson 相关系数

变量	Misconduct	MisFirm	MB	Size	ROA	Lev	Board	Ceodual	Analyst	Instown	Exeown	Relate
MisFirm	-0.011	1.000										
MB	-0.032***	0.027***	1.000									
Size	-0.053***	0.080***	0.571***	1.000								
ROA	-0.132***	-0.007	-0.251***	-0.093***	1.000							
Lev	0.051***	0.045***	0.386***	0.516***	-0.433***	1.000						
Board	-0.022***	0.062***	0.143***	0.243***	-0.015**	0.140***	1.000					
Ceodual	0.053***	-0.027***	-0.103***	-0.165***	0.056***	-0.145***	-0.181***	1.000				
Analyst	-0.093***	0.042***	-0.077***	0.323***	0.360***	-0.020**	0.100***	0.007	1.000			
Instown	-0.116***	0.043***	0.152***	0.416***	0.077***	0.200***	0.206***	-0.194***	0.212***	1.000		
Exeown	0.01	-0.034***	-0.050***	-0.313***	0.136***	-0.301***	-0.176***	0.236***	-0.005	-0.646***	1.000	
Relate	0.020***	0.013*	0.025***	0.016**	0.016**	-0.017**	0.039***	0.032***	0.047***	-0.023***	0.059***	1.000

附表 2

具有监管经历高管在公司中的职位类别统计表

职位类别	频数	占比	职位类别	频数	占比
00300000N0	45	0.89	10303000NN	1	0.02
00303300NN	60	1.18	10303300NN	7	0.14
00303800NA	8	0.16	10303800NA	13	0.26
00303800NM	5	0.1	10320000N0	23	0.45
00320000N0	34	0.67	10323200NN	1	0.02
00323000NN	1	0.02	10323300NN	1	0.02
00323300NN	46	0.9	10330000N0	8	0.16
00330000N0	85	1.67	10333000NN	5	0.1
00333000NN	10	0.2	10333800NA	13	0.26
00333200NN	3	0.06	10380000A0	2	0.04
00333300NN	8	0.16	10383300AN	1	0.02
00333800NA	3	0.06	1100000000	57	1.12
00380000A0	7	0.14	1100004400	6	0.12
00380000I0	9	0.18	11300000N0	13	0.26
00380000M0	5	0.1	11330000N0	3	0.06
00383000AN	4	0.08	1200000000	4211	82.83
00383200IN	1	0.02	2000000000	82	1.61
00383300AN	6	0.12	2100000000	16	0.31

续表

职位类别	频数	占比	职位类别	频数	占比
1000000000	262	5.15	2200000000	2	0.04
10300000N0	17	0.33	合计	5084	100

注：职位类别采用 10 位编码。一至二位表示董事会监事会任职情况，10=董事（常务、代理等），11=董事长（副），12=独立董事，13=董事局主席（副），14=其他；20=监事（副），21=监事会主席（副），22=职工监事，23=其他；三至六位表示高级管理层任职情况，30=总经理（副），31=经理（副），32=总裁（副），33=董秘，34=负责人，35=主管（副），36=顾问，37=CEO，38=总监，39=其他；七至八位表示企业任职情况，40=部长（副），41=局长（副），42=处长（副），43=主任（副），44=书记（副），45=工会主席（副），46=其他；最后两位表示具体管理方向，A=财务，B=工程，C=技术，D=信息，E=法律，F=人力资源，G=市场，H=运营，I=行政，J=投资，K=生产，L=质量，M=其他，N=无具体管理方向，空位用“0”表示。例如：董事、副总经理、总会计师、董事会秘书表示为 10303300AN。“频数”为样本期间内有监管经历的高管在各公司各年任职的数量之和。“占比”为该职位类别的频数除以所有职位的频数之和。

数据来源：原始数据来自国泰安数据库，“频数”及“占比”为自行统计的结果。