

融券卖空与信披违规：一个准自然实验的证据

黄顺武, 李 雪

(合肥工业大学 经济学院, 安徽 合肥 230601)

[摘要]以我国资本市场2010年推出融券政策为视角,实证探讨了融券卖空与信息披露违规之间的关系。研究发现,融券卖空显著降低了信息披露违规倾向以及违规次数,表明融券卖空具有较好的公司治理效应。机制检验显示,融券卖空通过提高企业内部控制质量、降低大股东“掏空”动机以及降低代理成本进而降低了信息披露违规倾向及违规次数。进一步研究发现,融券卖空与信息披露违规之间的负相关关系仅在机构投资者持股比例较高组、外部审计费用较高组显著,说明融券卖空与机构投资者、外部审计之间存在互补效应。

[关键词]融券卖空;信息披露违规;公司治理;代理成本;注册制;审计;内部控制质量

[中图分类号]F830.9 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2022)03-0072-10

一、引言

2020年,创业板成为继科创板之后第二个成功试点了注册制的上市平台,这意味着我国资本市场距离实现“全面实施注册制”的改革目标更进一步。注册制改革的关键是提高信息披露质量,全面且充分的信息披露更是实现注册制的重要标志。然而,近年来,我国资本市场的信息披露环境不容乐观,信息披露违规事件不断发生,极大地侵害了投资者的合法权益,因而研究注册制下的信息披露质量及其治理机制具有十分重要的现实意义。

目前学者们主要从两个方面展开对信息披露违规的研究。一是违规动机,如获得更多外部资金支持、掩饰业绩下降、粉饰报表以获得额外收益等^[1-3]。二是内外治理机制。其中,内部治理机制包括混合股权结构、独立董事薪酬结构、董事会结构与特征等^[4-6]。在外部治理机制中,张婷婷等研究发现媒体监督能够有效减少上市公司真实盈余操纵行为的发生^[7];刘欢等研究发现具有投资期限长、交易频率低特点的被动型基金能够有效提高所投资公司的信息披露质量^[8];柳光强和王迪研究发现在监管部门事后处罚的威慑下,上市公司会减少盈余操纵行为的发生^[9];刘柏和琚涛研究发现,分析师关注能够有效减少企业财务错报行为的发生,并督促企业及时进行财务重述^[10]。但截至目前,鲜有研究从市场交易机制的角度探讨信息披露违规的外部治理。

作为完善资本市场的一种重要的交易机制,融券卖空可以有效改变资本市场只能做多的单边格局,使投资者的悲观情绪或负面消息能够及时充分地反映到股价之中^[11],进而矫正被投资者高估的股价^[12]。目前关于融券卖空的研究表明,融券卖空除了能够完善资本市场的定价机制,还具有公司治理的功能。Fang等研究发现融券卖空具有监督约束管理层自利主义行为的功能,进而减少企业盈余操纵行为的发生^[13]。自2010年我国放开卖空限制后,相关研究表明,放松卖空限制不仅有效缓解了企业过度投资,减少了企业盈余操纵行为的发生^[14],还降低了企业的财务杠杆^[15],提高了企业的内控建设水平^[16],减弱了内部人的自利减持动机^[17]。但截至目前,鲜有研究从信息披露违规的角度探讨融券卖空

[收稿日期]2021-08-12

[基金项目]教育部人文社会科学研究规划基金项目(21YJA790026)

[作者简介]黄顺武(1973—),男,安徽肥东人,合肥工业大学经济学院教授,博士,主要研究方向为资本市场和博弈论;李雪(1997—),女,安徽滁州人,合肥工业大学经济学院硕士生,主要研究方向为资本市场,通讯作者,邮箱:1261530396@qq.com。

的公司治理效应,为此,本文以2010—2019年A股上市公司为样本,深入探讨融券卖空对信息披露违规的影响。本文的主要贡献有:一是本文以信息披露违规为研究视角,深入探讨了融券卖空对信披违规的影响;二是本文提出了融券卖空影响企业信披违规的另外三条渠道(企业内控质量、大股东掏空及代理成本),为融券卖空的公司治理效应提供更加广阔的研究视角和实证结论;三是本文探讨融券卖空与其他治理机制之间的替代抑或互补关系,揭示融券卖空与内部控制制度、机构投资者及外部审计之间存在的关系,为抑制企业的信披违规提供借鉴意义;四是本文研究结果证明了融券卖空能有效抑制上市公司信息披露违规,从而为相关改革提供了有益的参考。

二、理论分析与研究假设

(一) 融券卖空与信息披露违规

从公司的角度看,公司会通过衡量违规披露所付出的成本和所获取的收益来决定是否进行违规披露。2010年,我国资本市场引入了融券机制。融券卖空的开启,向投资者们提供了一条通过挖掘企业负面消息获取利益的渠道。在我国,融券交易成本高(年成本率大多超过10%),投资者进入门槛高,融券交易手续繁杂,因此我国做空投资者大多为机构投资者。他们拥有强大的资本实力、宽广的信息采集渠道以及出色的信息分析能力,能够找寻到隐藏着负面消息的问题公司。做空投资者为了获利会先做空问题公司的股票,随后发布问题公司所隐藏起来的负面消息,这会引来目标公司股价下跌,从而实现套利。这些负面消息大多与信息披露违规有关,而企业的信息披露违规正是监管部门的重点监督治理对象。因此,卖空交易者对问题公司负面消息的散播,会引起监管部门对问题公司的重点追踪和调查^[18],这会加大问题公司因违规披露被监管部门惩罚的风险。同时,融券卖空能够向不具备信息优势的普通投资者传达公司的风险信息,扮演信息中介的角色。由于我国资本市场融券成本高,交易手续繁杂,因而做空投资者都是在确切拥有企业负面消息的情况下才进行卖空交易,也正因如此,做空投资者的做空行为成了市场上其他投资者的风向标^[17]。普通投资者虽然很难挖掘到企业隐藏的负面信息,但他们可以通过观察卖空交易量的变化来判断企业的风险状况,这加快了负面信息传播的速度,引起投资者恐慌性地抛售股票,加大了股价下行的压力,提高了市场对公司信息披露违规行为的惩罚力度。可见,融券卖空提高了公司被监管部门处罚的风险以及加大了市场对公司的惩罚力度,从而提高了公司信息披露违规的成本。我国资本市场尚处于不成熟的阶段,上市公司往往有通过信息披露违规行为掩饰公司业绩不佳或粉饰公司业绩的倾向,这会误导资本市场中的投资者,使公司的股价被高估,从而获得因股价被高估而产生的额外收益。然而,融券卖空的开启使投资者的悲观情绪得以在股价中表达,从而矫正了被投资者严重高估的股价^[12],进而降低了上市公司通过违规披露所获取的额外收益。综上分析,融券卖空提高了信息披露违规成本,并在一定程度上降低了信息披露违规收益,从而减少了信息披露违规行为的发生。

从大股东与管理层的角度看,我国资本市场融券卖空的开启,为投资者提供了一条通过向市场释放企业负面消息来获取利益的渠道。我国资本市场融券交易成本高,交易手续繁杂,因而融券交易规模不大。但正是由于融券成本高,交易手续繁杂,我国做空投资者往往是知情交易者,能够向市场上其他投资者传达企业的风险信号。因而,卖空交易不但会引起股价的下跌,还会通过其信息传播效应,加快负面信息传导的速度,引起投资者恐慌性地抛售上市公司股票,加大股价下行的压力^[17]。这不仅会导致持有较多股份的大股东的个人财富严重缩水,还会增加大股东控制权转移的风险,极大地损害大股东的利益^[19]。因此,大股东为了避免企业沦为卖空交易者的做空对象,会积极向管理层发放更多的股票或期权,减少其与管理层之间的利益冲突,从而降低管理层的自利动机。除此之外,卖空交易所引起的股价下跌也会损害管理层的个人利益^[20]。做空投资者对管理层信息披露违规行为的集体诉讼会引起股价下跌,股价下跌一方面会减少管理层与公司价值相关的货币薪酬,在管理层持有股票或期权的情况下,还会致使管理层个人财富大幅减少;另一方面,股价下跌会影响管理层的个人声誉和职业晋升,增加

公司被恶意收购进而导致其失业的风险。在这一威胁下,经理人会主动减少信息披露违规行为的发生。综上分析,融券卖空加大了股价下行压力,损害大股东和管理层的利益。在卖空的威慑下,管理层会约束其自利行为,减少虚假信披行为的发生。综上所述,本文提出如下研究假设:

H1:融券卖空能够有效减少信息披露违规行为的发生。

(二) 影响机制:提高企业内部控制质量

卖空交易者具有挖掘企业内部控制缺陷等负面消息的能力,并及时通过做空其股票来获利。然而,投资者的融券做空行为会引起股价下跌,再加上融券卖空能够向其他市场投资者传递企业的风险信号,加快企业内部控制缺陷负面消息的传播速度,可能会引起股价更大程度的下跌,严重的话甚至会引起股价崩盘。这对于持有较多股份的大股东来说,将是致命的打击,不仅会导致大股东个人财富的严重缩水,还会增加企业控制权转移的风险。基于股价下跌带来的威慑,大股东会加强对管理层的监督,督促其完善公司的内部控制建设^[21]。此外,管理层为了保障个人的财产和事业不受影响,也会努力加强内控建设。做空投资者对内部控制存在缺陷的企业进行的集体诉讼会引起股价下跌,而股价下跌不仅会导致管理层薪酬激励的减少,还会增加公司被恶意收购进而导致其失业的风险^[22]。在此威胁下,管理层也会努力提高企业的内控水平。内部控制制度是防范各种错误及舞弊行为发生、确保财务报告真实可靠的重要内部治理机制。内部控制通过优化内部治理结构、分离不相容职务、设置内部审计机制等一系列措施,形成了一个相互制衡、互相监督的控制体系,不仅能够有效减少企业财务人员因粗心或胜任能力不足引起的各种错误的发生,还能约束管理层的自利主义行为,从而降低经理人进行盈余管理和财务舞弊的可能性^[23],减少企业信披违规行为的发生。综上所述,本文提出如下研究假设:

H2a:融券卖空通过提升企业内部控制质量进而减少信息披露违规行为的发生。

具有良好内部控制的企业拥有更优化的治理结构、更明确的职责分配、更严格的授权审批制度和更独立的内部审计体制,从而对管理层形成更加有效的制约与监督,减少企业盈余操纵行为的发生^[24]。如果企业的内控建设水平较低,不仅会导致管理层的盈余操纵行为难以被发现,还可能会使管理层逃脱事后处罚,为管理层进行盈余操纵提供机会。因此,高水平的内控建设能有效降低管理层的自利动机,减少企业信披违规行为的发生,而低质量甚至存在缺陷的内部控制不仅难以阻止管理层的利己主义行为,还可能诱发企业的信息披露违规行为。前文分析表明,在卖空压力下,企业大股东为了避免发生因股价下跌引起的财富缩水及控制权转移等风险,会加大对管理层的监督,约束管理层的自利行为。除此之外,管理层为了保障个人的财产和事业不受影响,也会约束其利己主义行为,减少信息披露违规行为。高质量的内部控制能够有效约束管理层的不正当行为,减少信披违规行为的发生。综上所述,本文提出如下研究假设:

H2b:融券卖空对信息披露违规的治理效果受到内部控制质量的影响;在高质量内部控制组,融券卖空与信息披违规之间的负相关关系更显著。

(三) 影响机制:降低大股东“掏空”动机

在股权结构方面,中国与英美等国家存在显著的差异,通常保持着高度集中的特征。一方面,集中的股权有利于调动大股东监督管理层的积极性,提高两者之间的信息透明度;另一方面,集中的股权赋予了大股东一定的控制权力及地位,可能会引发大股东为了追求个人私利而掏空上市公司的不正当行为。然而,大股东掏空会损害公司的业绩,进而增加公司对外融资的难度和成本,对公司的持续发展造成不利的影响。因此,大股东有较强的动机要求管理层通过盈余操纵掩盖其自利行为,并粉饰公司的业绩。此外,公司业绩的下降也会减少管理层的薪酬激励,增加其失业的风险。因此,在大股东的压力及个人利益的考虑下,管理层会选择与大股东合谋进行盈余操纵,掩盖大股东掏空公司的不正当行为^[25]。也就是说,大股东掏空会引发管理层的盈余操纵行为,增加企业信息披露违规行为的发生。然而,融券卖空能对大股东形成有效地制约与监督,降低大股东的掏空动机。放松卖空管制后,当卖空交易者发现

公司存在大股东掏空行为时,便会对其股票进行卖空交易,这会引引起股价下跌。同时,卖空交易具有信息传递效应,能够向在获取企业负面消息方面不具备信息优势的其他市场投资者传递企业的风险信号,加快负面消息扩散的速度,可能会引起股价更大程度地下跌甚至股价崩盘,极大地损害大股东的利益。在卖空压力下,大股东可能会约束其不正当行为。因此,融券卖空能有效降低大股东“掏空”动机。综上所述,提本文出如下研究假设:

H3:融券卖空通过约束大股东“掏空”行为进而减少信息披露违规行为的发生。

(四) 影响机制:降低代理成本

现代企业所有权与经营权分离致使股东与管理层之间存在委托代理关系。股东追求股东利益最大化,而管理层因不持有或持有较少股份追求私有收益的最大化,二者之间利益往往不一致。由于存在股东专业能力和精力有限、中小股东“搭便车”等问题,股东不能完全监督经理人的经营行为,股东与管理层之间的信息不够透明。在信息不够透明的情况下,管理层会滋生出自利主义动机,做出损害股东合法利益的不正当行为,从而产生代理成本。放开卖空限制能有效降低代理成本。首先,做空投资者对企业负面消息的挖掘,促使股东与管理层之间的信息更加透明,进而缓解企业的代理问题^[18]。信息不够透明是代理问题产生的重要机会因素,正是因为股东无法完全监督到管理层的内部经营行为,管理层才有机会去实施各种不正当行为,从而为自己谋取私利^[26]。其次,卖空交易会引引起股价下跌甚至崩盘,这会导致管理层薪酬激励的减少及个人财富的严重缩水,影响管理层的个人声誉及社会地位,严重的话,可能会导致管理层因此而失业。在这样的卖空威慑下,管理层会约束自己的不正当行为,进而降低企业的代理成本。因此,融券卖空通过提高信息透明度以及对管理层的威慑力进而降低代理成本。代理成本会损害企业的价值,并最终反映在企业的财务信息中,因此股东可以通过分析企业的财务信息来了解代理成本的高低。当代理成本较高时,财务信息向股东传达的不利信息越多。这会加剧股东对管理层的不满,从而增加管理层被处罚甚至失业的风险。管理者为了不被处罚以及维护自己的职业生涯,会有较强的动机进行财务操纵。除此之外,目前我国投资者对管理层进行投诉的意愿非常低,管理层面临的诉讼成本较低,进一步增强了管理层的财务操纵动机。而当代理成本较低时,股东与管理层之间的信息更加透明,管理层进行财务操纵获取私利的难度和风险会加大,管理层会降低财务操纵动机,增加自愿性信息披露^[27],减少信息披露违规行为的发生。综上所述,本文提出如下研究假设:

H4:融券卖空通过降低代理成本进而减少信息披露违规行为的发生。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选择2010—2019年A股上市公司数据为研究样本。除内部控制信息披露指数来源于迪博数据库,其他数据均来源于CSMR数据库。按以下标准对样本进行筛选:(1)剔除ST公司;(2)剔除金融保险类公司;(3)剔除数据缺失的公司。最终得到18660个“公司-年度”观测值,并对所有连续变量进行1%和99%的Winsorize处理。

(二) 模型设计与变量说明

中国资本市场因其特殊性而逐步推进融券政策,因此本文构建多时点双重差分模型来探究融券卖空对信披违规的影响,模型设定如下所示:

$$Violation = \alpha + \beta_1 Short + \beta_2 List + \eta Controls + Year + Industry + \varepsilon \quad (1)$$

在模型(1)中,被解释变量 $Violation$ 为信息披露违规,本文使用两个指标来度量信息披露违规。一是信息披露违规倾向(Vio_Trend),表示企业当年是否发生了信息披露违规行为。具体地,如果某样本企业在当年发生了信息披露违规行为,那么 Vio_Trend 取值为1,否则取0。二是信息披露违规次数(Vio_Freq),表示企业当年发生信息披露违规行为的总次数。具体地,如果某样本企业在当年一共发生

了4次信息披露违规行为,那么 Vio_Freq 取4;若某样本企业在当年没有发生过信息披露违规行为,则 Vio_Freq 取0。若假设 H1 成立,则模型中解释变量 $Short$ 的回归系数应当显著为负。

$Short$ 表示融券标的标志变量,是本文的主要解释变量,相当于经典 DID 模型中的 $treat \times post$ 。具体地,如果样本中某上市公司的股票当年可融券卖空,则 $Short$ 取1,否则取0。 $List$ 为虚拟变量,相当于经典 DID 模型中的 $treat$ 。具体地,如果某样本公司在样本期间内成为过卖空标的,则 $List$ 在整个样本期间内都取值为1,否则都取0。

本文选取以下变量作为控制变量:公司规模($Size$),总资产的自然对数;公司杠杆(BM),账面市值比;产权性质(SOE),国有企业取1,否则为0;机构投资者持股($Institution$),机构投资者所持股份/公司总股本;独立董事比例($Indd$),独董人数/董事会人数;审计师($Big4$),若审计师事务所为国际四大取1,否则取0;控股股东权利(OS),第一大股东所持股份/公司总股本;管理层持股(MOS),管理层持股取1,否则取0;董事会规模(DS),董事会人数;两职合一($Dual$),若公司董事长同时担任总经理一职,取值为1,否则0。除此之外,本文还控制了年份($Year$)和行业($Industry$)固定效应。

四、实证分析

(一) 描述性统计

表1列示了变量的描述性统计结果。从表1可以看出,违规倾向(Vio_Trend)均值为0.116,表明11.6%的样本企业发生过信息披露违规行为;违规次数(Vio_Freq)平均值为0.172,表明样本企业平均违规次数少于1次;违规次数(Vio_Freq)最大值为9,表明部分样本企业发生较多次的信息披露违规;融券卖空($Short$)均值为0.269,表明26.9%的样本公司可融券卖空。

(二) 基本回归

表2列示了融券卖空与信息披露违规之间的关系。当只考虑解释变量的影响时,回归结果如列(1)和列(3)所示。 $Short$ 与 Vio_Trend 的回归系数为-0.209,并通过了1%显著的显著性水平检验,表明融券卖空显著降低了企业信息披露违规倾向; $Short$ 与 Vio_Freq 的回归系数为-0.167,并通过了5%显著的显著性水平检验,表明融券卖空显著降低了企业信息披露违规次数。当加入相关控制变量后,回归结果如列(2)和列(4)所示。 $Short$ 与 Vio_Trend 的回归系数为-0.192,并通过了5%显著的显著性水平检验,表明融券卖空显著降低了企业信息披露违规倾向; $Short$ 与 Vio_Freq 的回归系数为-0.169,并通过了5%显著的显著性水平检验,表明融券卖空显著降低了企业信息披露违规次数,进一步支持了本文的研究假说 H1,即融券卖空能够有效减少企业信息披露违规行为的发生。

(三) 稳健性检验

为了使假设 H1 的回归结果更加稳健,本文采用下面四种方法进行检验。

1. 使用 PSM 对样本进行重新匹配,并使用重新匹配后的新样本进行回归。为了消除卖空标的选择标准对回归结果的噪音,本文依据卖空标的选择标准,选择上市年龄、换手率指标、流通市值占比、股东人数指标对样本进行 1:1 近邻匹配,并使用重新匹配后的新样本进行回归,结果显示 $Short$ 与 Vio_Trend 、 Vio_Freq 的回归系数均在 1% 的水平上显著为负。

表1 变量描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Vio_Trend	18660	0.116	0.000	0.321	0.000	1.000
Vio_Freq	18660	0.172	0.000	0.565	0.000	9.000
$Short$	18660	0.269	0.000	0.443	0.000	1.000
$List$	18660	0.514	1.000	0.500	0.000	1.000
$Size$	18660	22.143	21.939	1.315	18.370	28.509
BM	18660	0.620	0.620	0.239	0.018	1.430
SOE	18660	0.375	0.000	0.484	0.000	1.000
$Indd$	18660	0.374	0.333	0.055	0.000	0.800
$Dual$	18660	0.279	0.000	0.448	0.000	1.000
DS	18660	8.635	9.000	1.702	3.000	18.000
$Big4$	18660	0.060	0.000	0.237	0.000	1.000
MOS	18660	0.811	1.000	0.391	0.000	1.000
OS	18660	35.863	34.020	14.969	2.197	89.990
$Institution$	18660	44.502	47.265	25.167	0.000	101.140

2. 改变回归模型,采用面板 logit 和面板 poisson 进行回归。新采用的模型如下所示:

$$Violation = \alpha + \beta_1 Short + \eta Controls + Year + Industry + \varepsilon \quad (2)$$

回归结果显示,Short 与 Vio_Trend、Vio_Freq 分别在 1%、5% 水平上显著负相关。

3. 重新选取信息披露违规的衡量指标,选取信息披露违规处罚方式(Penalize)来衡量模型(1)中的被解释变量 Violation。具体地,如果样本企业当年没有发生信息披露违规行为,那么 Penalize 等于 0;如果样本企业当年发生了信息披露违规行为且处罚方式为其他,那么 Penalize 等于 1;如果样本企业当年发生了信息披露违规行为且处罚方式为批评或谴责,那么 Penalize 等于 2;如果样本企业当年发生了信息披露违规行为且被施以警告、罚款或没收非法所得三种处罚中的任意一种处罚,Penalize 等于 3;如果样本企业当年发生了信息披露违规行为且受到了多次惩罚或多种处罚方式,按照最严重的一次处罚对 Penalize 进行赋值,比如某样本企业 2010 年发生了两次信息披露违规行为,一次被批评,一次被罚款,那么 Penalize 应该赋值为 3。回归结果显示 Short 与 Penalize 在 10% 水平上显著负相关。

4. 重新选取融券卖空(Short)的衡量指标,选取融券卖出量与流通股数的百分比(Shortsell)来衡量上文模型(1)中的解释变量 Short,结果显示 Shortsell 与 Vio_Trend、Vio_Freq 的回归系数均在 1% 水平上显著为负。

以上稳健性检验结果,限于篇幅未在此报告,读者如有需要,可与作者联系。

表 2 融券卖空与信息披露违规之间的关系

变量	(1) Vio_Trend	(2) Vio_Trend	(3) Vio_Freq	(4) Vio_Freq
Short	-0.209*** (-2.969)	-0.192** (-2.486)	-0.167** (-2.299)	-0.169** (-2.163)
List	-0.004 (-0.063)	0.021 (0.325)	-0.007 (-0.106)	0.003 (0.046)
Size		0.092*** (2.645)		0.088** (2.386)
BM		-0.028 (-0.182)		0.019 (0.118)
SOE		-0.350*** (-5.413)		-0.251*** (-3.813)
Indd		0.381 (0.732)		-0.030 (-0.058)
Dual		0.006 (0.116)		-0.010 (-0.175)
DS		-0.012 (-0.661)		-0.020 (-1.138)
Big4		-0.331** (-2.558)		-0.231* (-1.728)
MOS		-0.123* (-1.749)		-0.200*** (-2.819)
OS		-0.014*** (-7.212)		-0.014*** (-7.454)
Institution		-0.005*** (-3.575)		-0.004*** (-3.119)
常数项	-3.020*** (-8.395)	-4.100*** (-5.101)	-2.661*** (-7.164)	-3.427*** (-4.123)
行业/年份	控制	控制	控制	控制
样本量	18481	18480	18661	18660
Wald chi2	229.66	412.52	41346.46	36161.26
Prob > Chi2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
L-likelihood	-6566.7169	-6479.0228	-9501.1208	-9378.3958

注:括号内为回归系数的 t 值;***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。下同。

五、影响机制检验

根据前文理论分析,内部控制质量、大股东掏空动机及代理成本是融券卖空影响信息披露违规的三条路径,同时内控质量还具有调节效应,影响融券卖空对信息披露违规的治理效果。本文通过中介效应模型的三步回归法来验证研究假设 H2a、H3、H4。由于前文已经列示了第一步实证结果,即融券卖空与信息披露违规倾向及违规次数有着显著的负相关关系,因此本文以下只列示中介效应模型的第二步及第三步实证结果,并通过融券卖空(Short)和内部控制质量(IC)的交叉项 Short × IC 及对内控质量进行分组的方式来验证假说 H2b。

(一) 基于内控质量的影响机制检验

1. 中介效应检验

前文理论分析表明融券卖空通过提升企业内部控制质量进而减少信息披露违规行为的发生。为了验证此假设,本文使用内部控制信息披露指数(IC)来度量企业的内制建设水平:IC数值越大,内控质量越高。表3列示了内控质量的中介效应检验结果。从表3的列(1)可以看出,Short与IC在1%的水平上显著正相关,从表3的列(2)和列(3)可以看出,IC与Vio_Trend、Vio_Freq的回归系数分别为-0.031、-0.038,并都通过了1%显著的显著性水平检验,表明融券卖空能够通过提升企业内部控制质量进而降低信息披露违规倾向及违规次数。

2. 调节效应检验

本文通过融券卖空(Short)和内部控制质量(IC)的交叉项Short×IC来比较不同的内控建设水平下融券卖空对信息披露违规的治理效果是否存在显著差异,具体结果见表4。从表4的列(1)和列(2)可以看到,交叉项Short×IC与Vio_Trend、Vio_Freq均在1%水平上显著负相关,说明融券卖空对信息披露违规的抑制作用的确受到内控质量的影响。进一步地,本文对内控质量按照均值进行分组,表4列(3)至列(6)显示了在高内控质量组和低内控质量组中融券卖空与信息披露违规之间负相关关系的显著性差别。从表4的列(3)至列(6)可以看到,在低内控质量组中,Short对Vio_Trend和Vio_Freq的影响都不显著,而在高内控质量组中,Short与Vio_Trend和Vio_Freq的回归系数均在5%水平上显著为负。这说明在内控质量较高的公司,融券卖空能够显著降低信息披露违规倾向和违规次数,而在内控质量较低的公司,融券机制作为一种互补的治理机制,发挥的治理作用有限。

表3 影响机制检验一:内部控制质量的中介作用

变量	(1) IC	(2) Vio_Trend	(3) Vio_Freq
Short	0.718 *** (5.841)	-0.187 ** (-2.414)	-0.168 ** (-2.146)
List		0.035 (0.543)	0.016 (0.236)
IC		-0.031 *** (-7.900)	-0.038 *** (-9.600)
常数项	18.241 *** (12.753)	-3.652 *** (-4.490)	-3.020 *** (-3.622)
控制变量	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
样本量	18600	18417	18600
Wald chi2		460.52	39455.60
Prob > Chi2		0.0000	0.0000
L-likelihood		-6402.6942	-9205.5525

表4 影响机制检验一:内部控制质量的调节作用

变量	全样本		高内控质量组		低内控质量组	
	(1) Vio_Trend	(2) Vio_Freq	(3) Vio_Trend	(4) Vio_Freq	(5) Vio_Trend	(6) Vio_Freq
Short	-0.185 ** (-2.402)	-0.185 ** (-2.385)	-0.216 ** (-2.014)	-0.236 ** (-2.177)	-0.155 (-1.366)	-0.116 (-1.032)
List	0.039 (0.599)	0.020 (0.298)	0.122 (1.293)	0.116 (1.116)	-0.023 (-0.254)	-0.061 (-0.677)
IC	-0.033 *** (-8.451)	-0.040 *** (-10.110)	-0.216 ** (-2.014)	-0.236 ** (-2.177)	-0.155 (-1.366)	-0.116 (-1.032)
Shor×IC	-0.030 *** (-3.596)	-0.028 *** (-3.326)				
常数项	-3.575 *** (-4.394)	-2.943 *** (-3.536)	-3.542 *** (-3.294)	-2.918 *** (-2.619)	-6.732 *** (-4.475)	-6.089 *** (-4.047)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	18417	18600	10875	10994	7457	7606
Wald chi2	465.12	38096.69	272.69	24842.61	240.74	42459.22
Prob > Chi2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
L-likelihood	-6396.5329	-9195.4138	-3397.9188	-4750.8169	-2924.4128	-4363.1181

(二) 基于大股东掏空的路径检验

前文理论分析表明融券卖空通过约束大股东“掏空”行为进而减少信息披露违规行为的发生。为

了验证此假说,本文将年度关联交易总和/期初总资产(*djPrt*)作为大股东“掏空”的度量指标:*djPrt*数值越高,大股东掏空现象越严重。表5列示了大股东掏空的中介效应检验结果。从表5的列(1)可以看出,*Short*与*djPrt*回归系数为-0.116且通过了1%显著的显著性水平检验,从表5的列(2)和(3)可以看出,*djPrt*与*Vio_Trend*、*Vio_Freq*的回归系数分别为0.230和0.191,且都通过了1%显著的显著性水平检验,表明融券卖空能够通过约束大股东掏空行为进而降低信息披露违规倾向及违规次数,支持了假设H3。

(三) 基于代理成本的路径检验

前文理论分析表明融券卖空通过降低代理成本进而减少信息披露违规行为的发生。为了验证此假说,本文采用总资产周转率(*Agencycost*)衡量代理成本:*Agencycost*数值越高,代理成本越低。表6列示了代理成本的中介效应检验结果。从表6的列(1)可以看出,*Short*与*Agencycost*的回归系数为0.026,并通过1%显著的显著性水平检验,从表6的列(2)和列(3)可以看出,*Agencycost*与*Vio_Trend*、*Vio_Freq*分别在10%和1%的水平上显著负相关,表明融券卖空能够通过降低代理成本进而降低信息披露违规倾向及违规次数,支持了假设H4。

六、进一步分析:互补效应抑或替代效应

前文实证结果表明,融券卖空能够有效减少信息披露违规行为的发生。除此之外,其他内外治理机制也会对企业的信息披露违规行为发挥显著的治理作用。为了探讨融券卖空与机构投资者、外部审计在信息披露违规治理上的关系,即相互替代或互补,本文分别对这两种外部治理机制的治理水平进行分组,检验融券卖空与信息披露违规之间负相关关系的显著性差别。如果融券卖空在机构投资者、外部审计治理能力较强组与信息披露违规之间的负相关关系更显著,那么说明融券卖空与机构投资者、外部审计之间存在互补关系,反之,则存在替代关系。

(一) 基于机构投资者治理水平的分组检验

机构投资者拥有强大的资本实力、宽广的信息采集渠道以及出色的信息分析能力,因而常被视为有效且重要的外部治理机制。为探究融券卖空与机构投资者在信息披露违规治理上的关系,本文按照机构投资者持股比例的中位数将样本分为高持股组和低持股组。表7列示了在不同持股水平组别中融券卖空与信息披露违规之间负相关关系的显著性差别。从表7可以看出,*Short*与*Vio_Trend*、*Vio_Freq*的回归系数仅在高持股组显著为负,表明较高的机构投资者治理水平有利于发挥融券卖空对信披违规的治理效应,说明融券卖空与机构投资者之间存在互补关系。

(三) 基于外部审计治理水平的分组检验

外部审计能够有效约束内部人的自利主义行为,因此外部审计也常被视为有效且重要的外部治理

表5 影响机制检验二:大股东掏空的中介效应

变量	(1) <i>djPrt</i>	(2) <i>Vio_Trend</i>	(3) <i>Vio_Freq</i>
<i>Short</i>	-0.116 *** (-9.759)	-0.139 * (-1.792)	-0.130 * (-1.653)
<i>List</i>		0.040 (0.611)	0.021 (0.313)
<i>djPrt</i>		0.230 *** (6.030)	0.191 *** (4.555)
常数项	-1.148 *** (-8.797)	-2.062 ** (-2.422)	-1.736 ** (-1.986)
控制变量	控制	控制	控制
样本量	17316	17139	17316
Wald chi2		443.96	58718.41
Prob > Chi2		0.0000	0.0000
L-likelihood		-6179.9193	-8966.546

表6 影响机制检验三:代理成本的中介效应

变量	(1) <i>Agencycost</i>	(2) <i>Vio_Trend</i>	(3) <i>Vio_Freq</i>
<i>Short</i>	0.026 *** (3.182)	-0.175 ** (-2.256)	-0.166 ** (-2.105)
<i>List</i>		0.043 (0.650)	0.021 (0.313)
<i>Agencycost</i>		-0.114 * (-1.693)	-0.252 *** (-3.681)
常数项	0.771 *** (9.097)	-2.437 *** (-2.872)	-2.086 ** (-2.384)
控制变量	控制	控制	控制
样本量	17330	17152	17329
Wald chi2		411.21	58973.98
Prob > Chi2		0.0000	0.0000
L-likelihood		-6196.3304	-8975.5768

机制。为探究融券卖空与外部审计在信息披露违规治理上的关系,本文采用年度审计费用来衡量外部审计监督力量的强弱,并按照审计费用的中位数将样本分成高费用组和低费用组。表8列示了在高费用组和低费用组中,融券卖空与信息披露违规之间负相关关系的显著性差别。从表8可以看出,Short与Vio_Trend、Vio_Freq的回归系数仅在高费用组显著为负,表明较强的外部审计监督力量有利于发挥融券卖空对信披违规的治理效应,说明融券卖空与外部审计之间存在互补关系。

七、结论性评述

本文以2010年中国资本市场推出融券政策这一重大事件为研究背景,以2010年至2019年的A股上市公司为研究样本,构造多时点DID模型,检验融券卖空对信息披露违规的影响及其作用机制。本文主要结论如下:第一,融券卖空能够有效减少信息披露违规行为的发生,具有较好的公司治理效应;第二,融券卖空对信息披露违规的抑制作用通过三条途径实现,即提高内控质量、降低大股东掏空动机和降低代理成本;第三,融券卖空与内部控制制度、机构投资者以及外部审计之间存在互补关系。

本文启示如下:首先,既然融券卖空能够显著降低信息披露违规倾向以及违规次数,具有较好的公司治理效应,那么我国资本市场可以根据实际情况适当降低卖空标的选择标准,允许更多符合条件的上市公司能够被投资者融券卖空。同时,还可以根据实际情况适当降低投资者融券所需支付的费用率,降低投资者的进入门槛,简化卖空交易的流程,进而提高投资者参与融券交易的积极性,充分发挥融券卖空的公司治理作用。其次,由于融券卖空与内部控制制度、机构投资者以及外部审计之间存在互补效应,因而在完善内部控制制度的基础上,应该引入融券卖空,同时加强其他外部监督力量,从而共同发挥外部治理与内部治理机制对企业信息披露违规行为的抑制作用。

参考文献:

[1] Bar-Gill O, Bebchuk L A. Misreporting corporate performance[R]. Working Paper, 2002.
 [2] Dechow P M, Ge W, Larson C R, et al. Predicting material accounting misstatements[J]. Contemporary Accounting Research, 2011, 28(1): 17-82.
 [3] Froot K, Kang N, Ozik G, et al. What do measures of real-time corporate sales say about earnings surprises and post-announcement returns? [J]. Journal of Financial Economics, 2017, 125(1): 490-515.
 [4] 祁怀锦, 于瑶, 刘艳霞. 混合股权制衡度与真实盈余管理行为[J]. 审计与经济研究, 2020(5): 63-74.
 [5] 朱杰. 独立董事薪酬激励与上市公司信息披露违规[J]. 审计与经济研究, 2020(2): 77-86.
 [6] Fich E M, Shivdasani A. Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86

表7 不同机构投资者治理水平下的回归结果

变量	高持股组		低持股组	
	(1) Vio_Trend	(2) Vio_Freq	(3) Vio_Trend	(4) Vio_Freq
Short	-0.280** (-2.443)	-0.193* (-1.685)	-0.058 (-0.551)	-0.119 (-1.141)
List	-0.042 (-0.426)	-0.092 (-0.952)	0.053 (0.578)	0.055 (0.579)
常数项	-2.743** (-2.114)	-2.676** (-2.094)	-2.920** (-2.374)	-2.724** (-2.121)
控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	8459	8665	8559	8664
Wald chi2	280.54	43350.71	191.06	26984.83
Prob > Chi2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
L-likelihood	-2666.2332	-3749.3314	-3449.7994	-5616.2596

表8 不同外部审计治理水平下的回归结果

变量	高费用组		低费用组	
	(1) Vio_Trend	(2) Vio_Freq	(3) Vio_Trend	(4) Vio_Freq
Short	-0.259*** (-2.592)	-0.211** (-2.151)	-0.078 (-0.602)	-0.072 (-0.572)
List	0.012 (0.122)	-0.010 (-0.103)	0.010 (0.109)	-0.002 (-0.023)
常数项	-2.431** (-2.093)	-1.922** (-2.109)	-4.784*** (-3.377)	-3.911*** (-2.672)
控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	8883	9191	8967	9123
Wald chi2	341.04	55728.67	246.05	28992.37
Prob > Chi2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
L-likelihood	-3153.0966	-4588.8034	-3105.7171	-4410.865

- (2):306—336.
- [7]张婷婷,李延喜,曾伟强. 媒体关注下上市公司盈余管理行为的差异研究——一种治理盈余管理的新途径[J]. 管理评论,2018(2):25—41.
- [8]刘欢,李志生,孔东民. 机构持股与上市公司信息披露质量——基于主动型和被动型基金影响差异的视角[J]. 系统工程理论与实践,2020(6):1520—1532.
- [9]柳光强,王迪. 政府会计监督如何影响盈余管理——基于财政部会计信息质量随机检查的准自然实验[J]. 管理世界,2021(5):157—169.
- [10]刘柏,据涛. “事前震慑”与“事后纠偏”:分析师关注对财务错报和重述的跨期监管研究[J]. 南开管理评论,2021(1):50—61.
- [11]Miller E M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion[J]. Journal of Finance, 1977,32(4):1151—1168.
- [12]Chang E C, Luo Y, Ren J. Short-selling, margin-trading, and price efficiency: Evidence from the Chinese market[J]. Journal of Banking & Finance, 2014, 48(Nov.):411—424.
- [13]Fang V W, Huang A H, Karpoff J M. Short selling and earnings management: A controlled experiment[J]. Journal of Finance, 2016(3):1251—1294.
- [14]陈晖丽,刘峰. 融资融券的治理效应研究——基于公司盈余管理的视角[J]. 会计研究,2014(9):45—52.
- [15]顾乃康,周艳利. 卖空的事前威慑、公司治理与企业融资行为——基于融资融券制度的准自然实验检验[J]. 管理世界,2017(2):120—134.
- [16]段然,蔡花艳. 融券卖空具有治理作用吗?——基于内控质量的经验证据[J]. 审计与经济研究,2021(2):41—51.
- [17]黄俊威. 融资融券制度与公司内部人减持——一种市场化治理机制的探索[J]. 管理世界,2020(11):143—167.
- [18]孟庆斌,邹洋,侯德帅. 卖空机制能抑制上市公司违规吗[J]. 经济研究,2019(6):89—105.
- [19]侯青川,靳庆鲁,苏玲,等. 放松卖空管制与大股东“掏空”[J]. 经济学(季刊),2017(3):1143—1172.
- [20]李春涛,刘贝贝,周鹏. 卖空与信息披露:融券准自然实验的证据[J]. 金融研究,2017(9):130—145.
- [21]褚剑,方军雄. 卖空约束放松与内部控制质量改善——基于中国融资融券制度的证据[J]. 财贸研究,2020(2):68—79.
- [22]李志生,李好,马伟力. 融资融券交易的信息治理效应[J]. 经济研究,2017(11):150—164.
- [23]刘启亮,罗乐,张雅曼. 高管集权、内部控制与会计信息质量[J]. 南开管理评论,2013(1):15—23.
- [24]叶建芳,李丹蒙,章斌颖. 内部控制缺陷及其修正对盈余管理的影响[J]. 审计研究,2012(6):50—70.
- [25]李文洲,冉茂盛,黄俊. 大股东掏空视角下的薪酬激励与盈余管理[J]. 管理科学,2014(6):27—39.
- [26]罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. 金融研究,2012(10):153—166.
- [27]罗炜,朱春艳. 代理成本与公司自愿性披露[J]. 经济研究,2010(10):143—155.

[责任编辑:黄 燕]

Short Selling of Securities Loan and Violations of Information Disclosure: Evidence from A Quasi-natural Experiment

HUANG Shunwu, LI Xue

(School of Economics, Hefei University of Technology, Hefei 230601, China)

Abstract: From the perspective of China's capital market securities loan policy launched in 2010, this paper empirically discusses the relationship between short selling of securities loan and information disclosure violations of listed companies. The research finds that short selling reduces the tendency and frequency of information disclosure violations of listed companies, indicating that short selling has a good corporate governance effect. The mechanism test shows that short selling reduces the tendency and frequency of information disclosure violations of listed companies by improving the quality of internal control of enterprises, reducing the motivation of major shareholders “tunneling” and reducing agency costs. Further research shows that short selling has a significant restraining effect on listed companies' information disclosure violations only in groups with a higher proportion of institutional investors and a higher external audit fees, indicating that short selling has complementary effects with institutional investors and external audit.

Key Words: short selling of securities loan; information disclosure violation; corporate governance; agency cost; registration system; audit; internal control quality