

卖空机制具有治理作用吗？

——基于内控质量的经验证据

段 然¹, 蔡花艳²

(1. 暨南大学 管理学院, 广东 广州 510632; 2. 广州华商学院 会计学院, 广东 广州 511300)

[摘要]以 2014 年至 2018 年我国 A 股上市公司为样本, 以解除卖空限制这一事件为研究情境, 系统考察了卖空制度执行对企业内控质量的影响。研究发现, 解除卖空限制显著促进了企业内部控制水平的提高, 并且在资本市场外部监督机制较宽松的情况下, 卖空机制对企业内部控制质量的促进作用更加明显。内控质量改善动因分析表明低质量内控行为引起卖空势力的聚集, 导致企业面临较大的卖空压力。卖空压力的存在是企业完善内控体系、提升内控质量的重要动因。经济后果分析表明解除卖空限制以内控质量改善为途径, 促进了企业财务报表真实可靠、经营效率效果及合法合规等内控目标的实现。研究结果提供了卖空机制与内控质量间因果关系的经验证据, 对于理解资本市场监督机制对企业内控制度影响的经济后果具有重要意义。

[关键词]解除卖空限制; 内部控制质量; 卖空压力; 财务报表信息质量; 公司治理; 盈余管理

[中图分类号]F239.43 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2021)02-0041-11

一、引言

“卖空”(融券交易)是指这样一种交易行为:投资者向具有融券业务的证券公司提供担保物借入证券并卖出,在约定到期日,投资者需要在资本市场上买入标的公司股票,并按照约定的价格偿还给证券公司。在该过程中,投资者与证券公司约定卖出价格越高,到期日公司股票价格越低,投资者获利越多,投资者就越有动力挖掘标的公司负面信息,打压公司股价。我国证券市场自 2010 年 3 月 31 日起开始试点融资融券业务,标志着中国解除卖空约束限制的正式启动。截至 2018 年末,已有超过 900 家上市公司能够参与卖空交易,参与卖空交易的上市公司数量比例达到 30% 左右,由此可见卖空机制在我国资本市场上发挥着越来越重要的作用。然而卖空行为饱受争议,部分学者将卖空行为视为外部监管机制。研究发现当受到卖空威胁时,管理者会进行更少的盈余管理^[1],从事更少的机会主义行为^[2],并主动缓解其与股东之间的代理冲突^[3]。因此,Karpoff 和 Lou 认为卖空机制降低了企业管理者与投资者之间的信息不对称,提高了股票价格的盈余信息含量,促进了资本市场定价效率的提升^[4]。当然也有学者认为卖空并不能起到监管作用,例如 Liu 和 Wu 认为卖空是一种投机行为,卖空者并不总是按照公司的基本面信息进行交易^[5],他们往往依靠流言传播以及信息泄露^[6-8]等方式从中获利。因此卖空机制是否能够约束管理者行为且促进企业公司治理程度的提升,是一个需要进一步探讨的问题。

另外,内部控制是确保企业财务报告信息质量真实可靠的重要机制,企业内部控制质量以及内部控制缺陷披露情况一直都是投资者重点关注的信息。公司管理层与资本市场投资者在内部控制信息披露事项上的互动关系也是学术界重点关注的问题。该问题分为两个方面:其一是内控质量如何影响投资者行为,即投资者面对内部控制信息披露会如何反应。已有研究大多从资本成本以及股票回报率变化等角度对该问题进行了深入的讨论^[9-11]。其二是资本市场投资者如何影响企业内部控制质量,即资本市场监督机制是否能够约束管理者行为,促进企业内部控制质量的提升。由于缺乏恰当的研究情景,该方面的问题一直未能得到充分探究。例如 Cassar 和 Joseph 研究了投资者对基金公司内控质量的影响,发现对冲基金公司内控质量更好,卖空基金公司内控质量更差^[12],但是该结论是否适用于上市公司则需进一步讨论。所以,资本市场监督机制如何影响企业内控质量,同样需要深究。卖空机制的存在为检验卖空机制的治理效应以及资本市场如何影响企业内控质量等问题提供了良好的研究情境。

[收稿日期]2020-01-01

[作者简介]段然(1991—),男,湖北枣阳人,暨南大学管理学院博士研究生,从事内部控制研究,E-mail:dr42@stu2017.jnu.edu.cn;蔡花艳(1994—),女,通讯作者,湖南娄底人,广州华商学院会计学院教师,从事资本市场与上市公司研究。

基于以上研究背景,本文以2014年至2018年间我国A股上市公司数据为样本,以解除卖空限制这一事件为情境,系统考察了卖空机制对企业内控质量的影响。相比已有文献,本文可能有以下几方面的贡献:第一,在卖空机制的经济后果方面,已有文献重点关注了卖空机制对盈余质量、管理者行为以及代理成本等的影响。然而无论是盈余质量还是代理成本,都只从一个方面对企业的公司治理程度进行了度量。内部控制是为企业的合法合规、资产安全、财务报告真实可靠、经营效率与效果、发展战略实现等内控目标提供合理保障的底层机制^[13],相比于盈余质量以及代理成本等变量,内部控制更具有根本性以及重要性。因此,以内控质量为视角对卖空机制的经济后果进行分析,有助于从根本上对卖空机制的治理作用进行检验。第二,已有关于资本市场与企业内控质量的文章重点关注了内控质量对股票回报率以及资本成本的影响^[9-11],较少关注资本市场对企业内控制度变化的反向作用。本文探究卖空机制这一外部监督机制对企业内控质量的影响,对于理解企业管理者与资本市场投资者在内部控制信息披露事项上的互动关系具有一定的现实意义。第三,本文从影响动因以及经济后果等方面对卖空机制与内控质量之间的关系进行了深入的分析,在内控缺陷披露、卖空机制以及企业管理者内部控制行为三者之间构建了有机联系,形成了对于卖空机制如何影响企业内控质量的完整认识,相比已有文献研究内容更深入,研究结论更加深刻。

二、文献回顾

(一)卖空与管理者行为

因为卖空投资者能从股票下跌过程中获利,所以卖空投资者有动力发掘公司的负面信息,从而在负面盈余、IPO抑价、分析师评价降级、商业评级下调以及财务报表错报^[14-19]等公司负面信息披露前进行卖空操作。针对该现象,当前文献给予了两种解释。

其一,部分学者认为该种现象的存在意味着卖空投资者善于分析市场公开信息,能够在内控缺陷等负面信息公开之前进行交易^[20-22],因此卖空交易促进了负面信息在资本市场上的公开,对公司管理者的行为起到了一定的治理作用。例如Li和Zhang发现上市公司管理者为了应对卖空威胁,避免被卖空,会主动进行盈余预测披露,并降低文本复杂度,提高财务信息的文本可读性^[1]。Massa等发现,出于对股票被做空的恐惧,公司管理者会进行更少的盈余管理^[2]。Fang等研究表明卖空压力会导致公司管理者的舞弊行为减少,也使得公司股价所包含的盈余信息更多^[3]。此外,卖空机制的治理作用也体现为其对审计师行为的影响。例如Cassell等以及Hope等研究发现卖空威胁的存在会导致外部审计师对公司进行更加严格的审计,从而引起审计费用的增加^[23],并促进了审计质量的提升。

其二,也有学者将卖空视为一种投机行为,认为卖空投资者并不会对高管行为产生直接的治理作用,他们只是利用其信息特长进行投机交易。例如Khan与Choi等研究发现卖空投资者交易时间往往早于其他投资者,并且在企业财务会计信息系统较弱的情况下,卖空交易发生频率更高,这表明卖空投资者会利用公司内部信息的泄露进行交易,并从中获利^[24-25]。Bommel发现卖空投资者利用资本市场中的流言获利^[7],Darrough发现卖空投资者利用资本市场对负面情绪的感知进行交易^[8]。甚至有学者发现卖空机制导致企业内控质量的下降,例如Cassar等研究发现,卖空基金公司为了对其投资信息进行保密而采取较差的内部控制制度^[12]。以上文献表明卖空交易具有一定的投机性质,其存在并不总是能够对公司管理者行为起到有效的约束作用,反而会造成资本市场的不稳定。

(二)内部控制影响因素相关研究

关于内部控制的研究由来已久,已有文献从企业内部与外部两个角度对企业内部控制质量的影响因素进行了讨论。从企业内部来看,早期研究发现企业内部控制质量受到企业规模、业务复杂度、公司治理等因素的影响。规模越小、业务越复杂、扩张速度越快的企业内部控制质量越差^[26-27];规模越大、财务状况越好、治理状况越好的企业,内控缺陷出现概率越低^[28-30]。后续的研究则关注了管理者、员工以及审计委员会等因素对企业内部控制质量的影响。其中管理者对待内部控制态度越积极,为员工提供的内部控制指引越清晰,企业内部控制质量越好^[31-32]。员工受教育程度越高,与管理层的互信程度越高,其参与内部控制活动越积极,内部控制系统建设水平越高^[33-34]。审计委员会专业性与独立性越强,其监督作用越明显,对企业内部控制质量的促进与改善作用也越显著^[35-36]。

从企业外部来看,内部控制质量主要受到外部审计质量、地区法制环境以及宏观政策变化等因素的影响。在外部审计方面,已有研究发现外部审计师监督作用的发挥也会受其专业性与独立性的影响。外部审计师法律与会计经验越丰富,其内部控制审计质量越好,内控缺陷识别效率越高^[37-38]。外部审计师受到管理层干预越少,审计程序独立性越强,内部控制审计质量越高。例如,Lennox等发现审计师定期轮换制度的实施能够缓解管理层对审计师的影响,促进审计质量以及内控缺陷认定效率效果的提升^[39-41]。在地区环境方面,企业所在地区投资者保护意识更强,法制环境更好,企业内部控制质量也更高^[42-43]。在宏观政策方面,外部政策监管越严格,企业内部控制建设质量越好。例如受到SOX法案影响的企业,内控质量出现了显著的上升^[44-45];受到SOX豁免政策影响的企业,内控质量出现了明显的下降^[46]。

除上述研究以外,也有学者关注了资本市场监督机制对内控质量的影响。例如Singer发现卖空势力会在企业内控缺陷披露之前聚集,给企业造成卖空压力^[22]。Chen发现卖空机制的存在有效改善了企业内部控制质量^[47],该研究主要讨论了2010年至2012年这一期间内,卖空机制对企业内部控制质量的影响。该期间属于我国企业内部控制制度的变革期,包括《企业内部控制基本规范》以及《企业内部控制基本指引》等在内的重要政策文件均在该时期内颁布并执行。因此该研究主要聚焦内部控制变革期卖空机制对内控质量的影响。那么,当我国内部控制制度基本稳定以后,以卖空机制为代表的资本市场监督机制对企业内控质量会有何影响,仍然是一个需要讨论的问题。

综上所述,国外关于卖空机制的一系列文献存在两种截然对立的观点:第一种观点将卖空视为一种外部监督机制,该机制的存在能够对管理者的行为产生约束作用,促进公司治理水平的提升;第二种观点则认为卖空是一种投机手段,并不会产生治理作用。所以卖空是否能够发挥监督治理作用,仍然是一个有待探讨的话题。另外,关于内部控制的研究,已有文献大多从公司层面对其影响因素进行了讨论,较少关注资本市场对企业内部控制行为的影响。虽然有少数学者对卖空机制与内部控制之间的关系进行了讨论,但是研究结论仍然不确定,存在进一步挖掘的空间。因此本文以内部控制为切入点,对卖空机制的外部治理作用进行了研究,可以进一步丰富与此相关的文献。

三、研究假设

(一) 卖空机制对内控质量的正面影响

在卖空受限的情况下,投资者只能以“用脚投票”的方式来应对公司的负面信息。投资者固然能够通过搜集公司负面信息来避免损失,但是却无法从中获利。卖空机制的存在则为投资者提供了一个潜在的获利机会。若投资者能够提前收集到公司的负面信息,对股票下跌进行准确预测,那么其就能以先借入后偿还的方式获利。例如某投资者向券商借入一只股票,并以10元的价格在市场卖出,在约定到期日偿还给券商。在到期日,如果公司的股票价格下跌到5元,那么投资者便可在到期日以5元购入股票偿还券商,投资者便获利5元。反之,若到期日股票价格高于10元,卖空投资者就会遭受损失。在此过程中,企业负面信息披露越多,股价受到打压越大、投资者获利越多。因此,在卖空机制下,投资者有动机分析企业负面信息,并通过卖空机制从中获利。

内控缺陷或者低质量的内控行为意味着公司在内部管理中存在低质量盈余、高管舞弊以及运营效率低下等潜在的问题。在卖空机制缺失的情况下,面对内控缺陷披露等低质量内控行为,投资者只能采用抛售的方式进行应对,投资者主动分析企业财务行为,寻找企业潜在在内控缺陷的动机较弱。卖空机制下,如果投资者能先于其他投资者发现公司潜在的内控缺陷,那么就能在内控缺陷披露之前对公司股票进行卖空,并以此牟利。所以投资者更有动力对企业的经营行为及财务报告进行更加细致的审查。其结果就是内控缺陷被投资者发现的概率更大,甚至在披露之前就可能被投资者所识别^[24]。同时,被卖空的公司则会遭受股价下跌、更加严格的外部监管以及高管强制离职等负面经济后果。

由此,卖空机制便具有了一定的监督作用。面对卖空压力,管理者可能会从以下几个方面对企业财务行为进行改善:第一,由于管理者的舞弊以及不合规的经营方式更容易被投资者所发现,所以管理者的行为会更加谨慎,其会对自身以及员工进行更加严格的要求,避免出现由于经营不合规所导致的卖空风险;第二,管理层也会进行更少的盈余管理,并对企业经营信息进行更加充分以及全面的披露,避免投资者因为不信任公司管理层,不了解公司的经营状况而对公司股票进行做空,给公司造成损失;第三,在卖空机制下,投资者也会对企业的经营

业绩提出更高的要求,即使企业没有发生违规行为,经营绩效不好同样有可能会被卖空。所以在卖空压力下,企业管理者也会投入更多的时间与精力对企业的经营管理活动进行优化,促进经营效率与效果的提升。

为了实现上述目标,避免被卖空导致的不利影响,企业管理层可能会进行两方面的努力。其一,管理层会投入更多的资源进行内控体系建设,通过对管理者自身以及员工进行更加严格的约束来促进整体内控质量的提升,促进财报真实可靠、经营合规性以及经营效率效果的提升。第二,管理者也可能借助外部审计师的力量来促进企业内控质量的提升。例如 Cassell 与 Hope 发现当企业受到卖空压力威胁时,管理层会聘请更好的审计师,支付更多的审计费用^[23],以应对卖空风险。同时,审计师也会付出更多的努力对公司的财务报告以及内部控制系统进行审查,帮助公司发现财务报告以及内部控制系统中存在的漏洞,在客观上促进了企业内控质量提升。由此,本文提出假设 H_{1a}。

H_{1a}:解除卖空限制能够在一定程度上促进企业内控质量的提升。

(二)卖空机制对内控质量的负面影响

从反面考虑,卖空机制也有可能对企业内控质量无影响,甚至是产生负面影响。首先,已有研究表明投资者并不总是按照股票的基本面信息进行交易,卖空投资者有可能仅仅是利用谣言或者是投资者对股票的负面印象进行交易。例如,美国资本市场广泛流传着关于中国上市公司腐败的谣言,这些谣言可能使得合法合规的中国上市公司被卖空。其次,我国资本市场本身不够健全,卖空投资者的交易行为可能会有更多的投机成分,并且这种投机行为本身也可能被资本市场放大。长久以来,中国资本市场一直被认为是受到投机者操纵的“赌场”,投机行为广泛存在,投资者交易行为与公司基本面信息间的关联性不大等现象普遍存在。再次,公司管理者也有可能对内控缺陷或低质量内控行为进行隐藏,以此来应对潜在的卖空风险。例如 Srinivasan 发现,来自法制环境较差地区的上市公司,其内控缺陷披露与财务报表重述之间的关系不显著,这表明公司对内控缺陷进行了隐藏^[43]。董卉娜发现,部分上市公司虽然存在重大缺陷迹象,但是公司的内部控制评价报告并未对内控缺陷进行如实充分地反映。这些公司要么隐藏缺陷,要么将重大缺陷认定为非重大缺陷。所以,在资本市场不够成熟的情况下,上市公司也可能以隐藏内控缺陷的方式来应对卖空压力^[48]。最后,管理者也有可能出于防止信息泄露的目的而执行更差的内控制度^[12]。由此,本文提出如下的对立假设 H_{1b}。

H_{1b}:解除卖空限制会在一定程度上降低企业内控质量。

四、研究设计与描述性统计

(一)样本与数据

我国资本市场自 2010 年 3 月起逐步解除对卖空交易的限制,允许符合条件的投资者和上市公司进行融券交易。截至目前,融券试点公司进行了试点调整,试点公司由最初的 90 多家上升至 900 多家。因此我国卖空交易的数据具有两个鲜明的特点:一是时间上的错层性,同一事件在不同时间多次发生;二是事件的错层性,在不同时间点,同一公司既可以是对照组,也可以是实验组。这两个特点可以有效缓解由公司层面固有差异所导致的潜在的内生性问题。因此,本文以我国解除卖空限制这一外生事件为情境,研究卖空机制对企业内控质量的影响,其中解除卖空限制相关数据均来自国泰安数据库。

另外,在 2010 年至 2014 年间,我国证监会联合财政部发布了一系列的政策文件,推动企业内部控制的建设工作,包括《企业内部控制基本规范》以及《企业内部控制配套指引》等,这些政策文件的颁布与执行极大地促进了我国上市公司内控质量的提升。为了剔除这些政策对内控质量的影响,本文将样本区间选定为 2014 年至 2018 年。同时,对于所有的公司样本,本文均进行如下处理:(1)剔除金融类上市公司样本;(2)通过描述性统计,剔除数据上存在明显异常值的样本;(3)剔除数据变量有缺失值的样本。经上述处理,本文共获得样本 14876 个,其中可卖空的公司-年度样本为 4612 个。

(二)变量与模型

本文借鉴陈胜蓝和马慧以及侯青川等的研究^[49-50],构建模型(1)所示的双重差分模型分析解除卖空对企业内部控制质量的影响:

$$IC = \alpha_0 + \alpha_i + \alpha_t + \gamma Short + \sum \beta_i Control + \varepsilon \quad (1)$$

在该模型中, IC 为反映企业内部控制质量的迪博内部控制指数。 $Short$ 为虚拟变量, 如果公司 i 在 t 年被列示在融资融券试点名单中, 那么该变量取值为 1, 否则取值为 0。 α_i 与 α_t 分别为公司个体固定效应以及时间固定效应, 其中公司固定效应(α_i) 控制了试点公司与非试点公司之间的固定差异, 时间固定效应(α_t) 控制了解除卖空限制前后由于宏观环境变化所导致的差异, $Control$ 是一组控制变量。系数 γ 反映了卖空机制对企业内控质量的影响, 若该系数显著为正, 就表明卖空机制显著促进了企业内控质量的改善。

(三) 描述性统计

在表 2 中, 本文对参与卖空交易的样本进行了分年度统计。从统计结果来看, 在我国资本市场上, 卖空机制正成为一个越来越普遍的外部治理机制。从样本占比来看, 参与卖空的样本在我国资本市场中的占比达到了三分之一, 表明平均每三家上市公司中就有一家受到了卖空机制的影响。从时间趋势上看, 从 2014 年到 2018 年, 虽然可卖空样本在上市公司中的占比略微下降, 但是可卖空样本的整体数量是上升的, 表明越来越多的公司参与到了卖空交易中, 卖空这一监督机制在资本市场上发挥着重要的作用。

在表 3 中, 本文对模型中变量进行了描述性统计。从统计结果来看, 内控质量(IC) 的均值为 570.205, 最小与最大值为 0 与 649.695, 表明样本公司在内控质量上存在较大的差异。从控制变量来看, 总资产($Size$) 均值是 22.268, 中位数为 22.061, 表明样本在规模分布上较为符合正态分布。审计质量($Big4$) 均值为 0.066, 表明有 6.6% 的上市公司聘请了四大会计事务所进行审计。产权性质(SOE) 的均值为 0.657, 表明国有企业在总样本中的占比为 0.343, 与常识相符合。总体而言, 本文控制变量在分布上较为符合其经济学含义, 具备了进行实证分析的前提。

(四) 相关性分析

为了缓解多重共线性问题, 本文对模型中的主要变量进行了相关性分析, 结果表明各变量之间的相关系数大都小于 0.5。此外, 我们还对各主要变量之间的方差膨胀因子 VIF 进行了计算, 结果表明 VIF 均值为 2.88, 远小于 5, 可以说明本文实证模型不存在明显的多重共线性问题。

(五) 单变量分析

表 4 报告了单变量分析结果。参与卖空企业 ($Short = 1$) 的内控质量均值为 633.937, 未参与卖空企业 ($Short = 0$) 的内控质量均值为 541.568, 这意味着参与卖空企业的内控质量更高。均值检验及中位数检验显示两组样本之间的内控质量存在显著差异 ($p < 0.01$)。总之, 单变量分析初步表明在企业参与卖空以后, 内控质量更好, 本文假设 H_{1a} 得到了初步的验证, 假设 H_{1b} 被否定。

表 1 模型(1)变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
公司规模	$Size$	公司规模, 公司总资产取自然对数
资产负债率	Lev	总负债/总资产
总资产报酬率	Roa	净利润/总资产
账面价值市值比	MB	托宾 Q 值
审计质量	$Big4$	如果公司的会计师事务所是四大, 取 1, 否则 0
股权集中度	$Balance$	第 2 - 10 位股东持股比例/第 1 大股东持股比例
独立董事占比	$Indp$	独立董事人数/董事会人数
董事会规模	$Board$	董事会人数取自然对数
两职合一	$Dual$	如果董事长和总经理由同一人担任, 取值为 1, 否则 0
成立年限	Age	公司成立年限取自然对数
产权性质	SOE	如果实际控制人是国有企业, 取 0, 否则 1

表 2 样本年度统计

年度	样本数量	卖空样本数量	卖空样本占比(%)
2014	2454	893	36.39
2015	2637	864	32.76
2016	2905	933	32.12
2017	3325	952	28.63
2018	3555	970	27.29
合计	14876	4612	31.00

表 3 模型(1)变量描述性统计

变量	样本量	均值	方差	最小值	中位数	最大值
IC	14876	570.205	225.722	0	649.695	933.21
$Short$	14876	0.310	0.463	0	0	1
$Size$	14876	22.268	1.464	19.029	22.061	28.482
Lev	14876	0.431	0.217	0.384	0.415	1.000
Roa	14876	0.034	0.722	-0.451	0.351	0.220
MB	14876	2.268	1.820	0.851	1.732	15.646
$Big4$	14876	0.066	0.249	0	0	1
$Opinion$	14876	0.039	0.194	0	0	1
SOE	14876	0.657	0.475	0	1	1
$Balance$	14876	0.990	0.843	0.310	0.764	4.663
$Indp$	14876	0.376	0.543	0.3	0.363	0.6
$Board$	14876	2.126	0.206	1.609	2.197	2.772
Age	14876	2.822	0.337	1.386	2.833	3.497

表 4 单变量分析

	$Short = 1$ ($N = 4612$)		$Short = 0$ ($N = 10264$)		组间差异检验	
	均值	中位数	均值	中位数	t 统计量	z 统计量
IC	633.937	663.72	541.568	644.055	23.508 ***	155.307 ***

注: *** 表示 1% 的显著性水平(双尾)。

五、基本回归结果

(一)解除卖空限制对内部控制质量的影响

表5展示了本文基本假设的回归结果。其中第1列是控制了公司个体固定效应的回归结果,第2列至第4列分别在前者基础上加入了控制变量、行业以及时间固定效应。从第1列回归结果来看,在不加入控制变量、行业以及时间固定效应的情况下,Short的回归系数显著为正。从第2列至第4列回归结果可见,在加入控制变量、行业及时间固定效应以后,Short的回归系数仍然显著为正。表5中的分析结果表明,在对影响企业内控质量的诸多因素进行控制之后,解除卖空限制显著促进了企业内控质量的提升,该现象与H_{1a}预期一致,H_{1b}被否定。

(二)稳健性检验

为了保证回归结果的可靠性,本文进行了如下稳健性检验:(1)将自变量Short替换为融资购买份额与赎回份额;(2)将回归模型替换为差分模型;(3)在回归模型中对融资交易规模进行控制;(4)考虑2015年股灾的影响,将2015年数据从样本中剔除。经过上述处理,本文主要结论依然较稳健。限于篇幅,结果未列示,留存备索。

(三)内生性检验

1. 平行趋势检验

卖空机制对企业内控质量的影响可能会受到公司层面、行业层面以及市场层面等诸多因素的影响。因此,在利用双重差分模型分析卖空机制对企业内控质量的影响时,依然可能存在遗漏变量、衡量偏误以及反向因果等内生性问题。例如,参与卖空企业本身的内控质量就更好。参考王江元和孔东民^[51]等的做法,本文通过动态DID模型来验证平行趋势假设以排除可能的内生性问题。模型如下:

$$IC = \alpha_i + \alpha_t + \beta_1 Before_3 + \beta_2 Before_2 + \beta_3 Current + \beta_4 After_1 + \beta_4 After_2 + \beta_5 After_3 + \sum \lambda_n Control + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中 α_i 为公司固定效应, α_t 为时间固定效应。 $Before_3$ 以及 $Before_2$ 分别表示解除卖空限制前3年以及前2年虚拟变量; $Current$ 表示解除卖空约束当期虚拟变量; $After_1$ 、 $After_2$ 及 $After_3$ 分别表示解除卖空约束后1年、2年及3年虚拟变量。本文使用上述时间虚拟变量替换放松卖空约束虚拟变量Short,这使得我们可以观察解除卖空约束前后期间内样本内控质量的变化。卖空约束发生前1年被确定为基准期。

模型(2)的回归结果如表6所示。 $Before_3$ 以及 $Before_2$ 在所有回归列中均不显著,即相对于解除卖空约束前一年,企业内控质量在解除卖空约束前无明显的趋势变化。而 $Current$ 及 $After_1$ 则所有回归列中均显著为正, $After_2$ 与 $After_3$ 在第2列至第4列显著为正,这说明在卖空约束解除当期以及之后,企业内控质量显著上升。由此可见,企业内控质量的上升仅仅发生在卖空约束解除事件发生之后,满足双重差分平行趋势假设,保证了结论的可靠性。

2. 进一步筛选样本及倾向得分匹配(PSM)

本文在样本构成上可能存在一定的选择性偏差问题。例如有部分公司是在2014年进入卖空标的股票名单中,而此前为非卖空标的公司,若以2014年作为开始年份则无法比较成为卖空标的前后内控质量的变化,采用DID模型回归可能存在样本选择偏差问题。为了解决该问题,本文对4612个进入卖空标的样本公司进行进一

表5 解除卖空限制对企业内控质量的影响

IC	(1)	(2)	(3)	(4)
Short	0.122 *** (4.275)	0.067 ** (2.466)	0.063 ** (2.311)	0.062 ** (2.284)
Size		0.394 *** (10.375)	0.425 *** (10.981)	0.585 *** (14.825)
Lev		0.081 *** (3.851)	0.081 *** (3.868)	0.0371 * (1.769)
Roa		0.085 *** (7.765)	0.080 *** (7.354)	0.081 *** (7.514)
MB		0.109 *** (8.111)	0.104 *** (7.651)	0.185 *** (12.499)
Big4		-0.033 (-1.383)	-0.035 (-1.489)	-0.037 (-1.574)
Opinion		-0.227 *** (-22.317)	-0.225 *** (-22.055)	-0.227 *** (-22.542)
Balance		-0.182 *** (-8.766)	-0.180 *** (-8.625)	-0.165 *** (-8.049)
Indp		0.014 (0.816)	0.014 (0.854)	0.015 (0.882)
Board		0.000 (0.007)	-0.003 (-0.117)	-0.011 (-0.507)
Age		0.335 *** (10.672)	0.337 *** (10.705)	0.709 *** (9.506)
Soe		-0.031 (-1.234)	-0.037 (-1.467)	-0.010 (-0.389)
Constant	0.122 *** (4.275)	0.067 ** (2.466)	0.063 ** (2.311)	0.062 ** (2.284)
Industry	No	No	Yes	Yes
Year	No	No	No	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes
N	14876	14876	14876	14876
Adj_R ²	0.002	0.099	0.103	0.129

注:括号中报告的是稳健t值,*、**、***分别表示回归系数在10%、5%、1%的置信水平下显著。

步筛选,对2014年及以前进入卖空标的4530个样本予以剔除,从而得到包含316个卖空标的(*Short* = 1)及10030个非卖空标的(*Short* = 0)的样本。由于控制组与对照组在样本量上差异过大,因此本文使用PSM倾向匹配得分法对两组样本进行匹配,匹配标准为模型(1)中的所有控制变量,匹配后共得到632个样本。匹配后的结果显示,在控制组与对照组之间仅有*Balance*与*Board*两个变量之间的差异分别在5%与10%水平上显著。从整体差异性情况来看,LR Chi2统计量估计值为10.45, P值为0.490。该结果意味着控制组与对照组之间的差异不显著异于0,匹配较为成功。

利用该匹配样本,本文对卖空机制与企业内控质量之间的关系进行了进一步检验。从表8的统计结果来看,在对行业、年度以及各控制变量进行控制以后,*Short*与*IC*仍然在5%水平上显著正相关,表明在对样本间的选择性偏差效应进行控制以后,卖空机制与内控质量之间的正相关效应得到了显著的增强。

六、拓展性分析

(一)异质性检验——基于资本市场监督机制的分析

卖空机制在本质上是一种外部监督机制,卖空机制与其他市场机制之间是一种互补关系。当市场其他监督机制有效时,卖空机制发挥作用的的空间就会受限。反之,如果其他资本市场监督机制失效,那么卖空机制对企业内控质量的促进作用就会更加明显。因此在表9中,本文对卖空机制与机构投资者持股(*Institution*)及股权质押(*Pledge*)等外部监督机制的交互效应进行了分析。从回归结果看,*Short*与*Institution*以及*Pledge*交互项均显著为负,表明在机构投资者持股比例越高以及企业有股权质押的情况下,卖空机制对内控质量影响更弱,这意味着卖空机制与其他监督机制间存在显著的替代效应。

(二)影响机制检验——基于内部控制五要素的分析

在上述分析中,本文重点关注了卖空机制对企业整体内控质量的影响,然而内部控制的衡量并不仅仅是一个指数,它有丰富的构成要素。卖空机制是如何发挥作用的,其对企业内部控制的影响体现在哪些内控要素上,仍是需要继续探讨的问题。因此,本文以迪博内部控制信息披露指数为对象,对卖空机制与内部控制五要素间的关系进行了进一步分析。从回归结果看,*Short*与内控环境(*Environment*)以及信息沟通(*Information*)两个变量显著正相关,这意味着企业在受到卖空压力的影响时,一方面会通过对外部环境的改善来实现内控质量的提升,另一方面也会更加注重企业内外部的信息沟通,降低由于股东与公司管理层之间由于信息不对称所导致的卖空风险。此外,表10的回归结果也显示*Short*与*Risk*显著负相关,这意味着面对卖空风险,企业也会选择减少风险相关的信息披露。该现象与Gavin和

表6 平行趋势检验结果

<i>IC</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Before₃</i>	0.051 (0.703)	-0.044 (-0.640)	-0.050 (-0.732)	0.066 (0.967)
<i>Before₂</i>	-0.059 (-0.875)	-0.067 (-1.056)	-0.066 (-1.046)	0.097 (1.543)
<i>Current</i>	0.256*** (3.034)	0.178** (2.226)	0.167** (2.095)	0.164** (2.084)
<i>After₁</i>	0.152*** (4.168)	0.171*** (4.929)	0.177*** (5.110)	0.465*** (12.179)
<i>After₂</i>	0.097 (1.500)	0.117* (1.905)	0.116* (1.895)	0.180*** (2.954)
<i>After₃</i>	-0.045 (-0.651)	0.121* (1.845)	0.126* (1.932)	0.150** (2.291)
<i>Constant</i>	-0.124** (-2.200)	-0.117** (-2.180)	0.0634 (0.182)	0.337 (0.981)
<i>Control</i>	No	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	No	No	Yes	Yes
<i>Year</i>	No	No	No	Yes
<i>Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	14876	14876	14876	14876
Adj_R ²	0.006	0.114	0.119	0.152

注:括号中报告的是稳健t值,*、**、***分别表示回归系数在10%、5%、1%的置信水平下显著。

表7 样本筛选PSM平衡性检验

匹配变量	控制组	对照组	差异(%)	T值	P值
<i>Size</i>	23738	23.6	10.1	1.26	0.207
<i>Lev</i>	0.529	0.503	11.2	1.40	0.161
<i>Roa</i>	0.052	0.051	2.5	0.31	0.755
<i>MB</i>	1.470	1.467	0.3	0.04	0.969
<i>Big4</i>	0.180	0.142	10.3	1.30	0.195
<i>Opinion</i>	0.035	0.051	-7.8	-0.98	0.326
<i>Balance</i>	1.012	0.876	15.8	1.99**	0.047**
<i>Indp</i>	0.369	0.373	-7.8	-0.98	0.329
<i>Board</i>	2.200	2.169	13.5	1.70*	0.089*
<i>Age</i>	2.941	2.954	-4.3	-0.55	0.586
<i>Soe</i>	0.535	0.516	3.8	0.48	0.633

表8 样本筛选后回归

<i>IC</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Short</i>	0.309*** (4.925)	0.246*** (3.568)	0.254*** (3.557)	0.221** (2.555)
<i>Constant</i>	-0.0396 (-1.041)	-0.380 (-1.407)	-0.406 (-1.132)	-0.229 (-0.576)
<i>Control</i>	No	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	No	No	Yes	Yes
<i>Year</i>	No	No	No	Yes
<i>Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	632	632	632	632
Adj_R ²	0.081	0.264	0.268	0.285

注:括号中报告的是稳健t值,*、**、***分别表示回归系数在10%、5%、1%的置信水平下显著。

Joseph 研究结论相一致,其发现卖空基金公司会为了防止信息泄露而执行更差的内部控制制度^[12]。由此看来,卖空机制也在一定程度上对企业内控质量产生了负面影响,这正是本文 H_{1b} 所论述的观点。

(三) 内控质量改善动因分析——卖空压力检验

本文所试图论证的一个基本逻辑是:低质量的内部控制会引起卖空投资者的广泛关注,导致公司股票具有潜在的被卖空风险。为了避免股票被卖空,管理者会努力完善公司的内部控制体系,提高内控质量。该逻辑的前提是低质量的内部控制能够引起卖空势力的聚集。为了对该前提进行论证,本文参照 Singer 的研究方法^[24],以可卖空股票份额(SI1)以及可卖空股票金额(SI2)为因变量,以内控缺陷披露(ICW)以及内控质量降低(IC_Down)为自变量,对低质量内控行为与卖空压力间的关系进行检验。从表 11 的回归结果来看,以内控缺陷披露(ICW)及内部控制指数降低(IC_Down)为代表的低质量内控行为均与当期卖空压力显著正相关。这表明企业内控质量是资本市场投资者的重点关注对象,低质量内部控制信号的出现引起了卖空势力的聚集,对企业造成了较大的卖空压力。卖空压力的存在迫使企业对内控体系进行整改,是提高内控质量的重要动因。

(四) 经济后果分析——内控目标检验

以上分析表明,卖空机制的存在显著促进了企业内控质量的改善,那么内控质量的改善是否也促进了财务报表真实可靠、经营效率效果以及合法合规等内控目标的实现呢? 本文采用中介效应检验方式对该问题进行探究。首先,本文采用盈余异常(|DACC|)、企业绩效(Tobin-Q)以及违法违规(Violation)等指标对企业内部控制目标进行度量。其次,本文对卖空机制(Short)与上述三个指标进行回归。未报告的回归结果显示 Short 与 |DACC| 以及 Violation 显著负相关,与 Tobin-Q 显著正相关,表明卖空机制促进了三个内控目标实现程度的提升。最后,本文将 Short 与 IC 同时加入三个回归方程,对内控质量中介效应进行检验。表 12 回归结果显示 Short 与三个内控目标的回归系数仍然显著,并且 Sobel 检验结果也都在 1% 水平上显著。这意味着卖空机制以内控质量提升为途径,促进了财务报表信息质量、经营效率效果及经营合法合规性等内控目标的实现。

七、研究结论与启示

卖空作为一种市场交易机制,其对市场稳定以及价格发现的作用已经得到了学术界的广泛关注与研究。至于卖空机制是否能起到有效的治理作用,促进企业财务报告信息质量的改善,虽然已有不少学者进行了讨论,但是研究结论尚不确定。尤其是卖空机制通过何种路径影响企业财务报表信息质量,内部控制在其中扮演着怎样的角色等都是值得进一步深究的问题。因此,本文将解除卖空约束作为一种外部监督机制引入公司治理层面,利用双重差分法分析了卖空机制对企业内控质量的影响。研究结

表 9 外部监督机制调节效应检验

IC	(1)	(2)
Short	0.105*** (3.610)	0.130*** (4.661)
Short × Institution	-0.080*** (-3.704)	
Institution	0.145*** (9.445)	
Short × Pledge		-0.104*** (-7.637)
Pledge		0.201*** (15.665)
Constant	0.578* (1.684)	0.509 (1.495)
Control	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes
N	14876	14876
Adj_R ²	0.136	0.148

注:括号中报告的是稳健 t 值,*、**、*** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著。

表 10 卖空机制对内部控制信息披露的影响

IC_Component	Environment	Risk	Control	Information	Monitor	Total
Short	0.079*** (2.685)	-0.043** (-1.969)	-0.009 (-0.305)	0.100*** (3.977)	0.029 (1.019)	0.056** (1.979)
Constant	-0.435 (-1.156)	-0.120 (-0.437)	-0.414 (-1.072)	-0.420 (-1.319)	-0.324 (-0.896)	-0.663* (-1.847)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes
Year	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	14876	14876	14876	14876	14876	14876
Adj_R ²	0.150	0.229	0.029	0.120	0.056	0.074

注:括号中报告的是稳健 t 值,*、**、*** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著。

表 11 低质量内部控制与当期卖空压力

	SI1	SI1	SI2	SI2
ICW	0.020** (2.351)		0.018** (1.970)	
IC_Down		0.028*** (2.985)		0.017* (1.677)
Constant	-0.214*** (-2.694)	-0.211*** (-2.665)	-0.097 (-1.117)	-0.094 (-1.075)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	14631	14631	14631	14631
Adj_R ²	0.018	0.019	0.042	0.042

注:括号中报告的是稳健 t 值,*、**、*** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著。

论包括:(1)放松卖空限制显著提高了企业的内控质量,相比于未参与卖空的企业,参与卖空企业的内控质量更高;(2)针对外部监督机制异质性分析表明,在资本市场监督机制较弱的情况下,卖空机制对企业内控质量的改善作用更加显著;(3)针对影响机制的分析表明卖空机制对内控质量的影响主要通过内控环境以及信息披露两个途径实现;(4)对内控质量改善动因的分析表明,内控缺陷披露或内控质量降低等情况的发生引起了卖空势力的聚集,导致企业面临较大的卖空压力,卖空压力的长期存在是企业完善内控体系建设、提升内控质量的重要原因;(5)解除卖空限制显著促进了财务报告真实可靠、经营效率效果以及合法合规等内控目标的实现,并且内控质量在其中起到了中介作用,表明卖空机制的存在对企业内控质量产生了较为深远的影响。

综上所述,以上研究结论表明,在我国资本市场上,卖空机制具有一定的威慑与监督作用,该机制的存在不仅促进了企业内部控制质量的提升,也促进了企业财务报表信息质量的完善以及经营效率效果的提高。本研究从资本市场的角度,对上市公司内控质量的变化进行了深入的

讨论,为研究企业内部控制质量变化提供了新的视角。本文对于理解放松卖空限制所导致的经济后果也有重要的参考价值。对于进一步推动我国资本市场融资融券制度的完善具有现实意义。除此之外,本文也存在一些不足之处。其一,关于内控质量,本文选取了迪博内部控制指数以及内部控制信息披露指数对企业内部控制进行度量,但是,企业的内部控制活动是多种多样的。卖空机制究竟影响了哪些具体的内部控制活动,管理层采取了哪些机制应对卖空风险,还有待进一步深入研究。其二,在影响机制分析中,本文发现卖空机制与企业风险识别信息披露显著负相关,这表明卖空机制也有可能对企业内控质量造成负面影响。受限于文章篇幅,本文未能对该问题进行深入的分析。至于该现象为何存在,主要发生在哪些企业中,会对投资者产生哪些影响等都需要进行进一步研究与探索。

参考文献:

[1] Li Y, Zhang L D. Short selling pressure, stock price behavior, and management forecast precision: Evidence from a natural experiment[J]. Journal of Accounting Research, 2015, 53(1): 79-117.
 [2] Massa M, Zhang B H, Zhang H. The invisible hand of short selling: Does short selling discipline earnings management? [J]. Review of Financial Studies, 2015, 28(6): 1701-1736.
 [3] Fang V W, Huang A H, Karpoff J M. Short selling and earnings management: A controlled experiment[J]. Journal of Finance, 2016, 71(3): 1251-1294.
 [4] Karpoff J, Lou X. Short sellers and financial misconduct[J]. Journal of Finance, 2010, 65(5): 1879-1913.
 [5] Liu T, Wu J. Merger arbitrage short selling and price pressure[J]. Journal of Corporate Finance, 2014(27): 36-54.
 [6] Desai H, Krishnamurthy S, Venkataraman K. Do short sellers target firms with poor earnings quality? Evidence from earnings restatements[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(1): 71-90.
 [7] Van B. Rumors[J]. The Journal of Finance, 2003, 58(4): 1499-1519.
 [8] Masako N D. The spillover effect of fraud allegations against Chinese reverse mergers[R]. Working Paper, 2015.
 [9] Zhang I. Economic consequences of the Sarbanes-Oxley act of 2002[J]. Journal of Accounting & Economics, 2015, 44(1): 74-115.

表 12 经济后果进一步分析

	DACC		Tobin-Q		Violation	
IC	-0.043***	-0.042***	0.075***	0.074***	-0.183***	-0.182***
	(-4.007)	(-3.960)	(12.605)	(12.434)	(-20.449)	(-20.380)
Short		-0.061**		0.105***		-0.036
		(-1.996)		(6.155)		(-1.378)
Constant	-1.856***	-1.855***	-0.236	-0.237	-0.227	-0.227
	(-4.787)	(-4.785)	(-1.084)	(-1.091)	(-0.673)	(-0.673)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	14876	14876	14876	14876	14876	14876
Adj_R ²	0.050	0.051	0.360	0.369	0.132	0.132
Sobel test	Z = -5.391***		Z = -2.692***		Z = -16.120***	

注:括号中报告的是稳健t值,*、**、***分别表示回归系数在10%、5%、1%的置信水平下显著。

- [10] Hammersley J, Myers L, Shakespeare C. Market reactions to the disclosure of internal control weaknesses and to the characteristics of those weaknesses under section 302 of the Sarbanes Oxley Act of 2002[J]. *Review of Accounting Studies*, 2008, 13(1): 141 - 165.
- [11] Gordon L, Wilford A. An analysis of multiple consecutive years of material weaknesses in Internal control[J]. *Accounting Review*, 2012, 87(6): 2027 - 2060.
- [12] Cassar G, Gerakos J. Determinants of hedge fund internal controls and fees[J]. *Accounting Review*, 2010, 85(6): 1887 - 1919.
- [13] 陈汉文, 黄轩昊. 中国上市公司内部控制指数: 逻辑、构建与验证[J]. *审计研究*, 2019(1): 55 - 63.
- [14] Asquith P, Pathak P A, Ritter J R. Short interest, institutional ownership, and stock returns[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 78(2): 243 - 276.
- [15] Henry T, Koski J. Short selling around seasoned equity offerings[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(12): 4389 - 4418.
- [16] Christophe S, Ferri M, Hsieh J. Informed trading before analyst downgrades: Evidence from short sellers[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 95(1): 85 - 106.
- [17] Akbas F, Meschke F, Wintoki B. Director networks and informed traders[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2016, 62(1): 1 - 23.
- [18] Kecskes A, Mansi S, Zhang A. Are short sellers informed? Evidence from the bond market[J]. *Accounting Review*, 2013, 88(2): 611 - 639.
- [19] Cassel C, Drake M, Rasmussen S. Short interest as a signal of audit risk[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(4): 1278 - 1297.
- [20] Engelberg J, Reed A, Ringgenberg M. How are shorts informed? Short sellers, news, and information processing[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 105(2): 260 - 278.
- [21] Kelley E, Tetlock P. Retail short selling and stock prices[J]. *Review of Financial Studies*, 2017, 30(3): 801 - 834.
- [22] Singer Z, Wang Y, Zhang J. Can short sellers detect internal control material weaknesses? Evidence from Section 404 of the Sarbanes - Oxley Act[J]. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 2018, 52(1): 1 - 36.
- [23] Hope O-K, Hu D, Zhao Y. Third-party consequences of short-selling threats: The case of auditor behavior[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2017, 63(2 - 3): 479 - 498.
- [24] Khan M, Lu H. Do short sellers front-run insider sales? [J]. *Accounting Review*, 2013, 88(5): 1743 - 1768.
- [25] Choi B, Jung K, Lee D. Behavior prior to public release of analyst reports: Evidence from Korea [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2015, 32(1): 105 - 138.
- [26] Ashbaugh-Skaife H, Collins D, Kinney W. The discovery and reporting of internal control deficiencies prior to Sox-mandated audits[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2007, 44(1): 166 - 192.
- [27] Doyle J, Ge W, McVay S. Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2007, 44(1): 193 - 223.
- [28] Li C, Sun L, Ettredge M. Financial executive qualifications, financial executive turnover, and adverse Sox 404 opinions[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2010, 50(1): 93 - 110.
- [29] Rice S, Weber D. How effective is internal control reporting under Sox 404? Determinants of the (Non-) disclosure of existing material weaknesses[J]. *Journal of Accounting Research*, 2012, 50(3): 811 - 844.
- [30] Wang X. Increased disclosure requirements and corporate governance decisions: Evidence from chief financial officers in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods[J]. *Journal of Accounting Research*, 2010, 48(4): 885 - 920.
- [31] Hunton J E, Hoitash R, Thibodeau J. The relationship between perceived tone at the top and earnings quality[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(4): 1190 - 1224.
- [32] Bedard J C, Hoitash R, Hoitash U. Chief financial officers as inside directors[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2014, 31(3): 787 - 817.
- [33] Call A C, Campbell J L, Dhaliwal D S, et al. Employee quality and financial reporting outcomes[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2017, 64(1): 123 - 149.
- [34] Guo J, Huang P, Zhang Y, et al. The effect of employee treatment policies on internal control weaknesses and financial restatements[J]. *Accounting Review*, 2016, 91(4): 1167 - 1194.
- [35] Krishnan J. Audit committee quality and internal control: An empirical analysis[J]. *Accounting Review*, 2005, 80(2): 649 - 675.
- [36] Liscic L, Neal T L, Zhang I, et al. CEO power, internal control quality, and audit committee effectiveness in substance versus in form[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33(3): 1199 - 1237.
- [37] Jenkins J G, Negangard E M, Oler M J. Getting comfortable on audits: understanding firms' usage of forensic specialists[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35(4): 1766 - 1797.
- [38] Anantharaman D, Wans N. Audit office experience with sox 404(b) filers and sox 404 audit quality[J]. *Accounting Review*, 2019, 94(4): 1 - 43.
- [39] Earley C E, Hoffman V B, Joe J R. Reducing management's influence on auditors' judgments: An experimental investigation of sox 404 assessments[J]. *Accounting Review*, 2008, 83(6): 1461 - 1485.
- [40] Bhattacharjee S, Brown J O. The impact of management alumni affiliation and persuasion tactics on auditors' internal control judgments[J]. *Accounting Review*, 2018, 93(2): 97 - 115.
- [41] Lennox C, Wu X, Zhang T. Does mandatory rotation of audit partners improve audit quality? [J]. *Accounting Review*, 2014, 89(5): 1775 - 1803.
- [42] Gong G, Ke B, Yu Y. Home country investor protection, ownership structure and cross-listed firms' compliance with SOX-mandated internal control deficiency disclosures[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30(4): 1490 - 1523.

- [43] Srinivasan S, Wahid A, Yu G. Admitting mistakes: Home country effect on the reliability of restatement reporting[J]. *Accounting Review*, 2015, 90(3): 1201 - 1240.
- [44] Patterson E, Smith R. The effects of Sarbanes-Oxley on auditing and internal control strength[J]. *Accounting Review*, 2007, 82(2): 427 - 455.
- [45] Defond M, Lennox C. Do PCAOB inspections improve the quality of internal control audits? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2017, 55(3): 591 - 627.
- [46] Ge W, Koester A, Sarah M. Benefits and costs of Sarbanes-Oxley section 404(b) exemption: Evidence from small firms' internal control disclosures[J], *Journal of Accounting & Economics*, 2017, 63(2-3): 358 - 384.
- [47] Chen H, Chen Y, Lin B, et al. Can short selling improve internal control? An empirical study based on the difference-in-differences model[J], *Accounting & Finance*, 2019(58): 1233 - 1259.
- [48] 董卉娜. 内部控制重大缺陷隐藏现状分析——以内部控制规范体系的实施为背景[J]. *财会月刊*, 2019(5): 18 - 23.
- [49] 陈胜蓝, 马慧. 卖空压力与公司并购——来自卖空管制放松的准自然实验证据[J]. *管理世界*, 2017(7): 142 - 156.
- [50] 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.
- [51] 王江元, 孔东民. 竞争抑制了机构投资者信息搜寻努力吗? ——基于卖空约束解除与投资者访问的证据[J]. *经济评论*, 2020(7): 195 - 213.

[责任编辑: 刘 茜]

Does Short Selling Play a Governance Role? Empirical Evidence Based on the Internal Control Quality

DUAN Ran¹, CAI Huayan²

(1. School of Management, Jinan University, Guangzhou 510632, China;

2. School of Accounting, Guangzhou Huashang College, Guangzhou 511300, China)

Abstract: Taking the event of pilot margin trading in China as the research situation, this paper investigates how short selling affects internal control quality of listed Chinese firms. We have following findings: First, we find that after lifting the short-selling constrain, the internal control quality of affected firms improved significantly and when the capital market supervision is weaker, the positive effect of short-selling mechanism on internal control quality is more obvious. Second, we find that short sellers accumulate positions in firms that disclosing ICW or internal control quality deteriorates, which means that short sellers put great pressure on firms with signs of low internal control. The long-standing of the short-selling pressure promotes managers to remediate internal control deficiencies and build up internal control system. Last, we also perform a series tests about internal control objectives. We find that the reliability of financial reporting, the effectiveness of operation and the compliance with law and regulations have improved, being affected by the short-selling pressure, while internal control quality plays a mediating role in this process. This paper has provided empirical evidence about causal relationship between short-selling and internal control quality, which shed light on how capital market supervising mechanism affect internal control system, and deepens our understanding of economic consequences about short-selling mechanism.

Key Words: lifting restriction on short-selling; internal control quality; short-selling pressure; financial statement information quality; corporate governance; earnings management