



存在控股股东下的卖空治理效应及其检验

顾乃康 罗燕

Governance Effects of Short Selling from the Perspective of Controlling Shareholders

GU Naikang LUO Yan

在线阅读 View online: <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2023.6551>

您可能感兴趣的其他文章

Articles you may be interested in

产权性质、公司治理与企业环境行为

Nature of Property Right, Corporate Governance and Enterprise Environmental Behavior

北京理工大学学报(社会科学版). 2021, 23(2): 44 <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2021.5045>

所有制结构、市场化水平与产业政策分散性

Ownership Structure, Marketization Level and the Dispersion of Industrial Policy

北京理工大学学报(社会科学版). 2020, 22(2): 79 <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2020.3271>

国有控股企业限薪影响及股权激励调节作用

The Impact of "Salary Limited" and the Regulating Effect of Equity Incentive in State-owned Enterprises

北京理工大学学报(社会科学版). 2021, 23(2): 101 <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2021.2035>

复合治理视域下的地方“评比表彰”执行逻辑

Local Governments' Appraisal and Commendation from the Perspective of Compound Governance

北京理工大学学报(社会科学版). 2021, 23(6): 110 <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2021.1847>

绝对控股、相对控股与国企混改效率

Absolute Holding, Relative Holding and Efficiency of Mixed Ownership Reform in State-owned Enterprises

北京理工大学学报(社会科学版). 2020, 22(6): 52 <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2020.2555>

环境规制、政府行为与产业结构升级

Environmental Regulation, Government Behavior and Industrial Structure Upgrading

北京理工大学学报(社会科学版). 2019(3): 1 <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2019.2328>



关注微信公众号, 获得更多资讯信息

DOI: 10.15918/j.jbitss1009-3370.2023.6551

存在控股股东下的卖空治理效应及其检验

顾乃康, 罗 燕

(中山大学 管理学院, 广东 广州 510275)

摘 要: 中国“一股独大”的特殊股权结构对卖空治理效应的影响不可忽视。以中国融资融券制度实施作为准自然实验, 基于企业的投资行为, 采用双重差分方法检验中国控股股东的存在对卖空治理效应的影响。进一步地, 考察中国上市公司的内部股权治理机制(如股权制衡、机构投资者及个人投资者持股)对存在控股股东情形下的卖空治理效应的影响。经检验发现, 与不存在控股股东的企业相比, 存在控股股东的企业在引入卖空机制后, 其投资支出(或过度投资)的下降程度更大, 符合所提出的“卖空压力假说”的预期; 不仅如此, 控股股东的持股比例越高, 卖空的治理效应越大。在进行了一系列内生性和稳健性检验后, 结论依然成立。进一步的研究发现, 在股权制衡较弱的企业、机构投资者持股较高或主要由稳定型机构投资者持股的企业以及个人投资者持股较低的企业中, 卖空的上述治理效应得到强化。研究结论表明, 中国企业以大股东控制为典型特征的股权结构有效促进了卖空治理效应的发挥。

关键词: 卖空机制; 治理效应; 控股股东; 股权结构; 投资行为

中图分类号: F832.5

文献标志码: A

文章编号: 1009-3370(2023)01-0127-18

中国于 2010 年 3 月实施的融资融券制度及其实践已受到学术界的广泛关注, 并掀起了一轮关于卖空机制的研究热潮。多数研究表明, 中国融资融券制度所引入的卖空机制不仅会对资本市场产生影响, 还会对企业行为产生明显的治理效应。例如, 卖空机制对信息披露^{[1]31}、财务重述^{[2]77}、盈余管理^{[3]45}等企业会计行为, 对企业投资^{[4]99}、企业融资^{[5]21}、企业创新^{[6]29}等企业财务行为以及对大股东“掏空”^{[7]144}、管理层减持^{[8]44}和寻租^{[9]67}等内部人行为产生了显著的治理效应。然而, 在现有卖空机制治理效应的研究中却忽视了中国上市公司的股权结构特征, 尤其是中国上市公司普遍存在“一股独大”的情形。根据 Wind 数据库的统计, 截至 2020 年末中国非金融类上市公司中第一大股东持股比例的均值为 36.25%, 第一大股东持股比例达 30% 和 50% 以上的上市公司占 60.84% 和 20.42%。这种存在控股股东的股权结构可能会内在影响中国卖空治理效应的发挥, 并产生“卖空压力”和“卖空约束”这两种与西方成熟市场不同的经济效果。有鉴于此, 本文将卖空理论与中国上市公司“一股独大”的股权结构特征以及融资融券制度特点相结合, 以中国融资融券制度实施为准自然实验, 并基于企业的投资行为, 探讨和检验存在控股股东情形下的卖空治理效应, 为中国特定制度背景下卖空治理效应的研究提供新视角。

在研究存在控股股东的股权结构对卖空治理效应的影响时, 之所以基于企业的投资行为进行检验, 是因为在国内外关于卖空机制与企业投资的现有研究中, 所得出的结论比较明确且一致。例如, Grullon 等^[10]基于美国放松卖空交易法案实施的研究发现, 卖空约束的放松对股价造成的负向冲击减少了企业的投资支出, 表明卖空对企业的投资决策具有治理效应。顾乃康和周艳利^[4]基于中国融资融券制度实施的研究发现, 卖空机制引入后, 允许卖空的企业投资水平显著降低了, 且引起投资水平下降的重要原因是卖空抑制了企业的过度投资。王仲兵和王攀娜^[11]的研究也发现, 卖空机制引入提升了企业投资效率, 且抑制了企业的过度投资。由此, 在卖空机制对企业投资行为治理效应的研究中引入包括存在控股股东在内的股权结构特征, 并检验其对卖空机制与企业投资之间影响的作用, 有利于揭示中国上市公司的股权结构特征对卖空治理效应的内在影响。

收稿日期: 2022-03-05

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“卖空机制引入、企业的投融资行为与资源配置效率: 兼评融资融券制度的政策效果”(71772185)

作者简介: 顾乃康(1965—), 男, 博士, 教授, 博士生导师, E-mail: mnsngk@mail.sysu.edu.cn; 罗燕(1992—), 女, 博士研究生, 通信作者, E-mail: luoy228@mail2.sysu.edu.cn

区别于已有研究,本文的创新之处在于:(1)弥补了中国特定制度背景下卖空治理效应的研究。以往文献多着眼于卖空机制本身对企业行为所产生的经济后果,缺乏在中国“一股独大”的股权结构特征下就其治理效应的发挥进行具体与深入的分析。本文将控股股东的股权结构纳入到卖空治理效应的理论分析框架中,探索和检验了中国上市公司存在控股股东的股权结构对卖空治理效应的影响,补充了中国特殊股权结构下卖空治理效应的研究。(2)丰富和完善了控股股东治理的相关研究。大量文献表明控股股东对上市公司存在侵占效应,尤其在股权集中的情形下,这种侵占效应更严重。而本文将中国融资融券制度的实施作为一种来自资本市场的外部治理机制,引入到控股股东治理的相关研究中,并发现卖空机制在存在控股股东的情形下发挥出更大的治理效应,且随着控股股东持股比例的提高,卖空的治理效应也不断提升。这为强化中国控股股东的监督和治理提供了新的工具选择和经验证据。(3)为证券监管部门进一步完善融资融券制度、优化上市公司股权结构提供了有益的政策启示。卖空机制的引入给中国存在控股股东的上市公司增添了一种来自资本市场的外部治理机制,不仅如此,在存在控股股东的情形下,卖空机制将通过弥补股权制衡不足、与机构投资者治理相互补充、驱逐噪音投资者而发挥出良好的治理效应,在深化资本市场改革和公司治理改革的背景下,为进一步完善融资融券制度、优化股权结构、促进内外部治理机制协同发展提供了政策启示。

一、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

本文主要就涉及到的两个主题做出文献回顾,一是有关卖空机制治理效应的文献,二是有关控股股东与企业投资的文献。

1. 卖空的治理效应

卖空机制作为一种来自资本市场的外部治理机制,对企业行为具有治理效应,从而起到优化企业决策的效果。首先,国内外学者检验了卖空机制对企业会计行为的治理效应并发现,卖空机制的引入不仅能促进企业坏消息的披露^[12],提高标的公司的信息披露质量^[113],还能够减少企业财务重述的概率^[217],降低盈余管理程度^{[345][13]},提高会计稳健性^[14]。其次,国内外学者检验了卖空机制对企业财务行为的治理效应,发现卖空机制的引入抑制了企业的过度投资^{[1180][15]},推动了企业及时调整投资决策^[16],起到了优化企业投资行为和资源配置效率的作用^{[4199][10]1752};卖空机制引入还能够提升企业的创新产出和创新效率^{[6]129[17]},改善企业长期并购绩效^[18-19],并最终促进公司价值的提升^[20]。与此同时,卖空机制引入对股价造成的负向冲击增加了企业的资本成本^{[10]1752},降低了企业的新增外部融资并起到了规制企业融资行为的作用^{[5]121},也加快了企业资本结构调整速度^[21]。再次,学者们还检验了卖空机制对企业内部人行为的治理效应,发现卖空机制引入有利于约束大股东的“掏空”行为^{[7]144},减少控股股东的私利侵占^[22],抑制企业内部人的减持行为^{[8]144}和寻租行为^{[9]167},有效降低高管隐性腐败^[23]。当然,也有部分文献得出相反的结论,即卖空机制没有发挥应有的治理效应,例如,卖空机制带来的股价下跌压力反而使得管理层更倾向于隐瞒企业的负面消息^[24-25],同时加剧了管理层短视行为并导致企业从事更激进的避税活动^[26],甚至融资融券的非对称性在总体上还阻碍了企业创新^{[27]128}。总而言之,多数文献表明卖空机制作为来自资本市场的重要交易机制和治理机制对企业行为产生了治理效应。

2. 控股股东与企业投资

现有文献认为,控股股东对上市公司治理具有监督和侵占双重效应^[28-30]。一方面,控股股东可以利用控制权直接参与上市公司的经营管理,增强对管理层的监督和干预,从而防止管理层出于自身利益考虑而采取机会主义行为。另一方面,控股股东也可能利用其控制地位和影响力进行各种非效率投资等侵占行为,从而攫取控制权私利,损害中小股东的利益。

然而在许多国家,尤其是新兴资本市场国家,由于股权集中及控股股东的存在使得控股股东侵占中小股东利益的现象更为普遍^[31-32]。这是因为,集中的股权会增强控股股东谋取控制权私利的动机和能力^[33]。因此,取得控制权的大股东会依据其自身利益而不是全体股东的利益做出投资决策,并造成投资决策扭

曲和公司价值损失。现有文献表明,在所有权集中条件下,随着控制权和现金流权两权分离度的增加,企业的非效率投资行为更加严重^[34-35],进一步地,控股股东对控制权私有收益的攫取会导致企业过度投资^[36]。就中国而言,中国上市公司股权高度集中且存在“一股独大”的股权结构特征,与此同时,中国中小投资者利益保护仍不足、内部治理结构尚不够完善,这样的股权结构和制度安排客观上为控股股东通过各种非效率投资行为攫取控制权收益提供了可能。国内文献表明,在大股东控制条件下,控股股东的控制权确实存在侵占效应^[37],且随着两权分离程度的增加,企业非效率投资行为更为严重,公司绩效也随之下降^[38]。进一步地,股权集中、控股股东的存在会导致企业过度投资^[39],且第一大股东持股比例越高,企业过度投资越严重^[40]。顾乃康等^{[41][42]}从理论上通过将控股股东的持股比例内生到实物期权模型中,并构建了动态的投融资决策模型探索控股股东侵占对企业投融资决策的内在作用机理,研究发现,控股股东的侵占行为会导致企业的投资时机提前,并引发过度投资,造成投资决策扭曲。当然,面对控股股东的非效率投资行为,来自企业内部的治理机制也能够起到抑制作用,例如,股权制衡能够抑制控股股东私利主导下的过度投资行为^[43];当多个大股东互相监督时,企业的过度投资行为得以缓解^[44];而机构投资者对控股股东的非效率投资行为也具有治理效应^{[40][41]}。

此外,中国“一股独大”的股权结构特征也可能会影响卖空机制对企业投资的治理效应。王仲兵和王攀娜^{[11][80]}、孙焱林和何振宇^[45]研究发现,放松卖空管制抑制了企业过度投资,提升了企业投资效率,但在大股东持股比例较高和面临市场卖空压力更大的样本中,卖空的治理效应更为显著。虽然已有研究注意到控股股东在内的大股东对卖空治理效应的差异化影响,但并未探究控股股东对卖空治理效应产生影响的内在机理,也未就此做出深入检验。因此,本文将包括控股股东在内的股权结构特征内生到卖空机制与企业投资的研究框架中,以考察中国上市公司存在控股股东的股权结构对卖空治理效应的内在影响。

(二) 研究假设

与西方成熟资本市场不同,中国上市公司体现出股权高度集中且普遍存在控股股东的股权结构特征。在这种情况下,中国上市公司面临了较为突出的控股股东与中小股东之间的代理冲突,控股股东有可能凭借所拥有的控制地位进行过度投资,以攫取控制权私利,侵占中小股东利益,进而损害企业的资源配置效率^{[42][73]}。而卖空机制作为一种来自资本市场的外部治理机制,可以通过卖空的事前威慑和事后惩罚效应对包括控股股东在内的内部人以及企业行为产生治理效应^{[51][21][46-48]}。其中卖空的事前威慑效应与卖空机制的引入或放松有关,一旦引入或放松卖空,潜在的卖空行动可能会带来企业负面信息传递和股价下跌的压力从而威胁到控股股东等内部人的财富和声望。因此,控股股东等内部人不得不对这种卖空带来的潜在损失做出事前反应,约束其采取不良财务行为的冲动,这就是卖空的事前威慑效应^{[51][21][46]},其强度取决于潜在的可供出借的股票数量即卖空供应量。此外,一旦卖空者实施卖空攻击,那么股价下跌成为现实并直接导致融资成本上升,甚至使企业陷入财务困境。在这种情况下,控股股东等内部人不得不在遭到现实的卖空攻击后调整、优化其财务行为,这就是卖空的事后惩罚效应^{[47][41][48]},其强度取决于实际的卖空交易量也即卖空需求量。

依据卖空机制与企业投资行为的现有研究成果,并结合中国上市公司“一股独大”的股权结构特征,我们认为,控股股东的存在对卖空治理效应的发挥可能产生正反两个方向的影响。

一方面,与不存在控股股东的企业相比,存在控股股东的企业其卖空的治理效应可能得到强化。卖空机制通过负面信息传递^[49]和股价下跌压力^[50]会对控股股东的财富和声望产生直接的威胁^{[51][21]}。作为长期投资者和内部人的控股股东其当前采取的不良财务行为的后果原本可能在未来相当长一段时间后才会在市场上反映出来,但一旦遭受到卖空的事前威慑和事后惩罚,不良的财务行为可能会很快被揭露并及时反映到股价中^[51],其结果将直接损害控股股东当前的财富和声望。在这种情况下,与不存在控股股东的企业相比,存在控股股东的企业在引入卖空机制后其由卖空带来的财富和声望损失将更大,且控股股东的持股比例(控制程度)越高,卖空带来的财富和声望损失也就越大^{[71][49]},其对卖空的事前威慑和事后惩罚效应的反应程度也就会越大。由此可见,面对卖空的压力和惩罚,存在控股股东的企业具有更大的规范企业财务行为的内在激励^{[61][33][11][82]},从而使得卖空机制起到改善企业投资决策、抑制企业投资支出和过

度投资的治理效应也更大。我们将这种控股股东与卖空治理效应之间的关系称为“卖空压力假说”，并由此提出如下研究假设。

H1(卖空压力假说).与不存在控股股东的企业相比,存在控股股东的企业在卖空机制引入后其投资支出(或过度投资)的下降程度更大。

另一方面,与不存在控股股东的企业相比,存在控股股东的企业其卖空的治理效应也可能得以减弱。这是因为,中国控股股东对公司的控制需求较高^[6],控股股东出于控制权的考虑和外部监管的要求,不会频繁入市进行股票交易^[5],且控股股东通常也不会出借自己持有的本公司股票给潜在的卖空者,即使发生出借,出借数量也非常小,出借股份的所有权不会发生转移,其结果将导致存在控股股东的企业其潜在的卖空供应量大为减少,且卖空者在打算实施卖空行动时也借不到足够的股票。这种局面将使得卖空机制所产生的事前威慑和事后惩罚效应大打折扣,其结果将导致卖空机制难以起到改善企业投资决策、抑制企业投资支出和过度投资的治理效应,因而使得卖空的治理效应得到削弱。我们将这种控股股东与卖空治理效应之间的关系称为“卖空约束假说”,并由此提出如下备择假设。

H2(卖空约束假说).与不存在控股股东的企业相比,存在控股股东的企业在卖空机制引入后其投资支出(或过度投资)的下降程度更小。

二、数据、变量与模型设定

(一)样本与数据

考虑到中国于2006年进行了会计制度改革,2010年引入了融资融券制度,因此,选取2007—2020年作为检验的样本期间。研究对象为沪深两市A股上市公司,并在此基础上剔除了以下样本或观测值:(1)剔除了金融类行业的企业;(2)剔除了样本期间被ST、*ST和PT的企业;(3)剔除了创业板、科创板企业;(4)剔除了试点期间调进调出融资融券、转融券名单的企业;(5)剔除了相关变量缺失的企业。经过数据筛选,最终获得2767家上市公司的26540个观测值。融资融券标的的数据来自于Wind数据库,转融券标的、其他财务数据均来自于CSMAR。为了控制极端值的影响,本文在回归分析中对所有连续变量进行了上下1%的winsorize处理。

(二)变量定义

1. 被解释变量

1) 投资支出。为了使得研究结果具有可比性,参考Grullon等^[10]以及顾乃康和周艳利^[4]的做法,采用三个指标来衡量企业投资支出,包括企业固定资产的投资支出CAPX(即年末与年初的“固定资产+在建工程+工程物资”之差/年初总资产)、固定资产和无形资产的投资支出Invest(即年末与年初的“固定资产+在建工程+工程物资+无形资产”之差/年初总资产)、总资产的投资支出 $\Delta Tasset$ (即年末与年初总资产之差/年初总资产)。

2) 过度投资、投资不足。采用Richardson^[52]对投资效率的估计模型^①,通过对该模型分年度和分行业进行回归,将回归得到的残差 ε 来衡量企业的投资效率,其反映的是企业的实际投资支出与企业期望的投资支出之间的差额或偏离程度。若残差大于0,则表示企业发生过度投资,且其值越大,过度投资程度越大;若残差小于0,则表示企业发生投资不足,且其绝对值越大,投资不足程度越大。本文采用该模型回归得到的大于0的残差来衡量企业的过度投资OverINV,采用该模型回归得到的小于0的残差的绝对值来衡量企业的投资不足UnderINV。

2. 解释变量

1) 卖空机制引入:本文构建了反映是否为融资融券试点标的的虚拟变量Treat(当该企业在样本期间

① 本文借鉴Richardson^[52]所提出的企业投资效率的估计模型,具体如下: $Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 Q_{i,t-1} + \beta_5 Age_{i,t-1} + \beta_6 R_{i,t-1} + \beta_7 Invest_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t}$ 。其中,Invest表示当年新增投资支出,为与Richardson^[52]的做法保持一致将其定义为(购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额+购买子公司及其他营业单位所支付的现金-处置子公司及其他营业单位所收到的现金-当期折旧费用)与年初总资产之比;Size表示企业规模,Lev表示资产负债率,Cash表示现金持有量,Q表示企业成长性,Age表示上市年龄,R表示年度超额回报率,Industry和Year表示行业和年份。

纳入融资融券名单取值为1; 否则为0), 且Treat=1的样本进入处理组, Treat=0的样本进入控制组; 构建了反映成为融资融券试点标的年份的虚拟变量Post (该企业首次进入融资融券名单之后的年份取值为1; 否则为0)。卖空机制引入的虚拟变量则为二者的交乘项Treat×Post。

2) 控股股东虚拟变量: 依据第一大股东持股比例First_holding, 构建了是否存在控股股东的虚拟变量Contr_33%。鉴于《公司法》规定, 持股达到33%以上的股东, 对公司重大事项拥有“一票否决权”, 因此, 若该公司的第一大股东持股比例大于33%, 则Contr_33%取值为1, 即表示该公司存在控股股东; 否则为0, 即不存在控股股东。

3. 控制变量

根据Grullon等^[10]、顾乃康和周艳利^[4]的研究, 选取以下影响企业投资支出的控制变量: 企业规模Size (年末总资产的自然对数)、财务杠杆Lev (年末总负债/总资产)、资产收益率Roa (年末净利润/总资产)、当期现金流Cashflow (年末经营现金流/总资产)、营业收入增长率Growth (当年营业收入与上一年营业收入之差/上一年营业收入)。此外, 在检验中还控制了年份和行业的固定效应Year和Industry。具体主要变量的定义如表1所示。

表1 变量的说明和定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明及定义
被解释变量	固定资产投资支出	CAPX	年末与年初的“固定资产+在建工程+工程物资”之差/年初总资产
	固定资产和无形资产的投资支出	Invest	年末与年初的“固定资产+在建工程+工程物资+无形资产”之差/年初总资产
	总资产投资支出	ΔTasset	年末与年初总资产之差/年初总资产
	过度投资	OverINV	根据Richardson ^[52] 投资效率模型回归得到的大于0的残差
	投资不足	UnderINV	根据Richardson ^[52] 投资效率模型回归得到的小于0的残差并取绝对值
解释变量	融资融券标的虚拟变量	Treat	当该企业在样本期间纳入融资融券名单, 则取值为1, 否则为0
	融资融券标的年份虚拟变量	Post	该企业首次进入融资融券名单之后的年份则取值为1, 否则为0
	第一大股东持股比例	First_holding	第一大股东持股数量/总股数
	控股股东虚拟变量	Contr_33%	若第一大股东持股比例大于33%则取值为1, 即该公司存在控股股东; 否则为0, 即不存在控股股东
控制变量	企业规模	Size	年末总资产的自然对数
	财务杠杆	Lev	年末总负债/总资产
	资产收益率	Roa	年末净利润/总资产
	当期现金流	Cashflow	年末经营现金流/总资产
	营业收入增长率	Growth	(当年营业收入-上一年营业收入)/上一年营业收入
	年份	Year	控制年份因素
	行业	Industry	控制行业因素

(三) 模型设定

本文基于中国存在控股股东的股权结构特征, 以融资融券制度实施为准自然实验, 采用多期双重差分方法 (difference-in-difference, DID) 检验控股股东的存在对卖空治理效应的影响, 也即检验到底是“卖空压力假说”(假设H1) 还是“卖空约束假说”(假设H2) 成立。为了使得研究结果具有可比性, 以Grullon等^[10]、顾乃康和周艳利^[4]的研究为基础, 引入控股股东的虚拟变量Contr_33%, 以及控股股东的虚拟变量Contr_33%与卖空机制引入虚拟变量Treat×Post的交乘项Treat×Post×Contr_33%, 并构建回归模型式(1), 以检验存在控股股东的企业在引入卖空机制后, 其投资支出、过度投资(或投资不足)与不存在控股股东的企业的差异。

$$\begin{aligned}
 INV_{i,t} = & a_0 + a_1 Treat_i \times Post_t + a_2 Contr_33\%_{i,t} + a_3 Treat_i \times Post_t \times Contr_33\%_{i,t} + a_4 Size_{i,t} + \\
 & a_5 Lev_{i,t} + a_6 Roa_{i,t} + a_7 Cashflow_{i,t} + a_8 Growth_{i,t} + \sum_t Year_t + \sum_i Industry_i + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (1)$$

其中, INV包括企业固定资产的投资支出CAPX、固定资产和无形资产的投资支出Invest、总资产的投资支出 $\Delta Tasset$, 以及企业的过度投资OverINV (或投资不足UnderINV); 其他变量定义如表1所示; 下标*i*和*t*表示第*i*企业第*t*年度; ε 为随机误差项。本文关注的核心变量为交乘项Treat \times Post \times Contr_33%, 若其回归系数 a_3 显著为负, 则意味着与不存在控股股东的企业相比, 存在控股股东的企业在引入卖空机制后其投资支出或过度投资的下降程度更大, 即符合“卖空压力假说”(假设H1), 反之则符合“卖空约束假说”(假设H2)。

三、实证结果与分析

(一) 描述性统计

各变量的描述性统计结果如表2所示。由描述性统计结果可知, 三个衡量投资支出的变量CAPX、Invest与 $\Delta Tasset$ 的均值分别为0.0387、0.0473和0.2002。过度投资OverINV的均值为0.0588, 投资不足UnderINV的均值为0.0407, 这意味着从均值上看, 相对于投资不足, 中国上市公司过度投资的程度更为严重。第一大股东持股比例First_holding的均值为0.3625, 中位数为0.3446, 说明第一大股东持股数量占到总股数的三分之一以上; 是否存在控股股东的虚拟变量Contr_33%的均值为0.5353, 说明存在控股股东的样本占到总样本的一半以上, 这也意味着中国上市公司股权较为集中并存在着“一股独大”的股权结构特征。融资融券标的虚拟变量Treat的均值为0.5910, 这说明允许卖空的样本占到了总样本的一半以上。其他控制变量的描述性统计结果也与国内相关文献的结果基本一致^{[4]201}。

表2 描述性统计结果

变量	N	Mean	Std	Min	P25	P50	P75	Max
CAPX	26 540	0.038 7	0.088 9	-0.123 2	-0.003 8	0.012 4	0.054 3	0.532 0
Invest	26 540	0.047 3	0.106 9	-0.129 7	-0.003 9	0.016 4	0.064 6	0.682 7
$\Delta Tasset$	26 540	0.200 2	0.384 0	-0.270 5	0.016 0	0.100 4	0.241 7	2.513 9
OverINV	9 475	0.058 8	0.077 2	0	0.013 3	0.032 9	0.074 1	0.882 9
UnderINV	17 065	0.040 7	0.034 3	0	0.015 8	0.032 5	0.055 5	0.318 3
Treat	26 540	0.591 0	0.491 7	0	0	1	1	1
Treat \times Post	26 540	0.282 5	0.450 2	0	0	0	1	1
First_holding	26 540	0.362 5	0.152 6	0.090 8	0.241 7	0.344 6	0.471 1	0.755 1
Contr_33%	26 540	0.535 3	0.498 8	0	0	1	1	1
Size	26 540	22.259 7	1.312 3	19.862 7	21.316 9	22.081 7	23.016 6	26.247 7
Lev	26 540	0.452 5	0.202 2	0.061 4	0.295 4	0.451 0	0.606 8	0.891 0
Roa	26 540	0.043 1	0.057 6	-0.174 8	0.014 8	0.038 6	0.071 2	0.220 9
Cashflow	26 540	0.049 5	0.071 6	-0.168 1	0.009 7	0.048 7	0.091 3	0.248 9
Growth	26 540	0.155 6	0.408 2	-0.562 9	-0.019 2	0.087 6	0.241 3	2.743 6

(二) 基准回归结果与分析

为了对基于控股股东下的卖空治理效应也即假设H1和假设H2进行检验, 本文将融资融券制度实施作为外生政策事件, 采用多期DID方法就模型式(1)进行回归统计, 结果如表3所示。从表3的逐步回归结果可知, 在表3列(1)、列(4)和列(7)中, Treat \times Post的回归系数均在1%的水平上显著为负, 表明卖空机制引入显著降低了企业的投资支出, 这与Grullon等^[10]、顾乃康和周艳利^[4]的结果一致。在表3列(2)、列(5)和列(8)中, Contr_33%的回归系数均在1%水平上显著为正, 说明与不存在控股股东的企业相比, 存在控股股东的企业其投资支出更高。在表3列(3)、列(6)和列(9)中, 核心变量Treat \times Post \times Contr_33%的回归系数分别为-0.0109、-0.0129和-0.0336, 且均在1%的水平上显著, 这意味着与不存在控股股东的企业相比, 存在控股股东的企业在引入卖空机制后, 其投资支出的下降程度更大, 符合“卖空压力假说”(假设H1)的预期, 而不支持“卖空约束假说”(假设H2)的预期。以上结果

表明,中国“一股独大”的特殊股权结构确实会对卖空治理效应产生影响,具体表现为控股股东的存在强化了卖空的治理效应,也即卖空机制通过对中国上市公司控股股东的财富和声望产生威慑作用而显著抑制了企业的投资支出。此外,控制变量的回归结果也与顾乃康和周艳利^[4]的结果基本一致。

表3 卖空机制实施、控股股东与企业投资支出

变量	(1) CAPX	(2) CAPX	(3) CAPX	(4) Invest	(5) Invest	(6) Invest	(7) ΔTasset	(8) ΔTasset	(9) ΔTasset
Treat×Post	-0.017 5*** (-12.328 5)		-0.011 6*** (-6.311 2)	-0.020 9*** (-12.396 1)		-0.014 0*** (-6.394 9)	-0.089 5*** (-15.798 2)		-0.071 5*** (-9.744 1)
Contr_33%		0.004 1*** (3.962 8)	0.006 5*** (5.363 7)		0.004 5*** (3.627 8)	0.007 3*** (5.056 4)		0.012 4*** (2.955 4)	0.018 3*** (3.776 3)
Treat×Post× Contr_33%			-0.010 9*** (-4.849 2)			-0.012 9*** (-4.819 6)			-0.033 6*** (-3.728 1)
Size	0.006 6*** (11.839 7)	0.003 1*** (6.241 4)	0.006 4*** (11.514 1)	0.007 9*** (11.969 3)	0.003 7*** (6.388 7)	0.007 8*** (11.683 1)	0.023 6*** (10.661 4)	0.006 2*** (3.138 9)	0.023 3*** (10.445 7)
Lev	0.016 7*** (4.866 9)	0.021 3*** (6.230 3)	0.0171*** (4.973 1)	0.019 0*** (4.650 0)	0.024 5*** (6.017 6)	0.019 4*** (4.751 8)	-0.026 4* (-1.924 7)	-0.002 9 (-0.215 2)	-0.025 3* (-1.849 5)
Roa	0.199 2*** (18.278 2)	0.195 2*** (17.794 0)	0.196 0*** (17.923 1)	0.224 6*** (17.329 8)	0.220 2*** (16.879 9)	0.221 1*** (17.007 1)	1.829 2*** (42.075 4)	1.816 9*** (41.440 3)	1.820 9*** (41.732 1)
Cashflow	-0.053 5*** (-6.734 0)	-0.056 1*** (-7.039 6)	-0.053 7*** (-6.766 6)	-0.05 80*** (-6.140 8)	-0.061 0*** (-6.444 2)	-0.058 2*** (-6.167 9)	-0.874 9*** (-27.606 7)	-0.887 1*** (-27.868 5)	-0.875 5*** (-27.628 5)
Growth	0.060 7*** (46.841 5)	0.061 8*** (47.693 5)	0.060 7*** (46.840 0)	0.081 3*** (52.782 5)	0.082 7*** (53.623 1)	0.081 3*** (52.771 3)	0.347 0*** (67.134 4)	0.352 6*** (68.041 3)	0.346 9*** (67.106 5)
Constant	-0.117 5*** (-9.791 6)	-0.050 8*** (-4.674 7)	-0.118 5*** (-9.831 4)	-0.144 5*** (-10.125 1)	-0.064 9*** (-5.029 9)	-0.146 0*** (-10.186 0)	-0.391 8*** (-8.184 0)	-0.055 9 (-1.288 0)	-0.396 4*** (-8.239 1)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	26 540	26 540	26 540	26 540	26 540	26 540	26 540	26 540	26 540
R ²	0.150 0	0.145 7	0.151 2	0.168 5	0.164 1	0.169 5	0.274 9	0.268 3	0.275 4

注:(1)括号内为经过White修正的*t*值,控制了行业层面的固定效应,在时间层面进行了absorb处理;(2)***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

在上述检验中发现,在存在控股股东的情况下,卖空机制对企业投资支出的治理效应符合“卖空压力假说”(假设H1)。在此,将进一步检验这种对投资支出的降低作用是否是因提高了投资效率也即抑制了过度投资引起的。为此,采用由Richardson^[52]模型经回归得到的过度投资OverINV和投资不足UnderINV作为模型式(1)的被解释变量并进行逐步回归,统计结果如表4所示。从表4列(1)~列(3)可知,列(1)中卖空机制引入Treat×Post与过度投资OverINV的回归系数显著为负,这表明卖空机制引入能够显著降低企业过度投资,并体现出卖空机制对企业投资的治理效应,这与Chang等^[15]、顾乃康和周艳利^[4]的结果一致。列(3)中将Treat×Post、Contr_33%以及Treat×Post×Contr_33%同时纳入模型进行回归,发现核心变量Treat×Post×Contr_33%与过度投资OverINV的回归系数为-0.007 4,且在5%的水平上显著,这意味着与不存在控股股东的企业相比,存在控股股东的企业在引入卖空机制后,其过度投资的下降程度更大。进一步地,针对投资不足UnderINV进行了与上述类似的检验。由表4列(6)可知,核心变量Treat×Post×Contr_33%与投资不足UnderINV的回归系数不显著,这表明在存在控股股东的企业中,卖空机制对投资不足没有产生显著影响。由此可见,与不存在控股股东的企业相比,存在控股股东的企业在引入卖空机制后不仅体现出更大程度的投资支出的下降,而且也表现出更大程度的过度投资的下降,但对投资不足没有显著影响。也即卖空机制引入对存在控股股东的企业产生更大的投资支出的下降是由相

应的更大的过度投资下降引起的,而与投资不足没有显著的因果关系。该研究结果再次支持了“卖空压力假说”(假设H1)。

表4 卖空机制实施、控股股东与过度投资(或投资不足)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	OverINV	OverINV	OverINV	UnderINV	UnderINV	UnderINV
Treat×Post	-0.015 1*** (-7.527 2)		-0.011 7*** (-4.674 8)	-0.002 3*** (-3.297 1)		-0.003 1*** (-3.344 8)
Contr_33%		-0.001 2 (-0.789 2)	0.000 3 (0.193 3)		0.002 5*** (4.709 5)	0.001 9*** (2.941 0)
Treat×Post×Contr_33%			-0.007 4** (-2.263 9)			0.001 6 (1.511 6)
Size	0.004 4*** (4.962 9)	0.001 5* (1.890 9)	0.004 5*** (5.054 6)	0.004 3*** (15.616 9)	0.003 7*** (15.241 3)	0.004 1*** (14.789 3)
Lev	0.004 8 (0.891 7)	0.008 4 (1.577 7)	0.005 3 (0.986 1)	-0.033 3*** (-19.089 9)	-0.032 5*** (-18.801 0)	-0.033 2*** (-19.072 3)
Roa	0.013 1 (0.744 1)	0.008 0 (0.454 5)	0.015 6 (0.882 5)	-0.016 5*** (-3.058 3)	-0.018 6*** (-3.433 3)	-0.018 2*** (-3.366 5)
Cashflow	0.004 5 (0.382 9)	0.002 5 (0.212 4)	0.004 8 (0.408 7)	-0.005 7 (-1.366 9)	-0.006 4 (-1.532 3)	-0.006 1 (-1.471 1)
Growth	0.045 5*** (26.908 3)	0.046 7*** (27.709 0)	0.045 4*** (26.872 6)	0.000 3 (0.357 5)	0.000 5 (0.649 5)	0.000 4 (0.508 5)
Constant	-0.026 2 (-1.224 3)	0.032 1 (1.601 3)	-0.028 6 (-1.332 9)	0.016 4*** (2.850 1)	0.026 9*** (5.203 8)	0.019 5*** (3.352 2)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	9 475	9 475	9 475	17 065	17 065	17 065
R ²	0.148 0	0.142 9	0.148 5	0.306 3	0.306 9	0.307 5

注:(1)括号内为经过White修正的t值,控制了行业层面的固定效应,在时间层面进行了absorb处理;(2)***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

(三)内生性检验与稳健性检验

鉴于前述的检验结果表明,与不存在控股股东的企业相比,卖空机制引入对存在控股股东的企业其过度投资的抑制作用更大,其结果导致企业投资支出的下降程度也更大,由此基于企业投资支出进行检验即可验证卖空的治理效应。在下面的内生性和稳健性检验以及后续的研究中,仅以投资支出作为被解释变量并做出报告。如此处理的另一个好处是可得本文的研究结果与 Grullon 等^[10]、顾乃康和周艳利^[4]的研究结果具有可比性,他们均采用投资支出作为被解释变量。

1. 基于PSM-DID的内生性检验

在上述基于模型式(1)的基准回归中,本文采用的多期DID检验方法在一定程度上解决了由反向因果关系带来的内生性问题,但仍然可能存在由样本选择偏差而产生的内生性问题。因此,本文参考权小锋和尹洪英的做法^[6],采用PSM-DID方法进一步解决由样本选择偏差引起的内生性问题。首先,选取样本期间内成为融资融券标的的企业作为处理组(Treat=1);其次,采用倾向值匹配(PSM)方法,根据沪深交易所《融资融券交易实施细则》以及配套规定中公布的融资融券标的的选取标准并结合企业特征因素,选择以下变量作为PSM配对变量:超额换手率、企业规模、财务杠杆、资产收益率、现金流比率、营业收入增长率、年份和行业等,并采用1:1最近邻不可重复匹配法,选择0.05的卡尺对样本进行匹配,最终从未成为融资融券标的的企业中找到与处理组相匹配的一组样本作为控制组(Treat=0),匹配

后的样本包含 6 265 组 (12 530 个) 公司年度数据; 再次, 基于 PSM 匹配后的样本再次进行多期 DID 估计。 t 检验结果表明, 在匹配后处理组和控制组的大部分匹配变量无显著的系统性差异, 满足双重差分估计的平行性假定。限于篇幅, 未报告此统计结果。表 5 列示了基于匹配样本的 PSM-DID 回归统计结果。表 5 结果显示, 我们关注的交乘项 $Treat \times Post \times Contr_33\%$ 与企业的投资支出 CAPX、Invest 和 $\Delta Tasset$ 的回归系数至少在 10% 的水平上显著为负, 这说明在控制了样本选择偏差的内生性问题后, 回归结果依然支持“卖空压力假说”(假设 H1)。

表 5 卖空机制实施、控股股东与企业投资支出: 基于 PSM-DID 的检验

变量	(1) CAPX	(2) Invest	(3) $\Delta Tasset$
Treat×Post	-0.008 9*** (-3.608 9)	-0.011 3*** (-3.792 5)	-0.045 7*** (-5.256 7)
Contr_33%	0.006 3*** (3.970 8)	0.007 4*** (3.889 3)	0.007 8 (1.398 7)
Treat×Post×Contr_33%	-0.007 7** (-2.189 1)	-0.008 6** (-2.056 2)	-0.022 1* (-1.793 3)
Constant	-0.180 0*** (-7.132 6)	-0.224 2*** (-7.398 8)	-1.041 4*** (-11.722 0)
Controls	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	12 530	12 530	12 530
R ²	0.162 6	0.180 3	0.344 9

注: (1) 控制变量包括企业规模Size、财务杠杆Lev、资产收益率Roa、当期现金流Cashflow和营业收入增长率Growth; (2) 括号内为经过White修正的 t 值, 控制了行业层面的固定效应, 在时间层面进行了absorb处理; (3) **、*、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

2. 基于转融券制度实施的稳健性检验

自 2013 年 2 月中国转融券制度实施以后, 券商可以通过中国证券金融公司这个平台向基金、保险等机构投资者及上市公司大股东借入股票, 再将这些借入的股票提供给客户融券卖空。转融券制度的实施, 使融资融券标的的升级为转融券标的, 从而进一步扩大了融资融券标的的券源, 潜在地增加了可供出借的股票数量也即卖空供给量, 其结果使得允许转融券的标的企业面临更大的事前威慑。在这种情况下, 卖空机制对控股股东的财富和声望的威慑作用也将更大, 从而进一步强化存在控股股东下的卖空治理效应。为了进一步检验转融券制度的实施对控股股东与企业投资支出之间关系的影响, 参考苏冬蔚和倪博^[53]的研究, 以沪、深两市所有融资融券试点标的企业作为研究样本 (即前述 $Treat=1$ 的样本), 以其中允许转融券的试点标的企业为处理组 ($ZRQ=1$), 不允许转融券的企业为控制组 ($ZRQ=0$), 并参照模型式 (1) 同样采用多期 DID 方法进行检验, 统计结果如表 6 所示。表 6 表明, 交乘项 $ZRQ \times Event \times Contr_33\%$ 与企业投资支出 CAPX、Invest 和 $\Delta Tasset$ 的回归系数至少在 10% 的水平上显著为负, 这意味着与不存在控股股东的企业相比, 存在控股股东的企业在卖空管制放松即转融券制度实施后, 其投资支出的下降程度更大, 由此进一步验证了本文的“卖空压力假说”(假设 H1)。

3. 区分融资交易与融券交易的稳健性检验

前述的检验从卖空的事前威慑的角度, 利用融资融券制度和转融券制度实施这两个准自然实验并采用多期 DID 方法对本文的研究假设进行了检验。在此基础上本文将转向卖空事后惩罚的角度, 检验存在控股股东下实际融券交易量对企业投资支出的真实影响。由于中国融资融券制度的一大特点是同时引入融资交易和融券交易, 而融资交易和融券交易可能会对企业财务行为产生不同的影响^[27], 所以在控股股东下检验融资融券制度对投资支出的治理效应时, 有必要区分融资交易和融券交易的影响。借鉴孟庆斌等^[47], 使用融券余额与流通市值之比 (再乘以 1 000) 来反映实际的融券交易量 Short, 以及融资余额与流

表6 转融券制度实施、控股股东与企业投资支出

变量	(1) CAPX	(2) Invest	(3) $\Delta Tasset$
ZRQ×Event	0.004 3 (1.623 1)	0.004 1 (1.296 4)	-0.015 3 (-1.426 8)
Contr_33%	0.005 6*** (3.528 7)	0.005 7*** (3.014 1)	0.013 7* (1.933 3)
ZRQ×Event×Contr_33%	-0.010 0*** (-2.869 6)	-0.010 6** (-2.558 9)	-0.026 7* (-1.760 8)
Constant	-0.092 4*** (-6.151 3)	-0.103 5*** (-5.769 7)	-0.364 8*** (-5.138 3)
Controls	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	15 684	15 684	15 684
R ²	0.162 0	0.181 2	0.294 9

注：（1）控制变量包括企业规模Size、财务杠杆Lev、资产收益率Roa、当期现金流Cashflow和营业收入增长率Growth；（2）括号内为经过White修正的t值，控制了行业层面的固定效应，在时间层面进行了absorb处理；（3）***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

通市值之比来反映实际的融资交易量Margin。融资融券交易数据均来源于Wind数据库。以沪、深两市所有融资融券试点标的企业作为研究样本（即前述Treat=1的样本），将Short、Margin及其与是否存在控股股东的虚拟变量Contr_33%的交乘项Short×Contr_33%、Margin×Contr_33%分别对投资支出CAPX、Invest与 $\Delta Tasset$ 进行OLS回归，并控制了年份和行业固定效应，统计结果如表7所示。从表7列（1）~列（3）可以看出，在不控制实际的融资交易量Margin的情况下，交乘项Short×Contr_33%的回归系数均在1%水平上显著为负，这表明与不存在控股股东的企业相比，存在控股股东的企业其实际的融券交易量Short越大，企业投资支出的下降程度也越大，符合“卖空压力假说”（假设H1）的预期。从表7列（4）~列（6）可以看出，在不控制实际的融券交易量Short的情况下，交乘项Margin×Contr_33%的回归系数均不显著，这表明在存在控股股东的企业中，实际的融资交易量Margin不会对投资支出产生影响。进一步地，由表7列（7）~列（9）可知，在将实际的融券交易量Short、融资交易量Margin及交乘项Short×Contr_33%、Margin×Contr_33%同时纳入检验后发现，交乘项Short×Contr_33%的回归系数至少在5%的水平上显著为负，而Margin×Contr_33%的回归系数仍不显著。这意味着，在存在控股股东的情况下，融资融券制度对企业投资支出所产生的治理效应是由融券交易决定的，排除了融资交易的影响。

4. 基于控股股东替代变量的稳健性检验

在前述的检验中主要使用第一大股东持股比例是否大于33%来反映是否存在控股股东。在此基础上，将实际的第一大股东持股比例First_holding以及分别以第一大股东持股比例30%、51%和67%为临界值^①构建反映控股股东不同控制程度的虚拟变量Contr_30%（若第一大股东持股大于30%则取值为1，否则为0）、Contr_51%（若第一大股东持股大于51%则取值为1，否则为0）和Contr_67%（若第一大股东持股大于67%则取值为1，否则为0）替代Contr_33%，并引入模型式（1）进行检验，统计结果如表8所示。表8的被解释变量为CAPX，列（1）中，当解释变量采用实际的第一大股东持股比例First_holding进行回归时，核心变量Treat×Post×First_holding的回归系数在1%的水平上显著为负，这表明在引入卖空机制后，第一大股东持股比例越高，企业投资支出的下降程度越大。在细分控股股东的控制程度后，从表8列（2）~列（4）可知，Treat×Post的回归系数均显著为负，且反映控股股东控制程度的虚拟变量Contr_30%、Contr_51%和Contr_67%的回归系数也均显著为正，而本文的核心变量即交乘项Treat×Post×

^① 股东持股比例达到30%以上是实务意义上的存在控股股东的标志；此外，依据《公司法》相关规定，股东持股比例达到51%以上，对公司拥有相对控制权，除公司重大事项以及公司章程特别规定的事项外，其他普通事项都可以通过；股东持股比例达到67%以上，对公司拥有绝对控制权，可以通过修改公司章程、增加或者减少注册资本，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式等重大事项的决议。

表7 融资融券交易量、控股股东与企业投资支出

变量	(1) CAPX	(2) Invest	(3) Δ Tasset	(4) CAPX	(5) Invest	(6) Δ Tasset	(7) CAPX	(8) Invest	(9) Δ Tasset
Short	0.001 5 (1.042 5)	0.002 2 (1.233 3)	0.001 9* (1.678 4)				0.000 7 (0.477 9)	0.001 0 (0.527 1)	-0.000 2 (-0.136 0)
Margin				0.013 9*** (3.210 0)	0.013 9*** (2.705 1)	0.018 9 (1.318 1)	0.014 7*** (3.048 6)	0.015 1*** (2.606 6)	0.059 9*** (2.907 5)
Contr_33%	-0.002 9 (-1.366 0)	-0.002 8 (-1.081 0)	0.013 3 (1.406 0)	-0.002 1 (-1.075 0)	-0.003 3 (-1.396 3)	-0.015 5** (-2.356 7)	-0.002 4 (-0.865 6)	-0.002 5 (-0.755 3)	0.012 0 (1.085 0)
Short×Contr_33%	-0.021 6*** (-2.820 5)	-0.030 3*** (-3.291 8)	-0.100 9*** (-3.050 9)				-0.020 1** (-2.501 6)	-0.028 1*** (-2.902 2)	-0.090 3*** (-2.773 6)
Margin×Contr_33%				0.000 3 (0.046 4)	0.001 0 (0.118 6)	0.015 6 (0.685 0)	-0.002 5 (-0.336 3)	-0.002 7 (-0.300 4)	0.000 7 (0.022 3)
Size	0.003 3*** (3.275 1)	0.004 0*** (3.343 8)	0.020 1*** (4.575 7)	0.004 6*** (5.515 6)	0.005 3*** (5.310 0)	0.016 7*** (6.031 9)	0.003 8*** (3.495 4)	0.004 5*** (3.439 0)	0.022 7*** (5.099 4)
Roa	0.026 1*** (3.598 7)	0.030 7*** (3.518 9)	0.077 4** (2.425 0)	0.027 0*** (4.437 5)	0.027 8*** (3.852 3)	0.071 7*** (3.577 4)	0.020 8*** (2.615 2)	0.024 4** (2.538 0)	0.094 1*** (2.932 6)
Growth	0.139 2*** (5.912 7)	0.164 0*** (5.781 5)	0.540 8*** (5.052 0)	0.096 8*** (4.965 5)	0.114 9*** (4.972 9)	1.087 4*** (16.913 6)	0.122 1*** (4.542 0)	0.149 4*** (4.610 9)	0.578 6*** (5.346 1)
Lev	-0.024 6 (-1.397 7)	-0.036 2* (-1.707 7)	-0.264 0*** (-3.409 4)	-0.018 7 (-1.315 4)	-0.025 8 (-1.530 9)	-0.653 8*** (-13.953 9)	-0.023 3 (-1.193 0)	-0.038 3 (-1.628 9)	-0.197 9** (-2.528 4)
Cashflow	0.050 9*** (16.108 2)	0.066 3*** (17.407 9)	0.134 2*** (9.945 7)	0.062 7*** (25.613 8)	0.085 8*** (29.572 4)	0.399 4*** (49.466 0)	0.054 5*** (16.256 8)	0.071 3*** (17.637 6)	0.121 2*** (9.040 7)
Constant	-0.077 8*** (-3.474 3)	-0.094 7*** (-3.511 0)	-0.448 1*** (-4.565 4)	-0.102 0*** (-5.411 8)	-0.117 1*** (-5.238 9)	-0.360 2*** (-5.791 6)	-0.091 2*** (-3.704 3)	-0.106 3*** (-3.579 9)	-0.524 0*** (-5.220 8)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6 775	6 775	6 775	6 519	6 519	6 519	6 519	6 519	6 519
R ²	0.1459	0.158 8	0.106 7	0.168 1	0.194 8	0.361 1	0.155 8	0.171 7	0.112 1

注：（1）括号内为经过White修正的t值，控制了行业层面的固定效应，在时间层面进行了absorb处理；（2）***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

Contr_30%、Treat×Post×Contr_51%和Treat×Post×Contr_67%的回归系数分别为-0.0096、-0.0100和-0.0157，且均在1%的水平上显著。不仅如此，这些交乘项的回归系数的绝对值表现出逐步增大的趋势。这意味着，随着控股股东持股比例（控制程度）的增加，卖空机制引入对企业投资支出的降低程度具有递增趋势。我们还使用Invest和 Δ Tasset替代CAPX作为被解释变量并进行与上述相同的检验，其回归统计结果与以CAPX为被解释变量的结果一致^①。总之，上述基于控股股东替代变量的稳健性检验结果进一步验证了“卖空压力假说”（假设H1）的预期。

四、进一步的研究

前述的研究已经表明，卖空机制作为一种外部治理机制，能够强化对存在控股股东的企业其投资支出或过度投资的治理效应。然而，传统的公司内部治理机制与基于卖空的治理机制之间的交互作用可能会影响卖空事前威慑效应的发挥^[46]。因此，内部股权治理机制（例如：股权制衡、机构投资者持股和类型、个人投资者持股）可能会交互地影响卖空的治理效应，并产生差异化的影响。在此，将上述检验结果纳入整个股权结构的框架中进行深入考察，也即从股权制衡度、机构投资者持股和类型以及个人投资

① 限于篇幅，未列示回归统计结果，有需要者可向作者索取。

表 8 卖空机制实施、控股股东的控制程度与企业投资支出

变量	(1) CAPX	(2) CAPX	(3) CAPX	(4) CAPX
Treat×Post	-0.002 6 (-0.895 0)	-0.011 6*** (-5.889 0)	-0.015 5*** (-10.237 1)	-0.016 8*** (-11.699 3)
First_holding	0.024 8*** (6.067 7)			
Treat×Post×First_holding	-0.040 5*** (-5.625 0)			
Contr_30%		0.006 3*** (5.055 9)		
Treat×Post×Contr_30%		-0.009 6*** (-4.164 6)		
Contr_51%			0.006 3*** (3.878 3)	
Treat×Post×Contr_51%			-0.010 0*** (-3.532 4)	
Contr_67%				0.008 1** (2.366 9)
Treat×Post×Contr_67%				-0.015 7*** (-2.640 5)
Constant	-0.121 7*** (-10.061 7)	-0.118 9*** (-9.864 2)	-0.115 2*** (-9.493 6)	-0.116 1*** (-9.605 0)
Controls	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
N	26 540	26 540	26 540	26 540
R ²	0.151 5	0.151 0	0.150 6	0.150 3

注：（1）控制变量包括企业规模Size、财务杠杆Lev、资产收益率Roa、当期现金流Cashflow和营业收入增长率Growth；（2）括号内为经过White修正的t值，控制了行业层面的固定效应，在时间层面进行了absorb处理；（3）***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

者持股对控股股东下的卖空治理效应进行进一步的分组检验。

（一）股权制衡度的影响

股权制衡是一种来自内部股权结构的治理机制，且股权制衡度较低意味着，制衡第一大股东的其他大股东的持股比例相对较低，也即其他大股东对第一大股东的制衡作用较低。在引入卖空机制后，卖空机制作为一种外部治理机制将可能替代股权制衡机制对存在控股股东的企业其投资支出起到抑制作用。也就是说，在股权制衡度较低的企业，卖空机制对存在控股股东的企业其投资支出的治理效应将更显著。反之，在股权制衡度较高的企业，其他大股东对第一大股东的制衡作用较高，即使引入了卖空机制，卖空机制对存在控股股东的企业其投资支出的治理作用有可能削弱或难以发挥作用。为了对此做出检验，参考焦健等^[54]，采用Z指数即“前五大股东持股比例与第一大股东持股比例的占比”来衡量股权制衡度EBD，并构建了反映股权制衡度的虚拟变量EBD_dum，当股权制衡度EBD大于样本均值时，EBD_dum取值为1，否则为0。在此基础上将样本划分为股权制衡度较高（EBD_dum=1）和股权制衡度较低（EBD=0）的两组企业并依照模型式（1）进行分组检验。表9列示的回归统计结果表明，在股权制衡度较高的企业中，Treat×Post×Contr_33%的回归系数均不显著，而在股权制衡度较低的企业中该回归系数均在1%的水平上显著为负。这说明与股权制衡度较高的企业相比，在股权制衡度较低的企业中，卖空机制对存在控股股东的企业其投资支出的抑制作用更大，并与上述预期一致。这也意味着在抑制存在控

股股东的企业其投资支出方面,作为外部治理机制的卖空机制与股权制衡这一内部股权治理机制存在替代关系。

表9 卖空机制实施、控股股东与企业投资支出:基于股权制衡度的分组检验

变量	股权制衡度较高的企业			股权制衡度较低的企业		
	(1) CAPX	(2) Invest	(3) $\Delta Tasset$	(4) CAPX	(5) Invest	(6) $\Delta Tasset$
Treat×Post	-0.005 0 (-1.555 7)	-0.002 9 (-0.725 5)	-0.009 5 (-0.637 1)	-0.004 8 (-1.628 6)	-0.006 5* (-1.869 5)	-0.019 9* (-1.825 4)
Contr_33%	0.005 0 (1.117 6)	0.002 9 (0.536 0)	0.035 5* (1.720 6)	0.014 0*** (7.655 0)	0.016 5*** (7.636 7)	0.064 5*** (9.525 6)
Treat×Post×Contr_33%	-0.009 3 (-1.425 7)	-0.011 6 (-1.465 1)	-0.040 6 (-1.355 7)	-0.015 0*** (-4.597 5)	-0.016 6*** (-4.301 9)	-0.070 8*** (-5.866 8)
Constant	-0.254 2*** (-8.431 9)	-0.280 7*** (-7.640 5)	-0.791 5*** (-5.689 3)	-0.115 4*** (-7.520 6)	-0.142 5*** (-7.877 2)	-0.392 6*** (-6.915 9)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	10 600	10 600	10 600	15 940	15 940	15 940
R ²	0.156 9	0.173 8	0.278 8	0.154 3	0.174 3	0.284 9

注:(1)控制变量包括企业规模Size、财务杠杆Lev、资产收益率Roa、当期现金流Cashflow和营业收入增长率Growth;(2)括号内为经过White修正的t值,控制了行业层面的固定效应,在时间层面进行了absorb处理;(3)***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

(二)机构投资者持股和类型的影响

机构投资者在公司治理中扮演着不可或缺的角色,成为推动公司治理的重要外部力量。相关文献表明,机构投资者持股比例与上市公司被关联方占用资金的程度显著负相关^[55];机构投资者持股能够有效抑制管理层的盈余管理行为,提高公司治理水平^[56-57];降低企业过度投资和投资不足,对企业投资效率发挥积极的监督作用^[58]。然而,不同性质和类型的机构投资者参与公司治理的积极性往往存在差异。根据牛建波等^[59]和李争光等^[60]的研究,机构投资者可以分为稳定型机构投资者和交易型机构投资者两类。与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者能显著提升自愿性信息披露程度^[59],抑制公司的盈余管理行为^[60],表明稳定型机构投资者发挥了公司监督者的作用。此外,卖空机制的引入对机构投资者参与公司治理的作用也存在影响。相关学者研究表明,卖空机制这一重要市场机制的引入与稳定型或长期机构投资者的共同作用能够降低股价崩盘风险^[61],改善公司治理水平,有效抑制盈余管理行为^[62]。但也有部分学者得出相反的结论,认为机构持股和卖空机制的共同治理效应是替代而非协同关系,即卖空机制削弱了机构持股对企业业绩预告精确度的正向影响^[63]。甚至有研究表明,二者之间不存在共同治理效应,反而卖空机制提高了机构投资者的投机性,加剧了股价崩盘风险^[64]。有鉴于此,有必要在存在控股股东的情况下,探讨和检验机构投资者是否会对卖空的治理效应产生影响以及如何产生影响。

对于稳定型机构投资者来说,其持股比例较高,持股周期较长,并通过发声和退出威胁发挥监督管理者、制衡控股股东、约束企业行为的治理作用,这类机构投资者通常不会轻易将持有的股票出借给潜在的卖空者,也即其所持股票不太容易转化为卖空供应量,但可能会与卖空机制一起交互地影响治理效应的发挥。而对于交易型机构投资者(如ETFs)而言,其往往持股比例较低且交易频繁,更倾向于通过短期交易以获取超额收益,因此并不具有参与公司治理的内在激励,所以其更可能出于自身利益的考虑而将所持股票出借出去,正是这些交易型机构投资者所持有的股票才更有可能转化为卖空供应量,助力卖空的事前威慑效应。总体来看,机构投资者一方面可能通过积极参与监督和治理而与卖空机制一起互补或替代性地发挥治理效应;另一方面也可能通过增加卖空供应量而强化卖空本身的治理效应。为了对这一问题做出探究,进行了以下两个层次的深入检验。

首先, 针对机构投资者的持股进行检验, 目的是检验机构投资者持股与卖空机制的共同作用有无起到抑制存在控股股东的企业其投资支出的作用。为此本文构建了机构投资者持股的虚拟变量Inst, 当机构投资者持股比例大于样本均值时, Inst取值为1, 否则为0。然后将样本划分为机构投资者持股较高 (Inst=1) 和机构投资者持股较低 (Inst=0) 的两组企业并按照模型式 (1) 进行分组检验。表10中Panel A的回归统计结果表明, 在机构投资者持股较高的企业中, Treat×Post×Contr_33%的回归系数至少在5%水平上显著为负, 而在机构投资者持股较低的企业中, 该回归系数不显著。这说明, 与机构投资者持股较低的企业相比, 在机构投资者持股较高的企业中, 卖空机制对存在控股股东的企业其投资支出的抑制作用更大。这也意味着在抑制存在控股股东的企业其投资支出方面, 卖空机制与机构投资者持股的共同作用使得投资支出显著下降了。然而, 该结果既可能是卖空机制与稳定型机构投资者这一股权治理机制的共同作用而产生的互补关系造成的, 也可能是交易型机构投资者的存在所带来的潜在卖空供应量增加而造成的。为了对此做出识别, 我们进行了进一步的检验。

表10 卖空机制实施、控股股东与企业投资支出: 基于机构投资者的分组检验

Panel A: 基于机构投资者持股的分组检验						
变量	机构投资者持股较高的企业			机构投资者持股较低的企业		
	(1) CAPX	(2) Invest	(3) ΔTasset	(4) CAPX	(5) Invest	(6) ΔTasset
Treat×Post	-0.007 5*** (-2.738 7)	-0.009 4*** (-2.879 5)	-0.042 6*** (-5.620 2)	-0.016 7*** (-6.119 0)	-0.019 9*** (-6.095 6)	-0.077 7*** (-5.470 8)
Contr_33%	0.000 3 (0.178 4)	-0.000 5 (-0.208 5)	-0.007 9 (-1.365 2)	0.017 3*** (8.615 1)	0.020 3*** (8.441 0)	0.163 1*** (13.844 2)
Treat×Post×Contr_33%	-0.006 4** (-2.126 5)	-0.007 2** (-1.998 1)	-0.022 0*** (-2.577 4)	-0.006 1 (-1.196 8)	-0.003 7 (-0.612 3)	-0.004 5 (-0.163 5)
Constant	-0.142 7*** (-8.845 2)	-0.169 3*** (-8.759 3)	-0.518 0*** (-9.506 6)	-0.197 9*** (-8.895 1)	-0.249 5*** (-9.354 3)	-0.983 3*** (-7.770 3)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	13 517	13 517	13 517	13 023	13 023	13 023
R ²	0.166 4	0.185 6	0.340 1	0.150 1	0.167 0	0.276 1
Panel B: 基于机构投资者类型的分组检验						
变量	稳定型机构投资者持股的企业			交易型机构投资者持股的企业		
	(1) CAPX	(2) Invest	(3) ΔTasset	(4) CAPX	(5) Invest	(6) ΔTasset
Treat×Post	-0.007 9*** (-3.004 1)	-0.009 3*** (-2.940 9)	-0.048 2*** (-5.374 5)	-0.012 9*** (-3.883 4)	-0.014 7*** (-3.646 0)	-0.054 7*** (-3.536 9)
Contr_33%	0.004 8** (2.487 0)	0.005 7** (2.436 4)	0.006 2 (0.946 0)	0.006 4** (2.567 5)	0.007 9*** (2.611 3)	0.030 9** (2.563 7)
Treat×Post×Contr_33%	-0.010 3*** (-3.328 7)	-0.012 3*** (-3.287 4)	-0.026 2** (-2.484 8)	-0.001 4 (-0.312 0)	-0.005 8 (-1.059 3)	-0.022 5 (-1.059 7)
Constant	-0.182 3*** (-10.681 8)	-0.211 3*** (-10.230 1)	-0.684 3*** (-11.757 1)	-0.240 9*** (-9.387 6)	-0.308 8*** (-9.863 2)	-0.809 5*** (-6.494 3)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	11 911	11 911	11 911	10 064	10 064	10 064
R ²	0.173 1	0.188 8	0.356 6	0.162 9	0.184 8	0.344 2

注: (1) 控制变量包括企业规模Size、财务杠杆Lev、资产收益率Roa、当期现金流Cashflow和营业收入增长率Growth; (2) 括号内为经过White修正的t值, 控制了行业层面的固定效应, 在时间层面进行了absorb处理; (3) **、*、***分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

其次,针对机构投资者的类型做出检验,目的是针对上述发现进一步判别机构投资者持股与卖空机制对存在控股股东的企业其投资支出产生的抑制作用到底是由稳定型机构投资者决定的还是由交易型机构投资者决定的。因此,借鉴牛建波等^[59]的方法^①,将样本划分为稳定型机构投资者持股为主(Stable=1)和交易型机构投资者持股为主(Stable=0)的两组企业并按照模型式(1)进行分组检验。由表10 Panel B 回归统计结果表明,在稳定型机构投资者持股为主的企业中,Treat×Post×Contr_33%的回归系数至少在5%的水平上显著为负,而在交易型机构投资者持股为主的企业中该系数均不显著。这说明,与交易型机构投资者持股为主的企业相比,在稳定型机构投资者持股为主的企业中,卖空机制对存在控股股东的企业其投资支出的抑制作用更大。这也意味着在抑制存在控股股东的企业其投资支出方面,卖空机制与机构投资者这一股权治理机制存在互补关系,且这种互补关系是由稳定型机构投资者所起到的监督和治理作用引起的,而不是由交易型机构投资者的存在可能增加潜在卖空供应量引起的。总之,上述基于机构投资者持股和类型的检验结果均表明,作为外部治理机制的卖空机制与机构投资者这一内部股权治理机制在抑制存在控股股东的企业其投资支出方面存在互补关系。

(三)个人投资者持股的影响

在中国证券市场上充斥着大量的不具有信息优势的个人投资者(噪音交易者或“散户”)。一方面,这些不愿也不会起到积极治理作用的噪音交易者的存在及“跟风”行为可能会对卖空行动起到“推波助澜”的作用,强化由卖空机制引起的股价下跌压力或者加快由实际卖空交易引起的股价下跌速度。另一方面,卖空行动也可能有助于将这些噪音交易者逐出市场^[65],减少噪音交易,从而有利于卖空治理效应的发挥。为了对此做出检验,本文在龙晓旋等^[66]研究的基础上,采用“1-前5大股东持股比例之和-机构投资者持股比例”来衡量个人投资者持股比例。本文构建了反映个人投资者持股的虚拟变量Indiv,当个人投资者持股比例大于均值时,Indiv取值为1,否则为0,然后将样本划分为个人投资者持股较高(Indiv=1)和个人投资者持股较低(Indiv=0)的两组企业并按照模型式(1)进行分组检验,回归统计结果如表11所示。

表 11 卖空机制实施、控股股东与企业投资支出:基于个人投资者持股的分组检验

变量	个人投资者持股较高的企业			个人投资者持股较低的企业		
	(1) CAPX	(2) Invest	(3) ΔTasset	(4) CAPX	(5) Invest	(6) ΔTasset
Treat×Post	-0.012 7*** (-5.435 8)	-0.015 1*** (-5.535 6)	-0.075 7*** (-7.619 0)	-0.011 4*** (-3.881 7)	-0.013 9*** (-3.964 2)	-0.046 0*** (-6.528 9)
Contr_33%	0.010 9*** (6.285 9)	0.011 8*** (5.871 9)	0.051 5*** (6.994 5)	0.001 0 (0.540 4)	0.000 6 (0.284 6)	-0.009 6* (-1.731 4)
Treat×Post×Contr_33%	-0.001 6 (-0.305 7)	-0.001 4 (-0.224 7)	-0.020 7 (-0.929 3)	-0.007 6** (-2.392 6)	-0.008 9** (-2.328 7)	-0.031 0*** (-3.839 3)
Constant	-0.108 9*** (-5.530 5)	-0.126 3*** (-5.508 6)	-0.368 4*** (-4.399 4)	-0.113 5*** (-7.047 3)	-0.139 9*** (-7.225 8)	-0.537 3*** (-9.414 0)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	11 284	11 284	11 284	15 256	15 256	15 256
R ²	0.119 9	0.128 2	0.249 6	0.178 8	0.202 2	0.390 2

注:(1)控制变量包括企业规模Size、财务杠杆Lev、资产收益率Roa、当期现金流Cashflow和营业收入增长率Growth;(2)括号内为经过White修正的t值,控制了行业层面的固定效应,在时间层面进行了absorb处理;(3)***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

①牛建波等^[59]所提出的测定机构投资者异质性的具体公式为: $SD_{i,t} = INVH_{i,t} / \text{STD}(INVH_{i,t-3}, INVH_{i,t-2}, INVH_{i,t-1})$,其中, $INVH_{i,t-1}$ 表示公司*i*在*t*年的机构投资者持股比例; $\text{STD}(INVH_{i,t-3}, INVH_{i,t-2}, INVH_{i,t-1})$ 表示公司*i*前三年机构投资者持股比例的标准差; $SD_{i,t}$ 表示公司*i*在*t*年机构投资者持股比例与其过去三年机构投资者持股比例标准差的比值, $\text{MEDIAN}_{t,j}(SD_{t,j})$ 表示*t*年的行业*j*的中位数; $Stable_{i,j}$ 为机构投资者类型的虚拟变量。当 $SD_{i,t} \geq \text{MEDIAN}_{t,j}(SD_{t,j})$ 时, $Stable_{i,j}$ 取值为1,表示公司*i*在*t*年的机构投资者为稳定型机构投资者;否则取值为0,表示公司*i*在*t*年的机构投资者为交易型机构投资者。

由表11可知,在个人投资者持股较高的样本中, Treat×Post×Contr_33%的回归系数均不显著,而在个人投资者持股较低的样本中该回归系数至少在5%的水平上均显著为负。这说明与个人投资者持股较高的企业相比,在个人投资者持股较低的企业中,卖空机制引入对存在控股股东的企业其投资支出的抑制作用更大。这也意味着中国股市中充斥的“散户”并没有对卖空行动起到“推波助澜”的作用,反而中国卖空机制有利于更多的知情交易者进入市场,从而将“散户”这类噪音交易者逐出市场,并通过减少噪音交易而实现控股股东下的卖空治理效应的发挥。

五、结论与政策启示

本文以中国资本市场2010年3月实施的融资融券制度作为准自然实验,基于企业的投资行为,采用双重差分方法检验了在中国“一股独大”的股权结构背景下,控股股东的存在及其持股程度是否以及如何影响卖空的治理效应。本文还考察了传统的内部股权治理机制(如股权制衡、机构投资者持股和类型以及个人投资者持股)对存在控股股东情形下的卖空治理效应的影响。研究发现,与不存在控股股东的企业相比,存在控股股东的企业在引入卖空机制后,其投资支出的下降程度更大,且这种治理作用是通过抑制企业过度投资引起的,这说明,中国控股股东的存在有效促进了卖空治理效应的发挥。不仅如此,控股股东的持股比例越高,卖空的治理效应也越大。这些实证结果具有较好的稳健性且支持了本文提出的“卖空压力假说”的预期,也即存在控股股东的企业,其由卖空机制带来的股价下跌压力而对控股股东的财富和声望造成的损失可能更大,进而导致控股股东的投资行为受到卖空机制的约束作用就越大,从而发挥出更大的卖空治理效应。我们还发现,存在控股股东的企业其卖空治理效应的发挥还受内部股权治理机制的影响,具体的,在股权制衡较弱的企业、机构投资者持股较高或主要由稳定型机构投资者持股的企业以及个人投资者持股较低的企业中,卖空的上述治理效应得到强化。这也意味着,在抑制存在控股股东的企业其投资支出方面,作为外部治理机制的卖空机制与股权制衡这一内部股权治理机制存在替代关系,与机构投资者存在互补关系。以上研究结果表明,中国企业以大股东控制为典型特征的股权结构有效促进了卖空治理效应的发挥,因此在卖空治理效应的研究中应重视中国股权结构的重要影响。本文为卖空机制治理效应的研究提供来自中国企业股权结构视角的经验证据。

本文的研究结论具有如下政策启示:第一,由于存在控股股东下卖空机制发挥出了更大的治理效应,所以进一步完善融资融券制度、有效发挥卖空的外部治理效应可能是改善中国上市公司治理水平的重要举措。有鉴于此,政府和监管部门应继续放松卖空约束,扩大融券标的范围,丰富融券券源和供给,并降低卖空交易门槛和交易成本,以放大卖空的事前威慑效应和事后惩罚效应,抑制控制股东的代理行为。第二,由于存在控股股东下卖空机制能够替代股权制衡机制或与机构投资者互补性地起到公司治理的作用,所以面对潜在的卖空冲击,存在控股股东的企业应主动优化股权结构,改善股权制衡机制,支持机构投资者参与公司治理,推动内部的股权治理机制与外部的卖空机制形成内外一致的治理系统,从而降低卖空冲击的可能性或卖空可能带来的价值损失。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 张璇,周鹏,李春涛. 卖空与盈余质量: 来自财务重述的证据[J]. 金融研究, 2016(8): 175-190.
- [3] 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+96.
- [4] 顾乃康,周艳利. 卖空制度、企业投资与资源配置效率[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2020, 60(1): 198-207.
- [5] 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.
- [6] 权小锋,尹洪英. 中国式卖空机制与公司创新: 基于融资融券分步扩容的自然实验[J]. 管理世界, 2017(1): 128-144+187-188.
- [7] 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, 16(3): 1143-1172.
- [8] 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, 36(11): 143-167.
- [9] 张洪辉,平帆,章琳一. 融券制度与内部人寻租: 来自准自然实验的经验证据[J]. 经济管理, 2020, 42(3): 166-191.
- [10] GRULLON G, MICHENAUD S, WESTON J P. The real effects of short-selling constraints[J]. *The Review of Financial Studies*, 2015, 28(6): 1737-1767.

- [11] 王仲兵, 王攀娜. 放松卖空管制与企业投资效率: 来自中国资本市场的经验证据 [J]. *会计研究*, 2018 (9): 80–87.
- [12] CLINCH G, LI W, ZHANG Y. Short selling and firms' disclosure of bad news: evidence from regulation SHO[J]. *Journal of Financial Reporting*, 2019, 4 (1): 1–23.
- [13] MASSA M, ZHANG B, ZHANG H. The invisible hand of short selling: does short selling discipline earnings management[J]. *The Review of Financial Studies*, 2015a, 28 (6): 1701–1736.
- [14] 陈晖丽, 刘峰. 融资融券的治理效应研究: 基于会计稳健性的视角 [J]. *中国会计评论*, 2014, 12 (Z1): 277–294.
- [15] CHANG E, LIN T, MA X. Does short selling discipline overinvestment? [J/OL]. *Social Science Electronic Publishing*, 2015, <http://hdl.handle.net/10722/208755>.
- [16] 靳庆鲁, 侯青川, 李刚, 等. 放松卖空管制、公司投资决策与期权价值 [J]. *经济研究*, 2015, 50 (10): 76–88.
- [17] MASSA M, WU F, ZHANG H, et al. Saving long-term investment from short-termism: the surprising role of short selling[J/OL]. *Social Science Electronic Publishing*, 2015b, <https://ssrn.com/abstract=2558876>.
- [18] CHANG E C, LIN T C, MA X C. Does short-selling threat discipline managers in mergers and acquisitions decisions?[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2019, 68 (1): 1–18.
- [19] 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.
- [20] 周艳利, 顾乃康. 卖空机制引入能提升公司价值吗: 来自融资融券制度的检验证据 [J]. *财贸研究*, 2020, 31 (3): 81–96.
- [21] 黄俊威, 龚光明. 融资融券制度与公司资本结构动态调整: 基于“准自然实验”的经验证据 [J]. *管理世界*, 2019, 35 (10): 64–81.
- [22] 陈胜蓝, 卢锐. 卖空压力与控股股东私利侵占: 来自卖空管制放松的准自然实验证据 [J]. *管理科学学报*, 2018, 21 (4): 67–85.
- [23] 佟爱琴, 马惠娴. 卖空的事前威慑、公司治理与高管隐性腐败 [J]. *财贸经济*, 2019, 40 (6): 85–100.
- [24] LI Y, ZHANG L. 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.
- [25] 黄超. 卖空机制与负面信息披露质量: 来自业绩预告制度的经验证据 [J]. *金融理论与实践*, 2019 (9): 95–104.
- [26] LUO J, NI X, TIAN G G. Short selling and corporate tax avoidance: insights from a financial constraint view[J/OL]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2020, 61: 101323. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927538X20300019>.
- [27] 郝项超, 梁琪, 李政. 融资融券与企业创新: 基于数量与质量视角的分析 [J]. *经济研究*, 2018, 53 (6): 127–141.
- [28] LA PORTA R, LOPEZ DE SILANES F, SHLEIFER A, et al. Corporate ownership around the world[J]. *Journal of Finance*, 1999, 54 (5): 471–517.
- [29] CLAESSENS S, DJANKOV S, FAN J, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings[J]. *Journal of Finance*, 2002, 57 (6): 2741–2771.
- [30] LEMMON M L, LINS K V. Ownership structure, corporate governance and firm value: evidence from the East Asian financial crisis[J]. *Journal of Finance*, 2003 (58): 1445–1468.
- [31] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排: 来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据 [J]. *会计研究*, 2004 (12): 3–13, 97.
- [32] 窦欢, 陆正飞. 大股东代理问题与上市公司的盈余持续性 [J]. *会计研究*, 2017 (5): 32–39+96.
- [33] SHLEIFER A, VISHNY R. A survey of corporate governance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52 (2): 737–783.
- [34] LA PORTA R, LOPEZ DE SILANES F, SHLEIFER A, et al. Investor protection and corporate governance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000 (58): 2–28.
- [35] CLAESSENS S, DJANKOV S, LANG L. The separation of ownership and control in East Asian corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000 (58): 81–112.
- [36] RAJESH K A, SAMWICK A A. Empire-builders and shirkers: investment, firm performance and managerial incentives[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12 (3): 489–515.
- [37] 冉茂盛, 钟海燕, 文守逊, 等. 大股东控制影响上市公司投资效率的路径研究 [J]. *中国管理科学*, 2010, 18 (4): 165–172.
- [38] 王鹏, 周黎安. 控股股东的控制权、所有权与公司绩效: 基于中国上市公司的证据 [J]. *金融研究*, 2006 (2): 88–98.
- [39] 俞红海, 徐龙炳, 陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资 [J]. *经济研究*, 2010, 45 (8): 103–114.
- [40] 叶松勤, 徐经长. 大股东控制与机构投资者的治理效应: 基于投资效率视角的实证分析 [J]. *证券市场导报*, 2013 (5): 35–42.
- [41] 顾乃康, 邓剑兰, 陈辉. 控股股东侵占与企业投融资决策研究 [J]. *管理科学*, 2015, 28 (5): 54–66.
- [42] 顾乃康, 邓剑兰, 陈辉. 消极抑或积极的控股股东及其投资决策: 基于实物期权的理论模型与检验 [J]. *投资研究*, 2016, 35 (3): 73–91.
- [43] 安灵, 刘星, 白艺昕. 股权制衡、终极所有权性质与上市企业非效率投资 [J]. *管理工程学报*, 2008 (2): 122–129.
- [44] 窦炜, 刘星, 安灵. 股权集中、控制权配置与公司非效率投资行为: 兼论大股东的监督抑或合谋?[J]. *管理科学学报*, 2011, 14 (11): 81–96.

- [45] 孙焱林, 何振宇. 卖空机制与上市公司非效率投资: 基于信息不对称和委托代理视角[J]. 金融与经济, 2020(8): 34-41.
- [46] MASSA M, ZHANG B, ZHANG H. Governance through threat: does short selling improve internal governance?[J/OL]. Social Science Electronic Publishing, 2013, <https://ssrn.com/abstract=2291474>.
- [47] 孟庆斌, 侯德帅, 汪叔夜. 融券卖空与股价崩盘风险: 基于中国股票市场的经验证据[J]. 管理世界, 2018, 34(4): 40-54.
- [48] NEZAFAT P, SHEN T, WANG Q. Short selling, agency, and corporate investment[J/OL]. Social Science Electronic Publishing, 2014, <https://ssrn.com/abstract=2517148>.
- [49] MILLER E M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion[J]. *Journal of Finance*, 1977, 32(4): 1151-1168.
- [50] BRIS A, GOETZMANN W N, ZHU N. Efficiency and the bear: short sales and markets around the world[J]. *Journal of Finance*, 2007, 62(3): 1029-1079.
- [51] KARPOFF J M, LOU X. Short sellers and financial misconduct[J]. *Journal of Finance*, 2010, 65(5): 1879-1913.
- [52] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [53] 苏冬蔚, 倪博. 转融券制度、卖空约束与股价变动[J]. 经济研究, 2018, 53(3): 110-125.
- [54] 焦健, 刘银国, 刘想. 股权制衡、董事会异质性与大股东掏空[J]. 经济学动态, 2017(8): 62-73.
- [55] 王琨, 肖星. 机构投资者持股与关联方占用的实证研究[J]. 南开管理评论, 2005(2): 27-33.
- [56] 高雷, 张杰. 公司治理、机构投资者与盈余管理[J]. 会计研究, 2008(9): 64-72+96.
- [57] 薄仙慧, 吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角[J]. 经济研究, 2009, 44(2): 81-91+160.
- [58] 计方, 刘星. 机构投资者持股对企业非效率投资行为的治理效应[J]. 财政研究, 2011(3): 69-72.
- [59] 牛建波, 吴超, 李胜楠. 机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露[J]. 管理评论, 2013, 25(3): 48-59.
- [60] 李争光, 赵西卜, 曹丰. 机构投资者异质性与盈余管理[J]. 软科学, 2015, 29(7): 69-72.
- [61] 杨棉之, 赵鑫, 张伟华. 机构投资者异质性、卖空机制与股价崩盘风险: 来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2020(7): 167-180.
- [62] 孙翔宇, 孙谦. 机构投资者持股对公司的威慑和治理作用: 基于融资融券的视角[J]. 金融学季刊, 2019, 13(2): 25-65.
- [63] 王为菊. 机构持股、卖空机制与业绩预告精确度[J]. 市场周刊, 2019(5): 114-116.
- [64] 孙翔宇, 孙谦. 机构投资者异质性、融资融券制度与股价崩盘风险[J]. 上海金融, 2019(10): 8-18.
- [65] 才静涵, 夏乐. 卖空制度、流动性与信息不对称问题研究: 香港市场的个案[J]. 管理科学学报, 2011, 14(2): 71-85.
- [66] 龙晓旋, 邢韬, 骆琳. 社保基金与个人投资者持股对企业创新影响的研究: 基于中国上市公司专利数据的实证检验[J]. 武汉金融, 2019(1): 52-60.

Governance Effects of Short Selling from the Perspective of Controlling Shareholders

GU Naikang, LUO Yan

(School of Business, Sun Yat-Sen University, Guangzhou Guangdong 510275, China)

Abstract: The impact of China's dominant special ownership structure on the governance effect of short selling cannot be ignored. Taking the implementation of margin trading and short selling system as a quasi-natural experiment, and based on corporate investment behavior, in this paper, Difference-in-Difference method was used to examine the impact of controlling shareholders on governance effect of short selling in China. Furthermore, the impact of the internal ownership governance mechanism (such as balanced ownership structure, institutional investors and individual investors) on the governance effect of short selling under the existence of controlling shareholders was also investigated. The results show that, compared with firms without controlling shareholders, firms with controlling shareholders had a greater decrease in investment expenditure or overinvestment after the introduction of short selling mechanism, which is consistent with the expectations of 'short-selling pressure hypothesis' proposed by this paper. Moreover, the higher control degree of the controlling shareholder, the greater governance effect of short selling. After a series of endogeneity and robustness tests, the conclusions still hold. Further research shows that, the above governance effect of short selling was strengthened in firms with weaker balanced ownership structure, higher institutional investors shareholdings or mainly owned by stable institutional investors and lower individual investors shareholdings. The conclusion shows that the special ownership structure of controlling shareholders in China effectively promotes the governance effect of short selling.

Keywords: short selling; governance effect; controlling shareholders; ownership structure; investment behavior

[责任编辑: 宋宏]