

卖空压力抑制经理人私有收益吗?

——基于中国放松卖空管制的准自然实验

邵毅平, 路军

(浙江财经大学, 会计学院, 浙江 杭州 310018)

摘要: 针对放松卖空管制能否抑制经理人私利问题, 文章借助我国融资融券制度逐步推行提供的准自然实验机会, 采取双重差分法研究了卖空压力对公司经理人私有收益的影响。研究发现, 卖空压力显著抑制了经理人的私有收益, 在进行了多项稳健性检验之后, 该结论依旧成立。进一步的研究中文章还发现, 卖空压力对经理人私有收益的抑制作用在信息透明度高、经理人权力较大、行业竞争激烈的公司中表现得更为明显。结论表明, 作为一种外部治理机制, 融资融券业务带来的卖空压力缓解了公司内部的委托代理问题。

关键词: 融资融券制度; 卖空压力; 私有收益

中图分类号: F230 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2018)07-0058-10

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2018.07.006

Do Short-selling Pressures Depress Executives' Private Profits?

——Based on a Quasi-natural Experiment of China's Deregulation of Short-selling

SHAO Yi-ping, LU Jun

(School of Accounting, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou 310018, China)

Abstract: The issue of whether relaxing short-selling regulation disciplines managers' private benefits is of critical importance. This paper, with the aid of phase margin trading system launched in China which provides a quasi-natural experimental setting, uses the difference-in-difference method to study the influence of short-selling pressure on managers' private benefits in a company. The study finds that short-selling pressure significantly disciplines managers' private benefits, and the conclusion remains tenable after a number of robustness tests. In further researches, we also find that the discipline on managers' private benefits from short-selling pressure is much more significant when the information transparency is higher, or the executive power is larger, or the competition of industry which companies belong to is fiercer. Conclusions of this paper indicate that as an external governance mechanism, short-selling pressure caused by margin trading relieves the principal/agent problem within the company.

Key words: phase margin trading system; short-selling pressure; private benefits

一、引言

卖空具有价格发现的功能(Boehmer和Wu,2013)^[1],卖空交易者为了探寻获利空间会积极主动地挖掘公司负面消息,然后通过卖空股票将此类消息反映在股价之中,使股价能够更好地反应公司的实际经营情况。长期以来我国股票市场没有卖空机制,这使得上市公司的“好消息”可以通过各种正式或非正式渠

收稿日期: 2018-05-28

基金项目: 教育部人文社会科学研究项目(15YJA630054);浙江省哲学社会科学基金一般项目(18NDJC136YB)

作者简介: 邵毅平,女,教授,主要从事资本市场财务与会计研究;路军,男,讲师,管理学博士,主要从事资本市场财务与会计研究。

道体现在公司股价之中,而公司的“坏消息”却无法及时反应在股价之中。对卖空的限制会阻碍股票价格对坏消息的反应,从而导致公司股票价格高估(Miller,1977)^[2],降低股票市场定价效率(Diamond和Verrecchia,1987)^[3]。2010年3月31日中国资本市场正式推出融资融券业务,结束了长期以来的“单边市”局面。融资融券交易机制启动以来,两融交易在我国获得了较为迅猛的发展。根据Wind数据库的统计,2010—2015年六年间我国两融交易额从人民币707亿上升到34万亿,两融交易额占A股交易额的比例也从0.16%上升到14%左右;平均而言融资交易占两融交易总额的90%左右,融券交易占两融交易总额的10%左右。

伴随我国两融业务的不断发展,关于融资融券业务实施效果的研究也不断丰富。早期大量文献关注了融资融券业务对我国资本市场股票定价效率的影响(许红伟和陈欣,2012;李志生等,2015等)^[4-5]。虽然目前我国资本市场融券交易量不大,但根据顾乃康和周艳利(2017)^[6]的观点,融券交易本身可以带来卖空威慑效应,这与实际发生的交易量无关。而且在研究卖空对公司及其经理人行为的影响时,这种威慑效应更为重要。因此近期较多文献开始关注卖空压力对我国上市公司行为选择的影响(顾乃康和周艳利,2017;权小锋和尹洪英,2017;陈胜蓝和马慧,2017;李志生等,2017等)^[6-9]。权小锋和尹洪英(2017)^[7]指出,在现阶段厘清卖空机制对企业行为的影响显得尤为重要。

经理人私有收益属于代理成本范畴,虽然众多研究融资融券对公司行为影响的文献中都曾提及,卖空机制可能会通过多种路径约束公司经理人的行为,从而缓解委托代理问题,但目前尚未有文献直接就卖空压力对上市公司经理人私有收益的影响展开研究。本文借助我国融资融券制度逐步推行提供的准自然实验机会,采取双重差分法研究了卖空压力对公司经理人私有收益的影响。研究发现,卖空压力显著抑制了经理人的私有收益,在进行了多项稳健性检验之后,该结论依旧成立。进一步地本文发现,卖空压力对经理人私有收益的抑制作用在信息透明度高、经理人权力大、行业竞争激烈的公司中表现得更为明显。本文研究结论表明,作为一种外部治理机制,融资融券业务带来的卖空威慑缓解了代理问题。

本文主要贡献体现在以下几方面:首先,本文丰富了卖空机制经济后果方面的研究。大量文献从资本市场信息效率和股票收益率等角度对股票卖空的经济后果进行了探讨(Miller,1977;Diamond和Verrecchia,1987;李志生等,2015;Bris等,2007)^[2-3,5,10],本文基于更完整的影响链条,从公司角度分析并检验了卖空威胁对经理人私有收益的影响。这既补充了该领域的文献,又回应了Massa等(2015)^[11]、张璇等(2016)^[12]等人的研究。其次,本文深化了经理人私有收益领域的研究。大量研究表明,公司内外部治理机制都会抑制经理人的私有收益(陈仕华等,2014等)^[13],少有研究从股票交易角度对该问题展开讨论。本文从股票卖空视角探讨了资本市场压力对经理人行为的影响,这既有助于拓展本文对经理人私有收益治理的认识,也有助于探明一条新的外部治理路径。

二、文献综述与研究假设

(一) 文献综述

根据本文对相关文献的梳理,目前针对融资融券业务实施效果的研究主要集中在以下两个方面:一是研究融资融券业务对资本市场信息效率及股票收益的影响;二是研究融资融券业务对各市场主体行为选择的影响。

大量文献研究了卖空机制对资本市场信息效率和股票定价效率的影响(Boehmer和Wu,2013;Miller,1977;Diamond和Verrecchia,1987;许红伟和陈欣,2012;李志生等,2015;Bris等,2007;李科等,2014)^[1-5,10,14]。Miller(1977)^[2]指出,如果卖空受到限制,那股价只能更多地反应公司的积极信息,消极信息无法在股价中得到反应,因而公司股价会被高估。Diamond和Verrecchia(1987)^[3]通过理论模型推导发现卖空限制使得公司股价对未公开的正面消息的反应速度明显高于对未公开的负面消息的反应速度。实证研究方面,Bris等(2007)^[10]的跨国研究发现卖空能够使得股票更快地吸收负面信息。Boehmer和Wu

(2013)^[1]发现卖空交易者越活跃,股票定价越准确。伴随我国融资融券业务的推出,部分学者关注了两融业务对我国资本市场股票定价效率的影响。虽然许红伟和陈欣(2012)^[4]发现我国融资融券业务启动的首年并未明显改善股票的定价效率,不过后续研究却发现融资融券业务对我国资本市场的发展具有积极意义(李志生等,2015;李科等,2014)^[5,14]。

伴随研究的深入,越来越多的文献开始关注卖空机制对资本市场主体(主要包括分析师、审计师和上市公司)行为选择的影响。(1)分析师方面:Ke等(2014)^[15]基于美国数据的研究发现放松卖空约束能够抑制分析师盈利预测的乐观性,李志生等(2017)^[9]的研究也发现,我国融资融券交易的推出降低了财务分析师对目标公司盈利预测的偏差与分歧。(2)审计师方面:Hope等(2016)^[16]研究发现卖空威胁的存在提高了审计师面临的诉讼风险,从而导致了审计费用的上升。黄超和黄俊(2016)^[17]基于中国背景的研究得出了同样的结论。(3)上市公司方面:卖空机制的引入会加速公司负面消息的传播,因此公司和经理人的行为选择可能会出现变化,卖空机制对上市公司的影响主要体现在以下方面:(1)卖空改善信息质量。陈晖丽和刘峰(2014)^[18]、Fang等(2016)^[19]、Massa等(2015)^[11]基于不同数据的研究均发现卖空能够显著降低企业的盈余管理程度,张璇等(2016)^[12]发现卖空能够显著降低企业财务报告重述的概率。(2)卖空影响企业的投融资行为。靳庆鲁等(2015)^[20]、Grullon等(2015)^[21]的研究发现卖空压力促使公司对投资决策作出了调整,顾乃康和周艳利(2017)^[6]的研究认为融资融券业务带来的卖空威慑会促使企业降低财务杠杆。此外部分学者还针对具体的投融资行为进行了探讨,如Chang等(2013)^[22]、陈胜蓝和马慧(2017)^[8]等发现卖空压力能够改善公司的并购绩效;He和Tian(2014)^[23]、权小锋和尹洪英(2017)^[7]等分别运用美国和中国的数据证实卖空管制的放松有助于提高公司的创新产出。通过对该领域相关文献的梳理本文发现,尽管少数文献的结论略有分歧,但就整体而言,大部分研究都认为卖空机制对企业经营、投资和融资行为具有积极意义。

虽然很多学者研究卖空机制影响企业行为的时候都提及卖空威胁会缓解代理问题,不过少有文献直接研究卖空压力对经理人个人收益的影响。本文将借助我国融资融券业务启动带来的准自然实验运用双重差分法研究卖空压力对经理人超额收益的影响,以对相关领域研究做出补充。

(二) 研究假设

经理人十分关注本公司二级市场股票价格并有着强烈的动机维持或提高公司股价(Li和Zhang, 2015)^[24],卖空交易能够使公司股价更高效地反映公司信息,因此也一定会对公司经理人的行为产生影响。Massa等(2015)^[11]的跨国研究发现,卖空威胁是一种比较有效的外部治理机制,能够显著降低企业的盈余管理程度。张璇等(2016)^[12]、陈胜蓝和马慧(2017)^[8]、李春涛等(2017)^[25]也指出卖空交易者的存在是经理人的一项潜在威胁,所以卖空机制本身具有公司治理功能,能够约束经理人行为,缓解代理问题。借鉴一系列的前期研究成果,本文认为卖空压力可能通过多种途径影响经理人的私有收益。

1. 卖空者威胁。卖空机制向投资者提供了利用负面信息获利的渠道(Diamond和Verrecchia, 1987等)^[3],这促使卖空交易者有充分的动机去挖掘关于公司或经理人的负面信息,以通过卖空公司股票获利(张璇等,2016;李春涛等,2017)^[12,25]。大量文献的研究也表明,卖空交易者会准确地在公司负面信息公开发布前做空公司股票(Christophe等,2010)^[26]。对经理人而言,卖空带来的股价暴跌风险不仅可能会影响其薪酬水平,还可能影响其工作的安全性,因此经理人会主动选择减少自利行为(李春涛等, 2017)^[25]。

值得一提的是,受制度背景的影响,在我国只有部分具有较强资金实力和盈利能力的专业投资者才能参与融资融券业务(权小锋和尹洪英,2017)^[7],这些投资者的资金规模优势和信息获取优势促使他们带来的卖空威胁能够更好地约束经理人的行为(权小锋和尹洪英,2017)^[7]。

2. 经理人约束。卖空机制的引入能够对经理人的道德风险行为产生抑制和约束(权小锋和尹洪英, 2017)^[7],这主要体现在三个方面:

(1)制度性约束。卖空交易机制提高了经理人不当行为被发现、甚至被放大的概率,直接威胁到了经

理人薪酬水平、工作安全性等个人利益,因此卖空可以约束经理人的自利行为(李春涛等,2017)^[25]。

(2)利益性约束。Angelis等(2017)^[27]的研究发现卖空威胁会促使公司向经理人发放更多的股票期权,经理人基于自身财富效应的考虑,也会减少不道德行为。Li和Zhang(2015)^[24]的研究提供了更为直接的证据,他们发现卖空管制放松之后,经理人有强烈的动机降低公司负面信息对公司股价的影响。

(3)契约性约束。Saffi和Sigurdsson(2011)^[28]的跨国研究表明,卖空可以显著提高公司股票的定价效率,使股价更好地反映公司的实际经营情况,因此经理人契约中可以加入更多的指示性信息,契约的有效性将会得以提高,经理人的自利行为得到抑制(权小锋和尹洪英,2017;张璇等,2016)^[7,12]。

3. 大股东监督。如果公司股票被投资者做空,股价下跌,则公司大股东的财富缩水,其股票质押、银行贷款等都将因此而受到影响,因此大股东出于自身财富的考虑,会更加有效地对管理层进行监督(靳庆鲁等,2015)^[20],减少经理人的利益侵占行为。权小锋和尹洪英(2017)^[7]也指出,我国卖空机制的引入对大股东的信息搜寻和监督行为提供了激励,强化了大股东对管理层的监督职能。

4. 分析师关注。分析师是重要的信息中介,卖空机制可能会对市场分析师的行为产生影响(Ke等,2014)^[15]。基于市场关注及交易佣金等方面的考虑,股票能够卖空的公司会吸引更多的分析师,而分析师关注度的提高会进一步提高公司的信息透明度,进而缓解经理人的自利行为(张璇等,2016)^[12]。

上市公司高管薪酬一直是资本市场关注的热点问题。卖空机制引入之后,空头交易者一定会重点关注上市公司经理人的私有收益问题,基于前文的理论分析,本文提出如下假设:

假设:限定其他条件,相对于没有卖空压力的公司,卖空标的公司的经理人私有收益下降。

三、研究设计与样本选择

(一) 样本选择和数据来源

本文以2007—2015年中国A股上市公司为研究对象,对样本进行以下处理:(1)剔除金融类上市公司观测值;(2)剔除ST类上市公司观测值;(3)剔除其他财务数据和公司治理变量缺失的上市公司观测值。最终本文得到14093个公司—年度观测值。为了缓解离群值的影响,本文对所有连续变量前后1%进行Winsorize处理。本文融资融券数据来自Wind数据库,其余数据来自Csmar数据库。

(二) 模型设定与变量说明

融资融券业务启动后,仅有部分企业进入卖空名单,因此本文借鉴Bertrand和Mullainathan(2003)^[29]的研究设计,设定以下双重差分模型:

$$Overpay = \alpha + \beta_1 * list + \beta_2 * post_list + \beta * ControlVariables + \sum year + \sum industry + \varepsilon \quad (1)$$

第一,被解释变量。 $Overpay$ 为经理人私有收益指标。参考Core等(2008)^[30]、权小锋等(2010)^[31]的研究设计,本文构建模型(2):

$$Ln\text{pay}_{it} = \gamma + \gamma_1 * Size_{it} + \gamma_2 * Roa_{it} + \gamma_3 * Roa_{it-1} + \gamma_4 * Central_{it} + \gamma_5 * West_{it} + \varphi \quad (2)$$

其中, $Ln\text{pay}$ 为公司总经理薪酬的自然对数; $Size$ 为公司规模; Roa 为总资产收益率; $Central$ 为中部地区虚拟变量; $West$ 为西部地区虚拟变量。通过文献梳理本文发现,国内外学者利用该模型估计经理人私有收益的时候有三种方法,一是在模型(2)中控制行业和年度虚拟变量,然后对全样本进行回归拟合,以模型残差表示经理人私有收益;二是在模型(2)中控制行业和年度虚拟变量之后使用民营企业样本进行回归拟合,在此基础上计算所有公司的经理人私有收益;三是对模型(2)进行分行业分年度回归,以残差衡量经理人私有收益。为了保证本文结论的稳健性,本文同时使用这三种方法估计经理人的私有收益,分别记为 $Overpay1$ 、 $Overpay2$ 和 $Overpay3$ 。

第二,解释变量。 $list$ 为公司层面变量,如果公司在样本期间曾经进入融资融券名单,则取1,否则取0。 $post_list$ 为公司—年度层面变量,公司进入融资融券之后的年度取1,否则取0。

第三,控制变量。借鉴现有研究(Core等,2008;权小锋等,2010)^[30-31],本文在模型中加入 *size*、*roa*、*lev*、*tobinq*、*first*、*mshr*、*dual*、*board*、*indr*、*industry*、*year* 等控制变量,具体变量定义见表1。

表1 变量定义表

变量	变量说明
<i>overpay1</i>	根据总样本估计的经理人私有收益,具体计算方法见前文
<i>overpay2</i>	根据民营企业样本估计的经理人私有收益,具体计算方法见前文
<i>overpay3</i>	分年度分行业估计的经理人私有收益,具体计算方法见前文
<i>list</i>	融资融券公司标示,公司进入融资融券名单则取1,否则取0
<i>post_list</i>	融资融券公司一年度标示,公司股票可卖空的年份取1,否则取0
<i>size</i>	公司规模,总资产的自然对数
<i>roa</i>	总资产收益率,年末净利润/年末总资产
<i>lev</i>	资产负债率,年末负债总额/年末总资产
<i>tobinq</i>	托宾Q值,公司市值/公司资产总额
<i>first</i>	第一大股东持股比例,第一大股东持股数量/公司总股数
<i>mshr</i>	管理层持股比例,管理层持股数量/公司总股数
<i>dual</i>	两职合一,董事长总经理两职合一取1,否则取0
<i>board</i>	董事会规模,董事会人数的自然对数
<i>indr</i>	董事会独立性,董事会独立董事人数/董事总人数
<i>industry</i>	行业虚拟变量,根据证监会行业分类设置
<i>year</i>	年份虚拟变量

四、实证结果分析及稳健性检验

(一) 描述性统计

表2报告了本文主要变量的描述性统计信息。根据表2,*overpay1*、*overpay2*和*overpay3*的均值分别为0.019、-0.126和0.015,本文将这些数据与前文提及的主要文献中的统计结果进行了比对,发现本文计算结果与大部分学者的统计结果近似。*list*均值为0.410,*post_list*均值为0.190,表明标的公司进入融资融券后的观测值占比为20%左右。本文其他变量的描述性统计情况(囿于篇幅,未予列报)基本符合中国上市公司的整体特征,不存在异常情况。

表2 主要变量描述性统计表

变量	样本数	均值	标准差	最小值	1/4分位	中值	3/4分位	最大值
<i>overpay1</i>	14093	0.019	1.881	-14.137	-0.171	0.282	0.685	2.962
<i>overpay2</i>	14093	-0.126	1.902	-14.710	-0.304	0.143	0.542	2.745
<i>overpay3</i>	14093	0.015	1.818	-14.246	-0.238	0.229	0.669	5.346
<i>list</i>	14093	0.410	0.492	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>post_list</i>	14093	0.190	0.392	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000

(二) 实证结果分析

表3第(1)-(3)列报告了卖空压力影响经理人私有收益的双重差分模型回归结果。*post_list*系数至少在10%水平显著为负,这验证了前文提出的假设,说明标的公司在进入融资融券名单之后经理人私有收益下降明显,意味着卖空机制作为一项重要的外部治理机制,可能通过卖空威慑、经理人约束、大股东监督和分析师关注等路径影响了经理人的行为选择。这一结果也回应了张璇等(2016)^[12]、权小锋和尹洪英

(2017)^[7] 等学者的研究,发现了卖空压力缓解企业内部代理问题的实证证据。

另外,*list* 系数显著为正,说明在标的公司进入融资融券名单之前经理人的私有收益水平高于非标的公司。一些资质较好的公司屡屡爆出高管天价薪酬的新闻,而根据上海和深圳证券交易所《融资融券交易实施细则》等文件,这些公司比较容易成为融资融券标的公司,因此本文认为 *list* 系数符合预期。

表3 卖空压力与经理人私有收益

变量	全样本			PSM 样本		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>
<i>post_list</i>	-0.118* (0.063)	-0.125** (0.063)	-0.137** (0.062)	-0.163** (0.076)	-0.172** (0.076)	-0.177** (0.074)
<i>list</i>	0.096** (0.044)	0.097** (0.044)	0.081* (0.042)	0.104* (0.055)	0.104* (0.055)	0.076 (0.053)
<i>post</i>				0.144** (0.066)	0.141** (0.066)	0.119* (0.065)
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs</i>	14093	14093	14093	7132	7132	7132
<i>F-stat</i>	3.842***	7.788***	3.207***	8.321***	13.946***	4.224***

注:括号内为稳健性标准误;***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

1. 内生性问题。(1) 倾向得分匹配。根据上海和深圳交易所《融资融券交易实施细则》,本文选择的实验组和对照组之间可能存在一定的差异,这会降低双重差分模型估计的有效性。为了缓解这一问题对本文结论的影响,本文借鉴权小锋和尹洪英(2017)^[7] 的研究设计,通过倾向得分匹配(PSM)为融资融券标的公司选择对照组。PSM 样本的双重差分结果如表3第(4)-(6)列所示,*post_list* 系数在 5% 水平显著为负,与基于全样本的回归结果并无差异,说明卖空压力能够抑制经理人的私有收益。

(2) 安慰剂检验。虽然本文在模型中控制了行业、年度等变量,但一个不可忽视的问题是本文结论仍有可能受到样本选择或者整体时间趋势的影响。为了缓解这一问题的影响,本文进行了安慰剂检验。具体做法是,本文人为地将企业成为融资融券标的公司的时间向前推移 1 年、2 年和 3 年。如果融资融券标的公司经理人私有收益的下降并非融资融券带来的卖空压力所致,那转变之后的相关变量很有可能继续显著。相关回归结果如表 4 所示:

表4 卖空压力与经理人私有收益(安慰剂检验)

变量	假设事件提前 1 期发生			假设事件提前 2 期发生			假设事件提前 3 期发生		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>
<i>post_list</i>	-0.061 (0.065)	-0.067 (0.065)	-0.100 (0.064)	-0.097 (0.069)	-0.102 (0.069)	-0.110 (0.067)	-0.061 (0.082)	-0.066 (0.082)	-0.068 (0.080)
<i>list</i>	0.077 (0.047)	0.079* (0.047)	0.058 (0.046)	0.137** (0.053)	0.141*** (0.053)	0.114** (0.053)	0.146** (0.070)	0.150** (0.070)	0.110 (0.068)
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs</i>	11046	11046	11046	8824	8824	8824	6803	6803	6803
<i>F-stat</i>	5.363***	11.154***	2.928***	4.900***	6.493***	3.260***	4.028***	5.687***	3.101***

注:括号内为稳健性标准误;***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

根据表 4,*post_list* 系数全部不显著,说明前文结果很有可能就是融资融券卖空压力导致的结果。

2. 其他稳健性问题。(1) 被解释变量的稳健性问题。首先,根据本文对相关文献的整理,本文发现经理人私有收益估计模型并不统一。为了确保本文被解释变量的稳健性,本文又使用模型(3)和模型(4)重新估计了 *Overpay1*、*Overpay2* 和 *Overpay3*。

$$Lnpay_{it} = \gamma + \gamma_1 * Size_{it} + \gamma_2 * Roa_{it} + \gamma_3 * Roa_{it-1} + \gamma_4 areawage_{it} + \gamma_5 * Central_{it} + \gamma_6 * West_{it} + \varphi \quad (3)$$

$$Lnpay_{it} = \gamma + \gamma_1 * Size_{it} + \gamma_2 * Roa_{it} + \gamma_3 * Roa_{it-1} + \gamma_4 Lev_{it} + \gamma_5 * Size_{it} + \gamma_6 * Dual_{it} + \gamma_7 * Mshr + \gamma_8 * Board + \gamma_9 * Soe + \varphi \quad (4)$$

其中,*areawage* 为上市公司所处地区城镇职工平均工资,其余变量同前。在此基础上,本文对前文双重

差分模型重新进行了回归分析,根据表5第(1)–(6)列结果,本文结论依然稳健。

表5 卖空压力与经理人私有收益(被解释变量稳健性)

变量	根据模型3估计的 <i>overpay</i>			根据模型4估计的 <i>overpay</i>			超额在职消费
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>	<i>perks</i>
<i>post_list</i>	-0.118* (0.063)	-0.126** (0.063)	-0.140** (0.061)	-0.119* (0.064)	-0.132** (0.064)	-0.115* (0.061)	-0.003*** (0.001)
<i>list</i>	0.096** (0.044)	0.088** (0.044)	0.083** (0.042)	0.098** (0.045)	0.100** (0.045)	0.076* (0.042)	0.004*** (0.001)
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs</i>	14093	14093	14093	13880	13880	13879	14059
<i>F-stat</i>	3.844***	8.172***	3.087***	2.448***	7.520***	1.913***	14.677***

注:括号内为稳健性标准误;***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

其次,本文还尝试使用超额在职消费度量经理人私有收益。参考权小锋等(2010)^[31],本文设定模型(5):

$$\frac{Perks_{it}}{Asset_{it-1}} = \gamma + \gamma_1 * \frac{1}{Asset_{it-1}} + \gamma_2 * \frac{\Delta Sales_{it}}{Asset_{it-1}} + \gamma_3 * \frac{PPE_{it}}{Asset_{it-1}} + \gamma_4 * \frac{Inventory_{it}}{Asset_{it-1}} + \gamma_5 * \ln Employee_{it} + \varphi \quad (5)$$

其中 *Perks* 为管理费用中扣除了董事、监事和高管薪酬等明显不属于在职消费项目后的金额;*Asset* 为公司总资产; $\Delta Sales$ 为营业收入变化额;*PPE* 为固定资产净值;*Inventory* 为存货总额;*LnEmployee* 为企业雇员总数的自然对数。本文重新对前文的双重差分模型进行了回归分析,结果如表5第(7)列所示。*post_list* 变量的系数显著为负,说明融资融券业务带来的卖空压力同样抑制了高管的超额在职消费,从另一个角度说明外部卖空威慑作为一种公司治理机制具有缓解代理问题的作用。

(2) 解释变量的稳健性问题。首先,2010年至2015年期间,一些融资融券标的公司因为ST等原因而被调出两融名单,前文为了充分体现卖空压力的经济后果,本文对这些样本存续期间的观测予以保留,在稳健性检验中,本文将此类公司的全部观测予以剔除。其次,我国股票市场融资融券名单是动态调整的,一个自然年度内公司股票可以卖空的时间并不一样。卖空时间差异可能会影响到其外部治理效应的发挥,于是本文剔除了当年进入融资融券名单少于90天的样本。表6列示了相关回归结果。根据表6,剔除部分可能含噪音的观测值之后,卖空压力依旧能够显著降低经理人的私有收益。

表6 卖空压力与经理人私有收益(解释变量稳健性)

变量	剔除曾经被调出卖空名单的企业			剔除当年进入卖空名单不足90天的企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>
<i>post_list</i>	-0.124* (0.067)	-0.131** (0.067)	-0.137** (0.065)	-0.143** (0.066)	-0.149** (0.066)	-0.145** (0.064)
<i>list</i>	0.090** (0.045)	0.091** (0.045)	0.069 (0.044)	0.101** (0.044)	0.102** (0.044)	0.080* (0.043)
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs</i>	13536	13536	13536	13929	13929	13929
<i>F-stat</i>	3.904***	7.095***	3.171***	3.722***	7.601***	3.062***

注:括号内为稳健性标准误;***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

五、进一步分析

本文从经理人私利角度研究发现股票融资融券业务带来的卖空压力能够约束经理人行行为,缓解代理问题,表现为融资融券标的公司在进入融资融券名单后经理人私有收益的下降幅度显著大于没有进入融

资融券名单公司经理人私有收益的下降幅度。结合前文的理论分析,融资融券业务带来的卖空压力对经理人私利行为的影响可能会因为企业运营环境的不同而存在差异。借鉴权小锋和尹洪英(2017)^[7]的研究逻辑,本文拟从信息环境和治理环境(内部治理环境和外部治理环境)角度探讨前文主效应的作用条件和作用机理。

(一) 信息透明度

权小锋和尹洪英(2017)^[7]研究发现融资融券对公司创新行为的激励效应会受到公司信息透明度的影响。类似地,公司自身的信息环境也可能影响卖空压力对经理人私有收益的抑制作用。对信息透明度较高的公司而言,第一,直接获取信息的难度较低;第二,分析师等市场中介往往更倾向于跟踪信息透明度高的公司。因此卖空者对此类公司的做空会更具可行性,成本收益的性价比也会更高。而对信息透明度较低的公司而言,市场卖空者获取信息的难度较高,即便能够获得相关信息,对该信息是否属于利空的判断也较难,因此市场对该类公司的卖空压力并不大。基于此,本文认为卖空对经理人私有收益的抑制作用可能会在信息透明度较高的企业中表现得较为明显。

参考 Hutton 等(2009)^[32],本文用样本公司前3年操纵性应计绝对值(基于修正的琼斯模型计算而得)的平均数测度公司信息透明度。分组回归结果如表7所示。通过表7本文发现,卖空压力对经理人私有收益的抑制作用主要体现在高信息透明度组,而在低信息透明度组卖空压力并未显著影响经理人的私有收益,印证了本文的分析。

(二) 经理人权力

权小锋等(2010)^[31]的研究表明,经理人权力越大,其私有收益也越大。作为一种外部治理机制,卖空压力所带来的经理人私有收益降低可能主要体现在经理人权力较大的样本中。因为高管薪酬问题很容易引起市场关注,高度聚集的市场注意力使得经理人私有收益很可能会成为卖空交易者重点挖掘的信息。借鉴权小锋等(2010)^[31],本文用董事长和总经理是否两职合一衡量经理人权力,两职合一表示经理人权力大,否则经理人权力小。分组回归结果如表8所示,在经理人权力较大的企业中,*post_list*系数显著为负,而经理人权力小的企业中*post_list*系数不显著。这意味着卖空压力对权力较大的经理人的私有收益的抑制作用更加明显。

(三) 行业竞争程度

公司外部经营环境也可能影响卖空压力对经理人私有收益的抑制作用。Hsu等(2014)^[33]指出行业竞争程度是一项重要的外部治理因素。行业竞争摊薄了公司的利润水平,在这种情形下,经理人的私有收益

表7 卖空压力与经理人私有收益(信息透明度分组)

变量	高信息透明度组			低信息透明度组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>
<i>post_list</i>	-0.200** (0.097)	-0.206** (0.097)	-0.247*** (0.095)	-0.008 (0.094)	-0.015 (0.093)	0.006 (0.091)
<i>list</i>	0.074 (0.074)	0.074 (0.074)	0.114 (0.071)	0.052 (0.071)	0.053 (0.071)	-0.013 (0.069)
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs</i>	5617	5617	5617	5565	5565	5565
<i>F-stat</i>	3.085***	5.619***	2.922***	2.592***	3.123***	1.825***

注:括号内为稳健性标准误;***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

表8 卖空压力与经理人私有收益(经理人权力分组)

变量	高权力组			低权力组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>
<i>post_list</i>	-0.376** (0.166)	-0.384** (0.166)	-0.354** (0.162)	-0.061 (0.068)	-0.067 (0.068)	-0.093 (0.066)
<i>list</i>	0.244* (0.125)	0.236* (0.125)	0.182 (0.122)	0.072 (0.045)	0.075 (0.045)	0.069 (0.044)
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs</i>	3169	3169	3169	10924	10924	10924
<i>F-stat</i>	3.074***	2.592***	2.488***	2.737***	7.742***	2.490***

注:括号内为稳健性标准误;***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

更容易成为市场空头者重点关注的对象。此外,行业的竞争性越强,企业经营的资本市场敏感性越强,卖空者越可能通过挖掘该类公司的负面消息获利,因此这一类公司面临的股票市场卖空压力也更大。因此本文认为卖空压力对经理人私利的抑制作用在竞争性较强的行业中表现得较为明显。

本文根据行业赫芬达尔指数将企业划分为高行业竞争组和低行业竞争组,分组回归结果如表9所示。根据表9,卖空压力对经理人私有收益的抑制作用主要体现在高行业竞争组,对低行业竞争组而言,卖空压力在抑制经理人私利方面的治理作用并不显著。

表9 卖空压力与经理人私有收益(行业竞争分组)

变量	高行业竞争组			低行业竞争组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>	<i>overpay1</i>	<i>overpay2</i>	<i>overpay3</i>
<i>post_list</i>	-0.125*	-0.135*	-0.149**	-0.098	-0.100	-0.114
	(0.076)	(0.076)	(0.076)	(0.108)	(0.108)	(0.103)
<i>list</i>	0.106**	0.106**	0.124**	0.081	0.083	0.021
	(0.053)	(0.053)	(0.053)	(0.076)	(0.076)	(0.071)
<i>controls</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Obs</i>	8697	8697	8697	5396	5396	5396
<i>F-stat</i>	2.947***	5.583***	2.909***	2.894***	6.119***	2.379***

注:括号内为稳健性标准误;***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

六、结论、启示与展望

大量文献关注了融资融券对上市公司行为选择的影响,然而鲜有研究直接关注卖空压力是否抑制了经理人的私有收益。本文研究发现,卖空压力显著的抑制了经理人的私有收益,进一步地,卖空压力对经理人私有收益的抑制作用在信息透明度高、经理人权力大、行业竞争激烈的公司中表现得更为明显。本文研究结论表明,作为一种外部治理机制,融资融券业务带来的卖空压力缓解了代理问题。

本文的研究意义主要体现在:一方面,本文为大量的融资融券实施效果方面的研究提供了更为基础的理论及经验支持。卖空压力缓解了企业内部的委托代理问题,这为其他经营、投资、筹资活动的高效开展奠定了基础。另一方面,中国股市在2015年5月之后多次出现暴跌,很多人批评融资融券制度是股市大幅波动的助推器,从而对该项制度给予了较为负面的评价。本文的研究结论则表明,不管融资融券制度是否在维护市场稳定等方面发挥了应有的作用,其所带来的卖空压力已经产生了较为积极的外部治理效应。这个结论带来了深刻的启示:首先,相关研究应从更为基础的层面关注卖空威慑导致的公司经理人行为选择的变化,进而才能更加深入、透彻地分析卖空机制对公司生产运营及投融资行为的影响;其次,在实务层面上,鉴于股票卖空威慑积极的外部治理效应,我国应该坚定不移地持续推进卖空机制的建设工作,加速标的公司扩容和金融创新,以充分发挥卖空机制对中国资本市场发展的战略价值。

本文借助我国启动融资融券业务提供的准自然实验机会从经理人私有收益角度研究发现股票卖空威慑缓解了第一类代理问题。囿于篇幅及数据,本文暂未对具体融券数额的经济影响展开深入研究,融券卖出是具体的卖空行为,其作用可能会有别于卖空威慑;另外,卖空机制对第一类代理问题的缓解很可能不仅仅体现在经理人私有收益方面。因此未来研究可以从更加具体的卖空行为和更为丰富的影响视角层面更广泛和深入地探讨卖空机制的经济后果。

参考文献:

- [1]BOEHMER E, WU J. Short selling and the price discovery process[J]. The Review of Financial Studies, 2013, 26(2): 287-322.
- [2]MILLER E M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion[J]. The Journal of Finance, 1977, 32(4): 1151-1168.
- [3]DIAMOND D W, VERRECCHIA R E. Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information[J]. Journal of Financial Economics, 1987, 18(2): 277-311.
- [4]许红伟,陈欣. 我国推出融资融券交易促进了标的股票的定价效率吗? ——基于双重差分模型的实证研究[J]. 管理世界, 2012(5): 52-61.
- [5]李志生,陈晨,林秉旋. 卖空机制提高了中国股票市场的定价效率吗? ——基于自然实验的证据[J]. 经济研究, 2015

- (4):165-177.
- [6] 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.
- [7] 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.
- [8] 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.
- [9] 李志生,李好,马伟力,等. 融资融券交易的信息治理效应[J]. 经济研究, 2017(11):150-164.
- [10] BRIS A, GOETZMANN W N, ZHU N. Efficiency and the bear: short sales and markets around the world[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(3):1029-1079.
- [11] MASSA M, ZHANG B, ZHANG H. The invisible hand of short selling: does short selling discipline earnings management? [J]. The Review of Financial Studies, 2015, 28(6):1701-1736.
- [12] 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.
- [13] 陈仕华,姜广省,李维安,等. 国有企业纪委的治理参与能否抑制高管私有收益?[J]. 经济研究, 2014(10):139-151.
- [14] 李科,徐龙炳,朱伟骅. 卖空限制与股票错误定价——融资融券制度的证据[J]. 经济研究, 2014(10):165-178.
- [15] KE Y, LO K, SHENG J, et al. Does short selling mitigate optimism in financial analyst forecast? evidence from a randomized experiment[EB/OL]. (2018-05-18)[2018-05-20]. <https://ssrn.com/abstract=2537553>.
- [16] HOPE O K, HU D, ZHAO W. Third-party consequences of short-selling threats: the case of auditor behavior[J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 63(2):479-498.
- [17] 黄超,黄俊. 卖空机制、诉讼风险与审计收费[J]. 财经研究, 2016(5):77-87.
- [18] 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.
- [19] FANG V W, HUANG A H, KARPOFF J M. Short selling and earnings management: a controlled experiment[J]. The Journal of Finance, 2016, 71(3):1251-1294.
- [20] 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(10):76-88.
- [21] 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.
- [22] CHANG E C, LIN T C, MA X. Does short-selling threat discipline managers in mergers and acquisitions decisions? [EB/OL]. (2018-04-24)[2018-05-20]. <https://ssrn.com/abstract=2348193>.
- [23] HE J, TIAN X. Short sellers and innovation: evidence from a quasi-natural experiment[EB/OL]. (2016-09-15)[2018-05-20]. <https://ssrn.com/abstract=2380352>.
- [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] 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.
- [26] CHRISTOPHE S E, FERRI M G, HSIEH J. Informed trading before analyst downgrades: evidence from short sellers[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 95(1):85-106.
- [27] ANGELIS D D, GRULLON G, MICHENAUD S. The effects of short-selling threats on incentive contracts: evidence from an experiment[J]. The Review of Financial Studies, 2017, 30(5):1628-1659.
- [28] SAFFI P A C, SIGURDSSON K. Price efficiency and short selling[J]. The Review of Financial Studies, 2011, 24(3):821-852.
- [29] BERTRAND M, MULLAINATHAN S. Enjoying the quiet life? corporate governance and managerial preferences[J]. Journal of Political Economy, 2003, 111(5):1043-1075.
- [30] CORE J E, GUAY W, LARCKER D F. The power of the pen and executive compensation[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(1):1-25.
- [31] 权小锋,吴世农,文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究, 2010(11):73-87.
- [32] HUTTON A P, MARCUS A J, TEHRANIAN H. Opaque financial reports, R^2 , and crash risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(1):67-86.
- [33] HSU P H, TIAN X, XU Y. Financial development and innovation: cross-country evidence[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 112(1):116-135.

