

会计论坛

Accounting Forum

中南财经政法大学会计研究所 编

Accounting Institute
Zhongnan University of Economics and Law

李晓东等: 放松卖空管制的信息披露治理效应研究

杨 琳等: 内部控制审计费用、董事会治理与盈余管理

许晓芳等: 政府干预、所有权性质与股价崩盘风险

贾兴飞等: 独立董事、信息成本与企业投资效率

章 琳 一: 宏观冲击、产权差异与会计稳健性

李文涛等: CEO继任、战略变革与动机

孙 冀 萍: 审计准则变迁、审计师特征与审计质量

李 艳 平: 供应商关系对企业财务绩效的影响效应与路径研究

中国财经出版传媒集团

 中国财政经济出版社

第15卷, 第2辑, 2016年 Vol.15, No.2, 2016



Accounting Forum

会计论坛

中南财经政法大学会计研究所 编

Accounting Institute

Zhongnan University of Economics and Law

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

会计论坛. 2016年. 第2辑 / 中南财经政法大学会计
研究所编. — 北京: 中国财政经济出版社, 2017. 5

ISBN 978-7-5095-7408-9

I. ①会… II. ①中… III. ①会计学—文集 IV.

①F230-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第075968号

责任编辑: 张从发

责任校对: 邓冀恺

封面设计: 赤羽

内文设计: 赤羽

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲28号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010-88190406 销售电话: 027-88071749 88324370

天猫网店: 中国财政经济出版社旗舰店

网址: <https://zgczjjcbs.tmall.com>

武汉市福成启铭彩色印刷包装有限公司印刷 湖北南财文化发展有限公司经销

787毫米×1092毫米 16开 9.5印张 180千字

2016年5月第1版 2017年5月第1次印刷 定价: 16.00元

ISBN 978-7-5095-7408-9

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

打击盗版举报热线: 010-88190492, QQ: 634579818

会计论坛

Accounting Forum

第15卷, 第2辑, 2016年

Vol. 15, No. 2, 2016

(总第30辑)

中南财经政法大学会计研究所编

Accounting Institute

Zhongnan University of Economics and Law

编辑:《会计论坛》编辑部

电话: (027) 88386078

传真: (027) 88386515

电子邮箱: kjlt@znufe.edu.cn

通讯地址: 中国·武汉市·东湖高新技术开发区南

湖大道182号

中南财经政法大学会计学院

文泉楼南607室

邮政编码: 430073

本辑责任编辑: 冉明东

顾问 (按姓氏拼音字母顺序排序)

陈毓圭 冯淑萍 郭复初

金莲淑 刘光忠 刘玉廷

王松年 吴联生 杨敏

于玉林 于增彪

编委会

主任: 郭道扬

副主任: 张龙平 张志宏 王雄元

委员:

郭道扬 罗飞 张龙平

唐国平 张敦力 王雄元

张志宏 王华 郭飞

王清刚 何威风 詹雷

编辑部

主任: 冉明东

编辑: 康均 李燕媛 吕敏康

目 录

放松卖空管制的信息披露治理效应研究——基于会计稳健性的视角	3
李晓东 李占领	
内部控制审计费用、董事会治理与盈余管理	20
杨 琳 卿小权 马元驹	
政府干预、所有权性质与股价崩盘风险	42
许晓芳 刘慧龙	
独立董事、信息成本与企业投资效率	60
贾兴飞 王兆楠	
宏观冲击、产权差异与会计稳健性	76
章琳一	
CEO继任、战略变革与动机——基于沪深两市2007-2013年公司数据的实证检验	93
李文涛 丁冬	
审计准则变迁、审计师特征与审计质量——来自中国A股资本市场的经验证据	112
孙冀萍	
供应商关系对企业财务绩效的影响效应与路径研究	129
李艳平	

第15卷, 第2辑, 2016年

Vol.15, No.2, 2016

会计论坛

Accounting Forum

CONTENTS

The Information Disclosure Governing Effect of Releasing Short Sale Regulation: Perspective from Accounting Conservatism	3
<i>Xiaodong Li, Zhanling Li</i>	
Internal Control Audit Fees, Board Governance and Earnings Quality	20
<i>Lin Yang, Xiaoquan Qing, Yuanju Ma</i>	
Government Intervention, the Nature of Ownership and Stock Price Crash Risk	42
<i>Xiaofang Xu, Huilong Liu</i>	
Independent Directors, Information Cost and Investment Efficiency	60
<i>Xingfei Jia, Zhaonan Wang</i>	
Macro Shock, Ownership and Accounting Conservatism	76
<i>Lingyi Zhang</i>	
CEO Succession, Strategic Change and Motivation: Empirical Test based on 2007 to 2013 Shanghai and Shenzhen A-share Listed Firms	93
<i>Wentao Li, Dong Ding</i>	
Audit Standards Changes, Auditors' Characteristics and Audit Quality: Empirical Evidence from Chinese A-Share Listed Companies	112
<i>Jiping Sun</i>	
The Effect and Path of Supplier Relationship on Corporate Financial Performance	129
<i>Yanping Li</i>	

目 录

放松卖空管制的信息披露治理效应研究——基于会计稳健性的视角	3
李晓东 李占领	
内部控制审计费用、董事会治理与盈余管理	20
杨 琳 卿小权 马元驹	
政府干预、所有权性质与股价崩盘风险	42
许晓芳 刘慧龙	
独立董事、信息成本与企业投资效率	60
贾兴飞 王兆楠	
宏观冲击、产权差异与会计稳健性	76
章琳一	
CEO继任、战略变革与动机——基于沪深两市2007-2013年公司数据的实证检验	93
李文涛 丁冬	
审计准则变迁、审计师特征与审计质量——来自中国A股资本市场的经验证据	112
孙冀萍	
供应商关系对企业财务绩效的影响效应与路径研究	129
李艳平	

第15卷, 第2辑, 2016年

Vol.15, No.2, 2016

会计论坛

Accounting Forum

CONTENTS

The Information Disclosure Governing Effect of Releasing Short Sale Regulation: Perspective from Accounting Conservatism	3
<i>Xiaodong Li, Zhanling Li</i>	
Internal Control Audit Fees, Board Governance and Earnings Quality	20
<i>Lin Yang, Xiaoquan Qing, Yuanju Ma</i>	
Government Intervention, the Nature of Ownership and Stock Price Crash Risk	42
<i>Xiaofang Xu, Huilong Liu</i>	
Independent Directors, Information Cost and Investment Efficiency	60
<i>Xingfei Jia, Zhaonan Wang</i>	
Macro Shock, Ownership and Accounting Conservatism	76
<i>Lingyi Zhang</i>	
CEO Succession, Strategic Change and Motivation: Empirical Test based on 2007 to 2013 Shanghai and Shenzhen A-share Listed Firms	93
<i>Wentao Li, Dong Ding</i>	
Audit Standards Changes, Auditors' Characteristics and Audit Quality: Empirical Evidence from Chinese A-Share Listed Companies	112
<i>Jiping Sun</i>	
The Effect and Path of Supplier Relationship on Corporate Financial Performance	129
<i>Yanping Li</i>	

放松卖空管制的信息披露治理效应研究^{*}

——基于会计稳健性的视角

李晓东 李占领

【摘 要】我国自2010年3月31日开始实施融资融券交易制度,分4批共计扩容了近900支融券标的股,本文借助这一良好的准自然实验研究契机,利用双重差分模型,研究了融券交易对上市公司会计稳健性的影响。研究发现:在上市公司股票入选融券标的股后,公司的会计稳健性水平具有显著提高,这意味着,公司管理层为避免卖空交易加剧坏消息对股价的冲击,主动采取了更为及时的坏消息确认策略;进一步研究发现,我国融券交易实践中,拥有较高会计稳健性水平的上市公司,其股票也确实表现出更低的卖空吸引力。以上结论表明,中国资本市场中这项新型交易制度已经传导至上市公司管理层的相关决策,对公司管理层的信息披露行为表现出了明显的外部治理作用。

【关键词】卖空交易;融资融券;信息披露;会计稳健性

收稿日期:2016-04-02

基金项目:教育部人文社会科学青年基金项目(14YJC790085);郑州航院研究生教育创新计划基金项目(2015CX001)

作者简介:李晓东,男,博士,郑州航空工业管理学院学报编辑部、会计与财务研究中心教授, lxdlls74@aliyun.com;李占领,男,郑州航空工业管理学院会计学院硕士研究生。

* 作者感谢审稿人对本文的宝贵意见,但文责自负。

一、引言

2010年3月31日,我国开始实施融资融券交易制度,其中的“融券交易”揭开了中国资本市场卖空交易序幕,迈出了卖空管制适度放松的第一步。首批标的股主要考虑股票的市值与流动性,从上证和深市成分指标股中选取了90支股票作为融资融券标的股。2014年12月,融资融券标的股历经第四次扩容,达到900支(在全部A股中占比35.10%),做空机制已形成了一股巨大市场力量。融资融券这一中国证券市场中的创新机制究竟具有何种市场效应,国内许多学者已从证券定价效率(许红伟和陈欣,2012;李科等,2014;李志生等,2015)、流动性(于孝建,2012)和波动性(吴术等,2013)等方面对这一问题进行了研究。另有一些研究发现我国放松卖空管制后,融券卖空对公司价值(靳庆鲁等,2015)和盈余管理治理(陈晖丽和刘峰,2014)具有明显的积极作用。

但现有文献多基于证券市场宏观效应和政策后果视角开展研究,而上市公司管理层是否会关注到卖空交易机制的市场效应,并据此调整自身的相关决策,这方面的研究还不多见,尤其是与卖空交易制度直接相关的公司“坏消息”处理策略问题,还鲜有研究关注。本文以截至2014年12月31日的融资融券公司为样本,基于上市公司微观特征——会计稳健性的视角,使用双重差分法(DID)、OLS和非参数检验等方法研究了融券卖空交易对会计稳健性的影响。研究发现,入选标的股后,上市公司管理层为减轻可能的卖空风险,主动提高了公司的会计稳健性水平。进一步分析发现,融券卖空强度与会计稳健性水平呈显著负相关关系,这表明上市公司管理层对坏消息披露策略的调整确实具有抑制卖空动机的作用。

本文可能的贡献在以下三个方面:第一,本研究属于公司外部治理范畴,管理层根据市场变化适时调整自身行为的研究发现,表明融资融券这项交易机制能够在一定程度上约束管理层行为;第二,虽然卖空交易制度在我国施行的时间并不长,但卖空交易与会计稳健性之间已经表现出了显著的负相关关系,这一结论丰富了卖空交易和会计稳健性两个领域的研究文献;第三,本文的研究结论对于完善我国的融资融券交易制度,提升公司治理水平有一定的理论参考意义。

本文余下部分结构如下:第二部分是理论分析与研究假设,第三部分是研究设计,第四部分是实证结果与分析,第五部分是稳健性检验,第六部分是主要研究结论以及政策建议。

二、理论分析与研究假设

（一）卖空交易与卖空交易动机

虽然卖空交易行为在世界多数国家的资本市场中已相当普遍，但对其引发的市场效应仍存争议，围绕卖空交易争论的焦点集中在卖空投资者交易的动机究竟是基于“信息”还是“投机”。

持负面影响观点的学者认为，引入卖空机制并不总能对定价效率带来益处，有可能无显著效果甚至带来股票波动性加大等消极影响：具有私人信息的投资者会利用卖空来进行交易，将导致市场大幅波动，从而扩大了其他投资者所面临的风险水平（Keim和Madhaven, 1995; Bai等, 2006）；虽然规模较大的机构投资者出售股票主要是基于资产的流动性，但卖空投资者则是通过观察市场行情，采取掠夺性交易策略（Brunnermeier和Pedersen, 2005）；卖空投资者主要分析“看涨”和“看跌”的均衡性，而非价值分析（Blau和Wade, 2012）。而针对卖空交易能否稳定股市的问题，Charoenruek和Daouk（2003）使用全球111个市场数据的研究结论，并不支持允许卖空能显著减轻收益率偏度和市场崩盘概率的论点。甚至一些市场监管者公开指责卖空行为，认为其加剧了2008年金融危机期间的股价下跌（Jain等, 2014）。

对卖空交易持积极作用观点的学者普遍认为，证券交易若充分吸收与公司相关的负面信息，能够使证券的定价更具效率。投资者交易时使用的信息包括公开信息和私有信息两类，在严格的卖空管制市场环境下，两类信息无法充分地反映到股票价格中，即投资者无法利用“坏消息”获利（尤其是投资者通过私有信息获得的坏消息），而放松卖空管制后，投资者既可以利用“好消息”买多获利，又可以利用坏消息“卖空获利”。Diamond和Verrecchia（1987）指出，由于卖空者并不能直接从卖出中获得收益，因此他们本质上是基于信息的动机进行交易的，而不是出于流动性需求的动机。若实施严格的卖空约束，会逼迫悲观投资者离开，使市场交易只反映乐观投资者的观点（Miller, 2010）。Hong和Stein（2003）建立了一个将市场崩盘与卖空约束联系起来的异质代理模型，在该模型中，如果投资者不能够卖空，负面信息因平时得不到反映从而逐渐累积，当市场开始大跌时，这些负面信息将集中释放，这会进一步恶化市场情况最终导致崩盘。Bris等（2007）基于46个国家的数据研究发现，在允许卖空且卖空交易较多的国家，股价对信息的反应更为快捷。虽然资本市场监管者认为，限制卖空能够减轻市场的恐慌情绪，但他们同时也发现，在不允许卖空或没有卖空实践的国家，股票的市场回报率和个股回报率均显著偏低。陈淼鑫和郑振龙（2008）也选取37个国家和地区的证券市场作为研究对象，分析了卖空机制对股指收益率偏度、波动性和市场崩溃概率等的影响，其结果显示，虽然放开卖空限制将导致

股指收益率向负向偏离,但却不会加大市场的波动性,反而能降低市场崩溃的概率。

此外,卖空者的交易行为对其他投资者也具有潜在正外部效应,如,卖空交易能促使财务报告差错(Karpoff和Lou, 2010)、亏损公告(Christophe等, 2004)和分析师降级(Christophe等, 2010)等坏消息的价格发现。且对其他投资者而言,特定公司卖空比例的增加暗示了企业未来经营业绩的下降,这实际上是为他们提供了一个额外风险揭示(Deshmukh等, 2014)。

综上,正是由于卖空交易的双刃剑特性,使得各个国家资本市场均未实施纯粹的“裸卖空”交易机制,而是采用了一种适度放松的卖空管制制度。其好处在于,一方面可借助“知情卖空交易”提高证券的定价效率,另一方面,又可将卖空交易的“恐慌放大效应”限制在一个可控范围内。

(二) 卖空交易与管理层行为

面临卖空压力时,企业管理层通常会主动采取措施来消除或降低坏消息的影响。上市公司对外披露信息的一个好处是减少市场参与者面临的不确定性,鼓励投资者基于他们自己的信息进行大胆的交易,这样能使企业更有效地理解市场(Bond和Goldstein, 2012)。在所有的信息披露中,尤以会计信息披露最受关注,据Beyer等(2010)估计,股票季度回报方差中的15.67%通常产生在管理预测发布日,而各类的会计信息披露则能够解释55.23%的股票回报方差。因此,管理层具有通过财务报告披露策略和选择性披露来影响股价的动机和能力(Healy和Palepu, 2001)。

由于卖空交易是基于公司的坏消息而产生的,因此,管理层对相关坏消息的处理策略极为重要。通常情况下,管理层的披露语言越复杂,市场参与者越是对信息的理解感到困惑(Bushee等, 2014)。理论上管理层对坏消息可采取两种处理方式:一是不披露,二是粉饰披露。若管理层选择不披露坏消息,可能承担巨大的法律和声誉成本(Skinner, 1994; Hirst等, 2008; Cheng等, 2013),所以管理层一般会通过增加坏消息的解读成本(Bloomfield, 2002)、坏消息模糊化(Graham等, 2005)等方式进行粉饰。特别地, Li等(2015)发现,当企业面临的卖空压力增加时,管理层会有意识地降低年报信息的可读性。

另一方面,管理层是否会调整自己的披露决策,以免不当的披露行为导致被市场推断或误解为坏消息? Fang等(2014)利用2005-2007年美国证券市场的临时规制这一自然事件,研究发现实验组公司在放松卖空管制期间,当期盈余反应系数下降了,而基于未来盈余的当期回报系数上升,这表明放松卖空管制约束了企业信息披露中的机会主义,提高了公司财务报告质量。Massa等(2011)利用33个国家和地区的卖空数据,研究发现卖空交易与盈余管理之间存在着显著负相关关系,在卖空交易行为合法(或宽松)的国家,上市公司的盈余操纵程度比禁止(或限制)卖空的国家低40.8%

(32.7%)。基于我国的融券卖空制度,陈晖丽和刘峰(2014)的研究也发现,融券标的股公司相比其他公司,其应计盈余管理和真实盈余管理均显著降低。这意味着卖空交易已经在一定程度传导至公司管理层的披露决策。

进一步地,站在卖空者视角,其如何通过上市公司会计信息质量的评价,来选择可卖空的目标公司,Jain等(2014)研究了会计稳健性与卖空行为之间的关系,发现两者之间呈显著负相关关系,即:当某上市公司的会计稳健性低于同类企业时,该公司股票被卖空的相对数量也显著高于其他会计稳健性较高的公司。这表明,卖空投资者在选择卖空对象时,确实会特别关注那些会计稳健性较低的上市公司。

(三) 研究假设

卖空交易实际上通过两条途径发挥其对管理层的约束作用,一是卖空者具有发现和攻击管理层不当行为的动力(Karpoff和Lou, 2010; Hirshleifer等, 2011);二是卖空交易使用了更多的信息,使股票定价更具效率(Massa等, 2011)。现有研究表明,管理层在进行决策时,通常会考虑股票的市场交易价格(Chen等, 2007; Zuo, 2016),因而证券市场并非仅仅充当了企业这个经营实体的影子而被动存在,它实际上能够反作用于企业管理层的真实决策(Bond等, 2012)。综上,卖空交易与公司管理层披露行为之间便具有了如下逻辑路径:政府放松卖空管制→扩大了投资行为选择性→影响了股票交易结构→造成股价波动→引起管理层对坏消息的关注→导致管理层调整相关披露决策以减轻坏消息对股价的影响。也就是说,当本公司的股票允许卖空交易时,公司管理层为避免卖空交易加剧坏消息对股价的冲击,会主动提高会计稳健性水平。据此,我们提出第一项假设:

H1: 相同条件下,入选融券标的股的公司,其会计稳健性水平更高。

会计稳健性是会计信息质量特征的一个重要维度,其关键之处在于对好消息和坏消息采取了非对称处理方式,即:相对于“坏消息”而言,确认“好消息”需要更高的确定性程度。关于会计稳健性的研究,大致经历了国别比较、稳健性度量方法,以及公司治理视角的会计稳健性研究等三个阶段(Basu, 1997; Ball等, 2000, 2003; Zhang, 2008)。在公司治理领域,现有研究从内外部董事比例(Ahmed和Duellman, 2007)、管理层持股(LaFond和Roychowdhury, 2008)、机构投资者(Ramalingegowda和Yu, 2012)、债权人行为(LaFond和Watts, 2008)和资本成本(Lara等人, 2011)等多个角度开展了研究。但会计稳健性是否会影响卖空投资者的卖空决策的研究相对较少。虽然Jain等(2014)发现了会计稳健性对卖空交易具有抑制作用,但这一结论是否同样适用于我国资本市场,目前尚无研究涉足。

基于理性经济人假设,从卖空交易的整体层面看,卖空者会基于确凿的信息实施卖空交易,即卖空投资者均会以“知情交易者”身份参与交易。这是因为,卖空交易

相对于多头交易来讲,是一种风险极高、成本巨大的交易行为,在理论上具有无限潜在损失的可能。因此,就卖空投资者而言,对交易信息不加甄别便轻易卖空的行为显然是不理性的。当卖空投资者基于坏消息进行交易时,投资者实际上认为其掌握的坏消息是未被市场预期的,而公司较高的会计稳健性则意味着企业已经确认了相关坏消息,因而会大大降低卖空投资者的预期回报,进而削弱其卖空动机。因此,我们提出第二项假设:

H2: 融券标的股中,会计稳健性较高的公司具有更低的卖空吸引力,即融券卖空强度与会计稳健性水平负相关。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取2010-2014年我国融资融券标的股为研究样本,对样本进行如下筛选:(1)剔除成为标的股票之后被剔除出标的股的样本;(2)剔除金融保险类公司样本;(3)剔除ST公司和*ST公司;(4)剔除部分数据不全的公司。样本数据来源于国泰安CSMAR数据库和锐思数据库(www.resset.cn),融资融券各批次名单来自沪深证券交易所网站。为排除离群值对实证结果可能造成的干扰,对所有连续型变量进行了1%水平的缩尾处理(winsor)。为控制潜在的异方差和截面相关问题,在公司层面上进行了聚类处理(cluster firm)。

(二) 实证模型和变量设定

为检验H1,本文采用双重差分法(DID),以更好地控制实验组和控制组公司之间的系统性差异。具体设定的模型如式(1)所示:

$$C_Score_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 List_{i,t} + \alpha_2 Post_{i,t} + \alpha_3 List_{i,t} \cdot Post_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 Sus_{i,t} + \alpha_8 TobinQ_{i,t} + \alpha_9 Age_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

为检验H2,本文具体设定的模型如式(2)所示:

$$Short_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 C_Score_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Ret_{i,t} + \beta_4 StdRet_{i,t} + \beta_5 Ave_{i,t} + \beta_6 Ins_{i,t} + \beta_7 Div_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,Short为融券卖空强度,C_Score为会计稳健性水平,List为融资融券标的公司的虚拟变量,Post为公司进入融资融券名单时间的虚拟变量。参照Diether等(2009)、Jain等(2013)、陈晖丽和刘峰(2014)等现有文献,本文控制了公司规模、资产负债率、盈利能力、可疑盈利、托宾Q、上市时间、股票回报率、月度回报

率标准差、平均每日股票交易量、机构持股百分比和股利收益率等可能影响融券卖空强度和会计稳健性水平的因素。各变量的具体定义如表1所示：

表1 变量定义及说明

变量	变量名称	变量符号	变量计算
被解释变量	会计稳健性	<i>C_Score</i>	借鉴Khan和Watts（2009），分年度计算融资融券标的公司的会计稳健性水平 <i>C_Score</i>
	融券卖空强度	<i>Short</i>	借鉴Jain等（2014），融券卖空强度等于每年融券卖出量除以每年A股流通股股数
解释变量	融资融券名单	<i>List</i>	虚拟变量，样本公司若是融资融券标的的股票公司，该变量取值为1，否则为0
	融资融券时点	<i>Post</i>	虚拟变量，公司进入融资融券名单后的年度，该变量取值为1，之前年度取值为0
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	资产总额取自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	总负债/总资产
	盈利能力	<i>ROA</i>	净利润/总资产平均余额
	可疑盈利	<i>Sus</i>	虚拟变量，参考陈晖丽和刘峰（2014）， <i>ROA</i> 在0和0.005之间，该变量为1，否则为0
	托宾Q	<i>TobinQ</i>	市值/总资产
	上市时间	<i>Age</i>	公司上市的年龄
	股票回报率	<i>Ret</i>	参考Diether等（2009），股票回报率等于ln(lag(price))-ln(lag2(price))
	月度回报率标准差	<i>stdRet</i>	参考Diether等（2009），根据公司当年每月的股票回报率，计算标准差
	平均每日股票交易量	<i>Ave</i>	参考Jain等（2013），平均每日股票交易量等于年个股股票交易数量除以交易天数
	机构持股百分比	<i>Ins</i>	前十大无限售股东持股数占无限售股本比例
	股利收益率	<i>Div</i>	每股股利/股价
	年度虚拟变量	<i>Year</i>	根据样本区间2010-2014年设置年度虚拟变量
	行业虚拟变量	<i>Industry</i>	根据证监会2012行业分类标准，制造行业按二级分类，其他行业按一级分类设置行业虚拟变量

模型（1）的主要解释变量是交乘项*List·Post*，其系数表示公司在成为融资融券标的的股后会计稳健性水平发生的变化，若H1成立，模型（1）中系数 α_3 应显著为正，表明公司入选融资融券标的的股名单之后，会计稳健性水平显著提升。模型（2）的主要解释变量是*C_Score*，其系数 β_1 表示会计稳健性水平对融券卖空强度的反应程度，若系数 β_1 显著为负，则表明融券卖空强度与会计稳健性水平负相关，即会计稳健性较高的公司具有更低的卖空吸引力。

(三) 会计稳健性指标的衡量

参考Khan和Watts (2009) 提供的计量会计稳健性水平*C_Score*方法, 分年度计算了每只标的股票的*C_Score*, 具体计算过程如下:

首先利用Basu (1997) 计量会计稳健性的模型, 如式 (3):

$$Earn_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 D_{i,t} + \delta_2 Ret_{i,t} + \delta_3 D_{i,t} \cdot Ret_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

为了计量不同公司不同年度的盈余对好消息和稳健性的反应程度, 我们定义*G_Score*为盈余对好消息的反应, *C_Score*为盈余对坏消息反应的增量, 见式 (4) 和式 (5):

$$G_Score_{i,t} = \delta_2 = \lambda_0 + \lambda_1 Size_{i,t} + \lambda_2 M/B_{i,t} + \lambda_3 Lev_{i,t} \tag{4}$$

$$G_Score_{i,t} = \delta_3 = \mu_0 + \mu_1 Size_{i,t} + \mu_2 M/B_{i,t} + \mu_3 Lev_{i,t} \tag{5}$$

将式 (4) 和式 (5) 代入式 (3), 得式 (6)

$$Earn_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 D_{i,t} + (\lambda_0 + \lambda_1 Size_{i,t} + \lambda_2 M/B_{i,t} + \lambda_3 Lev_{i,t}) \cdot Ret_{i,t} + (\mu_0 + \mu_1 Size_{i,t} + \mu_2 M/B_{i,t} + \mu_3 Lev_{i,t}) \cdot D_{i,t} \cdot Ret_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \tag{6}$$

然后对式 (6) 进行回归, 得到 λ_0 - λ_3 、 μ_0 - μ_3 值, 分别代入式 (4) 和式 (5), 最终求得*G_Score*和*C_Score*, *C_Score*代表公司的会计稳健性水平

式中, *Earn*表示会计盈余, *Ret*为股票回报率, *D*是虚拟变量, 如果*Ret*小于零取值为1, 否则为0, *Size*表示公司规模的自然对数, *M/B*表示公司市场价值与账面价值的比例, *Lev*表示资产负债率。

(四) 描述性统计

表2提供了模型 (1) 和模型 (2) 主要变量的描述性统计结果。Panel B中, 融券卖空强度的均值为0.0252 (融券卖出量占A股流通股股数的平均比例为2.52%), 中位数0.0121, 这表明我国证券市场的卖空实践中, 卖空交易相比于做多交易仍有相当大的差距, 这可能和我国资本市场引入融券卖空交易时间较晚有关。

表2 描述性统计表

变量符号	样本量	均值	标准差	25%分位数	中位数	75%分位数
PanelA: 模型 (1) 相关变量						
<i>C_Score</i>	9913	0.0512	0.2077	-0.0147	0.0588	0.1275
<i>Size</i>	9913	22.2465	0.9449	21.5845	22.0869	22.7482
<i>Lev</i>	9913	0.4052	0.3411	0.2067	0.3840	0.5658
<i>ROA</i>	9913	0.0480	0.2442	0.0146	0.0383	0.0699
<i>TobinQ</i>	9913	2.1069	2.5426	1.2428	1.5817	2.2662
<i>Age</i>	9913	9.9478	6.2061	4.0000	10.0000	15.0000

变量符号	样本量	均值	标准差	25%分位数	中位数	75%分位数
PanelB: 模型(2) 相关变量						
<i>Short</i>	653	0.0252	0.0326	0.0025	0.0121	0.0356
<i>C_Score</i>	653	0.0725	0.1455	0.0072	0.0920	0.1714
<i>Size</i>	653	23.1589	1.3823	22.0986	22.9762	24.0163
<i>Ret</i>	653	-0.0196	0.1708	-0.1149	-0.0247	0.0807
<i>StdRet</i>	653	0.1180	0.0499	0.0896	0.1086	0.1347
<i>Ave</i>	653	16.2133	0.8530	15.7344	16.2240	16.6983
<i>Ins</i>	653	0.1568	0.1703	0.0435	0.0956	0.1902
<i>Div</i>	653	0.0131	0.0124	0.0042	0.0095	0.0170

进一步地,本文选取2013年度新增的融资融券标的股票为研究样本,主要进行两个比较:一是比较标的股票与非标的股票会计稳健性水平均值、中位数的差异,结果如表3所示。标的股票标的 C_Score 均值为0.1360,大于非标的股票的均值0.0763,差异显著,中位数检验结果与均值检验结果一致,与非标的股票相比,融券标的股票公司的会计稳健性水平较高。二是比较样本公司成为标的股票前后的会计稳健性水平变化,即2011年、2012年的 C_Score 与2013年、2014年 C_Score 之间的差异,结果如表4所示。成为标的股票之后的 C_Score 均值为0.1132,大于成为标的股票之前的 C_Score 均值-0.0139,差异显著,且符号发生了变化,中位数检验结果与均值检验结果也是一致的,说明公司在入选融券标的股后,会计稳健性水平得到了提升。

表3 标的股票与非标的股票的非参数检验表

变量	均值		中位数	
	标的股票均值	非标的股票	标的股票	非标的股票
N	593	1645	593	1645
<i>C_Score</i>	0.1360	0.0763	0.1409	0.0676
t值/Z值	8.69		12.66	

表4 成为标的股票前后的非参数检验表

变量	均值		中位数	
	成为标的股票前	成为标的股票后	成为标的股票前	成为标的股票后
N	746	746	746	746
<i>C_Score</i>	-0.0139	0.1132	0.0350	0.1113
t值/Z值	-18.75		-16.51	

依据会计稳健性水平 C_Score 的大小,运用二分法、三分法和四分法,把研究样本分为稳健性水平高和稳健性水平低的两组,分别记作 $C_Score(high)$ 、 $C_Score(low)$,然后对融券卖空强度进行了均值t检验和中位值差异检验,结果如表5所示。