

卖空机制、资本市场压力与公司战略选择

孟庆斌, 李昕宇, 张修平

[摘要] 卖空机制如何影响公司行为是学术界近年来探讨的热点话题。现有文献主要考察了卖空机制与公司具体行为之间的联系,而本文将研究视角上升到整体战略层面,考察了卖空机制对公司战略选择的影响。本文基于中国A股市场推出卖空机制这一准自然实验事件,以2006—2016年A股上市公司为样本,发现卖空机制推出后,融券标的公司的战略激进度显著下降。进一步研究表明,公司战略之所以趋于稳健,是由于卖空机制改变了资本市场环境,提升了管理层所面临的资本市场压力,包括监督压力、融资压力和业绩压力。在上述压力下,管理层通过削减研发创新和市场扩张业务的资源投入、提升主营业务集中度、增强组织结构稳定性等具体路径调整公司战略。此外,战略激进度下降后,公司的风险水平得以降低,但损失了部分盈利性和成长性。在稳健性检验中,本文缓解了样本的组间特征差异、测试了回归模型的敏感性、考察了卖空交易量对公司战略选择的影响、排除了市场关注度和管理层职责的干扰,结论均保持不变。本文的研究揭示了卖空机制与公司战略选择之间的内在联系,丰富了卖空机制经济后果和战略管理领域的文献,对促进中国资本市场的制度建设和公司战略管理实践的发展具有重要的现实意义。

[关键词] 卖空机制; 公司战略选择; 资本市场压力

[中图分类号]F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2019)08-0155-19

一、引言

卖空机制的推出是中国资本市场的一大重要创新与突破,结束了二十余年来只能“单边做多”的历史。此后,融券业务实现了迅速发展,卖空机制的影响力也日益凸显。这一背景下,卖空机制的实施效果,尤其是对公司行为的影响受到了学术界的重点关注。研究发现,卖空机制的影响力十分广泛,对投资(权小锋和尹洪英,2017)、融资(顾乃康和周艳利,2017)、财务舞弊(Karpoff and Lou, 2010)、盈余管理(Massa et al., 2015)、管理层盈余预测(Li and Zhang, 2015)、管理层薪酬契约(Angelis et al., 2017)、现金持有(董捷等,2017)、风险承担(倪晓然和朱玉杰,2017)、并购决策(陈胜蓝和马慧,2017)、大股东掏空(陈胜蓝和卢锐,2018)等诸多公司行为都存在显著影响。然而,卖空机制的影响范围为何如此之广,其中可能存在尚未揭示的深层原因。一般而言,公司行为会受到公司战略的指导,是抽象公司战略的直观体现(赵晶等,2015)。因此,卖空机制可能影响了公司战略选

[收稿日期] 2018-02-21

[基金项目] 中国人民大学决策咨询及预研委托项目“卖空机制、资本结构与资产结构——金融摩擦视角”(批准号2019030220)。

[作者简介] 孟庆斌,中国人民大学商学院教授,博士生导师,经济学博士;李昕宇,中国人民大学商学院博士研究生;张修平,对外经济贸易大学金融学院讲师,管理学博士。通讯作者,李昕宇,电子邮箱:lixinyu_ruc@163.com。

择,从而才呈现出“牵一发而动全身”的现象。但现有文献大多只关注了具体层面的公司行为,忽视了对整体层面公司战略选择的考察。

公司战略选择是战略管理理论的核心要素之一^①。在实践中,战略选择决定了公司的经营目标、发展方向和行动计划(Porter,1980),奠定了公司长远发展的基石。研究表明,公司战略只有适应外部环境,如政治、经济、制度等宏观环境(Chandler,1962;Learned et al.,1965;Meyer and Rowan,1977;蔡宁等,2017)以及产业环境(Porter,1980)等,才能充分融合内部资源和外部机遇,实现可持续发展。其中,资本市场是公司进行外部融资、证券流通和资源配置的重要平台,与公司生产经营活动息息相关。因此,资本市场环境是公司战略选择亟需考虑的关键因素。作为资本市场的重要交易机制,卖空机制的出现改变了上市公司赖以生存的资本市场环境。此时,为了应对资本市场环境变化带来的挑战,保障公司的可持续发展,公司管理层可能不得不对其战略选择做出调整。由此可见,卖空机制可能对公司战略选择存在重要影响。

本文以中国A股市场推出卖空机制为背景,以2006—2016年A股上市公司为样本,考察了卖空机制对公司战略选择的影响。与西方成熟市场不同,中国的融券卖空业务实行了“先试点、后推广”的分步走战略。卖空机制推出以来,经过四次大规模扩容,标的股票由最初的90支扩容为900支(截至2015年底)。这为本文的研究提供了难得的准自然实验条件。实证研究发现:卖空机制推出后,相对于非标的,标的公司的战略激进度显著下降。进一步地,本文发现公司战略选择之所以趋于稳健,是由于卖空机制提升了管理层所面临的资本市场压力,包括监督压力、融资压力和业绩压力。具体而言:①允许卖空后,公司违规行为得到了有效约束,并且对于媒体关注度较少、分析师跟踪度较低、机构投资者持股较少的公司,卖空机制对公司战略的影响更强,支持了监督压力机制。②允许卖空后,公司的权益和债务资本成本显著上升,并且对于非国有、现金流少、融资约束严重的公司,卖空机制对公司战略的影响更强,支持了融资压力机制。③允许卖空后,公司的负面信息显著增加,分析师盈余预测与股票超额收益率显著下滑,并且对于管理层职业忧虑大、管理层持股多、实施股权激励的公司,卖空机制对公司战略的影响更强,支持了业绩压力机制。针对以上三种资本市场压力,本文进一步考察了公司战略调整的具体路径,发现管理层通过削减研发创新和市场扩张业务的资源投入、增加主营业务的集中度、提升组织结构的稳定性来调整公司战略。此外,本文还对经济后果进行了考察,发现卖空机制促使公司战略趋于稳健后,公司的风险水平得以显著降低,但损失了部分盈利能力与成长性。在稳健性检验中,本文应用倾向得分匹配法(PSM)为实验组重新筛选了对照组,通过改变被解释变量、估计方法和模型设计等方式对回归模型进行了敏感性测试,考察了卖空交易量对公司战略选择的影响,排除了市场关注度和管理层职责的影响,原有结论均保持不变。

本文的研究贡献体现在如下三个层面:①历史文献主要考察了卖空机制对于具体层面的公司行为的影响(Massa et al.,2015;权小锋和伊洪英,2017),本文着眼于战略管理理论中的公司战略选择问题,考察了卖空机制对整体层面的公司战略选择的影响,在更深层面揭示了卖空机制与公司行为的内在联系,丰富了卖空机制经济后果领域的研究,同时也是对金融学与管理学交叉学科研究的有益尝试。②外部环境与公司战略选择是学术界长期探讨的经典话题。历史文献重点关注了政治、经济、制度等宏观环境以及产业环境对公司战略选择的影响。本文以卖空机制作为切入点,将公司战略选择影响因素的研究延伸至资本市场环境领域,丰富了公司战略选择影响因素领域的文献。③现有研究在考察外部环境与公司战略选择问题时大多以分析推理为主,普遍缺乏实证研究的支撑。本文应用实证研究方法证实了卖空机制带来的资本市场环境变化引发了公司战略调整,同时检

① 战略管理理论的三大核心要素包括战略分析、战略选择和战略实施。

验了公司战略调整的具体路径与经济后果,为该领域的研究提供了经验证据。

余文结构安排如下:第二部分为文献综述与理论分析,第三部分为研究设计,第四部分为实证结果,第五部分为进一步研究,第六部分为稳健性检验,第七部分为结论与政策建议。

二、文献综述与理论分析

1. 卖空机制与公司行为

卖空机制是资本市场的重要交易机制之一,其对上市公司行为的影响受到了学术界的广泛探讨。大量研究表明,卖空机制对上市公司的影响主要体现在两方面:①卖空机制具有负面信息发掘和释放功能。与普通投资者相比,卖空者拥有更强的信息挖掘和分析能力(Christophe et al.,2004;Karpoff and Lou,2010;Hirshleifer et al.,2011),能够向市场揭示公司的潜在隐患,从而加速负面信息融入股价,增加股价下行压力(Hong and Stein,2003;Chang et al.,2007;Boehmer and Wu,2012;Engelberg et al.,2012)。②卖空机制具有外部监督功能。由于市场不完备,公司管理层和股东之间存在代理问题,从而给公司带来了一系列负面隐患。卖空机制的存在提升了公司负面信息被曝光的几率,增加了管理层侵犯股东利益、谋取个人利益的成本,有助于管理层约束自身行为,回到股东价值最大化的经营目标上去。例如,卖空机制能够促使管理层制定优质的并购决策(陈胜蓝和马慧,2017),改善盈余质量(Massa et al.,2015),提升创新效率(权小锋和伊洪英,2017),降低财务杠杆(顾乃康和周艳利,2017)等。

尽管研究成果丰富,但现有文献的研究视角仅仅局限于具体的公司财务决策,忽视了卖空机制对整体层面的公司战略选择的影响。

2. 外部环境与公司战略选择

在管理学中,公司战略存在诸多划分方式。其中,Miles and Snow(2003)的划分方式能够涵盖其他主流战略分类且易于度量,因此被学者们广泛接受。根据Miles and Snow(2003)的定义,公司战略分为进攻型、分析型和防御型,实施不同战略的公司在经营模式和组织结构上存在显著差异。其中,进攻型公司热衷于产品创造、技术研发和市场开拓等业务,因此通常经营范围较广。为了适应激进的经营模式,进攻型公司一般需要设立多个分部或子公司开展不同类型或市场的业务。这使得其组织结构较为分散、复杂。此外,进攻型公司的管理团队更迭频繁,员工离职率也相对较高。与进攻型公司不同,防御型公司通常聚焦于现有的几种产品或服务上,更加关注如何降低产品成本、提升生产效率和优化服务质量,对新业务或新市场拓展缺乏热情。与经营模式相适应,防御型公司的组织结构更为集中,管理团队更加稳定,员工的平均任期也相对较长。分析型公司的特点则介于两者之间。

不同类型战略在经营模式和组织结构层面的特征最终会对公司价值产生影响。研究表明,技术研发、产品创造和市场开拓等业务提升了进攻型公司的成长性,但同时也加剧了进攻型公司的业绩风险(Rajagopalan,1997;Higgins et al.,2015);当研发创新或市场开拓成功时,公司业绩将实现井喷式增长;而一旦失败,公司将蒙受巨额损失。同时,较大的经营范围和松散的组织结构为进攻型公司的管理层提供了从事机会主义行为的机会和空间,例如,盈余管理(孙健等,2016)、财务舞弊(Bentley et al.,2013)、过度投资(王化成等,2016)、公司违规(孟庆斌等,2018b)、税收规避(Higgins et al.,2015)等,给公司的长远健康发展埋下了隐忧。相比之下,防御型公司更加专注于已有的产品和服务。这些产品或服务的业务流程已经规范、业务模式也相对成熟。因此防御型公司的业绩稳定性较好,但一定程度上损失了未来的成长性(Miles and Snow,2003;Bentley et al.,2013)。同时,由于经

营范围较窄、组织结构集中,防御型公司能够实施更加有力的管理和约束,有助于抑制管理层谋取个人私利的倾向。

公司战略并无优劣之分,只有适合与否(Miles and Snow,2003)。如果公司想要实现可持续发展,就需要做出适合自身的战略选择。已有文献表明,外部环境是公司战略选择的重要影响因素。Chandler(1962)率先提出,公司无法改变外部环境,其战略必须适应外部环境现状及变化趋势。Learned et al.(1965)继承并发展了Chandler(1962)的理论,认为战略选择的过程实质上是公司内部特征和外部环境相匹配的过程,并由此提出了经典的SWOT分析模型。之后,Porter(1980)提出了著名的竞争战略理论,认为产业结构是决定公司盈利能力的关键因素。此外,制度理论(Meyer and Rowan,1977)也指出,组织行为存在主动适应外部制度环境的现象,因此公司战略选择也会受制度环境的影响。

作为公司外部环境的组成部分,资本市场与公司经营管理活动密切相关,在缓解融资约束、优化资源配置、分散经营风险等环节发挥了重要作用。近年来,资本市场在促进微观企业进步和宏观经济发展层面的功能得到了国家的高度重视。党的十九大报告提出:“要着力促进多层次资本市场健康发展,增强金融服务实体经济的能力”。由此可见,资本市场是管理层选择公司战略时不容忽视的外部环境因素。

3. 理论分析

卖空机制的推出改变了公司赖以生存的资本市场环境。这主要体现在两个层面:①负面信息渠道的开辟。此前,资本市场会把悲观投资者拒之门外,使得公司股价难以反映大部分悲观投资者的信念(Hong and Stein,2003;Chang et al.,2007)。卖空机制推出后,负面信息渠道的开辟与投资者悲观情绪的集中释放会加速公司负面信息融入股价,原有的单边市场转换为多头和空头“角力”的双边市场(Boehmer and Wu,2012;Engelberg et al.,2012)。②资本市场外部监督功能的加强。由于市场不完备,管理层可能为了谋取私人利益而偏离股东价值最大化的经营目标。卖空机制的推出提升了公司负面信息被曝光的几率,增加了管理层谋取私利的成本,有助于约束机会主义行为的发生(Massa et al.,2015;顾乃康和周艳利,2017;权小锋和伊洪英,2017)。卖空机制引发的资本市场环境变化可能会给公司带来新的生存与发展挑战,使得原有战略不再是当前环境下的公司最优选择,进而不利于公司业绩甚至可持续发展。此时,公司管理层需要审时度势对战略选择进行调整,以实现当前资本市场环境的契合。具体来说,卖空机制提升了管理层所面临的资本市场压力,从而降低了公司战略激进度。其影响机制可能有以下三个方面:

(1)卖空机制提升了管理层所面临的来自资本市场的监督压力。与防御型公司相比,进攻型公司的代理问题更加严重,管理层的机会主义行为更多(Bentley et al.,2013;孙健等,2016;王化成等,2016)。这主要体现在两个层面:①在经营模式层面,进攻型公司业务种类更多,经营范围更广,管理层实施机会主义行为、谋取个人利益的机会相应更多;而防御型公司专注于限定的几种产品和服务上,经营范围较窄,管理层实施机会主义行为的机会较少(Miles and Snow,2003; Bentley et al.,2013)。②在组织结构层面,进攻型公司的分部、子公司较多,组织结构分散、复杂。同时,其组织结构不稳定,管理层更迭频繁,员工任期较短。这些因素导致进攻型公司实施有效内控的难度较大。而防御型公司的组织结构更加集中、稳定,有利于公司对各级员工进行管理和约束,从而有助于完善内控机制的构建(Miles and Snow,2003;Simons,1987;Bentley et al.,2013)。

已有文献表明,卖空机制具有外部监督功能,能够有效约束管理层的机会主义行为,缓解公司股东和管理层之间的代理问题(Massa et al.,2015;权小锋和伊洪英,2017;顾乃康和周艳利,2017)。

因此,卖空机制的推出提高了公司管理层机会主义行为被曝光的概率,提升了公司实施激进战略的成本,如社会声誉、合作关系的破坏以及公司价值的损失,进而降低了公司战略激进度。

(2)卖空机制提升了管理层所面临的来自资本市场的融资压力。当市场存在卖空限制时,公司股价更容易被高估,使得公司的权益资本成本相对较低(Gilchrist et al.,2005)。而在卖空机制推出后,公司负面信息更容易被释放,股价下行压力增大,增加了股票市场投资者对于公司价值与投资风险的悲观态度。为了抵补可能的损失,投资者会索要更高的风险回报,甚至拒绝向公司提供资金(Grullon et al.,2015)。同时,由于债务市场与股票市场之间的联动性,债权人所要求的风险报酬率也会相应提高(Erturk and Nejadmalayeri,2012)。由此可见,卖空可能会同时增加公司的权益资本成本和债务资本成本。顾乃康和周艳利(2017)发现卖空机制推出后,公司新增股权和债务融资规模均显著降低,一定程度上支持了上述分析。

结合公司战略看,进攻型公司往往存在更高的业绩风险和更多的管理层机会主义行为,因此,卖空机制的推出增加了进攻型公司的业绩风险和管理层机会主义行为被曝光的几率,导致其面临的股价下行压力相对较大,外部融资成本上升的幅度也相对较高。同时,进攻型公司热衷于研发创新、市场开拓等项目,需要长期稳定的现金流予以保障(Brown et al.,2009)。因此,当外部融资成本增加时,进攻型公司更容易陷入资金链断裂的困境。此时,继续推行进攻型战略可能会让公司蒙受损失。相比而言,防御型公司的业绩风险较低、管理层机会主义行为偏少,因此在卖空机制推出后,外部融资成本的上行压力较小。同时,防御型公司对外部资金需求较低(孙健等,2016),即便融资成本有所上升,公司的经营管理活动也不会受到强烈冲击,防御型战略也能够继续运行。综上可知,卖空机制提升了管理层实施激进战略的融资压力,促使公司战略激进度降低。

(3)卖空机制提升了管理层所面临的来自资本市场的业绩压力。在卖空机制推出之前,市场缺乏负面消息挖掘和传递的有效渠道,即便投资者获得了公司的负面信息,也无法充分表达(Hong and Stein,2003;Chang et al.,2007)。此时,公司股价下行压力较小,管理层所面临的来自股东和市场投资者的业绩压力较低。而在卖空机制推出后,投资者获得了表达负面信息的渠道,也增加了股价的下行压力(Boehmer and Wu,2012; Engelberg et al.,2012),这会增加股东和投资者财富流失的风险。此时,股东和投资者会向管理层施加压力,促使得管理层放弃部分周期较长的研发创新项目(Mitchell et al.,2004)。Graham et al.(2005)通过调研美国400家上市公司发现,在面临业绩压力时,78%的CFO愿意牺牲长期项目而去满足一些短期收益目标。戴尔公司的负责人也表示,因为每天必须盯着股价,公司难以制定长期战略(Fang et al.,2014)。此外,在中国证券市场,券商为了控制信用风险,与投资者约定融券期限最长不得超过6个月。这一制度设计使得卖空者更加关注公司的短期业绩产出,进一步加重了管理层的业绩压力。

结合公司战略看,卖空机制的推出会在更大程度上提升进攻型公司管理层的业绩压力。同时,进攻型公司热衷于研发创新项目,难以在短期内形成业绩产出,不利于当期业绩的维护。此时,为了应对市场业绩压力,避免潜在的股东财富损失,管理层可能不得不牺牲一些长周期项目(Graham et al.,2005;Ederer and Manso,2013),从而促使公司战略趋于稳健。相比而言,防御型公司的业绩风险较低、管理层机会主义行为偏少,因此卖空机制对其造成的业绩压力较小。同时,防御型公司更加注重生产效率的提升和服务质量的优化,相比于研发创新项目风险较小,更容易形成业绩产出。因此,即便卖空机制导致股价下跌,防御型公司的经营模式也更容易在短期内形成业绩改善(Rajagopalan,1997),有助于管理层应对来自股东和投资者的业绩压力。综上可知,卖空机制提升了管理层实施激进战略的业绩压力,促使公司战略激进度降低。

综合以上三方面的分析,本文提出:

假设 1a:卖空机制推出后,公司战略激进度显著下降。

当然,卖空机制还可能存在促进公司战略激进度上升的作用。研究指出,卖空者会对存在管理层“短视主义”和“享乐主义”行为的公司进行“攻击”。这是因为,在不完备市场中,管理层为了尽快提高薪酬、建立声誉以及迎合投资者的短期偏好,会采取短视的投资行为以提升公司的短期业绩,最终损害了公司的长期价值(Benmelech et al.,2010)。同时,管理层为了能够享受“平静生活”,会倾向于维持公司现状,尽可能地避免“破旧立新”而带来的艰难决策与超额努力,最终断送了公司的发展前景(Bertrand and Mullainathan,2003)。卖空机制推出之后,一方面能够通过缓解公司与投资者的信息不对称,增强投资者对长期项目的真实价值以及管理层努力程度的有效评估,提升管理层致力于长期项目的意愿(Massa et al.,2015);另一方面能够通过外部监督功能,约束管理层以损害公司长远发展为代价的“短视主义”和“享乐主义”行为,促使其增加对长期项目的资源倾斜与精力投入(权小锋和尹洪英,2017)。

结合公司战略看,相比于进攻型公司,防御型公司更加关注已有的产品与服务,对研发创新和开拓业务的热情较低。虽然已有产品服务的生产流程规范、业务模式成熟,有助于公司短期业绩的提升与业绩稳定性的维护(Miles and Snow,2003;Bentley et al.,2013),但长期内这种“安于现状,故步自封”的经营模式可能导致公司丧失成长性,最终落后于同行业的其他竞争者。由此可见,与进攻型公司相比,防御型公司中的“短视主义”或“享乐主义”现象可能更加普遍。因此在卖空机制推出后,防御型公司可能会遭受更多的“卖空攻击”,从而提升了管理层继续实施保守战略的压力,促使公司战略激进度提升。综上所述,本文提出:

假设 1b:卖空机制推出后,公司战略激进度显著上升。

三、研究设计

1. 数据来源与处理

本文以 2006—2016 年中国 A 股上市公司为研究样本,所需数据来自 CSMAR 数据库。借鉴已有研究(孙健等,2016;权小锋和尹洪英,2017),本文对样本进行了如下处理:①剔除金融业上市公司样本;②由于计算公司战略需要五年的财务数据,故剔除上市不满五年的公司样本;③剔除中途被移出融资融券名单的公司样本;④剔除变量存在数据缺失的样本;⑤在 1%和 99%的水平上对连续变量进行缩尾处理。经过上述筛选,本文最终得到标的公司 822 家,非标的公司 1352 家,合计 11787 个“公司—年度”样本。其中,融券标的样本 5285 个,非标的样本 6502 个。

2. 模型设计与变量定义

中国卖空机制的推出属于试点性质的政策冲击。因此,本文以融券标的公司为实验组,非标的公司为对照组,构建双重差分模型(Difference in Differences, DID)对假设 1a 和 1b 进行检验(Massa et al.,2015;权小锋和尹洪英,2017;孟庆斌等,2018a),如模型(1)所示:

$$\begin{aligned} Strategy_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 Target_{i,t} \times Post_{i,t} + \beta_2 Target_{i,t} + \beta_3 Post_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \\ & \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Roe_{i,t} + \beta_7 FirmAge_{i,t} + \beta_8 Soe_{i,t} + \beta_9 Top5Hold_{i,t} + \beta_{10} Board_{i,t} + \\ & \beta_{11} Indep_{i,t} + \beta_{12} MgAge_{i,t} + \beta_{13} Market_{i,t} + \beta_{14} IndPos_{i,t} + Year_t + Ind_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

(1)被解释变量。模型(1)中的 *Strategy* 为公司战略变量。借鉴已有文献(Bentley et al.,2013; Higgins et al.,2015; Bentley et al.,2017; 孙健等,2016;王化成等,2016;孟庆斌等,2018b),本文

从如下六个维度对其进行度量:①研发费用与营业收入之比,反映公司研发创新的倾向;②销售费用和管理费用与营业收入之比,反映公司的市场扩张倾向;③营业收入增长率,反映公司的成长性;④员工人数与营业收入之比,反映公司的生产效率;⑤员工人数的标准差,反映组织结构的稳定性;⑥固定资产与总资产之比,反映公司的资本密度。对于上述六个指标,本文先计算其过去五年的平均值,而后按照“行业—年度”将各指标从小到大排序并平均分为五组。对于变量①—⑤,给最小组赋值为1分,次小组赋值为2分,以此类推,最大组赋值为5分;对于变量⑥,给最小组赋值为5分,次小组赋值为4分,以此类推,最大组赋值为1分。最后,将每一个“公司—年度”样本的六个维度得分相加,便可得到取值范围在6—30分之间的分值,称为战略激进度。得分在6—12分之间的属于防御型战略,24—30分之间的属于进攻型战略,13—23分之间的属于分析型战略。分值越高,表明公司战略越激进,反之越稳健^①。

该指标具有如下优势:综合了过去五年中公司资源配置、经营成果或组织结构的情况,反映了公司的长期行动计划;反映了公司已付诸实施的战略,而不仅仅是管理层的理念和计划(孙健等,2016);计量数据为年报中的公开财务数据,易于获取;能够计算出每个“公司—年度”样本的公司战略,样本量丰富,有利于开展大样本实证研究。

(2)解释变量。模型(1)中的 *Target*、*Post* 和 *Target×Post* 为双重差分模型的主要解释变量。其中, *Target* 为标的哑变量,用于控制实验组与对照组间的事前差异。当公司是融券标的时, *Target* 取1,否则取0。 *Post* 为事件哑变量,用于控制样本的趋势效应。对于卖空机制推出或融券标的扩容发生之后的年份, *Post* 取1,否则为0。 *Target×Post* 为前两者的交乘项,也是双重差分模型的核心解释变量。该变量的回归系数即为卖空机制影响公司战略选择的净效应。

(3)控制变量。本文在模型(1)中控制如下影响因素:①公司的主要特征可能会对其战略产生影响,因此控制公司规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、净资产收益率(*Roe*)、上市年限(*FirmAge*)、产权性质(*Soe*)、股权集中度(*Top5Hold*)和行业地位(*IndPos*)。②公司战略选择主要由董事会和管理层决定,因此控制与董事会和管理层特征相关的变量,包括董事会规模(*Board*)、独立董事占比(*Indep*)以及管理层年龄均值(*MgAge*)。③公司所在地区的市场环境与发展水平也可能影响公司战略的制定,因此本文参考王化成等(2016)控制了公司注册地所在的经济版图(*Market*)^②。以上变量定义如表1所示。

(4)回归分析。在模型(1)中,本文将公司战略变量(*Strategy*)滞后一期,以缓解模型中可能存在的内生性;同时对所有回归系数的标准误在公司层面进行了 Cluster 处理,以缓解模型中可能存在的序列相关性问题。本文重点关注回归系数 β_1 。如果假设 1a 成立,那么 β_1 应该显著为负,即卖空机制推出后,标的公司战略激进度降低;如果假设 1b 成立,那么 β_1 应该显著为正,即卖空机制推出后,标的公司战略激进度提升。

① 本文从公司规模、盈利能力、风险水平和成长性四个层面对不同战略类型公司的特征进行了统计分析,发现防御型公司具有规模大、风险低的优势,但盈利能力和成长性偏弱;而进攻型规模小、风险高,但盈利强、成长快;分析型公司介于两者之间,这与 Bentley et al.(2013)的阐述是相吻合的。统计结果详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

② 东部包括北京、天津、上海、河北、山东、江苏、浙江、福建、广东、海南;中部包括湖南、湖北、河南、安徽、山西、江西;东北包括辽宁、吉林、黑龙江;西部包括重庆、四川、贵州、云南、陕西、青海、甘肃、西藏、内蒙古、广西、宁夏、新疆。

表 1 主要实证变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Strategy</i>	公司战略	六项指标的评分,6—12分为防御型战略,13—23分为分析型战略,24—30分为进攻型战略
<i>Target×Post</i>	交乘哑变量	<i>Target</i> 和 <i>Post</i> 的交乘项
<i>Target</i>	标的哑变量	公司是融券标的时取1,否则为0
<i>Post</i>	事件哑变量	卖空机制推出或融券标的扩容事件之后的年份取1,否则取0
<i>Size</i>	公司规模	公司总资产的自然对数
<i>Lev</i>	资产负债率	总负债与总资产比值
<i>Roe</i>	净资产收益率	净利润与净资产比值
<i>FimAge</i>	上市年限	公司上市的年限
<i>Soe</i>	产权性质	公司为国有企业时取1,否则取0
<i>Top5Hold</i>	股权集中度	前五大股东的持股比例
<i>Board</i>	董事会规模	董事成员人数
<i>Indep</i>	独立董事占比	独立董事占董事会成员总数比例
<i>MgAge</i>	管理层年龄均值	公司非独立董事和高管的年龄均值
<i>Market</i>	经济版图	公司注册地位于西部取1,东北取2,中部取3,东部取4
<i>IndPos</i>	行业地位	公司营业收入占整个行业营业收入的比重

四、实证结果

1. 描述性统计

本文初步对主要实证变量进行了描述性统计,结果见表2。公司战略(*Strategy*)的均值为17.9065,中位数为18.0000,标准差为3.9072。这说明中国上市公司整体上以分析型战略为主,但不同公司之间的战略风格存在较为明显的差异,具有充分的变异性。标的哑变量(*Target*)的均值为0.4484,交乘项哑变量(*Target×Post*)的均值为0.1823,表明实验组和对照组样本数量分别为全样本的44.84%和55.16%,而进入融资融券名单之后的实验组样本数量为全样本的18.23%。其他各变量的分布均在合理范围,此处不再赘述。

为了直观地观察卖空机制推出对公司战略选择的影响,本文绘制了2006—2016年间实验组与对照组公司的战略激进度的年度走势(见图1)。其中横轴为年份,纵轴为公司战略激进度的年度均值。可见实验组样本在2010年、2011年、2013年和2014年分别成为融券标的后,公司战略激进度显著下降。而对照组的公司战略激进度一直较为稳定。图1的结果初步证实了卖空机制促使公司战略趋于稳健,符合假设1a的预期。

2. 回归分析

本文应用模型(1)对假设1a和1b进行回归分析,结果见表3。其中,第(1)列为全样本的回归结果。全样本包括2010年、2011年、2013年和2014年成为融券标的的实验组样本和所有对照组样本。由于全样本中存在四个时间节点,导致事件哑变量(*Post*)无法定义,故此处未加控制。进一步地,本文基于融券标的分步式扩容的现实情况,考察历次扩容事件对公司战略的影响。其中,第(2)列为2010年和2011年扩容样本的回归结果,时间区间为2006—2015年。同时,为了排除扩容当年样本

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Strategy</i>	11787	17.9065	18.0000	3.9072	6.0000	30.0000
<i>Target×Post</i>	11787	0.1823	0.0000	0.3861	0.0000	1.0000
<i>Target</i>	11787	0.4484	0.0000	0.4973	0.0000	1.0000
<i>Size</i>	11787	21.9412	21.8391	1.3179	18.8314	25.8266
<i>Lev</i>	11787	0.5239	0.5229	0.2241	0.0734	1.3594
<i>Roe</i>	11787	0.0568	0.0653	0.1868	-1.0326	0.5700
<i>FirmAge</i>	11787	12.1497	12.0000	4.4884	5.0000	23.0000
<i>Soe</i>	11787	0.5963	1.0000	0.4907	0.0000	1.0000
<i>Top5Hold</i>	11787	48.6235	48.4400	15.4586	16.9200	86.3200
<i>Board</i>	11787	8.9965	9.0000	1.8519	5.0000	15.0000
<i>Indep</i>	11787	0.3661	0.3333	0.0530	0.2500	0.5714
<i>MgAge</i>	11787	47.5082	47.6667	3.2225	39.2727	55.1333
<i>Market</i>	11787	3.1101	4.0000	1.1862	1.0000	4.0000
<i>IndPos</i>	11787	0.0673	0.0093	0.2018	0.0001	1.5291

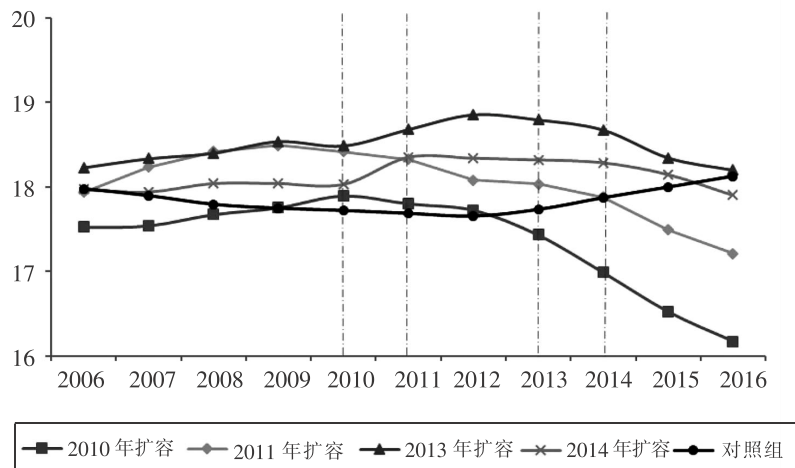


图 1 卖空机制推出前后公司战略走势

的影响,本文剔除了 2010 年和 2011 年的数据^①;第(3)列为 2013 年扩容样本的回归结果,时间区间为 2011—2015 年,以保证扩容前后时间长度相同,且剔除了 2013 年的数据;第(4)列为 2014 年扩容样本的回归结果,时间区间为 2013—2015 年,且剔除了 2014 年的数据。由于第(4)列的样本只有两个年度,使得哑变量 *Post* 和年度哑变量 *Year* 之间存在严重的多重共线性,故此处未控制 *Year*。由表 3 可知,第(1)—(3)列中 *Target×Post* 的回归系数显著为负。第(4)列中 *Target×Post* 为负但不显著。这可能是因为样本区间较短,且 2015 年 6 月股灾爆发之后,融券业务被暂停,导致卖空机制未能发挥作用。此外,VIF 检验的结果均小于 10,说明本文的回归模型不存在多重共线性问题。综上所述,表 3 的结果支持了假设 1a 而非假设 1b,即卖空机制推出后,融券标的公司的战略激进度显著下降。

① 由于 2010 年和 2011 年进入融资融券名单的标的股票数量较少,且均为上证 180 指数和深证 100 指数成分股,特征较为相近,因此,本文将两次扩容样本进行合并考察。

表 3 卖空机制推出与公司战略

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本	2010年、2011年扩容样本	2013年扩容样本	2014年扩容样本
	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$
<i>Target</i> × <i>Post</i>	-0.6230*** (-3.7354)	-0.5761** (-1.9824)	-0.7112*** (-3.4299)	-0.5224 (-1.4137)
<i>Target</i>	0.4639** (2.0611)	0.3220 (0.8832)	0.1257 (0.4417)	-0.3822 (-0.8759)
<i>Post</i>		-0.2828 (-1.2575)	-0.8238*** (-4.6528)	-1.3981*** (-5.3451)
<i>Size</i>	0.3488*** (3.1529)	0.2595* (1.8356)	0.9457*** (6.6439)	1.4038*** (6.3077)
<i>Lev</i>	0.1659 (0.4757)	0.4042 (1.0155)	-0.4187 (-0.9458)	-0.6017 (-1.0788)
<i>Roe</i>	0.5862** (2.1765)	0.4747 (1.5986)	0.8634** (2.1366)	0.3190 (0.6293)
<i>FirmAge</i>	0.0287 (1.5045)	0.0270 (1.2268)	0.0196 (0.9252)	0.0000 (0.0005)
<i>Soe</i>	-1.0871*** (-5.9315)	-1.0590*** (-4.8783)	-1.1660*** (-5.0976)	-1.2829*** (-4.7887)
<i>Top5Hold</i>	-0.0056 (-1.0058)	-0.0117* (-1.7901)	-0.0088 (-1.2289)	-0.0211** (-2.5316)
<i>Board</i>	-0.0651 (-1.4541)	-0.0834 (-1.5758)	-0.0739 (-1.1376)	-0.1223 (-1.5712)
<i>Indep</i>	0.0138 (0.0116)	-0.1751 (-0.1253)	-0.8668 (-0.5147)	-4.1511* (-1.9333)
<i>MgAge</i>	-0.1215*** (-4.6812)	-0.1029*** (-3.4446)	-0.1060*** (-3.1718)	-0.0965** (-2.5727)
<i>Market</i>	-0.2799*** (-3.8618)	-0.2863*** (-3.5305)	-0.2472*** (-2.7153)	-0.2797*** (-2.8846)
<i>IndPos_t</i>	-1.4067*** (-3.8226)	-1.1814*** (-2.8225)	-2.1507*** (-4.2782)	-3.0860*** (-4.5052)
<i>Constant</i>	20.9232*** (10.5745)	21.3382*** (8.8299)	12.2091*** (4.5445)	8.2196** (2.1877)
<i>Year</i>	是	是	是	否
<i>Ind</i>	是	是	是	是
N	11787	6633	4381	2033
Adj. R ²	0.0554	0.0550	0.0709	0.0769
VIF Test	3.27	3.38	2.92	3.17

注：***、**、*表示统计检验在1%、5%和10%水平上显著；VIF Test为多重共线性的检验结果；括号中为在公司层面聚类的t值。以下各表同。

五、进一步研究

在前文结果的基础上,本文结合理论分析部分的逻辑,进一步检验卖空机制对公司战略选择的影响机制,同时考察公司战略调整的具体路径以及产生的经济后果。

1. 影响机制检验

(1) 监督压力机制。本文从两个方面着手检验：①考察卖空机制对公司违规行为的影响。如果公

司违规行为在卖空机制推出后显著减少了,则说明卖空机制提升了管理层的监督压力。②从媒体关注度、机构投资者持股和分析师跟踪度三个角度进行分情景检验。由于媒体、机构投资者和分析师为公司提供了外部监督,与卖空机制作用类似,因此与卖空机制应体现出相互替代的效应。如果卖空机制提升了管理层的外部监督压力,那么在媒体关注度、机构持股水平和分析师跟踪度较低的公司中,卖空机制对公司战略的影响应该更强。本文应用违规哑变量(*Fraud*)衡量公司的违规倾向,如果公司当年被披露发生违规事件则取1,否则取0;应用公司当年被披露的违规行为总数衡量公司的违规次数(*Freq*);应用公司年度财经新闻数量、机构投资者持股比例和年度分析师报告数量衡量媒体关注度、机构投资者持股和分析师跟踪度。

本文首先考察卖空机制推出对公司违规行为的影响,结果如表4的第(1)、(2)列所示。可见在卖空机制推出后,公司的违规倾向和违规次数均显著降低。进一步地,本文分别应用公司年度财经新闻数量、机构投资者持股比例和分析师报告数量的“年度—行业”中位数进行分组检验,结果如表4的第(3)—(8)列所示。可见在媒体关注度、机构持股和分析师跟踪度低的情况下,卖空机制对公司战略的影响更强,且均通过了组间系数差异性检验(Chi^2 Test)。以上结果支持了监督压力机制,即卖空机制提升了管理层面临的外部监督压力,进而降低了战略激进度。

(2)融资压力机制。本文从两个方面着手检验:①考察卖空机制是否增加了公司的外部融资成本,包括权益资本成本和债务资本成本。如果检验通过,则说明卖空机制提升了管理层的融资压力。②从公司产权性质、内部现金流、融资约束水平三个角度进行分情景检验。如果卖空机制增加了管理层的融资压力,那么在公司为非国有企业、内部现金流少、融资约束水平高时,管理层对外部融资成本的上升会更加敏感,卖空机制对公司战略的影响应该更强。本文应用PEG模型(Easton, 2004)衡量公司的权益资本成本(*COE*)^①;应用Pittman and Fortin(2004)的方法衡量公司的债务资本成本(*COD*)^②;应用年度经营活动现金流入净额衡量公司的现金流水平;应用KZ指数衡量公司的融资约束程度。

本文首先考察卖空机制推出对外部融资成本的影响,结果如表5的第(1)、(2)列所示。可见卖空机制推出后,公司的权益资本成本和债务资本成本均显著上升。进一步,本文应用产权性质,以及经营活动现金流入净额和KZ指数的“年度—行业”中位数进行分组回归,结果如表5第(3)—(8)列所示。可见在公司为非国有企业、现金流小、KZ指数大的情况下,卖空机制对公司战略的影响更强,且均通过了组间系数差异性检验(Chi^2 Test)。以上结果支持了融资压力机制,即卖空机制提升了管理层实施激进战略的融资压力,促使公司战略趋于稳健。

(3)业绩压力机制。本文从两个方面着手检验:①检验卖空机制是否促进了公司负面信息的释放,降低了分析师盈余预测,增加了股价下行压力。②从管理层职业忧虑、管理层持股水平和公司股权激励三个角度进行分情景检验。由于职业忧虑较大,即离职风险较高的管理层对业绩压力更加敏感,因此如果卖空机制加重了公司业绩压力,则其对公司战略的影响应该更大。同时,在管理层持股较多或实施股权激励的公司中,由于管理层的个人财富与公司业绩休戚相关,因此他们势必对股价下跌和业绩压力更加敏感,卖空机制对公司战略的影响也应更加显著。本文应用负面媒体情绪,即公司当年的负面财经新闻数量与财经新闻总量的比值,反映其负面信息的释放(*Neg*);应用分析师

① 权益资本成本的计算公式为 $COE_{i,t} = \sqrt{(EPS_{i,t+2} - EPS_{i,t+1}) / P_{i,t}}$ 。其中,*EPS*为期末预测每股盈余,*P*为期末股价。

② 债务资本成本的计算公式为 $COD_{i,t} = Interest_{i,t} / [(Debt_Beg_{i,t} + Debt_End_{i,t}) / 2]$ 。其中,*Interest*为利息支出;*Debt_Beg*和*Debt_End*分别为期初和期末的有息债务总额,包括短期借款、一年内到期的长期借款、长期借款、应付债券、长期应付款以及其他长期负债项目。

表 4 监督压力机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	违规倾向	违规次数	媒体 关注度高	媒体 关注度低	机构持股高	机构持股低	分析师 跟踪度高	分析师 跟踪度低
	$Fraud_{t+1}$	$Freq_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$
<i>Target</i> × <i>Post</i>	-0.1722** (-1.9822)	-0.7871*** (-4.3318)	-0.4291** (-2.0246)	-0.8842*** (-3.7227)	-0.1034 (-0.5034)	-0.7067*** (-2.9534)	-0.7895*** (-3.4686)	-1.3724*** (-4.5856)
<i>Constant</i>	1.1207 (1.4632)	1.9925 (1.2797)	23.9608*** (10.5575)	19.5061*** (7.2815)	20.6170*** (9.0965)	23.3723*** (8.8803)	16.7184*** (5.5758)	18.2513*** (6.0194)
<i>ControlVars</i>	是	是	是	是	是	是	是	是
<i>Year & Ind</i>	是	是	是	是	是	是	是	是
N	11749	11749	5893	5894	5817	5812	4534	4536
Adj. R ²			0.0580	0.0515	0.0489	0.0668	0.0839	0.0703
Pseudo R ²	0.0656	0.0958						
Chi ² Test			0.0737*		0.0156**		0.0464**	
VIF Test			3.26	3.34	3.36	3.21	3.43	3.47

注：Chi² Test 为检验组间系数差异性的统计方法，表中所示为卡方检验的 p 值。以下各表同。

表 5 融资压力机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	权益资本成本	债务资本成本	国有	非国有	现金流大	现金流小	KZ 指数小	KZ 指数大
	COE_{t+1}	COD_{t+1}	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$
<i>Target</i> × <i>Post</i>	0.0097*** (6.8723)	0.0132*** (2.6626)	-0.2442 (-1.1402)	-1.0716*** (-4.0404)	-0.3104 (-1.4523)	-0.7426*** (-2.9975)	-0.3968* (-1.6611)	-0.9615*** (-4.3478)
<i>Constant</i>	0.2775*** (19.1848)	0.0148 (0.3218)	22.7215*** (8.4610)	16.5622*** (5.5358)	16.9032*** (6.9401)	18.3890*** (7.5831)	26.3823*** (10.2955)	14.5819*** (6.1749)
<i>ControlVars</i>	是	是	是	是	是	是	是	是
<i>Year & Ind</i>	是	是	是	是	是	是	是	是
N	8040	9413	7029	4758	5836	5842	5574	5576
Adj. R ²	0.5026	0.1823	0.0402	0.0332	0.0743	0.0705	0.0737	0.0573
Chi ² Test			0.0015***		0.0925*		0.0279**	
VIF Test	3.39	3.28	3.97	3.03	3.28	3.30	3.19	3.35

预测公司每股盈余的均值衡量分析师盈余预测 ($Feps$)；应用总经理任期衡量管理层的职业忧虑，任期越短，则管理层职业忧虑越大；应用管理层持股比例来衡量管理层持股水平；应用公司股票年度收益率与综合 A 股市场收益率之差衡量股票超额收益率 ($Return$)。

本文首先考察卖空机制推出对负面媒体情绪、分析师盈余预测和超额收益率的影响，结果如表 6 的第 (1) — (3) 列所示。可见卖空机制推出后，媒体负面情绪显著上升，分析师盈余预测和股票超额收益率均显著下降。进一步地，本文应用总经理任期、管理层持股比例的“年度—行业”中位数，以及公司是否实施股权激励对样本进行分组回归，结果如表 6 的第 (4) — (9) 列所示。可见在管理层职业忧虑大、持股水平高和有股权激励的情况下，卖空机制对公司战略的影响更强，且均通过了组间系数差异性检验 (Chi² Test)。以上结果支持了业绩压力机制，即卖空机制提升了管理层实施激进战略的业绩压力，促使公司战略选择趋于稳健。

表6 业绩压力机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	负面 情绪	分析师 盈余预测	超额 收益率	职业 忧虑大	职业 忧虑小	管理层 持股多	管理层 持股少	有股权 激励	无股权 激励
	Neg_{t+1}	$Feps_{t+1}$	$Return_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$	$Strategy_{t+1}$
<i>Target×Post</i>	0.0147*** (2.6920)	-0.0477** (-2.5356)	-0.1234*** (-7.8312)	-0.8622*** (-3.8597)	-0.3492* (-1.6514)	-0.9638*** (-4.0990)	-0.3155 (-1.3179)	-1.3318*** (-3.2386)	-0.5983*** (-4.2864)
<i>Constant</i>	0.4478*** (7.8567)	-1.7203*** (-8.2943)	2.5853*** (19.0792)	20.1793*** (8.7930)	22.1424*** (10.0549)	15.1577*** (5.8085)	24.7045*** (9.5194)	22.4001*** (6.6626)	21.2716*** (20.8317)
<i>ControlVars</i>	是	是	是	是	是	是	是	是	是
<i>Year & Ind</i>	是	是	是	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	11311	7473	11348	5698	5688	5894	5893	782	11005
<i>Adj. R²</i>	0.1611	0.3372	0.1901	0.0590	0.0580	0.0638	0.0672	0.1158	0.0529
<i>Chi² Test</i>				0.0437**		0.0095**		0.0857*	
<i>VIF Test</i>	3.31	3.50	3.29	3.28	3.22	3.34	3.30	6.01	3.21

2. 战略调整路径检验

本文继续考察管理层在面临资本市场压力时,通过何种方式调整公司战略,即战略调整路径。如前所述,卖空机制提升了管理层面临的三种资本市场压力。针对不同压力,管理层需要采取相应的战略调整路径,具体如下:①在融资压力机制中,卖空机制提升了管理层面临的融资压力,使得进攻型公司的部分研发创新和市场开拓项目缺少资金支持,进而促使公司战略趋于稳健。②在业绩压力机制中,卖空机制提升了管理层面临的市场业绩压力,使得进攻型公司不得不牺牲一些周期长的研发创新或市场开拓项目来维护短期业绩产出,进而促使公司战略趋于稳健。针对以上两种压力,管理层调整公司战略的路径应该是减少在高投入和长周期项目上的资源投入,一方面缓解公司面临的资金压力,另一方面腾挪出更多的资源和精力维护短期业绩。③在监督压力机制中,卖空机制提升了管理层面临的市场监督压力,提升了进攻型公司中机会主义行为的曝光几率,促使公司战略趋于稳健。针对这一压力,管理层调整公司战略的路径应该是强化公司组织结构的集中度与稳定性,以约束机会主义行为发生的机会和空间。

为此,本文选取公司战略激进度指标(*Strategy*)中三个维度的分值进行实证检验,包括第一维度“公司研发创新的倾向”的分值(*Score1*)、第二维度“公司市场扩张的倾向”的分值(*Score2*)以及第五维度“组织结构的稳定性”的分值(*Score5*)。其中,*Score1*和*Score2*反映了公司在研发创新和市场开拓等项目上的资源投入,*Score5*则反映了公司组织结构的稳定性。若上述战略调整路径成立,*Score1*、*Score2*和*Score5*在卖空机制推出后应显著降低。

本文还应用公司主营业务收入在行业、产品和地区层面的赫芬达尔指数衡量公司的业务范围,计算方法见式(2)。其中,*Reve*为公司主营业务收入;*Reve_Ind_i*、*Reve_Prod_j*和*Reve_Reg_l*分别为公司主营业务收入中来自行业*i*、产品*j*以及地区*l*的部分;*n*、*m*和*k*分别为公司主营业务涉足的行业、产品和地区个数。可见公司主营业务涉足的行业、产品和地区越多越广,*HHI_Ind*、*HHI_Prod*和*HHI_Reg*越大。如果前述战略调整路径存在的话,则卖空机制推出后,管理层将削减研发创新和市场扩张项目,使得主营业务趋于集中,*HHI_Ind*、*HHI_Prod*和*HHI_Reg*将随之减小。

$$\begin{cases} HHI_Ind=1-\sum_{i=1}^n \left(\frac{Reve_Ind_i}{Reve}\right)^2 \\ HHI_Prod=1-\sum_{j=1}^m \left(\frac{Reve_Prod_j}{Reve}\right)^2 \\ HHI_Reg=1-\sum_{l=1}^k \left(\frac{Reve_Reg_l}{Reve}\right)^2 \end{cases} \quad (2)$$

回归结果如表 7 所示。可见 *Target×Post* 的回归系数仅在第 (4) 列结果中为负但不显著,在其他结果中均显著为负。这说明卖空机制推出后,公司研发创新与市场开拓的倾向降低、主营业务范围趋于集中、组织结构的稳定性得到提升,验证了前述的战略调整路径。

表 7 卖空机制与公司战略调整路径

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Score1_{t+1}</i>	<i>Score2_{t+1}</i>	<i>Score5_{t+1}</i>	<i>HHI_Ind_{t+1}</i>	<i>HHI_Prod_{t+1}</i>	<i>HHI_Reg_{t+1}</i>
<i>Target×Post</i>	-0.1015* (-1.7951)	-0.3693*** (-5.9044)	-0.1244** (-2.0513)	-0.0179 (-1.5629)	-0.0231** (-2.1623)	-0.0238** (-2.0530)
<i>Constant</i>	9.5096*** (13.6109)	0.3510 (0.6361)	-8.2935*** (-15.1760)	0.1950 (1.3926)	0.0941 (0.7578)	0.3739*** (2.6624)
<i>ControlVars</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Year & Ind</i>	是	是	是	是	是	是
N	11787	11787	11787	10657	11555	11117
Adj. R ²	0.1569	0.1355	0.2482	0.0548	0.0729	0.0696
VIF Test	3.27	3.27	3.27	3.19	3.23	3.19

3. 经济后果检验

本文进一步从业绩、风险和成长性三个层面考察卖空机制影响公司战略选择对公司价值产生的经济后果。具体而言,本文应用总资产收益率(*Roa*)和净资产收益率(*Roe*)衡量公司盈利能力;应用净资产收益率波动性(*ROE_sd*)和股价崩盘风险(*Ncskew*)衡量公司风险水平;应用净资产收益率增长率(*ROE_gh*)和研发投入(*RD*)衡量公司成长性^①;而后应用中介效应模型进行检验,结果如表 8 所示。可见在第一阶段检验中,*Target×Post* 的回归系数均显著为负,说明卖空机制推出后,公司的盈利能力、风险水平和成长性均有所降低。第二阶段检验,即卖空机制对公司战略(*Strategy*)的影响已经在表 3 中得以验证,故此处不再重复汇报。在第三阶段检验中,控制公司战略(*Strategy*)的影响之后,*Target×Post* 的回归系数绝对值有所减小但依然显著,且 *Strategy* 的回归系数均显著为正。更重要的是,Sobel 检验的 z 值均高于临界值 0.97。综上所述,表 8 的结果通过了中介效应检验,表明卖空机制推出后公司风险水平得以缓解,但牺牲了部分盈利性和成长性,且公司战略是其中介机制。

从表 8 还可以看出,公司战略选择可以视为一种对收益和风险的权衡。在存在卖空限制时,负面信息渠道的缺失使得激进公司的高风险不易被曝光,故此时可以更好地发挥激进战略的高盈利性和成长性。而在卖空机制推出后,负面信息渠道的开启会加速公司负面信息融入市场。这对于高风险的激进公司无疑是十分不利的。因此,在卖空机制引发资本市场环境变化的情况下,管理层需

① 净资产收益率波动性由公司过去五年净资产收益率的标准差计算得到;股价崩盘风险由 Kim et al.(2011)的方法计算得到;净资产收益率增长率由公司当年与前一年净资产收益率之差除以前一年净资产收益率计算得到;研发投入由公司当年研发费用与营业收入之比计算得到。

表 8 卖空机制推出、公司战略与经济后果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	第一阶段	第三阶段	第一阶段	第三阶段	第一阶段	第三阶段
	Roa_{t+1}	Roa_{t+1}	Roe_{t+1}	Roe_{t+1}	ROE_sd_{t+1}	ROE_sd_{t+1}
<i>Strategy</i>		0.0005*** (2.7757)		0.0013** (2.4492)		0.0143*** (5.1600)
<i>Target×Post</i>	-0.0094*** (-4.8301)	-0.0092*** (-4.7349)	-0.0280*** (-4.8403)	-0.0274*** (-4.7394)	-0.0728** (-2.4004)	-0.0678** (-2.2373)
<i>Constant</i>	-0.1060*** (-4.7547)	-0.1161*** (-5.2759)	-0.3578*** (-6.4086)	-0.3845*** (-6.9622)	0.9377*** (3.4098)	0.6558** (2.3436)
<i>ControlVars</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Year & Ind</i>	是	是	是	是	是	是
N	11393	11393	11392	11392	13960	13960
Adj. R ²	0.1959	0.1967	0.0599	0.0606	0.1205	0.1259
VIF Test	3.30	3.24	3.30	3.24	3.27	3.21
Sobel Test	4.7000		1.2523		2.1626	
变量	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	第一阶段	第三阶段	第一阶段	第三阶段	第一阶段	第三阶段
	$Nskew_{t+1}$	$Nskew_{t+1}$	ROE_gh_{t+1}	ROE_gh_{t+1}	RD_{t+1}	RD_{t+1}
<i>Strategy</i>		0.0055*** (3.3786)		0.0948** (2.2462)		0.0014*** (9.8216)
<i>Target×Post</i>	-0.0756*** (-3.1247)	-0.0732*** (-3.0274)	-0.9970** (-2.1587)	-0.9566** (-2.0664)	-0.0036*** (-2.7368)	-0.0026* (-1.9249)
<i>Constant</i>	0.1826 (0.9984)	0.0652 (0.3514)	-2.9519 (-0.7228)	-4.8841 (-1.1733)	-0.0152 (-1.0414)	-0.0401*** (-2.7196)
<i>ControlVars</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Year & Ind</i>	是	是	是	是	是	是
N	10443	10443	11407	11407	6528	6528
Adj. R ²	0.0675	0.0685	0.0325	0.0329	0.2874	0.3142
VIF Test	3.28	3.21	3.24	3.18	3.51	3.44
Sobel Test	2.0716		1.5598		3.6000	

要对收益和风险进行重新权衡,以实现对当前资本市场环境的最优契合。而降低战略激进度则是实现这一目标的重要途径。

六、稳健性检验

为保证本文主要结论的可靠性,本文进行了如下稳健性检验^①:

(1)基于倾向得分匹配法的重新检验。考虑到融券标的公司并非随机选定,本文应用倾向得分匹配法(PSM)为实验组公司匹配特征最为相近的对照组,并使用匹配后的样本重新检验基本假设。结论依然成立。

(2)回归模型敏感性测试。本文对模型(1)展开了如下测试:①将相邻两期的公司战略(*Strategy*)进行差分,得到公司战略调整变量($\Delta Strategy$)作为被解释变量;②应用 Finkelstein and Hambrick (1990)的公司战略调整指标作为被解释变量;③由于被解释变量为非负整数,故应用负二项回归重新估计;④模型(1)可能存在遗漏变量的问题,故应用固定效应模型重新估计;⑤在模型(1)中进一步控制被解释变量($Strategy_{i,t+1}$)的滞后项($Strategy_{i,t}$),并应用系统广义矩估计法进行估计(Massa et al.,

① 稳健性检验结果详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

2015)。结论依然成立。

(3)卖空交易量与公司战略选择。本文进一步考察了卖空交易量对公司战略选择的影响,同时控制了融资交易量的影响。结果表明卖空交易量与公司战略激进度显著负相关,支持了假设 1a 的推断。

(4)市场关注度的影响。由于卖空机制的推出受到了市场各方的密切关注,管理层可能是迫于市场而非卖空机制的压力,选择了相对稳健的战略。因此,本文在模型(1)中进一步控制了市场关注度的影响,包括媒体关注度、分析师跟踪度和投资者关注度。结论依然成立。

(5)管理层职责的影响。在直观印象中,管理层是公司战略的执行者,而董事会才是公司战略的决策者。因此,管理层即便受到资本市场压力的影响,也无法对公司战略进行调整。该观点给本文的核心逻辑带来了挑战。但事实上,管理层霸权理论(Mace,1986)、代理理论(Hillman and Dalziel,2003)、资源依赖理论(Ho,2005)、管家理论(Westphal,1999)等均指出,董事会和管理层的职责并没有明显的界限,两者均在深层次介入了公司战略选择事宜,且在其中存在着密切的互动与沟通。此外,管理层通常会兼任董事会职务,承担着战略选择和执行的多层次职责。

为了排除上述竞争性假说,本文首先对研究样本进行了统计分析,发现 33.9357%的总经理同时兼任董事长或副董事长职务,55.5951%的总经理兼任董事职务,而仅有 10.4692%的总经理没有董事会职务。可见在 A 股上市公司中,大部分管理层对公司战略选择具有决策权或重大影响。即便其没有董事会兼职,管理层也能够通过制定战略计划、与董事会沟通互动的方式影响战略选择。其次,本文根据总经理在董事会中的职务进行分组回归分析。如果管理层的董事会兼职越高,卖空机制对公司战略选择的影响越大,则说明卖空机制能够通过影响管理层,最终作用于公司战略选择,支持了本文的核心逻辑。回归结果验证了这一推断。

七、结论与政策启示

本文基于中国卖空机制推出这一准自然实验事件,以 2006—2016 年 A 股上市公司为样本,实证考察了卖空机制对公司战略选择的影响。结果显示,卖空机制的推出改变了资本市场环境,提升了管理层面临的资本市场压力,进而促使公司战略趋于稳健。本文从更深层次揭示了卖空机制与公司行为之间的内在联系,补充了卖空机制经济后果和战略管理理论的文献体系,对金融学与管理学交叉学科研究进行了有益尝试。

本文的研究还具有一定的政策启示:①对于监管层来说,进一步扩大融券标的规模、放松卖空限制、加快推进双边市场建设,有助于约束上市公司过于激进的经营决策,防范系统性金融风险的发生。近年来,防范系统性金融风险、维护资本市场经济秩序成为了监管部门的工作重点。激进战略虽然在一定程度上能够帮助公司实现快速发展,但其带来的金融杠杆过高、经营范围太广等问题不可避免地提升了公司的经营风险。本文的研究发现,卖空机制的推出能够从融资层面降低公司的金融杠杆,从监管层面约束管理层激进的经营决策,不仅帮助公司在“激进求新”与“稳健求存”之间找到更优的平衡点,也更有利于监管层金融监管工作的开展,守住不发生系统性金融风险的底线。②对于公司管理层来说,将资本市场现状以及环境变化纳入公司战略选择的考察范围之内,有助于公司更好地拓展生存空间、把握发展机遇。历史研究重点强调了政治、经济、制度等宏观环境因素对公司战略选择的影响,对资本市场却较少涉及。根据本文的研究结论,如果管理层在制定公司战略时,对资本市场环境现状和变化趋势不加考虑,可能会人为地给公司的生存和发展制造障碍。反之则有助于管理层化解经营风险,保障公司的可持续发展。③对于投资者来说,加强对卖空机制的认知与关注

有助于投资者资源配置的优化和投资收益的提升。众所周知,中国股票市场主要由个体投资者组成。他们普遍缺乏金融专业知识与投资经验,对卖空机制缺乏了解。同时,由于融券业务对投资者的资产规模和投资经验存在严格限制,也使得个体投资者难以参与卖空交易。这些因素导致投资者对于卖空机制的认知与关注严重不足。事实上,已有文献证实卖空交易中包含着丰富的公司信息,本文也发现卖空机制能够从整体层面左右公司的战略布局。因此,充分挖掘卖空交易中潜藏的公司信息,理解卖空机制在资本市场定价与公司决策中所扮演的角色,对投资者的投资策略优化具有重要的指导意义。

[参考文献]

- [1]蔡宁,贺锦江,王节祥. “互联网+”背景下的制度压力与企业创业战略选择——基于滴滴出行平台的案例研究[J]. 中国工业经济, 2017,(3):174-192.
- [2]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,(4):67-85.
- [3]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.
- [4]董捷,张心灵,陈胜蓝. 卖空压力与公司现金持有——基于中国卖空管制放松的准自然实验证据[J]. 中南财经政法大学学报, 2017,(3):31-40.
- [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]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, 2018a,(4):40-54.
- [7]孟庆斌,李昕宇,蔡欣园. 公司战略影响公司违规行为吗[J]. 南开管理评论, 2018b,(3):116-129.
- [8]倪晓然,朱玉杰. 卖空压力影响企业的风险行为吗?——来自A股市场的经验证据[J]. 经济学(季刊), 2017,(3):1173-1198.
- [9]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.
- [10]孙健,王百强,曹丰,刘向强. 公司战略影响盈余管理吗[J]. 管理世界, 2016,(3):160-169.
- [11]王化成,张修平,高升好. 企业战略影响过度投资吗[J]. 南开管理评论, 2016,19(4):87-97.
- [12]赵晶,张书博,祝丽敏. 传承人合法性对家族企业战略变革的影响[J]. 中国工业经济, 2015,(8):130-144.
- [13]Angelis, D. D., G. Grullon, and S. Michenaud. The Effects of Short-Selling Threats on Incentive Contracts: Evidence from an Experiment[J]. Review of Financial Studies, 2017,30(5):1627-1659.
- [14]Benmelech, E., E. Kandel, and P. Veronesi. Stock-based Compensation and CEO(Dis) Incentives[J]. Quarterly Journal of Economics, 2010,125(4):1769-1820.
- [15]Bentley, K. A., T. C. Omer, and B. J. Twedt. Does Business Strategy Impact a Firm's Information Environment[J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2017,(10):1-25.
- [16]Bentley, K. A., T. C. Omer, and N. Y. Sharp. Business Strategy, Financial Reporting Irregularities, and Audit Effort[J]. Contemporary Accounting Research, 2013,30(2):780-817.
- [17]Bertrand, M., and S. Mullainathan. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences[J]. Journal of Political Economy, 2003,111(5):1043-1075.
- [18]Boehmer, E., and J. Wu. Short Selling and the Price Discovery Process[J]. Review of Financial Studies, 2012,26(2):287-322.
- [19]Brown, J. R., S. M. Fazzari, and B. C. Petersen. Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990S R&D Boom[J]. Journal of Finance, 2009,64(1):151-185.
- [20]Chandler, A. D. Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise [M].

- Cambridge: MIT Press, 1962.
- [21]Chang, E. C., J. W. Cheng, and Y. Yu. Short-Sales Constraints and Price Discovery: Evidence from the Hong Kong Market[J]. *Journal of Finance*, 2007,62(5):2097-2121.
- [22]Christophe, S. E., M. G. Ferri, and J. J. Angel. Short-Selling Prior to Earnings Announcements [J]. *The Journal of Finance*, 2004,59(4):1845-1876.
- [23]Easton, P. D. PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital[J]. *Accounting Review*, 2004,79(1):73-95.
- [24]Ederer, F., and G. Manso. Is Pay for Performance Detrimental to Innovation [J]. *Management Science*, 2013, 59(7):1496-1513.
- [25]Engelberg, J. E., A. V. Reed, and M. C. Ringgenberg. How are Shorts Informed? Short Sellers, News, and Information Processing[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012,105(2):260-278.
- [26]Erturk, B., and A. Nejadmalayeri. Equity Short Selling and the Cost of Debt[R]. NBER Working Paper, 2012.
- [27]Fang, V. W., X. Tian, and S. Tice. Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation [J]. *Journal of Finance*, 2014,69(5):2085-2125.
- [28]Finkelstein, S., and D. C. Hambrick. Top-Management-Team Tenure and Organizational Outcomes: The Moderating Role of Managerial Discretion[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1990,35(3):484-503.
- [29]Gilchrist, S., C. P. Himmelberg, and G. Huberman. Do Stock Price Bubbles Influence Corporate Investment[J]. *Journal of Monetary Economics*, 2005,52(4):805-827.
- [30]Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2005,40(1-3):3-73.
- [31]Grullon, G., S. Michenaud, and J. P. Weston. The Real Effects of Short-Selling Constraints [J]. *Review of Financial Studies*, 2015,28(6):1737-1767.
- [32]Higgins, D., T. C. Omer, and J. D. Phillips. The Influence of a Firm's Business Strategy on Its Tax Aggressiveness[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2015,32(2):674-702.
- [33]Hillman, A. J., and T. Dalziel. Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives[J]. *Academy of Management Review*, 2003,28(3):383-396.
- [34]Hirshleifer, D., S. H. Teoh, and J. J. Yu. Short Arbitrage, Return Asymmetry, and the Accrual Anomaly[J]. *Review of Financial Studies*, 2011,24(7):2429-2461.
- [35]Ho, C. K. Corporate Governance and Corporate Competitiveness: An International Analysis [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2005,13(2):211-253.
- [36]Hong, H., and J. C. Stein. Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes[J]. *Review of Financial Studies*, 2003,16(2):487-525.
- [37]Karpoff, J. M., and X. Lou. Short Sellers and Financial Misconduct [J]. *Journal of Finance*, 2010,65(5): 1879-1913.
- [38]Kim, J., Y. Li, and L. Zhang. Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis[J]. *Journal of Financial Economics*. 2011,100(3):639-662.
- [39]Learned, E. P., C. R. Christensen, K. R. Andrews, and W. D. Guth. *Business Policy: Text and Cases*[M]. Homewood, IL: Irwin, 1965.
- [40]Li, Y., and L. Zhang. 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.
- [41]Mace, M. *Directors: Myth and Reality*[M]. Boston: Harvard Business School Press, 1986.
- [42]Massa, M., B. Zhang, and H. Zhang. The Invisible Hand of Short Selling: Does Short Selling Discipline Earnings Management[J]. *Review of Financial Studies*, 2015,28(6):1701-1736.

- [43]Meyer, J. W., and B. Rowan. Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony[J]. *American Journal of Sociology*, 1977,83(2):340–363.
- [44]Miles,R. E., and C. C. Snow. *Organizational Strategy, Structure and Process* [M]. Stanford, CA: Stanford University Press, 2003.
- [45]Mitchell, M., T. Pulvino, and E. Stafford. Price Pressure Around Mergers[J]. *Journal of Finance*, 2004,59(1): 31–63.
- [46]Pittman, J. A., and S. Fortin. Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2004,37(1):113–136.
- [47]Porter, M. E. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors* [M]. New York: Free Press, 1980.
- [48]Rajagopalan, N. Strategic Orientations, Incentive Plan Adoptions, and Firm Performance: Evidence from Electric Utility Firms[J]. *Strategic Management Journal*, 1997,18(10):761–785.
- [49]Simons, R. Accounting Control Systems and Business Strategy: An Empirical Analysis [J]. *Accounting, Organizations and Society*, 1987,12(4):357–374.
- [50]Westphal, J. D. Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO–board Social Ties[J]. *Academy of Management Journal*, 1999,42(1):7–24.

Short Selling, Capital Market Pressure and Corporate Strategic Choice

MENG Qing-bin¹, LI Xin-yu¹, ZHANG Xiu-ping²

(1. Business School, Renmin University of China,

Beijing 100872, China;

2. School of Banking & Finance, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China)

Abstract: Short selling's impact on corporate behavior has attracted the attention of many scholars. The existing literature mainly examines the relationship between short selling and specific corporate behavior, while this paper focuses on the overall strategic level and examines the impact of short selling on the corporate strategic choice. Based on the quasi-natural experiment of short selling mechanism implementation in China, using A-share listed companies from 2006 to 2016 as sample, this paper find short selling significantly reduces the corporate strategic radicalization. Further study indicates that it is the increasing pressure from capital market on managers resulting from short selling, including supervisory pressure, funding pressure and performance pressure, leads the corporate strategy to be moderate. When facing capital market pressure, the managers adjust the corporate strategy by reducing the resource input of R&D and market expansion, increasing the concentration degree of main business and improving the stability of organizational structure. After the corporate strategic radicalization declines, its risk level could be reduced significantly but its profitability and growth are lost to some extent. For robustness, this paper alleviates the characteristic differences between target and non-target companies, tests the sensitivity of regression model, examines the relationship between short selling volume and corporate strategy, excludes the impact of market attention and managers' responsibility, and finds the conclusions remain consistent. This paper reveals the internal relation between short selling and corporate behavior from a deeper level, enriches the literature of short selling's economic consequences and strategic management, and has important practical significance in capital market system construction and strategic management practice in China.

Key Words: short selling; corporate strategic choice; capital market pressure

JEL Classification: G14 G18 G32

[责任编辑:王燕梅]