

卖空的事前威慑、公司治理与高管隐性腐败*

佟爱琴 马惠娴

内容提要: 本文以我国融资融券的分步扩容为准自然实验,考察卖空的事前威慑对高管隐性腐败的治理效应及其作用机制,并分析不同公司治理环境下卖空机制作用的差异。研究表明,卖空的事前威慑能够有效抑制高管隐性腐败行为,显著降低在职消费水平,尤其是超额在职消费,并且卖空机制对高管隐性腐败的治理效应在国有企业中更为显著。进一步地,通过剖析卖空治理效应的作用机制,发现卖空机制加强了外部投资者和股东的监督作用,并促使公司提高了高管权益薪酬比重,使得高管与股东共担卖空导致的股价下跌风险,从而有效约束了高管的隐性腐败。此外,卖空机制的治理效应依赖于成熟的市场化环境,即只有在市场化水平较高的地区,卖空机制才能更有效地发挥其治理作用。而卖空机制与公司内部治理之间具有“替代效应”,当公司内部治理失灵时,卖空机制能够代替内部治理来规制高管的隐性腐败。本文不仅拓宽了卖空机制治理效应的有关研究,为我国放松卖空管制提供了微观的经验证据,而且为治理高管腐败提供了新思路。

关键词: 卖空机制 事前威慑 隐性腐败 产权性质 公司治理

作者简介: 佟爱琴,同济大学经济与管理学院副教授、硕士生导师,200092;

马惠娴(通讯作者),同济大学经济与管理学院博士研究生,200092。

中图分类号: F275.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-8102(2019)06-0085-16

一、引言

腐败是一种常见的寻租行为,其本质是通过权力来谋取个人私利(Aidt,2003)。长期以来,政治腐败是经济学家们研究的热点,而随着腐败这一概念的延伸和拓展,企业高管利用其权力获取私人收益的行为也逐渐被纳入腐败研究的范畴,并受到越来越多学者的关注。高管腐败主要划分为显性腐败和隐性腐败(Osuji,2011;徐细雄、刘星,2013)。其中,显性腐败主要是指高管为了谋取私利而实施明显违背法律和监管条例的行为,比如贪污受贿、职务侵占等;隐性腐败主要是指高管

* 基金项目:国家社会科学基金一般项目“公司治理、管理层权力与企业薪酬差距激励效应”(17BGL078)。作者感谢匿名审稿专家提出的宝贵建议。文责自负。

通过比较隐蔽的途径获取私人收益,典型的隐性腐败是公款吃喝、奢靡的在职消费等。由于显性腐败有明确的法律法规进行规制,对高管具有较强的约束力。相对而言,高管的隐性腐败行为并没有违反任何法律法规,甚至是合法合规的(Osuji, 2011),因而缺乏强有力的约束机制来管制高管的隐性腐败行为。而高管的隐性腐败,如在职消费、超额在职消费等,严重抑制了企业绩效的提升(Yermack, 2006; 卢锐等, 2008; Cai 等, 2011),不利于企业的长远发展,同时隐性腐败是滋生显性腐败的温床。因此,寻求有效的治理机制来整治高管的隐性腐败成为治理高管腐败问题的关键。

2010年3月31日,我国股票市场正式启动融资融券交易,这意味着卖空交易终于在我国资本市场得以实现。截至2016年12月12日最近的一次扩容,融资融券标的股票范围已由最初的90只逐步扩大至950只,由此形成的准自然实验也为研究卖空机制的影响带来了极大的便利。近年来,国内外诸多研究证实,卖空机制作为一项有效的外部治理机制,对高管的机会主义行为具有一定的约束力,能够缓解委托-代理问题。比如,卖空机制能够抑制盈余管理(Massa 等, 2015; 陈晖丽、刘峰, 2014);卖空能够有效监督公司的信息披露,提高信息披露的真实性(Karpoff 和 Lou, 2010);卖空压力能够约束并购中高管的委托-代理行为,提高企业并购业绩(陈胜蓝、马慧, 2017);等等。卖空机制主要通过事前威慑和事后惩罚这两种治理效应来发挥治理作用(Massa 等, 2015; 顾乃康、周艳利, 2017)。一方面,卖空交易带来的股价下跌使得公司股东利益受损,股东会通过减少高管薪酬、降低其职位等方面的惩罚,来对高管的不良行为进行事后治理;另一方面,卖空机制的存在使得潜在的卖空交易给高管形成隐形的压力,从而在事前约束了高管机会主义行为的冲动。卖空机制的事后治理作用是在公司股票被大量卖空后形成的治理效应,而我国融券制度实行时间尚短,相比西方成熟的资本市场,我国资本市场融券交易量一直处于较低水平(顾乃康、周艳利, 2017)。因此,本文推测卖空的治理效应主要体现在卖空机制的事前威慑,这也更贴近实际情况。因为即使卖空交易量很小,甚至是没有发生卖空交易,潜在的卖空交易也可以对高管形成事前威慑,而较小的卖空交易量不足以构成事后治理效应。进一步地,若卖空机制通过潜在的卖空行为已经在事前就抑制住了高管的机会主义行为,也就无须通过事后惩罚来进行治理。那么,卖空机制是否能够在事前对高管的隐性腐败行为起到威慑作用呢?

为回答上述问题,本文以2008—2016年深沪两市所有A股上市公司为样本,考察卖空机制对企业高管隐性腐败行为的事前威慑作用,并分析卖空机制的治理作用在不同产权性质的企业中是否存在差异。进一步地,剖析卖空机制对高管隐性腐败行为产生治理效应的作用机制,并分析不同的市场化环境和不同的公司内部治理环境是否对卖空机制的治理作用产生影响。

本文主要有以下两方面的贡献。第一,卖空机制作为一项有效的外部治理机制,其治理效应逐渐受到学者们的关注,但现有研究主要集中于卖空机制对企业的盈余管理、投资活动以及信息披露等方面的治理作用(Karpoff 和 Lou, 2010; 陈晖丽、刘峰, 2014; Massa 等, 2015),尚无研究考察卖空机制对高管隐性腐败的治理作用。因此,本文以高管隐性腐败为切入点来研究卖空机制的治理效应,拓宽了有关卖空机制的治理效应的研究,也为我国继续实施融券的扩容提供了微观企业的经验证据。第二,高管腐败的治理问题一直是公司研究的热点议题,现有文献为治理腐败提出了不同的治理途径,比如加强内部控制、媒体监督等(翟胜宝等, 2015; 周美华等, 2016),而本文主要基于卖空这一外部治理机制,尤其是卖空的事前威慑,为公司治理高管的隐性腐败提供新的思路。

二、文献综述

(一) 高管隐性腐败的影响及其治理

现有文献主要通过在职消费对高管隐性腐败程度进行衡量,并考察其影响。Cai等(2011)使用招待费和差旅费之和构建ETC指数,衡量企业的高管腐败程度。研究结论显示,ETC总体上对企业绩效有显著的负面影响,但对于政府服务质量低下的城市企业、政府征税较多的企业以及与供应商和客户关系不密切的企业,其负面影响并不明显。这说明通过向政府官员行贿或者增加与供应商、客户建立关系的支出,在一定程度上可以带来业绩的提升。申宇和赵静梅(2016)发现,在融资方面,高管吃喝费用有利于企业债务融资;但是在投资方面,上市公司的吃喝费用显著降低了企业的投资效率。上述研究表明,在职消费对企业的绩效具有显著的负面影响,也存在一些积极的作用。

与此类似,有关在职消费影响的研究存在两种相悖的观点,分别为“代理观”和“效率观”。对在职消费持“代理观”的学者们认为,在职消费带来的绩效不足以弥补其引起的代理成本,不利于企业业绩和价值的提升(Yermack,2006;卢锐等,2008);持“效率观”的学者认为,在职消费作为一种隐性薪酬,在高管激励体系中发挥着重要作用,有利于提高企业绩效和企业价值(Rajan和Wulf,2006)。虽然“代理观”与“效率观”表面上存在一定的矛盾,但实质上这两种观点并不冲突,关键是找到一个“平衡点”(耿云江、王明晓,2016),将在职消费划分为适度在职消费和超额在职消费。适度在职消费支持“效率观”,可以激励高管提升企业业绩。而超额在职消费符合“代理观”,不仅增加了代理成本,而且降低了企业业绩,应该对其加强治理和监督,这也成为本文研究的重点内容之一。

对于如何治理我国企业高管隐性腐败问题,主要包括高管在职消费以及超额在职消费,现有文献中提出了不同的治理途径。一方面,针对公司外部监督,薛健等(2017)认为高管腐败的曝光对同省份或同行业企业的超额在职消费行为具有威慑作用,并且被曝光企业规模越大,惩罚力度越大,这种威慑效应越明显。另一方面,公司内部的治理也可以对高管起到一定约束作用。周美华等(2016)发现,管理层权力越大,腐败越严重,而内部控制可以抑制管理层权力导致的腐败。此外,由于我国国有企业在在职消费的问题较为严重,不少学者就国有企业的在职消费问题提供了多种治理办法,比如媒体监督(翟胜宝等,2015)、政府审计(褚剑、方军雄,2016)、国有企业纪委参与公司治理(陈仕华等,2014)、非国有股东委派高管参与国企治理(蔡贵龙等,2018)等。现有文献就高管隐性腐败治理问题,已经从公司内部控制、媒体曝光、政府审计等多方面进行了较为充分的研究。但是有些制约高管隐性腐败的治理机制是通过事后惩罚进行治理的,而高管腐败带来的危害已经产生并且难以消除。如何在事前抑制高管的隐性腐败行为成为治理的关键。此外,公司内部治理容易受管理层权力的控制,可能导致公司内部治理的失灵,况且高管隐性腐败的存在一定程度上说明了公司内部治理存在一定的缺陷。因此,有效的外部治理机制会成为治理高管隐性腐败问题的新的突破口,这也是本文所要探索的核心问题。

(二) 卖空机制的治理效应

有关卖空机制的文献早期主要集中在卖空对市场定价效率影响的研究,认为卖空机制使得负面信息及时有效地反映在股价中,从而提高股票定价效率(Miller,1977;Bris等,2007;李科等,2014)。近年来,由于潜在卖空交易形成的卖空压力在事前有效约束了企业不良行为的冲动,卖空

机制的这种治理效应逐渐为学者们所关注。

通过梳理相关文献发现,现有文献对卖空机制的治理作用主要体现在盈余管理行为、信息披露行为以及投资行为等方面。关于盈余管理,不少学者发现卖空机制能够约束管理层的盈余管理行为,能够显著降低公司的盈余管理水平(陈晖丽、刘峰,2014;Massa等,2015;顾琪、陆蓉,2016;Fang等,2016)。关于信息披露,卖空能够使财务错报更快地被发现,提高了信息披露的真实性(Karpoff和Lou,2010),降低了公司财务重述的可能性(张璇等,2016)。李志生等(2017)研究表明,融资融券交易能够有效地加强企业对非强制信息和坏消息的披露,有助于改善企业的信息环境。关于投资行为,Grullon等(2015)研究发现,公司尤其是小公司会通过减少投资来应对卖空活动增加导致的股票价格下跌。靳庆鲁等(2015)认为,由于卖空管制的放松,当面临较差的投资机会时,大股东有动机加强对管理层的监督,使得管理层及时调整投资决策,提升公司清算期权的价值。卖空机制还能够提升公司并购绩效(陈胜蓝、马慧,2017),有利于我国公司创新(权小锋、尹洪英,2017;陈怡欣等,2018)。此外,侯青川等(2016)发现,放松卖空管制可以抑制大股东的“掏空”行为,提升公司现金价值。顾乃康和周艳利(2017)还发现卖空的事前威慑可以优化企业的融资决策。Angelis等(2017)的研究表明,卖空机制下企业会给经理人发放更多的股票期权,同时会增加反收购条款以防止空头袭击和恶意收购。

随着我国融资融券标的股票的不断扩容,卖空的治理作用越来越明显,学者们也逐渐将研究内容聚焦到卖空机制的治理效应,尤其是卖空的事前威慑作用。但是现有文献尚未探讨卖空机制对高管腐败的事前治理效应,而更好地治理腐败问题的关键在于事前的防范,因此本文着重考察卖空机制的事前威慑对高管隐性腐败的治理效应,从而拓宽了卖空机制治理效应的研究内容,并且为治理高管隐性腐败提供新的经验证据。

三、研究假设

卖空机制的实行将同时加强公司内外的治理,使得高管寻租腐败的成本和风险显著提高,从而对高管的机会主义行为形成事前威慑,有效发挥卖空机制的治理作用。

首先,卖空机制可以发挥由投资者形成的外部治理效应。由于卖空管制的放松,投资者可以通过融券做空标的股票从而获利,对公司的负面信息更为敏感,他们有动力挖掘和传播相关负面信息,使得股价下跌而获取差额收益。与此同时,卖空机制会提高企业的信息披露质量(Karpoff和Lou,2010;陈晖丽、刘峰,2014),这为卖空投资者提供了信息便利。因此,在卖空机制下,高管利用个人权力滥用在职消费被发现的可能性提高。并且,一旦卖空交易导致股东价值损失,公司股东会将其损失归咎于高管,这对高管薪酬及其工作安全产生威胁,甚至对高管在经理人市场的声誉带来极其不利的影 响。进一步地,投资者通过“用脚投票”机制形成杠杆效应加剧了股东价值的损失,这会使股东加重对管理层的惩罚(陈晖丽、刘峰,2014)。因而,在卖空管制下,高管通过隐性腐败寻租的潜在风险和成本将显著提高。为避免这些风险和成本的发生,高管会理智地在事前抑制自己进行隐性腐败的冲动,从而实现了卖空对高管的隐性腐败行为的事前威慑的治理效应。

此外,卖空机制加强了公司的内部治理效应。卖空机制对企业来说是一种来自外部证券市场的基于负面信息传递和交易的治理机制(顾乃康、周艳利,2017)。一旦高管运用其权力进行隐性腐败获取私人收益并被投资者发现,将形成一系列的负面信息。进一步地,投资者会将这

种负面信息通过抛空融入股价,致使股价下跌,股东利益由此受损。这就促使股东在事前通过加强内部治理、优化薪酬体系等方法加强对高管隐性腐败行为的治理,以规避卖空交易带来的股价下跌。一方面,为防止卖空导致的股价下跌损害股东利益,公司股东将改善公司内部治理机制、加强对高管行为的监督,从而对高管的隐性腐败行为形成有效约束。另一方面,股东会制定更为有效的薪酬契约。具体而言,在卖空机制作用下,股东为避免卖空导致的股价下行风险,对高管发放更多的股权激励(Angelis等,2017),增加高管薪酬体系中权益薪酬比重,使高管个人利益与股东利益相一致。双方共享利益、共担风险,高管也要承担卖空导致的股价下跌风险,并主动收敛其隐性腐败行为。此外,随着权益薪酬比重提高,高管可以通过努力工作,促进公司经营业绩的提升和公司股价的上涨,获取相应的薪酬回报,而无须通过在职消费来攫取个人私利。

鉴于上述分析,本文提出假设 H1。

假设 H1:卖空的事前威慑可以有效约束高管隐性腐败行为,能够降低高管在职消费水平尤其是超额在职消费水平。

在中国,高管的薪酬体系和结构在国有企业和民营企业之间有较大差异。长期以来,国有企业高管的货币薪酬存在刚性管制,2009年9月16日,人力资源和社会保障部会同中组部、监察部、国资委等部门联合下发了《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》,就是所谓的“限薪令”,更是通过明确的文件对国有企业高管的货币薪酬加强管制。在货币薪酬管制下,在职消费成为国有企业高管货币薪酬的重要替代(陈冬华等,2005),甚至会引致更多的高管腐败(陈信元等,2009)。在民营企业中并不存在薪酬管制,高管可以与公司的各方利益相关者进行薪酬谈判,使得高管薪酬与其能力相匹配,并且能够将薪酬与公司业绩充分挂钩,对高管形成有效的激励效应。只有在国有企业中,高管才需要通过在职消费来弥补货币薪酬激励的不足(陈冬华等,2005)。正是由于主要是国有企业的高管普遍通过在职消费甚至是超额在职消费进行寻租腐败,投资者可能更倾向于通过挖掘国有企业中与腐败相关的负面信息进行卖空交易。在卖空机制的威慑下,国有企业高管更为谨慎,从而有效约束了其腐败行为。

此外,民营企业的高管仅仅是“经济人”,而国有企业的高管除了扮演“经济人”之外,还是“政治人”。因此,国有企业高管基于政治晋升的目标,更有动机隐瞒企业的坏消息(Piotroski等,2015),尤其是对自己不利的隐性腐败行为。这也导致了相对于民营企业,国有企业的信息透明度较差(黄超、黄俊,2016)。而在卖空机制的作用下,企业的信息披露质量会提高(Karpoff和Lou,2010;陈晖丽、刘峰,2014),国有企业高管的隐性腐败行为也更容易通过透明的信息披露而被发现。在此情况下,国有企业高管将因为忌惮其隐性腐败行为被披露发现、导致其政治生涯毁灭而收敛其公款吃喝、奢靡的在职消费等腐败行为。因此,本文提出假设 H2。

假设 H2:相对于民营企业,卖空机制对国有企业高管隐性腐败的治理效应更为显著。

四、研究设计

(一)样本选择

由于2006年我国对会计准则进行了全面改革,为确保财务数据的一致性,并且由于研究模型中存在滞后一期的变量,所以选取2008—2016年作为研究的时间区间。本文研究的初始样本为2008—2016年深沪两市所有A股上市公司,进行以下数据处理:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔

除样本期间被 ST、*ST 的样本；(3) 剔除在样本期间被调出融资融券标的股票名单的公司样本；(4) 剔除资产负债率大于 100% 的异常样本；(5) 剔除相关财务数据缺失的样本。

剔除以上样本后实际用于回归分析的有效样本有 14476 个。对所有连续变量在 1% 和 99% 分位进行 Winsorize 处理。本文实证研究用数据除融资融券标的股票名单来自上交所和深交所网站外,其余数据均来自国泰安 CSMAR 数据库。

(二) 变量定义

1. 高管隐性腐败程度

(1) 在职消费水平。在职消费参考 Cai 等(2011)的做法,采用管理费用明细中业务招待费与差旅费合计进行衡量,本文进一步将其取对数,得到在职消费水平。

(2) 超额在职消费。超额在职消费的度量参考已有研究中权小锋等(2010)和 Luo 等(2011)的衡量方式。通过对模型(1)进行分年度、分行业回归,估计得出各项系数,拟合求出由各项经济因素决定的预期在职消费,残差部分表示在职消费中不合理的部分,当残差大于 0 时,超额在职消费变量 $Experk$ 为该残差值,否则 $Experk$ 为 0。

$$\frac{perk_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{Inventory_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_5 \ln Emp_{i,t} + \beta_6 Zone_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中,下标 i 表示第 i 家公司, t 表示第 t 年, $t-1$ 表示 t 年的上一年度。 $perk$ 为高管在职消费,采用管理费用明细中业务招待费与差旅费合计来衡量; $Asset$ 为总资产; $\Delta Sales$ 为主营业务收入的变动额; PPE 为厂房、财产和设备等固定资产的净值; $Inventory$ 为存货净值; $\ln Emp$ 为企业雇佣的员工总数的自然对数。由于原模型无法反映不同地区经济水平不同导致的在职消费的差异,所以添加地区变量 $Zone$,若企业位于北上广深为 4,东部地区为 3,中部地区为 2,西部地区为 1,以此来控制这种差异。

2. 卖空变量

采用融资融券公司的虚拟变量($List$)作为卖空变量的替代变量。如果该公司股票于观测年份在融资融券标的股票的名单之列,则赋值为 1,否则为 0。

3. 控制变量

本文选取资产报酬率、企业规模、资产负债率、账面市值比、销售收入增长率、高管持股比例、董事会规模、独立董事比例、股权集中度、年份固定效应及公司固定效应作为控制变量。各变量的定义见表 1。

(三) 实证模型

为检验假设 H1,我们采用双重差分法(Difference in Differences, DID),建立模型:

$$\ln perk(Experk)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 List_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 MB_{i,t} + \alpha_6 GR_{i,t} + \alpha_7 MSR_{i,t} + \alpha_8 Boardsize_{i,t} + \alpha_9 IndepR_{i,t} + \alpha_{10} Top1_{i,t} + Year + Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $List_{i,t}$ 是 DID 模型的核心变量,表示公司 i 在 t 年是否列于融资融券标的股票名单,其系数能够有效考察企业进入融资融券标的股票名单之后卖空机制带来的影响。若企业在样本期间从未进入融资融券标的股票名单,或者是企业进入融资融券标的股票名单之前, $List$ 均为 0,视为控制组。当受干预时间不一致时,不仅可以将未受干预的样本作为控制组,也可以将受干预之前

的样本作为控制组,从而缓解了干预组与控制组之间的固有差异对研究结论的干扰。此外,模型中采用公司固定效应(*Firm*)控制了可卖空公司和不可卖空公司之间的特征差异,还通过年份固定效应(*Year*)来控制不同年份宏观环境的差异,从而有效控制卖空管制放松前后的宏观环境差异。通过对模型(2)进行回归来考察卖空机制对在职消费以及超额在职消费的约束作用。若 *List* 的系数 α_1 显著为负数,说明卖空的事前威慑能够显著降低高管隐性腐败,从而验证假设 H1。进一步地,为验证假设 H2,本文按照实际控制人的性质将全样本分为国有企业和非国有企业两个子样本,分别对模型(2)进行回归并对比分析两个子样本的回归结果,以此来考察卖空机制对高管隐性腐败的治理作用在国有企业和非国有企业之间作用的差异。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
主要变量	在职消费	<i>lnperk</i>	管理费用明细中业务招待费与差旅费合计的自然对数
	超额在职消费	<i>Experk</i>	通过模型(1)分年度、分行业回归得到预期的在职消费,若企业实际的在职消费与其差额为正数则为该差值,否则为 0
	卖空变量	<i>List</i>	该公司股票于观测年份在融资融券标的股票的名单之列,则为 1,否则为 0
控制变量	资产报酬率	<i>ROA</i>	企业净利润与总资产之比
	企业规模	<i>Size</i>	企业总资产的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	企业总负债与总资产之比
	账面市值比	<i>MB</i>	公司资产的市场价值与账面价值之比
	销售收入增长率	<i>GR</i>	(当期营业收入 - 上期营业收入)/上期营业收入
	高管持股比例	<i>MSR</i>	高管持股比例
	董事会规模	<i>Boardsize</i>	董事会人数的自然对数
	独立董事比例	<i>IndepR</i>	独立董事人数与董事会总人数之比
	股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
	年份固定效应	<i>Year</i>	年份虚拟变量
公司固定效应	<i>Firm</i>	公司虚拟变量	

五、实证结果及分析

(一)描述性统计

表 2 是主要研究变量的描述性统计,分别列示了各变量的样本量、均值、中位数、标准差、最小值及最大值。在职消费的均值为 10.783,但是标准差比较大,为 7.100,说明不同企业的在职消费水平具有较大差异。超额在职消费的均值为 0.069,而最大值甚至达到 0.872。卖空变量 *List* 均值为 0.199,表明将近五分之一的样本是可以卖空的公司,但考虑到样本中包含了 2010 年实行融资融券制度之前的公司样本,其 *List* 值均为 0,所以该比例较低。其余变量的描述性统计见表 2,不再一一赘述。

表 2 描述性统计

变量名	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>lnperk</i>	14476	10.783	14.737	7.100	0.000	18.234
<i>Experk</i>	14476	0.069	0.000	0.154	0.000	0.872
<i>List</i>	14476	0.199	0.000	0.399	0.000	1.000
<i>ROA</i>	14476	0.045	0.040	0.055	-0.187	0.251
<i>Size</i>	14476	21.943	21.774	1.250	18.989	25.768
<i>Lev</i>	14476	0.435	0.431	0.212	0.047	0.933
<i>MB</i>	14476	4.037	2.998	3.597	0.510	26.983
<i>GR</i>	14476	0.079	0.103	0.286	-1.540	0.820
<i>MSR</i>	14476	0.062	0.000	0.134	0.000	0.615
<i>Boardsize</i>	14476	2.156	2.197	0.199	1.609	2.708
<i>IndepR</i>	14476	0.371	0.333	0.052	0.300	0.571
<i>Top1</i>	14476	0.362	0.343	0.148	0.105	0.764

(二) 回归结果分析

表 3 列示了本文基本假设的回归结果。其中,表 3 的第(1)列考察了全样本中卖空机制对高管在职消费水平的影响,回归结果显示 *List* 的系数为 -0.481 ,并且通过了 1% 的显著性水平检验,说明卖空的事前威慑能够显著降低高管的在职消费水平。第(2)列着重考察了全样本中卖空机制对超额在职消费的影响,*List* 的系数同样在 1% 的水平下显著为负数,表明卖空机制对高管的超额在职消费具有明显的治理作用。由此说明,卖空机制通过潜在的卖空行为对企业高管形成事前威慑,从而能够有效约束高管的隐性腐败行为,验证了本文的假设 H1。

进一步地,本文将样本分为国有企业和非国有企业进行讨论,以验证假设 H2。表 3 的第(3)列和第(4)列检验了卖空的事前威慑对在职消费的影响在国有企业和非国有企业中的差别。对比第(3)列和第(4)列的回归结果可知,只有在第(3)列国有企业分组中 *List* 的回归系数才显著为负数,而在第(4)列非国有企业分组中 *List* 的回归系数并不显著,说明卖空的事前威慑仅对国有企业的在职消费具有约束作用。表 3 的第(5)列和第(6)列检验了卖空的事前威慑对超额在职消费的治理作用在国有企业和非国有企业中的差别。回归结果显示,在第(5)列国有企业分组的回归结果中 *List* 的系数显著为负,而在第(6)列非国有企业分组中 *List* 的系数并未通过显著性检验。这说明,卖空可以有效抑制国有企业的超额在职消费,但在非国有企业中卖空机制的作用并不明显。基于上述结果分析可知,卖空机制不管是对在职消费还是超额在职消费的治理作用,都是在国有企业中更为显著。现实中,国有企业高管的货币薪酬存在刚性管制,使得国有企业中普遍存在高管滥用在职消费进行寻租腐败的现象。因此,国有企业更有可能因为与腐败相关的负面信息而被卖空。卖空机制对高管腐败的治理效应在国有企业中也更为显著。

(三) 稳健性检验

(1) 排除内生性的稳健性检验。考虑到融资融券标的股票的选择仍然存在一定的内生性问题,本文采用倾向得分匹配法(PSM)对参照组进行筛选,并在此基础上运用 DID 的方法对本文的假设再次进行检验。具体而言,根据《上海证券交易所融资融券交易实施细则》第二十四条规定,股票的流动性、波动性、市场规模等因素是融资融券标的股票入选的重要条件。鉴于此,本文将上

述因素作为 PSM 配对的标准,选取换手率、波动幅度、流通市场占比、成交金额占比以及一系列作为控制变量的企业财务指标作为匹配指标,将进入融资融券列表前一年的公司数据与从未进入融资融券列表的公司进行一一匹配,然后使用匹配后的样本进行 DID 回归。回归结果仍然与上述结论一致,进一步验证了本文结论的可靠性。

表 3 卖空与高管隐性腐败

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本	全样本	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业
	<i>lnperk</i>	<i>Experk</i>	<i>lnperk</i>	<i>lnperk</i>	<i>Experk</i>	<i>Experk</i>
<i>List</i>	-0.481*** (-3.71)	-0.011*** (-3.31)	-0.887*** (-4.57)	0.094 (0.53)	-0.015*** (-3.40)	-0.001 (-0.16)
<i>ROA</i>	-0.539 (-0.57)	0.149*** (5.93)	1.276 (0.81)	-1.561 (-1.33)	0.100*** (2.85)	0.153*** (4.26)
<i>Size</i>	0.645*** (6.14)	0.011*** (3.80)	0.852*** (4.53)	0.333** (2.56)	0.001 (0.27)	0.009** (2.25)
<i>Lev</i>	0.549 (1.32)	0.010 (0.89)	1.153 (1.59)	0.223 (0.45)	0.012 (0.75)	0.009 (0.61)
<i>MB</i>	0.029* (1.75)	0.003*** (5.88)	0.063** (2.14)	-0.010 (-0.51)	0.002** (2.52)	0.003*** (5.14)
<i>GR</i>	0.206 (1.57)	-0.003 (-0.94)	0.305 (1.38)	0.126 (0.79)	0.002 (0.44)	-0.008 (-1.63)
<i>MSR</i>	0.155 (0.25)	0.016 (0.98)	-11.886 (-1.10)	0.475 (0.80)	-0.355 (-1.48)	0.015 (0.81)
<i>Boardsize</i>	-0.015 (-0.04)	0.013 (1.20)	0.754 (1.17)	-0.462 (-0.91)	-0.018 (-1.26)	0.025 (1.61)
<i>IndepR</i>	0.081 (0.07)	0.011 (0.36)	0.407 (0.22)	-0.053 (-0.03)	-0.009 (-0.22)	0.034 (0.69)
<i>Top1</i>	-1.688*** (-2.68)	-0.020 (-1.19)	-0.646 (-0.58)	-1.285* (-1.65)	-0.039 (-1.58)	0.036 (1.50)
Constant	-12.664*** (-5.27)	-0.252*** (-3.94)	-20.413*** (-4.73)	-4.478 (-1.52)	0.031 (0.32)	-0.271*** (-3.01)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	14476	14476	6262	8214	6262	8214
Adj_R ²	0.730	0.593	0.732	0.732	0.555	0.608

注:括号内的数值为 t 值;***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。

(2) 验证卖空机制是通过事前威慑发挥作用的。检验卖空机制是否通过事前威慑发挥其治理作用,关键在于检验当公司融券交易量较小时,卖空机制是否还能发挥治理作用。如果即使在融券交易量很小的情况下,卖空机制仍然能够有效治理高管的隐性腐败行为,则说明是潜在卖空交

易发挥了其事前威慑的作用,从而达到了治理效果。因此本文按照融券的年平均交易量进行分组,检验前四分位和后四分位中卖空机制的作用差异,发现卖空机制的治理效应在交易量较小的前四分位组中仍然存在,从而验证了卖空交易的事前威慑效应。

(3)由于当年进入融资融券标的股票名单的公司是在期间的某一时点开始受卖空机制影响,而在职消费或者是超额在职消费是全年的累计量,所以在进入标的股票名单的当期,卖空变量 *List* 并不能解释全年的效应。因此,本文通过剔除当年进入融资融券标的股票名单的观测值来重新对原假设进行验证,回归结果与原结论一致。

(4)为缓解控制变量的内生性,本文采用滞后一期的控制变量进行回归。但在估计超额在职消费的过程中采用了上期公司规模倒数,若再将滞后一期的公司规模作为控制变量会引起估计偏差,因此我们仅考察了被解释变量为在职消费 (*lnperk*) 时,滞后一期的控制变量是否会影响回归结果。采用滞后一期的控制变量考察卖空对在职消费的影响的回归结果与上述基本回归结果一致。^①

六、作用机制分析

上述回归结果发现卖空的事前威慑能够有效抑制高管隐性腐败行为,那么卖空机制具体是通过什么作用机制发挥其治理作用的呢?本文假设推理部分归纳了几个可能的作用机制,具体包括卖空投资者的监督、股东监督以及高管权益薪酬作用,本文对此进行逐一检验。

首先,本文检验卖空机制通过投资者监督对高管隐性腐败发挥治理效应。虽然本文无法具体衡量投资者进行潜在卖空交易的参与程度,但是从公司信息披露的角度,良好的信息披露质量是外部投资者进行监督的基础,因此本文主要通过信息披露质量来侧面衡量外部监督的积极程度。若卖空机制下企业信息披露质量改善,那么将有利于外部卖空者挖掘有关高管隐性腐败的负面信息,比如管理费用、招待费用等,从而能够充分发挥外部投资者的监督效应。信息披露质量 (*Transparency*) 的衡量主要采用深圳证券交易所对上市公司信息披露质量考核的打分。考核结果从高到低划分为 A、B、C、D 四个等级,依次赋值为 4、3、2、1,赋值越高,信息披露质量越好。表 4 第 (1) 列考察了卖空机制对信息披露质量的影响,发现 *List* 系数显著为正,意味着卖空机制确实能够提高企业信息披露质量。进一步,本文将信息披露质量考核结果为 A 和 B 的公司划分为信息披露质量比较好的公司,而把信息披露质量考核结果为 C 和 D 的公司视为信息披露质量较差的公司,并分别对这两组进行检验。在第 (2) 至 (5) 列的回归结果显示,只有当信息披露质量较好时, *List* 系数才显著为负,即卖空机制能够有效治理高管隐性腐败行为。综合上述回归结果可知,卖空机制能够显著提高公司信息披露质量,从而为外部潜在卖空者提供了可靠的信息来源,有利于外部投资者发挥其监督效应,有效制约了高管的隐性腐败行为。

其次,本文检验卖空机制通过股东监督来约束高管隐性腐败的作用渠道。借鉴窦欢等 (2014) 对股东监督的衡量方法,本文将股东监督 (*Supervise*) 定义为,若股东单位委派上市公司高管则为 1, 否则为 0。表 5 的第 (1) 列是检验卖空是否能够加强股东监督的回归结果, *List* 系数为 0.139, 并且在 1% 的水平下显著,说明卖空压力迫使股东加强了对公司高管的监督。进一步地,本文将样本分为受股东监督 (*Supervise* = 1) 和不受股东监督 (*Supervise* = 0), 表 5 的第 (2) 列和第 (4) 列回归结果

^① 由于篇幅限制,上述稳健性检验的回归结果未在文中列示。

显示,仅在大股东监督作用下, *List* 系数为负,并且均在 1% 的水平下显著,表明卖空机制能够有效治理企业高管的隐性腐败。而在第(3)列和第(5)列没有大股东监督的情况下,卖空机制并不能有效发挥治理效应。因此,本文认为卖空压力使得股东加大了对高管的监督力度,从而有效缓解了高管与股东之间的委托-代理问题,抑制了高管的隐性腐败行为。

表 4 卖空通过外部监督的作用机制

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	信息披露质量差	信息披露质量好	信息披露质量差	信息披露质量好
	<i>Transparency</i>	<i>lnperk</i>	<i>lnperk</i>	<i>Experk</i>	<i>Experk</i>
<i>List</i>	0.088 *** (3.95)	0.429 (0.44)	-0.385 ** (-2.13)	0.002 (0.06)	-0.013 *** (-2.71)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year / Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	8993	1136	7857	1136	7857
Adj_R ²	0.423	0.761	0.732	0.442	0.644

注:括号内的数值为 t 值;***、** 分别表示在 1%、5% 的水平下显著。信息披露质量考核是深交所特有的考核制度,因此仅在深交所上市的公司有相关数据,样本中只考察了深交所上市的公司。

表 5 卖空通过股东监督的作用机制

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	<i>Supervise</i> = 1	<i>Supervise</i> = 0	<i>Supervise</i> = 1	<i>Supervise</i> = 0
	<i>Supervise</i>	<i>lnperk</i>	<i>lnperk</i>	<i>Experk</i>	<i>Experk</i>
<i>List</i>	0.139 *** (3.10)	-0.543 *** (-3.77)	0.246 (0.76)	-0.014 *** (-3.83)	0.012 (1.13)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	No	No	No	No
<i>Firm</i>	No	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	14476	11714	2762	11714	2762
Pseudo R ² / Adj_R ²	0.252	0.731	0.778	0.596	0.641

注:由于 *Supervise* 为虚拟变量,第(1)列采用 Probit 模型回归,而该模型无法控制公司固定效应,因此在模型中添加行业固定效应 *Industry*。第(1)列括号内的数值为 z 值,其余列为 t 值;*** 表示在 1% 的水平下显著。

最后,本文考察卖空机制通过高管权益薪酬来约束高管隐性腐败的作用渠道。具体而言,在卖空机制下,公司会给高管发放更多的权益薪酬,增加权益薪酬的比重,使得高管与股东共担卖空

导致的股价下行风险,从而对高管的机会主义行为形成有效约束,能够有效治理高管隐性腐败行为。

本文参考已有文献(Bergstresser 和 Philippon, 2006),采用高管持有的股权和期权总数乘以年末收盘价作为高管的权益薪酬,将其除以权益薪酬与现金薪酬的合计,得到权益薪酬在高管薪酬中所占比重,即变量 *Ratio*。表6为具体回归结果。其中,第(1)列检验卖空机制是否会提高高管权益薪酬的比重。由回归结果可知,*List* 的系数显著为正数,说明卖空机制能够显著增加高管权益薪酬比重。进一步地,本文按照权益薪酬比重的后三分位数对权益薪酬比重的高低进行划分,分为权益薪酬比重小和比重大两组。第(2)列和第(4)列中 *List* 的系数均不显著,表明高管薪酬组合中权益薪酬比重较小时,卖空机制对高管隐性腐败的治理作用并不明显。而在第(3)列和第(5)列中 *List* 的系数均显著为负,说明只有当权益薪酬在高管薪酬体系中比重较大时,才能有效约束高管的机会主义行为,包括各类隐性腐败行为。因此,本文认为,在卖空机制下,高管的权益薪酬比重显著增加,使得高管与股东共同承担卖空的风险,从而有效约束了高管公款吃喝、滥用在职消费等隐性腐败行为。

表6 卖空通过高管权益薪酬的作用机制

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	权益薪酬比重小	权益薪酬比重大	权益薪酬比重小	权益薪酬比重大
	<i>Ratio</i>	<i>lnperk</i>	<i>lnperk</i>	<i>Experk</i>	<i>Experk</i>
<i>List</i>	0.021 *** (3.18)	-0.080 (-0.34)	-0.572 *** (-3.37)	-0.009 (-1.37)	-0.011 ** (-2.35)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year / Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	14080	4976	9104	4976	9104
Adj_R ²	0.838	0.747	0.745	0.565	0.624

注:(1)括号内的数值为t值;***、**分别表示在1%、5%的水平下显著;(2)由于*Ratio*数据部分缺失,该回归样本数少于基本回归中的样本数。

七、公司内外部治理环境的影响

本文回归结果验证了卖空机制作为一种外部治理机制,能够通过事前威慑效应对高管隐性腐败行为起到治理作用。但是,卖空机制的治理效应受到其他形式的公司内外部治理机制的影响。比如陈晖丽、刘峰(2014)发现只有在市场化水平较高的地区,即外部治理水平较高时,卖空机制才能发挥其治理效应,而在股权制衡较差的内部治理环境下,卖空的治理作用才更加明显。顾乃康、周艳利(2017)也发现当公司内部治理较差时,卖空机制能够发挥治理作用,从而弥补公司内部治理的不足。为此,我们进一步考察在不同的外部治理环境和内部治理环境下,卖空机制对高管隐性腐败的治理效应。其中,外部治理环境采用市场化指数度量,内部治理环境则采用主成分分析法对各方面的公司治理指标进行综合衡量。

(一)公司外部治理环境

市场化程度通常可以用来衡量企业外部治理环境。处于市场化程度较高地区的企业的信息透明度较高,更有利于企业的利益相关者对公司进行监督(蔡贵龙等,2018)。此外,陈晖丽和刘峰(2014)认为在市场化水平较高的地区有更多的金融中介机构能够提供相关的渠道帮助投资者熟悉业务流程,降低了投资者的学习成本;并且在市场化程度较高的地区,投资者经济基础较好,抵抗风险的能力较强。因此,本文推测在市场化程度较高的地区,卖空的事前威慑作用较为明显。

本文采用王小鲁等(2016)编制的中国分省份市场化指数来衡量市场化程度,对于缺少市场化指数数据的年份,用距离该年份最近的、有数据的年份数据代替。按照市场化程度的年度均值,将样本分为市场化水平低和市场化水平高两组样本进行回归分析,结果见表7。其中,第(1)列和第(2)列考察卖空的事前威慑对在职消费的影响在不同的市场化水平下的差异,发现仅在市场化水平较高的地区卖空机制才能够降低在职消费水平。第(3)列和第(4)列检验卖空的事前威慑对超额在职消费的治理作用是否受市场化程度的影响。结果也显示仅在市场化水平较高时,卖空机制对超额在职消费的治理作用才能够充分发挥。结合上述回归结果分析,本文认为,卖空的事前威慑对高管隐性腐败的治理作用依赖于成熟的商业化环境,较高的市场化水平能够为卖空机制发挥治理作用提供良好的基础条件。

表7 公司内外部治理环境的影响

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	市场化水平低	市场化水平高	市场化水平低	市场化水平高	公司内部治理差	公司内部治理好	公司内部治理差	公司内部治理好
	<i>lnperk</i>	<i>lnperk</i>	<i>Experk</i>	<i>Experk</i>	<i>lnperk</i>	<i>lnperk</i>	<i>Experk</i>	<i>Experk</i>
<i>List</i>	-0.180 (-0.92)	-0.740*** (-4.22)	-0.007 (-1.37)	-0.015*** (-2.98)	-0.451*** (-3.00)	0.104 (0.34)	-0.010*** (-2.73)	0.008 (0.78)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year / Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	6630	7846	6630	7846	10685	3791	10685	3791
<i>Adj_R²</i>	0.708	0.758	0.573	0.614	0.725	0.782	0.627	0.576

注:括号内的数值为t值;***表示在1%的水平下显著。

(二)公司内部治理环境

高管隐性腐败的存在一定程度上体现了公司内部治理具有缺陷,而卖空机制作为一种外部治理机制能否弥补公司内部治理的缺陷呢?为此,本文检验了不同的公司内部治理水平下,卖空机制对高管隐性腐败的治理效应。

根据已有公司内部治理的相关研究(白重恩等,2005;顾乃康、周艳利,2017),本文采用主成分分析法来衡量公司内部的治理水平。主要选取股权集中度(第一大股东持股比例)、股权制衡度(第二至第五大股东持股比例/第一大股东持股比例)、高管持股比例、董事长与总经理是否两职合一、独立董事比例以及董事会规模这六个指标进行主成分分析,并使用得到的第一大主成分用来衡量公司内部的治理水平。若公司当年的治理水平高于总体治理水平的均值,则认为公司内部治

理较好,反之则认为公司内部治理水平较差。在此基础上,将样本分为公司内部治理差和公司内部治理好两个分样本进行回归。表7报告了回归结果。表7第(5)列和第(6)列列示了卖空的事前威慑对在职消费水平的影响,第(7)列和第(8)列报告了卖空的事前威慑对超额在职消费的治理作用。发现当公司内部治理较好时,高管的隐性腐败可以被内部治理机制所约束,而无须卖空机制对高管隐性腐败行为进行治理;而当公司内部治理较差时,卖空机制能够弥补公司内部治理的不足,对高管隐性腐败发挥治理作用。这说明卖空机制与公司内部治理机制之间具有一定的“替代效应”。

八、结论与启示

高管腐败不仅不利于公司的长远发展,而且对经济发展和社会公平具有严重危害。治理高管腐败,特别是对缺乏法律法规约束的高管隐性腐败的治理成为亟待解决的问题。本文以上市公司的在职消费以及超额在职消费来衡量企业高管的隐性腐败程度,并考察卖空的事前威慑是否对高管的隐性腐败具有治理作用以及内在的作用机制。进一步地,分析卖空机制对高管隐性腐败的治理作用在不同公司内外部治理环境下的差异,从而剖析卖空机制与公司内外部治理机制之间的关系。研究表明,卖空机制能够有效抑制高管的隐性腐败行为,具体而言,卖空的事前威慑能够降低总体的在职消费水平,尤其是超额在职消费。特别地,卖空机制对国有企业高管隐性腐败的治理效应更为显著。进一步探析卖空治理效应的作用机制,发现在卖空机制的作用下,外部投资者和股东都加强了对公司高管隐性腐败行为的监督,高管权益薪酬比重显著增加,使得高管与股东共同承担卖空导致的股价下跌风险,从而能够有效约束高管滥用在职消费的行为。此外,卖空机制的治理效应依赖于成熟的市场化环境,即只有在市场化水平较高的地区,卖空机制才能更有效地发挥其治理作用。而当公司内部治理失灵时,卖空机制能够代替公司内部治理来约束高管隐性腐败的行为,卖空机制与公司内部治理机制之间具有“替代效应”。

本文拓展了现有文献中有关卖空机制治理效应的研究,验证了卖空的事前威慑对高管隐性腐败具有治理作用,为卖空机制约束高管机会主义行为提供了新的经验证据。为充分发挥卖空机制的治理效应,我国还需不断加强市场化建设、提高市场化水平,从而有利于卖空机制实现其外部治理作用。虽然不少学者通过研究认为融资融券的实践不利于我国金融市场的稳定,但是本文验证了融券形成的卖空压力能够有效治理高管的隐性腐败,这为进一步推进金融体制改革,尤其是放松卖空管制提供了微观层面的经验证据。此外,本文的研究结论对治理高管腐败提供了新思路。在卖空压力下,公司可以通过加强股东监督并提高高管权益薪酬比重来有效约束高管公款吃喝、滥用在职消费等腐败问题,在事前对高管的隐性腐败行为进行控制,从而有利于公司价值的提升与企业的长远发展。

参考文献:

1. 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜:《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》2005年第2期。
2. 蔡贵龙、柳建华、马新啸:《非国有股东治理与国企高管薪酬激励》,《管理世界》2018年第5期。
3. 陈冬华、陈信元、万华林:《国有企业中的薪酬管制与在职消费》,《经济研究》2005年第2期。
4. 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》,《会计研究》2014年第9期。
5. 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》,《管理世界》2017年第7期。
6. 陈仕华、姜广省、李维安、王春林:《国有企业纪委的治理参与能否抑制高管私有收益?》,《经济研究》2014年第10期。

7. 陈信元、陈冬华、万华林、梁上坤:《地区差异、薪酬管制与高管腐败》,《管理世界》2009年第11期。
8. 陈怡欣、张俊瑞、汪方军:《卖空机制对上市公司创新的影响研究——基于我国融资融券制度的自然实验》,《南开管理评论》2018年第2期。
9. 褚剑、方军雄:《政府审计能够抑制国有企业高管超额在职消费吗?》,《会计研究》2016年第9期。
10. 窦欢、张会丽、陆正飞:《企业集团、大股东监督与过度投资》,《管理世界》2014年第7期。
11. 耿云江、王明晓:《超额在职消费、货币薪酬业绩敏感性与媒体监督——基于中国上市公司的经验证据》,《会计研究》2016年第9期。
12. 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》,《管理世界》2017年第2期。
13. 顾琪、陆蓉:《金融市场的“劣汰”机制——基于卖空机制与盈余管理的研究》,《财贸经济》2016年第5期。
14. 侯青川、靳庆鲁、刘阳:《放松卖空管制与公司现金价值——基于中国资本市场的准自然实验》,《金融研究》2016年第11期。
15. 黄超、黄俊:《卖空机制、诉讼风险与审计收费》,《财经研究》2016年第5期。
16. 靳庆鲁、侯青川、李刚、谢亚茜:《放松卖空管制、公司投资决策与期权价值》,《经济研究》2015年第10期。
17. 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》,《经济研究》2014年第10期。
18. 李志生、李好、马伟力、林秉旋:《融资融券交易的信息治理效应》,《经济研究》2017年第11期。
19. 卢锐、魏明海、黎文靖:《管理层权力、在职消费与产权效率——来自中国上市公司的证据》,《南开管理评论》2008年第5期。
20. 权小锋、吴世农、文芳:《管理层权力、私有收益与薪酬操纵》,《经济研究》2010年第11期。
21. 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》,《管理世界》2017年第1期。
22. 申宇、赵静梅:《吃喝费用的“得”与“失”——基于上市公司投融资效率的研究》,《金融研究》2016年第3期。
23. 王小鲁、樊纲、余静文:《中国分省份市场化指数报告(2016)》,社会科学文献出版社2016年版。
24. 徐细雄、刘星:《放权改革、薪酬管制与企业高管腐败》,《管理世界》2013年第3期。
25. 薛健、汝毅、窦超:《“惩一”能否“儆百”?——曝光机制对高管超额在职消费的威慑效应探究》,《会计研究》2017年第5期。
26. 翟胜宝、徐亚琴、杨德明:《媒体能监督国有企业高管在职消费么?》,《会计研究》2015年第5期。
27. 张璇、周鹏、李春涛:《卖空与盈余质量——来自财务重述的证据》,《金融研究》2016年第8期。
28. 周美华、林斌、林东杰:《管理层权力、内部控制与腐败治理》,《会计研究》2016年第3期。
29. Aidt, T., Economic Analysis of Corruption: A Survey. *Economic Journal*, Vol. 113, No. 491, 2003, pp. 632 - 652.
30. Angelis, D. D., Grullon, G., & Michenaud, S., The Effects of Short-Selling Threats on Incentive Contracts: Evidence from an Experiment. *The Review of Financial Studies*, Vol. 30, No. 7 - 8, 2017, pp. 262 - 263.
31. Bergstresser, D., & Philippon, T., CEO Incentives and Earnings Management. *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 3, 2006, pp. 511 - 529.
32. Bris, A., Goetzmann, W. N., & Zhu, N., Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World. *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 3, 2007, pp. 1029 - 1079.
33. Cai, H., Fang, H., & Xu, L. C., Eat, Drink, Firms, Government: An Investigation of Corruption from the Entertainment and Travel Costs of Chinese Firms. *Journal of Law and Economics*, Vol. 54, No. 1, 2011, pp. 55 - 78.
34. Fang, V. W., Huang, A. H., & Karpoff, J. M., Short Selling and Earnings Management: A Controlled Experiment. *Journal of Finance*, Vol. 71, No. 3, 2016, pp. 1251 - 1294.
35. Grullon, G., Michenaud, S., & Weston, J. P., The Real Effects of Short-Selling Constraints. *The Review of Financial Studies*, Vol. 28, No. 6, 2015, pp. 1737 - 1767.
36. Karpoff, J. M., & Lou, X., Short Sellers and Financial Misconduct. *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 5, 2010, pp. 1879 - 1913.
37. Luo, W., Zhang, Y., & Zhu, N., Bank Ownership and Executive Perquisites: New Evidence from an Emerging Market. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, No. 2, 2011, pp. 352 - 370.
38. Massa, M., Zhang, B., & Zhang, H., The Invisible Hand of Short Selling: Does Short Selling Discipline Earnings Management?. *The Review of Financial Studies*, Vol. 28, No. 5, 2015, pp. 1312 - 1352.

39. Miller, E. , Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion. *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 4, 1977, pp. 1151 – 1168.

40. Osuji, O. , Fluidity of Regulation-CSR Nexus: The Multinational Corporate Corruption Example. *Journal of Business Ethics*, Vol. 103, No. 1, 2011, pp. 31 – 57.

41. Piotroski, J. D. , Wong, T. J. , & Zhang, T. , Political Incentives to Suppress Negative Information: Evidence from Chinese Listed Firms. *Journal of Accounting Research*, Vol. 53, No. 2, 2015, pp:405 – 459.

42. Rajan, R. G. , & Wulf, J. , Are Perks Purely Managerial Excess?. *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, No. 1, 2006, pp. 1 – 33.

43. Yermack, D. , Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns. *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 1, 2006, pp. 211 – 242.

Short Selling Deterrent, Corporate Governance and Hidden Corruption of Executives

TONG Aiqin, MA Huixian (Tongji University, 200092)

Abstract: This paper investigates the governance effect of the deterrent of short selling on the hidden corruption of executives and analyzes the governance effects of the short selling in different corporate governance environments, taking the step-by-step expansion of margin trading in China as a quasi-natural experiment. The results show that the short selling deterrent can effectively restrain the hidden corruption of executives, significantly reducing the level of perks, especially excessive perks, and the governance effect of short selling on the hidden corruption of executives is particularly strong in state-owned enterprises. Furthermore, we analyze the mechanism of short-selling, and find that the short-selling strengthens the supervisory role of external investors and shareholders, and increases the proportion of executive equity compensation, which makes shareholders share the risk of stock price decline caused by short-selling with executives, thus effectively restraining the hidden corruption of executives. In addition, marketization as a kind of external governance mechanism has a “complementary effect” on the short-selling mechanism, which means only in highly market-oriented areas can the short-selling mechanism play its governance role. However, there is a “substitution effect” between short selling and internal corporate governance. That is, when internal corporate governance fails, short selling can control the executive hidden corruption instead. This paper not only broadens the relevant research on the governance effect of short selling mechanism, and provides micro empirical evidence for the deregulation of margin trading in China, but also provides new ideas for the governance of executive corruption.

Keywords: Short Selling, Deterrent, Hidden Corruption, Ownership, Corporate Governance

JEL: G14, G34

责任编辑:诗 华