

DOI:10.19361/j.er.2019.01.08

“罪魁祸首”还是“替罪羊”？

——中国式融资融券与管理层短视

田利辉 王可第*

摘要：标的股票可同时进行融券和融资交易是中国式融资融券的重要特征，这会如何影响管理层行为？本文综合运用双重差分和面板数据分析方法，采用我国上市公司的融资融券交易数据，在明确区分融资、融券不同作用的基础上，实证分析了融资融券对管理层短视行为的影响。我们发现，融资交易导致公司研发支出削减，显著加剧了管理层短视行为；融券交易在一定程度上遏制了管理层短视行为，但受制于卖空成本，这一积极效应并不十分显著。这说明，在中国特殊的制度背景下，真正发挥作用的实为“融资”，而非“融券”。实际上，卖空机制并没有恶化公司的治理环境，反而在一定程度上改善了公司治理。我们认为，“融资”是导致管理层短视的“罪魁祸首”，“融券”实为“替罪羊”。

关键词：融资交易；融券交易；管理层短视；双重差分；面板数据

一、引言

我国证券市场长期以来严格限制卖空交易。直到2010年3月31日，中国证券监督管理委员会才正式启动了国内A股市场融资融券交易试点，允许投资者卖空，打破了我国证券市场一直以来的“单边市”状态。理论上普遍认为，放松卖空管制有助于提高股票价格发现功能和定价效率(Miller, 1977)。而且，基于负面信息传递和交易机制的卖空交易具有外部公司治理效应(Massa et al., 2013)。然而，我国学界对于这一观点存在分歧。

融资融券制度是中国资本市场重要的制度创新，自启动以来便引起了学者对这一制度创新的经济后果展开深入探讨。部分学者认为这一制度的实施有助于降低盈余管理(陈晖丽、刘峰, 2014)、提高信息披露质量(李志生等, 2017)、抑制大股东侵占(侯青川等, 2017)，肯定了融资融券的治理作用。然而，也有文献认为，融资融券的推出并未改善公司治理，甚至加剧了代理冲突。例如，张俊瑞等(2016)发现，融资融券启动后标的公司中发生内幕交易的可能性显著上升。倪晓然和朱玉杰(2017)发现，融资融券机制降低了企业的风险承担行为，不利于企业的长期发展。

* 田利辉，南开大学金融发展研究院，中国特色社会主义经济建设协同创新中心，邮政编码：300071，电子信箱：LTian@nankai.edu.cn；王可第，南开大学金融发展研究院，邮政编码：300071，电子信箱：nkwkd2012@163.com。

本文受到国家社会科学基金重大项目“中国特色社会主义金融学的理论创新和实践探索”(项目批准号：17ZDA071)的资助。感谢匿名评审专家的宝贵修改意见，当然文责自负。

学者关于融资融券实施后果和经济效果的分歧可能来自这些研究中样本数量和时间跨度不同(李志生等,2015)。然而,更有可能是由于没有能够区分融资和融券的不同效应。中国式融资融券制度设计的显著特点是标的股票可同时进行融券交易和融资交易。现实中,融资融券交易的发展既不平衡,也不对称;融资交易远比融券交易更为活跃。更为重要的是,尽管有融券这一机制,但卖空在实际操作中成本高昂^①。在此制度背景下,如果忽视融资交易对中国资本市场融资融券制度的影响,将制度变迁的实施效果和经济后果完全归功于或归罪于放松卖空机制显然是有失偏颇的。因此,在考察中国融资融券实施效果和经济后果时,需要细致区分融资和融券的特征,进行更为综合的分析。

尽管少数文献已经注意到融资和融券两种机制对定价效率、股价波动和崩盘风险的影响具有非对称性(Chang et al.,2014;陈海强、范云菲,2015;褚剑、方军雄,2016),但尚且缺少文献直接检验融资融券两种机制对经理人机会主义行为的不同影响。对该问题的系统考察不仅有助于深入理解融资融券对公司治理的影响,解读已有研究相左的实证发现,丰富资本市场制度变迁与微观企业行为关系的学术理论,更能够为监管机构优化顶层设计,改善制度供给提供理论参考。

管理层短视(Managerial myopia)是指管理者由于利益冲突或者自身职业生涯关注,为了最大化短期财务绩效或股价表现而牺牲公司长期利益的行为(Stein,1988)。在短期利益与长期利益之间权衡取舍是现代企业经理人的首要任务之一(Edmans et al.,2017),管理层短视是公司经理人机会主义行为的重要表现形式,它通过影响企业创新等公司长期投资行为,最终会降低企业价值,损害股东和投资者的利益。对于经济转轨中的中国资本市场而言,外部经理人市场和公司治理机制还远未完善和成熟,公司管理者牺牲股东长远利益的机会主义行为较为严重(王烨等,2012;田利辉等,2016),通过资本市场制度设计约束管理层短视行为是提高上市公司质量,保护投资者权益的必然要求。那么,中国式的融资融券制度推出能否通过治理效应遏制管理层短视行为?

本文使用融资融券交易数据,综合运用双重差分分析方法和面板数据分析方法,在明确区分融资、融券不同作用的基础上实证分析了融资融券对管理层短视的影响。本文的学术贡献主要体现在如下几个方面:第一,本文使用融资融券交易数据直接检验了融资融券对管理层短视的影响,明确区分了融资与融券对公司治理的不同作用,为评估融资融券的实施效果和经济后果提供了更全面准确的分析。第二,本文探讨了资本市场制度设计对经理人机会主义行为的影响,丰富了资本市场制度变迁与微观企业行为关系的学术理论,为如何通过资本市场制度设计保护投资者利益提供了来自新兴市场国家的证据。第三,本文研究表明放松卖空管制并非“罪魁祸首”,融资融券两种机制的同时实施以及发展不平衡、不对称使融资融券制度产生了与政策制定者初衷相反的效果,这有助于纠正理论和实务界对于卖空的偏激认识,为进一步完善融资融券政策提供了理论参考。

二、制度背景与理论分析

(一) 中国式融资融券发展的制度特征

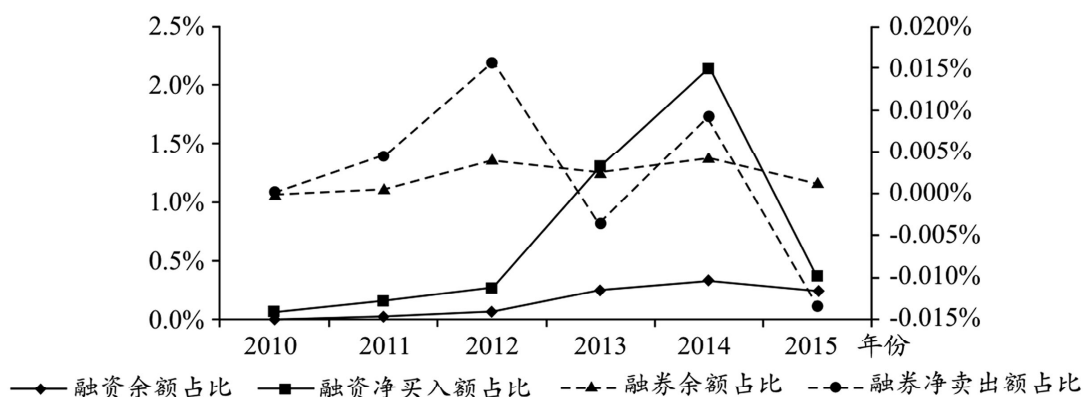
2010年03月30日,上海证券交易、深圳证券交易所正式向6家试点券商发出通知,将于2010年3月31日起接受券商的融资融券交易申报。融资融券交易正式进入市场操作阶

^①详见下文背景介绍。

段。融资融券展现出中国特有的制度特征:

第一,采取“先试点、后推广”的方式,标的股票不断扩容。与美国不同,中国式融资融券制度下,可融资融券和不可融资融券股票并存,融资融券标的股票先后进行了多次调整,不断有样本被加入或剔除,产生了在时间序列和横截面均不断变化的样本。另外,美国等发达资本市场往往同时存在多种卖空途径(如融券、期货、期权等),对某一特定卖空方式的研究往往受到其他卖空方式的影响,而我国作为新兴的资本市场,融券交易是目前唯一针对特定股票的卖空交易方式,这有利于控制其他途径对研究结果的干扰(李志生等,2015)。上述特征为本文通过双重差分模型解决融资融券与管理层短视之间的内生性问题提供了理想的实验场景。

第二,融资融券交易发展不平衡、不对称。自融资融券交易启动以来,虽然两融总规模不断增长,但两融业务的结构是极不平衡、不对称的,融资业务非常蓬勃,而融券业务却发展缓慢。图1为融资余额、融券余额、融资净买入额和融券净卖出额与A股流通市值的比值,从图中可以看出,融券业务的占比远远小于融资业务的占比。融资余额占融资融券总余额的比例一般情形下都超过95%,极端时甚至超过98%。然而,现有文献往往忽视了这一特征,将融资融券制度对公司治理的影响仅仅解读为放松卖空管制的作用。本文明确区分了融资与融券对管理层短视行为的不同影响,强调了融资对管理层机会主义行为的决定性作用,这有助于全面深入评估融资融券的实施效果和经济后果。



注:融资余额占比与融资净买入额占比对应左坐标轴,融券余额占比与融券净卖出额占比对应右坐标轴。

图1 融资融券交易趋势图

第三,尽管有“融券”这一卖空机制,但卖空约束依然严重。理论上,卖空机制能够提高股票定价效率并发挥治理作用,但这一作用的发挥取决于投资者实际操作中的卖空成本,如果卖空成本太高,则会降低卖空交易者进行信息挖掘的激励。现行融券交易规则使卖空在实际操作中面临约束:首先,融券供应量有限。虽然融券标的股票不断扩容,但相比于融资渠道,证券公司融券渠道仍很狭窄,与发达资本市场比仍相对过低。由于缺乏对冲工具,证券公司自有资金一般通过购入沪深300成分股用于股指对冲,这意味着实际能融入的标的券更少。另外,转融券机制的不完善也影响着融券供应量^①。其次,交易成本高昂。截至

^①《上海证券交易所转融通证券出借交易实施办法(试行)》与《深圳证券交易所转融通证券出借交易实施办法(试行)》规定,证券出借交易实行固定期限,分为3天、7天、14天、18天和28天共5个档次。出借人申报数量应当为100股(份)或其整数倍,最低单笔申报数量不得低于1万股(份),最大单笔申报数量不得超过100万股(份)。上述规定使得转融券业务缺乏自由度和吸引力,致使市场转融券出借规模较小。

2015年底,券商融券费率最高为10.6%,最低也为8.35%。^①而据D'Avolio(2002),美国的融券价值加权费率仅为2.5%。再次,报升规则(Up-tick Rule)禁止裸卖空。《上海证券交易所融资融券交易实施细则》与《深圳证券交易所融资融券交易实施细则》规定:“融券卖出的申报价格不得低于该证券的最新成交价;当天没有产生成交的,申报价格不得低于其前收盘价。低于上述价格的申报为无效申报。”由于上述原因,对于“融券”能否真正发挥治理作用需要进一步分析。

(二) 融资融券影响管理层短视的机理分析

本文构建了如下的理论分析框架(如图2),阐述融资与融券如何影响管理层短视。

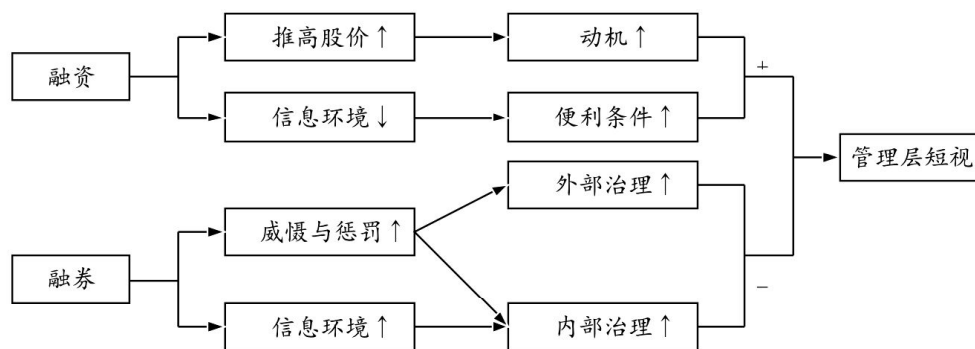


图2 理论逻辑路线图

中国融资融券交易发展迅速,但结构发展不平衡,投资者更多倾向于通过融资渠道实现杠杆交易。融资交易机制能够从如下两个方面影响管理层短视行为:

一方面,融资交易容易引起股价暴涨暴跌,增强了管理层短视行为动机。已有研究发现,融资的杠杆交易性质助长了投机交易,容易迅速推高股价,随后也容易引起股价下跌(李政等,2016;褚剑、方军雄,2016)。一旦推高的股价成为既定事实,公司管理层就有动机维持被推高的股价。如果股价下跌,不仅直接导致股东财富缩水,还会提高被并购的风险(Stein,1988),引起分析师、媒体等利益相关者关注(Hong et al.,2000),进而引发股东对管理层的追责,给管理层声誉和职业生涯带来不利影响。并且,如果管理层与公司签订了以股价为标的薪酬契约,那么股价下跌还将直接影响管理层的个人利益(Chen et al.,2015a;Edmans et al.,2017)。因此,在更具投机因素的股票市场中,公司管理层会牺牲公司长远利益维持股价,甚至迎合投资者的投机动机。

另一方面,融资交易为管理层短视行为的实施提供了便利条件。不同于卖空交易者能够发挥信息中介功能、降低公司与投资者之间的信息不对称(Pownall and Simko,2005),融资交易往往具有投机属性(Hardouvelis and Peristiani,1992)。融资交易并不会提高股票定价效率,增加股价信息含量,反而会降低个股特质信息含量,恶化公司信息环境(Chang et al.,2014)。如果公司特质信息不能融入股价,股价反映公司基本面和经理人的能力就会降低,此时公司的利益相关者将无法通过设计有效的业绩型薪酬契约遏制经理人的机会主义行为(苏冬蔚、熊家财,2013),并且公司信息环境恶化、信息不对称程度提高也不利于公司利益相关者及时察觉管理层的机会主义行为(Benmelech et al.,2010)。此时管理层短视的动机就更容易转化为维持公司短期表现而牺牲长远利益的实际行动。基于上述分析,本文提出如

^①数据来源:Wind 数据库。

下的研究假设:

H1:融资交易加剧了管理层短视。

融资融券中的融券机制意味着我国股票市场“单边市”的正式结束,投资者可对列入卖空名单的个股进行卖空交易。放松卖空管制可以通过外部治理与强化内部治理有效性遏制管理层短视行为:

一方面,卖空者通常被认为是知情交易者(Boehmer et al.,2008)。一旦发现公司有不当行为,他们就会卖空该公司的股票,以此获利。因此,融券交易提供了有效监督管理层的外部治理机制。如果卖空者发现管理层牺牲长远价值而谋求个人利益时就会卖空该公司的股票,引起一系列负面反应,因此,根据卖空机制的直接治理效应,融券交易有助于遏制管理层短视行为。

另一方面,卖空机制也为公司加强内部治理提供激励与条件。卖空导致的股价下跌将影响股东财富,大股东等利益相关者出于对自身财富的考虑,会产生更强的动机去监督公司的管理层,从而进一步缓解股东和公司管理层的代理问题,降低代理成本并提高经营绩效。Massa 等(2013)使用 23 个国家和地区的数据研究发现,卖空机制与内部治理存在“互补效应”,卖空机制提高了公司股东进行内部治理的积极性。并且,放松卖空管制有助于价格发现(Miller,1977),能够提高股价信息含量,优化公司信息环境。这不仅有助于公司利益相关者通过设计薪酬契约等方式激励管理层按照公司利益最大化的方式行动,也有助于公司利益相关者对管理层进行监督。因此,卖空机制也可以通过强化内部治理抑制管理层短视等机会主义行为。

综上所述,本文提出如下研究假说:

H2:融券交易抑制了管理层短视。

三、研究设计

(一) 样本数据

本文的初始样本为沪深两市 2007-2015 年 A 股上市公司。文中用到的融资融券相关数据、机构预测数据来自 Wind 数据库,其余数据来自 CSMAR 数据库。对于初始数据,我们进行了如下处理:(1)剔除金融行业的样本;(2)剔除 ST 的样本;(3)剔除相关变量缺失的样本。最终得到 15 277 个公司-年度数据。为缓解极端值对结果的影响,本文在回归时对所有连续变量上下各 1%进行了 Winsorize 处理。

(二) 变量的选择和度量

1. 管理层短视

已有文献认为管理层短视行为主要包括对研发投入、广告支出和员工培训投资不足等形式(Bushee,1998)。借鉴 Bushee (1998)、Tian 和 Estrin(2007)、Chen 等(2015a)等已有研究管理层短视的实证文献的做法,本文将研发支出削减($\Delta R\&D$)作为管理层短视行为的度量指标,具体地, $\Delta R\&D$ 为公司 $t+1$ 年的研发支出减去 t 年的研发支出并除以 t 年末的总资产再乘以 100。大量的研发支出对于管理层来说是当期的净流出,一般作为一种期间费用,直接减少当年的收益,影响公司短期价值并可能引起投资者关注,对股价造成向下压力。另一方面,由于研发活动具有无形性、模糊性和复杂性,外部投资者很难察觉公司内部人的不当行为,并且研发资金的专用性也限制了投资者从观察其他公司的创新表现中获得有关公

司自身研究与开发项目效率或价值的信息的能力 (Aboody and Lev, 2000), 管理层可利用研发活动这些特性将短视动机转化为实际行动。因此, 研发支出削减是管理层短视行为的合适代理变量。在稳健性检验部分, 我们还使用了公司的研发支出与广告支出总和的削减量作为管理层短视的代理变量, 结论依然成立。

2. 融资融券交易

借鉴 Chen 等 (2015b) 的做法, 本文使用年末融资余额和融券余额度量融资融券的交易活动, 为保持本文结果的稳健性, 本文同时使用年度融资的净买入额和融券的净卖出额度量融资融券的交易活动。具体地, *Margin_buy_1* 为年末融资余额除以该公司的总市值; *Short_sell_1* 为年末融券余额除以该公司的总市值; *Margin_buy_2* 为融资净买入额除以该公司的总市值; *Short_sell_2* 为融券净卖出额除以该公司的总市值。

3. 其他控制变量

本文控制了其他可能影响 R&D 支出的变量: 公司规模 (*Size*)、负债水平 (*Lev*)、公司年龄 (*Age*)、盈利能力 (*ROE*)、现金流量 (*CFO*)、公司成长性 (*Growth*)、国有控股 (*SOE*)、大股东持股比例 (*Top1*) 等。变量的定义和度量见表 1。

表 1 模型中各变量的具体定义

变量	定义
$\Delta R\&D$	$t+1$ 年的研发支出减去 t 年的研发支出除以 t 年末的总资产 $\times 100$
<i>List</i>	虚拟变量, 如果公司加入过标的名单则取值为 1, 否则为 0
<i>After</i>	虚拟变量, 在加入标的名单后的时间取值为 1, 否则为 0
<i>Margin_buy_1</i>	年末融资余额除以该公司的总市值
<i>Short_sell_1</i>	年末融券余额除以该公司的总市值
<i>Margin_buy_2</i>	融资净买入额除以该公司的总市值
<i>Short_sell_2</i>	融券净卖出额除以该公司的总市值
<i>Size</i>	公司规模, 用公司总资产的自然对数表示
<i>Lev</i>	资产负债率, 用负债总额除以总资产账面价值来表示
<i>Age</i>	公司年龄, 公司上市年数 + 1 的自然对数
<i>ROE</i>	公司净资产收益率, 税后利润除以所有者权益
<i>CFO</i>	现金流量, 用公司经营活动净现金流除以总资产来表示
<i>Growth</i>	公司成长性, 用营业收入增长率表示
<i>SOE</i>	虚拟变量, 国有持股比例大于 50% 则取 1, 否则为 0
<i>Top1</i>	第一大股东持股比例

(三) 实证模型

我国推出融资融券以来, 标的股票经历了四次主要调整和一些零散的小幅度调整^①。这种先试点后推广、分步扩容的方式使标的股票在时间和横截面上是交错的, 已经进入融资融券标的的名单的公司为处理组, 尚未进入标的的名单的公司为对照组, 并且试点和扩容事件不是公司自选择行为而是外生的, 保证了使用双重差分模型的有效性, 借鉴 Bertrand 和 Mullainathan (2003)、权小锋和尹洪英 (2017) 等文献, 本文使用如下的双重差分模型 (Difference-in-Differences) 检验融资融券机制对管理层短视的影响:

$$\Delta R\&D_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 List_{i,t} + \beta_2 After_{i,t} \times List_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \mu_i + d_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

(1) 式中: 被解释变量 $\Delta R\&D_{i,t+1}$ 为第 $t+1$ 期的研发支出减去第 t 期的研发支出再除以 t 期的总资产, 用以度量管理层短视; $List_{i,t}$ 为受到融资融券影响股票的虚拟变量, 如果该股票加入

① 囿于篇幅, 本文没有汇报具体调整时间, 感兴趣的读者可向作者索取。

过标的名单,则取值为1,否则为0; $After_{i,t}$ 为股票加入标的名单后的时间虚拟变量,加入标的名单后的时间取1,否则为0。 $X_{i,t}$ 表示 t 期公司 i 对应的控制变量; d_t 为时间固定效应; μ_i 为行业固定效应。我们关心的系数为 $After_{i,t} \times List_{i,t}$ 前的系数 β_2 ,如果“融资融券”整体恶化了管理层短视行为,则系数 β_2 应显著为负。

在使用双重差分模型检验融资融券整体影响的基础上,我们采用模型(2)-(4)检验融资和融券分别如何影响管理层短视:

$$\Delta R\&D_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Margin_buy_ [1,2]_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \mu_i + d_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\Delta R\&D_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_2 Short_sell_ [1,2]_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \mu_i + d_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\Delta R\&D_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Margin_buy_ [1,2]_{i,t} + \beta_2 Short_sell_ [1,2]_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \mu_i + d_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

(2)-(4)式中: $Margin_buy_ [1,2]_{i,t}$ 和 $Short_sell_ [1,2]_{i,t}$ 分别是融资和融券交易度量指标,如果H1成立,则系数 β_1 应显著为正;如果H2成立,则系数 β_2 应显著为负。

四、实证结果分析

(一)描述性分析

1.描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果。其中,A股上市公司平均研发支出增量为0.311,5%分位数为-0.43,95%分位数为2.076,标准差为0.895,说明样本内不同上市公司研发投资水平差异较大。 $List$ 的均值为0.327,说明样本中有32.7%的公司被加入过标的名单,受到融资融券制度的影响。 $After$ 的均值为0.098。对于融资融券交易的各变量,融资余额 $Margin_buy_1$ 平均值为0.037,5%分位数为0.001,95%分位数为0.104,标准差为0.033;然而,对于融券余额 $Short_sell_1$ 平均值近乎为0^①。融资年度净买入额 $Margin_buy_2$ 的平均值为0.026,融券年度净卖出额 $Short_sell_2$ 的平均值也几近为0。上述关于融资融券交易的四个变量的描述性统计结果说明,融资融券发展面临严重的不平衡、不对称现象,在我国占主导地位的是“融资”,而非“融券”,这也预示着“融资”和“融券”对管理层短视行为可能存在截然不同的作用效果。

表2 主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	平均值	标准差	p5	p50	p95
$\Delta R\&D$	15 227	0.311	0.895	-0.430	0.000	2.076
$List$	15 227	0.327	0.469	0	0	1
$After$	15 227	0.098	0.297	0	0	1
$Margin_buy_1$	2 046	0.037	0.033	0.001	0.028	0.104
$Margin_buy_2$	2 109	0.026	0.026	0.000	0.019	0.080
$Short_sell_1$	2 046	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
$Short_sell_2$	2 060	0.000	0.000	-0.000	0.000	0.000
$Size$	15 227	21.914	1.298	20.058	21.776	24.332
Age	15 227	2.111	0.744	0.693	2.398	2.944
CFO	15 227	0.036	0.072	-0.081	0.035	0.154
Lev	15 227	0.477	0.238	0.107	0.475	0.833
$Growth$	15 227	0.217	0.615	-0.309	0.121	0.882
ROE	15 227	0.066	0.156	-0.130	0.071	0.238
SOE	15 227	0.066	0.248	0	0	1
$Top1$	15 227	35.824	15.361	13.730	33.820	63.360

①小数点后保留三位的结果为0.000,小数点后保留六位的结果为0.000113。

2. 单变量检验

由于 2010 年我国推出融资融券,表 3 是对 2010–2014 年可融资融券与不可融资融券股票的单变量检验。对比发现,不可融资融券的研发支出增加额均值为 0.364,显著高于可融资融券的研发支出增加额均值 0.240,中位数检验的结果类似。这从直观上说明,“融资融券”整体上加剧了管理层短视行为。此外,两组公司的其他控制变量也存在显著差异,因此在进行多元回归分析时,需要对这些变量加以控制。

表 3 2010–2014 年可融资融券与不可融资融券股票的指标比较

变量	不可融资融券组			可融资融券组			T/Z 检验	
	样本	平均值	中位数	样本	平均值	中位数	T 检验	Z 检验
$\Delta R\&D$	9 369	0.364	0.021	1 488	0.240	0.006	0.124***	11.565***
Size	9 369	21.79	21.71	1 488	23.480	23.400	-1.700***	1099.377***
Age	9 369	2.035	2.303	1 488	2.465	2.639	-0.429***	209.251***
CFO	9 369	0.031	0.030	1 488	0.042	0.041	-0.012***	19.475***
Lev	9 369	0.446	0.438	1 488	0.517	0.536	-0.071***	119.754***
Growth	9 369	0.231	0.129	1 488	0.140	0.099	0.091***	26.903***
ROE	9 369	0.065	0.068	1 488	0.085	0.090	-0.020***	56.831***
SOE	9 369	0.036	0	1 488	0.046	0	-0.010*	3.600*
Top1	9 369	35.34	33.350	1 488	38.690	38.560	-3.349***	28.236***

(二) 基本回归分析

表 4 报告了融资融券对管理层短视的基本回归结果。其中,第(1)列为使用双重差分方法从总体上考察融资融券对管理层短视的影响。结果显示, $List$ 前的系数显著为正,说明相对于不可融资融券的公司,标的公司每年研发支出增加的幅度更大。我们关心的交乘项 $After \times List$ 的系数显著为负,表明公司在加入标的名单后,相对于没有受到融资融券影响的公司显著削减了研发支出,这说明融资融券的推出整体上加剧了管理层对短期利益的关注,而放弃了能够为公司带来竞争力的长期投资,加剧了管理层短视行为。

在此基础上,第(2)–(7)列分别考察了融资交易和融券交易分别如何影响管理层短视行为。对于融资交易而言,无论解释变量为 $Margin_buy_1$ 还是 $Margin_buy_2$,融资交易与研发支出增加均显著负相关,说明融资交易加剧了管理层短视行为,支持研究假设 H1。对于融券交易,当因变量为 $Short_sell_1$ 时,系数为正,但不显著。而当解释变量为 $Short_sell_2$ 时,系数为正,并且在 10% 的水平上显著,在一定程度上支持研究假设 H2,这说明在我国,卖空机制并没有加剧管理层短视行为,反而在一定程度上起到了外部治理的作用。卖空机制作用有限的原因可能是,我国融资融券交易发展不平衡、不对称,虽然我国推出“融券”放松了卖空管制,但在我国卖空成本过高,融资融券市场真正活跃的是“融资”,而非“融券”。

上述结果说明,“融资”和“融券”对管理层短视具有截然不同的作用:“融资”使公司管理者更加看重短期利益,而忽视了公司的长远利益,加剧了管理层短视行为;“融券”在一定程度上发挥了外部治理的作用,能够约束和识别管理层的败德行为,遏制了管理层短视。然而,受制于我国金融市场独特的制度背景,“融资”和“融券”发展不平衡、不对称,使“融资”的消极作用占主导,严重的卖空约束使“融券”的积极作用难以显著发挥。与政策制定者的初衷相反,“融资融券”制度的实施整体上并没有改善标的公司的公司治理,反而加剧了管理层短视行为。

表 4 基本回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>List</i>	0.062 ** (2.415)						
<i>After</i> × <i>List</i>	-0.111 *** (-3.847)						
<i>Margin_buy_1</i>		-2.760 *** (-3.129)		-2.759 *** (-3.127)			
<i>Short_sell_1</i>			30.412 (0.222)	28.751 (0.212)			
<i>Margin_buy_2</i>					-1.653 * (-1.884)		-1.507 * (-1.70)
<i>Short_sell_2</i>						199.286 * (1.792)	201.831 * (1.81)
<i>Size</i>	0.062 ** (2.415)	-0.022 (-1.103)	-0.004 (-0.228)	-0.023 (-1.129)	-0.000 (-0.023)	0.016 (0.838)	0.006 (0.26)
<i>Lev</i>	-0.111 *** (-3.847)	-0.019 (-0.139)	-0.030 (-0.222)	-0.017 (-0.124)	-0.130 (-0.936)	-0.137 (-1.004)	-0.129 (-0.93)
<i>Age</i>	0.043 *** (5.247)	-0.118 *** (-3.126)	-0.133 *** (-3.348)	-0.119 *** (-3.073)	-0.125 *** (-3.318)	-0.118 *** (-3.131)	-0.115 *** (-3.09)
<i>ROE</i>	-0.147 *** (-3.607)	0.768 *** (4.766)	0.791 *** (4.835)	0.767 *** (4.766)	0.649 *** (4.026)	0.637 *** (3.924)	0.639 *** (3.91)
<i>CFO</i>	-0.035 (-0.320)	0.218 (0.626)	0.274 (0.791)	0.216 (0.620)	0.254 (0.748)	0.294 (0.862)	0.263 (0.77)
<i>Growth</i>	0.040 *** (3.337)	0.099 * (1.818)	0.103 * (1.864)	0.099 * (1.816)	0.109 ** (2.022)	0.122 ** (2.229)	0.122 ** (2.24)
<i>SOE</i>	-0.025 (-0.852)	-0.117 * (-1.845)	-0.129 ** (-2.043)	-0.117 * (-1.849)	-0.128 ** (-2.068)	-0.132 ** (-2.097)	-0.128 ** (-2.04)
<i>Top1</i>	-0.002 *** (-3.224)	-0.004 *** (-3.464)	-0.003 ** (-2.457)	-0.004 *** (-3.480)	-0.004 *** (-2.870)	-0.003 ** (-2.465)	-0.004 *** (-2.81)
<i>Constant</i>	-0.660 *** (-3.845)	1.030 ** (2.228)	0.494 (1.157)	1.057 ** (2.196)	0.527 (1.135)	0.066 (0.158)	0.367 (0.78)
行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值数	13 547	2 046	2 046	2 046	2 109	2 060	2 060
<i>R</i> ²	0.1642	0.1628	0.1553	0.1628	0.1579	0.1521	0.1539

注:括号内为 T 值,***、**、* 分别代表在 1%、5%、10%的水平上显著。下同。

(三) 分组检验

这里我们从动机与实施环境的视角进一步佐证融资交易加剧管理层短视行为的作用途径。管理层短视行为的根源在于现代企业所有权与经营权分离所产生的利益冲突,融资交易推高了股价,增强了管理层以牺牲股东长远利益为代价换取短期利益的短视行为动机。如果管理层和股东的利益趋于一致,那么管理层就会倾向维护公司的长远利益,减少短视行为。降低管理层与股东利益冲突的方式之一便是将管理层变为“自己人”,使其参与企业剩余索取权的分配,将管理层的利益与股东利益“绑定”。这需要通过正式的契约安排给予职业经理人企业股权来实现。理论上,经理人持股比例越大,代理成本越小(Bushee, 1998)。

按照高管持股比例是否大于行业年度中位数,我们将样本分为两组,表 5 报告的分组回归结果显示,对于高管持股比例低的组,*Margin_buy_1* 的系数为负,且在 1%的水平上显著,而对于高管持股比例高的组,*Margin_buy_1* 的系数数值变小,且不再显著。当解释变量为 *Margin_buy_2* 时,结果类似。这说明,融资造成的管理层短视效应只存在于代理冲突严重的

组,高管持股能够使股东和管理层的利益趋向一致,使管理层以公司利益最大化为目标平衡长期投资和短期投资,遏制管理层机会主义行为。值得注意的是,*Short_sell_1* 的系数在高管持股比例低的组为正但不显著,*Short_sell_2* 的系数在高管持股比例低的组显著为正,说明在缺乏有效内部治理的情况下,融券作为一种外部治理机制发挥了作用,是内部治理机制的一种补充,这再次证明了我国融券制度能够发挥一定的积极作用。

表 5 高管持股分组回归结果

变量	高管持股比例低	高管持股比例高	高管持股比例低	高管持股比例高
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Margin_buy_1</i>	-3.723 *** (-3.021)	-1.296 (-0.925)		
<i>Short_sell_1</i>	187.130 (0.947)	-264.494 (-1.240)		
<i>Margin_buy_2</i>			-2.722 ** (-2.293)	0.538 (0.389)
<i>Short_sell_2</i>			430.869 *** (2.627)	-66.477 (-0.412)
控制变量/行业/年度	控制	控制	控制	控制
观测值数	1 150	796	1 166	792
R^2	0.147	0.264	0.139	0.248

按照前文的理论分析,融资交易者的噪音交易恶化了公司的信息环境,提高了管理层与公司利益相关者的信息不对称程度,为管理层实施机会主义行为提供了便利条件。如果上述机制成立,我们可以预期公司的信息越透明,管理层实施机会主义行为的可能性越低。为验证上述推断,我们借鉴 Hutton 等(2009)文献的做法,使用公司前三年操纵应计盈余的绝对值的平均值(*Opaque*)度量公司的信息环境,如果该值越高,则代表公司透明度越差。按照 *Opaque* 是否大于行业-年度中位值,我们将样本分为透明度低的组和透明度高的组。

表 6 报告的分组回归结果显示,对于信息透明度高的组,*Margin_buy_1* 与 *Margin_buy_2* 的系数均不显著,而对于信息透明度低的组,*Margin_buy_1* 与 *Margin_buy_2* 的系数分别在 1%和 10%的水平上显著为负,对于 *Short_sell_1* 与 *Short_sell_2*,无论在信息透明度高的组还是在信息透明度低的组,系数均不显著。这说明,融资造成的管理层短视效应只存在于信息更不透明的环境中,验证了本文的理论分析,也说明提高信息透明度有助于遏制管理层的机会主义行为。

表 6 信息环境分组回归结果

变量	信息透明度高	信息透明度低	信息透明度高	信息透明度低
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Margin_buy_1</i>	-1.353 (-1.088)	-4.285 *** (-3.623)		
<i>Short_sell_1</i>	16.780 (0.092)	-195.183 (-0.934)		
<i>Margin_buy_2</i>			-1.318 (-0.987)	-1.999 * (-1.656)
<i>Short_sell_2</i>			114.785 (0.750)	241.240 (1.258)
控制变量/行业/年度	控制	控制	控制	控制
观测值数	1 069	977	1 079	981
R^2	0.191	0.188	0.180	0.179

(四) 稳健性检验^①

1. 因果关系的稳健性

为保证融资融券导致管理层短视因果关系的稳健性,本文进一步进行如下检验:(1) PSM 样本检验。我们使用正文中的控制变量通过倾向得分匹配方法(PSM)按年度为每一只被列入标的的名单的股票寻找对照组,这样处理组和对照组除了是否能够融资融券外,在影响管理层短视的其他方面没有显著差异,重新回归的结果依然成立。这说明融资融券的确导致了管理层短视。(2)安慰剂检验。我们以冲击发生前的样本进行安慰剂检验。具体地,我们将每只股票被列入融资融券标的的时间向前推三年,这样保证了被列入标的的名单的相对时间分布与原样本一致,然后使用2010年中国启动融资融券前的样本重新进行回归分析,结果显示 $After \times List$ 的系数不显著,这进一步说明本文的结果的确是融资融券导致的。(3)动态时间趋势检验。尽管加入成为融资融券标的的是一种外部冲击,但如果削减研发投入存在时间趋势,反向因果关系依然可能存在于 DID 分析中。借鉴 Bertrand 和 Mullainathan (2003)、倪骁然和朱玉杰(2017),我们估计如下动态模型以消除可能存在的反向因果关系:

$$\Delta R\&D_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_j \sum_{j=-2}^2 List(j)_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \varphi_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

(5)式中: $List(j)$ 为加入标的的名单的相对年份虚拟变量,结果显示 $List(-2) - List(0)$ 的系数均不显著,这说明公司在被列入标的的名单前,其管理层短视行为没有发生显著变化,不存在潜在的反向因果关系。

2. 更换核心变量的度量指标

为进一步保证本文结论的稳健性,我们换用其他指标衡量本文的核心变量。包括:(1)对于管理层短视,Chen 等(2015a)认为与研发投入性质类似,公司的广告支出同样受管理层短视的影响,因此我们使用公司的研发支出与广告支出总和的削减量作为管理层短视的代理指标,广告支出数据来源于 Wind 数据库中的“广告宣传推广费”,回归结果显示本文的结论依然成立;(2)对于融资融券交易,前文使用融资融券交易的绝对量除以公司总市值进行标准化,我们进一步同时使用 A 股流通市值进行标准化,回归结果显示本文的结论依然成立。

3. 其他稳健性检验

除上述检验外,我们还进行了其他检验。包括:(1)2010年3月30日沪深交易所通知融资融券交易试点3月31日正式启动。为剔除公告效应的影响,我们剔除了2010年的数据,前文结论依然成立。(2)为了得到更加稳健的结论,我们使用在个体和时间上双聚类调整标准误进行 t 检验,以克服自相关和异方差等问题,前文结论依然成立。

五、进一步分析

前文的分析显示,融资融券整体上对研发投入具有削减作用,并且这一作用主要来自“融资”而非“融券”。然而,与融资融券负相关的研发投入削减是否真正来源于管理层短视?是否存在其他替代性解释?可能的解释之一是“投资环境假说”,公司管理层削减研发支出是因为经营环境恶化,投资机会减少,此时削减研发支出是一种无奈的理性选择。另一

^①囿于篇幅,本文没有报告该稳健性检验的结果,留存备索。

种可能解释是“投资效率假说”,在融资融券政策实施前,公司管理层可能投资效率低下,例如存在投资过度,那么如果融资融券发挥了治理作用,也可能出现削减研发支出的现象。为此,下面我们进一步考察“融资融券”与研发支出的负向关系,究竟是源于“管理层短视假说”“投资机会假说”,还是“投资效率假说”。

(一) 检验“管理层短视假说”

为给削减研发投资的“管理层短视假说”提供更为充分的证据,我们进一步考察融资融券与分析师盈余预测之间的关系。已有文献研究表明,管理层短视的另一体现是牺牲公司长期回报以战胜或至少符合分析师盈余预测。Graham 等(2005)认为,公司管理者会短视地放弃净现值(NPV)为正的项目而去战胜分析师的短期盈余预测。如果融资融券的确加剧了管理层短视行为,我们应该观察到融资融券与战胜分析师盈余预测之间存在正相关关系。我们将战胜分析师预测哑变量 *BATE* 定义为年度实际每股盈余大于或等于所有分析师预测每股盈余的平均值则取 1,否则取 0。表 7 报告的结果显示,融资与战胜分析师预测显著正相关,并且融资融券整体上提高了战胜分析师预测的概率,这一结果为“管理层短视假说”提供了补充证据。

表 7 融资融券与战胜分析师预测

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Margin_buy_1</i>	1.882 * (1.742)		1.848 * (1.706)				
<i>Short_sell_1</i>		281.213 (1.176)	267.992 (1.123)				
<i>Margin_buy_2</i>				3.579 ** (2.332)		3.798 ** (2.42)	
<i>Short_sell_2</i>					241.744 (0.999)	230.198 (0.95)	
<i>List</i>							-0.254 *** (-6.440)
<i>After×List</i>							0.131 *** (2.681)
控制变量/行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值数	2 891	2 891	2 891	2 104	2 056	2 056	15 254

(二) 检验“投资环境假说”

根据“投资环境假说”,如果研发支出削减是由于投资环境恶化,则其他类型的长期投资比如资本支出同样应该削减。借鉴 Chen 等(2015a),我们考察融资融券交易是否显著降低了资本支出,将 $t+1$ 年的资本支出(剔除资本化的研发支出)与 t 年的资本支出(剔除资本化的研发支出)差额除以 t 年总资产作为被解释变量,对融资融券交易各变量进行回归。表 8 显示,总体上融资融券推出并没有显著改变资本支出增加幅度,融资交易和融券交易也与资本支出增加幅度之间不存在显著关系。上述回归结果说明,融资交易导致管理层削减了能够影响当期损益的研发支出,但并没有削减不影响当期损益的其他类型的投资,这恰恰说明融资交易与研发支出削减之间的显著负向关系是源于“管理层短视”,“投资环境假说”并不成立。

表 8 “投资环境假说”检验

变量	Dependent Variable = $\Delta CAPX$						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Margin_buy_1</i>	-0.015 (-0.355)		-0.015 (-0.354)				
<i>Short_sell_1</i>		-10.823 (-1.299)	-10.821 (-1.297)				
<i>Margin_buy_2</i>				0.004 (0.095)		0.005 (0.116)	
<i>Short_sell_2</i>					-5.107 (-0.436)	-5.119 (-0.436)	
<i>List</i>							0.004 (1.200)
<i>After</i> × <i>List</i>							-0.005 (-0.744)
控制变量/行业/年度 观测值数	控制 2 044	控制 2 044	控制 2 044	控制 2 058	控制 2 058	控制 2 058	控制 14 836
R^2	0.0479	0.0489	0.0490	0.0483	0.0503	0.0503	0.003

(三) 检验“投资效率假说”

与“管理层短视假说”不同的是,“投资效率假说”认为,管理层缩减研发支出并非无效率,而是一种以公司利益最大化为目的的理性行为。借鉴 Chen 等(2011)文献的做法,我们用投资额与投资机会敏感性度量投资效率,检验融资融券对投资效率的影响,表 9 报告的结果表明,除 *Margin_buy_2*×*Q* 的系数显著为负,其余变量均不显著,这说明融资融券并没有提高投资效率,反而融资在一定程度上降低了投资效率,不支持“投资效率假说”,进一步说明了削减研发支出是源于“管理层短视”。

表 9 “投资效率假说”检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Margin_buy_1</i> × <i>Q</i>	-0.013 (-0.502)		-0.014 (-0.554)				
<i>Short_sell_1</i> × <i>Q</i>		4.368 (0.813)	4.004 (0.744)				
<i>Margin_buy_2</i> × <i>Q</i>				-0.060* (-1.849)		-0.065* (-1.920)	
<i>Short_sell_2</i> × <i>Q</i>					-2.065 (-0.479)	-2.920 (-0.671)	
<i>After</i> × <i>List</i> × <i>Q</i>							0.001 (0.064)
其他变量/行业/年度 观测值数	控制 2 020	控制 2 020	控制 2 020	控制 2 079	控制 2 031	控制 2 031	控制 14 728
R^2	0.147	0.146	0.148	0.158	0.156	0.163	0.019

六、结论

本文以我国 2010 年 3 月 31 日推出的融资融券交易为研究对象,结合双重差分分析方法和面板数据分析方法,研究“融资”和“融券”对管理层短视的影响。理论上,“融资”和“融券”对管理层短视的作用不尽相同,甚至迥异。“融资”促使管理层更加关注短期股价,加剧管理层短视,而“融券”能够发挥治理作用,遏制管理层短视。实证上,我们发现,融资交易导

致公司研发支出的削减,显著加剧了管理层短视行为;融券交易在一定程度上遏制了管理层短视行为,但受制于卖空供应量、交易成本、报升规则等卖空约束,这一积极效应并不十分显著;总体上,我国推出的“融资融券”政策显著加剧了管理层短视行为。如果管理层与股东的利益一致,或者公司信息足够透明,那么融资的管理层短视效应不再显著。

进一步分析发现,融资交易增加了战胜分析师盈余预测的可能性,但并没有削减公司其他类型的长期投资,也未提高投资效率,这说明本文发现的融资融券与公司研发支出削减之间的关系的的确源于“管理层短视假说”。

本文的研究为之前关于我国融资融券与公司治理关系研究的含混结论提供了一个综合的解释,在对“融资融券”研究中应明确区分“融资”和“融券”的不同作用。我国监管当局推出“融资融券”政策初衷无可非议,但我国融资融券业务发展不平衡、不对称,“融券”卖空机制的积极作用无法充分发挥,往往成为“融资”消极作用的“替罪羊”,而融资交易提高了市场的投机性,是公司治理环境恶化的“罪魁祸首”。

我们认为,监管层应该采取进一步措施,降低融券交易的门槛和费用,逐步增加融券标的股票数量,进一步规范融券交易规则,不断扩大转融通业务的试点范围和规模,放松卖空约束,最大限度地发挥“融券”的外部治理和提高市场效率的功能。同时,必须进一步规范融资交易,促进融资、融券交易平衡协调发展,提高我国资本市场定价效率,改善上市公司治理水平。

参考文献:

- 1.陈海强、范云菲,2015:《融资融券交易制度对中国股市波动率的影响——基于面板数据政策评估方法的分析》,《金融研究》第6期。
- 2.陈晖丽、刘峰,2014:《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》第9期。
- 3.褚剑、方军雄,2016:《中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化》,《经济研究》第5期。
- 4.侯青川、靳庆鲁、苏玲、于潇潇,2017:《放松卖空管制与大股东“掏空”》,《经济学(季刊)》第3期。
- 5.李政、梁琪、涂晓枫,2016:《融资交易、杠杆牛市与股灾危机》,《统计研究》第11期。
- 6.李志生、陈晨、林秉旋,2015:《卖空机制提高了中国股票市场的定价效率吗?》,《经济研究》第4期。
- 7.李志生、李好、马伟力、林秉旋,2017:《融资融券交易的信息治理效应》,《经济研究》第11期。
- 8.倪晓然、朱玉杰,2017:《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》,《经济学(季刊)》第3期。
- 9.权小锋、尹洪英,2017:《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》第1期。
- 10.苏冬蔚、熊家财,2013:《股票流动性、股价信息含量与CEO薪酬契约》,《经济研究》第11期。
- 11.田利晖、叶瑶、张伟,2016:《两权分离与上市公司长期回报:利益侵占还是简政释权》,《世界经济》第7期。
- 12.王烨、叶玲、盛明泉,2012:《管理层权力、机会主义动机与股权激励计划设计》,《会计研究》第10期。
- 13.许红伟、陈欣,2012:《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》,《管理世界》第5期。
- 14.张俊瑞、白雪莲、孟祥展,2016:《启动融资融券助长内幕交易行为了吗?——来自我国上市公司的经验证据》,《金融研究》第6期。
- 15.Aboody, D., and B. Lev. 2000. "Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains." *The Journal of Finance* 55(6): 2747-2766.
- 16.Benmelech, E., E. Kandel, and P. Veronesi. 2010. "Stock-based Compensation and CEO (Dis) Incentives." *Quarterly Journal of Economics* 125(4): 1769-1820.
- 17.Bertrand, M., and S. Mullainathan. 2003. "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences." *Journal of Political Economy* 111(5): 1043-1075.
- 18.Boehmer, E., C. Jones, and X. Zhang. 2008. "Which Shorts Are Informed?" *The Journal of Finance* 63(2): 491-527.
- 19.Bushee, B. 1998. "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior." *The Accounting Review* 73(3): 305-333.
- 20.Chang, E.C., Y. Luo, and J. Ren. 2014. "Short-selling, Margin-trading, and Price Efficiency: Evidence from the

- Chinese Market.” *Journal of Banking and Finance* 48:411–424.
- 21.Chen, S., Z.Sun, S.Tang, and D.Wu.2011.“Government Intervention and Investment Efficiency:Evidence from China.” *Journal of Corporate Finance* 17(2):259–271.
- 22.Chen, X., Q.Cheng, A.K.Lo, and X.Wang.2015a.“CEO Contractual Protection and Managerial Short-Termism.” *The Accounting Review* 90(5):1871–1906.
- 23.Chen, Z., G.N.Dong, and M.Gu.2015b.“The Causal Effects of Margin Trading and Short Selling on Earnings Management:A Natural Experiment from China.” First Annual Volatility Institute at NYU Shanghai (VINS) Conference Working Paper.Nov. 20th, 2015, Shanghai, China.
- 24.D’Avolio, B. 2002. “The Market for Borrowing Stock.” *Journal of Financial Economics* 66(2–3):271–306.
- 25.Edmans, A., V.W.Fang, and K.Lewellen.2017.“Equity Vesting and Investment.” *Review of Financial Studies* 30(7):2229–2271.
- 26.Graham, J.R., C.R.Harvey, and S.Rajgopal.2005.“The Economic Implications of Corporate Financial Reporting.” *Journal of Accounting and Economics* 40(1):3–73.
- 27.Hardouvelis, G. A., and S. Peristiani. 1992. “Margin Requirements, Speculative Trading, and Stock Price Fluctuations:The Case of Japan.” *Quarterly Journal of Economics* 107(4):1333–1370.
- 28.Hong, H., T.Lim, and J.C.Stein.2010.“Bad News Travels Slowly:Size, Analyst Coverage, and the Profitability of Momentum Strategies.” *The Journal of Finance* 55(1):265–295.
- 29.Hutton, A.P., A.J.Marcus, and H.Tehrani.2009.“Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk.” *Journal of Financial Economics* 94(1):67–86.
- 30.Massa, M., B. Zhang, and H. Zhang. 2013. “Governance through Threat: Does Short Selling Improve Internal Governance?” INSEAD Working Paper.
- 31.Miller, E.M.1977.“Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion.” *The Journal of Finance* 32(4):1151–1168.
- 32.Pownall, G., P.Simko.2005.“The Information Intermediary Role of Short Sellers.” *The Accounting Review* 80(3):941–966.
- 33.Stein, J.C.1988.“Takeover Threats and Managerial Myopia.” *Journal of Political Economy* 96(1):61–80.
- 34.Tian, L., and S.Estrin.2007.“Debt Financing, Soft Budget Constraints, and Government Ownership:Evidence from China.” *Economics of Transition* 15(3):461–481.

Arch-criminal or Scapegoat?

Margin Trading, Short Selling, and Managerial Myopia

Tian Lihui^{1,2} and Wang Kedi¹

(1:NanKai University Institute of Finance and Development;
2:Collaborative Innovation Center for China Economy)

Abstract: The simultaneous margin trading and short selling for the same stock is a China’s unique characteristic. How can this affect managerial behavior? This paper uses both difference-in-difference and panel data analysis method to analyse China’s list companies’ margin trading and short selling data. On the basis of clearly distinguishing the different functions of margin trading and short selling, we empirically analyse the effect of margin trading and short selling on managerial myopia. We find that margin selling leads to cut in R&D. This means margin trading could have provided incentives for managerial myopia, however, short selling provided an external governance mechanism. This shows under China’s special institutional background, the real role that functions is margin trading instead of short selling. In fact, the shorting selling mechanism does not deteriorate corporate governance environment, but improves corporate governance to a certain extent. We believe that margin trading is arch-criminal causing managerial myopia, and short selling is scapegoat.

Keywords: Margin Trading, Short Selling, Managerial Myopia, Difference-in-difference, Panel Data

JEL Classification: G14, G18, O32

(责任编辑:陈永清)