

## 摘要

2010年3月31日至今，我国开通卖空机制并陆续进行了六次分步扩容，规模逐步增长，现已达到千余只。本文着重于探究卖空机制对企业创新质量的影响，运用知识宽度测度法衡量专利质量，进而代表上市公司的创新质量。本文选取了中国A股上市公司2007年~2017年的年度数据；以2013年为双重差分时间截点，选取了2013年参与扩容的上市公司作为实验组，2017年之后扩容的公司作为对照组。本文认为，卖空机制的开通促进了标的公司的创新质量提升。如果开放了卖空机制，市场卖空交易者将活跃起来，起到监督制约作用，信息不对称将降低，代理问题能够得到一定程度的缓解，促使上市公司提升其创新专利的质量。本文认为卖空机制对上市公司创新质量的作用是由于融券行为的增加导致的。本文从上市公司行为角度出发，并基于信息透明度的视角，选取了盈余管理、内部控制质量、关联交易规模这三个方面，分别探究它们在卖空机制影响企业创新质量过程中的调节机制。本文认为较高的盈余管理程度将抑制卖空交易对企业创新质量的促进效果：随着上市公司盈余管理程度的上升，企业创新质量对卖空机制政策开通的敏感度将降低。对于没有盈余管理的公司或者盈余管理程度较低的公司，相较于那些本身盈余管理水平就较高的上市公司而言，他们由于卖空机制的引入将受到更大的威慑和制约，对于创新专利质量的关注度会有更进一步的提高。本文认为较高的内部控制质量将抑制卖空交易对企业创新质量的促进效果。已经拥有较高的内部控制的上市公司，本身就在积极修正创新专利的质量，改善公司业绩，因此相较于内部控制差的公司，在卖空机制引入之后提升创新质量的力度相对被削弱。本文还得出，较大的关联交易规模将削弱卖空交易对企业创新质量的促进效果。卖空机制的开通带来对创新专利质量的提升作用在市场化程度较高的地区或者管理层权利较弱的公司中更加显著。

**关键词：**卖空机制；创新质量；知识宽度；公司特征

## ABSTRACT

This thesis focuses on exploring the influence of short selling mechanism on the innovation quality of enterprises, using the knowledge width measurement method to measure patent quality, which represents the innovation quality of listed companies. From the perspective of listed companies' behavior, three aspects of earnings management, quality of internal control, and scale of connected transactions are selected. This thesis also have experiments on the adjustment mechanism in the process of short selling mechanism having an effect on the quality of enterprise innovation. Because the policy of short selling is carried out step by step in our country, the natural experimental group and control group are formed, which provides a testing basis for using the differential difference model for empirical testing. This thesis argues that the opening of short selling mechanism promotes the improvement of innovation quality of the underlying companies. And if a company makes more earnings management, the promotion effect of short selling on the innovation quality of enterprises will decrease. Higher quality of internal control will inhibit the promotion effect of short selling on the innovation quality of enterprises. It is also concluded that a larger scale of connected transactions will inhibit the promoting effect of short selling on the quality of innovation. In the further discussion, this thesis holds that short selling mechanism can affect the innovation quality of listed companies in a way that conforms to the "constraint hypothesis". The opening of short selling mechanism has a more significant effect on improving the quality of innovation patents in regions with a higher degree of marketization or companies with weaker management rights.

**KEY WORDS:** short selling mechanism; innovation quality; knowledge width

# 目 录

第1章 引言.....	1
第2章 文献综述.....	3
2.1 卖空机制研究现状.....	3
2.2 创新质量研究现状.....	4
2.3 卖空机制与企业创新.....	6
2.4 文献评述.....	7
第3章 研究假设.....	8
第4章 研究设计.....	10
4.1 数据来源.....	10
4.2 变量定义.....	11
4.3 模型构建.....	14
第5章 实证结果.....	15
5.1 全样本描述性统计.....	15
5.2 相关性分析.....	16
5.3 平行趋势检验.....	17
5.4 模型结果分析.....	20
第6章 进一步讨论.....	22
6.1 机制检验.....	22
6.2 公司特征的调节效应：基于信息透明度的视角.....	24
6.3 治理环境影响.....	29
6.4 本章小结.....	32
第7章 稳健性检验.....	34
7.1 倾向得分匹配检验.....	34

7.2 安慰剂检验.....	37
7.3 替换被解释变量.....	38
<b>第8章 结论与展望.....</b>	<b>42</b>
8.1 研究结论.....	42
8.2 政策启示.....	44
8.3 研究展望.....	45
<b>参考文献.....</b>	<b>46</b>
<b>致 谢.....</b>	<b>52</b>
<b>个人简历及在学期间科研成果.....</b>	<b>53</b>

# 第1章 引言

2010年3月31日，我国宣布开展实施融资融券业务，此业务的开展意义重大，能够增强市场流动性、进行资产价格发现、维持市场稳定等等，融资融券的官宣亦即宣布了股票的“单边市”交易机制走向终结。而首次开通的规模仅仅包括90家试点企业，并在2010年至今的12年里陆续进行了六次分步扩容，规模逐步增长，现已达到千余只。

在公司治理领域，股东和管理层之间一直存在的委托代理问题一直是被广泛讨论的问题，从管理层的角度，其有动机进行短期高风险项目投资而规避长期优质项目的投资，进而获得私人享受与短期收益（郝项超等，2018）。而创新投资通常属于长期项目投资，需要在早期投入资金，经历较长的周期才能获得收益，且收益的高低也具有较强的不确定性。因此由于委托代理问题的存在，管理层可能牺牲具有高价值的创新投资项目。而如果卖空机制引入，市场上的交易者可以根据企业的基本面信息判断其经营状况与发展前景，及时进行卖空交易降低损失——这会对企业管理者产生一定的威慑作用，一定程度上抑制其机会主义利己行为，其中便包括创新研发相关决策（权小锋等，2017）。有三个不可或缺的因素能够帮助上市公司进行高质量的创新研发活动：一是具有较高风险承受能力的管理层，二是相对来说较为雄厚的资本资金支持，三是非常关键的研发团队需要具有精湛高超的技术（白旭云等，2019），这三点是企业为了积极参与研发创新、提升创新质量的关键。

专利在一定程度上可以反映某个国家或地区的创新水平，它作为科技资产的一种，同时具有经济价值和研究价值，因此对各个公司而言也是宝贵的资产，象征着其研发能力和发展前景。相应地，国家或地区的经济进步与研发能力的提升也会依赖于专利质量的增长（Jefferson, 2009）。而专利质量是与专利中包含的知识丰富程度与复杂程度紧密相连的，无论是从专利本身带来的创新贡献或经济效益而言，还是从专利被模仿、替代的难度而言，若专利拥有知识类别更加丰富或复杂，其创新质量都会随之提升。专利质量提升，赋予了研发专利的公司在同行业市场上的不可替代性与垄断能力，提升了企业发展的稳定性。综上所述，

我们可以合理地使用专利知识宽度衡量企业专利质量以及创新活动质量。

卖空机制的引入，引起了大量国内学者开始探究其对资本市场各个方面产生的影响。目前关于卖空机制的影响主要有两种研究方向，一种是从上市公司的角度，探究其对上市公司行为如创新投入、现金持有、高管薪酬的影响；一种是从市场交易的角度，探究卖空机制对市场的信息传递、定价效率的影响（范红忠等，2019）。

本文着重于探究卖空机制对企业创新质量的影响，运用知识宽度测度法衡量专利质量（张杰，2018），通过双重差分模型得出结论，卖空机制的开通会提高企业的创新质量；并在进一步讨论中，讨论了影响机制，探究融券规模在卖空机制影响创新质量过程中的中介作用；还从上市公司行为角度出发，并基于信息透明度的视角，选取了盈余管理、内部控制质量、关联交易规模这三个方面，分别探究它们在卖空机制影响企业创新质量过程中的调节机制。这三个变量都能够从某种程度上对企业的信息透明度产生影响，有助于探究上市公司的与信息透明度相关联的行为是否能够调节卖空机制对企业专利质量的影响。接下来，本文通过三种方式进行了上述结论的稳健性检验，分别是倾向得分匹配检验、安慰剂检验与替换被解释变量。

本文研究的边际贡献如下：（1）本文丰富了卖空机制的引入带来的影响的相关文献。已有的文献从媒体关注、高管薪酬、并购条款、机构投资者持股等多个方面探究了卖空机制从创新投资角度对管理层行为的约束，本文从专利质量的角度，运用了改进的方式衡量创新质量，同时讨论了盈余管理、内部控制质量、关联交易规模三个作用机制，并从内外部治理环境不同可能带来的影响进行了异质性分析。（2）本文探讨卖空机制的引入及扩容对企业创新质量产生的影响及相关调节变量的调节机制，有助于更全面地认识融资融券业务开通的效果，同时也为后续陆续扩容与相关政府政策制定提供微薄力量。对于相关调节机制的研究，也有利于已经开通以及还未开通的企业更好配置内部资源，增强信息透明度，提升专利质量，以更好地服务实体经济。

余文安排如下：第二章是文献综述，第三章和第四章是研究假设与设计，第五章是实证结果，第六章和第七章是进一步讨论和稳健性检验，最后是结论展望。

## 第2章 文献综述

### 2.1 卖空机制研究现状

#### 2.1.1 卖空机制与股票定价效率

关于卖空机制对于股票定价效率的相关影响，国内外学者已进行了广泛而具体的研究。国外已有研究认为卖空机制有助于价格发现，能够加快市场对于各类基本面信息的反应速度，尤其是负面消息（Hong 等，2006）。早期更有研究发现股票定价效率与市场有效性密不可分，而市场有效性一定程度上取决于卖空管制，当卖空管制存在，定价效率便会受到抑制（Miller，1997）。也有学者研究得到股票吸收市场和个股负面信息速度会被卖空机制的开通显著抑制（Saffi 等，2011）。有学者发现股票的定价误差与价格延迟现象会在卖空机制开通后得到一定程度的抑制，进而股价信息效率会随之增长（Boehmer 等，2013）。我国融资融券试点开通以后，国内专家也开始重视卖空机制对中国证券市场的作用。有研究者从多种视角分析了卖空制度对股票价格特征性波动的作用，认为它抑制了股价价格的特质性波动，且可以通过降低投资者信息不对称、削弱公司盈余操纵和提高信息传播速度三条路径产生影响（肖浩等，2014）；也有其他研究发现了新的路径如增加持股宽度、降低市场异质信念等（李志生等，2015）；有研究发现卖空机制对于股票与债券市场上定价效率的改善和股票不合理定价的改善都有一定的积极作用（李科等，2014）；也有学者发现，融资融券的机制不应该对同一批标的的同时开通，因为融资和融券交易的作用路径、对于市场定价效率的改善快慢都有明显的不同，不能够一概而论，而应该根据目标公司的情况不同选择不同的时点开通（吕大勇等，2018）。从机构投资者活跃程度的角度，也有研究表明机构投资者的高活跃度推动了证券市场线的正斜率，提高了股票定价效率（宁英子等，2020）。

#### 2.1.2 卖空机制与上市公司行为

卖空机制引入，市场上的交易者可以根据企业的基本面信息判断其经营状况

与发展前景，及时进行卖空交易降低损失——这会对企业管理者产生一定的威慑作用，一定程度上抑制其机会主义利己行为，由此对盈余管理水平产生一定的削弱作用（Karpoff 等，2010）；有学者认为卖空机制能够影响上市公司的现金持有水平（Campello 等，2015）；投资水平方面，国外有研究指出企业的投资行为也会受到卖空机制开通的影响（Massa 等，2015）；也有研究发现卖空机制能激励企业进行创新投入（He 等，2016）。我国融资融券业务开通后，陆续也有许多国内的学者展开卖空机制与上市公司行为相关的研究。有学者研究发现卖空机制的引入可以约束企业融资行为（顾乃康等，2017）、抑制现金股利支付（赵文庆等，2017）、削弱过度投资（靳庆鲁等，2015）、激励并提升创新数量与质量（权小锋，2017）。亦有研究表明内部人减持的行为会由于卖空机制的开通而缩小其获利空间，同时，这种获利空间的缩小会在减持动机越强时，体现得更加明显（马云飙等，2021）。

## 2.2 创新质量研究现状

创新治理是企业发展中的重要一环，已有国内外文献讨论了影响企业创新投入与创新绩效的相关因素。相关研究主要从两个方面进行探究：一个是宏观政策与经济周期对企业创新的影响，一个是公司行为与管理层相关特征对于企业创新的影响。从宏观政策与经济周期的角度，已有研究发现，税收优惠整体上有助于激励企业进行创新投入；融资约束程度越强，产品市场竞争越强，地区市场化进程程度越高，税收激励效果越显著（刘放，2016）；对于技术密集型行业，创新绩效存在周期效应，公司增加前期创新投入会提升当期企业绩效，当期绩效的提升促使管理层放缓创新步伐，造成未来一期绩效下降，进而再次增加创新投入（尹美群，2018）。从公司行为与管理层相关特征的角度，学者发现，高管薪酬激励能够有效抑制委托代理矛盾和管理层风险厌恶，增强经理人从事风险投资项目的动机，尤其是在研发部门，其管理者的薪酬水平越高，企业研发专利的数量和研发支出也越高（Josh 等，2007）；控股股东股权质押会抑制企业创新投入，且这种作用在控股股东持股比例较低和两职合一的公司中会更加显著（李常青，2018）。

研究创新投入与创新绩效的同时，学者们也十分关注企业的创新质量。作为企业核心竞争力的重要组成部分，是企业能否生存与发展的关键，也是决定我国

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/707143130043010043>