

我国融资融券制度提高公司非财务信息披露质量了吗？

——基于上市公司社会责任报告的经验证据

黄超¹

(1. 上海财经大学会计学院, 上海 200433)

摘要：公司社会责任问题近年来日益引起社会公众的关注，因此如何提高社会责任信息的披露质量成为影响我国资本市场健康发展的重要课题。借助中国资本市场融资融券制度推出这一“自然实验”，结果发现，卖空机制对管理层可以发挥监督制约作用，改善公司的治理环境，从而提高公司社会责任信息披露质量。进一步地研究显示，由于未经第三方鉴证的社会责任报告可靠性较差、披露质量较低，因此卖空机制的引入对这类公司的社会责任信息披露质量的提升作用更明显；在市场化程度较高的地区，融资融券交易更为活跃，卖空机制的引入能更显著地提升公司社会责任信息披露质量。

关键词：卖空机制；社会责任信息披露；第三方鉴证；市场化程度

中图分类号：F239.221 **文献标识码：**A

一、引言

近年来，随着政府和社会对社会责任问题的日益关注，社会责任已成为公司经营决策中非常重要的组成部分。作为非财务信息的一种，公司社会责任信息的披露对投资者决策具有很大的参考价值，可以降低信息不对称程度，改善公司的信息环境。虽然我国上市公司社会责任信息披露状况在最近几年有了明显的改善，披露社会责任报告的公司数量有所提高，但是在披露内容和方式上还是存在很大的问题，整体披露质量并未有明显的提高。

很多海外成熟的资本市场早已开始实施融资融券业务，但我国的证券市场一直以来严格限制卖空。随着 2010 年 3 月 31 日融资融券业务试点的启动，卖空机制在我国的证券市场得以推行。近年来，关于卖空机制的引入对中国证券市场的影响，国内许多学者进行了研究，但鲜有文献研究卖空机制对公司非财务信息披露行为的影响。社会责任等非财务信息披露质量对投资者的行为产生着非常重要的影响，但近年来公司对于社会责任信息的披露却存在着一系列问题。卖空机制引入之后，随着证券市场定价效率的提高以及公司治理环境的改善，公司社会责任信息披露的质量会得到提高吗？

融资融券制度的推出为本文的研究提供了难得的“自然实验”。本文通过采用双重差分模型，对我国融资融券业务如何影响公司社会责任信息披露质量进行了检验。本文的主要贡献如下：首先，外部治理机制能够对管理层发挥一定的监督作用，并对公司的非财务信息披露行为产生影响，本文的分析对此提供了经验上的证据，深化了我们对公司社会责任信息披露质量决定因素的理解。其次，之前的文献大都比较关注卖空机制对盈余等财务信息披露质量的提升作用，本文将卖空机制的研究扩展至公司非财务信息披露领域，首次就融资融券业务对公司社会责任信息披露质量的影响进行了分析，丰富了资本市场融资融券领域的研究文献，也拓展了我国融资融券业务相关经济后果的认知。第三，由于我国资本市场投资者保护机制比较薄弱，上市公司信息披露机制不够完善，研究卖空机制对公司非财务信息披露质量的影响对完善中国证券市场规则、提高公司治理水平具有重要的意义。最后，本研究就方法论而言也具有一定的引申意义。融资融券业务的推出作为一个外生事件，对公司非财务信息披露行为产生了影响，使我们的研究在一定程度上避免了内生性问题。

本文其他部分安排如下：第二部分在理论分析的基础上提出研究假说；第三部分是研究设计，介绍了样本、数据和模型；第四部分为实证检验、结果分析与稳健性测试；最后对本文进行了总结。

二、理论分析与假说发展

已有文献发现，管理层进行自愿信息披露可以降低信息不对称程度，减小股价暴跌风险，有利于公司降低融资成本（Healy 和 Palepu，2010；Hirst 等，2008）^{[1][2]}。而作为私有信息的来源之一，社会责任信息的披露同样在资本市场上发挥着重要作用。但公司财务报告是强制披露的信息，而公司的社会责任等非财务信息大多属于自愿披露的信息。因此，我国的社会责任信息存在着披露内容不完整、披露方式不规范、缺少必要的第三方鉴证等问题。针对如何提高上市公司的社会责任信息披露质量，国内外学者进行了一系列研究。沈洪涛发现，公司规模大、盈利能力好的上市公司会披露更多的公司社会责任信息，而且包括上市地点和披露期间在内的披露环境对公司社会责任信息披露也有显著影响。另外，媒体对于环境问题的跟踪报道以及良好的公司治理环境都有利于提高公司的环境信息披露质量（Rupley 等，2012）^[3]。

根据 Miller（1977）的观点，卖空机制的缺乏会限制悲观投资者通过市场交易充分表达自己的观点。由于受到限制，投资者无法通过卖空交易获取投资收益，导致利空信息的利用价值远不如利好信息^[4]。而卖空机制的引入则会使负面消息的价值上升，增加市场对负面消息的需求。卖空交易者有强烈的动机投入大量时间搜集并分析市场公开信息以选定目标公司，并有能力发现公司的财务舞弊、盈余管理等问题，通过卖空交易使负面信息及时反映到股价中（CASSELL 等，2011；Drake 等，2011）^{[5][6]}。因此，卖空机制可以在一定程度上对公司发挥外部监督功能，降低管理层的机会主义动机，提升公司治理水平。

如果存在卖空约束，中小股东对于公司管理层的不良行为只能采取“用脚投票”的方式来保护自己的利益。但是卖空机制可以使投资者利用卖空交易惩罚管理层的不良行为，使公司的股价及时反映坏消息从而快速下跌。当管理层预期到卖空交易者的行为时，就会约束自己的机会主义动机。卖空机制使投资者的悲观情绪及时反映到市场中，从而抑制公司管理层的利润操纵行为，提高公司盈余质量（Massa 等，2013）^[7]。以我国融资融券交易试点为背景，有学者研究发现，融资融券制度可以降低公司盈余操纵以及降低投资者之间的信息不对称程度，而且可卖空公司的应计盈余管理和真实盈余管理显著降低（肖浩和孔爱国，2014；陈晖丽和刘峰，2014）^{[8][9]}。

由此可见，卖空机制的引入会使负面消息会更多地被市场关注，并在市场中得到快速的传递，进而增大了股价下跌的压力，也使公司管理层的机会主义行为受到市场的监督。Anderson 和 Frankle（1980）发现社会责任信息的披露有利于提升公司股价，这表明社会责任报告的披露是有信息含量的^[10]。Griffin 和 Sun（2013）也发现市场对于公司社会责任信息披露的反应是正面的。在这种情况下，为了向市场传递积极的信号，管理层会倾向于更加完整、规范地披露公司社会责任信息，以尽可能降低投资者对公司股票的卖空交易量^[11]。

综上所述，卖空机制的引入在一定程度上提高了负面信息的传递速度，可以对公司管理层产生一定的监督制约作用，使其提高社会责任信息披露质量。据此，提出本文的假说 1。

假说 1：卖空机制的引入将显著提高上市公司社会责任信息披露质量。

依据信号传递理论，为了增强投资者的信心，有些上市公司会主动聘请专业机构或者会计师事务所对社会责任报告中所包括内容是否达到相关的鉴证标准提供专业意见，而且获得肯定的鉴证意见会产生良好的市场反应，这说明鉴证意见是有一定的信息含量的（李正和李增泉，2012）^[12]。

如果上市公司披露的社会责任报告没有经过独立的第三方进行鉴证，那么其披露的信息准确性和可靠性就没有恰当的证据提供支持，这会降低投资者对公司社会责任报告的信任度。而经过独立第三方鉴证的社会责任报告则具有较高的可靠性，会使投资者对公司的社会责任履行情况和股票价值做出较高评价，并提高对公司投资的可能性（孙岩，2012）^[13]。

因此，由于没有经过第三方鉴证的社会责任报告披露的信息可靠性较低，随着卖空机制的引入，为了提高社会声誉，增强投资者的信任度，这类公司的管理层提高社会责任信息披露质量更明显。基于以上分析，提出本文的假说 2。

假说 2：相对于社会责任报告进行第三方鉴证的公司，卖空机制对没有进行第三方鉴证的公司社会责任信息披露质量的提升作用更明显。

如果存在卖空约束，中小股东对于公司管理层的不良行为只能采取“用脚投票”的方式来保护自己的利益。但卖空机制可以使投资者利用卖空交易惩罚管理层的不良行为，使公司的股价及时反映坏消息从而快速下跌。在市场化程度比较低的地区，由于公司信息透明度较差，投资者和管理层之间的信息不对称问题比较严重，这不利于投资者挖掘公司未被曝光的负面信息，导致融资融券交易量较小。相反，在市场化程度较高的地区，由于信息获取成本较低，投资者更容易发掘公司的负面信息并进行卖空交易，从而对公司管理层发挥更显著的监督制约作用。

作为新兴经济体之一，我国资本市场起步较晚，与发达国家相比运行机制还不够完善，这在一定程度上可能会影响融资融券业务公司治理功能的发挥，因此需要加大法律机制等外部市场环境的建设。从金融机构的业务推广、投资者的风险承担以及行业的配套建设角度来看，作为融资融券交易实施的基础和平台，外部市场环境可以通过影响投资者的参与成本进而影响融资融券交易的广度和深度（陈晖丽和刘峰，2014）^[9]。

综上所述，由于我国的融资融券业务的顺利推进需要良好的外部环境建设，因此在市场化程度较高的地区卖空机制才能更好地发挥治理功能，对公司社会责任信息披露质量的提升作用也更明显。据此，提出本文的假说 3。

假说 3：相对于市场化程度较低地区的公司，卖空机制对市场化程度较高地区的公司社会责任信息披露质量的提升作用更明显。

三、研究设计

1. 样本与数据

本文以深沪两市披露社会责任报告的上市公司为研究对象，以我国融资融券业务开始实施前后共五年即 2008-2012 年为样本期间，并按以下标准筛选样本：（1）剔除金融行业公司的样本；（2）剔除特别处理（ST）公司的样本；（3）剔除其他相关变量缺失的样本。最后，本文得到 2,188 个样本观测值。本研究使用的公司社会责任报告的评级得分数据来自于润灵环球责任公司；融资融券数据和机构投资者持股比例数据来自 Wind 数据库，并经手工整理；其他财务数据来自 CSMAR 数据库。回归分析时，为剔除极端值的影响，我们对所有连续变量进行了头尾 1% 的 Winsor 处理。

2. 检验模型

为检验本文的研究假说，我们分别构造了如下回归模型（1）：

$$\begin{aligned} Dscore_{i,t} = & \alpha + \beta_1 Short_{i,t} + \beta_2 Age_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} \\ & + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Inshold_{i,t} + \beta_8 Shrcr_{i,t} + \sum Industry \\ & + \sum Year + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

其中，被解释变量 $Dscore_{i,t}$ 反映了上市公司社会责任信息披露质量，用来自于润灵环球责任公司的上市公司社会责任报告评级得分数据来衡量。解释变量为 $Short_{i,t}$ ，衡量上市公司的股票是否可以卖空。借鉴靳庆鲁等（2015）的做法，本文将 $Short_{i,t}$ 定义为：如果上市公司 i 的股票在第 t 年可以卖空且可卖空时间大于三个月时，取值为 1，否则为 0^[14]。控制变量包括： $Age_{i,t}$ 衡量公司的上市年龄，用公司（上市年数+1）的自然对数来表示； $Size_{i,t}$ 是公司规模的控制变量，用期末公司股票总市值的自然对数表示； $MB_{i,t}$ 为公司的市净率； $ROA_{i,t}$ 衡量经营业绩，等于公司净利润与利息支出之和与总资产的比值； $Lev_{i,t}$ 衡量公司的负债水平，用公司负债率表

示； $Inshold_{i,t}$ 是当年机构投资者的持股比例； $Shrcr_{i,t}$ 衡量公司的股权集中度，用第一大股东持股比例表示。最后，我们还控制了行业固定效应和年份固定效应。

四、实证结果

1. 描述性统计

表 1 是各变量的描述性统计。其中显示，社会责任信息披露质量 Dscore 的均值为 34.982，中位数为 31.340，最小值为 16.691，最大值为 78.173，表明样本公司社会责任报告的评级得分平均约为 35，而且不同上市公司之间社会责任报告的披露质量差异非常大。在发布社会责任报告的样本公司中，大约有 14.67%的公司股票可以被卖空。样本公司市净率 MB 的均值为 2.9690，平均总资产收益率为 0.0498，平均的负债率为 47.42%。样本公司中，机构投资者平均持股比例为 47.14%，而大股东的平均持股比例约为 39.11%。

表 1 主要变量的描述性统计

变量	观察值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Dscore	2,188	34.982	31.340	13.196	16.691	78.173
Short	2,188	0.1467	0.00	0.3539	0.00	1.00
Age	2,188	2.1700	2.3979	0.7046	0.00	2.9957
Size	2,188	2.3278	2.2824	0.7079	0.9029	4.0897
MB	2,188	2.9690	2.3231	2.1342	0.6434	12.145
ROA	2,188	0.0498	0.0414	0.0481	-0.0933	0.2203
Lev	2,188	0.4742	0.4863	0.2139	0.0250	0.9444
Inshold	2,188	0.4714	0.4854	0.2332	0.0146	0.9304
Shrcr	2,188	0.3911	0.3946	0.1630	0.0812	0.7584
SOE	2,188	0.6979	1.00	0.4593	0.00	1.00

2. 差异性分析

我们按照公司股票是否可以卖空分组对公司的社会责任信息披露质量进行了单变量分析。

表 2 的结果显示，可卖空样本公司的社会责任报告评级得分显著大于不可卖空公司，初步验证了本文的假说 1。

表 2 单变量分析

	Short=1(N=321)	Short=0(N=1,867)	差异	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
Dscore	46.6544	41.1400	32.9754	30.4100	13.6790***	10.7300***			

3. 融资融券与公司社会责任信息披露质量的回归分析

表 3 为上述模型（1）的回归结果。第（1）列回归仅纳入卖空变量 Short，结果显示，Short 的回归系数为 10.57，在 1%水平上显著，表明当股票可以卖空后，公司社会责任信息的披露质量提高，初步验证了本文的研究假说 1。

第（2）列回归仅纳入相关控制变量，结果显示：上市年限越长的公司，社会责任信息披露质量越低；公司市净率与社会责任信息披露质量负相关，而总资产净利率与社会责任信息披露质量正相关；随着公司资产负债率的增加，社会责任信息披露质量也逐渐提高；机构投资者持股比例越高的公司，社会责任信息披露质量越高；最后，随着公司第一大股东持股比例的提高，社会责任信息披露质量提高。

第（3）列，我们同时纳入卖空变量 Short 和相关控制变量。其中显示，Short 的回归系数为 9.427，且在 1%水平上显著，表明当股票进入卖空名单之后，公司社会责任信息披露质量得

到提高。回归结果进一步验证了本文的研究假说 1，即随着卖空机制的引入，公司外部治理环境改善，管理层提高了公司社会责任信息披露质量。

表 3 卖空机制与公司社会责任信息披露质量的回归结果

	(1)	(2)	(3)
Short	10.57*** (13.33)		9.427*** (11.92)
Age		-2.314*** (-5.779)	-2.526*** (-6.504)
Size		0.459 (0.853)	0.0146 (0.0280)
MB		-0.963*** (-6.024)	-0.792*** (-5.093)
ROA		13.42** (2.031)	8.258 (1.287)
Lev		6.996*** (5.040)	5.755*** (4.267)
Inshold		7.614*** (6.201)	6.444*** (5.399)
Shrcr		5.005*** (2.938)	4.813*** (2.916)
SOE		1.966*** (3.121)	1.284** (2.094)
Constant	23.79*** (10.91)	20.15*** (7.576)	23.00*** (8.889)
Industry	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
Observations	2,188	2,188	2,188
R-squared	0.251	0.252	0.298

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

4. 第三方鉴证和市场化进程的影响

为考察第三方鉴证对卖空机制与公司社会责任信息披露质量间关系的影响，我们按社会责任报告是否经过第三方鉴证进行分组并对模型（1）进行检验。Certification 为第三方鉴证虚拟变量，如果公司社会责任报告经过了第三方鉴证，取值为 1，否则为 0。如表 4 所示，第

（1）列表示社会责任报告经第三方鉴证的公司样本组，而第（2）列表示社会责任报告未经第三方鉴证的公司样本组。结果显示，第（1）列中 Short 的回归系数为-2.782，但不显著（T 值为-0.779），而第（2）列中 Short 的回归系数为 8.246，且在 1%水平上显著。进一步，采用 SUE 方法对两组样本回归系数进行检验发现，回归系数差异在 1%水平上显著（P 值为 0.0070）。这些结果表明，在社会责任报告经过第三方鉴证的公司样本组，卖空机制对社会责任信息披露质量的影响不显著；而在社会责任报告未经第三方鉴证的公司样本组，卖空机制可以显著提高社会责任信息披露质量。表 4 第（1）列和第（2）列的结果支持了本文的假说 2，即由于未经第三方鉴证的社会责任报告信息含量较低，卖空机制能更明显地提升公司社会责任信息的披露质量。

为考察产市场化进程对卖空机制与公司社会责任信息披露质量间关系的影响，我们按市场化程度高低进行分组并对模型（1）进行检验。Market 代表地区市场化进程，基于樊纲等（2011）编制的《中国市场化指数》，如果公司所在地区的得分高于所有省份的中位数，取值为 1，否则为 0[15]。如表 4 所示，第（3）列表示市场化水平较高地区的公司样本组，而第（4）列表示市场化水平较低地区的公司样本组。结果显示，第（3）列中 Short 的回归系数为 10.56，在 1% 水平上显著，第（4）列中 Short 的回归系数为 4.758，也在 1%水平上显著。进一步，采用 SUE 方法对两组样本回归系数进行检验发现，回归系数差异在 1%水平上显著（P 值为 0.0039）。这些结果表明，在市场化水平较高的地区，卖空机制提升公司社会责任信息的披露质量更显著。表 4 第（3）列和第（4）列的结果支持了本文的假说 3，即随着市场化进程的不断推进，卖空机制对公司社会责任信息披露质量的提升作用也越来越明显。

表 4 第三方鉴证和市场化进程的影响

变量	Certification=1 (1)	Certification=0 (2)	Market=1 (3)	Market=0 (4)
Short	-2.782 (-0.779)	8.246*** (10.42)	10.56*** (11.70)	4.758*** (2.789)
Age	0.781 (0.180)	-2.160*** (-5.412)	-2.518*** (-5.974)	-3.082** (-2.582)
Size	5.449 (1.616)	0.499 (0.884)	-0.360 (-0.627)	0.374 (0.260)
MB	-4.395** (-2.072)	-0.764*** (-4.521)	-0.646*** (-3.666)	-1.045*** (-2.603)
ROA	-36.99 (-0.870)	5.347 (0.771)	4.983 (0.689)	24.09 (1.500)
Lev	-1.394 (-0.232)	5.446*** (3.655)	4.440*** (2.945)	8.901*** (2.804)
Inshold	7.869 (1.558)	4.765*** (3.549)	6.924*** (5.323)	5.052 (1.514)
Shrcr	9.967 (0.935)	2.959* (1.692)	3.056* (1.687)	11.88*** (2.826)
SOE	1.245 (0.242)	1.571** (2.426)	0.817 (1.216)	3.410* (1.780)
Constant	60.30*** (3.578)	23.81*** (8.651)	23.28*** (7.965)	22.03*** (3.195)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Observations	74	1,602	1,833	321
R-squared	0.645	0.218	0.326	0.297
Short 系数比较检验	p-value=0.0070		p-value=0.0039	

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

5. 稳健性检验

按照前述卖空变量 Short 的定义，一家上市公司的股票在本年度可以卖空且可卖空时间大于三个月时，Short 才取值为 1。但是，如果一只股票在本年度可以进行卖空交易的时间太短，卖空机制可能无法有效发挥对公司管理层的监督制约作用，从而不能有效提升社会责任信息披露的质量，因此我们将卖空变量重新定义为：如果一家上市公司股票在本年度可以卖空且可卖空时间大于六个月时，则 Short1 取值为 1，否则为 0。然后，本文重新对上述模型进行了回归，结果如表 5 所示。其中显示，公司社会责任信息披露质量因卖空机制的引入而提高，且对于社会责任报告未经第三方鉴证的公司样本提升更明显；在市场化程度较高的地区，卖空机制对公司社会责任信息披露质量的提升更明显。

但是，只要股票在本年度可以进行卖空交易，就可以对管理层发挥一定的制约作用。相应地，我们将卖空变量定义为：如果一家上市公司股票在本年度可以进行卖空交易，则 Short2 取值为 1，否则为 0。如表 6 所示，对上述模型进行回归的结果没有发生实质性变化，本文的研究结论依然成立。

表 5 改变卖空变量衡量方式的考察 (1)

变量	全样本 (1)	Certification=1 (2)	Certification=0 (3)	Market=1 (4)	Market=0 (5)
Short1	9.435*** (11.94)	-2.782 (-0.779)	8.260*** (10.45)	10.56*** (11.72)	4.758*** (2.789)
Age	-2.530*** (-6.515)	0.781 (0.180)	-2.165*** (-5.425)	-2.524*** (-5.988)	-3.082** (-2.582)
Size	0.00460 (0.00879)	5.449 (1.616)	0.486 (0.861)	-0.373 (-0.649)	0.374 (0.260)
MB	-0.791*** (-5.084)	-4.395** (-2.072)	-0.762*** (-4.510)	-0.644*** (-3.657)	-1.045*** (-2.603)
ROA	8.271 (1.289)	-36.99 (-0.870)	5.345 (0.771)	5.024 (0.695)	24.09 (1.500)
Lev	5.732*** (4.250)	-1.394 (-0.232)	5.417*** (3.637)	4.414*** (2.928)	8.901*** (2.804)
Inshold	6.447*** (5.403)	7.869 (1.558)	4.767*** (3.551)	6.929*** (5.329)	5.052 (1.514)
Shrcr	4.828*** (2.925)	9.967 (0.935)	2.980* (1.704)	3.076* (1.698)	11.88*** (2.826)
SOE	1.298** (2.119)	1.245 (0.242)	1.587** (2.452)	0.838 (1.248)	3.410* (1.780)
Constant	23.03*** (8.899)	60.30*** (3.578)	23.84*** (8.665)	23.31*** (7.976)	22.03*** (3.195)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	2,188	74	1,602	1,833	321
R-squared	0.299	0.645	0.218	0.326	0.297

Short 系数比较

p-value=0.0069

p-value=0.0039

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

表 6 改变卖空变量衡量方式的考察（2）

变量	全样本 (1)	Certification=1 (2)	Certification=0 (3)	Market=1 (4)	Market=0 (5)
Short2	7.363*** (10.13)	-1.422 (-0.403)	6.421*** (8.908)	8.035*** (9.746)	4.679*** (2.854)
Age	-2.655*** (-6.759)	1.429 (0.337)	-2.263*** (-5.607)	-2.681*** (-6.274)	-3.057** (-2.564)
Size	0.0436 (0.0826)	5.076 (1.515)	0.570 (1.001)	-0.367 (-0.632)	0.196 (0.136)
MB	-0.819*** (-5.223)	-4.309** (-2.021)	-0.786*** (-4.607)	-0.678*** (-3.804)	-1.056*** (-2.630)
ROA	6.753 (1.041)	-37.83 (-0.886)	3.187 (0.454)	3.600 (0.490)	26.49 (1.649)
Lev	5.743*** (4.216)	-2.065 (-0.343)	5.341*** (3.549)	4.368*** (2.861)	8.872*** (2.796)
Inshold	6.582*** (5.466)	7.220 (1.448)	4.756*** (3.509)	7.112*** (5.407)	5.009 (1.502)
Shrcr	5.038*** (3.026)	10.12 (0.942)	3.112* (1.764)	3.196* (1.745)	12.21*** (2.909)
SOE	1.344** (2.173)	0.440 (0.0868)	1.640** (2.509)	0.895 (1.317)	3.478* (1.815)
Constant	22.93*** (8.775)	61.02*** (3.590)	23.76*** (8.546)	23.50*** (7.935)	20.73*** (3.012)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	2,188	74	1,602	1,833	321
R-squared	0.286	0.642	0.204	0.311	0.298
Short 系数比较		p-value=0.0449		p-value=0.0652	

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

五、结论与启示

迄今为止，学术界对我国融资融券制度发挥的公司治理功能还存在诸多争议。本文以 2008—2012 年间披露社会责任报告的上市公司为研究对象，运用双重差分方法，以上市公司股票在特定年度是否可以卖空作为研究分析的切入点，系统考察了我国卖空机制的引入对公

司社会责任信息披露质量的影响，从而为研究我国融资融券制度在资本市场发挥治理功能提供了新的证据支持。研究发现，卖空机制引入之后，对于可卖空的公司样本，其社会责任信息披露质量得到提高。进一步地研究发现，由于没有进行第三方鉴证的社会责任报告信息含量较低，卖空机制对该类公司的社会责任信息披露质量的提升作用也更加明显；随着市场化程度的提高，卖空机制能更好地发挥治理效应，对公司社会责任信息披露质量的提升作用也更明显。

从国际经验来看，实施融资融券制度是我国进一步完善证券市场制度、深化金融体制改革的必然要求。尽管中国股票市场经历了二十多年的发展，但市场中的信息不对称现象仍然十分严重，上市公司信息披露机制不够完善，尤其是对于社会责任等非财务信息的披露还存在一定的不足。通过考察融资融券业务对社会责任信息披露质量的影响，在较好控制内生性的基础上，本文的研究增进了我们对社会责任信息披露质量决定因素的认识，为公司社会责任信息披露质量的提高提供了经验上的证据。其次，我们的研究表明，对于社会责任报告未经第三方鉴证的公司样本，卖空机制提高社会责任信息披露质量更明显，这表明公司管理层应该进一步加强对社会责任报告的鉴证工作。最后，本文将融资融券的研究拓展至公司非财务信息披露质量领域，增进了我们对融资融券业务经济后果的认知，为今后进一步推进我国融资融券制度、完善公司信息披露机制和维护资本市场的健康发展提供了一定的理论参考和决策依据。

参考文献

- [1] HEALY P , PALEPU K.2010.Information asymmetry , corporate disclosure , and the capital markets : A review of the empirical disclosure literature[J].Journal of Accounting and Economics , 31(1):405–440.
- [2] HIRST D , KOONCE L , VENKATARAMAN S.2008.Management earnings forecasts: A review and framework[J].Accounting Horizons , 22(3):315–338.
- [3] RUPLEY K , BROWN D , MARSHALL R.2012.Governance , media and the quality of environmental disclosure[J].Journal of Accounting and Public Policy , 31(6):610–640.
- [4] MILLER E M.1977.Risk , uncertainty and divergence of opinion[J].The Journal of Finance , 32(4):1151–1168.
- [5] CASSELL C A , DRAKE M S , RASMUSSEN S J.2011.Short interest as a signal of audit risk[J].Contemporary Accounting Research , 28 (4) : 1278–1297.
- [6] DRAKE M S , REES L L , SWANSON E P.2011.Should investors follow the prophets or the bears ? Evidence on the use of public information by analysts and short sellers[J].The Accounting Review , 86(1):101–130.
- [7] MASSA M , ZHANG B , ZHANG H.2014.The invisible hand of short selling : Does short selling discipline earnings manipulation ? [J].Review of Financial Studies , 28(6):1701–1736.
- [8] 肖浩 , 孔爱国.融资融券对股价特质性波动的影响机理研究 : 基于双重差分模型的检验[J].管理世界 , 2014(8) : 30–43.
- [9] 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[J].会计研究 , 2014(9):45 – 52.
- [10] ANDERSON J , FRANKLE A.1980.Voluntary social reporting : An iso-beta portfolio analysis[J].The Accounting Review , 55(3):467–479.
- [11] GRIFFIN P , SUN Y.2013.Going green : Market reaction to CSR wire news releases[J].Journal of Accounting and Public Policy , 32(2):93–113.
- [12] 李正 , 李增泉.企业社会责任报告鉴证意见是否具有信息含量——来自我国上市公司的经验证据[J].审计研究 , 2012(1):78 – 86.
- [13] 孙岩.社会责任信息披露的清晰性、第三方鉴证与个体投资者的投资决策——一项实验证据[J].审计研究 , 2012(4):97 – 104.
- [14] 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[J].经济研究 , 2015(10):76 – 88.
- [15] 樊纲 , 王小鲁 , 朱恒鹏.中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年度报告[M].经济科学出版社 , 2011.

收稿日期: 2016-03-10;

作者简介: 黄超(1987-), 男(汉族), 山东人, 上海财经大学会计学院博士生。