



“国家队”持股与公司违规

文雯¹, 乔菲²

1 北京外国语大学 国际商学院, 北京 100089

2 东北财经大学 会计学院, 辽宁 大连 116025

摘要:“国家队”作为有政府背景的机构投资者,在资本市场中扮演重要角色。已有研究主要关注“国家队”持股对于公司股价波动和资本市场稳定的影响,但是鲜有研究关注“国家队”持股对公司治理决策的影响。

利用2015年至2019年中国沪深A股上市公司样本,采用Probit回归、泊松回归、倾向评分匹配法、Heckman两阶段模型和公司固定效应模型等方法,实证检验“国家队”持股对公司违规倾向和违规频率的影响及其作用机理,并进一步考察“国家队”持股时间和类型对公司违规的影响,以及外部治理环境和内部违规空间的调节效应。

研究表明,“国家队”持股显著抑制公司违规行为,与没有“国家队”持股的公司相比,有“国家队”持股的公司违规倾向更低、违规频率更少;作用机制检验表明,“国家队”持股通过健全公司内部控制制度、约束管理层机会主义行为和提高信息透明度等路径发挥违规治理作用。拓展性研究表明,相对于一般违规行为,“国家队”持股对严重违规行为具有更强的抑制作用;“国家队”持股时间越长,对公司违规的治理效应越明显;“国家队”持股对公司违规的抑制作用在市场化程度较高的地区和非“四大”审计的公司更为显著。

通过理论分析和实证检验,将“国家队”持股的经济后果研究拓展到公司违规领域,为“国家队”持股的经济后果研究提供了新的视角,丰富了公司违规的影响因素领域的研究,研究结果对于完善公司治理结构、防范公司违规行为和加强投资者保护等具有启示意义。

关键词:“国家队”持股;公司违规;内部控制;信息透明度;公司治理

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **doi:**10.3969/j.issn.1672-0334.2021.04.003

文章编号:1672-0334(2021)04-0035-14

引言

机构投资者是资本市场中重要的投资主体,也是理性投资者的代表。机构投资者拥有较为先进的投资理念和长期的投资视野,具备较强的信息挖掘和分析能力,能够有效降低市场波动性,促进证券交易的专业化和成熟化。中国资本市场成立以来,机构投资者的构成日趋多元化,合格境外机构投资者(QFII)和合格境内机构投资者(QDII)相继准入。同时,监管部门积极提倡发挥保险、各类证券投资基金和资管产品等机构投资者的作用,引导更多增量中

长期资金进入市场发挥价值投资功能。机构投资者是发达国家资本市场的投资主体,积极鼓励各类机构投资者入市,有助于中国资本市场逐步与发达经济体接轨。

“国家队”是指具有政府背景的机构投资者,其在资本市场中日益扮演重要角色^[1]。股市中的“国家队”主要包含中国证券金融股份有限公司、中央汇金投资有限责任公司、中央汇金资产管理有限责任公司、中证金融资产管理计划、5个救市基金和外管局旗下的投资平台^[2-4]。2015年至2016年中国A股

收稿日期:2021-04-10 **修返日期:**2021-06-24

基金项目:国家自然科学基金(72002014,72073019);辽宁省社会科学规划基金(L20CGJ009);北京高校中国特色社会主义理论协同创新中心(北京外国语大学)阶段性成果

作者简介:文雯,管理学博士,北京外国语大学国际商学院讲师,研究方向为公司治理和公司财务等,代表性学术成果为“Directors with foreign experience and corporate tax avoidance”,发表在2020年第62卷《Journal of Corporate Finance》,E-mail:wenwen_bfsu@bfsu.edu.cn

乔菲,管理学博士,东北财经大学会计学院讲师,研究方向为资本市场财务与会计等,代表性学术成果为“纵向兼任高管能抑制公司违规吗?”,发表在2021年第5期《经济管理》,E-mail:feiqiao@dufe.edu.cn

市场发生了罕见的股灾,波及范围甚广,严重打击了投资者的信心。在此背景下,以中国证券金融股份有限公司和中央汇金投资有限责任公司为代表的“国家队”直接进入二级市场救市,在稳定股价波动和降低系统性金融风险方面发挥了关键性作用^[1-2]。中国证监会在2015年第21号公告中明确表示,以中国证券金融股份有限公司为代表的“国家队”在今后若干年不会退出,且稳定市场的职能不会发生变化。目前,有关“国家队”持股经济后果的研究极为有限,除在市场剧烈波动时起到“稳定器”的作用之外,“国家队”能否对微观企业日常治理决策产生积极影响有待探究,本研究将基于公司违规的视角展开探讨。

1 相关研究评述

1.1 公司违规的影响因素

公司违规现象频发一直是资本市场的痼疾,不仅严重打击投资者的信心,也在很大程度上损害资源配置效率,对资本市场的健康发展构成威胁^[5]。已有研究针对影响公司违规的因素进行了大量深入的探究,本研究主要从公司治理视角进行分析。

首先,高管异质性及其薪酬契约机制影响公司违规的倾向和频率。由于女性的谨慎性更高、风险容忍度更低,因此女性高管的比例越高时,公司发生违规操作的概率越低^[6]。纵向兼任高管能够发挥良好的监督效应,降低公司违规倾向^[7]。CEO与其他高管的私人关系越好、对董事会的社会影响力越大时,公司发生违规行为的概率越大,且违规被稽查的时间更长、CEO被强制更换的可能性更低^[8-9]。薪酬契约设置对高管舞弊倾向产生显著影响,管理层持有的非限制性股票期权数量与公司违规概率显著正相关^[10-11],而CFO的薪酬溢价增加其工作的勤勉努力程度,降低其通过激进的财务操作获取晋升和未来薪酬的动机,进而降低公司违规行为^[12]。

其次,以董事会为核心的公司内部治理机制影响公司违规行为。董事长的任期越短,其阻止舞弊行为的可能性越低,增加外部董事的比例能够有效抑制违规行为^[13]。忙碌型独立董事维护声誉的动机更加强烈,因此聘用忙碌型独董的数量和比例越高,公司违规概率越低^[14]。返聘独立董事能够积累更多的知识和经验,更好地发挥监督和咨询功能,有效抑制公司违规^[15]。董事会会议次数越多并不意味着董事会更勤勉有效,反而预示着公司遇到更多的隐患,因此董事会会议频率与公司违规概率显著正相关^[16]。此外,监事会规模和监事会会议频率对公司被违规处罚的力度有影响^[17]。

最后,在机构投资者对公司违规行为的影响方面,已有研究主要关注传统的证券投资基金和保险资金等对公司违规行为的影响。总体而言,机构投资者持股比例降低了公司违规的可能性,与证券机构投资者相比,养老保险基金、社保基金和企业年金更关注长期投资回报,倾向于采用更保守和更稳健

的投资策略,对公司违规的监督效应更显著^[18]。具体到保险资金持股方面,传统型和分红型保险资金的投资眼光更长远,能更有效地减少公司违规行为^[19]。共同基金持股提高了公司违规行为被发现的可能性,从而降低公司违规倾向,并且开放式基金的违规治理效果优于封闭式基金^[20]。此外,机构投资者实地调研能有效降低信息不对称,缩短违规行为被稽查的时间,从而抑制公司违规行为^[21]。然而,目前尚无研究关注兼具投资者和监管者双重身份的“国家队”这一特殊类型的机构投资者对公司违规行为的影响。

1.2 “国家队”持股的经济后果

关于“国家队”持股的经济后果的研究主要集中在稳定股价和防范金融风险等领域。在2015年至2016年A股股灾期间,“国家队”直接进入二级市场买卖股票,有效降低了股票价格的尾部系统风险,并通过改变危机时期的市场预期恢复了投资者的信心^[1]。同时“国家队”持股能够有效改善公司的信息环境、降低噪声交易、减少投资者异质性信念,进而发挥股价“稳定器”的作用^[2]。王雄元等^[4]认为“国家队”持股降低了股价波动性,并且权威新闻媒体的报道能够有效发挥信息传播功能,促进“国家队”发挥稳定股票市场的作用;潘婉彬等^[22]并未发现“国家队”具有明显的政策信息优势或利用信息优势进行利益输送,在部分持股公司出现“业绩爆雷”时,“国家队”并没有出现明显的减持现象,间接验证了“国家队”扮演了维护投资者信心的角色。除资本市场表现外,鲜有研究关注“国家队”持股是否影响公司日常决策。于雪航等^[3]的研究认为,“国家队”持股降低了公司的融资约束,缓解了委托代理冲突,进而显著提升企业创新投资水平。

综上所述,已有关于“国家队”持股的研究大多集中在维护股票价格稳定和降低资本市场风险方面,有关“国家队”持股是否影响微观企业经营和治理决策的研究尚处于起步阶段,关于“国家队”持股是否影响公司违规行为的研究尚处于缺位状态。本研究从公司违规的视角探讨“国家队”持股的治理效应,弥补已有研究的不足,同时为监管部门客观、系统地评价“国家队”的持股效果提供经验证据,为有效防范公司违法违规提供政策启示。

2 理论分析和研究假设

“国家队”是中国资本市场中一类特殊的机构投资者,兼具投资者和监管者的双重身份^[3]。本研究认为,作为具有丰富经验的专业化机构投资者和具有权力的监管者,“国家队”既有动力也有能力对公司违规行为施加影响,具体阐述如下。

首先,“国家队”具有长期投资视野,不以获取短期经济利益为目标,更有动力帮助公司完善内部治理和内部控制制度,减少管理层机会主义行为。已有研究将机构投资者分为积极的机构投资者和消极的机构投资者两类^[23-24],积极的机构投资者希望在

不改变公司控制权的前提下,通过积极参与公司的运营管理改善公司治理,进而提高持股收益。而消极的机构投资者只追求短期收益,没有动力改善公司的运营管理水平。CHEN et al.^[25]认为,只有独立持股比例较高且进行长期投资的机构投资者才有动力对公司实施监督,通过提高公司的运营管理水平获得长期价值提升。具体到“国家队”,中国证监会在2015年第21号公告中明确表示,“国家队”在今后若干年不会退出资本市场,并将持续发挥维护中小投资者合法权益和促进股票市场长期稳定的职能,这表明“国家队”作为长期稳定型的机构投资者关注公司的长远价值。因此,与其他机构投资者和散户投资者相比,“国家队”更能坚持长期审慎的投资理念,不以短期利益最大化为目的^[3],敢于在价值投资的导向下参与公司治理实践,利用自身的专业优势协助公司建立完善的内部控制制度并监督其有效运行,约束管理者的短视行为,降低管理层操控业绩的动机,进而抑制违规行为的发生。

其次,“国家队”兼具投资者和监管者的双重身份,有能力察觉管理层的违规行为并对其施加影响。“国家队”不仅拥有人才、资源和信息优势,而且具有丰富的专业知识和投资经验,具备更强的信息解读和公司价值评估能力。“国家队”能够根据公司公开披露以及通过实地调研、问询函等形式获取的信息进行研究和分析^[21,26],发现公司潜在的舞弊倾向并及时予以纠正。“国家队”对公司决策施加影响的方式主要包括3种:①以股东身份利用持有的股份直接参与董事会和股东大会决策,通过股东提案的方式表达意见,即“用手投票”;②通过参与二级市场股票交易、影响股票价格的方式间接表达对所投资公司的意见,即“用脚投票”;③与管理层进行私下的沟通和交流,通过私下谈判的方式表达观点并减少分歧^[27]。与其他机构投资者相比,“国家队”兼具监管者职能,其意见和主张也更容易被管理层接受和采纳。

最后,“国家队”持股具有信号作用,有助于提升公司的社会关注度和信息透明度,增加高管做出违规行为的成本。“国家队”具有较大的社会影响力,“国家队”持股能够吸引更多的证券分析师和投资者关注,降低外部投资者与公司之间的信息不对称,减少管理层隐藏负面信息的行为,提高公司的信息透明度。同时,“国家队”持股能够向投资者传递积极信号,给予投资者信心,降低公司股票价格的波动性^[4]。因此,“国家队”更有能力约束管理层进行规范化经营,提高违规行为被发现的概率,进而对违规行为产生抑制作用。综上所述,“国家队”持股能发挥良好的治理功能,降低高管违规动机,因此,本研究提出假设。

H“国家队”持股有助于抑制公司违规行为,即拥有“国家队”持股的公司,违规倾向更低,违规次数更少,而且“国家队”持股比例越高,其违规治理功能越强。

3 研究设计

3.1 样本选取和数据来源

因为从2015年开始“国家队”开始大量持有非金融类A股公司的股票,而2019年为本研究开始时所能获取的最新数据年份,所以本研究选取2015年至2019年非金融类A股公司为初始样本。剔除财务指标缺失的观测值,最终得到14 425个公司-年度观测值。为了排除异常值的影响,对所有连续变量进行1%和99%分位数的缩尾处理。“国家队”持股数据来自Choice金融终端,其他数据均来自CSMAR数据库。

3.2 变量定义

3.2.1 被解释变量

本研究的被解释变量为公司违规,分别从违规概率和违规频率两个方面考察。①公司是否违规,当公司发生违规行为时取值为1,否则取值为0;②公司违规频率,即公司发生违规行为的次数。根据CSMAR数据库的界定,公司违规行为包括虚构利润、虚列资产、虚假记载(误导性陈述)、推迟披露、重大遗漏、披露不实、欺诈上市、出资违规、擅自改变资金用途、占用公司资产、内幕交易、违规买卖股票、操控股价、违规担保和一般会计处理不当等类型。

3.2.2 解释变量

本研究的解释变量为“国家队”持股,采用两种方式测量。①“国家队”是否持股哑变量,当“国家队”持有公司股票时取值为1,否则取值为0;②“国家队”持股比例,即“国家队”持股数量除以公司总股数。股市中的“国家队”包含中国证券金融股份有限公司、中央汇金投资有限责任公司、中央汇金资产管理有限责任公司、中证金融资产管理计划、5个救市基金和外管局旗下的投资平台^[2-4]。

3.2.3 控制变量

参考已有研究^[28-30],本研究控制一系列可能影响公司违规行为的变量。①公司财务特征变量,包括公司规模、资产负债率、上市年限、营业收入增长率、股票年收益率、股票年换手率、股票年波动率、股价同步性;②公司治理特征变量,包括产权性质、董事会规模、独立董事比例、董事会会议次数、股权集中度、高管持股比例、两职合一、机构投资者持股比例、“四大”审计、分析师跟踪人数;③行业信心;④行业和年份哑变量,分别控制行业固定效应和年份固定效应。各变量的定义见表1。

3.3 模型设定

为检验“国家队”持股对公司违规行为的影响,构建模型为

$$Fra_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Nat_{i,t} / Nap_{i,t} + \beta_j Con_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \varepsilon_{i,t}^1 \quad (1)$$

$$Feq_{i,t+1} = \delta_0 + \delta_1 Nat_{i,t} / Nap_{i,t} + \delta_j Con_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \varepsilon_{i,t}^2 \quad (2)$$

其中, i 为公司, t 为年份, j 为控制变量序号, Con 为控制变量, β_0 和 δ_0 为截距项, β_1 和 δ_1 为“国家队”持股变

表1 变量定义
Table 1 Definitions of Variables

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	<i>Fra</i>	公司是否违规	公司如果发生违规行为取值为1, 否则取值为0
	<i>Feq</i>	公司违规频率	公司发生违规行为的次数
解释变量	<i>Nat</i>	“国家队”是否持股	当“国家队”持有公司股票时取值为1, 否则取值为0
	<i>Nap</i>	“国家队”持股比例	$\frac{\text{“国家队”持股数量}}{\text{公司总股数}}$
控制变量	<i>Siz</i>	公司规模	年末总资产的自然对数
	<i>Lev</i>	资产负债率	$\frac{\text{年末总负债}}{\text{总资产}}$
	<i>Age</i>	上市年限	公司成立年限的自然对数
	<i>Gow</i>	营业收入增长率	$\frac{\text{本年营业收入}}{\text{上年营业收入}}$
	<i>Ret</i>	股票年收益率	$\frac{\text{本年收盘价}}{\text{上年收盘价}} - 1$
	<i>Tur</i>	股票年换手率	$\frac{\text{本年公司交易总股数}}{\text{年末流通股股数}}$
	<i>Vol</i>	股票年波动率	本年公司股票日收益率的标准差
	<i>Syn</i>	股价同步性	用周市场回报率和周行业回报率对周个股回报率进行回归得到 R^2 , 股价同步性 = $\log \frac{R^2}{1 - R^2}$ [31]
	<i>Soe</i>	产权性质	当公司为国有企业时取值为1, 否则取值为0
	<i>Bsz</i>	董事会规模	董事会人数的自然对数
	<i>Idp</i>	独立董事比例	$\frac{\text{独立董事人数}}{\text{董事会总人数}}$
	<i>Dme</i>	董事会会议次数	本年公司董事会会议次数的自然对数
	<i>Ten</i>	股权集中度	$\frac{\text{前十大股东的持股数量}}{\text{公司总股数}}$
	<i>Exe</i>	高管持股比例	$\frac{\text{年末管理层持股数量}}{\text{公司总股数}}$
	<i>Dua</i>	两职合一	董事长与CEO为同一人时取值为1, 否则取值为0
	<i>Ins</i>	机构投资者持股比例	$\frac{\text{机构投资者持股数量合计}}{\text{公司总股数}}$
	<i>Aud</i>	“四大”审计	公司年报的审计师为普华永道、德勤、毕马威、安永国际四大会计师事务所时取值为1, 否则取值为0
	<i>Ana</i>	分析师跟踪人数	本年分析师跟踪人数加1的自然对数
	<i>Tbq</i>	行业信心	年末同行业所有公司Tobin's Q中位数, $\text{Tobin's } Q = \frac{\text{公司市值}}{\text{总资产}}$
	<i>Ind</i>	行业	参考中国证监会的行业分类, 设置16个行业哑变量
<i>Yea</i>	年份	根据本研究的样本期间(2015年至2019年), 设置4个年份哑变量	

量的回归系数, β_j 和 δ_j 为各控制变量对应的回归系数, ε^1 和 ε^2 为随机扰动项。为缓解回归结果受到互为因果问题的影响, 本研究考察未来一期的违规概率和违规频率。(1)式的被解释变量为哑变量, 采用 Probit 模型回归, 检验“国家队”持股对公司违规概率的影响; (2)式的被解释变量为计数变量, 采用 Poisson 泊松模型回归, 检验“国家队”持股对公司违规频率的影响。为了降低混合截面数据可能产生的聚类问题, 回归系数的标准误均在公司层面上进行 Cluster 处理。如果假设成立, 则预期 β_1 和 δ_1 均显著为负。

4 实证结果分析

4.1 描述性统计

表2给出变量的描述性统计结果。其中, *Nat* 的均值为0.394, 表明样本中约有39.400%的公司有“国家队”持股; *Nap* 平均为0.010, 表明样本中“国家队”持股比例平均为1%。*Fra* 的均值为0.202, 表明样本中

有约20.200%的公司发生违规; *Feq* 的均值为0.370, 表明公司平均每年发生0.370次违规行为。其他控制变量的描述性统计与已有研究较为吻合, 在此不再赘述。

4.2 单变量检验

表3给出单变量检验结果。对于公司是否违规, 没有“国家队”持股的公司平均违规概率为22.300%, 有“国家队”持股的公司平均违规概率为16.900%, 均值差异在1%水平上显著, 表明当“国家队”持有公司股票时, 公司的违规倾向更低。对于公司违规频率, 没有“国家队”持股的公司平均违规次数为0.429, 有“国家队”持股的公司平均违规次数为0.279, 均值差异在1%水平上显著, 表明当“国家队”作为公司股东时, 公司违规次数更少。单变量检验结果在一定程度上支持本研究假设。

4.3 基准回归结果

表4给出“国家队”持股对公司违规概率和违规

表2 描述性统计结果
Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	均值	标准差	最小值	下四分位数	中位数	上四分位数	最大值
<i>Fra</i>	0.202	0.401	0	0	0	0	1
<i>Feq</i>	0.370	0.936	0	0	0	0	14
<i>Nat</i>	0.394	0.489	0	0	0	1	1
<i>Nap</i>	0.010	0.019	0	0	0	0.011	0.105
<i>Siz</i>	22.306	1.291	19.771	21.401	22.158	23.036	26.237
<i>Lev</i>	0.429	0.204	0.062	0.266	0.418	0.578	0.910
<i>Age</i>	2.937	0.291	2.197	2.773	2.944	3.178	3.497
<i>Gow</i>	1.191	0.499	0.394	0.978	1.104	1.270	4.384
<i>Ret</i>	0.064	0.529	-0.617	-0.299	-0.078	0.256	2.272
<i>Tur</i>	5.401	4.303	0.495	2.285	4.136	7.282	22.314
<i>Vol</i>	0.030	0.010	0.012	0.023	0.028	0.036	0.059
<i>Syn</i>	-0.350	0.920	-3.189	-0.888	-0.247	0.322	1.336
<i>Soe</i>	0.336	0.472	0	0	0	1	1
<i>Bsz</i>	2.116	0.197	1.609	1.946	2.197	2.197	2.639
<i>Idp</i>	0.378	0.054	0.333	0.333	0.364	0.429	0.571
<i>Dme</i>	2.356	0.354	1.609	2.079	2.303	2.565	3.258
<i>Ten</i>	0.582	0.147	0.241	0.476	0.589	0.693	0.901
<i>Exe</i>	0.134	0.192	0	0	0.009	0.251	0.676
<i>Dua</i>	0.279	0.449	0	0	0	1	1
<i>Ins</i>	0.428	0.243	0.004	0.218	0.447	0.624	0.904
<i>Aud</i>	0.056	0.230	0	0	0	0	1
<i>Ana</i>	1.318	1.118	0	0	1.386	2.197	3.584
<i>Tbq</i>	2.225	0.822	1.029	1.622	1.884	2.941	5.020

注: 观测值为14 425。

表3 单变量检验结果
Table 3 Results for Univariate Test

	没有“国家队” 持股	有“国家队” 持股	均值差 异检验
<i>Fra</i>	0.223	0.169	0.054***
<i>Feq</i>	0.429	0.279	0.150***
观测值	8 749	5 676	

注:***为在1%水平上显著,下同。

频率的回归结果。表4的第2列和第3列为使用Probit模型对公司是否违规进行回归的结果,第4和第5列为使用Poisson模型对公司违规频率进行回归的结果。由第2列和第3列可知,*Nat*和*Nap*的回归系数均在1%水平上显著为负,表明当公司有“国家队”持股时,违规行为发生的概率更低,且“国家队”持股比例越高,违规行为发生的概率越低。由第4列和第5列可知,*Nat*和*Nap*的回归系数均在1%水平上显著为

负,表明当公司有“国家队”持股且持股比例越高时,违规行为发生的次数越少。上述结果支持本研究假设,即“国家队”持股降低公司的违规倾向和违规次数,起到良好的违规治理作用。

4.4 稳健性检验

4.4.1 改变模型的估计方法

为了增强研究结果的可靠性,本研究改变模型的估计方法进行稳健性检验。

(1)借鉴KHANNA et al.^[8]和陆瑶等^[9]的研究,当被解释变量为公司是否违规时,采用有条件Logit模型进行回归,从而实现控制公司固定效应的目的。回归结果见表5的第2列和第3列,“国家队”是否持股和“国家队”持股比例的回归系数均在5%水平上显著,与主结果高度相似,表明本研究的回归结果稳健。

(2)由于公司违规频率为非负整数,采用负二项回归进行稳健性检验,回归结果见表5的第4列和第5列,“国家队”是否持股和“国家队”持股比例的回归系数均在1%水平上显著,表明本研究结果不受模型估计方法的影响。

表4 “国家队”持股与公司违规
Table 4 “National Team” Ownership and Corporate Fraud

	<i>Fra</i>		<i>Feq</i>			<i>Fra</i>		<i>Feq</i>	
<i>Nat</i>	-0.138*** (-3.579)		-0.323*** (-4.918)		<i>Idp</i>	-0.035 (-0.092)	-0.024 (-0.062)	-0.196 (-0.315)	-0.191 (-0.303)
<i>Nap</i>		-2.967*** (-2.674)		-6.149*** (-2.603)	<i>Dme</i>	0.272*** (5.723)	0.274*** (5.777)	0.514*** (6.790)	0.521*** (6.797)
<i>Siz</i>	0.074*** (3.509)	0.072*** (3.388)	0.142*** (4.111)	0.131*** (3.743)	<i>Ten</i>	-0.697*** (-3.219)	-0.735*** (-3.403)	-1.174*** (-3.704)	-1.241*** (-3.934)
<i>Lev</i>	0.391*** (3.871)	0.402*** (3.981)	0.704*** (4.107)	0.747*** (4.354)	<i>Exe</i>	-0.303 (-1.464)	-0.279 (-1.358)	-0.136 (-0.448)	-0.081 (-0.270)
<i>Age</i>	-0.070 (-1.051)	-0.063 (-0.955)	0.082 (0.797)	0.093 (0.905)	<i>Dua</i>	0.041 (1.140)	0.043 (1.203)	0.055 (0.952)	0.059 (1.023)
<i>Gow</i>	0.024 (0.949)	0.026 (1.027)	0.022 (0.576)	0.027 (0.698)	<i>Ins</i>	-0.245 (-1.303)	-0.224 (-1.199)	-0.070 (-0.254)	-0.029 (-0.108)
<i>Ret</i>	-0.163*** (-4.827)	-0.166*** (-4.904)	-0.269*** (-4.580)	-0.274*** (-4.621)	<i>Aud</i>	-0.119 (-1.208)	-0.125 (-1.261)	-0.358** (-2.213)	-0.379** (-2.334)
<i>Tur</i>	-0.022*** (-4.840)	-0.022*** (-4.778)	-0.029*** (-3.765)	-0.029*** (-3.761)	<i>Ana</i>	-0.146*** (-8.121)	-0.146*** (-8.110)	-0.240*** (-8.043)	-0.240*** (-8.003)
<i>Vol</i>	20.035*** (7.125)	19.534*** (6.972)	26.967*** (6.478)	26.191*** (6.306)	<i>Tbq</i>	0.054 (1.185)	0.051 (1.107)	-0.008 (-0.120)	-0.016 (-0.242)
<i>Syn</i>	-0.120*** (-7.272)	-0.124*** (-7.463)	-0.196*** (-8.277)	-0.204*** (-8.586)	截距项	-2.810*** (-4.575)	-2.761*** (-4.457)	-4.880*** (-5.268)	-4.660*** (-4.970)
<i>Soe</i>	-0.546*** (-11.696)	-0.544*** (-11.665)	-0.951*** (-10.779)	-0.950*** (-10.793)	<i>Ind/Yea</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Bsz</i>	0.107 (0.932)	0.101 (0.875)	0.106 (0.623)	0.091 (0.522)	观测值	14 425	14 425	14 425	14 425
					伪 R^2	0.094	0.093	0.118	0.116
					χ^2	835.170	832.310	1 148.300	1 138.840

注:**为在5%水平上显著,下同。

表5 稳健性检验结果：采用条件

Logit回归和负二项回归

Table 5 Robust Test Results: Using Conditional Logit Regression and Negative Binomial Regression

	Fra		Feq	
	条件 Logit 回归		负二项回归	
Nat	-0.232** (-2.134)		-0.306*** (-6.609)	
Nap		-6.075** (-2.067)		-5.809*** (-4.444)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Ind/Yea	控制	控制	控制	控制
观测值	5 957	5 957	14 425	14 425
伪 R ²	0.019	0.019	0.065	0.064
χ ²	84.900	84.660	1 414.060	1 390.530

注：条件Logit模型在运行过程中删除了因变量始终不变的组，因而观测值小于总样本。

(3)考虑到公司违规行为具有部分可观测性，本研究只能观测到被稽查发现的违规行为，部分已经发生的违规行为无法被监管部门稽查出来。因此，本研究参考已有研究^[8,13,28]，采用Bivariate Probit模型进行稳健性检验，该模型将公司是否违规变量分解为违规倾向(Inc)和违规被稽查的概率(Det)，两者的联合概率分布共同决定公司违规行为是否发生。Bivariate Probit模型的估计结果见表6，控制变量的选取参考孟庆斌等^[28]的研究。由违规倾向的回归结果可知，“国家队”是否持股的回归系数为-0.239，“国家队”持股比例的回归系数为-4.239，均在1%水平上显著，即“国家队”持股显著降低了公司违规的可

表6 稳健性检验结果：采用Bivariate Probit模型

Table 6 Robust Test Results:

Using Bivariate Probit Model

	Inc		Det	
	Inc	Det	Inc	Det
Nat	-0.239*** (-3.780)	0.250** (2.050)		
Nap			-4.239*** (-3.464)	3.794* (1.731)
截距项	-1.874*** (-4.705)	-0.453 (-1.390)	-1.792*** (-4.396)	-0.364 (-1.148)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Ind/Yea	控制	控制	控制	控制
观测值	14 425		14 425	
χ ²	421.760		396.280	

注：*为在10%水平上显著，下同。

能性；由违规被稽查的概率的回归结果可知，Nat和Nap的回归系数均显著为正，即“国家队”持股提高了违规被稽查的可能性。

4.4.2 内生性控制

(1)倾向得分匹配法。考虑到有“国家队”持股的公司观测值仅占总样本的40%，本研究采用倾向得分匹配法修正样本选择性偏差。具体而言，采用1:1配对的方法，为有“国家队”持股的公司匹配一组在公司特征上最为接近的没有“国家队”持股的公司，最终得到4 195个测试组样本和4 195个控制组样本，即PSM配对样本总数为8 390。采用(1)式和(2)式进行回归，结果见表7，Nat和Nap的回归系数均显著为负，表明控制样本选择性偏差后，“国家队”持股对公司违规的抑制作用依然显著。

表7 稳健性检验结果：采用倾向得分匹配法

Table 7 Robust Test Results:

Using Propensity Score Matching

	Fra		Feq	
	Nat	-0.169*** (-4.081)		-0.355*** (-5.108)
Nap		-2.803** (-2.220)		-4.819* (-1.725)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Ind/Yea	控制	控制	控制	控制
截距项	-2.266*** (-2.757)	-2.435*** (-2.963)	-3.703*** (-2.922)	-4.028*** (-3.181)
观测值	8 390	8 390	8 390	8 390
伪 R ²	0.085	0.083	0.109	0.104
χ ²	499.720	494.340	1 747.170	1 684.150

注：采用1:1最近邻匹配方法，在配对过程中，部分测试组无法匹配到控制组，因此成功配对的测试组观测值小于表3中的测试组观测总量。

(2)Heckman两阶段回归。“国家队”选择某家公司进行投资的决策可能不是随机的，违规倾向更低、违规行为更少的公司更可能成为“国家队”选中的对象，因此本研究采用Heckman两阶段方法控制潜在的自选择问题。借鉴于雪航等^[3]的研究，第一阶段选择的工具变量为同行业、同年份“国家队”持股的均值(Ina)，用该工具变量对“国家队”是否持股进行回归，结果见表8的(1)列，Ina的回归系数显著为正，符合预期。通过第一阶段的回归计算得到逆米尔斯比率(Imr)，将该变量分别代入(1)式和(2)式进行第二阶段的回归，结果见表8的(2)列~(5)列，“国家队”是否持股和“国家队”持股比例的回归系数依然显著为负，表明本研究结果不受样本自选择问题的影响。

(3)公司固定效应模型。本研究的回归模型中可

表8 稳健性检验结果:采用Heckman两阶段模型
Table 8 Robust Test Results: Using Heckman Two-stage Model

	<i>Nat</i>		<i>Fra</i>		<i>Feq</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Nat</i>		-0.132*** (-3.441)		-0.303*** (-4.698)		
<i>Nap</i>			-2.546** (-2.297)			-4.989** (-2.157)
<i>Ina</i>	1.567*** (3.539)					
<i>Imr</i>		-0.719*** (-2.664)	-0.655** (-2.410)	-1.757*** (-3.537)		-1.712*** (-3.334)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind/Yea</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-10.417*** (-13.328)	2.462 (1.184)	2.074 (0.984)	8.409** (2.225)		8.353** (2.112)
观测值	14 425	14 425	14 425	14 425		14 425
伪 R^2	0.149	0.094	0.093	0.120		0.117
χ^2	1 355.370	832.380	830.350	1 165.410		1 154.630

能遗漏了不随时间改变的公司层面的影响因素,而这些因素同时影响“国家队”持股和公司违规行为。为了控制潜在的遗漏变量偏误,本研究采用公司固定效应模型进行检验,回归结果见表9, *Nat*和*Nap*的回归系数均显著为负,说明在控制潜在的遗漏变量偏误之后,本研究结果依然成立。

4.4.3 其他稳健性检验

考虑到2015年至2016年期间中国股市发生剧烈

表9 稳健性检验结果:采用公司固定效应模型

Table 9 Robust Test Results:
Using Firm Fixed Effect Model

	<i>Fra</i>		<i>Feq</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Nat</i>	-0.232** (-2.134)		-0.130** (-2.138)	
<i>Nap</i>		-6.075** (-2.067)		-5.625*** (-2.963)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Ind/Yea</i>	控制	控制	控制	控制
观测值	5 957	5 957	6 569	6 929
伪 R^2	0.019	0.019		
χ^2	84.900	84.660	187.380	446.900

注:第2列和第3列的Logit固定效应模型在运行过程中删除了因变量始终不变的组,第4列和第5列的Poisson固定效应模型在运行过程中删除了只有一个观测值的组和因变量全部为0的组,因而观测值小于总样本。

波动,“国家队”直接进入二级市场参与“救市”,起到稳定资本市场的作用;而在2017年至2019年期间,“国家队”稳定资本市场的动机可能发生变化。为探究不同样本年份“国家队”持股对公司违规的影响是否具有差异性,本研究将样本期间分组,用(1)式和(2)式重新进行回归,结果表明,在2015年至2016年股灾期间和2017年至2019年股灾之后,“国家队”持股变量均显著为负,说明“国家队”在不同的样本期间内均发挥了良好的违规治理作用。因此,本研究结果不受样本期间的影响。

5 作用机制检验

5.1 健全内部控制制度

上述分析表明,“国家队”持股将抑制公司违规行为。本研究采用温忠麟等^[32]的中介效应检验程序分析其中的作用机制和传导路径。

JENSEN^[33]的研究表明,在外部治理机制尚不完善的情况下,公司治理很大程度上依赖于内部控制制度。高质量内部控制制度能够约束高管滥用权力,降低高管的机会主义动机和大股东掏空行为^[34],增强会计信息稳健性,有效减少公司虚增利润、披露虚假信息和资金占用等违规行为^[35]。本研究认为,“国家队”作为专业化的机构投资者和具有权力的监管者,能够利用专业的知识和风险管理经验积极参与公司治理,帮助公司建立健全内部控制制度并提高其有效性。完善的内部控制制度能够有效规范高管的经营管理行为,帮助公司防范和化解风险。基于上述分析,健全内部控制制度、提高内部

控制质量可能成为“国家队”持股违规治理效应的传导路径。

为检验上述影响机制,本研究借鉴温忠麟等^[32]的中介效应检验程序,分3步检验中介效应是否成立,检验解释变量对被解释变量的影响、解释变量对中介变量的影响、解释变量和中介变量对被解释变量的联合影响。构建模型为

$$Fra_{i,t+1}/Feg_{i,t+1} = c_0 + c_1 Nat_{i,t}/Nap_{i,t} + c_j Con_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \varepsilon_{i,t}^3 \quad (3)$$

$$Idx_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Nat_{i,t}/Nap_{i,t} + \alpha_j Con_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \varepsilon_{i,t}^4 \quad (4)$$

$$Fra_{i,t+1}/Feg_{i,t+1} = c'_0 + c'_1 Nat_{i,t}/Nap_{i,t} + \delta Idx_{i,t+1} + c'_j Con_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \varepsilon_{i,t}^5 \quad (5)$$

其中,Idx为内部控制指数,是中介变量,采用迪博数据库披露的内部控制指数加1取自然对数测量, c_0 、 α_0 和 c'_0 为截距项, c_1 、 c_j 、 α_1 、 α_j 、 c'_1 、 δ 和 c'_j 为各变量的回归系数, $\varepsilon^3 \sim \varepsilon^5$ 为随机扰动项。

表10给出内部控制指数中介效应的检验结果。①表4中Nat和Nap的系数显著为负,表明“国家队”持股降低了违规倾向和违规概率。②表10的(1)列和(2)列给出(4)式的回归结果,Nat和Nap的回归系数均显著为正,表明“国家队”持股提升了公司内部控制质量。③表10的(3)列~(6)列给出(5)式的回归结果。首先,Idx的回归系数均显著为负,表明高质量的内部控制制度有效抑制了公司违规行为。其

次,对于“国家队”持股变量Nat和Nap,当被解释变量为Fra时,Nat的回归系数在1%水平上显著为负,Sobel z值为-3.353,在1%水平上显著;Nap的回归系数在10%水平上显著为负,Sobel z值为-2.009,在5%水平上显著。对公司违规频率的回归结果与公司是否违规一致。检验结果验证了内部控制是“国家队”持股的违规治理效应的部分中介因子,“国家队”通过促进公司完善内部治理和压缩违规空间抑制违规行为。

5.2 约束管理层机会主义行为

“国家队”作为成熟的机构投资者,不以追求短期业绩提升为目的,也不因为短期业绩波动决定管理层的薪酬和任免决策^[3]。因此,“国家队”持股能够缓解股东与管理层之间的代理问题,改变管理层的短期机会主义倾向,进而降低公司的违规概率。基于上述分析,约束管理层机会主义行为可能成为“国家队”持股发挥违规治理效应的作用机制之一。

由于管理层机会主义行为难以直接测量,本研究采用两种方式间接测量。①应计盈余管理水平。已有研究表明,出于薪酬福利最大化和职业稳定性等动机,管理者通过应计盈余管理等手段隐藏公司的真实业绩表现^[36]。盈余管理程度越高的公司,高管存在机会主义动机的可能性越大。本研究借鉴DECHOW et al.^[37]的研究,采用修正琼斯模型计算的可操控性应计利润的绝对值测量应计盈余管理水平(Ada)。②股价崩盘风险。股价崩盘风险是指个股持有收益出现极端负值的概率,代理问题导致的管理

表10 机制检验结果:健全内部控制制度

Table 10 Mechanism Test Results; Improving the Internal Control System

	Idx		Fra		Feg	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Nat	0.133*** (3.380)		-0.118*** (-2.954)		-0.267*** (-4.383)	
Nap		1.762** (2.019)		-2.238* (-1.938)		-4.766** (-2.098)
Idx _{t+1}			-0.165*** (-17.469)	-0.166*** (-17.529)	-0.211*** (-22.676)	-0.213*** (-22.943)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind/Yea	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	2.934*** (3.424)	2.796*** (3.215)	-2.297*** (-3.546)	-2.238*** (-3.430)	-4.360*** (-4.951)	-4.144*** (-4.653)
观测值	11 008	11 008	11 008	11 008	11 008	11 008
调整的 R ²	0.119	0.118				
伪 R ²			0.112	0.112	0.149	0.148
χ ²			814.660	815.660	1 607.660	1 654.710
Sobel z			-3.353***	-2.009**	-3.375***	-2.013**

注:本研究开始时,2020年公司内部控制指数数据尚未披露,因此观测值少于总样本。

层机会主义是引发股价崩盘风险的重要原因^[38]。管理层出于维护薪酬、职业晋升、提高期权价值和构建管理层帝国等考虑,往往暂时隐藏负面信息,而当负面信息积攒到一定程度无法继续隐藏时,坏消息的集中释放导致股价暴跌。本研究借鉴已有研究^[39],采用收益上下波动的比率(*Duv*)和负收益偏态系数(*Ncs*)测量股价崩盘风险。

对约束管理层机会主义行为的作用机制检验结果表明,*Nat*对*Ada*和*Duv*的回归系数、*Nap*对*Ada*和*Ncs*的回归系数均显著为负,表明“国家队”持股显著降低了应计盈余管理水平和股价崩盘风险;分别将*Ada*和*Duv*、*Ada*和*Ncs*代入(5)式,*Nat*和*Nap*的回归系数仍显著为负,*Ada*的系数显著为正,*Duv*和*Ncs*的回归系数显著为正,且Sobel *z*值均在1%水平上统计显著。综上所述,“国家队”兼具投资者和监管者的双重身份,对管理层的机会主义行为进行有效约束,降低了公司的委托代理成本,从而抑制了公司违规行为。

5.3 提高信息透明度

“国家队”的投资体量较大,其投资行为具有较强的信号作用^[3],因此,预期“国家队”持股能吸引更多的证券分析师跟踪。证券分析师在公司外部治理中扮演重要角色^[40],分析师不仅通过电话会议和实地调研等方式与管理者进行互动和交流^[41],还通过发布研究报告等形式向普通投资者提供信息。因此,分析师跟踪有助于优化外部信息环境,提高信息透明度,实现对管理层的间接监督。本研究采用分析师跟踪人数加1取自然对数测量外部治理环境,预期“国家队”持股能通过增加分析师跟踪人数,降低公司内外部信息不对称程度,进而抑制公司违规行为。

对分析师跟踪的中介效应检验结果表明,*Nat*和*Nap*的回归系数均显著为正,表明拥有“国家队”持

股的公司吸引了更多的分析师跟踪;联合影响检验中,分析师跟踪的回归系数均显著为负,表明分析师跟踪人数的增加有效抑制了公司的违规行为,*Nat*的回归系数在1%水平上显著为负,*Nap*的回归系数在5%水平上显著为负,且Sobel *z*值在5%水平上显著为负,表明增加分析师跟踪人数和优化外部治理环境是“国家队”持股发挥违规治理效应的部分中介变量。

6 拓展性分析

6.1 基于违规处罚程度的分析

前文研究了“国家队”持股对公司整体违规行为的影响,下面进一步探究“国家队”持股对不同严重程度的违规行为的治理作用是否具有差异性。①将违规处罚金额(*Lpy*)作为被解释变量,采用第(*t*+1)年被违规处罚的金额加1取自然对数进行测量。②借鉴梁上坤等^[42]的研究,将违规样本分为严重违规和一般违规两种类型。具体而言,如果公司被处以罚款、没收非法所得、取消营业许可、市场禁入及其他处罚方式,界定为严重违规。采用*Hig*测量公司严重违规,如果公司当年发生严重违规行为取值为1,否则取值为0;采用*Low*测量公司一般违规,如果公司当年发生一般违规行为取值为1,否则取值为0。在实证检验中,将(1)式中的被解释变量替换为*Lpy*、*Hig*和*Low*,并分别进行回归,结果见表11。由表11的(1)列和(2)列可知,*Nat*和*Nap*对违规处罚金额的回归系数显著为负;由(3)列~(6)列可知,“国家队”持股的估计系数在严重违规时显著为负,在一般违规时为负但不显著。该结果表明,“国家队”持股能够降低违规处罚金额,且主要降低严重违规行为发生的可能性,但未对一般违规行为产生影响。

6.2 基于违规机会的分析

根据舞弊三角理论,公司违规行为发生的原因

表 11 拓展性研究结果:基于公司违规严重程度的分析

Table 11 Further Study Results: Analysis Based on the Severity for Corporate Fraud

	<i>Lpy</i>		<i>Hig</i>		<i>Low</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Nat</i>	-0.255*** (-3.625)		-0.145*** (-3.321)		-0.063 (-1.489)	
<i>Nap</i>		-3.339** (-2.302)		-3.237*** (-2.648)		-1.371 (-1.022)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind/Yea</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.194 (-0.172)	0.104 (0.119)	-3.799*** (-5.425)	-3.768*** (-5.365)	-1.625** (-2.326)	-1.597** (-2.259)
观测值	14 425	14 425	14 425	14 425	14 425	14 425
伪 <i>R</i> ²	0.034	0.033	0.080	0.079	0.053	0.053
χ^2			566.660	562.080	315.850	314.820

包括压力、机会和自我合理化三大要素,内外部治理环境是否给予公司足够的舞弊机会是决定违规行为发生的重要因素。已有研究表明,“四大”提供了比一般会计师事务所更高质量的审计服务^[43]。“四大”拥有更加成熟和完善的审计程序,能够有效降低审计失败的概率,并对管理层的违规行为予以震慑,降低违规操控的空间和机会。因此,预期“国家队”持股对公司违规的抑制作用在非“四大”会计师事务所审计的公司中更为突出。

本研究借鉴卜君等^[21]的研究,将样本根据是否由“四大”会计师事务所审计进行分组,并用(1)式和(2)式进行回归,结果表明,*Nat*和*Nap*对*Fra*的回归系数在非“四大”审计的样本中显著为负,而在“四大”审计的样本中不显著,并且组间系数差异显著。上述结果表明,公司面临的监督机制较弱、违规机会较大时,“国家队”持股对公司违规行为的抑制作用更强。

6.3 基于“国家队”持股时间的分析

由于“国家队”发挥违规治理功能需要一定的时间,本研究深入考察“国家队”持股时间长短对公司违规行为的影响。预期“国家队”持股时间越长,对违规倾向和违规次数的抑制作用越强,越能发挥违规治理效应。本研究设定“国家队”持股时间变量*Dur*为截止到当年末“国家队”已经持有公司股票年数。以*Dur*替换(1)式和(2)式中的解释变量进行回归,结果表明,*Dur*对*Fra*和*Feq*的回归系数均在1%水平上显著为负,即“国家队”持股时间越长,对公司违规行为的抑制作用越强,支持本研究的预期。

6.4 基于“国家队”持股类型的分析

考虑到不同类型的“国家队”对公司违规行为的治理效应可能存在差异,因此本研究区分“国家队”持股的类型进行检验。具体而言,将“国家队”分为4种类型,分别为:①中国证券金融股份有限公司,②中央汇金投资有限责任公司和中央汇金资产管理有限责任公司,③中证金融资产管理计划,④5个救市证券投资基金和外管局投资平台。分别设置4个虚拟变量和4个持股比例的连续变量进行识别。回归结果表明,第1类~第3类“国家队”持股对公司是否违规和违规频率均具有显著的抑制作用,而第4类“国家队”持股的违规治理作用并不显著。其原因可能在于,救市证券投资基金和外管局投资平台的主要持股目的是维护股价稳定和降低市场波动性,并未发挥治理功能,因此,对公司违规行为未产生显著影响。

6.5 基于地区市场化进程的分析

本研究主检验结果表明,与没有“国家队”持股的公司相比,有“国家队”持股的公司违规概率更低、违规次数更少。进一步地,“国家队”能否积极参与公司治理和发挥良好的监督作用,除了取决于自身意愿和能力之外,还可能受到内外部治理环境的影响。

已有研究表明,机构投资者的积极治理效应受

到市场化进程因素的影响^[44],良好的市场制度环境能为机构投资者发挥治理作用提供沃土。具体而言,市场化进程较快的地区经济发展水平通常较高,法制化水平和要素市场发育水平较快,政府的干预程度较低,对投资者保护力度更强,更能约束管理者对外部股东的侵占。因此,良好的市场化环境能为发挥“国家队”持股违规治理效应提供有利支撑,预期市场化程度越高的地区,“国家队”持股对公司违规的抑制作用越强。

为验证上述推论,借鉴王小鲁等^[45]的研究,本研究用区域市场化指数测量市场环境,市场化指数越高,表明该地区市场化进程越快。回归结果表明,*Nat*和*Nap*对*Fra*的回归系数在市场化指数较低组不显著,而在市场化指数较高组中显著为负,且组间系数差异显著,表明在市场化程度更高的地区,“国家队”持股对公司违规的抑制作用更强。

7 结论

公司违规行为削弱了投资者的信任度,降低资源配置效率,危及资本市场的健康发展。本研究选取2015年至2019年非金融类A股公司为样本,探究“国家队”持股对公司违规行为的影响和作用机理。研究结果表明,与没有“国家队”持股的公司相比,有“国家队”持股的公司违规概率更低、违规次数更少。中介效应检验结果表明,“国家队”持股提升了公司内部控制质量,降低了应计盈余管理水平和股价崩盘风险,增加了证券分析师跟踪人数,表明“国家队”持股通过完善公司治理机制、降低管理层机会主义行为和优化公司外部信息环境发挥违规治理功能。基于违规处罚程度的分析表明,“国家队”持股对严重违规的抑制作用更强,对一般违规行为未表现出显著的影响。基于“国家队”持股时间的分析表明,“国家队”持股时间越长,对公司违规的抑制作用越显著。基于“国家队”类型的细分检验表明,中国证券金融股份有限公司、中央汇金投资有限责任公司、中央汇金资产管理有限责任公司和中证金融资产管理计划持股对公司违规倾向和违规次数均具有显著的抑制作用,而5个救市证券投资基金和外管局投资平台持股的违规治理作用并不显著。异质性分析结果表明,“国家队”持股对公司违规的抑制作用在市场化程度较高的地区和非国际“四大”会计师事务所审计的公司中更强,表明外部市场化环境和内部违规可治理空间对“国家队”持股的违规治理效应产生影响。

本研究的理论意义主要体现在两个方面:①本研究从公司违规的独特视角拓展了“国家队”持股的经济后果研究。已有研究主要关注“国家队”持股对于公司股价波动和资本市场稳定的影响^[1-2,4],少数研究关注“国家队”持股对公司创新投资水平的影响^[3]。本研究从公司违规行为的维度探究“国家队”持股的经济后果及其作用机理,拓展了“国家队”持股经济后果领域的研究。②本研究从兼具政

府监管背景的机构投资者持股视角补充了公司违规行为影响因素的研究。已有研究仅考察证券投资基金和保险资金等传统机构投资者对公司违规的影响^[9,19],尚未探究“国家队”这一具有政府背景的机构投资者对公司违规行为的影响,本研究为公司违规影响因素的研究提供了新视角。同时,本研究认为,“国家队”持股不仅能够降低公司违规倾向和违规次数,而且对于严重违规的治理效应更加显著,有助于更全面地认识“国家队”持股的微观市场效应。在实践层面上,本研究揭示了“国家队”持股对公司违规行为的治理效应,有助于监管机构从实践层面系统评价和审视“国家队”的持股效果,为证券监管部门提升治理效能提供经验证据,为防范和约束公司违规行为提供政策启示。

本研究具有很强的现实意义,体现在以下3个方面:①相对于事后的处罚措施,“国家队”通过持股方式参与市场交易,实现对公司的日常监督和管理,这种偏市场化的手段更有助于提升公司治理水平,降低公司的违规倾向。②监管部门应积极鼓励以“国家队”为代表的长期型机构投资者参与公司治理。与追求短期收益的散户投资者和普通机构投资者相比,“国家队”兼具投资者和监管者职能,其投资视野更宽,能够有效降低公司的违规倾向,缩短违规稽查时间。监管部门应鼓励以价值投资为导向的机构投资者积极参与公司治理,有助于约束管理层的机会主义行为,提升内部控制质量,降低公司违规动机。③发挥“国家队”持股的违规治理效应须依赖良好的市场环境,在市场化进程较快的地区,“国家队”持股更能发挥有效作用。因此,应加快市场化进程,促进资本市场健康有序发展。

本研究仍存在不足之处。“国家队”持股集中度、实地访查次数或董事会席位等因素均可能影响公司违规行为,但由于数据的局限性,本研究并未对此展开探讨。同时,由于公司仅在年报、半年报和季报中披露机构持股情况,因此无法获知“国家队”的准确持股时间长短。未来研究可以进一步探索“国家队”持股对公司违规的其他可能作用路径,为进一步探究“国家队”持股的治理功能、制定有针对性的公司违规防范措施提供更多参考。

参考文献:

- [1] 李志生, 金陵, 张知宸. 危机时期政府直接干预与尾部系统风险: 来自2015年股灾期间“国家队”持股的证据. *经济研究*, 2019, 54(4): 67-83.
LI Zhisheng, JIN Ling, ZHANG Zhichen. Direct government intervention and systemic tail risk: evidence from the national team stock rescue during the 2015 crash. *Economic Research Journal*, 2019, 54(4): 67-83.
- [2] 李志生, 金陵. “国家队”救市、股价波动与异质性风险. *管理科学学报*, 2019, 22(9): 67-81.
LI Zhisheng, JIN Ling. The “national team” bailout, stock price volatility and idiosyncratic risk. *Journal of Management Sciences in China*, 2019, 22(9): 67-81.
- [3] 于雪航, 方军雄. “国家队”持股与企业创新投资决策. *国际金融研究*, 2020(8): 87-96.
YU Xuehang, FANG Junxiong. “National team” shareholdings and firms’ innovation decisions. *Studies of International Finance*, 2020(8): 87-96.
- [4] 王雄元, 何雨晴. 国家队持股、媒体报道与股市稳定. *中南财经政法大学学报*, 2020(6): 3-12.
WANG Xiongyuan, HE Yuqing. The nation team ownership, media report and the stability of market. *Journal of Zhongnan University of Economics and Law*, 2020(6): 3-12.
- [5] BALL R. Market and political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47(2): 277-323.
- [6] LUO J H, PENG C C, ZHANG X. The impact of CFO gender on corporate fraud: evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2020, 63: 101404-1-101404-13.
- [7] 乔菲, 文雯, 徐经长. 纵向兼任高管能抑制公司违规吗?. *经济管理*, 2021, 43(5): 176-191.
QIAO Fei, WEN Wen, XU Jingchang. Can vertical interlocks of executives inhibit corporate fraud?. *Business and Management Journal*, 2021, 43(5): 176-191.
- [8] KHANNA V, KIM E H, LU Y. CEO connectedness and corporate fraud. *The Journal of Finance*, 2015, 70(3): 1203-1252.
- [9] 陆瑶, 李茶. CEO对董事会的影响力与上市公司违规犯罪. *金融研究*, 2016(1): 176-191.
LU Yao, LI Cha. CEOs’ influence over the board and corporate fraud. *Journal of Financial Research*, 2016(1): 176-191.
- [10] BURNS N, KEDIA S. The impact of performance-based compensation on misreporting. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(1): 35-67.
- [11] JOHNSON S A, RYAN H E, Jr, TIAN Y S. Managerial incentives and corporate fraud: the sources of incentives matter. *Review of Finance*, 2009, 13(1): 115-145.
- [12] 王兵, 何依, 吕梦. CFO薪酬溢价和公司财务违规. *审计研究*, 2019(2): 73-81.
WANG Bing, HE Yi, LYU Meng. CFO compensation premium and corporate financial violations. *Auditing Research*, 2019(2): 73-81.
- [13] CHEN G M, FIRTH M, GAO D N, et al. Ownership structure, corporate governance, and fraud: evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12(3): 424-448.
- [14] 江新峰, 张敦力, 李欢. “忙碌”独董与企业违规. *会计研究*, 2020(9): 85-104.
JIANG Xinfeng, ZHANG Dunli, LI Huan. “Busy” independent directors and corporate fraud. *Accounting Research*, 2020(9): 85-104.
- [15] 杜兴强, 张颖. 独立董事返聘与公司违规: “学习效果”抑或“关系效应”?. *金融研究*, 2021(4): 150-168.
DU Xingqiang, ZHANG Ying. Rehired independent directors and corporate fraud: learning effect or relationship effect?. *Journal of Financial Research*, 2021(4): 150-168.
- [16] 蔡志岳, 吴世农. 董事会特征影响上市公司违规行为的实证研究. *南开管理评论*, 2007, 10(6): 62-68, 92.
CAI Zhiyue, WU Shinong. The empirical study on behavior of committing fraud in listed companies: evidence from the char-

- acteristics of board of directors. *Nankai Business Review*, 2007, 10(6):62-68, 92.
- [17] JIA C X, DING S J, LI Y S, et al. Fraud, enforcement action, and the role of corporate governance: evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 2009, 90(4):561-576.
- [18] 陆瑶, 朱玉杰, 胡晓元. 机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究. *南开管理评论*, 2012, 15(1):13-23.
- LU Yao, ZHU Yujie, HU Xiaoyuan. An empirical study on institutional shareholding and corporate fraud: evidence from China. *Nankai Business Review*, 2012, 15(1):13-23.
- [19] 许荣, 方明浩, 常嘉路. 险资持股能够降低公司违规吗? 保险投资的公司治理效应研究. *保险研究*, 2019(12):48-64.
- XU Rong, FANG Minghao, CHANG Jialu. Does insurance fund's shareholding reduce corporate frauds? An empirical study based on the governance effect of the insurance shareholding. *Insurance Studies*, 2019(12):48-64.
- [20] WANG Y, ASHTON J K, JAAFAR A. Does mutual fund investment influence accounting fraud?. *Emerging Markets Review*, 2019, 38:142-158.
- [21] 卜君, 孙光国. 投资者实地调研与上市公司违规: 作用机制与效果检验. *会计研究*, 2020(5):30-47.
- BU Jun, SUN Guangguo. Investors' site visit and corporate fraud: mechanism and effect. *Accounting Research*, 2020(5):30-47.
- [22] 潘婉彬, 杨涛. 谁是股票市场中的知情交易者?. *投资研究*, 2019, 38(12):64-80.
- PAN Wanbin, YANG Tao. Who is the informed investor in the stock market?. *Review of Investment Studies*, 2019, 38(12):64-80.
- [23] ALMAZAN A, HARTZELL J C, STARKS L T. Active institutional shareholders and costs of monitoring: evidence from executive compensation. *Financial Management*, 2005, 34(4):5-34.
- [24] GILLAN S L, STARKS L T. The evolution of shareholder activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2007, 19(1):55-73.
- [25] CHEN X, HARFORD J, LI K. Monitoring: which institutions matter?. *Journal of Financial Economics*, 2007, 86(2):279-305.
- [26] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 证券交易所一线监管的有效性研究: 基于财务报告问询函的证据. *管理世界*, 2019, 35(3):169-185.
- CHEN Yunsen, DENG Yilu, LI Zhe. Effectiveness of the front-line regulation of the Chinese stock exchanges: evidence from comment letters. *Journal of Management World*, 2019, 35(3):169-185.
- [27] 张萌, 鲁桂华, 张永坤. 信息优势、机构投资者异常交易与解禁股减持. *管理评论*, 2020, 32(3):265-278.
- ZHANG Meng, LU Guihua, ZHANG Yongshen. Information advantage, abnormal transaction of institutional investor and sales of lockup-expiration shares. *Management Review*, 2020, 32(3):265-278.
- [28] 孟庆斌, 邹洋, 侯德帅. 卖空机制能抑制上市公司违规吗?. *经济研究*, 2019, 54(6):89-105.
- MENG Qingbin, ZOU Yang, HOU Deshuai. Can a short selling mechanism restrain corporate fraud?. *Economic Research Journal*, 2019, 54(6):89-105.
- [29] WANG T Y, WINTON A, YU X Y. Corporate fraud and business conditions: evidence from IPOs. *The Journal of Finance*, 2010, 65(6):2255-2292.
- [30] 邹洋, 张瑞君, 孟庆斌, 等. 资本市场开放能抑制上市公司违规吗? 来自“沪港通”的经验证据. *中国软科学*, 2019(8):120-134.
- ZOU Yang, ZHANG Ruijun, MENG Qingbin, et al. Can stock market liberalization restrain corporate fraud? Evidence from “Shanghai-Hong Kong stock connect” Scheme. *China Soft Science*, 2019(8):120-134.
- [31] JIN L, MYERS S C. R^2 around the world: new theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(2):257-292.
- [32] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用. *心理学报*, 2004, 36(5):614-620.
- WEN Zhonglin, CHANG Lei, HAU Kit-tai, et al. Testing and application of the mediating effects. *Acta Psychologica Sinica*, 2004, 36(5):614-620.
- [33] JENSEN M C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Financial*, 1993, 48(3):831-880.
- [34] 陈作华, 方红星. 内部控制能扎紧董监高的机会主义减持藩篱吗. *会计研究*, 2019(7):82-89.
- CHEN Zuohua, FANG Hongxing. Can internal control fasten the fence of insiders' opportunistic sales?. *Accounting Research*, 2019(7):82-89.
- [35] 张建平, 张嵩珊. 巡视监督、内部控制与企业违规. *外国经济与管理*, 2020, 42(5):17-28.
- ZHANG Jianping, ZHANG Songshan. Inspection supervision, internal control and enterprise violation. *Foreign Economics & Management*, 2020, 42(5):17-28.
- [36] HEALY P M, WAHLEN J M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 1999, 13(4):365-383.
- [37] DECHOW P M, SLOAN R G, SWEENEY A P. Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 1995, 70(2):193-225.
- [38] 田高良, 封华, 赵晶, 等. 险中求胜还是只轮不返: 风险承担对股价崩盘的影响. *管理科学*, 2020, 33(2):127-143.
- TIAN Gaoliang, FENG Hua, ZHAO Jing, et al. Get the wealth by risking or suffer the losses of failure: the effects of risk-taking on stock price crash. *Journal of Management Science*, 2020, 33(2):127-143.
- [39] KIM C, WANG K, ZHANG L D. Readability of 10-K reports and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 2019, 36(2):1184-1216.
- [40] CHEN T, HARFORD J, LIN C. Do analysts matter for governance? Evidence from natural experiments. *Journal of Financial Economics*, 2015, 115(2):383-410.
- [41] AMOOZEGAR A, BERGER D, CAO X L, et al. Earnings conference calls and institutional monitoring: evidence from textual analysis. *The Journal of Financial Research*, 2020,

- 43(1):5–36.
- [42] 梁上坤,徐灿宇,王瑞华. 和而不同以为治:董事会断裂带与公司违规行为. *世界经济*, 2020, 43(6):171–192.
- LIANG Shangkun, XU Canyu, WANG Ruihua. Harmony in diversity as good governance: board faultlines and corporate fraud. *The Journal of World Economy*, 2020, 43(6):171–192.
- [43] LENNOX C S. Audit quality and auditor size: an evaluation of reputation and deep pockets hypotheses. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1999, 26(7/8):779–805.
- [44] 伊志宏,李艳丽,高伟. 市场化进程、机构投资者与薪酬激励. *经济理论与经济管理*, 2011(10):75–84.
- YI Zhihong, LI Yanli, GAO Wei. Marketization, institutional investors and compensation incentive. *Economic Theory and Business Management*, 2011(10):75–84.
- [45] 王小鲁,樊纲,胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018). 北京:社会科学文献出版社, 2019:216–232.
- WANG Xiaolu, FAN Gang, HU Lipeng. *Marketization index of China's provinces: NERI report 2018*. Beijing: Social Sciences Academic Press (China), 2019:216–232.

“National Team” Ownership and Corporate Fraud

WEN Wen¹, QIAO Fei²

1 International Business School, Beijing Foreign Studies University, Beijing 100089, China

2 School of Accounting, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China

Abstract: As an institutional investor with the government background, the “national team” plays an important role in the capital market. Existing literature mainly focuses on the impact of “national team” ownership on companies’ stock price fluctuations and the stability of the capital market. However, whether or not “national team” ownership influences corporate governance decisions remains unexplored.

Using a sample of Chinese A-share listed companies’ data from year 2015 to 2019 and employing different empirical approaches, including Probit regression, Poisson regression, Propensity Score Matching, Heckman two-stage method, and firm-fixed effect model, this study empirically investigates the impact of “national team” ownership on corporate fraud tendency and frequency, as well as the mechanism. In addition, this study examines the impact of the holding time and type of the “national team” ownership on corporate fraud, as well as the moderating effect of the external governance environment and internal fraud opportunity.

The results reveal that “national team” ownership significantly inhibits corporate fraud. Compared with firms without “national team” ownership, firms with “national team” ownership have lower likelihood and frequency of fraud. The mechanism tests show that the “national team” ownership plays its governance role by improving the internal control system, restraining management opportunistic behavior, and improving information transparency. Further analyses reveal that, “national team” ownership has a stronger inhibition effect on severe corporate fraud than on normal fraud. The governance effect of “national team” ownership is stronger when its holding time gets longer. In addition, the impact of “national team” ownership on corporate fraud is more pronounced in provinces with higher degree of regional marketization and firms audited by “non-big four” audit firms.

Through theoretical analyses and empirical tests, this study extends the economic consequences of “national team” ownership into the field of corporate fraud, provides a new research perspective for the economic consequence of “national team” ownership, and enriches the literature on the determinants of corporate fraud. In practice, the findings provide implications for improving corporate governance structure, preventing companies’ illegal behavior, and strengthening investor protection.

Keywords: “national team” ownership; corporate fraud; internal control; information transparency; corporate governance

Received Date: April 10th, 2021 **Accepted Date:** June 24th, 2021

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China (72002014, 72073019), the Social Science Fund of Liaoning Province (L20CGL009), and the Collaborative Innovation Center of Socialist Theory with Chinese Characteristics in Beijing Universities (Beijing Foreign Studies University)

Biography: WEN Wen, doctor in management, is a lecturer in the International Business School at Beijing Foreign Studies University. Her research interests include corporate governance and corporate finance. Her representative paper titled “Directors with foreign experience and corporate tax avoidance” was published in the *Journal of Corporate Finance* (Volume 62, 2020). E-mail: wenwen_bfsu@bfsu.edu.cn

QIAO Fei, doctor in management, is a lecturer in the School of Accounting at Dongbei University of Finance and Economics. Her research interest focuses on capital market finance and accounting. Her representative paper titled “Can vertical interlocks of executives inhibit corporate fraud?” was published in the *Business and Management Journal* (Issue 5, 2021). E-mail: feiqiao@dufe.edu.cn □