

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20220601.203

“国家队”持股与上市公司异常停牌

文雯¹, 张梦娇²

(1. 北京外国语大学国际商学院, 北京 100089; 2. 厦门大学财务管理与会计研究院, 福建 厦门 361005)

摘要: 本文选取2015—2020年沪深A股上市公司为样本, 研究“国家队”这类具有政府背景的特殊机构投资者对上市公司异常停牌行为的影响及其作用机理。研究发现: (1)“国家队”持股能显著减少上市公司异常停牌的概率、次数和时长。(2)“国家队”持股主要通过改善信息环境和缓解代理问题抑制企业异常停牌行为。(3)“国家队”持股时间越长, 其对企业异常停牌行为的抑制作用越显著。(4)“国家队”持股对股票异常停牌的治理效应在市场化程度较高的地区和民营企业中更加显著。研究结论为“国家队”持股在微观企业经营决策中发挥的治理作用提供了新的经验证据, 对进一步完善我国停牌制度及提高上市公司质量具有启示意义。

关键词: “国家队”持股; 股票异常停牌; 信息透明度; 代理成本; 公司治理

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2023)02-0022-19

一、引言

股票停牌政策的设立初衷在于保障市场信息披露的公平与公正, 维护投资者的合法权益。根据实际发起者的不同, 中国股票停牌主要有以下两种情形: 其一是因上市公司发生严重违规行为时, 由证监会或证券交易所直接发起、警示投资者的停牌; 其二是因企业筹划重大事项, 由上市公司主动申请、经证券交易所批准后的停牌(石阳等, 2019)。在我国, 一方面, 由于停牌制度缺乏行之有效的惩罚机制和实时监管举措, 企业拥有很大的停牌自主权, 由上市公司主动申请的停牌通常“申请即办理”。另一方面, 基于避险与逐利的动机, 停牌在一定程度上既可以促使公司股票短期内价格趋于稳定, 又可以推高市场预期, 为内部人谋取私利创造机会。因此, 上市公司滥用停牌制度的现象在我国资本市场上频频发生。根据国泰安数据库的数据库统计, 2015年至2017年每年至少有2000多家公司实施停牌, 其中每年都有200余家公司停牌超过了100个交易日。2018年证监会完善股市停复牌制度后^①, 虽然停牌现象有所减少, 但每年还是有

收稿日期: 2022-02-09

基金项目: 国家自然科学基金项目(72002014); 中央高校基本科研业务费专项资金资助(2022JJ011, 2022TD001); 北京外国语大学“双一流”重大(点)标志性项目研究成果(2022SYLZD001); 北京外国语大学“中青年卓越人才支持计划”。

作者简介: 文雯(1991—), 女, 北京外国语大学国际商学院副教授(通讯作者, wenwen_bfsu@bfsu.edu.cn); 张梦娇(1999—), 女, 厦门大学财务管理与会计研究院硕士研究生。

^①资料来源: 证监会公告〔2018〕34号《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》。

800家左右的企业申请停牌。相较而言,摩根士丹利资本国际公司(MSCI)编制的全球资本市场指数中的公司平均停牌比例仅为0.2%(林少伟,2018),远低于中国。由此可见,我国发生停牌的上市公司占比及其停牌持续时间远远超过国外成熟资本市场。

我国上市公司停牌存在申请停牌企业多、停牌时间长、多以重大资产重组为主要事由且没有明确的复牌时间表等特点。这种异常、无期限停牌剥夺了投资者的知情权与交易权,严重损害了外部投资者利益(吴育辉等,2013;石阳等,2019)。同时,此类停牌中断了股票交易,因而破坏了市场流动性,扰乱了正常秩序,不利于培育健康成熟的资本市场(李姗姗,2016)。此外,上市公司异常停牌可能有损中国资本市场的整体形象并影响A股的国际化进程(林少伟,2018)。正如MSCI总裁贝尔·佩蒂特所言,MSCI代表的是侧重市场透明性的长期机构投资者,这类投资者对中国上市公司异常停牌问题非常关注。因此,股票停牌问题有可能掣肘我国上市公司在MSCI全球指数体系中的扩容。目前学术界对于股票停牌问题的研究侧重停牌制度的实施效果。部分学者认为,股票停牌能够减少市场的恐慌情绪(Corwin和Lipson,2000;Abad和Pascual,2013),保护投资者利益;另有部分学者发现停牌阻碍了信息的及时传播,降低了市场的价格发现效率(廖静池等,2009),增加了股票交易量和价格波动性(Christie等,2002;Cui和Gozluklu,2016)。在停牌决策的影响因素方面,已有文献发现信息不对称、大股东市值管理动机会影响企业停牌行为(孙建飞,2017;李贤等,2018;郭思永等,2020)。目前,尚无文献从特殊的机构投资者——“国家队”投资主体视角出发探究公司股票异常停牌行为的治理机制。

“国家队”投资主体主要包括汇金公司、证金公司、证金资管、“救市”基金以及外管局旗下投资平台^①。相较于国内一般机构投资者,“国家队”在背景属性、持股目标、市场关注等方面有显著差异,其持股效应难以被一般机构投资者所替代。具体而言,首先,“国家队”投资主体拥有政府背景,兼具投资者和监管者双重身份(文雯和乔菲,2021)。例如,汇金公司是由国务院授权,代表国家对相关企业进行股权投资,证金公司中包含证券、期货、商品交易所和证券登记结算公司等监管部门。其次,作为长期投资者,“国家队”以稳定市场为目的,短期内无收益率目标,能够减少噪声交易,主张公司内部人关注企业的长期收益与发展(李志生和金凌,2019)。再次,“国家队”的投资体量较大,具有很强的信号作用,能够吸引市场中利益相关方的高度关注。2015年中国资本市场发生严重的股市崩盘现象,为挽救投资者信心、防止股价过度下跌,“国家队”投资主体直接进入二级市场进行交易救市,有效化解系统性风险(李志生等,2019),稳定投资者情绪(王雄元和何雨晴,2020)。在完成此次“救市”后,以中证金融公司为首的“国家队”并未退出市场,而是继续发挥维稳作用,以促进资本市场长期健康发展^②。根据东方财富Choice数据库统计,到2015年末,“国家队”持股公司数为1287家,市值为3.81万亿元;到2020年末,“国家队”持股公司数为859家,持股市值保持在3.8万亿元以上的水平,说明“国家队”依然积极参与资本市场,并没有明显的退出趋势。作为维护资本市场稳定的机构投资者,“国家队”投资主体除了能够在危急关头稳定资本市场之外,能否对微观企业的日常经营活动以及决策行为产生影响呢?为此,本文考察“国家队”持股对上市公司异常停牌行为的影响及其治理机制。

作为一类特殊的机构投资者,“国家队”可以通过提高企业信息透明度、缓解融资约束、减缓委托代理问题等途径发挥对上市公司的治理功能(于雪航和方军雄,2020;文雯和乔菲,

^①汇金公司主要包括中央汇金资产管理有限公司与中央汇金投资有限责任公司,是2003年由国家出资设立的国有独资公司;证金公司指中国证券金融股份有限公司,是2011年由上交所、深交所等机构共同发起设立的全国性证券类金融机构;证金资管是证金公司的分仓号,全称为中证金融资产管理计划,共有十大基金专户;救市公募基金包括嘉实新机遇、华夏新经济、南方消费活力、招商丰庆和易方达瑞惠,2015年股灾期间为了救市,由证金公司和这五家基金公司分别出资认购成立;外管局旗下的三个投资平台中,梧桐树投资平台有限责任公司于2014年成立,并于2015年出资成立了北京凤山投资公司与北京坤藤投资公司。

^②资料来源:中国证券监督管理委员会公告〔2015〕21号《关于中国证券金融股份有限公司向中央汇金公司协议转让部分股票的通知》。

2021;文雯等,2021)。本文认为,“国家队”持股能发挥良好的信号作用和治理职能,通过改善信息环境与缓解代理问题,制衡内部人攫取私利的动机,从而抑制上市公司异常停牌的行为。一方面,“国家队”持股后,上市公司会得到市场参与者的广泛关注,从而降低企业信息不对称,提高信息透明度,进而减少企业异常停牌。另一方面,作为独立的机构投资者,“国家队”有能力通过“用脚投票”以及通过声誉激励机制约束监督管理层,缓解代理问题,威慑内部人的短视倾向与机会主义行为,从而抑制异常停牌行为。

本文选取2015—2020年A股上市公司为研究样本,实证检验“国家队”持股对企业异常停牌的影响及作用机制。本文的研究贡献如下:第一,从企业异常停牌行为的角度拓展了“国家队”持股的经济后果研究。现有研究主要考察了“国家队”持股在“股灾”危机期间的救市作用,包括稳定股票市场、提振市场信心、防范金融风险和降低股价波动等(李志生等,2019;李志生和金凌,2019;王雄元和何雨晴,2020),而从长期效应角度关注“国家队”持股对企业微观经济活动影响的研究却相对较少。已有研究发现,“国家队”具有治理效应,能够增加企业创新投资、提高企业盈余质量、抑制企业违规行为、降低企业风险(于雪航和方军雄,2020;文雯和乔菲,2021;文雯等,2021)。在中国资本市场中,停牌制度的滥用对投资者利益造成损失(石阳等,2019)。本文以企业异常停牌决策作为切入点,发现“国家队”持股可以抑制上市公司异常停牌,这为“国家队”持股在微观企业层面的治理效应提供了新的经验证据。第二,从特殊的机构投资者视角丰富了企业异常停牌行为的影响因素与治理机制研究。已有文献主要探究了上市公司滥用停牌制度对内部人私利攫取行为的助长以及对外部投资者利益的负面影响(吴育辉等,2013;石阳等,2019),也有部分文献探究了信息不对称、市值管理动机以及治理特征等对股票停牌行为的影响(孙建飞,2017;李贤等,2018;郭思永等,2020),但尚无文献从具有政府背景的特殊机构投资者视角探究其对上市公司异常停牌的影响。本文从“国家队”投资主体这一类特殊机构投资者的视角扩展了企业异常停牌的治理机制研究,也为有效防范与治理公司异常停牌行为提供政策启示。

二、文献综述与研究假设

(一)“国家队”持股经济后果的文献回顾

“国家队”持股经济后果的文献主要分析了“国家队”救市的政策效应。“国家队”持股在稳定股票市场、增加市场信心、防范金融风险和降低股价波动等方面具有正面积积极的作用。李志生等(2019)发现,“国家队”为市场注入了流动性,并且提振了市场信心,进而有效降低了“股灾”期间股票价格的尾部系统风险。李志生和金凌(2019)表明,“国家队”持股降低股票价格波动性的机制在于“国家队”持股能够提高企业信息透明度、减少噪声交易、缓和股民情绪和削弱投资者异质性信念。此外,“国家队”持股不仅能减少被持股公司的股价波动性,也能降低行业内其他公司的股价波动性。同时,更多、更权威的媒体报道对“国家队”持股降低股价波动性有放大效应(王雄元和何雨晴,2020)。然而,“国家队”持股有时也会发挥负面作用。例如,“国家队”持股导致股价同步性和交易成本显著增加(李志生等,2019),股价信息含量大幅下降。

除研究“国家队”的救市职能外,也有少数文献研究了“国家队”持股是否以及如何影响微观企业的经营与投融资决策。在企业投资决策方面,“国家队”持股通过缓解企业融资约束和降低委托代理成本,进而增加企业创新投资(于雪航和方军雄,2020)。同时,“国家队”持股可以发挥治理公司违规行为的功能,主要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来实现(文雯和乔菲,2021)。除此之外,“国家队”持股能够通过缓解融资

约束,提高企业投资效率(冯晓晴和文雯,2022),并通过改善外部信息环境,显著减少企业风险(文雯等,2021)。

综上所述,目前有关“国家队”持股的文献主要聚焦于检验“国家队”持股对股市的宏观政策效应以及其影响机制,关于“国家队”持股是否以及如何影响微观企业经营、投融资决策与行为的研究尚处于起步阶段。本文基于上市公司异常停牌的微观视角探究“国家队”持股的治理效应,以期完善现有文献的研究框架。

(二)上市公司异常停牌的研究回顾

交易所制定上市公司停牌措施的初衷是将有关信息及时、有效地传递给市场参与者,稳定股票市场,促进市场有效性。根据冷却效应(cooling off effect),股票停牌具有一定的风险提示作用,能够提供给交易者更多的时间,促使交易者充分理性评估相关信息并及时调整交易策略,缓解市场的过度恐慌情绪(Corwin和Lipson,2000;Abad和Pascual,2013),抑制投机套利行为与内幕交易,促进价格发现,进而保护处于信息弱勢的交易者的利益。然而,不少研究发现停牌措施的实施并未实现其初衷。根据交易中学习模型(learning through trading),由于股票停牌中断交易,剥夺了交易者从连续交易中学习的机会,从而阻碍市场信息的传递,降低价格发现效率(Madura等,2006;Sifat和Mohamad,2019),减少流动性并增加股票交易量和价格波动(Christie等,2002;Frino等,2011),反而对投资者利益保护和资本市场平稳发展产生不利影响。

由于中国资本市场的发展时间较短、相关制度还不够健全、投资者保护理念尚不成熟,上市公司任性申请停牌、停牌期间内不及时不充分披露信息、滞缓复牌进度等滥用股票停牌制度的现象频繁发生。企业滥用停牌制度给内部人创造了谋取私利的机会,不但严重损害外部投资者利益(吴育辉等,2013;石阳等,2019),也不利于培育健康成熟的资本市场环境(李姗姗,2016)。基于国内资本市场的研究发现,股票停牌制度带来的交易中止降低了市场的价格发现效率(廖静池等,2009),增加了股票复牌后的交易量和波动性,同时降低了股票的流动性(胡婷等,2017)。由高噪音交易风险引起的异常波动停牌能够抑制价格发现效率,促进股价波动(李洋等,2018)。无论是强制停牌还是自愿停牌,股票停牌都会导致异常的投资回报率,以及股票交易量和波动性的显著上升(He等,2019)。此外,由于中国停牌定位陈旧、停牌诱因众多以及对违规停牌的打击力度不够,上市公司异常停牌可能有损A股的整体形象,甚至直接影响A股的国际化进程(林少伟,2018)。

虽然有不少文献研究停牌措施的实施效果,但关于停复牌行为的影响因素与治理机制的研究却相对较少,主要集中于信息不对称、市值管理动机以及治理特征等相关因素。郭思永等(2020)以地理位置度量企业内外部的软信息不对称,发现地处或靠近大都市的公司停牌时长和次数均显著更少。李贤等(2018)的研究指出,与市值管理动机相关的公司特征显著影响企业的停复牌行为。例如,出于“避免经营危机”的动机,净资产回报率越低的企业停牌的几率越大;出于“避免公司易主”的动机,大股东持股比例越低的企业越容易在股灾中进行停牌。孙建飞(2017)通过研究公司治理特质对停牌行为的影响发现,管理层持股、股权质押比例越高的公司越容易实施停牌,而股权集中度与停牌行为则呈现显著负相关关系。

综上所述,从政策措施角度考察上市公司停牌实施效果的文献已有不少,但目前探究影响上市公司停复牌行为的因素与治理机制的文献还相对匮乏。虽有文献研究了机构投资者总体持股比例对停牌行为的影响(孙建飞,2017),但已有文献并未考虑机构投资者的异质性,尚无文献关注具有治理效应和政府属性的“国家队”机构投资主体。因此,本文探究“国家队”持股对上市公司异常停牌的影响,有助于拓展机构投资者异质性经济后果的研究,并丰富公司停复牌

行为治理机制的文献。

(三)理论分析与研究假设

与国际成熟资本市场的停牌现象不同的是,国外成熟资本市场的上市公司通常仅在面临交易所处罚时进行短暂的临时性被动停牌,而我国资本市场中的上市公司存在随意申请停牌现象,公司多以“拟筹划重大资产重组”“重要事项未公告”等托词申请停牌,以实现风险规避,甚至在股价暴跌期间出现“千股停牌”的现象。并且上市公司在停牌时点选择、时长跨度和频率方面具有较大的主动权,部分公司存在数月甚至数年长期停牌现象,这种操作强化了企业内部人攫取私利的动机。异常停牌已经成为一些上市公司规避股权质押平仓风险、应对股价崩盘风险压力、反制要约收购、大股东减持套现的工具,这大大损害了外部投资者的利益(吴育辉等,2013;石阳等,2019)。“国家队”作为具有政府监管背景的外部机构投资者,在2015年资本市场剧烈波动中有效维护了股市的稳定并防范了系统性风险的发生(李志生等,2019;王雄元和何雨晴,2020)。“国家队”并未直接退出,依然活跃在A股市场,并通过改善外部信息环境、缓解融资约束、减缓委托代理问题等途径对上市公司发挥治理效应(于雪航和方军雄,2020;文雯和乔菲,2021;文雯等,2021)。本文认为,“国家队”能够通过降低信息不对称与缓解代理问题对大股东以及高层管理者的私利攫取行为予以威慑,从而抑制上市公司异常停牌行为。

第一,“国家队”持股具有信号传递功能,可以降低内外部信息不对称,提高企业的信息透明度,从而增加内部人因谋取私利而进行停牌操纵的成本。根据信号传递理论,“国家队”可以缓解企业信息不对称带来的诸如逆向选择与道德风险问题,从而抑制企业异常停牌。“国家队”在2015年至2020年年度平均持股市值约为3.8万亿元,可见其投资体量较大,其持股动向会成为市场各利益相关方关注的焦点。总的来看,相对于未被“国家队”持股的公司而言,被“国家队”持股的公司会受到更多来自其他投资者、分析师的关注^①。此外,新闻媒体也十分重视“国家队”持股的动向,有不少较为权威的财经报纸与媒体网站都有对“国家队”持股某家公司进行过报道^②。因此,当公司被“国家队”持股后,其他机构投资者可能会加强对被持股公司相关信息的关注,分析师则对被持股公司的表现进行更加理性专业的跟踪与分析,新闻媒体也会进一步挖掘与曝光公司的隐藏事项,这可以缓解外部利益相关者与公司内部的信息不对称,提高公司的信息透明度。具体而言,一方面,“国家队”的进入使得公司内部人和投资者的信息差距缩小,投资者由于事前的信息不对称形成错误的投资决策和利益受损的几率减少,逆向选择问题得到减缓,这在一定程度上对以加强信息披露和保护投资者利益为初衷的停牌制度形成了替代效应。因此,被“国家队”持股的企业信息不对称问题越少,其申请停牌的难度更大。同时,由于“国家队”是由政府授权代表国家进行投资的,具有政府背景的“国家队”持股可以向市场中的投资者传递积极的信号,给予投资者正向预期,降低公司股价的波动性(王雄元和何雨晴,2020),从而抑制了企业为规避风险而采用异常停牌的行为。另一方面,“国家队”可以通过缓解道德风险问题从而抑制企业异常停牌行为。停牌时股票中断交易,市场信息的传递被阻断(Madura等,2006;Sifat和Mohamad,2019),彼时公司内部人掌握着外部投资者没有的内部信息,为了追求私人收益,可能会产生机会主义行为(林少伟,2018),从而损害投资者的利益(Jensen和Meckling,1976)。不同于一般的机构投资者,“国家队”具有政府监管背景,当公司被“国家队”持股后,由于“国家队”拥有更权威的信息源和更强大的信息分析技能(于雪航和方军雄,2020),可以增加

^①本文根据样本公司是否被“国家队”持股计算得出:被“国家队”持股的样本中分析师跟踪人数的平均值为8.868,而没有被“国家队”持股的样本中仅为5.676;被“国家队”持股的样本中,其他机构投资者持股比例的平均值为46.8%,而没有被“国家队”持股的样本中仅为39%。

^②例如:《中国证券报》<https://www.jiemian.com/article/5187457.html>;《21世纪经济报道》<http://www.21jingji.com/article/20220328/herald/3b5cb6cfa104bde7a925677df8298de.html>;东方财富网<https://caifuha0.eastmoney.com/news/20220408163647542320220>。

股市中企业的信息数量和质量,减少企业信息的不对称性,增加企业受到的关注。同时,当拥有政府背景的“国家队”发现企业的违规和不当行为时,可以由交易所等监管部门做出相应的披露和处罚(于雪航和方军雄,2020)。上述举措都有可能抑制内部人的机会主义行为,提高企业从事违规行为的成本和诉讼风险,从而减少大股东与管理层因私利攫取动机进行的异常停牌操纵行为。

第二,“国家队”具有治理作用,通过缓解管理层代理问题、约束内部人的不当行为,从而减弱企业的异常停牌行为。已有研究发现,具有长期视野的积极机构投资者能够有效改善公司治理水平(McCahery等,2016)。“国家队”的功能定位是长期型机构投资者,肩负促进资本市场长期稳定发展的重要职能。“国家队”作为拥有政府背景的机构投资者,有能力也有动机积极参与公司的监督与管理,从而发挥良好的治理效应,抑制股票异常停牌。具体而言,“国家队”可以通过内部与外部治理机制这两种形式抑制异常停牌行为。一方面,就内部治理的监督机制而言,“国家队”可以通过减持股票等方式“用脚投票”,对大股东出于高位套现、规避股权质押平仓风险、管理层谋取私利等动机进行的停牌操纵予以威慑和遏制。由于“国家队”的投资体量较大且具有“风向标”的引领作用,当“国家队”卖出公司股票时可能引起股票价格出现较大幅度下跌,也会引起监管部门的关注,出于维护公司股价稳定和降低违规处罚风险的动机,内部人可能减少因私利申请停牌的动机,从而降低异常停牌频率。另一方面,就外部治理的约束机制而言,“国家队”可以通过声誉激励机制约束监督管理层,从而抑制企业异常停牌行为。作为长期积极型机构投资者,“国家队”以维护资本市场稳定和促进资本市场长期繁荣为目的,不以短期盈利为业绩目标。相比于短期机构投资者,“国家队”投资主体能够减少噪声交易,缓解内部人的短视行为,给予公司管理层更加宽松的氛围,使其关注企业创新活动和长期发展(李志生和金凌,2019;于雪航和方军雄,2020)。通常声誉好的管理层会得到更好的待遇和薪酬,管理层为获取长期收益,需要格外重视职业声誉,避免短视行为。如果管理层为获取短期利益,不惜进行异常停牌操纵,损害公司以及股东利益,其声誉有可能会下降,并面临被替换或者在经理人市场中贬值的职业风险。因此,“国家队”机构投资者有助于缓解内部人短视行为,降低管理层代理成本,削弱私利攫取动机,从而抑制公司异常停牌行为。

综上所述,“国家队”持股能够发挥良好的信号作用和治理职能,从而抑制上市公司异常停牌。由此,本文提出以下假设:

H1:“国家队”持股有助于抑制公司异常停牌行为,“国家队”持股公司发生异常停牌的概率更低、次数更少、时长更短。

三、研究设计

(一)研究样本与数据来源

本文选取2015—2020年期间A股上市公司作为初始研究样本。选择2015年作为样本研究的起点,是因为2015年中国资本市场开始出现异常波动,为稳定股市,“国家队”开始大量持有A股上市公司股票;而2020年则为本研究所能获取的最新数据年份。参考李志生和金凌(2019)、罗进辉等(2020)的处理,在初始样本的基础上,按以下标准筛选和处理样本:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除样本期间被ST、*ST等特殊处理的公司;(3)由于深交所规定,上市公司资不抵债时,交易所可予以停牌,该停牌由客观原因所致,因此剔除资产负债率大于1的公司—年份样本;(4)剔除相关数据存在缺失的观测值;(5)为避免极端异常值的影响,对所有连续变量进行1%和99%分位水平上的缩尾处理。最终本文得到3400家上市公司的13377个公司—年

份观测值。“国家队”持股数据出自Choice金融数据库,上市公司股票停牌复牌数据、公司治理以及财务数据均来自国泰安数据库(CSMAR)和中国研究数据服务平台(CNRDS)。

(二)变量定义

1.被解释变量

本文的被解释变量是上市公司异常停牌。参考已有研究(胡婷等,2017;石阳等,2019;郭思永等,2020;罗进辉等,2020)对停牌变量的界定,本文采用三个变量度量:异常停牌哑变量(*HALTD*),若公司发生了异常停牌行为,*HALTD*取值为1,否则取0;异常停牌次数(*HALTF*),等于公司累计异常停牌的次数加1取自然对数;异常停牌时长(*HALTP*),以公司异常停牌的总时长(小时数)加1取自然对数来衡量。异常停牌哑变量、异常停牌次数、异常停牌时长分别代表着异常停牌的概率、频率与时长。

参考石阳等(2019)对异常停牌的界定,根据上市公司申请停牌的事件类型、停牌的时间长度、是否披露重要信息等方面区分正常停牌与异常停牌。异常停牌是指:(1)重大事项停牌属于重大资产重组类别且停牌时间多于3个月;(2)重大事项停牌属于非公开发行类别,不涉及重大资产重组且停牌时长多于10个交易日,或者涉及重大资产重组且停牌时长多于1个月;(3)停牌属于其他重大事项类别且交易复牌时间长度多于10个交易日;(4)其他事项停牌或未披露终止筹划重大事项具体原因等重要信息,且停牌时间多于10个交易日。

2.解释变量

“国家队”持股是本文的解释变量。根据东方财富Choice金融终端数据库的统计,“国家队”包括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、10个中证金融资产管理计划、5个证金定制基金和外管局旗下的3个投资平台。参考现有研究(李志生和金凌,2019;于雪航和方军雄,2020;文雯和乔菲,2021)对“国家队”持股的衡量方式,本文界定两个变量:(1)*NAT*表示“国家队”持股哑变量,如果公司被“国家队”持股则取1,否则取0;(2)*NAP*代表“国家队”持股比例,采用“国家队”持股数量占公司流通股数的比值来衡量。

3.控制变量

参照以往文献(孙建飞,2017;李贤等,2018;郭思永等,2020;罗进辉等,2020),本文同时控制了其他可能影响上市公司异常停牌行为的影响因素。包括公司财务特征变量:企业规模(*SIZE*)、负债水平(*LEV*)、盈利能力(*ROA*)、流动性(*CUR*)、市账比(*MTB*);公司治理特征变量:其他机构投资者持股(*INSTO*)、第一大股东持股(*TOPI*)、管理层持股(*MANO*)、董事会规模(*BFSIZE*)、两职合一(*DUA*)、独立董事比例(*BIND*)、产权性质(*SOE*)、公司年龄(*AGE*)、股权激励计划(*INC*)、大股东股权质押比例(*PLD*)、交叉上市(*BH*)。此外,也控制了股票正常停牌(*HALTN*)、市场化程度(*MKT*)、年份哑变量(*YEAR*)和行业哑变量(*IND*)。本文主要变量定义列示于表1中。

(三)模型设计

“国家队”对持股上市公司发挥的治理作用可能需要一段时间才能体现,为降低反向因果问题,本文用*t*年的解释变量和控制变量对*t+1*年的被解释变量构建如下模型,以检验“国家队”持股对公司异常停牌行为的影响:

$$HALT_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 NA_{i,t} + \alpha_j CONTROLS_{i,t} + IND + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,下标*i*代表企业,*t*代表年份,*j*表示控制变量序号,(1)式中*HALT*表示公司异常停牌行为,分别用*HALTD*(是否异常停牌哑变量)、*HALTF*(公司异常停牌的频率)、*HALTP*(公司异常停牌的时长)三种方式度量。*NA*表示国家队持股,采用“国家队”持股哑变量(*NAT*)和“国家队”持股

表1 变量定义表

	变量名称	变量	变量定义
因变量	异常停牌哑变量	<i>HALTD</i>	若公司发生异常停牌行为,取值为1,否则为0
	异常停牌次数	<i>HALTF</i>	公司累计异常停牌次数加1取自然对数
	异常停牌时长	<i>HALTP</i>	公司异常停牌的总时长(小时数)加1取自然对数
自变量	“国家队”持股哑变量	<i>NAT</i>	若公司被“国家队”持股则取1,否则取0
	“国家队”持股比例	<i>NAP</i>	“国家队”持股数量占公司流通股数的比值
控制变量	企业规模	<i>SIZE</i>	公司总市值加1取自然对数
	负债水平	<i>LEV</i>	公司负债总计与资产总计的比值
	盈利能力	<i>ROA</i>	公司净利润与资产总计的比值
	流动性	<i>CUR</i>	公司当年末流动资产除以总资产
	市值账面比	<i>MTB</i>	公司市场价值与账面价值(股东权益)的比值
	其他机构持股者 持股比例	<i>INSTO</i>	除“国家队”以外的其他机构投资者持股数量除以上市 公司总股数
	第一大股东持股	<i>TOP1</i>	第一大股东持股数量除以上市公司总股数
	管理层持股比例	<i>MANO</i>	管理层持股数量除以上市公司总股数
	董事会规模	<i>BSIZE</i>	公司的董事会人数
	两职合一	<i>DUA</i>	公司董事长和总经理兼任则取1,否则为0
	独立董事比例	<i>BIND</i>	独立董事人数除以董事会总人数
	产权性质	<i>SOE</i>	最终控制人为国有时取1,否则为0
	公司年龄	<i>AGE</i>	当年度减去公司成立年份之差加1取自然对数
	股权激励计划	<i>INC</i>	若公司实施股权激励计划,取值为1,否则为0
	股权质押比例	<i>PLD</i>	大股东质押股份占公司自由流通股的比例
	交叉上市	<i>BH</i>	若公司发行A+B股或A+H股,取值为1,否则为0
	正常停牌	<i>HALTN</i>	若公司当年度发生除异常停牌行为以外的正常停牌,取 值为1,否则为0
	市场化环境	<i>MKT</i>	采用王小鲁等(2021)编制的公司注册地所在省市的市场 化相对进程指数
	年份哑变量	<i>YEAR</i>	属于某年度时,取值为1;否则为0
	行业哑变量	<i>IND</i>	属于某行业时,取值为1;否则为0

比例(*NAP*)度量,*CONTROLS*代表控制变量,*IND*代表行业,*YEAR*代表年份。 α_0 为截距项, α_1 为“国家队”持股变量的估计系数, α_i 为各控制变量对应的估计系数, ε 为随机扰动项。由于因变量*HALTD*为哑变量,故采用Logit模型回归;对于*HALTF*与*HALTP*变量,构建多元OLS模型进行估计。为解决公司层面的异方差问题,回归系数的标准误均在公司层面上进行聚类(cluster)处理。根据研究假设,预期估计系数 α_1 显著为负,即被“国家队”持股的上市公司,停牌概率更低、停牌次数更少、停牌时长更短。

四、实证结果分析

(一)描述性统计

本文关键变量的描述性统计结果如表2所示。其中,14%的样本出现过异常停牌行为;企业年度异常停牌次数(*HALTF*)的最大值为1.099,说明有上市公司一年中出现4次异常停牌行为;上市公司年度异常停牌时长(*HALTP*)的均值为0.740,而在发生异常停牌的子样本中,该变量均值为5.272,相当于194小时($e^{5.272}-1$)的交易时长,约等于48.5个交易日。这些均表明我国上市公司发生异常停牌的情形较为普遍,且停牌时间长,停牌次数多。“国家队”持股的虚拟变量(*NAT*)的均值为0.329,表明研究样本中大约有32.9%的公司被“国家队”持股;“国家队”持股比例(*NAP*)变量的均值为0.007,最大值为0.076,表明“国家队”在不同公司之间的持股比例存在

显著差异,这与文雯等(2021)的统计结果相似。其他控制变量的描述性统计结果与前人研究基本保持一致。

表2 描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	p25	中位数	p75	最大值
<i>HALTD_{t+1}</i>	13 377	0.140	0.374	0	0	0	0	1
<i>HALTF_{t+1}</i>	13 377	0.102	0.256	0	0	0	0	1.099
<i>HALTP_{t+1}</i>	13 377	0.740	1.850	0	0	0	0	6.201
<i>NAT</i>	13 377	0.329	0.470	0	0	0	1	1
<i>NAP</i>	13 377	0.007	0.014	0	0	0	0.008	0.076
<i>SIZE</i>	13 377	22.690	0.907	21.100	22.040	22.570	23.220	25.670
<i>LEV</i>	13 377	0.409	0.199	0.059	0.247	0.397	0.554	0.878
<i>ROA</i>	13 377	0.040	0.061	-0.285	0.016	0.039	0.070	0.196
<i>CUR</i>	13 377	0.575	0.200	0.102	0.439	0.589	0.727	0.958
<i>MTB</i>	13 377	3.919	2.873	1.292	2.310	3.121	4.431	22.070
<i>INSTO</i>	13 377	0.414	0.245	0	0.193	0.432	0.615	0.900
<i>TOPI</i>	13 377	0.254	0.192	0	0	0.260	0.390	0.706
<i>MANO</i>	13 377	0.154	0.203	0	0	0.022	0.300	0.684
<i>BSIZE</i>	13 377	8.436	1.603	5	7	9	9	14
<i>DUA</i>	13 377	0.303	0.460	0	0	0	1	1
<i>BIND</i>	13 377	0.376	0.052	0.333	0.333	0.364	0.429	0.571
<i>SOE</i>	13 377	0.311	0.463	0	0	0	1	1
<i>AGE</i>	13 377	2.913	0.302	2.079	2.708	2.944	3.135	3.526
<i>INC</i>	13 377	0.173	0.378	0	0	0	0	1
<i>PLD</i>	13 377	0.117	0.147	0	0	0.043	0.206	0.576
<i>BH</i>	13 377	0.041	0.198	0	0	0	0	1
<i>HALTN</i>	13 377	0.230	0.421	0	0	0	0	1
<i>MKT</i>	13 377	7.516	1.542	0	6.610	7.800	8.370	10

(二)回归结果分析

表3中汇报了“国家队”持股对企业异常停牌行为的回归结果。回归结果显示,*NAT*与*NAP*的估计系数均在5%或1%水平上显著为负,说明“国家队”持股有助于抑制公司异常停牌行为,即拥有“国家队”持股的公司,停牌概率更低、停牌频率更少、停牌时长更短,支持了本文的研究假设。研究结果说明“国家队”发挥了良好的信号作用和治理作用,能够威慑与约束公司内部人的私利攫取行为,从而抑制上市公司异常停牌行为。

在控制变量方面,上市公司的盈利能力(*ROA*)与公司异常停牌显著负相关,表明公司的盈利能力越弱,公司停牌操控的动机越强;市账比(*MTB*)系数显著为正,说明公司的信息透明度越低,公司愈加可能停牌,这两个控制变量与郭思永等(2020)的回归结果保持一致。股东的股权质押比例(*PLD*)越高,公司越有可能实施异常停牌,与孙建飞(2017)的研究一致。交叉上市(*BH*)的系数显著负相关,说明交叉上市公司面临更加严格的市场监管环境,出现异常停牌的可能性更低。

(三)稳健性检验

1.基于倾向得分匹配法的双重差分(PSM+DID)

考虑到“国家队”持股可能具有一定的偏好性,异常停牌概率小、停牌次数少以及停牌时间短的企业可能更容易被“国家队”选为持股对象;同时,整个市场环境的变化或者一些监管政策的更改也许会影响“国家队”持股对上市公司异常停牌行为的抑制作用。为缓解上述可能产生的内生性问题,参考于雪航和方军雄(2020)的研究,本文使用PSM+DID的方法进行检验。具体而言,将有被“国家队”持股经历的企业作为处理组(*TREAT=1*),将样本期间内从未被“国家队”

表3 “国家队”持股与上市公司异常停牌

变量	HALTD _{t+1}		HALTF _{t+1}		HALTP _{t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
NAT	-0.192** (-2.36)		-0.012*** (-3.01)		-0.078*** (-2.61)	
NAP		-10.082*** (-3.33)		-0.500*** (-4.29)		-3.504*** (-4.05)
SIZE	0.115* (1.93)	0.143** (2.39)	0.007*** (2.79)	0.008*** (3.22)	0.039** (2.19)	0.047*** (2.66)
LEV	-0.571*** (-2.72)	-0.549*** (-2.61)	-0.036*** (-3.06)	-0.035*** (-2.96)	-0.285*** (-3.28)	-0.277*** (-3.18)
ROA	-4.035*** (-5.55)	-4.032*** (-5.52)	-0.124*** (-3.91)	-0.125*** (-3.93)	-0.905*** (-3.88)	-0.914*** (-3.91)
CUR	-0.151 (-0.79)	-0.142 (-0.74)	-0.005 (-0.50)	-0.005 (-0.45)	-0.037 (-0.48)	-0.034 (-0.44)
MTB	0.064*** (5.97)	0.062*** (5.76)	0.006*** (6.21)	0.006*** (6.07)	0.044*** (6.37)	0.043*** (6.22)
INSTO	-0.338 (-1.37)	-0.396 (-1.61)	-0.018 (-1.59)	-0.020* (-1.78)	-0.113 (-1.35)	-0.131 (-1.56)
TOPI	0.022 (0.11)	0.032 (0.16)	0.004 (0.42)	0.004 (0.43)	0.050 (0.74)	0.052 (0.78)
MANO	-0.143 (-0.49)	-0.214 (-0.73)	-0.015 (-1.12)	-0.017 (-1.28)	-0.059 (-0.60)	-0.076 (-0.77)
BFSIZE	-0.010 (-0.31)	-0.007 (-0.24)	-0.001 (-0.37)	-0.000 (-0.32)	-0.004 (-0.43)	-0.004 (-0.37)
DUA	0.070 (0.84)	0.072 (0.87)	0.003 (0.68)	0.003 (0.73)	0.018 (0.58)	0.019 (0.62)
BIND	0.013 (0.02)	0.086 (0.11)	-0.009 (-0.23)	-0.005 (-0.12)	-0.024 (-0.09)	0.007 (0.02)
SOE	-0.267** (-2.39)	-0.251** (-2.24)	-0.010** (-2.19)	-0.010** (-2.09)	-0.064* (-1.84)	-0.060* (-1.72)
AGE	-0.064 (-0.51)	-0.050 (-0.40)	-0.001 (-0.21)	-0.001 (-0.10)	-0.004 (-0.08)	0.001 (0.01)
INC	-0.093 (-0.90)	-0.098 (-0.95)	-0.006 (-1.49)	-0.007 (-1.56)	-0.045 (-1.42)	-0.047 (-1.48)
PLD	2.259*** (9.01)	2.211*** (8.80)	0.124*** (8.39)	0.121*** (8.20)	0.943*** (8.66)	0.922*** (8.47)
BH	-0.394* (-1.71)	-0.393* (-1.71)	-0.012* (-1.70)	-0.012* (-1.67)	-0.092* (-1.75)	-0.092* (-1.73)
HALTN	0.071 (0.93)	0.062 (0.81)	0.002 (0.42)	0.002 (0.36)	0.009 (0.26)	0.006 (0.20)
MKT	0.020 (0.80)	0.019 (0.74)	0.002 (1.11)	0.002 (1.09)	0.011 (0.96)	0.010 (0.94)
CONSTANT	-3.792*** (-2.61)	-4.465*** (-3.06)	-0.014 (-0.22)	-0.041 (-0.66)	0.099 (0.22)	-0.117 (-0.25)
IND & YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	13377	13377	13377	13377	13377	13377
Pseudo R ² /Adj R ²	0.232	0.233	0.106	0.107	0.105	0.105

注:第(1)(2)列括号中为z值,第(3)至(6)列括号中为t值;回归系数的标准误均在公司层面上进行了Cluster处理;***、**、*分别代表在1%、5%和10%的水平上显著。

持股的上市公司作为控制组($TREAT=0$)。按照Logit回归得到的倾向得分,选取最邻近且无放回1:1配对方法将处理组公司和对照组公司匹配。未报告的协变量平衡性检验结果显示,匹

配后的样本满足平衡性假设。

基于PSM的匹配样本,建立了如式(2)所示的多时点双重差分模型。由于上市公司被“国家队”首次持股的时间并不一致,无法定义一个对于每个企业而言都相同的处理时间,因此参考经典文献对于多时点DID模型的设计(Bertrand和Mullainathan,2004),加入公司个体固定效应,进而省略TREAT单独项;控制年份固定效应,所以省略POST单独项。

$$HALT_{i,t+1} = \theta_0 + \theta_1 TREAT_i \times POST_t + \theta_j CONTROLS_{i,t} + FIRM + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,HALT表示上市公司异常停牌变量,交乘项TREAT×POST为虚拟变量,如果标的公司i在年份t被“国家队”首次持股,则t年及以后年份该变量均取1,否则取0。本文主要关注TREAT×POST的系数 θ_1 ,它衡量了“国家队”持股对企业异常停牌的净影响。若 θ_1 显著为负,则表明“国家队”持股可以抑制上市公司异常停牌行为。表4汇报了基于PSM样本的DID回归结果^①。其中,交乘项的估计系数显著为负,说明相对于不存在“国家队”持股的样本,存在“国家队”持股的样本在其持股之后相对于持股之前,其异常停牌的概率和频率显著下降,异常停牌时长也有所降低。上述结果说明,在控制了潜在的内生性问题后,本文的实证结果依然可靠。

表4 倾向得分匹配与双重差分法回归结果

变量	HALTD _{t+1}	HALTF _{t+1}	HALTP _{t+1}
	(1)	(2)	(3)
TREAT×POST	-0.084** (-2.53)	-0.038** (-2.08)	-0.289** (-2.09)
CONTROLS	YES	YES	YES
FIRM & YEAR	YES	YES	YES
N	2899	3738	3738
Pseudo R ² /Adj R ²	0.475	0.196	0.198

2. Heckman两阶段模型

鉴于“国家队”持股决策并非随机产生,“国家队”可能更倾向于持有异常停牌行为更少的企业股票,因此本文采用Heckman两阶段模型重新回归以校正选择性偏差。为避免存在共线性问题并防止估计存在偏误,在第一阶段回归中加入一个外生工具变量。参考已有研究(于雪航和方军雄,2020),选择同年度同行业公司的“国家队”持股均值作为工具变量,该指标与某家特定公司特征的相关性较小,满足工具变量相关性和外生性的要求。随后,将第一阶段计算得出的逆米尔斯比率(IMR)作为控制变量纳入第二阶段中进行回归。实证结果表明,在控制了IMR以后,NAT和NAP的估计系数显著为负,说明在控制样本自选择问题后,本文主要研究结论依旧稳健。

3. 公司固定效应模型

为缓解遗漏变量带来的偏差问题,本文在主回归控制行业因素的基础上,为进一步防止遗漏不随时间变化的公司层面因素对“国家队”持股和公司异常停牌的影响,采用公司固定效应进行检验。加入公司固定效应后,“国家队”持股变量的估计系数依然显著为负,说明本文的结果不受潜在遗漏变量偏误的影响。

4. 其他稳健性检验

为保证实证结果的可靠性,本文还进行如下稳健性检验:(1)改变“国家队”持股的衡量方式。参考李志生和金凌(2019)的研究,将“国家队”是否增持(ΔNAP)作为自变量,若公司当年度

^①多时点DID估计事件的经济效应的可靠性在近期受到了质疑,利用上述模型(2)进行估计时,时间与组别上的异质性可能会使得估计出来的事件效应存在较大偏误(De Chaisemartin和D'Haultfoeuille,2020),从而高估“国家队”的经济效果。为此,采用De Chaisemartin和D'Haultfoeuille(2020)的方法用新的估计量修正模型(2)的估计系数,新的估计结果与用模型(2)估计出的系数基本一致,说明本文多时点DID模型的估计结果较为稳健。

被“国家队”增持, ΔNAP 取1,否则取0。(2)增加“国家队”持有的金融企业样本。考虑到国有金融类上市公司是“国家队”持股的主要方向,同时部分金融类上市公司是中国蓝筹股的重要组成部分,所以本文把金融类企业重新放回研究样本。(3)改变异常停牌的衡量方式。参考郭思永等(2020)的设计,以异常停牌平均时长替换为被解释变量进行检验,其衡量方式为以公司年度累计异常停牌总时长除以年度累计停牌次数之后再加1取自然对数来衡量。(4)剔除停牌政策趋严年份的样本。2018年11月证监会发布《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》,进一步完善了市场交易的监督管理制度,规范了企业停复牌行为。为避免观测到的“国家队”持股对公司停牌行为的抑制作用是由外部政策趋严导致,本文从样本中剔除2018—2020年的数据并重新进行回归。经过上述稳健性检验,本文的实证结果均未改变(限于篇幅,上述实证结果未予报告,留存备索)。

五、作用机制检验

为进一步探索“国家队”持股对上市公司异常停牌行为的治理机制,本文采用中介效应检验方法,探究信息环境与代理问题是否在“国家队”持股对上市公司异常停牌的影响机制中发挥中介效应。

(一)“国家队”持股、信息环境与上市公司异常停牌

不同于其他机构投资者,“国家队”投资主体拥有产业发展格局、行业发展前景、宏观经济走向、政策趋向等方面的信息优势(李志生和金凌,2019),具有积极的信号作用(于雪航和方军雄,2020),当其持有某家企业的股票时,会吸引诸如其他机构投资者、分析师、媒体、散户等利益相关方对被持股上市公司的关注,进而改善上市公司的信息透明度。本文采用修正的Jones模型计算得到的操纵性应计利润的绝对值(DACC)度量信息透明度,若企业的操控性应计项目的绝对值越大,那么企业进行盈余操纵的几率更大,其信息透明度也会更低。

中介效应的检验思路为:第一步检验自变量对因变量的总效应;第二步检验自变量和中介变量的关系;第三步检验自变量和中介变量对因变量的联合影响。表5报告了信息环境中介效应的检验结果。第一步骤的检验结果已经报告在表3中;第二步骤的检验结果报告在表5第(1)(2)列,NAT与NAP对中介变量DACC的作用显著为负,即“国家队”持股可以显著改善企业的信息环境。在基准模型的基础上分别加入中介因子之后进行回归,第三步骤的检验结果在第(3)至(8)列展示,DACC的估计系数显著为正,表明企业的信息环境越差,越容易发生异常停牌,这与本文的预期一致;在控制了DACC的影响之后,“国家队”持股变量(NAT和NAP)的估计系数依然显著为负。此外,本文还计算了中介效应的Sobel Z值,结果均在统计意义上显著,说明中介效应成立,证明上述影响路径是存在的。这说明“国家队”持股能够改善上市公司信息环境,降低管理层盈余操纵,从而增加公司信息透明度,增加大股东以及管理层谋取私利的成本,从而抑制内部人异常停牌行为。

(二)“国家队”持股、代理成本与上市公司异常停牌

相较于其他机构投资者,“国家队”投资主体不以盈利为首要目的,更加关注企业的长期发展,有利于管理层容错机制的建立,从而减少管理层的短视行为(于雪航和方军雄,2020)。同时,“国家队”是完全独立于上市公司的股东,具有参与公司决策的能力与引导公司决策的动机(王雄元和何雨晴,2020),能够更加精准进行监督与管理,约束内部人的不当行为,缓解代理问题。本文以管理费用率(AGENCY)衡量管理层代理成本,检验“国家队”持股是否可以通过缓解代理问题影响上市公司异常停牌。管理费用率越高表明企业的代理成本较高,代理问题愈加严峻。预期“国家队”持股通过减少代理成本,纾解代理问题,从而抑制公司异常停牌。

表5 信息环境中中介效应

变量	$DACC_{t+1}$		$HALTD_{t+1}$		$HALTF_{t+1}$		$HALTP_{t+1}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>NAT</i>	-0.004*** (-2.74)		-0.185** (-2.27)		-0.012*** (-2.96)		-0.076** (-2.55)	
<i>NAP</i>		-0.105** (-2.47)		-9.927*** (-3.29)		-0.492*** (-4.24)		-3.450*** (-4.00)
<i>DACC</i>			1.087** (2.15)	1.078** (2.14)	0.073** (2.30)	0.073** (2.30)	0.512** (2.19)	0.511** (2.18)
<i>CONTROLS</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>IND & YEAR</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Sobel Z值</i>			-1.883*	-1.731*	-2.051**	-1.861*	-1.980**	-1.805*
<i>N</i>	13 377	13 377	13 377	13 377	13 377	13 377	13 377	13 377
<i>Pseudo R²/Adj R²</i>	0.0757	0.0756	0.236	0.237	0.107	0.107	0.105	0.106

表6报告了代理问题中介效应的检验结果。在第(1)(2)列中,*NAT*与*NAP*对中介变量*AGENCY*的作用显著为负,即“国家队”持股可以显著改善企业的委托代理问题。第(3)至(8)列结果显示,*AGENCY*的系数显著为正,说明企业代理问题越严重,上市公司异常停牌的可能性越大;*NAT*与*NAP*的系数显著为负,表明控制了代理问题的影响后,“国家队”持股对上市公司异常停牌的抑制作用依然显著为负。此外,*Sobel Z*值均在统计意义上显著,说明中介效应成立,证明上述影响路径是存在的。“国家队”通过“用脚投票”和声誉激励机制等方式约束监督管理层,威慑内部人不当行为,主张企业关注长期发展,抑制内部人私利动机,从而缓解了企业的代理问题,抑制停牌操纵。

表6 代理问题中介效应

变量	$AGENCY_{t+1}$		$HALTD_{t+1}$		$HALTF_{t+1}$		$HALTP_{t+1}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>NAT</i>	-0.001* (-1.86)		-0.175** (-2.15)		-0.012*** (-2.99)		-0.077*** (-2.58)	
<i>NAP</i>		-0.064* (-1.77)		-9.700*** (-3.23)		-0.507*** (-4.36)		-3.567*** (-4.13)
<i>AGENCY</i>			6.297*** (4.93)	6.292*** (4.93)	0.342*** (3.91)	0.347*** (3.97)	2.823*** (4.18)	2.855*** (4.22)
<i>CONTROLS</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>IND & YEAR</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Sobel Z值</i>			-1.729*	1.578*	-1.690*	1.826*	-1.708*	1.847*
<i>N</i>	13 377	13 377	13 377	13 377	13 377	13 377	13 377	13 377
<i>Pseudo R²/Adj R²</i>	0.128	0.578	0.239	0.239	0.108	0.108	0.107	0.107

六、拓展性研究

(一)“国家队”持股时长的影响

“国家队”进入对公司异常停牌行为的治理效应可能需要一定的时间才能发挥作用,因此,本文进一步探究“国家队”持股时长对公司停牌行为的影响。本文预期,“国家队”持股时间越长,对公司异常停牌的治理效应越强,对公司停牌发生的可能性、次数以及停牌时长的抑制作用越强。借鉴文雯和乔菲(2021)的设计,定义“国家队”持股时长变量(*NADUR*),等于截止到当年年末上市公司被“国家队”持股的年数,将变量*NADUR*替换为前文主回归模型(1)中的解释变量后重新回归。回归结果报告在表7中,“国家队”持股时长(*NADUR*)的估计系数均显著为

负,表明“国家队”持股时间越长,对上市公司异常停牌的抑制作用越强,说明“国家队”持股的治理效应需要一定的时间才能体现出来。

表 7 “国家队”持股时长的影响

变量	$HALTD_{t+1}$	$HALTF_{t+1}$	$HALTP_{t+1}$
	(1)	(2)	(3)
<i>NADUR</i>	-0.188*** (-4.54)	-0.003*** (-3.65)	-0.022*** (-3.53)
<i>CONTROLS</i>	YES	YES	YES
<i>IND & YEAR</i>	YES	YES	YES
<i>N</i>	13,377	13,377	13,377
<i>Pseudo R²/Adj R²</i>	0.156	0.092	0.090

(二)“国家队”持股类型的影响

为进一步比较分析不同类型的“国家队”发挥的治理作用,本文将“国家队”投资主体划分成四种类型:(1)证金公司;(2)汇金公司;(3)中证金融资产管理计划;(4)证金定制基金与外管局旗下的投资平台。本文将解释变量“国家队”持股比例变量(*NAP*)按照四种不同类型细分为*NAP1*至*NAP4*。回归结果报告在表8中,*NAP1*至*NAP4*与被解释变量的系数均显著为负,说明各类“国家队”投资主体对上市公司异常停牌均有显著的抑制作用。

表 8 “国家队”持股类型的影响

变量	$HALTF_{t+1}$			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>NAP1</i>	-0.453* (-1.75)			
<i>NAP2</i>		-0.721*** (-3.09)		
<i>NAP3</i>			-0.920*** (-3.44)	
<i>NAP4</i>				-5.594*** (-3.09)
<i>CONTROLS</i>	YES	YES	YES	YES
<i>IND & YEAR</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	13,377	13,377	13,377	13,377
<i>Pseudo R²/Adj R²</i>	0.106	0.106	0.106	0.107

注:采用*NAT1*至*NAT4*作为自变量或者*HALTD*、*HALTP*作为因变量衡量的结果与此类似,限于篇幅未予列示。

(三)地区市场化程度的异质性检验

我国疆域辽阔,各地区发展不均衡,市场化建设水平在各地区不尽相同。而机构投资者积极治理效应的发挥依赖于市场化进程这一重要的外部因素(伊志宏等,2011)。为进一步探究“国家队”这一类机构投资者是否也需要依托良好的外部环境才能发挥积极的治理作用,本文根据王小鲁等(2021)编制的市场化进程指数的中位数进行分组检验。回归结果如表9所示,在市场化相对程度高的子样本中,*NAP*对企业异常停牌行为的影响在1%的显著性水平上为负;而在市场化相对进程低的子样本中,*NAP*的回归系数在统计意义上并不显著,并且该系数在两组样本间存在显著差异。上述结果表明,“国家队”持股对所在地区市场化程度更高的企业的异常停牌影响更强,说明较高的市场化程度等良好的外部环境因素可以保障“国家队”持股发挥更加积极显著的治理作用。

表9 “国家队”持股、市场化程度与企业异常停牌

变量	$HALTD_{t+1}$		$HALTF_{t+1}$		$HALTP_{t+1}$	
	市场化程度低	市场化程度高	市场化程度低	市场化程度高	市场化程度低	市场化程度高
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
NAP	-5.692 (-1.15)	-12.833*** (-3.34)	-0.251 (-1.45)	-0.663*** (-4.19)	-1.761 (-1.36)	-4.635*** (-3.97)
$CONTROLS$	YES	YES	YES	YES	YES	YES
$IND \& YEAR$	YES	YES	YES	YES	YES	YES
$CHOW TEST$		7.141* (1.67)		0.412** (2.51)		2.874** (2.36)
N	4912	8465	4912	8465	4912	8465
$Pseudo R^2/Adj R^2$	0.261	0.222	0.097	0.108	0.097	0.106

注:采用 NAT 作为自变量衡量的结果与此类似,限于篇幅未予列示。

(四)企业产权性质的异质性检验

在我国特定的制度环境下,基于不同的产权属性,国有企业与民营企业差异诸多。国有企业的政府背景为其留下良好的信用背书,使其面临较弱的融资约束问题,对股价崩盘的敏感性较低,通过停牌进行“躲跌”的可能性较小(郭思永等,2020)。同时,国有企业大股东一般都具有政府性质,没有特别强烈的动机掏空上市公司,因此大股东与管理层合谋获取利益的情形在国有企业并不常见。相较之下,民营企业的控股股东通过股权质押、关联交易、资金占用等方式损害外部投资者利益的暴雷事件常有发生。故本文推测,相比于国有企业,“国家队”持股对非国有企业异常停牌的抑制作用更大。本文按照产权性质将样本归类为国有企业组和民营企业组,进行实证研究。

产权性质异质性检验结果如表10所示,在国有企业样本中, NAP 的回归系数为负但不显著;而在非国有企业中, NAP 的回归系数均显著为负,且该系数在两组子样本间差异显著。上述结果说明,在民营企业中,“国家队”持股对企业异常停牌的抑制作用更为显著。民营企业的控股股东以及高层管理者通常为创始人、家族或者企业集团,其内部人通过停牌操纵进行避险与夺利动机更加强烈,“国家队”更能凭借其政府监管背景,对民营企业内部人停牌操纵行为予以遏制,从而发挥更有效的治理效应。

表10 “国家队”持股、产权性质与企业异常停牌

变量	$HALTD_{t+1}$		$HALTF_{t+1}$		$HALTP_{t+1}$	
	国企	民营	国企	民营	国企	民营
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
NAP	-1.283 (-0.33)	-18.251*** (-4.05)	-0.059 (-0.40)	-1.020*** (-5.64)	-0.153 (-0.14)	-7.518*** (-5.72)
$CONTROLS$	YES	YES	YES	YES	YES	YES
$IND \& YEAR$	YES	YES	YES	YES	YES	YES
$CHOW TEST$		16.968*** (3.90)		0.961*** (6.40)		7.365*** (6.528)
N	4154	9223	4154	9223	4154	9223
$Pseudo R^2/Adj R^2$	0.153	0.251	0.0742	0.121	0.0709	0.120

注:采用 NAT 作为自变量衡量的结果与此类似,限于篇幅未予列示。

七、研究结论与政策启示

本文以我国2015—2020年A股上市公司作为初始研究样本,探究“国家队”持股对上市公司异常停牌行为的影响及其作用机制。研究发现“国家队”持股显著抑制了企业的异常停牌行为,具体表现为被“国家队”持股公司异常停牌的概率更低、次数更少、时长更短。机制检验发现,信息环境的改善与代理问题的缓解是“国家队”持股抑制上市公司异常停牌行为的重要渠道。拓展性研究发现,被“国家队”持股时间越长的企业异常停牌行为更少;不同类型的“国家队”投资主体对企业异常停牌均具有显著的抑制作用。此外,“国家队”持股对企业异常停牌行为的影响在市场化程度更高的地区以及民营企业中更加显著,说明较高的市场化程度对“国家队”治理效应的发挥起到良好的保障作用,同时,“国家队”持股对于民营企业内部人停牌操纵行为的威慑力度更强。

本文的研究结论拓展了“国家队”持股的经济后果以及上市公司异常停牌行为治理机制的相关研究,从上市公司停牌决策视角为“国家队”持股在微观企业经营决策中发挥的治理作用提供了新颖的经验性证据。除此以外,本文也具有较强的政策启示价值:第一,本研究为监管部门系统地评估“国家队”投资主体持股的长期治理效应提供了经验证据。本文研究发现“国家队”持股对上市公司异常停牌行为具有良好的治理效应,特别是对于企业信息环境较差、委托代理问题较为严重的企业,“国家队”持股对其异常停牌的影响更大。同时,“国家队”持股时间越长,对异常停牌行为的抑制作用越显著。因此,“国家队”长期持股不仅有助于发挥对宏观市场的维稳作用,也对微观企业的内部人私利攫取行为产生治理效应。第二,本研究也为有效防范和治理公司异常停牌行为提供了政策启示。政府相关部门应以提高我国上市公司的质量与价值、促进A股市场的良性发展为目标,进一步完善诸如停牌定位、原因及类型的制度文件,加大对违规停牌的监管与惩处力度,为停牌制度在我国资本市场被适时合理地利用提供稳固的基础。第三,本文为营造良好的市场环境,为以“国家队”为代表的长期机构投资者发挥良好的治理功能提供了依据。虽然“国家队”持股具有遏制上市公司异常停牌的治理效应,但通过异质性研究发现,这种治理作用会受到地区市场化程度的影响,在市场化进程相对更高的省市,“国家队”的治理作用发挥得更充分。因此,监管部门应持续营造良好的市场环境,加强制度建设,不断完善投资者保护机制。

本研究目前依然存在一定的局限性,未来的研究可在下述领域寻求突破:第一,除改善信息环境和缓解代理问题外,影响“国家队”持股与股票异常停牌之间关系的因素可能还有很多,有待后续研究深入挖掘。第二,“国家队”持股不仅能够防范股票异常停牌,还可能改善企业内部控制、抑制内幕交易、减少管理层高位套现等行为,这为未来研究提供了空间。第三,股票异常停牌行为是中国资本市场上一个痼疾,除了从机构投资者的视角展开探讨之外,未来研究还可以深入思考如何从监管政策和内外部治理机制等维度进行监督和约束,以维护中国资本市场的有效运转,促进中国资本市场的国际化进程。

主要参考文献

- [1]冯晓晴,文雯.国有机构投资者持股能提升企业投资效率吗?[J].经济管理,2022,44(1):65-84.
- [2]郭思永,杨鲁,黄子育.软信息不对称与上市公司长期主动停牌[J].中央财经大学学报,2020,(11):73-86.
- [3]胡婷,惠凯,彭红枫.异常波动停牌对股价波动性和流动性的影响研究——来自我国取消异常波动停牌的自然实验[J].金融研究,2017,(9):146-160.
- [4]李姗姗.中国上市公司股票停、复牌制度研究[J].上海经济研究,2016,(6):21-27.
- [5]李贤,陈娴,陈欣.怎样的公司市值管理动机更强?——来自2015年中国股灾停复牌数据的证据[J].中央财经大学学报,

2018, (9): 59-70.

- [6]李洋,王春峰,房振明,等.异常波动停牌与价格发现效率[J].*管理科学*,2018,31(6):33-45.
- [7]李志生,金陵.“国家队”救市、股价波动与异质性风险[J].*管理科学学报*,2019,22(9):66-80.
- [8]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[J].*经济研究*,2019,54(4):67-83.
- [9]廖静池,李平,曾勇.中国股票市场停牌制度实施效果的实证研究[J].*管理世界*,2009,(2):36-48.
- [10]林少伟.我国上市公司滥用停牌之表现、根源与治理路径[J].*暨南学报(哲学社会科学版)*,2018,40(9):17-31.
- [11]罗进辉,向元高,金思静.大股东股权质押与股票停牌操纵——基于“千股停牌”事件的研究[J].*财经研究*,2020,46(7):122-137.
- [12]石阳,刘瑞明,王满仓.上市公司随意停牌与投资者利益——来自中国资本市场的证据[J].*经济研究*,2019,54(1):36-51.
- [13]孙建飞.公司治理、股权质押与停牌操纵——来自自然实验的证据[J].*金融经济研究*,2017,32(2):92-105.
- [14]王小鲁,胡李鹏,樊纲.中国分省份市场化指数报告-2021[M].北京:社会科学文献出版社,2021:223-225.
- [15]王雄元,何雨晴.国家队持股、媒体报道与股市稳定[J].*中南财经政法大学学报*,2020,(6):3-12.
- [16]文雯,胡慧杰,李倩.“国家队”持股能降低企业风险吗?[J].*证券市场导报*,2021,(10):12-22,78.
- [17]文雯,乔菲.“国家队”持股与公司违规[J].*管理科学*,2021,34(4):35-48.
- [18]吴育辉,魏志华,吴世农.时机选择、停牌操控与控股股东掏空——来自中国上市公司定向增发的证据[J].*厦门大学学报(哲学社会科学版)*,2013,(1):46-55.
- [19]伊志宏,李艳丽,高伟.市场化进程、机构投资者与薪酬激励[J].*经济理论与经济管理*,2011,(10):75-84.
- [20]于雪航,方军雄.“国家队”持股与企业创新投资决策[J].*国际金融研究*,2020,(8):87-96.
- [21]Abad D, Pascual R. Holding back volatility: Circuit breakers, price limits, and trading halts[A]. Baker H K, Kiyamaz H. Market microstructure in emerging and developed markets: Price discovery, information flows, and transaction costs[M]. Hoboken: John Wiley & Sons, 2013.
- [22]Bertrand M, Mullainathan S. Are Emily and Greg more employable than Lakisha and Jamal? A field experiment on labor market discrimination[J]. *American Economic Review*, 2004, 94(4): 991-1013.
- [23]Christie W G, Corwin S A, Harris J H. Nasdaq trading halts: The impact of market mechanisms on prices, trading activity, and execution costs[J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(3): 1443-1478.
- [24]Corwin S A, Lipson M L. Order flow and liquidity around NYSE trading halts[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(4): 1771-1801.
- [25]Cui B, Gozluklu A E. Intraday rallies and crashes: Spillovers of trading halts[J]. *International Journal of Finance & Economics*, 2016, 21(4): 472-501.
- [26]De Chaisemartin C, D'Haultfoeuille X. Two-way fixed effects estimators with heterogeneous treatment effects[J]. *American Economic Review*, 2020, 110(9): 2964-2996.
- [27]Frino A, Lecce S, Segara R. The impact of trading halts on liquidity and price volatility: Evidence from the Australian Stock Exchange[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2011, 19(3): 298-307.
- [28]He Q, Gan J Y, Wang S W, et al. The effects of trading suspensions in China[J]. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2019, 50: 100985.
- [29]Madura J, Richie N, Tucker A L. Trading halts and price discovery[J]. *Journal of Financial Services Research*, 2006, 30(3): 311-328.
- [30]McCahery J A, Sautner Z, Starks L T. Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors[J]. *The Journal of Finance*, 2016, 71(6): 2905-2932.
- [31]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [32]Sifat I M, Mohamad A. Circuit breakers as market stability levers: A survey of research, praxis, and challenges[J]. *International Journal of Finance & Economics*, 2019, 24(3): 1130-1169.

“National Team” Ownership and Listed Companies’ Abnormal Stock Trading Halts

Wen Wen¹, Zhang Mengjiao²

(1. *International Business School, Beijing Foreign Studies University, Beijing 100089, China*;

2. *Institute for Financial & Accounting Studies, Xiamen University, Xiamen 361005, China*)

Summary: Abnormal stock trading halts occur frequently in the Chinese stock market. The proportion of listed companies with trading halts and the duration of trading halts are much more than those of foreign mature capital markets. This phenomenon hinders the healthy development of Chinese capital market, damages the interests of external investors, and also negatively affects the internationalization of A-shares. Therefore, it is of great practical significance to explore the governance mechanism of abnormal stock trading halts of listed companies. Previous literature finds that institutional investors can affect the trading halts decisions of enterprises. However, to the best of our knowledge, there is no study to explore the governance mechanism of abnormal stock trading halts from the perspective of special institutional investors – “national team” ownership. Compared with general institutional investors, “national team” ownership has significant differences in background attributes, shareholding objectives and market concerns, and its shareholding effect is difficult to be replaced by general institutional investors. As a result, using a sample of Chinese A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2015 to 2020, this paper empirically studies the impact of “national team” ownership on corporate abnormal stock trading halts and its mechanism.

This paper finds that “national team” ownership significantly inhibits corporate abnormal stock trading halts, which is reflected in the lower probability, fewer frequency and shorter duration of abnormal stock trading halts of listed companies. The mechanism test shows that “national team” ownership suppresses the abnormal stock trading halts of enterprises by improving the information environment and alleviating the agency problem. Further analyses indicate that the impact of “national team” ownership on abnormal stock trading halts is more significant when its holding period gets longer. Considering the types of the “national team”, China Securities Finance Corporation, Central Huijin Investment Corporation, Asset Management Plan of China Securities Finance Corporation, the Market Rescue Fund and the investment platforms wholly owned by the State Administration of Foreign Exchange all have a significant inhibitory effect on abnormal stock trading halts. In addition, the heterogeneity test also finds that the inhibitory effect of “national team” ownership on abnormal stock trading halts is more pronounced in enterprises in regions with a higher degree of marketization and non-state-owned enterprises. The above results suggest that “national team” ownership has a stronger impact on insiders’ manipulation of trading halts in private enterprises. Meanwhile, the high degree of marketization plays an important role in ensuring the governance effect of the “national team”.

This paper provides new empirical evidence for the governance role of “national team” ownership in the management and decision-making of micro-enterprises. Theoretically, it expands the relevant research on the economic consequences of “national team” ownership and the governance mechanism of

abnormal stock trading halts of listed companies. Practically, it provides implications for improving the trading halt system and the high-quality development of listed companies in the Chinese stock market. In detail, firstly, this paper provides empirical evidence for regulators to systematically evaluate the long-term governance effect of “national team” investors. Secondly, this paper provides policy implications for effectively preventing and governing the abnormal stock trading halts of listed companies. Thirdly, this paper provides a basis for creating a good market environment for long-term institutional investors, represented by the “national team”, to perform a good governance role.

Key words: “national team” ownership; abnormal stock trading halts; information transparency; agency cost; corporate governance

(责任编辑:王 孜)