表1：变量定义

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量类型 | 变量名称 | 符号 | 变量定义 |
| 解释  变量 | 引导基金持股 | GGF | 公司当年被引导基金持股，则取值为1，否则为0 |
| 控制  变量 | 公司规模 | Size | 公司年末资产总额的自然对数 |
| 资产负债率 | Lev | 公司年末负债总额 / 公司年末资产总额 |
| 管理层持股 | MH | 公司高级管理人员持股比例之和，包括总经理，总裁，CEO，副总经理，副总裁，董秘和年报上公布的其它管理人员 |
| 成立时长 | Age | 公司成立年份至观测值所在年份相隔的年数 |
| 地区人均GDP | GDP | 公司所在地级市当年年初人均GDP |
| 机制检验变量 | 公司治理 | CG | 主成分分析得到公司治理得分。参考胡楠（2021），具体计算过程见注释 |
| 机构持股 | SINS | 监督型机构持股比例。监督型机构包括证券投资基金、社保基金和QFII |
| 地区金融化 | RF | 若公司所在地金融发展水平高，取值为1，否则为0。参考陈胜蓝和马慧（2019），具体衡量见注释 |
| 研发强度 | RD | 公司年末研发费用 / 公司年末营业收入 |
| 公司战略 | SS | 多维度打分得到公司战略得分。参考刘行（2016），具体衡量见注释 |

**地区金融化程度**

参考陈胜蓝和马慧（2019），上海、北京、深圳、广州、杭州、南京、天津、成都、重庆、宁波，这十个城市地区金融化程度较高。若公司注册地位于上述城市之一，则认为公司所在地金融化程度较高

**公司治理得分的计算**

1. 计算如下八个指标：
2. 股权集中度：第一大股东持股比例
3. 独立董事比例：独立董事人数占董事会总人数比例
4. 两职合一：当CEO与董事长同一人时，取值为1，否则为 0
5. 股东大会次数：年报披露的公司股东大会召开次数
6. 管理层持股；如变量定义表
7. 产权性质：公司为国有企业时取值为 1；否则为 0
8. 股权制衡度：（前十大股东持股比例 - 第一大股东持股比例）/ 第一大股东持股比例
9. 机构持股：如变量定义表
10. 对上述八个变量执行主成分分析，其中第一至第八大主成分的累积解释方差分别为25.38%、45.81%、58.60%、70.69%、82.52%、91.06%、97.44%、100%。前五个主成分累计解释了82%的方差，因此选取前五个主成分
11. 将前五个主成分按特征值进行加权加总，权重为解释方差，得到公司治理得分

**公司战略得分的计算**

1. 构建如下六个指标：
2. 企业过去五年无形资产占总资产比重的均值
3. 企业过去五年员工人数与营业收入之比的均值
4. 企业过去五年营业收入增长率的均值
5. 企业过去五年销售 费用与营业收入之比的均值
6. 企业过去五年员工人数的标准差除以平均员工人数
7. 企业过去五年固定资产占总资产比重的均值
8. 按照年度和行业，对每个企业的相应指标由高到低，按五分位数分别赋值为1～5（第六个指标为反向指标，由低到高赋值）
9. 将所有企业这六个指标的相应赋值进行加总，得到公司战略得分

表2：变量描述性统计

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Variable** | **N** | **Mean** | **SD** | **Min** | **25%** | **50%** | **75%** | **Max** |
| **EPS / P** | 15642 | 0.0236 | 0.101 | -2.943 | 0.00827 | 0.0235 | 0.0478 | 2.805 |
| **DR** | 15642 | 0.631 | 0.482 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| **Ret** | 15642 | -0.00490 | 0.442 | -0.838 | -0.252 | -0.0943 | 0.112 | 8.947 |
| **GGF** | 15642 | 0.0396 | 0.195 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| **Size** | 15642 | 22.39 | 1.338 | 17.95 | 21.46 | 22.23 | 23.13 | 28.55 |
| **Lev** | 15642 | 0.432 | 0.203 | 0.00836 | 0.276 | 0.424 | 0.572 | 1.957 |
| **MH** | 15642 | 0.0805 | 0.145 | 0 | 0 | 0.00294 | 0.0920 | 0.791 |
| **Age** | 15642 | 19.17 | 5.565 | 3 | 15 | 19 | 23 | 62 |
| **GDP** | 15642 | 111763 | 43646 | 17642 | 76960 | 115623 | 146030 | 215488 |
| **CG** | 15642 | 0.0172 | 0.556 | -1.574 | -0.418 | -0.0564 | 0.376 | 5.203 |
| **INS** | 15642 | 39.80 | 24.88 | 0 | 16.56 | 41.37 | 59.82 | 101.0 |
| **SINS** | 15642 | 1.642 | 2.987 | 0 | 0 | 0.450 | 2.270 | 67.84 |
| **RF** | 15642 | 0.409 | 0.492 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| **RD** | 15642 | 4.265 | 5.514 | 0 | 0.770 | 3.390 | 5.290 | 258 |
| **SS** | 11369 | 17.99 | 4.087 | 6 | 15 | 18 | 21 | 30 |

表3：变量相关性

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| **EPS / P** | 1 | 1 |  |  |  |  |  |  |  |
| **DR × Ret** | 2 | 0.2325\* | 1 |  |  |  |  |  |  |
| **GGF × DR × Ret** | 3 | 0.0306\* | 0.1468\* | 1 |  |  |  |  |  |
| **Size × DR × Ret** | 4 | 0.2260\* | 0.9972\* | 0.1530\* | 1 |  |  |  |  |
| **Lev × DR × Ret** | 5 | 0.3144\* | 0.8322\* | 0.1370\* | 0.8415\* | 1 |  |  |  |
| **MH × DR × Ret** | 6 | 0.0856\* | 0.4319\* | 0.0539\* | 0.4143\* | 0.2834\* | 1 |  |  |
| **Age × DR × Ret** | 7 | 0.2198\* | 0.9329\* | 0.1326\* | 0.9351\* | 0.7969\* | 0.3386\* | 1 |  |
| **GDP × DR × Ret** | 8 | 0.2002\* | 0.8930\* | 0.1201\* | 0.8893\* | 0.7371\* | 0.4371\* | 0.8246\* | 1 |

**主检验**

主检验使用Basu(1997)的股票回报模型来测试会计稳健性的变化，其模型形式如下：

其中，为公司*i*在*t*年度的每股收益；表示公司*i*在*t*年初的股票开盘价; 表示公司*i*从*t*年度五月至*t+1*年度四月的股票报酬率，计算公式为

(表示公司*i*在*t*年*j*月的股票报酬率) ; 为虚拟变量，当＜0时取值为1，否则为0

为了检验我们的假设，参考Ahmed(2013)和Chang(2015)对Basu模型进行扩展：

其中*GGF*为引导基金持股，*Control*是模型控制变量（公司规模、资产负债率、管理层持股、成立时长、地区人均GDP），另外控制了年度固定效应、行业固定效应、省份固定效应、年度-行业高维固定效应、年度-省份高维固定效应

表4：基准回归

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|  | Simple OLS | Simple FE | Simple High FE | Control OLS | Control High FE |
| DR | 0.0216\* | 0.0203\* | 0.0132 | -0.0682 | -0.0424 |
|  | (1.8464) | (1.7579) | (1.1393) | (-1.5016) | (-0.9414) |
| Ret | 0.0209\*\*\* | 0.0227\*\*\* | 0.0232\*\*\* | -0.118\*\* | -0.132\*\*\* |
|  | (8.0049) | (8.7174) | (8.9209) | (-2.4758) | (-2.7879) |
| DR × Ret | 0.126\*\*\* | 0.127\*\*\* | 0.131\*\*\* | -0.446\*\*\* | -0.423\*\*\* |
|  | (16.9560) | (17.0260) | (17.6056) | (-3.5314) | (-3.3515) |
| GGF | 0.0165\*\* | 0.0190\*\*\* | 0.0209\*\*\* | 0.00837 | 0.0134\* |
|  | (2.2783) | (2.6350) | (2.9157) | (1.2104) | (1.9486) |
| GGF × DR | -0.0111 | -0.0107 | -0.00475 | -0.00186 | 0.00144 |
|  | (-0.9244) | (-0.9008) | (-0.4021) | (-0.1642) | (0.1279) |
| GGF × Ret | -0.0166\* | -0.0183\* | -0.0169\* | -0.0278\*\*\* | -0.0285\*\*\* |
|  | (-1.7482) | (-1.9509) | (-1.8064) | (-2.9878) | (-3.0841) |
| GGF × DR × Ret | **0.0953\*\*** | **0.0987\*\*\*** | **0.0901\*\*** | **0.0709\*\*** | **0.0739\*\*** |
|  | **(2.5300)** | **(2.6496)** | **(2.4187)** | **(1.9872)** | **(2.0862)** |
| Size |  |  |  | 0.0225\*\*\* | 0.0220\*\*\* |
|  |  |  |  | (16.7416) | (16.2651) |
| Size × DR |  |  |  | 0.00270 | 0.00177 |
|  |  |  |  | (1.3570) | (0.8973) |
| Size × Ret |  |  |  | 0.00750\*\*\* | 0.00823\*\*\* |
|  |  |  |  | (3.3247) | (3.6792) |
| Size × DR × Ret |  |  |  | 0.0136\*\* | 0.0136\*\* |
|  |  |  |  | (2.3518) | (2.3605) |
| Lev |  |  |  | -0.0917\*\*\* | -0.0969\*\*\* |
|  |  |  |  | (-9.8595) | (-10.3895) |
| DR × Lev |  |  |  | 0.0549\*\*\* | 0.0449\*\*\* |
|  |  |  |  | (4.2205) | (3.4863) |
| Lev × Ret |  |  |  | -0.00509 | -0.00339 |
|  |  |  |  | (-0.3277) | (-0.2205) |
| DR × Lev × Ret |  |  |  | 0.410\*\*\* | 0.374\*\*\* |
|  |  |  |  | (12.8739) | (11.7955) |
| MH |  |  |  | 0.00597 | 0.00483 |
|  |  |  |  | (0.5222) | (0.4267) |
| MH × DR |  |  |  | 0.0151 | 0.0164 |
|  |  |  |  | (0.8790) | (0.9674) |
| MH × Ret |  |  |  | 0.00341 | 0.000223 |
|  |  |  |  | (0.2181) | (0.0145) |
| MH × DR × Ret |  |  |  | 0.0393 | 0.0205 |
|  |  |  |  | (0.8163) | (0.4311) |
| Age |  |  |  | 0.000526\* | 0.000640\*\* |
|  |  |  |  | (1.8519) | (2.2450) |
| Age × DR |  |  |  | -0.000160 | -0.000324 |
|  |  |  |  | (-0.3748) | (-0.7680) |
| Age × Ret |  |  |  | -0.000969\*\* | -0.00102\*\* |
|  |  |  |  | (-2.1122) | (-2.2579) |
| Age × DR × Ret |  |  |  | 0.00288\*\* | 0.00297\*\* |
|  |  |  |  | (2.2804) | (2.3715) |
| GDP |  |  |  | 5.10e-09 | 5.47e-08 |
|  |  |  |  | (0.1451) | (1.3567) |
| GDP × DR |  |  |  | -4.53e-08 | -7.42e-08 |
|  |  |  |  | (-0.8465) | (-1.4012) |
| GDP × Ret |  |  |  | -9.03e-08 | -9.17e-08\* |
|  |  |  |  | (-1.6276) | (-1.6705) |
| GDP × DR × Ret |  |  |  | -3.18e-08 | -5.27e-08 |
|  |  |  |  | (-0.1990) | (-0.3312) |
| Constant | 0.0347\*\*\* | 0.0353\*\*\* | 0.0368\*\*\* | -0.442\*\*\* | -0.434\*\*\* |
|  | (21.0999) | (21.5862) | (22.4580) | (-15.3485) | (-14.8732) |
| Industry FE | NO | YES | YES | NO | YES |
| Year FE | NO | YES | YES | NO | YES |
| Province FE | NO | YES | YES | NO | YES |
| Industry-Year FE | NO | NO | YES | NO | YES |
| Province-Year FE | NO | NO | YES | NO | YES |
| Obs | 15642 | 15642 | 15638 | 15642 | 15638 |
| adjusted-R2 | 0.0546 | 0.0803 | 0.0962 | 0.163 | 0.196 |

*t* statistics in parentheses

\* *p* < 0.10, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01

表5：基金行政级别效应

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | No Country | No Country (Control) | Only Country | Only Country (Control) |
| DR | 0.0231\* | -0.0472 | 0.00315 | -0.0429 |
|  | (1.6879) | (-1.0402) | (0.1414) | (-0.8525) |
| Ret | 0.0227\*\*\* | -0.101\*\* | 0.0226\*\*\* | -0.126\*\*\* |
|  | (8.7574) | (-2.0746) | (8.6881) | (-2.6195) |
| DR × Ret | 0.127\*\*\* | -0.487\*\*\* | 0.127\*\*\* | -0.429\*\*\* |
|  | (17.1530) | (-3.8426) | (17.0506) | (-3.3606) |
| GGF | 0.0106 | 0.0129 | 0.0450\*\*\* | 0.0229\* |
|  | (1.1981) | (1.5265) | (3.6192) | (1.9299) |
| GGF × DR | -0.0135 | 0.00419 | 0.00654 | 0.00557 |
|  | (-0.9683) | (0.3178) | (0.2918) | (0.2619) |
| GGF × Ret | -0.0309\*\* | -0.0449\*\*\* | -0.0176 | -0.0220\* |
|  | (-2.1213) | (-3.1724) | (-1.4646) | (-1.8704) |
| GGF × DR × Ret | **0.133\*\*\*** | **0.100\*\*** | **-0.00173** | **0.0167** |
|  | **(3.0955)** | **(2.4531)** | **(-0.0225)** | **(0.2301)** |
| Control Variables | NO | YES | NO | YES |
| Industry FE | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES |
| Province FE | YES | YES | YES | YES |
| Industry-Year FE | NO | YES | NO | YES |
| Province-Year FE | NO | YES | NO | YES |
| Obs | 15465 | 15461 | 15199 | 15195 |
| adjusted-R2 | 0.0797 | 0.196 | 0.0807 | 0.195 |

*t* statistics in parentheses

\* *p* < 0.10, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01

(1)(2)列只包括非国家级引导基金持股样本

(3)(4)列只包括国家级引导基金持股样本

表6：大股东与同省效应

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | No Minority | Only Minority | Only Same Province | No Same Province |
| DR | -0.0455 | -0.0394 | -0.0724 | -0.0242 |
|  | (-0.9848) | (-0.8211) | (-1.5244) | (-0.5197) |
| Ret | -0.133\*\*\* | -0.0974\*\* | -0.104\*\* | -0.123\*\* |
|  | (-2.7382) | (-2.0191) | (-2.1320) | (-2.5720) |
| DR × Ret | -0.429\*\*\* | -0.479\*\*\* | -0.483\*\*\* | -0.430\*\*\* |
|  | (-3.3757) | (-3.7571) | (-3.8036) | (-3.3773) |
| GGF | 0.0163\* | 0.00817 | 0.0208\* | 0.0114 |
|  | (1.9172) | (0.7302) | (1.7975) | (1.3774) |
| GGF × DR | 0.00608 | -0.00136 | 0.0321\* | -0.0141 |
|  | (0.4265) | (-0.0760) | (1.7049) | (-1.0281) |
| GGF × Ret | -0.0316\*\*\* | -0.0186 | -0.0533\*\*\* | -0.0182\* |
|  | (-3.0829) | (-1.0138) | (-3.3622) | (-1.6851) |
| GGF × DR × Ret | **0.0871\*\*** | **0.0218** | **0.0664** | **0.0803\*** |
|  | **(2.0672)** | **(0.3397)** | **(1.0724)** | **(1.8942)** |
| Control Variables | YES | YES | YES | YES |
| Industry FE | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES |
| Province FE | YES | YES | YES | YES |
| Industry-Year FE | YES | YES | YES | YES |
| Province-Year FE | YES | YES | YES | YES |
| Obs | 15392 | 15264 | 15246 | 15410 |
| adjusted-R2 | 0.198 | 0.193 | 0.196 | 0.195 |

*t* statistics in parentheses

\* *p* < 0.10, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01

(1)列只包括引导基金为大股东（前五大股东）的样本

(2)列只包括引导基金为小股东（非前五大股东）的样本

(3)列只包括引导基金与被投资企业同省的样本

(4)列只包括引导基金与被投资企业不同省的样本

**进一步检验**

表7：公司治理水平分组回归

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | High CG | Low CG | High CG (Control) | Low CG (Control) |
| DR | 0.0482\*\*\* | -0.0204 | 0.0451 | -0.152\*\* |
|  | (3.3915) | (-1.0853) | (0.7544) | (-2.1844) |
| Ret | 0.0186\*\*\* | 0.0297\*\*\* | -0.148\*\*\* | -0.135 |
|  | (6.1966) | (6.6095) | (-2.6677) | (-1.6209) |
| DR × Ret | 0.105\*\*\* | 0.153\*\*\* | -0.168 | -0.674\*\*\* |
|  | (11.7588) | (12.5116) | (-1.0732) | (-3.2920) |
| GGF | 0.00859 | 0.0309\*\*\* | 0.00307 | 0.0264\*\* |
|  | (0.9458) | (2.7598) | (0.3544) | (2.4214) |
| GGF × DR | -0.0420\*\*\* | 0.0342\* | -0.0250\* | 0.0430\*\* |
|  | (-2.8838) | (1.7812) | (-1.7935) | (2.3320) |
| GGF × Ret | -0.0102 | -0.0282\* | -0.0159 | -0.0531\*\*\* |
|  | (-0.9556) | (-1.6888) | (-1.5018) | (-3.0921) |
| GGF × DR × Ret | **0.202\*\*\*** | **-0.0865** | **0.146\*\*\*** | **-0.0573** |
|  | **(4.8754)** | **(-1.2370)** | **(3.6474)** | **(-0.8569)** |
| Control Variables | NO | NO | YES | YES |
| Industry FE | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES |
| Province FE | YES | YES | YES | YES |
| Industry-Year FE | NO | NO | YES | YES |
| Province-Year FE | NO | NO | YES | YES |
| Obs | 7821 | 7821 | 7811 | 7819 |
| adjusted-R2 | 0.0860 | 0.0857 | 0.205 | 0.200 |

*t* statistics in parentheses

\* *p* < 0.10, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01

这里把公司治理综合得分在前50%的公司定义为High CG，后50%的公司定义为Low CG，分别回归

表8：机构投资者持股比例分组回归

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | High Ins | Low Ins | High Ins (Control) | Low Ins (Control) |
| DR | -0.0125 | 0.0534\*\*\* | -0.0273 | -0.0669 |
|  | (-0.7910) | (2.9087) | (-0.4372) | (-0.9014) |
| Ret | 0.0120\*\*\* | 0.0318\*\*\* | -0.165\*\*\* | -0.127 |
|  | (2.9887) | (9.7181) | (-2.6781) | (-1.5731) |
| DR × Ret | 0.162\*\*\* | 0.0922\*\*\* | -0.138 | -0.651\*\*\* |
|  | (14.0143) | (9.8812) | (-0.7638) | (-3.3860) |
| GGF | 0.0214\*\* | 0.00931 | 0.0147 | 0.00535 |
|  | (2.2104) | (0.7433) | (1.5843) | (0.4463) |
| GGF × DR | 0.0227 | -0.0436\*\* | 0.0229 | -0.0263 |
|  | (1.4009) | (-2.3435) | (1.4813) | (-1.4733) |
| GGF × Ret | -0.0108 | -0.0210 | -0.0143 | -0.0224 |
|  | (-0.9839) | (-0.8288) | (-1.2910) | (-0.9222) |
| GGF × DR × Ret | **-0.0988\*** | **0.281\*\*\*** | **-0.0684** | **0.207\*\*\*** |
|  | **(-1.7968)** | **(5.1940)** | **(-1.3032)** | **(3.9785)** |
| Control Variables | NO | NO | YES | YES |
| Industry FE | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES |
| Province FE | YES | YES | YES | YES |
| Industry-Year FE | NO | NO | YES | YES |
| Province-Year FE | NO | NO | YES | YES |
| Obs | 7820 | 7821 | 7820 | 7814 |
| adjusted-R2 | 0.0800 | 0.0878 | 0.197 | 0.194 |

*t* statistics in parentheses

\* *p* < 0.10, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01

这里把机构投资者持股比例在前50%的公司定义为High Ins，后50%的公司定义为Low Ins，分别回归

表9：公司地区金融化水平分组回归

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | High Finance | Low Finance | High Finance (Control) | Low Finance (Control) |
| DR | -0.00308 | 0.0338\*\* | 0.0535 | -0.119\*\* |
|  | (-0.1626) | (2.3171) | (0.7253) | (-1.9762) |
| Ret | 0.0160\*\*\* | 0.0269\*\*\* | -0.0957 | -0.173\*\*\* |
|  | (3.7070) | (8.3039) | (-1.1415) | (-2.9437) |
| DR × Ret | 0.124\*\*\* | 0.127\*\*\* | -0.0352 | -0.733\*\*\* |
|  | (10.0728) | (13.7016) | (-0.1644) | (-4.5310) |
| GGF | 0.0106 | 0.0250\*\*\* | -0.00631 | 0.0251\*\*\* |
|  | (0.9004) | (2.7549) | (-0.5387) | (2.9238) |
| GGF × DR | 0.0132 | -0.0244 | 0.0104 | -0.00257 |
|  | (0.6815) | (-1.6374) | (0.5484) | (-0.1823) |
| GGF × Ret | -0.0218 | -0.0155 | -0.0214 | -0.0248\*\* |
|  | (-1.4536) | (-1.2933) | (-1.2437) | (-2.1590) |
| GGF × DR × Ret | **-0.0458** | **0.182\*\*\*** | **-0.0418** | **0.123\*\*\*** |
|  | **(-0.7181)** | **(3.9914)** | **(-0.6739)** | **(2.8376)** |
| Control Variables | NO | NO | YES | YES |
| Industry FE | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES |
| Province FE | YES | YES | YES | YES |
| Industry-Year FE | NO | NO | YES | YES |
| Province-Year FE | NO | NO | YES | YES |
| Obs | 6389 | 9250 | 6368 | 9247 |
| adjusted-R2 | 0.0568 | 0.102 | 0.169 | 0.222 |

*t* statistics in parentheses

\* *p* < 0.10, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01

表10：研发强度分组回归

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | High R&D | Low R&D | High R&D (Control) | Low R&D (Control) |
| DR | 0.0355\*\*\* | 0.00325 | 0.0136 | -0.106 |
|  | (2.7366) | (0.1705) | (0.2351) | (-1.4846) |
| Ret | 0.0151\*\*\* | 0.0376\*\*\* | 0.00884 | -0.220\*\* |
|  | (5.9006) | (7.4641) | (0.1738) | (-2.4076) |
| DR × Ret | 0.100\*\*\* | 0.143\*\*\* | -0.373\*\* | -0.533\*\*\* |
|  | (12.2777) | (11.3925) | (-2.3307) | (-2.6698) |
| GGF | 0.0133\* | 0.0303\*\* | 0.00489 | 0.0258\*\* |
|  | (1.7392) | (2.4367) | (0.6667) | (2.1666) |
| GGF × DR | -0.0299\*\* | 0.00931 | -0.0143 | 0.0210 |
|  | (-2.2553) | (0.4778) | (-1.1208) | (1.1333) |
| GGF × Ret | -0.0268\*\*\* | -0.00903 | -0.0243\*\* | -0.0274 |
|  | (-2.7318) | (-0.5442) | (-2.5190) | (-1.6296) |
| GGF × DR × Ret | **0.171\*\*\*** | **0.0526** | **0.0833\*\*** | **0.0440** |
|  | **(3.9413)** | **(0.8878)** | **(1.9834)** | **(0.7818)** |
| Control Variables | NO | NO | YES | YES |
| Industry FE | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES |
| Province FE | YES | YES | YES | YES |
| Industry-Year FE | NO | NO | YES | YES |
| Province-Year FE | NO | NO | YES | YES |
| Obs | 7816 | 7824 | 7810 | 7821 |
| adjusted-R2 | 0.0837 | 0.0887 | 0.201 | 0.214 |

*t* statistics in parentheses

\* *p* < 0.10, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01

这里把公司研发强度在前50%的公司定义为High R&D，后50%的公司定义为Low R&D，分别回归

表11：公司战略分组回归

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | High Strategy | Low Strategy | High Strategy (Control) | Low Strategy (Control) |
| DR | 0.0487\*\*\* | -0.00436 | -0.0126 | -0.0668 |
|  | (2.7340) | (-0.1350) | (-0.1780) | (-0.5792) |
| Ret | 0.0238\*\*\* | 0.0342\*\*\* | -0.0000704 | -0.207 |
|  | (5.9087) | (4.1979) | (-0.0008) | (-1.3361) |
| DR × Ret | 0.142\*\*\* | 0.187\*\*\* | -0.710\*\*\* | -0.269 |
|  | (12.9811) | (8.5422) | (-3.6432) | (-0.7635) |
| GGF | 0.0123 | 0.0317 | -0.000577 | 0.0150 |
|  | (1.0727) | (1.6263) | (-0.0519) | (0.8223) |
| GGF × DR | -0.0400\*\* | 0.0210 | -0.0254 | 0.0237 |
|  | (-2.1984) | (0.6388) | (-1.4529) | (0.7679) |
| GGF × Ret | 0.0125 | -0.0445\*\* | 0.00610 | -0.0414\*\* |
|  | (0.6849) | (-2.5331) | (0.3316) | (-2.2878) |
| GGF × DR × Ret | **0.174\*\*\*** | **0.0864** | **0.114\*\*** | **0.120** |
|  | **(3.0240)** | **(0.7606)** | **(2.0470)** | **(1.1193)** |
| Control Variables | NO | NO | YES | YES |
| Industry FE | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES |
| Province FE | YES | YES | YES | YES |
| Industry-Year FE | NO | NO | YES | YES |
| Province-Year FE | NO | NO | YES | YES |
| Obs | 9070 | 2298 | 9070 | 2281 |
| adjusted-R2 | 0.0854 | 0.122 | 0.195 | 0.312 |

*t* statistics in parentheses

\* *p* < 0.10, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01

这里把公司战略得分在前25%的公司定义为High Strategy，后75%的公司定义为Low Strategy，分别回归

**稳健性检验**

表12：持股比例代替是否持股

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) |
|  | EPS / P | EPS / P | EPS / P |
| DR | 0.00952\*\*\* | -0.0661 | -0.0373 |
|  | (3.8760) | (-1.5523) | (-0.8756) |
| Ret | 0.0225\*\*\* | -0.121\*\* | -0.122\*\*\* |
|  | (8.7397) | (-2.5624) | (-2.6000) |
| DR × Ret | 0.127\*\*\* | -0.406\*\*\* | -0.436\*\*\* |
|  | (17.1555) | (-3.2286) | (-3.4641) |
| HoldRatio | 0.00218\* | 0.00132 | 0.00154 |
|  | (1.8186) | (1.1668) | (1.3607) |
| HoldRatio × DR | 0.00249 | 0.00126 | 0.000551 |
|  | (1.2527) | (0.6683) | (0.2929) |
| HoldRatio × Ret | -0.00288\* | -0.00395\*\*\* | -0.00388\*\*\* |
|  | (-1.9223) | (-2.7322) | (-2.6948) |
| HoldRatio × DR × Ret | **0.0163\*\*\*** | **0.0130\*\*** | **0.0117\*\*** |
|  | **(2.7925)** | **(2.3579)** | **(2.1086)** |
| Control Variables | NO | YES | YES |
| Industry FE | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES |
| Province FE | YES | YES | YES |
| Industry-Year FE | NO | NO | YES |
| Province-Year FE | NO | NO | YES |
| Obs | 15642 | 15642 | 15638 |
| adjusted-R2 | 0.0800 | 0.181 | 0.196 |

*t* statistics in parentheses

\* *p* < 0.10, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01

表13：PSM-DID回归

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|  | EPS / P | EPS / P | EPS / P | EPS / P | EPS / P |
| DR | 0.122\*\* | -0.138 | 0.120\* | 0.0947 | 0.130\*\* |
|  | (2.1313) | (-1.4746) | (1.7604) | (1.3260) | (2.0806) |
| Ret | 0.0119 | 0.199\*\*\* | 0.0177\*\* | 0.0229 | 0.0136\* |
|  | (1.5958) | (6.7921) | (1.9992) | (0.7202) | (1.6853) |
| DR × Ret | -0.125\*\*\* | 0.0442 | -0.147\*\*\* | -0.0144 | -0.132\*\*\* |
|  | (-5.2081) | (1.5510) | (-5.1502) | (-0.5196) | (-5.0752) |
| Post | -0.0565\*\* | 0.0851\*\*\* |  |  | -0.0754\*\*\* |
|  | (-2.1690) | (3.2313) |  |  | (-2.7628) |
| Post × DR | 0.110\*\*\* | 0.00534 |  |  | 0.119\*\*\* |
|  | (2.9890) | (0.1330) |  |  | (2.9714) |
| Post × Ret | 0.0146 | -0.183\*\*\* |  |  | 0.0261 |
|  | (0.4523) | (-5.6061) |  |  | (0.7383) |
| Post × DR × Ret | **-0.0675** | **0.587\*\*\*** |  |  | -0.0736 |
|  | **(-0.7403)** | **(4.4972)** |  |  | (-0.7354) |
| Treat |  |  | -0.149\*\*\* | 0.0500\*\* | -0.123\*\*\* |
|  |  |  | (-5.1845) | (2.0779) | (-4.7975) |
| Treat × DR |  |  | 0.191\*\*\* | 0.0521 | 0.170\*\*\* |
|  |  |  | (4.5719) | (1.4169) | (4.4908) |
| Treat × Ret |  |  | 0.199\*\*\* | -0.0218 | 0.174\*\*\* |
|  |  |  | (7.1073) | (-0.6327) | (6.8949) |
| Treat × DR × Ret |  |  | **-0.267\*\*** | **0.308\*\*\*** | -0.243\*\* |
|  |  |  | **(-2.3282)** | **(2.9106)** | (-2.3346) |
| Post × Treat |  |  |  |  | **0.163\*\*\*** |
|  |  |  |  |  | **(4.5574)** |
| Post × Treat × DR |  |  |  |  | -0.126\*\* |
|  |  |  |  |  | (-2.2613) |
| Post × Treat × Ret |  |  |  |  | -0.195\*\*\* |
|  |  |  |  |  | (-4.2247) |
| Post × Treat × DR × Ret |  |  |  |  | **0.524\*\*\*** |
|  |  |  |  |  | **(3.3423)** |
| Constant | 0.0816\*\*\* | -0.0254 | 0.106\*\*\* | 0.0258 | 0.0961\*\*\* |
|  | (5.0995) | (-1.3051) | (5.5376) | (1.3674) | (5.5292) |
| Industry FE | YES | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES | YES |
| Province FE | YES | YES | YES | YES | YES |
| Obs | 575 | 571 | 629 | 515 | 1146 |
| adjusted-R2 | 0.199 | 0.258 | 0.194 | 0.207 | 0.193 |

*t* statistics in parentheses

\* *p* < 0.10, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 事件前  Post = 0 | 事件后  Post = 1 | 总数 |
| 处理组  Treat = 1 | 301 | 270 | 571 |
| 对照组  Treat = 0 | 329 | 246 | 575 |
| 总数 | 630 | 516 | 1146 |

PSM匹配方法

1. 首先筛选引导基金持股的公司样本，要求
2. 引导基金为前五大股东或持股比例在5%以上
3. 设置事件时间窗口为[-3, 2]，即引导基金进入公司的前三年至后二年。收集被持股公司在时间窗口内的所有样本，并要求在[-3, -1]和[0, 2]内都至少有一个样本
4. 根据1，筛选得到199家引导基金持股公司，总共571个公司-年度样本（处理组）。对于这199家被持股的公司，匹配199家企业（对照组）
5. 使用logit模型分年度计算第t年公司i的倾向性得分，公式为

X为用来估计企业被引导基金持股概率的特征变量，包括：

1. LOGMV：公司市值的自然对数
2. TobinQ：（公司年末市值+公司年末负债）/ 公司年末总资产
3. Growth：公司上一年末营业收入 / 公司年末营业收入
4. ROA：公司年末利润 / 公司年末总资产
5. LEV：公司年末负债 / 公司年末总资产
6. RD：公司年末研发费用 / 公司年末营业收入
7. INS：机构投资者持股比例
8. SOE：产权属性。国有企业为1，其余为0
9. 假设引导基金进入处理组公司的时间为，为了排除引导基金持股后对匹配造成的影响，因此在年度进行匹配。要求：
10. 同年度、同行业匹配公司，使得倾向性得分与最接近
11. 公司j在事件前后的时间窗口[-3, -1]和[0, 2]内都至少有一个样本

最终，匹配得到199家对照组公司，575个公司-年度样本

1. (2)列分别为对照组和处理组在事件窗口前后的会计稳健性变化，预期对照组不显著，处理组正向显著。可见，结果只有第2列为正向显著

(3)(4)列分别为事件窗口前后全部样本（处理组+对照组）的会计稳健性变化（相当于平行趋势检验）。如果匹配到的样本不存在与处理组的自选择问题，那么预期事件窗口前，处理组公司的会计稳健性应当不显著高于对照组，而事件窗口后，处理组公司的会计稳健性应该高于对照组。可见，引导基金持股前，处理组会计稳健性低于对照组，但在持股后，会计稳健性显著高于对照组

(5)列为全部样本的DID检验，关注的交乘项Post × Treat × DR × Ret在1%水平为显著为正，证明了引导基金持股显著提高了处理组的会计稳健性