样本选择：选择2017～2021年的上市公司样本，删除金融保险行业公司和ST公司，再删除含有缺失值的样本，再删除观测值不足两年的上市公司，最后得到19796个样本

检验模型：

其中解释变量GF为引导基金是否持股，控制变量Contr为企业规模Size、资产负债率Lev、产权性质SOE、监督型机构投资者持股SuperINS、所在城市人均GDP GDP\_p

以下所有回归分析控制了异方差稳健标准误

##### 基准回归

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | Simple High FE | Only Control No FE | Control & FE | Control & High FE |
| DR | 0.0049 | -0.0084 | -0.0264 | -0.0201 |
|  | (0.6026) | (0.8854) | (0.6073) | (0.6784) |
| RET | 0.0278\*\*\* | -0.1301 | -0.1046 | -0.1156 |
|  | (0.0001) | (0.1828) | (0.1596) | (0.0976) |
| DR \* RET | 0.0852\*\*\* | -0.1923 | -0.2471 | -0.3067\* |
|  | (0.0000) | (0.1978) | (0.0727) | (0.0264) |
| GGF | 0.0078 | -0.0114\* | -0.0072 | -0.0070 |
|  | (0.2186) | (0.0408) | (0.2022) | (0.2104) |
| GGF \* DR | -0.0126 | -0.0224\*\* | -0.0215\*\* | -0.0221\*\* |
|  | (0.2040) | (0.0080) | (0.0099) | (0.0077) |
| GGF \* RET | -0.0094 | -0.0068 | -0.0027 | -0.0032 |
|  | (0.3240) | (0.4218) | (0.7376) | (0.6847) |
| **GGF \* DR \* RET** | **0.0987\*** | **0.0813\*** | **0.0816\*** | **0.0892\*** |
|  | **(0.0338)** | **(0.0371)** | **(0.0342)** | **(0.0199)** |
| 控制变量 | NO | YES | YES | YES |
| 年度固定效应 | YES | NO | YES | YES |
| 行业固定效应 | YES | NO | YES | YES |
| 行业-年度固定效应 | NO | NO | NO | YES |
| 省份-年度固定效应 | NO | NO | NO | YES |
| *N* | 15154 | 15156 | 15154 | 15154 |
| adj. *R*2 | 0.1292 | 0.1970 | 0.2455 | 0.2474 |

*p*-values in parentheses

\* *p* < 0.05, \*\* *p* < 0.01, \*\*\* *p* < 0.001

* 1. **引导基金持股时间**

第1～2列为**去除掉**引导基金第一年持股的样本，再进行回归

第3～4列为**只保留**引导基金第一年持股的样本，再进行回归

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | No First Year | No First Year (Control) | Only First Year | Only First Year (Control) |
| DR | 0.0071 | -0.0197 | -0.0147 | -0.0247 |
|  | (0.5009) | (0.6856) | (0.2150) | (0.6227) |
| RET | 0.0278\*\*\* | -0.1130 | 0.0277\*\*\* | -0.1064 |
|  | (0.0001) | (0.1059) | (0.0001) | (0.1290) |
| DR \* RET | 0.0853\*\*\* | -0.3203\* | 0.0842\*\*\* | -0.3389\* |
|  | (0.0000) | (0.0207) | (0.0000) | (0.0138) |
|  |  |  |  |  |
| GGF | 0.0072 | -0.0066 | 0.0095 | -0.0062 |
|  | (0.3058) | (0.2929) | (0.3178) | (0.4912) |
| GGF \* DR | -0.0149 | -0.0235\* | 0.0070 | -0.0094 |
|  | (0.1802) | (0.0112) | (0.5694) | (0.4044) |
| GGF \* RET | -0.0102 | -0.0046 | -0.0084 | -0.0036 |
|  | (0.3005) | (0.5712) | (0.5887) | (0.8034) |
| **GGF \* DR \* RET** | **0.1218\*** | **0.1093\*** | **-0.0154** | **-0.0022** |
|  | **(0.0339)** | **(0.0211)** | **(0.5862)** | **(0.9347)** |
| 控制变量 | NO | YES | NO | YES |
| 年度固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 省份固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业-年度固定效应 | NO | YES | NO | YES |
| 省份-年度固定效应 | NO | YES | NO | YES |
| *N* | 15059 | 15059 | 14894 | 14894 |
| adj. *R*2 | 0.1294 | 0.2476 | 0.1308 | 0.2465 |

*p*-values in parentheses

\* *p* < 0.05, \*\* *p* < 0.01, \*\*\* *p* < 0.001

结果发现，去除第一年持股的引导基金样本后，引导基金持股对会计稳健性的正效应增强（系数增大）

* 1. **引导基金持股排名与同省份投资**

第1列只保留引导基金为排名前五股东的样本

第2列去除掉引导基金为排名前五股东的样本

第3列只保留引导基金与被投资企业处于同一省份的样本

第4列去除掉引导基金与被投资企业处于同一省份的样本

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | No Minority | Only Minority | Only Same Province | No Same Province |
| DR | -0.0128 | -0.0276 | -0.0232 | -0.0171 |
|  | (0.7941) | (0.5751) | (0.6422) | (0.7330) |
| RET | -0.1071 | -0.1126 | -0.1019 | -0.1094 |
|  | (0.1232) | (0.1098) | (0.1480) | (0.1171) |
| DR \* RET | -0.3168\* | -0.3387\* | -0.3320\* | -0.3407\* |
|  | (0.0219) | (0.0141) | (0.0179) | (0.0140) |
| GGF | -0.0113 | -0.0028 | 0.0013 | 0.0016 |
|  | (0.0571) | (0.7478) | (0.9015) | (0.8161) |
| GGF \* DR | -0.0278\*\* | -0.0079 | -0.0127 | -0.0227 |
|  | (0.0030) | (0.4762) | (0.4047) | (0.0510) |
| GGF \* RET | -0.0096 | 0.0089 | -0.0119 | 0.0131 |
|  | (0.2344) | (0.5064) | (0.3796) | (0.3086) |
| **GGF \* DR \* RET** | **0.1067\*** | **-0.0024** | **0.1544** | **0.0920** |
|  | **(0.0226)** | **(0.9289)** | **(0.1002)** | **(0.0556)** |
| 控制变量 | YES | YES | YES | YES |
| 年度固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 省份固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业-年度固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 省份-年度固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| *N* | 15008 | 14945 | 14783 | 14823 |
| adj. *R*2 | 0.2474 | 0.2469 | 0.2475 | 0.2480 |

*p*-values in parentheses

\* *p* < 0.05, \*\* *p* < 0.01, \*\*\* *p* < 0.001

发现，当且仅当引导基金为较大股东时，才对会计稳健性有积极影响；引导基金与被投资企业是否处于同一省份，对会计稳健性的影响差异不大

* 1. **引导基金行政级别**

第1、2列去除掉国家级引导基金

第3、4列只保留国家级引导基金

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | No Country GGF | No Country GGF (Control) | Only Country GGF | Only Country GGF (Control) |
| DR | 0.0018 | -0.0221 | 0.0035 | -0.0290 |
|  | (0.8668) | (0.6520) | (0.7683) | (0.9264) |
| RET | 0.0274\*\*\* | -0.1099 | -0.0247 | -0.5956 |
|  | (0.0001) | (0.1174) | (0.1336) | (0.0939) |
| DR \* RET | 0.0835\*\*\* | -0.3189\* | 0.0208 | -0.1469 |
|  | (0.0000) | (0.0225) | (0.6590) | (0.8709) |
| GGF | 0.0125 | 0.0018 | -0.0360 | -0.0526 |
|  | (0.0581) | (0.7635) | (0.0796) | (0.3866) |
| GGF \* DR | -0.0096 | -0.0176 | -0.0403 | -0.0929 |
|  | (0.3823) | (0.0611) | (0.1156) | (0.1721) |
| GGF \* RET | -0.0074 | 0.0013 | 0.0413\* | 0.0715 |
|  | (0.5065) | (0.8895) | (0.0307) | (0.1726) |
| **GGF \* DR \* RET** | **0.1278\*** | **0.1170\*** | **0.0095** | **0.0236** |
|  | **(0.0210)** | **(0.0141)** | **(0.8516)** | **(0.8155)** |
| 控制变量 | NO | YES | NO | YES |
| 年度固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 省份固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业-年度固定效应 | NO | YES | NO | YES |
| 省份-年度固定效应 | NO | YES | NO | YES |
| *N* | 14955 | 14953 | 197 | 150 |
| adj. *R*2 | 0.1196 | 0.2490 | 0.1779 | -0.2934 |

*p*-values in parentheses

\* *p* < 0.05, \*\* *p* < 0.01, \*\*\* *p* < 0.001

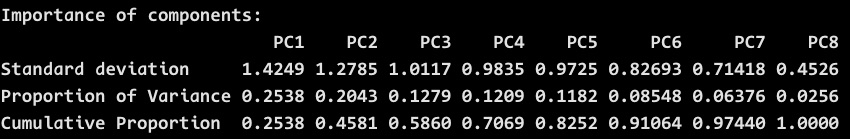
发现，只有当引导基金行政级别较低时，才对会计稳健性有显著的正效应，这可能是因为较低层级的引导基金投资保本压力较大，使其选择财务更加稳健的上市公司，而非进行高风险创新的上市公司

##### 按公司治理综合得分进行分组回归

使用主成分分析，对八个公司治理变量进行降维：

1.第一大股东持股比例 2.独立董事比例 3.两职合一 4.股东大会次数

5.管理者持股比例 6.股权制衡度 7.产权性质 8.监督型机构持股比例



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，按特征值进行加权加总，得到公司治理综合得分CG，按中位数进行分组回归

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | High CG | Low CG | High CG (Control) | Low CG (Control) |
| DR | 0.0024 | -0.0004 | -0.0534 | 0.0810 |
|  | (0.8502) | (0.9761) | (0.3951) | (0.2753) |
| RET | 0.0349\*\* | 0.0200\*\*\* | -0.1521\* | 0.0154 |
|  | (0.0014) | (0.0000) | (0.0435) | (0.8129) |
| DR \* RET | 0.0829\*\*\* | 0.0750\*\*\* | -0.1503 | -0.5412\*\* |
|  | (0.0000) | (0.0000) | (0.5002) | (0.0072) |
| GGF | 0.0162 | 0.0000 | -0.0009 | -0.0149\* |
|  | (0.0621) | (0.9991) | (0.9099) | (0.0465) |
| GGF \* DR | -0.0069 | -0.0089 | -0.0206 | -0.0221 |
|  | (0.6107) | (0.4795) | (0.0881) | (0.0575) |
| GGF \* RET | -0.0169 | -0.0068 | -0.0048 | 0.0023 |
|  | (0.2691) | (0.3854) | (0.7184) | (0.7782) |
| **GGF \* DR \* RET** | **0.1616** | **0.0142** | **0.1487** | **0.0215** |
|  | **(0.0622)** | **(0.6458)** | **(0.0543)** | **(0.4563)** |
| 控制变量 | NO | YES | NO | YES |
| 年度固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 省份固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业-年度固定效应 | NO | YES | NO | YES |
| 省份-年度固定效应 | NO | YES | NO | YES |
| *N* | 7191 | 7191 | 7190 | 7185 |
| adj. *R*2 | 0.1186 | 0.1205 | 0.2491 | 0.2251 |

*p*-values in parentheses

\* *p* < 0.05, \*\* *p* < 0.01, \*\*\* *p* < 0.001

发现，对于公司治理水平较高的企业，引导基金持股可以提高其会计稳健性(p=5.4%)

##### 按地区金融化水平进行分组回归

参考陈胜蓝和马慧(2018，管理世界) ——*中国金融中心指数是综合开发研究院（中国·深圳）设计的一个评价中国城市金融发展综合竞争力的动态指数。该指数是通过对各城市的金融产业绩效、金融机构实力、金融市场规模和金融生态环境这 4 类 1 级指标 体系下具体的 82 个 4 级指标综合评分所得，自 2009 年起每年更新一次。该指数在评价各个城市的金融竞争力方面具有较好的客观性和权威性。因此，本文对 2009~2016 年各期综合竞争力排名前十的城市再进行排名，确定金融综合竞争力最强的十大城市，分别为****上海、北京、深圳、广州、杭州、南京、天津、成都、重庆、宁波***

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | High Fin | Low Fin | High Fin (Control) | Low Fin (Control) |
| DR | -0.0097 | 0.0092 | 0.0515 | -0.0366 |
|  | (0.4305) | (0.4164) | (0.3977) | (0.5690) |
| RET | 0.0184\*\*\* | 0.0316\*\*\* | 0.0421 | -0.1411 |
|  | (0.0001) | (0.0007) | (0.5820) | (0.0617) |
| DR \* RET | 0.0895\*\*\* | 0.0790\*\*\* | -0.1592 | -0.5526\*\* |
|  | (0.0000) | (0.0000) | (0.4547) | (0.0016) |
| GGF | 0.0043 | 0.0107 | -0.0136 | -0.0019 |
|  | (0.5740) | (0.1926) | (0.0877) | (0.7963) |
| GGF \* DR | 0.0022 | -0.0182 | -0.0082 | -0.0286\*\* |
|  | (0.8620) | (0.1342) | (0.4794) | (0.0077) |
| GGF \* RET | -0.0017 | -0.0185 | 0.0078 | -0.0065 |
|  | (0.8844) | (0.1227) | (0.4852) | (0.4792) |
| **GGF \* DR \* RET** | **-0.0295** | **0.1696\*\*** | **-0.0235** | **0.1486\*\*** |
|  | **(0.3782)** | **(0.0066)** | **(0.4301)** | **(0.0061)** |
| 控制变量 | NO | NO | YES | YES |
| 年度固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 省份固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业-年度固定效应 | NO | NO | YES | YES |
| 省份-年度固定效应 | NO | NO | YES | YES |
| *N* | 6240 | 8913 | 6219 | 8913 |
| adj. *R*2 | 0.1046 | 0.1296 | 0.2430 | 0.2537 |

*p*-values in parentheses

\* *p* < 0.05, \*\* *p* < 0.01, \*\*\* *p* < 0.001

引导基金对地区金融化水平较低的上市公司具有治理效应（提高了会计稳健性）

##### 按监督型机构投资者持股进行分组回归

依据胡楠(2021，管理世界)，监督型机构投资者的定义为：证券投资基金、社保基金、QFII，这与政府引导基金并不重合

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | High Insti | Low Insti | High Insti (Control) | Low Insti (Control) |
| DR | 0.0149 | -0.0279\* | -0.0730 | -0.0361 |
|  | (0.1686) | (0.0286) | (0.3151) | (0.5978) |
| RET | 0.0271\*\* | 0.0159\* | -0.0928 | -0.3419\* |
|  | (0.0018) | (0.0410) | (0.2549) | (0.0358) |
| DR \* RET | 0.0649\*\*\* | 0.1023\*\*\* | -0.0760 | -0.3269 |
|  | (0.0000) | (0.0000) | (0.7354) | (0.1505) |
| GGF | 0.0022 | 0.0152 | -0.0103 | -0.0051 |
|  | (0.7613) | (0.1054) | (0.1003) | (0.6225) |
| GGF \* DR | -0.0211 | 0.0169 | -0.0300\*\* | -0.0004 |
|  | (0.0736) | (0.1970) | (0.0033) | (0.9732) |
| GGF \* RET | -0.0105 | -0.0166 | -0.0009 | -0.0100 |
|  | (0.3330) | (0.2372) | (0.9131) | (0.6322) |
| **GGF \* DR \* RET** | **0.1494\*\*** | **-0.0259** | **0.1258\*\*** | **-0.0274** |
|  | **(0.0095)** | **(0.4141)** | **(0.0085)** | **(0.4422)** |
| 控制变量 | NO | NO | YES | YES |
| 年度固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 省份固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业-年度固定效应 | NO | NO | YES | YES |
| 省份-年度固定效应 | NO | NO | YES | YES |
| *N* | 7578 | 7578 | 7576 | 7573 |
| adj. *R*2 | 0.1470 | 0.0876 | 0.2782 | 0.2117 |

*p*-values in parentheses

\* *p* < 0.05, \*\* *p* < 0.01, \*\*\* *p* < 0.001

在监督型机构投资者持股比例较高的上市公司，政府引导基金对会计稳健性有更强的正面影响

##### 按政府补贴进行分组回归

按毕晓芳(会计研究，2017)，政府补贴指标为当年和上年以期初总资产标准化的政府补贴的平均值

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | High Subsi | Low Subsi | High Subsi (Control) | Low Subsi (Control) |
| DR | 0.0044 | -0.0004 | 0.0251 | -0.0435 |
|  | (0.6462) | (0.9760) | (0.6727) | (0.4639) |
| RET | 0.0209\*\*\* | 0.0337\*\* | 0.0088 | -0.2357\*\* |
|  | (0.0000) | (0.0038) | (0.8694) | (0.0057) |
| DR \* RET | 0.0693\*\*\* | 0.0733\*\*\* | -0.3309 | -0.2591 |
|  | (0.0000) | (0.0000) | (0.1021) | (0.1031) |
| GGF | -0.0025 | 0.0136 | -0.0115 | -0.0084 |
|  | (0.6672) | (0.0991) | (0.0753) | (0.2839) |
| GGF \* DR | -0.0099 | -0.0096 | -0.0221\* | -0.0193 |
|  | (0.3141) | (0.4772) | (0.0189) | (0.1302) |
| GGF \* RET | -0.0080 | -0.0023 | -0.0042 | 0.0186 |
|  | (0.2090) | (0.8975) | (0.5365) | (0.2123) |
| **GGF \* DR \* RET** | **0.0022** | **0.0958** | **0.0296** | **0.0507** |
|  | **(0.9313)** | **(0.1035)** | **(0.2250)** | **(0.3518)** |
| 控制变量 | NO | NO | YES | YES |
| 年度固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 省份固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业-年度固定效应 | NO | NO | YES | YES |
| 省份-年度固定效应 | NO | NO | YES | YES |
| *N* | 7356 | 7355 | 7347 | 7354 |
| adj. *R*2 | 0.0982 | 0.1407 | 0.2073 | 0.2560 |

*p*-values in parentheses

\* *p* < 0.05, \*\* *p* < 0.01, \*\*\* *p* < 0.001

无显著差异

##### 按公司战略进行分组回归

按刘行(南开管理评论，2016)，采用了如下几个指标来构建企业战略指数：

1. 企业过去五年无形资产占总资产比重的均值（RD5）
2. 企业过去五年员工人数与营业收入之比的均值（EMPS5）
3. 企业过去五年营业收入增长率的均值（REV5）
4. 企业过去五年销售费用与营业收入之比的均值（SEXP5）
5. 企业过去五年员工人数的标准差除以平均员工人数（sdEMP5）
6. 企业过去五年固定资产占总资产比重的均值（PPE5）

按照年度和行业的不同将企业分成五等，并按照数值的大小对每个企业的相应指标分别赋值为1、2、3、4、5（PPE5是一个例外，它属于反向指标）。然后，将所有企业这六个指标的相应赋值进行加总，则得到本文的企业战略指数即 Strategy。指数越大意味着企业战略越激进，越小意味着企业战略越保守。进行分组回归

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | High Strategy | Low Strategy | High Strategy (Control) | Low Strategy (Control) |
| DR | -0.0037 | 0.0078 | -0.0610 | 0.0538 |
|  | (0.7390) | (0.5873) | (0.3760) | (0.3390) |
| RET | 0.0308\*\* | 0.0262\*\*\* | -0.1077 | -0.1549\* |
|  | (0.0025) | (0.0000) | (0.2457) | (0.0366) |
| DR \* RET | 0.0525\*\*\* | 0.0971\*\*\* | -0.5666\*\* | -0.0272 |
|  | (0.0000) | (0.0000) | (0.0010) | (0.8992) |
| GGF | 0.0124 | -0.0014 | -0.0009 | -0.0273\* |
|  | (0.0754) | (0.9003) | (0.8787) | (0.0170) |
| GGF \* DR | -0.0057 | -0.0152 | -0.0180 | -0.0268 |
|  | (0.6419) | (0.2983) | (0.0775) | (0.0580) |
| GGF \* RET | -0.0210 | 0.0007 | -0.0140 | 0.0164 |
|  | (0.0685) | (0.9673) | (0.1039) | (0.3201) |
| **GGF \* DR \* RET** | **0.0701** | **0.0307** | **0.0744** | **-0.0111** |
|  | **(0.1274)** | **(0.4094)** | **(0.0551)** | **(0.7423)** |
| 控制变量 | NO | NO | YES | YES |
| 年度固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 省份固定效应 | YES | YES | YES | YES |
| 行业-年度固定效应 | NO | NO | YES | YES |
| 省份-年度固定效应 | NO | NO | YES | YES |
| *N* | 7578 | 6468 | 7576 | 6464 |
| adj. *R*2 | 0.1328 | 0.1213 | 0.2378 | 0.2531 |

*p*-values in parentheses

\* *p* < 0.05, \*\* *p* < 0.01, \*\*\* *p* < 0.001

发现，对于采用激进战略的公司，引导基金持股可以较显著地(p=5.5%)提高公司会计稳健性