

企业集团组织形式与股价崩盘风险

乔菲¹, 文雯²(博士), 徐经长¹(博士生导师)

【摘要】基于手工搜集的企业集团数据,选取2007~2016年全部A股上市公司为样本,考察了企业集团这一组织结构对管理层隐藏负面信息的抑制作用,进而考察其对股价崩盘风险产生的影响。研究发现:集团内关联企业越多,非公开重大负面信息的知情者就越多,集团内上市公司的未来股价崩盘风险越低;与仅包括一家上市公司的企业集团相比,当集团内包括多家上市公司时,成员企业的未来股价崩盘风险更低;当集团内上市公司处于同一行业时,上述股价崩盘风险更低。进一步分析表明,集团内关联方交易涉及金额越大,成员企业之间的联系就越紧密,股价崩盘风险越低。研究不仅丰富了股价崩盘风险影响因素的研究,而且增进了资本市场对企业集团的认识,为我国现阶段正在进行的国有企业改革提供了参考,具有重大的理论价值和实践意义。

【关键词】企业集团; 股价崩盘风险; 非公开负面信息; 关联方交易

【中图分类号】F275 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2019)04-0016-7

一、引言

企业集团这一组织形式在世界各国尤其是新兴市场国家广泛存在。在美国等发达资本市场,大部分上市公司都是独立存在的,与之不同的是,在我国几乎所有的上市公司都隶属于某一企业集团^[1],由此引致诸多发达资本市场和新兴市场出现了不同经济现象和企业行为。因此,对企业集团的研究不仅可以使我们更好地理解企业边界,还能够帮助我们解释发达国家和发展中国家资本市场的不同经济政策和由此引发的企业行为。

股价崩盘风险是指股价突然大幅下跌的风险。当企业经营遭遇某些负面事件,比如投资项目失败或经营业绩亏损时,管理层出于个人目的而决定暂时不披露这些负面消息,造成负面消息在企业内部累积。当负面信息的累积达到临界值时,管理层再也无法隐藏这些负面信息,使得股价在短时间内大幅度下跌,造成股价崩盘^[2]。股价暴跌不仅使投资者的财富瞬间蒸发,严重打击市场参与者的参与热情和

积极性,还破坏了金融市场的稳定,加剧了资本市场的动荡,影响经济的健康可持续发展。随着近年来金融业的高速发展,金融风险呈直线上升趋势,一旦爆发系统性的金融风险,不仅会对金融市场本身造成重大冲击,还会对实体经济造成无法弥补的伤害。在此背景下,开展对股价崩盘风险的研究对防范和化解金融市场风险、保障实体经济的平稳健康发展,具有十分重大的现实意义。

以往对股价崩盘风险的研究往往从管理层特征、公司治理等内部因素以及外部监督等外部因素着手,降低股价崩盘风险的渠道也仅围绕正式的内外外部监督方式等展开分析,忽略了因企业之间的紧密联系而导致的可能存在的非正式信息传播渠道对股价崩盘风险的影响。本研究从外部网络渠道,即企业集团组织结构这一角度出发,考察其对股价崩盘风险的影响。

究其本源,股价崩盘风险源于管理层对重大非公开负面信息的隐瞒,而集团内的成员企业具有信

【基金项目】中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(项目编号:2019JT004);北京外国语大学一流学科建设项目“高管海外背景对企业对外直接投资的影响及作用机理研究”(项目编号:YY19ZZB006)

息优势,是非公开信息的知情者^[3]。鉴于此,本文选取2007~2016年全部A股上市公司为样本,考察集团结构对股价崩盘风险的影响。研究发现:当集团内关联成员企业越多时,非公开负面信息的知情者越多,管理层隐瞒负面消息的空间越小,上市公司面临的股价崩盘风险越低;当集团包括两家及以上上市公司时,未来股价崩盘风险更低;当集团内上市公司处于同一行业时,股价崩盘风险更低。进一步研究发现,集团成员企业之间的联系越密切,越能够促进非公开负面信息在集团内部的流动,上市公司未来股价崩盘风险越低。

本文的贡献主要体现在两个方面:第一,以往研究主要从企业的内外部治理因素着手,探讨这些正式的监督机制对管理层隐藏负面信息的影响,进而考察其对股价崩盘风险的影响。而本文的研究则关注了一个更为隐蔽而重要的非正式信息传播渠道,发现企业集团的存在使得非公开信息得以在集团内部成员企业之间传播,降低了股价崩盘风险。本文的研究结论丰富了股价崩盘风险影响因素的研究。第二,目前对企业集团的研究主要集中于掏空效应和支持效应。掏空效应认为,企业集团的存在为大股东掏空小股东提供了便利;支持效应则认为,企业集团的存在为成员企业在糟糕的经济和制度环境下提供了支持和便利^[4]。鲜有研究探讨企业集团的存在对整个资本市场可能产生的影响或发挥的作用,尤其是对股价崩盘风险的影响。笔者发现企业集团的存在减少了股票市场的波动性和不确定性,降低了股价崩盘风险,维护了资本市场的稳定。本文的研究结论打破了现有文献对企业集团的固有认识,拓宽了企业集团研究的领域。

二、文献述评与研究假设

1. 管理层隐瞒负面信息。股价崩盘风险产生的原因是管理层隐瞒负面消息,导致积累的负面消息集中释放,使得股价在短时间内大幅下跌。管理层往往倾向于及时披露好消息,而隐瞒或推迟负面消息的披露。Kothari等^[5]通过检验好消息和坏消息分别引起的股价变动幅度,发现投资者对负面消息的市场反应显著大于对正面消息的市场反应,验证了这一观点。

管理层隐瞒负面消息的原因主要有两方面:第一,管理层对职业生涯的考虑促使他们隐藏负面消息。对管理层而言,释放好消息和坏消息所带来的收益是不对等的。披露正面消息可确保管理层职位安

全,并增加与公司价值相关的财富。相反,披露负面消息可快速导致聘用合同的终止。聘用合同的终止对管理层来说代价高昂,它不仅意味着从目前雇主处所获得的未来收入的损失、退休后福利的损失,还意味着未来就业机会的减少。Hermalin、Weisbach^[6]指出最优披露策略并不是完全透明的,尤其是对于坏消息而言。第二,除了与职业发展相关的损失,披露负面消息所导致的与企业绩效挂钩的奖金的减少、授予的股票期权数量的减少以及公司股价的下跌都会使管理层遭受损失。

综合而言,管理层有隐藏负面消息的强烈动机,并预期企业随后的经营活动允许他们掩盖这些负面消息。但随着负面消息的累积,当隐瞒负面消息的成本远大于收益时,管理层再也无法掩盖这些负面消息,积累的负面消息集中释放,使得股价在短时间内大幅下跌,造成股价崩盘^[2]。

2. 股价崩盘风险。股价暴跌加剧了股票市场的波动,加深了资本市场的动荡,削弱了投资者的信心,因此,探索哪些因素影响了股价崩盘风险以及如何缓解这种风险,具有较大的现实意义。

众多学者主要从内部公司治理机制和外部监管渠道等方面来考察影响和缓解股价崩盘风险的因素。具体而言,在公司内部治理方面, Kim等^[7]比较了CFO和CEO的股权激励与股价崩盘风险的关系,发现对这两者的股权激励均与股价崩盘风险正相关,但对前者进行股权激励的影响更大; Xu等^[8]指出国有企业的超额福利与股价崩盘风险正相关;叶康涛等^[9]研究发现加强内部控制信息披露有助于缓解股价崩盘风险;王化成等^[10]从大股东持股比例角度考察了其股价崩盘风险的关系,发现第一大股东持股比例越高,上市公司面临的股价崩盘风险越低;在控股股东股权质押方面,谢德仁等^[11]研究指出与不存在控股股东股权质押的企业相比,存在控股股东股权质押的企业所面临的未来股价崩盘风险更低。

此外,更多研究从媒体监督、机构投资者、分析师关注和政府监管等方面考察了企业外部监督渠道对股价崩盘风险的缓解作用。尽管关于股价崩盘风险影响因素的研究成果丰富,但尚未有研究关注一些非正式的信息沟通渠道对管理层隐藏负面消息的能力的影响。企业集团成员企业之间联系紧密,使得非公开信息得以在成员企业之间流动。本文将从企业集团结构这一非正式的外部网络渠道出发,考察

其对管理层隐瞒负面信息的抑制效用,拓展了关于股价崩盘风险影响因素的研究。

3. 企业集团与股价崩盘风险。企业集团在世界各国广泛存在,尤其在新兴资本市场中发挥着重要作用。集团内部通常存在着频繁而广泛的关联交易,涉及产品或资产的购销业务、担保业务和资金交易^[12],并购活动^[13],税收负担^[14],以及研发活动^[15]等。目前对企业集团的研究主要有两种观点,即支持假说^[16]和掏空假说^[17]。支持假说认为企业集团的存在不但降低了交易成本、提高了企业价值^[18],还能有效缓解融资约束^[19];相反,掏空假说认为集团内控股股东存在掏空行为^[20],损害了中小股东的利益和企业价值^[21];此外,更有学者认为企业集团内部同时存在着掏空和支持两种效应^[1]。不论是支持假说还是掏空假说,都是从企业集团内部成员企业之间的交易行为这一微观视角来考察企业集团存在的原因和利弊,尚未有研究探讨企业集团式组织结构的存在对维护资本市场稳定的作用,比如对股价崩盘风险可能产生的抑制作用,本文的研究将填补这一研究领域的空白。

众多研究指出集团内部的成员企业是消息灵通的投资者(well-informed investor)。Anderson、Reeb^[3]指出,集团企业长期积累的知识和信息可以通过完善公司监督和促进其与资本市场的互动来为外部投资者带来利益。Chan等^[22]发现通过对本公司股票的交易,家族企业的CEO比非家族企业的CEO获得了更多收益,说明集团内的成员企业掌握了更多的信息,具有信息优势。随后,Anderson等^[23]通过检验家族企业式组织结构和内幕交易之间的关系,发现在利空消息公布之前,与非家族企业相比,家族企业发生了更多的超额卖空交易,说明集团内部成员企业之间的紧密联系导致了对企业经营活动有重大影响的尚未公开信息的提前泄露。

综合上述分析,企业集团式组织结构使得重大非公开信息在集团内部的传递成为可能,抑制了管理层隐瞒负面消息的能力,缓解了负面消息的累积,降低了股价崩盘风险。由于在我国资本市场上,几乎所有的上市公司都隶属于某一企业集团^[1],因此本文预期上市公司所隶属集团内的关联成员企业越多,具有信息优势的投资者就越多,管理层就越不容易隐藏并积累负面消息,企业面临的未来股价崩盘风险越低。据此本文提出:

假设1:关联成员企业越多,集团内上市公司面

临的股价崩盘风险越低。

不同于非上市公司,上市公司受到了更多的分析师的关注以及媒体的报道。分析师关注和媒体报道作为一种外部公共监督机制,有助于提早揭示管理层隐瞒和积累的负面信息,使得这些非公开信息早日被投资者所获知,压缩了管理层隐藏负面消息的空间,有助于降低股价崩盘的风险^[24]。因此,相对于只有一家上市公司的企业集团而言,具有两家及以上上市公司的企业集团获得了更多的关注,其管理层更不容易隐藏负面信息,由于负面消息的累积和突然释放而导致股价暴跌的可能性更低。据此本文提出:

假设2:与“独生子”相比,当企业集团包含两家及以上上市公司时,集团内上市公司面临的股价崩盘风险更低。

进一步地,当企业集团包含两家及以上上市公司时,上市公司是否处于同一行业同样影响着股价崩盘风险水平。同行业内的企业具有一定的相似性,投资者也往往通过对同行业企业的考察来对本行业内的其他企业进行判断,Kedia等^[25]和Gleason等^[26]的研究证实了这一观点。Kedia等^[25]指出,当一家企业发生财务重述时,同行业的企业更有可能进行盈余管理。Gleason等^[26]研究发现,当一家企业发生财务重述时,与其处于同一行业但是并未发生财务重述的企业的股票价格也会降低,说明投资者通过一家企业的负面信息来推断同行业其他企业可能存在类似的负面事件。因此,当集团内上市公司处于相同行业时,一家上市公司的投资者更容易根据本行业的信息而获取集团内其他同行业上市公司的非公开负面消息,减少了负面消息的积压和由此导致的股价崩盘风险。据此本文提出:

假设3:当集团内的上市公司处于同一行业时,上述股价崩盘风险更低。

三、数据及研究设计

1. 样本选取。本文选取2007~2016年所有A股上市公司为样本,上市公司所隶属企业集团的信息由手工搜集得到。选择2007年为研究期间起点的原因是,2007年实施了新的企业会计准则,以此为起点可以避免由于准则变动而带来的干扰。同时还删除了金融企业和数据不全的企业,最后得到13167个观测值。除手工整理的数据库外,本研究用其他数据均来源于国泰安(CSMAR)数据库。

2. 股价崩盘风险的衡量。借鉴Kim等^[7,27]和孟

庆斌等^[28]的研究,本文构建以下两个变量来分别衡量企业的股价崩盘风险(记为CrashRisk_{i,t})。

对方程(1)进行回归,得到残差项 $\varepsilon_{j,\tau}$:

$$r_{j,\tau} = \alpha_j + \beta_{1,j}r_{m,(\tau-2)} + \beta_{2,j}r_{m,(\tau-1)} + \beta_{3,j}r_{m,\tau} + \beta_{4,j}r_{m,(\tau+1)} + \beta_{5,j}r_{m,(\tau+2)} + \varepsilon_{j,\tau} \quad (1)$$

其中, $r_{j,\tau}$ 为股票j在第 τ 周的考虑现金红利再投资的收益率, $r_{m,\tau}$ 为第 τ 周A股市场的市值加权平均收益率,本文在模型中还加入了滞后项和超前项以控制股票的非同步性交易。据此,计算企业j在第 τ 周的股票回报率, $W_{j,\tau} = \ln(1 + \varepsilon_{j,\tau})$ 。

根据得到的周股票回报率 $W_{j,\tau}$,构建以下两个代表企业股价崩盘风险的变量:

(1)负收益偏态系数(NCSKEW):

$$NCSKEW_{i,t} = - \left[\frac{n(n-1) \left(\sum W_{i,\tau}^3 \right)^{3/2}}{n(n-1)(n-2) \left(\sum W_{i,\tau}^2 \right)^{3/2}} \right] \quad (2)$$

其中, n 为企业i每年的股票交易周数。NCSKEW越大,表示股票越容易崩盘,反之亦然。

(2)收益上下波动率(DUVOL):

$$DUVOL_{i,t} = \log \left\{ \frac{(n_u - 1) \sum_{DOWN} W_{i,\tau}^2}{(n_d - 1) \sum_{UP} W_{i,\tau}^2} \right\} \quad (3)$$

其中, n_u 是股票i的周收益率大于市场平均收益率的周数, n_d 是股票i的周收益率小于市场平均收益率的周数。DUVOL_{i,t}越大,企业面临的股价崩盘风险越大。

3. 实证模型。为验证假设1,构建模型(4):

$$\begin{aligned} CrashRisk_{i,t+1} = & \alpha_0 + \alpha_1 PARTIES_{i,t} + \\ & \alpha_2 NCSKEW_{i,t} + \alpha_3 DTURN_{i,t} + \alpha_4 SIGMA_{i,t} + \\ & \alpha_5 RET_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 MTB_{i,t} + \alpha_8 LEV_{i,t} + \\ & \alpha_9 ROA_{i,t} + \alpha_{10} DA_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

其中,CrashRisk代表企业未来的股价崩盘风险,由NCSKEW和DUVOL两个变量来度量。需要注意的是,被解释变量是第 $t+1$ 期的数据,解释变量为第 t 期的数据。主要的解释变量为PARTIES,用关联企业的数量加1再取自然对数计算。根据假设1,关联企业数量越多,上市公司所面临的股价崩盘风险越高,因此本文预期PARTIES的系数显著为负。

借鉴Kim等^[7,27]和Xu等^[8]的研究,本文还控制了其他可能影响股价崩盘风险的因素,包括:超额换手率(DTURN)、周收益率的标准差(SIGMA)和均值(RET)、企业规模(SIZE)、账面市值比(MTB)、

资产负债率(LEV)、总资产收益率(ROA)和盈余操纵(DA)等。Year和Industry分别代表年度和行业固定效应。主要变量的定义列示在表1中。

表1 主要变量定义

变量符号	变量定义
NCSKEW	负收益偏态系数,计算方法详见公式(2)
DUVOL	收益上下波动率,计算方法详见公式(3)
PARTIES	关联企业的数量,具体为关联企业数量加1再取自然对数计算
LIST	集团内是否包括两家及以上上市公司的虚拟变量,是取1,否则取0
IND	是否处于同一行业的虚拟变量,当处于同一行业时取1,否则取0
DTURN	第 t 年的月均换手率与第 $t-1$ 年的月均换手率之差
SIGMA	周收益率的标准差
RET	周收益率的均值,乘以100
SIZE	企业规模,用总资产的自然对数衡量
MTB	账面市值比
LEV	资产负债率
ROA	总资产收益率
DA	盈余操纵,以可操控性应计利润绝对值的三年移动总和来衡量。其中,可操控性应计利润根据调整的琼斯模型计算

进一步地,构建模型(5)来验证本文的假设2:

$$\begin{aligned} CrashRisk_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 LIST_{i,t} + \beta_2 NCSKEW_{i,t} + \\ & \beta_3 DTURN_{i,t} + \beta_4 SIGMA_{i,t} + \beta_5 RET_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \\ & \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} + \beta_{10} DA_{i,t} + Year + \\ & Industry + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

其中,LIST为上市公司是否为集团内“独生子”的虚拟变量,具体见表1。根据假设2,本文预期LIST的系数显著为负。

本文通过构建模型(6)检验集团子上市公司是否隶属于同一行业对上市公司股价崩盘风险的调节作用:

$$\begin{aligned} CrashRisk_{i,t+1} = & \gamma_0 + \gamma_1 LIST_{i,t} + \gamma_2 LIST_{i,t} \times IND_{i,t} + \\ & \gamma_3 NCSKEW_{i,t} + \gamma_4 DTURN_{i,t} + \gamma_5 SIGMA_{i,t} + \\ & \gamma_6 RET_{i,t} + \gamma_7 SIZE_{i,t} + \gamma_8 MTB_{i,t} + \gamma_9 LEV_{i,t} + \\ & \gamma_{10} ROA_{i,t} + \gamma_{11} DA_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

其中,IND为集团内两家上市公司是否隶属于同一行业的虚拟变量,具体含义如表1所述。根据假设3,本文预期LIST×IND的系数显著为负。

四、实证结果分析

1. 描述性统计。表2列示了主要变量的描述性统计结果。可以看出,NCSKEW_{i,t+1}的均值为-0.275,

标准差为0.671; $DUVOL_{i,t+1}$ 的均值为-0.185, 标准差为0.488, 均与孟庆斌等^[28]的统计结果相近, 一定程度上验证了本文指标计算的准确性。 $LIST_{i,t}$ 的均值为0.320, 说明32%的上市公司所隶属的企业集团包括不止一家上市公司。

表2 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$NCSKEW_{i,t+1}$	13167	-0.275	0.671	-2.312	-0.230	1.410
$DUVOL_{i,t+1}$	13167	-0.185	0.488	-2.278	-0.180	2.304
$PARTIES_{i,t}$	13167	2.491	0.819	0.693	2.485	4.654
$LIST_{i,t}$	13167	0.320	0.466	0	0	1
$IND_{i,t}$	13167	0.193	0.395	0	0	1
$NCSKEW_{i,t}$	13167	-0.236	0.648	-2.260	-0.194	1.379
$DTURN_{i,t}$	13167	0.022	0.361	-1.175	0.016	0.932
$SIGMA_{i,t}$	13167	0.053	0.021	0.019	0.049	0.123
$RET_{i,t}$	13167	-0.159	0.132	-0.755	-0.118	-0.017
$SIZE_{i,t}$	13167	22.411	1.014	20.440	22.304	25.363
$MTB_{i,t}$	13167	4.033	3.931	-0.834	2.944	28.553
$LEV_{i,t}$	13167	0.497	0.208	0.049	0.501	1.028
$ROA_{i,t}$	13167	0.033	0.058	-0.225	0.031	0.197
$DA_{i,t}$	13167	0.235	0.223	0.028	0.174	1.569

注: 对所有连续变量进行1%和99%分位数的缩尾处理。

此外, 模型(4)、模型(5)和模型(6)的VIF均值分别为2.82、2.80和2.78, 因此本研究不存在严重的多重共线性问题。

2. 多元回归结果分析。本文首先使用模型(4)检验关联企业数量与股价崩盘风险的关系, 表3的第(1)列和第(2)列报告了这一部分的回归结果。具体而言, 当被解释变量分别为 $NCSKEW_{i,t+1}$ 和 $DUVOL_{i,t+1}$ 时, $PARTIES_{i,t}$ 系数为-0.025 ($t=-2.853$) 和-0.013 ($t=-2.041$), 分别在1%和5%的水平上显著为负, 说明上市公司的关联企业越多, 股价崩盘风险越低, 验证了本文的假设1。

对模型(5)进行回归的结果列示在表3的第(3)列和第(4)列中, 当被解释变量为 $NCSKEW_{i,t+1}$ 时, $LIST_{i,t}$ 上的系数为-0.035 ($t=-2.701$), 在1%的水平上显著为负; 当被解释变量为 $DUVOL_{i,t+1}$ 时, $LIST_{i,t}$ 上的系数为-0.022 ($t=-2.384$), 在5%的水平上显著为负。以上结果说明, 与只有一家上市公司的企业集团相比, 当企业集团包括两家或以上上市公司时, 集团内的成员企业面临的未来股价崩盘风险更低, 支持了假设2的预期。

表3 假设1和假设2的回归结果

变量	$NCSKEW_{i,t+1}$	$DUVOL_{i,t+1}$	$NCSKEW_{i,t+1}$	$DUVOL_{i,t+1}$
	(1)	(2)	(3)	(4)
$PARTIES_{i,t}$	-0.025*** (-2.853)	-0.013** (-2.041)		
$LIST_{i,t}$			-0.035*** (-2.701)	-0.022** (-2.384)
$NCSKEW_{i,t}$	0.062*** (6.641)	0.038*** (5.725)	0.061*** (6.594)	0.037*** (5.684)
$DTURN_{i,t}$	-0.025 (-1.103)	0.001 (0.091)	-0.026 (-1.114)	0.002 (0.094)
$SIGMA_{i,t}$	8.163*** (5.974)	5.762*** (6.138)	8.324*** (6.086)	5.848*** (6.227)
$RET_{i,t}$	0.843*** (4.117)	0.674*** (4.754)	0.869*** (4.239)	0.689*** (4.853)
$SIZE_{i,t}$	-0.005 (-0.583)	-0.022*** (-3.659)	-0.012 (-1.589)	-0.025*** (-4.758)
$MTB_{i,t}$	0.011*** (5.969)	0.007*** (5.594)	0.012*** (6.527)	0.008*** (5.988)
$LEV_{i,t}$	-0.019 (-0.535)	-0.040* (-1.666)	-0.035 (-1.059)	-0.048** (-2.049)
$ROA_{i,t}$	0.393*** (3.316)	0.249*** (2.903)	0.375*** (3.154)	0.237*** (2.772)
$DA_{i,t}$	0.069** (2.502)	0.056*** (2.923)	0.071** (2.552)	0.056*** (2.953)
Constant	-0.305 (-1.598)	0.211 (1.540)	-0.193 (-1.070)	0.262** (2.048)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	13167	13167	13167	13167
R-squared	0.094	0.090	0.094	0.090

注: ①使用公司层面聚类稳健标准误 (clustered standard error); ②括号内为t值; ③所有连续变量进行1%和99%分位数的缩尾处理; ④***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著 (双尾检验)。下同。

对模型(6)的回归结果列示在表4的第(1)列和第(2)列中, 检验的是集团内上市公司是否处于同一行业对未来股价崩盘风险的影响。由表4的前两列可以看出, $LIST_{i,t} \times IND_{i,t}$ 的系数分别为-0.044 ($t=-2.663$) 和-0.029 ($t=-2.510$), 并分别在1%和5%的水平上显著, 说明当集团内的上市公司处于同一行业时, 未来股价崩盘风险更低, 假设3得以支持。

五、进一步分析和稳健性检验

1. 关联方交易和股价崩盘风险。前述分析认为由于企业集团内的成员企业之间联系紧密, 关于集团企业的尚未公开的重大负面信息已经在集团内部流动, 这压缩了管理层隐藏负面消息的空间, 缓解了

表 4 假设 3 的回归结果及进一步分析

变量	NCSKEW _{i,t+1}	DUVOL _{i,t+1}	NCSKEW _{i,t+1}	DUVOL _{i,t+1}
	(1)	(2)	(3)	(4)
LIST _{i,t}	-0.024 (-1.348)	-0.012 (-0.954)		
LIST _{i,t} × IND _{i,t}	-0.044*** (-2.663)	-0.029** (-2.510)		
PARTIES _{i,t}			-0.011*** (-3.257)	-0.005** (-2.052)
NCSKEW _{i,t}	0.061*** (6.590)	0.037*** (5.679)	0.061*** (6.581)	0.037*** (5.692)
DTURN _{i,t}	-0.025 (-1.111)	0.002 (0.098)	-0.027 (-1.160)	0.001 (0.049)
SIGMA _{i,t}	8.323*** (6.084)	5.848*** (6.224)	8.116*** (5.924)	5.749*** (6.117)
RET _{i,t}	0.868*** (4.235)	0.688*** (4.848)	0.838*** (4.086)	0.673*** (4.743)
SIZE _{i,t}	-0.012 (-1.570)	-0.025*** (-4.735)	-0.002 (-0.297)	-0.021*** (-3.632)
MTB _{i,t}	0.012*** (6.513)	0.008*** (5.971)	0.010*** (5.679)	0.007*** (5.452)
LEV _{i,t}	-0.035 (-1.046)	-0.048** (-2.033)	0.010 (0.259)	-0.029 (-1.121)
ROA _{i,t}	0.373*** (3.142)	0.236*** (2.757)	0.377*** (3.173)	0.241*** (2.811)
DA _{i,t}	0.070** (2.535)	0.056*** (2.931)	0.073*** (2.638)	0.058*** (3.030)
Constant	-0.197 (-1.095)	0.258** (2.016)	-0.210 (-1.158)	0.263** (2.044)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	13167	13167	13167	13167
R-squared	0.094	0.090	0.094	0.090

负面消息的积压,进而降低了股价崩盘的风险。如果这一观点成立,那么各成员企业之间联系的紧密程度将影响股价崩盘风险降低的程度,即成员企业之间联系越紧密,上市公司未来股价崩盘风险越低。

为验证这一假说,本文使用关联方交易涉及的金额来衡量成员企业之间联系的紧密程度,认为关联方交易涉及金额越大,成员企业之间的联系就越紧密。接下来本文构建模型(7)对此进行检验:

$$\text{CrashRisk}_{i,t+1} = \delta_0 + \delta_1 \text{RPT}_{i,t} + \delta_2 \text{NCSKEW}_{i,t} + \delta_3 \text{DTURN}_{i,t} + \delta_4 \text{SIGMA}_{i,t} + \delta_5 \text{RET}_{i,t} + \delta_6 \text{SIZE}_{i,t} + \delta_7 \text{MTB}_{i,t} + \delta_8 \text{LEV}_{i,t} + \delta_9 \text{ROA}_{i,t} + \delta_{10} \text{DA}_{i,t} + \text{Year} + \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中,RPT为关联方交易金额取自然对数,其他变量的含义与前文一致。表4的第(3)列和第(4)

列展示了模型(7)的回归结果。关联方交易金额与股价崩盘风险负相关,并分别在1%和5%的水平上显著,这说明成员企业之间关联方交易金额越大,相互之间的联系越紧密,非公开的负面信息积压得越少,未来股价崩盘风险越低,验证了本文的预期。

2. 稳健性检验。本文的实证分析控制了行业固定效应和年份固定效应,为保证实证结果的稳健性,在这一部分,本文控制了企业固定效应和年份固定效应后对主要模型进行回归,主要结论仍然保持不变。

六、研究结论

本文通过手工搜集的企业集团数据,检验了企业集团这一组织形式对股价崩盘风险的影响。研究发现:当集团内上市公司的关联企业越多时,其面临的未来股价崩盘风险越低;进一步地,与仅包括一家上市公司的企业集团相比,包括两家及以上上市公司的企业集团内上市公司所面临的未来股价崩盘风险更低,且集团内上市公司所属行业相同时,股价崩盘风险更低;关联方交易金额越大,企业之间的联系越紧密,股价崩盘风险越低。

本文的研究具有重大的理论贡献和实践意义。从理论上,本文以集团结构这一非正式信息传播渠道为切入点,考察了其对股价崩盘风险的影响,不仅丰富了股价崩盘风险影响因素的研究,还进一步增进了既有研究对企业集团的认识。从实践意义上看,本文的研究表明与发达资本市场相比,新兴市场中企业集团在抑制股价崩盘风险、维护金融市场稳定方面起到了积极作用,对我国现阶段正在进行的国有企业混合所有制改革提供了重要的政策启示。

主要参考文献:

- [1] Jia N., Shi J., Wang Y.. Coinsurance Within Business Groups: Evidence from Related Party Transactions in an Emerging Market [J]. Management Science, 2013(10): 2295~2313.
- [2] Jin L., Myers S. C.. R² Around the World: New Theory and New Tests [J]. Journal of Financial Economics, 2006(2): 257~292.
- [3] Anderson R. C., Reeb D. M.. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 [J]. Journal of Finance, 2003 (58): 1301~1328.
- [4] Khanna T., Yafeh Y.. Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites? [J]. Journal of Eco-

- conomic Association, 2007(2):331~372.
- [5] Kothari S. P., Shu S., Wysocki P. D.. Do Managers Withhold Bad News? [J]. Journal of Accounting Research, 2009(1):241~276.
- [6] Hermalin B. E., Weisbach M. S.. Transparency and Corporate Governance [Z]. Working Paper, 2007.
- [7] Kim J. B., Li Y., Zhang L.. CEO Versus CFO: Equity Incentives and Crashes [J]. Journal of Financial Economics, 2011(3):713~730.
- [8] Xu N., Li X., Yuan Q., Chan K. C.. Excess Perks and Stock Price Crash Risk: Evidence from China [J]. Journal of Corporate Finance, 2014(25):419~434.
- [9] 叶康涛, 曹丰, 王化成. 内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗 [J]. 金融研究, 2015(2):192~206.
- [10] 王化成, 曹丰, 叶康涛. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险 [J]. 管理世界, 2015(2):45~56.
- [11] 谢德仁, 郑登津, 崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗 [J]. 管理世界, 2016(5):128~140.
- [12] 陈艳利, 乔菲, 孙鹤元. 资源配置效率视角下企业集团内部交易的经济后果——来自中国资本市场的经验证据 [J]. 会计研究, 2014(10):28~35.
- [13] Bae K., Kang J., Kim J.. Tunneling or Value Added? Evidence from Merges by Korean Business Groups [J]. Journal of Finance, 2002(6):2695~2740.
- [14] 刘行, 李小荣. 金字塔结构、税收负担与企业价值: 基于地方国有企业的证据 [J]. 管理世界, 2012(8):91~105.
- [15] 黄俊, 陈信元. 集团化经营与企业研发投入——基于知识溢出与内部资本市场视角的分析 [J]. 经济研究, 2011(6):80~92.
- [16] Khanna T., Palepu K.. Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups [J]. Journal of Finance, 2000(2):867~891.
- [17] Johnson S., La Porta R., Florencio L., Shleifer A.. Tunneling [J]. The American Economic Review, 2000(2):22~27.
- [18] 肖星, 王琨. 企业集团特征与成员企业价值 [J]. 中国会计评论, 2006(1):1~14.
- [19] 李焰, 陈才东, 黄磊. 集团化运作、融资约束与财务风险——基于上海复星集团案例研究 [J]. 管理世界, 2007(12):117~135.
- [20] Bertrand M., Mehta P., Mullainathan S.. Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2002(1):121~148.
- [21] 邵军, 刘志远. 企业集团内部资本配置的经济后果——来自中国企业集团的证据 [J]. 会计研究, 2008(4):47~53.
- [22] Chan L. H., Chen T. Y., Hilary G.. Insider Trading and Family Firms [Z]. Working Paper, 2010.
- [23] Anderson R. C., Reeb D. M., Zhao W.. Family-Controlled Firms and Informed Trading: Evidence from Short Sales [J]. Journal of Finance, 2012(1):351~385.
- [24] 潘越, 戴亦一, 林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险 [J]. 金融研究, 2011(9):138~151.
- [25] Kedia S., Koh K., Rajgopal S.. Evidence on Contagion in Earnings Management [J]. The Accounting Review, 2015(6):2337~2373.
- [26] Gleason C., Jenkins N., Johnson W.. The Contagion Effects of Accounting Restatement [J]. The Accounting Review, 2008(1):83~110.
- [27] Kim J. B., Li Y., Zhang L.. Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 2011b(3):639~662.
- [28] 孟庆斌, 杨俊华, 鲁冰. 管理层讨论与分析披露的信息含量与股价崩盘风险——基于文本向量化方法的研究 [J]. 中国工业经济, 2017(12):132~150.
- 作者单位:** 1. 中国人民大学商学院, 北京 100872; 2. 北京外国语大学国际商学院, 北京 100089. 文雯为通讯作者