

企业危机事件对股价影响

随着经济技术迅速发展,市场不确定性加剧,消费者维权意识的提高,企业面临的风险也日益增加。近年来企业危机事件的频发,如何更好地应对多变的市场和激烈的竞争对企业管理提出新挑战和更高要求。危机管理涉及到企业的内外部环境及组织管理,并与其盈利情况紧密相关。同时,企业危机事件对企业的冲击是多方面的,其中财产损失是危机事件对企业造成的直接影响之一。对众多上市企业而言,股票价值是企业财产资本的重要体现之一,企业在股票市场的表现深受企业危机的影响。企业危机事件对企业股票市场表现的影响,已经受到国内外学者的广泛关注。相关学者将研究聚焦在企业危机事件对股票异常波动的影响及企业危机是否会对危机企业所在的整个行业产生溢出效应。同时,企业对此的应对策略也受到了相关学者的关注。本文将对企业危机事件对股票异常波动的影响的已有研究进行梳理、汇总。

1 企业危机事件对股票价格的影响

在企业的生产经营过程中,企业危机事件不断发生,如组织不当行为、产品质量缺陷、环境泄漏、自然灾害等^[1]。目前,企业危机事件与股票价格波动的关系研究已经受到广泛关注。Lanfear 等分析认为,突发事件会对股票收益和非流动性产生异常扰动,对股市产生巨大的冲击^[2]。企业的危机事件发生很大程度上与企业的内部组织管理和外部环境相关。

Kumar 等研究股市对先前收购的反应与随后收购相关的风险之间的关系发现,先前的市场反应会导致公司决策者之间风险偏好的系统变化:前景理论认为管理者可能会认为先前的市场负面反应不仅会降低持有股票的价值,还会损害未来的就业前景和声誉;相反,赌场盈利效应(house money effect)认为先前的负面反应会给公司财务以松弛和缓冲,在之前的市场失利后管理者可能认为潜在的损失不那么痛苦,投资者也可能对管理错误和之后收益后的损失采取更宽松的看^[3]。由于股价暴跌往往会对金融市场和整体经济造成广泛和深刻的破坏,学者们对股票崩盘模型非常感兴趣。An 等研究 42 个国家的 26,473 家公司发现,位于更偏向个人主义国家有更高的股价崩溃风险,公司管理者更可能会因拥有高度自治权、强烈的自我增强倾向和职业担忧而隐瞒关于公司的不利消息,但囤积坏消息是不可持续的,这会加剧公司股价崩溃风险^[4]。同样,li 等人通过双重差分法(DID)验证了面临来自产品市场的更多威胁的公司也更容易发生股价崩溃。竞争威胁加剧使管理者出于职业担忧而具有更强的隐瞒负面信息的动机,从而导致坏消息囤积,抬高投资者的预期,最终将因为并因坏消息被意外披露而导致股价崩溃^[5]。Raithel 等指出在遭遇产品质量危机期间,公司做出超过利益相关者的预期的回应(即采用过度回应策略)可能会产生意想不到的负面后果,如较低的公司声誉和股票回报^[6]。而随着资本流动性增加,跨国贸易活动频繁,外部环境对公司的管理决策也日益关键。其中政治风险占了美国直接外国投资所面临的总风险的很大一部分^[7]。Tao 等利用 35 个国家在 1990 年至 2008 年期间的危机事件样本,发现全球政治危机提高了市场感知到的不确定性和外部融资成本,政治风险会改变管理者对有利于“稳定”的商业环境和未来收益的可持续性的看法,并可能选择更保守的股息分配措施。同时指出政治风险对支付政策对跨国公司的影响更^[8]。日益恶劣的气候条件也给整个全球经济中的企业带来了更大的系统性风险。Fuss 认为气候变化破坏了金融资产和相关的经济活动^[9]。Covington 和 Thamotheram 认为,如果变暖达到 4 摄氏度或以上,一个多元化的全球股票组合将损失其价值的 5-20%^[10]。气候风险对某些对气候依赖较强的行业来说,降低风险回报率、加剧收益率波动、减少现金股息等不利

影响更加明显。Huang 等研究气候相关风险对全球上市公司融资选择发现大风暴、洪水、热浪等造成损失的可能性与较低股票收益波动和更多的现金流相关联。位于天气较恶劣的国家的公司更有可能持有更多现金，以造成财政缺口，且长期债务较多，分配现金股息的可能性较低^[11]。Muller 等研究发现卡特里娜飓风的登陆与显著的负异常股票回报有关，且一家当公司负面的社会责任形象越鲜明，卡特里娜飓风对该公司股票回报的负面影响越大，并在卡特里娜飓风后社会慈善活动方面，投入资源可能性越大^[12]。此外，Sakhartov 指出当投资者对将公司资源重新部署到新业务的选择正确存疑时，该公司的股价可能会被低估，而股市对资源的低估通常被认为具有战略意义，一定程度指导管理者帮助企业获得战略机遇^[13]。

2 公司的应对策略

危机事件爆发后，企业的股票价受此影响，并产生一定程度的波动，造成企业财产损失。且企业股票价格也在一定程度上反应了公司的危机应对策略的有效性。面对危机，也如何应对？学术界对此已有些研究。

Jia 等研究发现具有较高企业社会责任经验的公司，在面临负面法律或监管事件、产品召回和诉讼风险时，股票和债券价格下跌幅度较小。并发现企业社会责任投资的风险降低效果是来自保险式保护，而不是简单地预防不良事件^[14]。Kim 等人也指出企业社会责任与低隐含波动率相关，而对于具有高杠杆率、增长机会或不确定性的公司来说，企业社会责任的保险收益更大。即企业社会责任作为一种保险机制，从而减少利益相关者对企业不良事件的负面反应^[15]。战略管理文献也强调企业社会责任(CSR)在声誉保险中的作用^[16]。Wei 等人发现在影响企业价值的过程中，公众对公司的普遍好感可以在企业危机事件中起到缓冲作用^[17]。但 Muller 等研究在卡特里娜飓风中的企业价值、声誉和捐赠之间的关系发现，经历飓风灾害后公司从事慈善捐赠行为是为了抵消他们先前的不良行为的声誉，会引发公众对公司真实意图的质疑，从而对未来的声誉价值和短期股票价格显著反应作用不大^[12]。同时，新兴社交媒体的快速发展使企业危机事件传播范围更广，传播速度更快，加快危机事件演化，加剧危机事件对企业的负面影响。并且社交媒体会影响公众对公司的价值判断和投资者决策。Tirunillai 在研究用户生成内容是否与股价有关时发现，网络评论内容与股票异常收益呈显著相关关系，并且正面评论与负面评论所产生的异常收益值显著不同。关注投资者注意力对投资者行为和公司决策的影响发现，投资者注意力能够影响市场指数、股票价格和股票收益^[18]。贾明等人发现注意力会影响投资者对公司危机事件的反应，公司也可以采取相应的策略来操纵投资者注意力（如在社交媒体发布与危机无关新闻），使得在证券市场上对违规事件持续关注的投资者数量减少，以降低危机事件对公司的负面影响^[19]。波动性文献中经常指出，特殊的波动性和新闻之间一定有强烈的联系。Bali 等人重大新闻事件往往会增加投资者之间的分歧水平，也增加了股票的特殊波动率，使悲观的投资者将它们卖空成本高昂。因此，股价对好消息反应过度，对坏消息反应不足^[20]。而市场情绪波动一直被认为是影响股价波动的重要因素，因而危机应对和对公众情绪的管理是企业无法回避的话题^[21-22]。而更透明的国家级金融信息、在具有更稳定的政治体系和更完善投资者法律的国家，在不同情景下也对危机事件对股价的负面效应起到一定程度的缓冲^[4,8]。

3 新冠情景下股票市场反应

随着新冠肺炎疫情在世界各地不断蔓延，实体经济遭受到了 20 世纪初大萧条以来最严重的冲击，金融市场也遭受到史无前例的重大影响。蒋海等研究新冠肺炎疫情对中、美、欧股市的影响，结果显示，新冠肺炎疫情对中、美、欧股市风险 造成了显著的正向冲击，导

致风险水平显著上升。同时，疫情对风险的跨市场传染强度存在差异，对美欧之间的影响最大，对中欧之间的影响最小。且在疫情的冲击下，欧美股市之间存在风险共担效应，其风险随着对中国股市溢出效应的增加而进一步放大^[23]。Laura 等提出投资者们在预期感染人数上的基于前一天的改变量可用来预测下一天的股票收益。其计算结果发现即使感染人数持续增加，当增加的轨迹比人们预期严重程度低时，股价对于新增病例的反应能力会减弱^[24]。而此前 Bhuyan 等人利用亚洲国家的数据实证检验也发现，SARS 疫情的爆发，使得受感染国家的股票市场收益率呈现出显著的协整关系和动态协同关系^[25]。

参考文献

- [1] Coombs, W. T. (2004). Impact of past crises on current crisis communication: Insights from situational crisis communication theory. *Journal of Business Communication*, 41(3), 265–289.
- [2] Lanfear M G, Lioui A, Siebert M G. (2019). Market Anomalies and Disaster Risk: Evidence from Extreme Weather Events [J]. *Journal of Financial Markets*, 46, 1-29.
- [3] Kumar, M. , Dixit, J. , & Francis, B. . (2015). The impact of prior stock market reactions on risk taking in acquisitions. *Strategic Management Journal*, 36(13), 2111-2121
- [4] An, Z. , Chen, Z. , Li, D. , & Lu, X. . (2018). Individualism and stock price crash risk. *Journal of International Business Study*, (1), 1-29.
- [5] Si, L. , & Zhan, X. . (2019). Product market threats and stock crash risk. *Management Science*.
- [6] Raithel, S. , & Hock, S. J. . (2020). The crisis ln esponse match: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*.
- [7] Click, R. W. 2005. Financial and political risks in US direct foreign investment. *Journal of International Business Studies*, 36(5): 559–575.
- [8] Tao, H. , Fei, W. , Jin, Y. , & Zhang, B. . (2015). Political risk and dividend policy: evidence from international political crises. *Journal of International Business Studies*, 46.
- [9] Fuss, S. 2016. Climate economics: Substantial risk for financial assets. *Nature Climate Change*, 6(7): 659–660.
- [10] Covington, H., & Thamotheram. R. 2015. The case for forceful stewardship (part 1): The financial risk from global warming. Working Paper. Cambridge, MA: Cambridge University and University of Oxford.
- [11] Huang, H. H. , Kerstein, J. , & Wang, C. . (2018). The impact of climate risk on firm performance and financing choices: an international comparison. *Journal of International Business Studies*, 49(5): 633–656.
- [12] Muller, A. , & Krussl, R. .(2011) Doing good deeds in times of need: a strategic perspective on corporate disaster donations. *Strategic Management Journal*, 32(9), 911-929.
- [13] Sakhartov, A. V. . (2018). Stock market undervaluation of resource redeployability. *Strategic Management Journal*, 39(4): 1059–1082.
- [14] Y Jia, Gao, X. , & Julian, S. . (2020). Do firms use corporate social responsibility to insure against stock price risk? evidence from a natural experiment. *Strategic Management Journal*, 41(2), 290-307.
- [15] Sol Kim, Geul Lee, Hyoungh - Goo Kang. . (2021). Risk management and corporate social responsibility. *Strategic Management Journal*, 42(1), 202-230.
- [16] Shiu, Y. M. , & Yang, S. L. (2017). Does engagement in corporate social responsibility

provide strategic insurance - like effects? *Strategic Management Journal*,38(2), 455-470.

[17] Jiuchang Wei, Zhe Ouyang, Haipeng Chen. 2017. Well-known or Well-liked? The effects of corporate reputation on firm value at the onset of a corporate crisis. *Strategic Management Journal*. 38(10), 2103-2120.

[18] Tirunillai S. N. Essays on User-Generated Content and Firm Performance [D] . University of Southern California, Doctoral Disserta-tion, 2011

[19] 贾明,孙向坤 & 张喆.(2021).社交媒体在企业应对危机事件中的作用. *管理评论* (05),295-304. doi:10.14120/j.cnki.cn11-5057/f.2021.05.017.

[20] Bali, T. G. , Bodnaruk, A. , Scherbina, A. , & Tang, Y. . (2018). Unusual news flow and the cross-section of stock returns. *Management Science*,64(9), 4137-4155.

[21] 黄玮,刘霞,卫强 & 徐心.(2019).基于大数据的企业产品危机管理模式创新. *管理评论*(07),37-44.

[22] Seo, S. B. , & Wachter, J. A. . (2019). Option prices in a model with stochastic disaster risk. *Management Science*,65(8), 3449-3469.

[23] 蒋海,吴文洋 & 韦施威.(2021).新冠肺炎疫情对全球股市风险的影响研究——基于ESA 方法的跨市场检验. *国际金融研究*(03),3-13.

[24] Laura Alfaro, Anusha Chari,Ander N.Grenndland,Peter K.Schott. .Aggregate and Firm-Level Stock Returns During Pandemics, in *Real Time*

[25] Bhuyan R, Lin E C, Ricci P F. .(2010). Asian Stock Markets and the Severe Acute Respiratory Syndrome (SARS) Epidemic: Implications for Health Risk Management. *International Journal of Environment and Health*,4(1),40-56.