

# 监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险<sup>\*</sup>

□王化成 曹 丰 叶康涛

**摘要** 随着大股东持股比例的上升,究竟会导致大股东更有动力监督管理层,并降低其掏空动机,还是更有能力掏空上市公司、损害中小投资者的利益呢?为此,本文以2003~2012年中国A股上市公司为样本,考察了**大股东持股比例对股价崩盘风险的影响**。研究发现,随着第一大股东持股比例的提高,**未来股价崩盘风险显著下降**;在控制了内生性问题之后,该结论依然成立。这支持了“监督效应”和“更少掏空效应”,但不支持“更多掏空效应”。进一步分析表明,大股东持股同时通过“监督效应”和“更少掏空效应”影响股价崩盘风险。本文不但深化了股价崩盘风险影响因素研究,而且有助于我们全面认识大股东在公司治理中的角色,对于深入理解大股东在资本市场中的作用,以及如何防范股价崩盘、促进资本市场健康有序发展都具有重要意义。

**关键词** 股价崩盘风险 大股东 股权制衡 机构投资者 管理层权力

## 一、引言

股价崩盘严重损害了股东的利益,动摇投资者对资本市场的信心,不利于金融市场稳定健康发展,甚至造成资源错配,危及实体经济的发展。股价崩盘的案例在我国资本市场上并非罕见:重庆啤酒(600132)的乙肝疫苗概念破灭,半个月内市值蒸发了3/4;酒鬼酒(000799)塑化剂问题爆出后,仅7个交易日股价腰斩;苏宁云商(002024)意外落选首批民营银行**试点单位**,受该消息影响,早盘大幅低开,之后一路走低,午后盘中跌停。因此,探寻抑制股价崩盘的相关因素,具有极其重要的现实意义。在理论上,这一无法被传统有效市场理论解释的金融异象(潘越等,2011),也得到了学术界的广泛关注。

一般认为,股价崩盘源于公司内部人长期隐瞒坏消息,当这些坏消息无法继续隐瞒而被释放时,会对股价造成巨大冲击,导致股价剧烈下跌。为此,目前,关于股价崩盘风险影响因素的研究,一些学者从信息质量的角度进行了分析,例如信息透明度(Hutton et al., 2009; Kim and Zhang, 2014a)、避税(Kim et al., 2011a)、会计稳健性(Kim and Zhang, 2014b)、内部控制信息披露(叶康涛等, 2014)、审计师行业专长(江轩宇、伊志宏, 2013)等。另一些研究则从管理层动机入手,考察了管理层期权激励(Kim et al., 2011b)、高管超额薪酬(Xu et al., 2014)、宗教信仰(Callen and Fang, 2012)、高管性别(李小荣、刘行, 2012)以及企业社会责任(Kim et al., 2014)对股价崩盘风险的影响。国内学者还从分析师(Xu et al., 2013; 许年行等, 2012)、税收征管(江轩宇, 2013)和投资者保护(王化成等, 2014)等角度进行了研究。然而,鲜有学者关注股东行为对崩盘风险的影响,仅An和Zhang(2013)与Callen和Fang(2013)从机构投资者角度进行了考察,而对公司重要持股人**第一大股东的**作用尚缺乏探讨。

大股东的动机和行为对公司财务决策有着重大影响。以往研究发现,大股东持股对公司

<sup>\*</sup>作者感谢国家自然科学基金项目(项目批准号:71372162、71432008、71472002)对本文的资助。叶康涛为本文通讯作者。

的资本结构(曹廷求、孙文祥,2004;赵冬青、朱武祥,2006;肖泽忠、邹宏,2008)、投资(潘敏、金岩,2003;王化成、胡国柳,2005;杨清香等,2010;罗正英等,2014)以及股利政策(刘淑莲、胡燕鸿,2003;邓建平、曾勇,2005;杨汉明,2008)均有显著影响。那么,大股东持股与公司股价崩盘风险之间的关系如何?理论而言,大股东持股对股价崩盘风险的影响存在三重效应。第一重效应是监督效应,即随着大股东持股比例的增加,大股东更有动力监督管理层,从而降低了股价崩盘风险。第二重效应是更少掏空效应,即伴随大股东持股比例的增加,大股东与小股东的利益趋于一致,从而降低了大股东的掏空动机和股价崩盘风险。第三重效应是更多掏空效应,即随着大股东持股比例的上升,大股东更有能力掏空上市公司,从而增大了股价崩盘风险。究竟哪一类效应占据主导地位,尚不得而知,因而,大股东持股比例与股价崩盘风险之间的关系在理论上无法确定,这属于实证问题。

我国资本市场的现实情况,为我们研究该问题提供了良好的条件。首先,相对欧美高度分散的股权结构,我国上市公司的股权较为集中,而这种集中的股权结构为考察大股东的重要影响提供了合适的情境。其次,与西方成熟资本市场中的上市公司相比,我国上市公司面临的信息环境较差,股价崩盘风险更高<sup>①</sup>。因此,针对中国资本市场展开股价崩盘风险研究更具意义。

基于上述考虑,本文以2003~2012年我国A股上市公司为样本,考察了大股东持股比例对股价崩盘风险的影响。研究结果表明,大股东持股比例与未来股价崩盘风险显著负相关;在控制了内生性问题之后,该结论依然成立。这支持了监督效应假说和更少掏空效应假说,但不支持更多掏空效应假说。进一步分析表明,股东—管理层之间的代理冲突较为严重时,以及小股东监督能力较为薄弱时,大股东持股与股价崩盘风险之间的负相关关系更加显著。这表明大股东持股或许同时通过监督效应和更少掏空效应影响股价崩盘风险。

本文的研究贡献主要体现在:第一,现有关于崩盘风险的研究,对股东行为尤其是大股东的行为关注不足,本文从大股东持股这一角度拓展了该领域的相关研究。第二,不同于以往文献着重考察大

股东持股对资本结构(曹廷求、孙文祥,2004;赵冬青、朱武祥,2006;肖泽忠、邹宏,2008)、投资(潘敏、金岩,2003;王化成、胡国柳,2005;杨清香等,2010;罗正英等,2014)以及股利政策(刘淑莲、胡燕鸿,2003;邓建平、曾勇,2005;杨汉明,2008)的影响,本文考察了大股东持股比例对股价崩盘风险的影响,丰富了大股东持股经济后果的相关文献。第三,大股东在中国上市公司中扮演的角色究竟是监督者还是掏空者,一直是学术界争论的热点话题,本文从股价崩盘风险角度,研究发现监督效应和更少掏空效应都有助于解释大股东持股和股价崩盘风险之间的负相关关系,从而丰富了我们对中国资本市场上大股东行为的认识。

余文结构安排如下:第二部分为相应的理论分析并提出研究假设;第三部分是研究设计;第四部分报告了实证研究结果;第五部分为影响机制分析;第六部分为稳健性检验;第七部分为研究结论。

## 二、理论分析与研究假设

关于股价崩盘风险的生成机理,以往文献认为,管理层出于保住自己的职位和薪酬(LaFond and Watts,2008;Verrecchia,2001;Graham et al.,2005;Ball,2009)、避税(Kim et al.,2011a)、提高短期内的期权价值(Kim et al.,2011b)、构建企业帝国(Kothari et al.,2009)等考虑,往往会选择暂时隐藏公司坏消息。然而,随着时间的推移,负面消息不断积累,坏消息隐藏的难度越来越大,一旦超过某个临界值,继续隐藏负面消息的成本会超过可能带来的收益,或者继续隐藏客观上已经难以实现,导致坏消息瞬间释放到市场中,对股价造成巨大冲击,出现股价崩盘(Jin and Myers,2006;Hutton et al.,2009)。后续学者按照这一思路,陆续考察了强制使用IFRS准则(DeFond et al.,2011)、宗教信仰(Callen and Fang,2012)、分析师(Xu et al.,2013;许年行等,2012)、高管性别(李小荣、刘行,2012)、税收征管(江轩宇,2013)、机构投资者(An and Zhang,2013;Callen and Fang,2013;许年行等,2013)、会计稳健性(Kim and Zhang,2014b)、高管超额薪酬(Xu et al.,2014)、内部控制信息披露(叶康涛等,2014)以及投资者保护(王化成等,2014)等因素对股价崩

盘风险的影响。综上所述,选择性披露公司负面消息的机会主义行为是导致股价崩盘风险的一个重要原因。

本文试图考察大股东持股比例对股价崩盘风险的影响。大股东持股比例将影响第一类代理问题(股东与管理层的代理冲突)和第二类代理问题(大股东与小股东的代理冲突),从而影响股价崩盘风险。从第一类代理问题来看,作为公司重要持股人的大股东,随着其持股比例的上升,将更有动力去监督管理层,从而有效缓解股东与管理层之间的代理问题,抑制经理人机会主义信息披露行为,降低股价崩盘风险。我们将此称之为 监督效应。

Grossman 和 Hart(1980)认为,分散的股权结构会导致股东间 搭便车,出现对经理人监督这种公共物品供给不足的问题;而较为集中的股权结构,通过赋予大股东可观的剩余所有权,使得其有动力积极监督管理层,从而缓解第一类代理冲突。Shleifer 和 Vishny(1986)也指出,大股东的存在有利于抑制经理人攫取个人私利的行为。Gorton 和 Schmid(1999)的研究也表明:大股东不仅可以改善企业绩效,而且可以解决股权分散条件下中小股东 用脚投票 和 搭便车 问题,从而克服股东集体行动的难题。所以,大股东持股作为一种治理机制,可以缓解股东与管理层之间的代理问题(Shleifer and Vishny,1997;Claessens and Djankov,1999)。

现有文献指出,管理层存在 报喜不报忧 的消息管理行为(Core et al.,2003;Ball,2009)。该行为源于管理层的利己动机,如:保住职位和薪酬(Verrecchia,2001;Graham et al.,2005;Khan and Watts,2009)、自利掏空(Kim et al.,2011a)、提高短期内的期权价值(Kim et al.,2011b)以及构建企业帝国(Kothari et al.,2009)等。管理层通过寻租谋取私有收益,但股东却不得不为其买单。如:经理人隐瞒负面消息,保住了职位,股东就无法及时发现经营上存在的问题;管理层通过延迟披露坏消息,以达到期权行权条件,或 骗取 本不该发放的绩效薪酬,都直接损害了股东的利益。而持有较多股份的大股东,在经理人寻租行为中损失最多。为了保护其财富,大股东有动机积极监督管理层,抑制其消息管理行为,从而有助于降低未来股价崩盘风险。

大股东持股比例也影响第二类代理问题。随着大股东持股比例的上升,大股东和小股东的利益更趋于一致,从而降低了大股东掏空的动机和隐藏坏消息的概率。例如:李增泉等(2004)研究发现,占用上市公司资金的数量与第一大股东持股比例之间呈先上升后下降的非线性关系。因此,随着大股东持股比例的上升,大股东的掏空意愿下降。这在一定程度上减少了公司内部存在的负面消息,从而有利于降低未来股价崩盘风险。我们称之为 更少掏空效应。

但另一方面,随着大股东持股比例的增加,容易出现 一股独大 的现象,大股东更容易控制企业,从而掏空能力增强,这又会提高掏空行为和消息管理行为发生的概率。已有研究表明,大股东可以通过关联交易(柳建华等,2008)以及占用上市公司资金(叶康涛等,2007)等手段掏空上市公司。当大股东利用 一股独大 的机会,实施掏空行为,并通过隐瞒坏消息来掩盖其掏空行为时,将增大上市公司的股价崩盘风险。我们称之为 更多掏空效应。

上述分析表明,大股东持股对于第二类代理问题,既可能存在 更多掏空效应,也可能存在 更少掏空效应。这使得从掏空效应角度来看,大股东持股比例对股价崩盘风险的影响方向不确定。

简而言之,大股东持股比例对公司未来股价崩盘风险存在正反两方面的影响,监督效应和 更少掏空效应 预期大股东持股比例和股价崩盘风险负相关;而 更多掏空效应 预期大股东持股比例和股价崩盘风险正相关。究竟何种效应占据主导,属于实证问题。为此,本文提出两个竞争性假说。

H1a:基于 监督效应 和 更少掏空效应,控股股东持股比例与未来股价崩盘风险呈负相关关系。

H1b:基于 更多掏空效应,控股股东持股比例与未来股价崩盘风险呈正相关关系。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文采用我国2003~2012年A股上市公司为初始研究样本。借鉴已有研究(李小荣、刘行,2012;许年行等,2012;江轩宇,2013;江轩宇、伊志宏,2013;许年行等,2013;王化成等,2014;叶康涛等,



2014),我们按照如下程序筛选样本:首先,剔除了金融类上市公司,因为金融类上市公司的监管制度和报表结构与其他行业相比存在较大差异;其次,为保证股价崩盘风险指标计算的可靠性,我们剔除了年度周收益率少于30个观测的公司;年度观测值;第三,剔除了有关实证变量存在数据缺失的公司;年度观测。经过上述筛选,我们共获得了11794个公司年度观测值。为了降低数据极端值对研究结果的影响,我们对连续变量在1%和99%百分位上进行了缩尾处理。

## (二)变量定义

### 1. 股价崩盘风险

借鉴已有研究(Kim et al., 2011a, b; Xu et al., 2014; Kim and Zhang, 2014a, b; 李小荣、刘行, 2012; 许年行等, 2012; 江轩宇、伊志宏, 2013; 王化成等, 2014; 叶康涛等, 2014),本文采用以下两个股价崩盘风险指标作为回归分析的因变量。具体算法如下。

我们首先通过模型(1)剔除市场因素对个股收益率的影响。模型(1)中 $r_{i,t}$ 为公司 $i$ 的股票在第 $t$ 周的收益率, $r_{M,t}$ 为市场在第 $t$ 周的加权平均收益率。残差 $\varepsilon_{i,t}$ 表示个股收益率中不能被市场收益率波动所解释的部分。我们将 $W_{i,t}=\ln(1+\varepsilon_{i,t})$ 定义为公司的周特有收益率。

$$r_{i,t}=\alpha_i+\beta_1r_{M,t-2}+\beta_2r_{M,t-1}+\beta_3r_{M,t}+\beta_4r_{M,t+1}+\beta_5r_{M,t+2}+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

第一个衡量股价崩盘风险的指标为负收益偏态系数(negative conditional return skewness),计算方法如公式(2)所示。其中 $n$ 为股票 $i$ 在第 $t$ 年中交易的周数。 $NCSKEW$ 越大,说明公司股票收益率偏态系数负的程度越高,股价崩盘风险越大。

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

第二个计量股价崩盘风险的指标为公司股票收益率上下波动的比率,记为 $DUVOL$ 。算法如公式(3)。

$$DUVOL=\log\left[\frac{(n_u-1)\sum_{Down} W_{i,t}^2}{(n_d-1)\sum_{Up} W_{i,t}^2}\right] \quad (3)$$

其中 $n_u(n_d)$ 为股票 $i$ 的周回报率高于(低于)当年回报率均值的周数。 $DUVOL$ 越大,表示收益率左

偏的程度越大,股价崩盘风险越高。

### 2. 大股东持股

参考Gul等(2010)、Wu等(2011)的研究,我们使用第一大股东持股比例( $TopHold$ )衡量大股东持股情况。

### 3. 其他变量

在控制变量上,借鉴已有研究(Xu et al., 2014; Kim and Zhang, 2014a, b; 李小荣、刘行, 2012; 许年行等, 2012; 江轩宇、伊志宏, 2013; 许年行等, 2013; 王化成等, 2014; 叶康涛等, 2014),我们控制了以下因素的影响:本期的负收益偏态系数( $NCSKEW$ )、月平均超额换手率( $OTurnover$ )、公司年度周收益率的标准差( $Sigma$ )、股票年度平均周收益率( $Ret$ )、公司规模( $Size$ )、股票净资产账市比( $BM$ )、负债率( $Lev$ )、经营业绩( $ROA$ )以及信息不透明度( $AbsACC$ )。另外,我们还控制了年份与行业固定效应。变量定义情况参见表1。

### (三)模型设计

检验假设H1的模型如公式(4)。模型中, $Crash$ 为第 $t+1$ 期的两个股价崩盘风险指标 $NCSKEW$ 和 $DUVOL$ ;  $TopHold_t$ 为第 $t$ 期大股东持股指标;  $ControlVariable_t$ 为表1中定义的第 $t$ 期的控制变量, $YR$ 和 $Ind$ 分别为年度和行业虚拟变量。根据假设H1a(H1b),  $TopHold_t$ 的系数 $\beta_1$ 应显著为负(正)。

$$Crash_{t+1}=\alpha+\beta_1TopHold_t+\sum_{q=2}^m\beta_q(qth\ Control\ Variable_t)+YR+Ind+\varepsilon \quad (4)$$

表1 变量定义

变量符号	变量名称与度量方法
$NCSKEW_{i,t}$	第 $t+1$ 年的公司股票负收益偏态系数,算法参见正文和公式(2)
$DUVOL_{i,t}$	第 $t+1$ 年的公司股票收益率上下波动的比率,算法参见正文和公式(3)
$TopHold_t$	第 $t$ 年公司第一大股东持股比例
$Power_t$	管理层权力哑变量。董事长与CEO两职兼任时等于1,否则为0
$MagHold_t$	管理层持股比例哑变量。当管理层持股比例大于年度、行业中位数时为1,否则等于0
$Balance_t$	股权制衡哑变量。用第 $t$ 年公司第二到五位大股东持股比例的和/第一大股东持股比例衡量公司股权制衡度,当某公司股权制衡度大于年度、行业中位数时为1,否则等于0
$InsHold_t$	机构投资者持股哑变量。当机构投资者比例大于年度、行业中位数时为1,否则等于0
$NCSKEW_t$	第 $t$ 年的公司股票负收益偏态系数
$OTurnover_t$	月均超额换手率,为第 $t$ 年股票 $i$ 的月平均换手率-第 $t-1$ 年股票 $i$ 的月平均换手率
$Sigma_{i,t}$	收益的波动。股票 $i$ 在第 $t$ 年中周收益率的标准差
$Ret_t$	平均周收益率。股票 $i$ 在第 $t$ 年中的平均周收益率
$Size_t$	规模。股票 $i$ 在第 $t$ 年的总资产的自然对数
$BM_t$	账市比。股票 $i$ 在第 $t$ 年的净资产/(1年末股价×流通股股数+每股净资产×非流通股股数)
$Lev_t$	负债率。股票 $i$ 在第 $t$ 年的总负债/总资产
$ROA_t$	总资产报酬率。股票 $i$ 在第 $t$ 年的净利润/总资产
$AbsACC_t$	信息不对称程度指标。为修正Jones模型残差的绝对值

## 相关性分析要怎么做啊

## 四、实证结果

## (一)描述性统计分析

表2列示了文中主要变量的描述性统计结果。两个股价崩盘风险指标  $NCSKEW$  和  $DUVOL$  的均值分别为  $-0.265$  和  $-0.295$ , 与 Xu 等(2014)和许年行等(2012)的研究中所报告的数值差别不大,标准差分别为  $0.793$  和  $0.724$ ,说明这两个指标在样本公司间存在较大差异。大股东持股指标  $TopHold$  的均值为  $0.380$ ,与 Gul 等(2010)所报告的  $0.428$  相比有所下降,这可能是样本期间差异所致。其他各变量的分布均在合理范围内。

表2 描述性统计分析

变量符号	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$NCSKEW_{i,t+1}$	11794	-0.265	0.793	-2.110	-0.291	1.750
$DUVOL_{i,t+1}$	11794	-0.295	0.724	-1.903	-0.322	1.582
$TopHold_i$	11794	0.380	0.158	0.092	0.360	0.750
$NCSKEW_i$	11794	-0.257	0.790	-2.063	-0.285	1.740
$OTurnover_i$	11794	-0.068	0.426	-1.559	-0.011	0.875
$Sigma_i$	11794	0.066	0.023	0.028	0.061	0.132
$Ret_i$	11794	0.001	0.013	-0.026	-0.001	0.036
$Size_i$	11794	21.553	1.158	19.078	21.428	25.206
$BM_i$	11794	0.294	0.163	-0.060	0.268	0.813
$Lev_i$	11794	0.500	0.211	0.060	0.505	1.233
$ROA_i$	11794	0.031	0.066	-0.286	0.033	0.195
$AbsACC_i$	11794	0.079	0.082	0.001	0.053	0.407

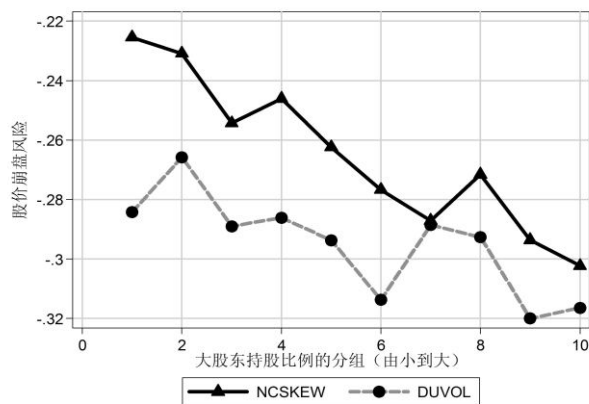


图1 大股东持股比例与股价崩盘风险

## (二)相关性分析

表3报告了主要变量的相关系数,左下角和右上角分别为 Pearson 与 Spearman 相关系数。两个股价崩盘风险指标的相关系数约为  $0.93$ ,且均在  $1\%$  水平上显著,说明这二者具有较好的一致性。大股东持股  $TopHold_i$  与  $NCSKEW_{i+1}$  及  $DUVOL_{i+1}$  的相关系数均为负,且至少在  $10\%$  水平上显著,说明在不考虑其他因素影响时,大股东持股较高的公司未来股价崩盘风险更低,符合假设 H1a 的预期,即与 监督效应 和 更少掏空效应 的预期一致。我们还按照  $TopHold_i$  从小到大,将样本分成 10 组,每组中  $NCSKEW_{i+1}$  和  $DUVOL_{i+1}$  的均值分布见图1。可见,大股东持股比例与股价崩盘风险总体呈负相关关系,随着大股东持股比例的增加,股价崩盘风险逐渐降低,也同假设 H1a 的预期相符。

## (三)单变量分析

在回归分析前,我们对主要变量进行了单变量分析。按照  $TopHold$  是否大于年度、行业中位数,将样本分为大股东持股比例高 ( $High\_TopHold=1$ ) 和 低 ( $High\_TopHold=0$ ) 的两组。表4报告了主要变量的组间差异检验结果:持股比例较高组的  $NCSKEW_{i+1}$

表4 单变量分析(按  $High\_TopHold$  分组)

变量符号	大股东持股较高的组 $High\_TopHold=1$			大股东持股较低的组 $High\_TopHold=0$			差异 T/Z 检验	
	样本量	均值	中位数	样本量	均值	中位数	T 检验	Z 检验
$NCSKEW_{i,t+1}$	5891	-0.286	-0.311	5903	-0.244	-0.268	2.919***	2.787**
$DUVOL_{i,t+1}$	5891	-0.306	-0.337	5903	-0.284	-0.309	1.701*	1.691*
$NCSKEW_i$	5891	-0.292	-0.324	5903	-0.221	-0.247	4.889***	5.029***
$OTurnover_i$	5891	-0.079	-0.015	5903	-0.056	-0.006	2.949***	2.579**
$Sigma_i$	5891	0.065	0.060	5903	0.067	0.063	4.514***	5.264***
$Ret_i$	5891	0.001	-0.001	5903	0.000	-0.002	-2.639***	-2.884***
$Size_i$	5891	21.828	21.654	5903	21.279	21.184	-26.533***	-24.261***
$BM_i$	5891	0.304	0.278	5903	0.304	0.259	-6.826***	-6.772***
$Lev_i$	5891	0.491	0.500	5903	0.508	0.509	4.541***	3.020***
$ROA_i$	5891	0.040	0.038	5903	0.023	0.027	-14.316***	-14.204***
$AbsACC_i$	5891	0.076	0.051	5903	0.081	0.055	3.447***	3.066***

注:T 值与 Z 值分别是按照  $High\_TopHold$  分组后各变量的均值与中位数的单变量检验结果,\*\*\*和\*\*分别表示在  $1\%$  和  $10\%$  水平上显著。

表3 主要变量的 Pearson 和 Spearman 相关系数

	$NCSKEW_{i,t+1}$	$DUVOL_{i,t+1}$	$TopHold_i$	$NCSKEW_i$	$OTurnover_i$	$Sigma_i$	$Ret_i$	$Size_i$	$BM_i$	$Lev_i$	$ROA_i$	$AbsACC_i$
$NCSKEW_{i,t+1}$		0.926***	-0.015*	0.005	0.046***	-0.032***	0.041***	0.005	-0.060***	0.023**	-0.021**	0.029***
$DUVOL_{i,t+1}$	0.933***		-0.003*	0.004	0.038***	-0.075***	0.039***	0.003	-0.062***	0.012	0.010	0.025***
$TopHold_i$	-0.014**	-0.001*		-0.029***	-0.010	-0.137***	-0.017*	0.220***	0.112***	-0.030***	0.126***	-0.039***
$NCSKEW_i$	0.008	0.007	-0.026***		-0.085***	-0.102***	-0.411***	-0.048***	0.144***	0.057***	-0.196***	0.008
$OTurnover_i$	0.032***	0.022**	-0.010	-0.061***		0.111***	0.535***	-0.016*	-0.125***	0.102***	-0.089***	-0.071***
$Sigma_i$	-0.038***	-0.081***	-0.128***	-0.080***	0.086***		0.191***	-0.098***	-0.269***	0.100***	-0.086***	0.120***
$Ret_i$	0.032***	0.027***	-0.023**	-0.400***	0.480***	0.186***		0.041***	-0.392***	0.001	0.210***	-0.014
$Size_i$	-0.003	-0.002	0.246***	-0.052***	0.008	-0.098***	0.029***		0.128***	0.272***	0.145***	-0.066***
$BM_i$	-0.061***	-0.061***	0.108***	0.127***	-0.123***	-0.213***	-0.358***	0.128***		-0.447***	-0.009	-0.198***
$Lev_i$	0.027***	0.017*	-0.043***	0.065***	0.147***	0.097***	0.003	0.198***	-0.499***		-0.400***	0.090***
$ROA_i$	-0.036***	-0.012	0.129***	-0.188***	-0.071***	-0.087***	0.194***	0.191***	0.082***	-0.421***		0.022**
$AbsACC_i$	0.041***	0.034***	-0.037***	0.013	-0.052***	0.118***	0.013	-0.076***	-0.215***	0.151***	-0.104***	

注:下三角是 Pearson 相关系数,上三角是 Spearman 相关系数,\*\*\*、\*\*和\*分别代表在  $1\%$ 、 $5\%$  和  $10\%$  水平上显著。

( $DUVOL_{i,t+1}$ )的均值为-0.286(-0.306),小于持股比例较低组的-0.244(-0.284),且该差异在1%(10%)水平上显著。中位数检验的结果表明了相同的情况。这些均与假设H1a的预期一致。鉴于其他影响股价崩盘风险的因素在组间也存在显著差异<sup>②</sup>,我们仍需要通过回归分析进一步控制其他因素的影响,以得出更加可靠的答案。为避免共线性对回归结果的影响,我们计算了各变量的VIF值。各变量的VIF值均在4以内,说明主要变量间不存在严重共线性问题。

#### (四)回归分析

##### 1.检验假设H1

表5报告了假设H1的检验结果:回归(1)中使用 $NCSKEW_{i,t+1}$ 作为股价崩盘风险指标,只控制了年度与行业效应,我们发现 $TopHold$ 的系数为-0.162,在1%水平上显著;回归(2)中,我们继续加入了一系列影响股价崩盘风险的指标, $TopHold$ 依旧在1%水平上显著为负;回归(3)中,我们进一步控制信息透明度的影响后, $TopHold$ 的系数增大到-0.198,仍在1%水平上显著。在回归(4)、(5)和(6)中,我们将股价崩盘风险指标换为 $DUVOL_{i,t+1}$ ,得到的结论不变。

从控制变量上看, $Sigma$ 、 $Ret$ 、 $Size$ 和 $AbsACC$ 与崩盘风险显著正相关, $BM$ 、 $Lev$ 和 $ROA$ 与崩盘风险显著负相关,与已有研究结论一致(Kim et al., 2011a, b; An and Zhang, 2013; Callen and Fang, 2013)。

表5 假设H1的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$NCSKEW_{i,t+1}$	$NCSKEW_{i,t+1}$	$NCSKEW_{i,t+1}$	$DUVOL_{i,t+1}$	$DUVOL_{i,t+1}$	$DUVOL_{i,t+1}$
$TopHold_{i,t}$	-0.162*** (-3.35)	-0.192*** (-3.82)	-0.198*** (-3.96)	-0.087** (-1.97)	-0.112** (-2.45)	-0.117** (-2.56)
$NCSKEW_{i,t}$		0.018 (1.58)	0.016 (1.38)		0.021** (2.04)	0.020* (1.87)
$OTurnover_{i,t}$		-0.033 (-1.34)	-0.030 (-1.22)		-0.033 (-1.49)	-0.031 (-1.39)
$Sigma_{i,t}$		2.473*** (4.64)	2.375*** (4.45)		0.739 (1.51)	0.665 (1.36)
$Ret_{i,t}$		2.524* (1.93)	2.169* (1.65)		3.447*** (2.86)	3.180*** (2.63)
$Size_{i,t}$		0.048*** (5.97)	0.050*** (6.26)		0.029** (3.98)	0.031*** (4.21)
$BM_{i,t}$		-0.478*** (-6.53)	-0.454*** (-6.17)		-0.367*** (-5.43)	-0.349*** (-5.14)
$Lev_{i,t}$		-0.210*** (-3.76)	-0.219*** (-3.93)		-0.125** (-2.44)	-0.132*** (-2.58)
$ROA_{i,t}$		-0.503*** (-3.80)	-0.466*** (-3.51)		-0.251** (-2.04)	-0.223* (-1.81)
$AbsACC_{i,t}$			0.394*** (4.29)			0.297*** (3.56)
Constant	0.033 (0.39)	-1.227*** (-6.71)	-1.289*** (-7.04)	-0.056 (-0.71)	-0.852*** (-5.08)	-0.899*** (-5.35)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11794	11794	11794	11794	11794	11794
F	11.667	13.498	13.775	14.140	13.768	13.885
adj-R <sup>2</sup>	0.022	0.031	0.032	0.028	0.033	0.034

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;括号中是使用White(1980)调整后计算的t值。表5~表14同。

综上,在控制其他因素后,大股东持股比例与未来股价崩盘风险之间呈负相关关系,说明随着大股东持股比例的提高,股价崩盘风险显著下降。这在一定程度上支持了假设H1a,但不支持假设H1b。

##### 2.进一步分析

前文分析表明,负面消息的隐藏是导致股价崩盘风险的重要原因。而公司内部人(管理层与大股东)拥有的关于公司经营情况的私有信息,在企业间存在差异。例如,信息透明度高的公司,管理层隐藏负面消息十分困难,外部人较容易掌握公司实际经营情况,故大股东通过加强监督、抑制管理层选择性信息披露行为的作用较为有限,即监督效应作用有限。另外,信息透明度高的公司,大股东掏空上市公司的难度也会加大,即更少掏空效应作用也有限。相反,在信息透明度低的公司中,管理层和大股东寻租较为容易,更可能隐藏负面消息,这时,大股东持股的监督效应和更少掏空效应对抑制负面消息管理行为的作用应当更加明显。因此,我们认为在信息不对称程度较高的公司中,大股东持股比例对股价崩盘风险的抑制作用也更加显著。

我们借鉴Hutton等(2009)的方法测算信息不对称程度,即用分年度、行业计算的修正Jones模型(Dechow et al., 1995)残差的绝对值来度量,记为 $AbsACC$ 。按照 $AbsACC$ 是否大于年度、行业中位数,我们将样本分为信息不对称程度高与低的两组。表6报告的回归结果表明,在信息不对称程度较高的组中, $TopHold$ 的系数在1%水平上显著为负;而在信息不对称程度较低的组中, $TopHold$ 的系数为负,但不显著。这说明在信息不对称程度较高时,大股东对股价崩盘风险的抑制作用更加明显。



## 五、影响机制分析

虽然前文的分析支持了H1a,但这背后的机理尚不清晰,因为大股东持股对股价崩盘风险的抑制作用,存在两种可能的机制。机制之一是监督效应,即随着大股东持股比例的上升,大股东更有动力去监督管理层,缓解了第一

表6 进一步分析:信息不对称程度

变量	信息不对称程度高的组		信息不对称程度低的组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	$NCSKEW_{i,t}$	$DUVOL_{i,t}$	$NCSKEW_{i,t}$	$DUVOL_{i,t}$
$TopHold_{i,t}$	-0.292*** (-4.14)	-0.193*** (-3.00)	-0.096 (-1.34)	-0.038 (-0.58)
$NCSKEW_{i,t}$	0.016 (0.93)	0.022 (1.43)	0.015 (0.94)	0.017 (1.15)
$OTurnover_{i,t}$	-0.002 (-0.05)	-0.006 (-0.18)	-0.066* (-1.86)	-0.061* (-1.86)
$Sigma_{i,t}$	1.143 (1.60)	-0.266 (-0.41)	3.777*** (4.73)	1.793** (2.42)
$Ret_{i,t}$	1.067 (0.60)	2.676* (1.65)	3.677* (1.85)	3.813** (2.08)
$Size_{i,t}$	0.042*** (3.77)	0.025*** (2.46)	0.056*** (4.78)	0.035*** (3.21)
$BM_{i,t}$	-0.555*** (-5.23)	-0.438*** (-4.48)	-0.352*** (-3.36)	-0.239** (-2.47)
$Lev_{i,t}$	-0.269*** (-3.55)	-0.157** (-2.26)	-0.171** (-2.03)	-0.088 (-1.15)
$ROA_{i,t}$	-0.396** (-2.53)	-0.211 (-1.45)	-0.504* (-1.89)	-0.042 (-0.17)
$AbsACC_{i,t}$	0.466*** (3.64)	0.313*** (2.69)	1.179*** (2.26)	0.932*** (1.98)
Constant	-1.117*** (-4.14)	-0.735*** (-2.98)	-1.854*** (-6.60)	-1.370*** (-5.26)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5849	5849	5945	5945
F	8.448	8.571	7.101	6.851
adj-R <sup>2</sup>	0.037	0.038	0.031	0.031

表7 监督效应假说:管理层权力

变量	管理层权力较大的组		管理层权力较小的组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	$NCSKEW_{i,t}$	$DUVOL_{i,t}$	$NCSKEW_{i,t}$	$DUVOL_{i,t}$
$TopHold_{i,t}$	-0.361*** (-2.63)	-0.209* (-1.70)	-0.159*** (-3.04)	-0.090* (-1.87)
$NCSKEW_{i,t}$	0.035 (1.00)	0.043 (1.42)	0.014 (1.14)	0.018 (1.58)
$OTurnover_{i,t}$	-0.012 (-0.19)	-0.047 (-0.89)	-0.036 (-1.32)	-0.027 (-1.10)
$Sigma_{i,t}$	3.457*** (2.46)	1.482 (1.15)	2.416*** (4.27)	0.657 (1.26)
$Ret_{i,t}$	0.044 (0.01)	1.985 (0.61)	2.485* (1.76)	3.489*** (2.68)
$Size_{i,t}$	0.096*** (4.22)	0.068*** (3.31)	0.044*** (5.32)	0.027*** (3.54)
$BM_{i,t}$	-0.405*** (-2.01)	-0.297 (-1.64)	-0.441*** (-5.68)	-0.359*** (-4.99)
$Lev_{i,t}$	-0.121 (-0.90)	0.012 (0.10)	-0.234*** (-3.96)	-0.165*** (-3.04)
$ROA_{i,t}$	-0.586* (-1.79)	-0.194 (-0.65)	-0.497*** (-3.45)	-0.267** (-1.99)
$AbsACC_{i,t}$	0.151 (0.63)	0.181 (0.84)	0.387*** (4.00)	0.282*** (3.19)
Constant	-1.906*** (-4.24)	-1.447*** (-3.58)	-1.163*** (-6.84)	-0.801*** (-5.11)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1745	1745	10049	10049
F	5.158	4.368	22.747	24.643
adj-R <sup>2</sup>	0.031	0.026	0.032	0.035

类代理问题,从而降低了股价崩盘风险。机制之二是更少掏空效应,即随着大股东持股比例的上升,大股东掏空的动机下降,缓解了第二类代理问题,从而也可以降低股价崩盘风险。为此,下面我们进一步考察,大股东持股比例与股价崩盘风险之间的负相关关系,究竟是源于监督效应还是更少掏空效应。

### (一) 检验“监督效应”假说

监督效应假说指出,随着大股东持股比例的上升,大股东的监督动机增强,缓解了管理层与股东之间的代理冲突,从而降低了未来股价崩盘风险。当第一类代理问题较为严重时,管理层更有可能隐藏负面消息,以谋取个人私利,从而,我们预计当第一类代理问题较为严重时,大股东监督对于抑制负面消息管理行为和降低未来股价崩盘风险的作用更显著。因此,监督效应假说预期:当第一类代理冲突较为严重时,大股东持股比例与股价崩盘风险之间的负相关关系更加显著。

本文使用管理层权力和管理层持股比例来衡量第一类代理问题的严重程度。已有研究发现,管理层权力越大,管理层越可能攫取私有收益(卢锐等,2008;王焱等,2012)。例如,王清刚和胡亚君(2011)发现,较高的管理层权力会导致超额薪酬;王雄元和何捷(2012)也发现,管理层薪酬与权力显著正相关,随着权力的增长,管理层会利用盈余操纵获取绩效薪酬(权小锋等,2010)。因此,管理层权力越大,第一类代理问题越严重。另外,管理层持股有助于使得经理人与股东之间的利益趋同,从而缓解第一类代理冲突。

我们借鉴Pathan(2009)、Feng等(2011)与王清刚和胡亚君(2011)的研究,采用董事长与总经理是否两职兼任来衡量管理层权力(记为 $Power$ )。一般认为,两职兼任的公司中,管理层权力更大。我们按照两职是否合一,将样本分为管理层权力较大和较小的两组。然后,我们分别估计模型。结果见表7:当采用 $NCSKEW_{i,t}$ 作为股价崩盘风险指标时,两组中 $TopHold$ 均在1%水平上显著为负;但更重要的是,组间系数差异的Wald检验显示,权力较大组中的 $TopHold$ 系数在10%水平上显著大于权力较小组的系数。这说明管理层权力较大时,大股东对股价崩盘风险的抑制作用更加显著。当因变量为 $DUVOL_{i,t}$ 时,结论依然成立。另外,我们进一步采用管理层持股指标 $MagHold_{i,t}$ 来衡量第一类代理冲突。分组检验结果表明,当管理层持股比例较低时,大股东持股

比例与股价崩盘风险之间的负相关关系更加显著(见表8)。这些发现都表明当第一类代理冲突更严重时,大股东持股更能够降低股价崩盘风险。这支持了大股东持股的“监督效应”假说。

表8 监督效应假说:管理层持股比例

变量	管理层持股比例较高的组		管理层持股比例较低的组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	NCSKEW <sub><i>t+1</i></sub>	DUVOL <sub><i>t+1</i></sub>	NCSKEW <sub><i>t+1</i></sub>	DUVOL <sub><i>t+1</i></sub>
<i>TopHold<sub>t</sub></i>	-0.170 (-1.38)	-0.090 (-1.39)	-0.239*** (-3.44)	-0.146** (-2.28)
<i>NCSKEW<sub>t</sub></i>	-0.000 (-0.01)	0.011 (0.77)	0.034** (2.15)	0.032** (2.20)
<i>OTurnover<sub>t</sub></i>	-0.001 (-0.04)	-0.009 (-0.28)	-0.072** (-2.09)	-0.060* (-1.90)
<i>Sigma<sub>t</sub></i>	2.397*** (3.14)	0.520 (0.75)	2.761*** (3.63)	1.070 (1.53)
<i>Ret<sub>t</sub></i>	0.870 (0.45)	2.123 (1.20)	3.827** (2.00)	4.758*** (2.71)
<i>Size<sub>t</sub></i>	0.062*** (5.07)	0.043*** (3.86)	0.045*** (4.10)	0.024** (2.33)
<i>BM<sub>t</sub></i>	-0.391*** (-3.76)	-0.367*** (-3.89)	-0.479*** (-4.66)	-0.321*** (-3.40)
<i>Lev<sub>t</sub></i>	-0.292*** (-3.55)	-0.198*** (-2.65)	-0.194*** (-2.64)	-0.110 (-1.63)
<i>ROA<sub>t</sub></i>	-0.753*** (-3.57)	-0.347* (-1.82)	-0.326* (-1.81)	-0.181 (-1.09)
<i>AbsACC<sub>t</sub></i>	0.383*** (2.75)	0.336*** (2.67)	0.311** (2.54)	0.198* (1.76)
<i>Constant</i>	-1.500*** (-5.92)	-1.086*** (-4.73)	-1.217*** (-5.35)	-0.791*** (-3.79)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5861	5861	5933	5933
F	10.881	12.805	12.356	11.672
adj-R <sup>2</sup>	0.029	0.035	0.033	0.031

表9 更少掏空效应假说:股权制衡度

变量	股权制衡高的组		股权制衡低的组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	NCSKEW <sub><i>t+1</i></sub>	DUVOL <sub><i>t+1</i></sub>	NCSKEW <sub><i>t+1</i></sub>	DUVOL <sub><i>t+1</i></sub>
<i>TopHold<sub>t</sub></i>	-0.167 (-1.57)	-0.044 (-0.45)	-0.259*** (-3.15)	-0.158** (-2.09)
<i>NCSKEW<sub>t</sub></i>	0.041** (2.41)	0.046*** (3.00)	-0.010 (-0.59)	-0.007 (-0.43)
<i>OTurnover<sub>t</sub></i>	0.045 (1.33)	0.035 (1.15)	-0.126*** (-3.36)	-0.110*** (-3.22)
<i>Sigma<sub>t</sub></i>	1.402* (1.89)	-0.254 (-0.37)	3.324*** (4.30)	1.566** (2.19)
<i>Ret<sub>t</sub></i>	4.838*** (2.60)	6.132*** (3.63)	-0.128 (-0.07)	0.502 (0.29)
<i>Size<sub>t</sub></i>	0.043*** (3.81)	0.025** (2.46)	0.058*** (5.01)	0.036*** (3.43)
<i>BM<sub>t</sub></i>	-0.457*** (-4.36)	-0.351*** (-3.63)	-0.445*** (-4.24)	-0.336*** (-3.46)
<i>Lev<sub>t</sub></i>	-0.254*** (-3.45)	-0.169** (-2.49)	-0.204** (-2.35)	-0.107 (-1.35)
<i>ROA<sub>t</sub></i>	-0.702*** (-3.99)	-0.497*** (-3.05)	-0.124 (-0.60)	0.147 (0.77)
<i>AbsACC<sub>t</sub></i>	0.347*** (2.70)	0.237*** (2.05)	0.426*** (3.21)	0.338*** (2.78)
<i>Constant</i>	-0.970*** (-3.73)	-0.559*** (-2.34)	-1.970*** (-7.01)	-1.448*** (-5.64)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5896	5896	5898	5898
F	9.315	9.401	6.329	6.333
adj-R <sup>2</sup>	0.040	0.041	0.028	0.029

## (二) 检验“更少掏空效应”假说

更少掏空效应 假说着眼于第二类代理冲突。该假说认为,随着大股东持股比例的上升,大股东和小股东之间的利益趋于一致,从而大股东掏空动机下降。这减少了公司内部的负面消息,有利于降低未来股价崩盘风险。当小股东监督更严厉时,大股东掏空上市公司较为困难。所以,若大股东持股主要通过“更少掏空效应”影响股价崩盘风险,那么我们预计大股东持股对股价崩盘风险的抑制作用应该主要发生在小股东监督较为薄弱的公司里。因为在这些公司里,小股东监督能力较为薄弱,所以大股东掏空的动机和能力较强,则大股东持股比例上升对掏空的抑制作用也会更加显著。即:更少掏空效应假说预期,当小股东监督能力较为薄弱时,大股东持股比例与股价崩盘风险之间的负相关关系更加显著。我们分别使用股权制衡度(*Balance<sub>t</sub>*)和机构投资者持股比例(*InsHold<sub>t</sub>*)作为小股东监督能力的代理变量,对上述命题进行检验。

股权制衡度变量定义为:第*t*年公司第二到第五位大股东持股比例之和/第一大股东持股比例<sup>③</sup>(孙兆斌,2006;陈德萍、陈永圣,2011;郑志刚等,2012),当某公司股权制衡度大于年度、行业中位数时,该变量为1,否则等于0。洪剑峭和薛皓(2008)发现,较高的股权制衡度有利于降低关联交易的规模,抑制大股东掏空。机构投资者持股变量定义为:当机构投资者持股比例大于年度、行业中位数时为1,否则等于0。作为公司另一个重要持股主体的机构投资者,其治理作用也得到了广泛认可(Shleifer and Vishny,1986,1997;Gillan and Starks,2000;Brav et al.,2008;Klein and Zur,2009;Helwege et al.,2012;陆瑶等,2012;杨海燕等,2012)。若“更少掏空效应”成立,则我们预期当股权制衡度和机构投资者持股比例较低时,大股东持股比例与股价崩盘风险之间的负相关关系应该更加显著。

表9按照股权制衡度高低进行分组检验。我们发现,无论采用NCSKEW<sub>*t+1*</sub>或DUVOL<sub>*t+1*</sub>作为因变量,在股权制衡度较高的组中,TopHold<sub>*t*</sub>的系数不显著,而在股权制衡度较低的组中,TopHold<sub>*t*</sub>的系数至少在5%水平上显著。

表10按照机构投资者持股比例高低进行分组检验。我们获得了类似结论。这表明,当股权制衡度和机构投资者持股比例较低时,即大股东掏空能力更强时,大股东持股比例与股价崩盘风险之间的负相关关系更加显著。这支持了“更少掏空效应”假说。

总之,我们发现“监督效应”和“更少掏空效应”都能够解释大股东持股比例和股价崩盘风险之间的负相关关



表10 更少掏空效应假说:机构投资者持股比例

变量	机构投资者持股较高的组		机构投资者持股较低的组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	NCSKEW <sub>it-1</sub>	DUVOL <sub>it-1</sub>	NCSKEW <sub>it-1</sub>	DUVOL <sub>it-1</sub>
TopHold <sub>it</sub>	-0.063 (-0.89)	-0.012 (-0.01)	-0.268*** (-3.68)	-0.154** (-2.33)
NCSKEW <sub>it</sub>	0.029* (1.67)	0.034** (2.17)	0.007 (0.43)	0.010 (0.63)
OTurnover <sub>it</sub>	-0.001 (-0.03)	-0.009 (-0.29)	-0.073* (-1.85)	-0.057 (-1.63)
Sigma <sub>it</sub>	2.423*** (3.46)	0.552 (0.85)	2.523*** (3.05)	1.139 (1.50)
Ret <sub>it</sub>	1.879 (1.07)	2.786* (1.72)	3.072 (1.44)	3.618* (1.86)
Size <sub>it</sub>	0.070*** (6.75)	0.047*** (4.87)	0.020 (1.56)	-0.002 (-0.17)
BM <sub>it</sub>	-0.491*** (-4.50)	-0.346*** (-3.46)	-0.372*** (-3.39)	-0.260** (-2.57)
Lev <sub>it</sub>	-0.249*** (-3.29)	-0.117* (-1.66)	-0.178** (-2.12)	-0.102 (-1.34)
ROA <sub>it</sub>	-0.473*** (-2.43)	-0.081 (-0.44)	-0.491*** (-2.65)	-0.396*** (-2.32)
AbsACC <sub>it</sub>	0.345*** (2.86)	0.254** (2.32)	0.406*** (2.88)	0.279** (2.19)
Constant	-1.533*** (-6.62)	-1.098*** (-5.14)	-0.822*** (-2.71)	-0.410 (-1.49)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5896	5896	5897	5897
F	8.243	9.841	8.491	7.312
adj-R <sup>2</sup>	0.036	0.046	0.039	0.034

表11 IV估计结果

变量	(1)	(2)	(3)
	第一阶段回归	第二阶段回归	
	TopHold <sub>it</sub>	NCSKEW <sub>it-1</sub>	DUVOL <sub>it-1</sub>
Instrumented TopHold <sub>it</sub>		-1.063*** (-3.08)	-0.653** (-2.09)
Industry-average TopHold	0.892*** (10.65)		
Province-average TopHold	0.398*** (11.17)		
NCSKEW <sub>it</sub>	-0.003 (-1.58)	0.012 (1.10)	0.018* (1.71)
OTurnover <sub>it</sub>	-0.022*** (-5.02)	-0.049* (-1.95)	-0.043* (-1.87)
Sigma <sub>it</sub>	0.083 (0.83)	2.431*** (4.41)	0.701 (1.40)
Ret <sub>it</sub>	-0.331 (-1.32)	1.883 (1.37)	3.003** (2.40)
Size <sub>it</sub>	0.037*** (24.82)	0.083*** (5.32)	0.052*** (3.63)
BM <sub>it</sub>	-0.081*** (-5.89)	-0.519*** (-6.50)	-0.389*** (-5.37)
Lev <sub>it</sub>	-0.084*** (-8.13)	-0.292*** (-4.56)	-0.177*** (-3.05)
ROA <sub>it</sub>	0.144*** (5.65)	-0.336** (-2.27)	-0.142 (-1.05)
AbsACC <sub>it</sub>	0.067*** (3.90)	0.444*** (4.59)	0.327*** (3.73)
Constant	-0.852*** (-17.32)	-1.631*** (-6.47)	-1.049*** (-4.59)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes
N	11794	11794	11794
adj-R <sup>2</sup>	0.178	0.007	0.022
相关性检验:			
Shea's Partial R <sup>2</sup>	0.021		
F值	126.591		
外生性检验:			
Sargan chi		1.174	1.635
Basmann chi		1.170	1.630

系。这表明大股东持股对股价崩盘风险的影响是同时通过监督效应和更少掏空效应发挥作用。

## 六、稳健性检验

### (一)关于内生性

尽管模型(4)的因变量采用提前一期的设定,已经在一定程度上克服了内生性对研究结论的影响,不过出于稳健性考虑,我们还使用了如下5种方法,进一步控制内生性对研究结论的干扰。  
**看看有没有其他变量也是显著影响结果的**

#### 1.工具变量回归

借鉴已有研究(Kim et al., 2014; Xu et al., 2014),我们采用相同年度同行业以及相同年度同地区其他公司的第一大股东持股比例的均值,作为TopHold的工具变量。我们认为,这两个工具变量满足相关性和外生性的要求:从相关性来看,同行业或同地区的公司面临类似的行业特征与外部环境,因而它们的TopHold间具有一定的相关性。而目前尚没有证据表明同行业或同地区其他公司的大股东持股会影响本公司的股价崩盘风险,故满足外生性原则。相关统计检验的结果也说明这两个工具变量的选择是合理的<sup>④</sup>。

由表11可知,在控制内生性问题后,大股东持股TopHold与未来股价崩盘风险依旧显著负相关,符合假设H1a的预期。为了稳健起见,我们还使用了对弱工具变量不敏感的有限信息极大似然法(LIML)重新估计了模型,结果与表11没有实质差异,这也从侧面印证了不存在弱工具变量问题。

#### 2.进一步控制其他因素的影响

为缓解遗漏变量导致的内生性问题,参考现有文献,我们进一步控制了会计稳健性和一系列公司治理因素。Kim和Zhang(2014b)研究发现,会计稳健性能抑制管理层夸大公司业绩、隐藏负面消息的行为,从而会计稳健性与股价崩盘风险负相关。为控制该因素对研究结论的影响,我们在模型中加入了Khan和Watts(2009)提出的会计稳健性指标Cscore<sup>⑤</sup>。表12中,与Kim和Zhang(2014b)的研究一致,Cscore与股价崩盘风险在1%水平上显著负相关。更重要的是,TopHold的系数依旧在1%水平上显著为负。这说明本文研究结论并非遗漏会计稳健性变量导致。

另外,借鉴Xu等(2014)的研究,我们还进一步控制了一些公司治理变量的影响:董事会规模(lnBoardSize)、独立董事比例(Independence)和CEO与董事长是否两职兼任(Duality)。在加入这些变量后,TopHold的系数仍然为负,且在1%水平上显著。说明我们的研究结论也不受公司治理因素的影响。

#### 3.更长的预测窗口

之前,我们考察了预测窗口为1年时TopHold对未来股价

崩盘风险的预测能力。这里我们将崩盘风险的预测窗口扩大到未来第二年,模型设定见公式。这样,不但可以进一步考察 *TopHold* 对未来股价崩盘风险的长期作用效果,更重

表 12 进一步控制其他因素的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>
<i>TopHold<sub>t</sub></i>	-0.214*** (-4.22)	-0.130*** (-2.81)	-0.213*** (-4.17)	-0.127*** (-2.71)
<i>NCSKEW<sub>t</sub></i>	0.015 (1.23)	0.019* (1.78)	0.014 (1.21)	0.020* (1.78)
<i>OTurnover<sub>t</sub></i>	-0.037 (-1.47)	-0.036 (-1.60)	-0.037 (-1.45)	-0.036 (-1.58)
<i>Sigma<sub>t</sub></i>	2.531*** (4.67)	0.793 (1.59)	2.500*** (4.58)	0.771 (1.54)
<i>Ret<sub>t</sub></i>	1.307 (0.97)	2.374* (1.92)	1.235 (0.91)	2.368* (1.91)
<i>Size<sub>t</sub></i>	0.051*** (5.63)	0.032*** (3.81)	0.050*** (5.32)	0.030*** (3.47)
<i>BM<sub>t</sub></i>	-0.443*** (-5.76)	-0.336*** (-4.73)	-0.437*** (-5.65)	-0.326*** (-4.57)
<i>Lev<sub>t</sub></i>	-0.271*** (-4.16)	-0.172*** (-2.90)	-0.260*** (-3.96)	-0.158*** (-2.64)
<i>ROA<sub>t</sub></i>	-0.520*** (-3.60)	-0.229* (-1.71)	-0.504*** (-3.44)	-0.207 (-1.53)
<i>AbsACC<sub>t</sub></i>	0.366*** (3.82)	0.266*** (3.07)	0.359*** (3.71)	0.261*** (2.99)
<i>CScore<sub>t</sub></i>	-0.511*** (-3.02)	-0.451*** (-2.85)	-0.506*** (-2.98)	-0.445*** (-2.80)
<i>lnBoardSize<sub>t</sub></i>			-0.008 (-0.18)	0.015 (0.38)
<i>Independence<sub>t</sub></i>			-0.043 (-0.29)	-0.018 (-0.13)
<i>Duality<sub>t</sub></i>			0.019 (0.85)	0.025 (1.28)
Constant	-1.561*** (-7.52)	-1.111*** (-5.84)	-1.269*** (-5.16)	-0.942*** (-4.18)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11563	11563	11443	11443
F	12.993	13.206	11.719	12.092
adj-R <sup>2</sup>	0.032	0.033	0.031	0.033

表 13 其他内生性测试结果

变量	更长的预测窗口		差分模型		企业固定效应模型	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>NCSKEW<sub>t+2</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+2</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>
<i>TopHold<sub>t</sub></i>	-0.166*** (-3.03)	-0.104*** (-2.08)	-0.634*** (-3.47)	-0.377*** (-2.14)	-0.824*** (-6.55)	-0.561*** (-4.97)
<i>NCSKEW<sub>t</sub></i>	0.007 (0.55)	0.004 (0.32)	-0.458*** (-40.75)	-0.441*** (-41.94)	-0.119*** (-10.04)	-0.112*** (-10.12)
<i>OTurnover<sub>t</sub></i>	-0.013 (-0.44)	0.004 (0.14)	-0.100*** (-4.01)	-0.114*** (-4.94)	-0.065*** (-2.24)	-0.060*** (-2.22)
<i>Sigma<sub>t</sub></i>	1.074* (1.86)	0.428 (0.80)	2.795*** (5.06)	2.729*** (5.22)	1.953*** (3.19)	1.021* (1.80)
<i>Ret<sub>t</sub></i>	6.799*** (4.79)	5.767*** (4.39)	-5.558*** (-4.37)	-12.227*** (-10.24)	-2.039 (-1.45)	-2.738*** (-2.09)
<i>Size<sub>t</sub></i>	0.039*** (4.35)	0.029*** (3.46)	0.369*** (10.05)	0.205*** (6.04)	0.294*** (12.56)	0.179*** (8.29)
<i>BM<sub>t</sub></i>	-0.495*** (-6.25)	-0.459*** (-6.26)	-1.289*** (-10.82)	-0.718*** (-6.40)	-1.099*** (-9.80)	-0.696*** (-6.62)
<i>Lev<sub>t</sub></i>	-0.237*** (-3.81)	-0.191*** (-3.33)	-1.017*** (-7.58)	-0.528*** (-4.32)	-0.717*** (-7.08)	-0.382*** (-4.21)
<i>ROA<sub>t</sub></i>	-0.947*** (-6.01)	-0.702*** (-4.81)	1.083*** (6.51)	0.882*** (5.69)	0.401*** (2.47)	0.434*** (2.93)
<i>AbsACC<sub>t</sub></i>	0.157 (1.48)	0.101 (1.06)	0.175* (1.80)	0.170* (1.87)	0.358*** (3.40)	0.277*** (2.83)
Constant	-0.932*** (-3.75)	-0.721*** (-3.17)	0.276** (2.35)	0.541*** (5.03)	-5.924*** (-11.37)	-3.830*** (-7.94)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed effects	No	No	No	No	Yes	Yes
N	9483	9483	9467	9467	11794	11794
F	11.093	11.841	93.961	76.676	22.605	19.235
adj-R <sup>2</sup>	0.032	0.036	0.259	0.229	0.067	0.058

要的是,这可以进一步克服由于 *TopHold* 与崩盘风险互为因果所导致的内生性问题。

$$Crash_{t+2} = \alpha + \beta_1 TopHold_t + \sum_{q=2}^m \beta_q (q\text{th Control Variable}_t) + YR + Ind + \varepsilon \quad (5)$$

表 13 中的列(1)和(2)报告了模型的估计结果,将预测窗口扩大到两年后, *TopHold* 与股价崩盘风险依旧在 1% 的水平上显著为负,说明在延长预测窗口后,假设 H1a 依旧成立。

#### 4. 差分模型和固定效应模型

为进一步控制可能遗漏的不随时间改变的公司固定因素对回归结果的影响,我们还使用差分模型和企业固定效应模型重新估计了模型,结果发现 *TopHold* 与股价崩盘风险依旧在 1% 水平上显著负相关(见表 13 中的列(3)~(6))。这说明本文的研究结果并不是因为遗漏了某些不随时间改变的变量所导致。

#### (二) 信息透明度指标敏感性测试

已有研究发现,公司信息透明度显著影响股价崩盘风险(Hutton et al., 2009; Kim and Zhang, 2014a)。为测试研究结论对信息透明度衡量指标的敏感性,我们进一步定义了以下两个信息透明度指标:(1) *Opaque*,当期与前两期的操控性应计之和(Hutton et al., 2009; Kim and Zhang, 2014b; 潘越等, 2011),该值越小,信息不对称程度越低;(2) *Analyst*,第 *t* 年跟踪公司 *i* 的分析师人数的自然对数(Kim and Zhang, 2014b),该值越大,信息不对称程度越低。由表 14,我们可以看出信息不对称程度与未来股价崩盘风险显著负相关。更重要的是,无论是使用 *Opaque* 或 *Analyst* 作为信息透明度指标, *TopHold* 的系数均显著为负。这说明本文的结论对信息透明度指标不敏感。

#### (三) 数据极端值敏感性

我们还考察了研究结论对数据极端值

的敏感性。表15中的列(1)和(2)报告了采用对极端值不敏感的中位数回归得到的结果。我们发现, *TopHold* 与股价崩盘风险仍然在1%水平上显著为负,这说明本文的研究结论并非异常值所导致。

表14 信息透明度指标敏感性

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>NCSKEW<sub>it</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>it</sub></i>	<i>DUVOL<sub>it</sub></i>	<i>DUVOL<sub>it</sub></i>
<i>TopHold<sub>it</sub></i>	-0.192*** (-3.33)	-0.123*** (-2.31)	-0.186*** (-3.71)	-0.105*** (-2.29)
<i>Opaque<sub>it</sub></i>	0.209*** (3.77)	0.169*** (3.35)		
<i>Analyst<sub>it</sub></i>			-0.031*** (-3.44)	-0.041*** (-4.99)
<i>NCSKEW<sub>it</sub></i>	0.012 (0.84)	0.014 (1.10)	0.016 (1.32)	0.018* (1.66)
<i>OTurnover<sub>it</sub></i>	-0.059* (-1.68)	-0.067** (-2.08)	-0.028 (-1.11)	-0.026 (-1.15)
<i>Sigma<sub>it</sub></i>	2.559*** (4.15)	0.692 (1.21)	2.572*** (4.82)	0.868* (1.77)
<i>Ret<sub>it</sub></i>	2.812* (1.87)	3.582** (2.58)	2.253* (1.71)	3.088** (2.56)
<i>Size<sub>it</sub></i>	0.049*** (5.35)	0.032*** (3.74)	0.029*** (3.02)	0.005 (0.54)
<i>BM<sub>it</sub></i>	-0.555*** (-6.68)	-0.461*** (-5.98)	-0.400*** (-5.18)	-0.265*** (-3.72)
<i>Lev<sub>it</sub></i>	-0.316*** (-4.86)	-0.215*** (-3.58)	-0.161*** (-2.80)	-0.061 (-1.15)
<i>ROA<sub>it</sub></i>	-0.489*** (-3.21)	-0.275* (-1.95)	-0.602*** (-4.46)	-0.381*** (-3.05)
<i>Constant</i>	-1.419*** (-6.21)	-1.035*** (-4.93)	-0.952*** (-4.15)	-0.487** (-2.33)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
N	8660	8660	11794	11794
F	10.845	10.742	13.620	14.329
adj-R <sup>2</sup>	0.033	0.034	0.032	0.035

表15 中位数回归与更加稳健的标准误估计结果

变量	中位数回归		更加稳健的标准误计算方法	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>NCSKEW<sub>it</sub></i>	<i>DUVOL<sub>it</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>it</sub></i>	<i>DUVOL<sub>it</sub></i>
<i>TopHold<sub>it</sub></i>	-0.216*** (-3.40)	-0.141*** (-2.40)	-0.190*** (-3.69)	-0.109*** (-2.68)
<i>NCSKEW<sub>it</sub></i>	0.022 (1.51)	0.022 (1.62)	0.018* (1.75)	0.022*** (2.59)
<i>OTurnover<sub>it</sub></i>	0.006 (0.20)	-0.026 (-0.92)	-0.038 (-0.82)	-0.035 (-0.89)
<i>Sigma<sub>it</sub></i>	2.031*** (2.91)	0.317 (0.49)	2.597*** (3.00)	0.789 (0.95)
<i>Ret<sub>it</sub></i>	2.060 (1.18)	2.472 (1.53)	2.217 (0.82)	3.377* (1.94)
<i>Size<sub>it</sub></i>	0.065*** (6.14)	0.043*** (4.33)	0.049*** (2.65)	0.030** (2.21)
<i>BM<sub>it</sub></i>	-0.570*** (-5.99)	-0.493*** (-5.60)	-0.429*** (-2.74)	-0.343*** (-3.01)
<i>Lev<sub>it</sub></i>	-0.319*** (-4.42)	-0.233*** (-3.50)	-0.219 (-1.62)	-0.140 (-1.40)
<i>ROA<sub>it</sub></i>	-0.712*** (-4.02)	-0.237 (-1.45)	-0.517*** (-2.92)	-0.258 (-1.58)
<i>AbsACC<sub>it</sub></i>	0.409*** (3.42)	0.285*** (2.58)	0.349** (2.50)	0.266*** (3.28)
<i>Constant</i>	-1.570*** (-5.78)	-1.079*** (-4.30)	-1.276*** (-3.27)	-0.881*** (-3.29)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	No	No
N	11794	11794	11794	11794
Pseudo-R <sup>2</sup>	0.023	0.022		
Adj-R <sup>2</sup>			0.030	0.033

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;回归(3)和(4)的括号中是按照 Petersen(2009)在公司和年度上调整后得到的t值。

#### (四)更加稳健的标准误算法

Petersen(2009)认为,对标准误在个体和时间上双重聚类(*cluster*)调整,能克服自相关和异方差等问题对统计推断的影响。为得到更加稳健的结论,我们参照 Kim等(2011a,b)的研究,采用双重聚类调整标准误来进行t检验。回归结果仍然支持前文的研究结论(见表15列(3)和(4))。

## 七、研究结论

本文以2003~2012年A股上市公司为样本,研究了大股东持股比例对股价崩盘风险的影响。研究发现:第一大股东持股比例与未来股价崩盘风险之间存在显著的负相关关系;在进行了包括内生性检验在内的一系列稳健性测试后,该结论依然成立。进一步研究发现,当股东—管理层之间的代理冲突较严重时,以及小股东监督能力较为薄弱时,大股东持股与股价崩盘风险之间的负相关关系更加显著。这表明大股东持股或许同时通过监督效应和更少掏空效应影响股价崩盘风险。即当大股东持股比例上升时,大股东更有动力监督管理层,同时大股东掏空的动机下降,从而降低了股价崩盘风险。

本文的研究具有重要的理论贡献和现实意义。在理论上,本文从股价崩盘风险这一独特视角探讨了大股东在公司治理中的重要作用,丰富了股权集中经济后果方面的文献。同时,本文也为股价崩盘风险影响因素研究开拓了一个新的研究角度。在现实意义上,本研究表明,适度集中的股权结构有利于公司治理的改善以及资本市场的平稳健康发展。这对上市公司完善公司治理,以及相关部门引导资本市场健康发展,都具有重要的参考价值。

(作者单位:中国人民大学商学院;责任编辑:蒋东生)

#### 注释

①首先,从股价同步性来看。Morck等(2000)认为,我国的股价同步性在全球40个国家中排名第二,仅次于波兰;而在 Jin和 Myers(2006)看来,我国的股价同步性在40个国家中位居第一,甚至高于委内瑞拉。其次,从会计信息透明度来看。普华永道于2001年1月发布的全球会计信息不透明指数报告中指出,中国上市公司会计信息不透明程度位居48个国家中的第三位;在 Piotroski和 Wong(2011)的研究中,我国会计信息透明度仅好于哥伦比亚、沙特阿拉伯和尼日利亚。最后,从会计处理中的坏消息确认及时程度上看,Ball等(2000)与 Bushman和 Piotroski(2006)的研究均表明,我国的坏消息确认及时



性较低。另外,国际货币基金组织在2011年发布的《中国金融体系稳定评估报告》和《中国金融部门评估报告》中指出,中国的金融体系总体稳健,但脆弱性在逐渐增加。

②模型中的控制变量在组间也存在显著差异。

③未报告的回归结果显示,使用第2、3大股东持股比例之和/第一大股东持股比例以及第2大股东持股比例/第一大股东持股比例作为股权制衡的指标,结论均没有实质差异。

④在相关性检验中,Shear's偏 $R^2$ 为0.021,更重要的是最小特征值统计量达到了126.591,大于临界值10,故拒绝存在弱工具变量的原假设,说明工具变量满足相关性。其次,外生性检验中,Sargan检验和Basmann检验的卡方值均在10%水平上仍不显著,所以不能拒绝所有工具变量外生的原假设,说明工具变量符合外生性要求。

⑤首先,分年度估计模型(a)。其中, $X_i$ 为公司*i*的EPS除以上年年末股票收盘价 $R_i$ 为第*t*年5月至*t*+1年4月期间的购买持有收益率(BHR);当 $R_i$ 小于0时,哑变量 $DR$ 等于1,否则为0;其他变量定义同表1。

$$X_i = \beta_0 + \beta_1 DR_i + \mu_1(\mu_2 SIZE_i + \mu_3 MB_i + \mu_4 LEV_i) + DR_i \times R_i(\nu_1 + \nu_2 SIZE_i + \nu_3 MB_i + \nu_4 LEV_i) + (\delta_1 SIZE_i + \delta_2 MB_i + \delta_3 LEV_i + \delta_4 DR_i \times SIZE_i + \delta_5 DR_i \times MB_i + \delta_6 DR_i \times LEV_i) + \epsilon_i \quad (a)$$

其次,将模型(a)估计出的系数带入模型(b),得到Cscore。Cscore越大,会计政策越稳健。

$$Cscore = \nu_1 + \nu_2 SIZE_i + \nu_3 MB_i + \nu_4 LEV_i \quad (b)$$

### 参考文献

- (1)曹廷求、孙文祥:《股权结构与资本结构:中国上市公司实证分析》,《中国软科学》,2004年第1期。
- (2)陈德萍、陈永圣:《股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007~2009年中小企业板块的实证检验》,《会计研究》,2011年第1期。
- (3)邓建平、曾勇:《上市公司家族控制与股利决策研究》,《管理世界》,2005年第7期。
- (4)洪剑峭、薛皓:《股权制衡对关联交易和关联销售的持续性影响》,《南开管理评论》,2008年第1期。
- (5)江轩宇:《税收征管、税收激进与股价崩盘风险》,《南开管理评论》,2013年第5期。
- (6)江轩宇、伊志宏:《审计行业专长与股价崩盘风险》,《中国会计评论》,2013年第2期。
- (7)李小荣、刘行:《CEO vs CFO:性别与股价崩盘风险》,《世界经济》,2012年第12期。
- (8)罗正英、李益娟、常响:《民营企业的股权结构对R&D投资行为的传导效应研究》,《中国软科学》,2014年第3期。
- (9)李增泉、孙铮、王志伟:《掏空与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》,《会计研究》,2004年第12期。
- (10)刘淑莲、胡燕鸿:《中国上市公司现金分红实证分析》,《会计研究》,2003年第4期。
- (11)柳建华、魏明海、郑国坚:《大股东控制下的关联投资:效率促进抑或转移资源》,《管理世界》,2008年第3期。
- (12)卢锐、魏明海、黎文靖:《管理层权力、在职消费与产权效率——来自中国上市公司的证据》,《南开管理评论》,2008年第5期。
- (13)陆瑶、朱玉杰、胡晓元:《机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究》,《南开管理评论》,2012年第1期。
- (14)潘敏、金岩:《信息不对称、股权制度安排与上市企业

过度投资》,《金融研究》,2003年第1期。

(15)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》,《金融研究》,2011年第9期。

(16)权小锋、吴世农、文芳:《管理层权力、私有收益与薪酬操纵》,《经济研究》,2010年第11期。

(17)孙兆斌:《股权集中、股权制衡与上市公司的技术效率》,《管理世界》,2006年第7期。

(18)王化成、曹丰、高升好、李争光:《投资者保护与股价崩盘风险》,《财贸经济》,2014年第10期。

(19)王化成、胡国柳:《股权结构与企业投资多元化关系:理论与实证分析》,《会计研究》,2005年第8期。

(20)王清刚、胡亚君:《管理层权力与异常高管薪酬行为研究》,《中国软科学》,2011年第10期。

(21)王雄元、何捷:《行政垄断、公司规模与CEO权力薪酬》,《会计研究》,2012年第11期。

(22)王烨、叶玲、盛明泉:《管理层权力、机会主义动机与股权激励计划设计》,《会计研究》,2012年第10期。

(23)肖泽忠、邹宏:《中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好》,《经济研究》,2008年第6期。

(24)许年行、江轩宇、伊志宏、徐信忠:《分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险》,《经济研究》,2012年第7期。

(25)许年行、于上尧、伊志宏:《机构投资者羊群行为与股价崩盘风险》,《管理世界》,2013年第6期。

(26)杨海燕、韦德洪、孙健:《机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗?——兼论不同类型机构投资者的差异》,《会计研究》,2012年第9期。

(27)杨汉明:《股权集中度、现金股利与企业价值的实证分析》,《财贸经济》,2008年第8期。

(28)杨清香、俞麟、胡向丽:《不同产权性质下股权结构对投资行为的影响——来自中国上市公司的经验证据》,《中国软科学》,2010年第7期。

(29)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?》,《工作论文》,2014年。

(30)叶康涛、陆正飞、张志华:《独立董事能否抑制大股东的掏空?》,《经济研究》,2007年第4期。

(31)赵冬青、朱武祥:《上市公司资本结构影响因素经验研究》,《南开管理评论》,2006年第2期。

(32)郑志刚、孙娟娟、Rui Oliver:《任人唯亲的董事会文化和经理人超额薪酬问题》,《经济研究》,2012年第12期。

(33) An H., Zhang T., 2013, Stock Price Synchronicity, Crash Risk and Institutional Investors, *Journal of Corporate Finance*, Vol.21, pp.1~15.

(34) Ball R., 2009, Market and Political Regulatory Perspectives On the Recent Accounting Scandals, *Journal of Accounting Research*, Vol.47, pp.277~323.

(35) Ball R., Robin A., Wu J. S., 2000, Accounting Standards, the Institutional Environment and Issuer Incentives: Effect On Timely Loss Recognition in China, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, Vol.7, pp.71~96.

(36) Brav A., Jiang W., Partnoy F., Thomas R., 2008, Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance, *The Journal of Finance*, Vol.63, pp.1729~1775.

(37) Bushman R. M., Piotroski J. D., 2006, Financial Reporting Incentives for Conservative Accounting: The Influence of Legal and Political Institutions, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.42, pp.107~148.

(38) Callen J., Fang X., 2012, Religion and Stock Price

Crash Risk SSRN Working Paper.

(39) Callen J., Fang X., 2013, Institutional Investor Stability and Crash Risk: Monitoring Versus Short-termism? *Journal of Banking & Finance*, Vol.37, pp.3047~3063.

(40) Claessens S., Djankov S., 1999, Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic *Journal of Comparative Economics*, Vol.27, pp.498~513.

(41) Core J. E., Guay W. R., Verrecchia R. E., 2003, Price Versus Non-Price Performance Measures in Optimal CEO Compensation Contracts, *The Accounting Review*, Vol.78, pp.957~981.

(42) Dechow P. M., Sloan R. G., Sweeney A. P., 1995, Detecting Earnings Management, *The Accounting Review*, pp.193~225.

(43) DeFond M., Hung M., Li S., Li Y., 2011, Does Mandatory IFRS Adoption Affect Crash Risk? SSRN Working Paper.

(44) Feng M., Ge W., Luo S., Shevlin T., 2011, Why Do CFOs Become Involved in Material Accounting Manipulations? *Journal of Accounting and Economics*, Vol.51, pp.21~36.

(45) Gillan S. L., Starks L. T., 2000, Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors, *Journal of Financial Economics*, Vol.57, pp.275~305.

(46) Gorton G., Schmid F., 1999, Corporate Governance, Ownership Dispersion and Efficiency: Empirical Evidence from Austrian Cooperative Banking, *Journal of Corporate Finance*, Vol.5, pp.119~140.

(47) Graham J. R., Harvey C. R., Rajgopal S., 2005, The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.40, pp.3~73.

(48) Grossman S. J., Hart O. D., 1980, Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation, *The Bell Journal of Economics*, Vol.11, pp.42~64.

(49) Gul F. A., Kim J., Qiu A. A., 2010, Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality and Stock Price Synchronicity: Evidence from China, *Journal of Financial Economics*, Vol.95, pp.425~442.

(50) Helwege J., Intintoli V. J., Zhang A., 2012, Voting with their Feet or Activism? Institutional Investors' Impact on CEO Turnover, *Journal of Corporate Finance*, Vol.18, pp.22~37.

(51) Hutton A. P., Marcus A. J., Tehranian H., 2009, Opaque Financial Reports,  $R^2$ , and Crash Risk, *Journal of Financial Economics*, Vol.94, pp.67~86.

(52) Jin L., Myers S. C., 2006,  $R^2$  Around the World: New Theory and New Tests, *Journal of Financial Economics*, Vol.79, pp.257~292.

(53) Khan M., Watts R. L., 2009, Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.48, pp.132~150.

(54) Kim J., Li Y., Zhang L., 2011a, Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol.100, pp.639~662.

(55) Kim J., Li Y., Zhang L., 2011b, CFOs Versus CEOs:

Equity Incentives and Crashes, *Journal of Financial Economics*, Vol.101, pp.713~730.

(56) Kim J., Zhang L., 2014a, Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks, *Contemporary Accounting Research*, Forthcoming.

(57) Kim J., Zhang L., 2014b, Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Evidence, *Contemporary Accounting Research*, Forthcoming.

(58) Kim Y., Li H., Li S., 2014, Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk, *Journal of Banking & Finance*, Vol.43, pp.1~13.

(59) Klein A., Zur E., 2009, Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, *The Journal of Finance*, Vol.64, pp.187~229.

(60) Kothari S. P., Shu S., Wysocki P. D., 2009, Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, Vol.47, pp.241~276.

(61) LaFond R., Watts R. L., 2008, The Information Role of Conservatism, *The Accounting Review*, Vol.83, pp.447~478.

(62) Morck R., Yeung B., Yu W., 2000, The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? *Journal of Financial Economics*, Vol.58, pp.215~260.

(63) Pathan S., 2009, Strong Boards, CEO Power and Bank Risk-Taking, *Journal of Banking & Finance*, Vol.33, pp.1340~1350.

(64) Petersen M. A., 2009, Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches, *Review of Financial Studies*, Vol.22, pp.435~480.

(65) Piotroski J. D., Wong T. J., 2011, Institutions and Information Environment of Chinese Listed Firms, NBER Working Paper.

(66) Shleifer A., Vishny R. W., 1986, Large Shareholders and Corporate Control, *The Journal of Political Economy*, Vol.94, pp.461.

(67) Shleifer A., Vishny R. W., 1997, A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol.52, pp.737~783.

(68) Verrecchia R. E., 2001, Essays On Disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.32, pp.97~180.

(69) White H., 1980, A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity, *Econometrica*, Vol.48, pp.817~838.

(70) Wu J., Xu D., Phan P. H., 2011, The Effects of Ownership Concentration and Corporate Debt On Corporate Divestitures in Chinese Listed Firms, *Asia Pacific Journal of Management*, Vol.28, pp.95~114.

(71) Xu N., Jiang X., Chan K. C., Yi Z., 2013, Analyst Coverage, Optimism, and Stock Price Crash Risk: Evidence from China, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.25, pp.217~239.

(72) Xu N., Li X., Yuan Q., Chan K. C., 2014, Excess Perks and Stock Price Crash Risk: Evidence from China, *Journal of Corporate Finance*, Vol.25, pp.419~434.

## BRIEF COMMENTARIES

- The Development and Change of the Structure of China's Regional Economy in the New Era and a Study Thereon ..... *Chen Xichuan*
- The Measurement, the Examination and the Policy Enlightenment, of the Finance Becoming General in China's Grain ..... *Qi Huaqing, Li Shuang and Fan Qi*
- A Study on the Government Role in the Ecological System in Large Number ..... *Wan Yan and Pan Yu*
- A Study, Based on the Construction of the Crisis Conditions, on the Degree of the Crisis Transition ..... *Xu Dianlong, Yang Qing and Liu Xingxing*
- A Study, in the Perspective of the Transition of the Government Function, on the Orientation of the Target Price Given by the Reform in the Reform of State-owned Enterprises ..... *Wu Dezheng, Duan Longlong and Liu Hongyuan*
- A Study on the Interaction between the High Technology Industry and the Economic Growth ..... *Yao Shibin and other writers*
- A Study on the Risks of the Coordinated Innovation of the Industrial Group and its Formation Mechanism ..... *Wan Youqing, Zhang Ni and Lu Pingjun*
- The Introduction, by Means of the New Platform of the Network Medium, of the New Way to the Management of Culture ..... *Wang Fen*

## The ABSTRACT OF SELECTED ARTICLES

**Monitoring or Tunneling? :The Proportion of the Proportion Held by the Big Shareholders and the Risk of the Crash of the Stock Price**

*Wang Huacheng, Cao Feng and Ye Kangtao*

With the increase of the proportion of share holding of the large shareholder (LS), does it lead to the LS supervising managers more actively, thereby reduce its motive of tunneling? Or does it has greater ability to tunnel listed companies and to damage the interests of small and middle investors? To this end, we have, in this paper, taken as specimen China's A-share listed companies between 2003 and 2010, to investigate the effect of the LS's proportion of shareholding on the risks of the stock price crash. By our study, we have discovered that, with the increase of the proportion of shareholding made by the first LS, the risk of the future crash of the stock price will obviously decrease, and that, after the problems such as the nature of being internal has been controlled, the above-mentioned conclusion is still correct. This has supported the supervision effect and still less tunneling effect, but it has not supported more tunneling effect. Our further analysis indicates that the shareholding of the LS has impacted on the risks of the crash of the stock price by means of the effect of monitoring and still less effect of tunneling, but this conclusion does not support more tunneling effect. Our further analysis indicates that has impacted on the risk of the crash of the stock price by the effect of the monitoring and still less tunneling effect. In this paper, we have not only deepened the study on the influencing factors of the risks of the crash of the stock price, but also this paper is helpful to our completely recognize the role of the LS in the management of the company. This paper has important significance for how to deeply understand the effect of the LS on the capital market, and how to guard against the crash of the stock price, and for promoting the healthy and well organized development of the capital market.

**The Regional Cultural Map in China: Is it the Great Unification or the Diversification?**

*Zhao Xiangyang, Li Hai and Sun Chuan*

Is China's culture the great unification or the diversification, after all? This problem has been disputed endlessly. In this article, we have attempted to explore the sameness and the difference in the cultural value concept and in the cultural convention and to explore the relationship between the external factors (such as the geographic conditions, the historical process, the population factor, the religion, the language, the economy, the politics, and the law system). Based on the multidisciplinary literature summery, we have instructed a model, which is similar to the style of the map-joining, of a cultural map of China's areas. In this model, the cultural value concept and the cultural convention have, relatively, the same quality, in each module, but they are relatively heteroplastic between modules.

However, among these modules, a whole of a great unification has been constructed on the basis of the diversi-