



经济管理学术文库·金融类

# 所有权结构、 公司透明度与股价行为研究

Ownership Structure, Firm Transparency and  
Stock Price Behavior

梁权熙 / 著



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

本书受到国家自然科学基金项目“所有权结构、暴跌风险与资产定价”（批准号：71362013）、教育部人文社科基金项目“管理层股权激励与公司风险承担行为研究”（批准号：13YJC790088）的资助。



经济管理学术文库·金融类

# 所有权结构、 公司透明度与股价行为研究

Ownership Structure, Firm Transparency and  
Stock Price Behavior

梁权熙 / 著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

## 图书在版编目 (CIP) 数据

所有权结构、公司透明度与股价行为研究/梁权熙著. —北京: 经济管理出版社, 2017. 3

ISBN 978 - 7 - 5096 - 4968 - 8

I. ①所… II. ①梁… III. ①公司—企业管理—关系—股票价格—研究—中国  
IV. ①F279.246②F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 036124 号

组稿编辑: 曹 靖  
责任编辑: 杜 菲  
责任印制: 黄章平  
责任校对: 超 凡

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: [www.E-mp.com.cn](http://www.E-mp.com.cn)

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京玺诚印务有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 11.5

字 数: 220 千字

版 次: 2017 年 3 月第 1 版 2017 年 3 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 4968 - 8

定 价: 58.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

# 前 言

公司治理对股票价格以及股票收益率分布特征的影响是公司金融领域的重要研究课题。本书基于中国不断改革变化的制度背景和中国上市公司特有的公司治理结构特征，研究公司层面的投资者保护机制和管理层的盈余管理行为对进入资本市场的公司特质信息流从而股票收益率分布特征的影响及其作用机制。进一步地，本书还从资产定价的视角考察了股票收益率分布高阶矩特征的经济后果，具体而言，利用股权分置改革形成的自然实验条件，检验了公司特质波动率（二阶矩）和股价暴跌风险（三阶矩）对股权融资成本的影响。

首先，运用中国上市公司的大样本面板数据，考察了所有权结构（包括政府控股、股权集中度和境外投资者持股）和管理层的盈余管理行为对股价波动同步性以及暴跌风险的影响。利用过去三年的非正常应计利润绝对值之和来捕捉公司管理层的盈余操纵程度，并引入会计制度改革和股权分置改革的政策性外生冲击后发现：

（1）盈余管理水平与股价波动同步性、股价暴跌风险之间均显著正相关，并且这些正向关系在 2007 年新会计准则实施后均明显减弱。该发现与解释  $R^2$  和股价暴跌风险的信息窖藏理论（Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009）的预期是一致的，即管理层可能通过盈余管理窖藏坏消息，导致负面信息在公司内部囤积直至超出经理人的隐藏能力时在瞬间全部释放出来，引起股价大幅下跌；旨在与国际财务报告准则趋同的新会计准则的实施有助于遏制管理层的盈余管理行为或降低其通过盈余管理隐藏（坏）信息的能力。

（2）盈余管理与股价波动同步性之间的正向关系仅存在于政府控股的公司样本中，在非政府控股的公司样本中二者的关系并不显著；并且发现即使在控制了盈余管理之后，相比于非政府控股的公司，政府控股公司的股价仍然表现出较高的波动同步性和暴跌风险。这些结果提供强有力的证据表明，相比于非政府控股的公司，政府控股公司的管理者具有更强的激励和更多的机会（通过操纵盈余）控制和隐藏进入资本市场的（负面）特质信息流，从而减少融入股价的公司特质信息量并提高股价的暴跌风险。



(3) 股价波动同步性与股权集中度之间呈现显著的凹函数关系,即随着股权集中度的提高,股价波动同步性以递减的速率上升直至某个临界值后开始出现下降。同时发现较弱的证据表明,股价暴跌风险与股权集中度之间呈现凸函数的关系。

(4) 相比于仅发行 A 股的公司,同时发行 B 股或 H 股的公司具有显著较低的股价波动同步性和股价暴跌风险,表明双重上市带来的更为严格的法律监管、面对具有更高信息质量要求的境外投资者及财务分析师等市场力量的约束,有助于改善公司的信息环境,促进知情交易并抑制管理层对好消息和坏消息披露的不对称性。

(5) 股权分置改革对中国上市公司的信息环境具有重要的影响。公司的股价波动同步性和股价暴跌风险在股权分置改革完成后均显著下降;并且股权分置改革对非政府控股公司的影响更为显著,相比于政府控股的公司,非政府控股公司的股价暴跌风险在股权分置改革后下降幅度更大。该结果支持了这样的理论推断,即股权分置改革带来的股份转让权约束的放松能够显著改善控制性股东与中小投资者之间的利益一致性基础,从而降低内部人侵害外部投资者以谋求控制权个人私利的激励。

其次,进一步利用股权分置改革形成的自然实验条件,考察了收益率分布的高阶矩特征(公司特质波动率和暴跌风险)对公司股权融资成本的影响及其作用机制。基于上市公司的面板数据,采用 Hou 等(2012)最新发展的截面模型回归方法估计中国上市公司的股权融资成本,并在控制了公司规模、BETA 系数、账面市值比以及财务杠杆等其他因素后发现:

(1) 公司特质波动率对股权融资成本具有显著的正向影响,并且这种影响在股权分置改革完成后明显减弱;股权分置改革对上市公司的股权融资成本具有显著的负向影响,其作用机制主要是通过股权分置改革前后公司特质波动率的定价效应变化实现的。这一实证发现很好地验证和补充了 Li 等(2011)的洞见,表明股权分置改革有助于提高原非流通股股东的投资组合分散能力,优化投资者之间的风险分担,从而弱化公司特质风险的定价效应,降低上市公司的股权融资成本。

(2) 在进一步控制了股权分置改革以及公司特质波动率的影响之后,公司特质暴跌风险与股权融资成本之间显著正相关,但是暴跌风险的定价效应在股权分置改革前后并未发生显著的变化。该结果表明,公司管理层的不对称信息披露行为是被市场定价的,管理层对好消息和坏消息披露的不对称越严重,投资者要求的投资回报率越高;该结果也在一定程度上验证了 Sunder(2010)和 DeFond 等(2011)关于公司特质暴跌风险“难以有效分散”的观点。

本书的主要实证结果对于不同的变量测度方法、计量模型设定以及样本选择标准均具有良好的稳健性。本书的研究丰富和拓展了 Jin 和 Myers (2006) 的理论洞见与经验发现, 表明在投资者保护较弱的新兴市场国家, 公司层面的治理结构对于公司信息环境的形成具有重要的作用。本书的发现很好地验证了产权构成中财产转让权的重要性, 为股权分置改革和新会计准则实施的成效提供了直接的经验证据。

# ABSTRACT

The effect of corporate governance on equity price and the distribution of returns is an important issue in corporate finance. Based on the continuously changing institutional background of China and the unique ownership structure of Chinese listed firms, this thesis empirically examines the role of firm – level investor protection mechanism and the earnings management on the inflow of firm – specific information to capital market, and consequently the distribution of stock returns. Moreover, I further investigate the economic consequences of high moments of the distribution of returns; specifically, I test the impact of idiosyncratic volatility and crash risk on the cost of equity capital.

First, using a large sample of Chinese listed firms for the period 1998 – 2010, I examine whether and how ownership structure, specifically government ownership, the largest – shareholder ownership concentration and foreign ownership, and earnings management affect the amount of firm – specific information incorporated into share prices, as measured by stock price synchronicity, and firm – specific stock price crash risk. Using the prior three years' moving sum of the absolute value of discretionary accruals as a measure of earnings management and combined with exogenous shocks such as new accounting standards reform and split share structure reform in China. The main findings are as follows:

(1) The magnitude of earnings management is strongly positive associated both synchronicity and crash risk. These results are consistent with the information management interpretation for  $R^2$  and crash risk (Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009): firms manage earnings to shelter bad information up to a point, but, once some tipping point is crossed, the information comes out in one fell swoop, which results in a price crash. However, these relations seem to have dissipated since the New Accounting Standards Reform in 2007, suggesting that earnings management has decreased or that managers can hide less information in the new accounting standards environment.

(2) There is only a positive and significant association between earnings management and synchronicity in the subsample of government controlled firms, and I find no



evidence that earnings management positively affect synchronicity for non – government controlled firms. Moreover, compared to non – government controlled firms, the synchronicity and crash risk are significantly higher for government controlled firms, even after controlling for the magnitude of earnings management. These findings strongly support the hypothesis that compared to non – government controlled firms, the absence of practical owners and the significant divergence of voting rights and cash flow rights make the managers for government controlled firms more incentive and able to manage and hide more firm – specific (bad) information flow (by manipulating earnings) to the market, to facilitate the extracting of private control benefits, which will result in lower stock price informativeness and higher crash risk.

(3) I find a concave relation between synchronicity and ownership concentration: as concentration increases, synchronicity increase at a decreasing rate up to its maximum threshold, after which it begins to decrease. And I find only weak evidence that crash risk is a convex function of ownership concentration.

(4) Both synchronicity and crash risk are significantly lower for firms issuing A + B or A + H shares than for firms issuing just A shares, suggesting that foreign ownership enhances firm information environment in emerging markets, thus facilitate the capitalization of firm – specific information into stock price and reduce crash risk.

(5) Both synchronicity and crash risk are decreased after split share reform for all firms; however, the effect is larger for non – government controlled firm. These results consistent with the hypothesis that the relax of share transferability rights after the reform makes the incentives of shareholders with large equity stakes in the company more aligned with the incentives of minority shareholder, and more prone to disclose high quality information to reduce agency cost.

Second, I investigate whether and how split share reform and the asymmetric disclosure incentive to withhold bad news for managers affect the cost of corporate equity. Based on the sample of Chinese listed firms from 2002 to 2010, using a new approach recently developed by Hou et al. (2012) to estimate the cost of capital for Chinese listed firms and after controlling for factors such as firm size, market beta, book – to – market and leverage, I find that:

(1) The prohibition on share transferability significantly affects the implied cost of Chinese listed firms. The cost of capital sharply decreased after the removal of share transferability prohibition. Idiosyncratic risk is positive associated with the implied cost of capital; however, this relation is weakened after the split share reform. These results



strongly support and complement the insights of Li et al. (2011), suggesting that the reform enhance the diversification for the previous non-tradable share holders and thus weaken the pricing effect of idiosyncratic risk. The findings highlight the risk-sharing gains in the split share reform.

(2) Firm-specific crash risk is positive associated with implied cost of capital, even after controlling for the effect of split share reform and idiosyncratic volatility, suggesting that the asymmetric disclosure for bad news and good news is priced by the market. Investors require higher expected return for firms with more severe bad news hoarding.

My main results are robust to different measures of key variables, econometric specifications and sample selection criteria. My study contributes to the theoretical insights and empirical finds of Jin and Myers (2006), indicating that firm-level corporate governance is important in forming the firm information environment in emerging markets where country-level investor protection is relatively poor. My findings highlight the importance transferability rights in property rights arrangement.

# 目 录

第一章 导论 .....	1
一、选题背景与研究意义 .....	1
二、研究内容与结构安排 .....	5
三、研究发现与主要贡献 .....	6
第二章 文献综述 .....	12
一、有关公司特质信息与股价波动同步性的研究 .....	12
二、有关股价暴跌风险的研究 .....	17
三、有关公司特质风险与资产定价的研究 .....	23
第三章 制度背景、理论分析与研究假设 .....	26
一、制度背景 .....	26
二、理论分析与研究假设 .....	31
第四章 所有权结构、盈余管理与股价波动同步性 .....	42
一、引言 .....	42
二、盈余管理、新会计准则与股价波动同步性 .....	43
三、所有权结构、股权分置改革与股价波动同步性 .....	61
四、本章小结 .....	77
第五章 所有权结构、盈余管理与股价暴跌风险 .....	80
一、引言 .....	80
二、盈余管理、新会计准则与股价暴跌风险 .....	81
三、所有权结构、股权分置改革与股价暴跌风险 .....	101
四、本章小结 .....	118



第六章 股权分置改革、公司特质暴跌风险与股权融资成本 .....	120
一、引言 .....	120
二、变量测度与检验模型 .....	122
三、数据说明与描述性统计分析 .....	128
四、基准回归结果 .....	132
五、稳健性检验 .....	137
六、本章小结 .....	143
第七章 结论、政策含义与研究展望 .....	144
一、主要结论 .....	144
二、政策含义 .....	147
三、局限性和进一步研究的方向 .....	147
参考文献 .....	149

# 第一章 导论

## 一、选题背景与研究意义

### (一) 选题背景

公司治理与股价行为的关系是公司金融领域的重要研究课题。Morck 等 (2000) 发现, 具有较低人均 GDP 且金融体系发展较滞后的国家, 其股票价格波动同步性 (用  $R^2$  度量) 显著高于具有较高人均 GDP 和较发达金融体系的国家。Campbell 等 (2001) 发现, 美国股票市场的  $R^2$  在 1960 ~ 1997 年呈现平稳的下降趋势。Jin 和 Myers (2006)、Fernandes 和 Ferreira (2008, 2009) 以及 Kim 和 Yi (2009) 的研究表明, 新兴市场国家的股票市场普遍具有较高的股价波动同步性 ( $R^2$ )。这些洞见无疑是重要且富有启发性的, 意味着除了股票的水平价格以及短期的事件研究方法之外, 我们还可以从股票收益率分布的高阶矩特征 (如方差、偏度、峰度等) 来研究公司金融和公司治理问题。

已有文献达成的基本共识是, 公司的信息环境内生于信息不对称以及公司内部人与外部投资者之间的委托代理冲突, 因而投资者保护和透明度被认为是影响公司信息环境从而股价行为的两大主要因素 (Khanna and Thomas, 2009; Beyer et al., 2010)。Morck 等 (2000) 进一步的研究发现, 产权保护可以解释低收入国家与高收入国家之间的股价波动同步性差异, 低收入国家较差的财产权保护降低了私有信息对套利者的有用性, 知情交易减少导致股价中较低的公司特质信息含量。Jin 和 Myers (2006) 基于内部人的控制权私利动机, 构建理论模型解释控制权和信息不对称如何影响公司特质风险在内部人和外部投资者之间的配置, 发现信息不透明使内部人得以截取正面现金流中高于外部投资者预期的部分 (使其不可见), 但同时必须吸收现金流中低于投资者预期部分的风险 (隐藏坏消息) 以确保其工作职位和后续的侵占活动。内部人可成功吸收的负面现金流风险是有限的, 当累积的坏消息超出一定界限时将在瞬间全部爆发出来, 引起股价暴跌。

因此，内部人出于个人私利动机对进入资本市场的公司特质信息的管理行为在降低股价的特质波动率或增加股价波动同步性的同时，也增加了股价发生暴跌的风险。

Jin 和 Myers (2006) 的工作为研究公司治理与股票价格以及股票收益率分布高阶矩特征之间的关系提供了一个基本的分析框架。部分文献 (Jin and Myers, 2006; Haggard et al., 2008; Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011a; Kim and Zhang, 2011a) 尝试从公司透明度的视角检验 Jin 和 Myers (2006) 的理论命题。如 Hutton 等 (2009) 采用过去三年非正常应计利润绝对值之和作为公司层面财务信息不透明程度的代理变量，发现信息不透明与  $R^2$ 、暴跌风险均显著正相关，表明内部人通过盈余管理窖藏坏消息，导致负面信息在公司内部囤积直至超出经理人的隐藏能力时在瞬间释放，引起股价大幅下跌；Kim 等 (2011a) 提供稳健的证据表明，公司的避税计划为内部人进行盈余操纵、隐藏信息等创造了条件，增加股价的暴跌风险；Kim 和 Zhang (2011a) 发现，稳健的会计政策能够提高公司的透明度，有助于遏制经理人夸大业绩并隐藏坏消息的激励和能力，从而降低股价的暴跌风险。

但现有的大部分文献似乎忽略了，Jin 和 Myers (2006) 分析框架的逻辑起点在于具有信息优势的内部人有激励侵害外部投资者以谋求控制权个人私利。Jin 和 Myers (2006) 同时证明，在经理人不存在个人私利的假定下，公司透明度不对股价长期的  $R^2$  或暴跌风险有系统性的影响。目前仅有少量文献直接从公司内部人与外部投资者之间委托代理冲突的视角，检验进入资本市场的公司特质信息流特征的影响因素及其作用机制，如 Ferreira 和 Laux (2007) 发现，较少的反并购条款或开放的公司控制权市场能够提高股价的特质波动率，增加市场交易活跃程度和私有信息流入以及股价中关于未来盈余的信息含量；Kim 等 (2011b) 发现，管理层期权激励计划强化了内部人对好消息和坏消息披露的不对称性，催生股价泡沫，导致更高的股价暴跌风险。虽然大量的研究已验证了所有权结构是影响内部人隐藏或有选择性的披露公司特质信息以谋求控制权个人私利的激励的重要因素 (Fan and Wong, 2002; Lang et al., 2004; Haw et al., 2004; Kim and Yi, 2006)，但直接考察所有权结构对进入资本市场的公司特质信息流从而股票收益率分布特征影响的文献仍然较缺乏。现有关于公司治理的研究 (Klapper and Love, 2004; Allen et al., 2005) 表明，新兴市场国家公司层面的治理结构特征 (包括所有权结构) 和公司治理效力具有显著的差异，这些差异会影响管理层的激励和约束条件，从而影响公司的信息环境和股价行为 (Gompers et al., 2003; Bushman et al., 2004; Cremers and Nair, 2005)。

自成立证券市场以来，中国政府在规范上市公司信息披露行为、提高公司透



明度方面做了很多工作，但是，相比于发达国家甚至是同等发展程度的新兴市场国家的上市公司，中国上市公司的透明度较低、信息环境较差仍然是不争的事实（陈小悦等，2000；平新乔和李自然，2003；陈晓和秦跃红，2003；王亚平等，2005；Allen and Shen, 2012；Piotroski and Wong, 2012）。Morck 等（2000）使用的 1995 年 40 个国家样本中，中国股价波动同步性位居世界第二，仅次于波兰；Jin 和 Myers（2006）则发现中国 1994 ~ 2001 年平均的股价波动同步性远高于其他国家，位居世界第一。Piotroski 和 Wong（2012）总结了驱动中国上市公司信息供给和需求的一些关键性制度安排，包括政府主导的所有权结构、政府对市场的强力管制、有限的财产权保护、缺乏独立的外部审计以及社会关系网和政治联系的重要性等。

与阿姆斯特丹、伦敦和纽约等西方典型的证券市场经历上百年时间“自下而上”自发演化形成的市场制度不同，中国的证券市场的制度设计及其演化发展主要是以政府主导通过“自上而下”的方式推动完成的（Allen and Shen, 2012）。中国政府当初建立资本市场的主要目的是为了服务国有企业改革，为国有企业提供新的融资渠道并引入市场机制以改善国有企业的公司治理和效率（Firth et al., 2010；Huang et al., 2010）。这种初始的市场功能定位和制度安排决定了中国证券市场无论从整体的市场构成和市场监管环境，还是从公司层面所有权结构安排、公司透明度以及投资者结构等方面均具有与西方成熟市场国家截然不同的特征。中国的上市公司有很大一部分由国有企业转制而来。相比于美国等西方国家上市公司分散的股权结构，中国上市公司的股权主要由政府和家族集中持有，大股东一般对公司的决策具有绝对的控制权，并且在股权分置改革完成之前，控制性股东持有的大部分股票被禁止在二级市场上自由流通。集中的所有权结构使得公司治理问题的核心由如何缓解分散的外部股东与经理人之间的代理冲突（Berle and Means, 1932；Jensen and Meckling, 1976），转变为如何保护中小股东的利益免受大股东（或控制性股东）的侵害（Shleifer and Vishny, 1997；Johnson et al., 2000）。一方面，中国的上市公司通常只有一个最终所有者，这个所有者持有了全部股份中的绝大多数，控股股东拥有绝对的控制权使得将公司的资源转移给母公司或者其他关联方成为可能（Bai et al., 2004；白重恩等，2005）。另一方面，国有控股公司通常由政府委派的官员掌管（Chen et al., 2008c；Huang et al., 2010），管理者掌握了公司的实际控制权，却并不拥有公司的现金流权，现金流权名义上属于国家或全体人民，因而控制权和现金流权处于显著分离的状态；更重要的是，股权分置形成的对控股股东股份转让权的约束切断了控股股东财富和中小股东财富之间的直接联系，当控股股东难以通过股权转让来实现其产权收益时，除了现金股利分红，“掏空”（Tunneling）上市公司几乎是唯一的选



择（刘浩等，2010）。因此，中国上市公司特有的股权高度集中、政府控制和股权分置三重特征的叠加严重破坏了控制性股东与中小投资者之间的利益一致性基础，极大地强化了公司内部人侵害外部投资者以获取控制权个人私利的激励。为了掩饰其侵占行为，公司内部人倾向于实行低透明度的信息披露政策并管理和控制进入资本市场的公司特质信息流。

此外，自2007年1月1日起中国上市公司开始执行新的企业会计准则，相比于旧准则，新会计准则强化了为投资者科学决策提供更相关和有用的会计信息的新理念（如公允价值计量的引入），并基本实现了与国际财务报告准则（IFRS）的实质性趋同（楼继伟，2006）。已有研究表明，在制度环境较差、法律对投资者保护程度较低的新兴市场国家，更高的透明度要求和更严格的信息披露标准对于强化监督并限制控股股东的个人私利行为，提高公司治理水平具有重要的促进作用（World Bank, 1998; Stulz, 1999; Rajan and Zingales, 2003; Doidge, 2004; Doidge et al., 2004）。近期的不少文献验证了实施与IFRS趋同的财务报告标准有助于改善公司的信息环境，提高股价的信息含量（Chen et al., 2010; Horton et al., 2011; Kim and Shi, 2012）。因此，新会计准则的实施对中国上市公司的信息环境具有重要的影响，部分研究发现，上市公司在新会计准则下的会计信息具有更高的价值相关性（罗婷等，2008；薛爽等，2008；张然和张会丽，2008）。

## （二）研究意义

中国上市公司特有的所有权结构安排以及股权分置改革和新会计准则实施等不断改革变化的制度环境，为我们考察投资者保护和透明度对公司信息环境的影响，并进一步检验Jin和Myers（2006）的理论洞见和经验发现提供了难得的“自然实验”的条件。不同于现有的跨国研究文献（Morck et al., 2000; Li et al., 2004; Jin and Myers, 2006; Fernandes and Ferreira, 2009），本书主要基于中国渐进式改革的特殊制度背景以及特有的公司治理结构特征，研究一国之内公司层面的投资者保护机制、会计透明度与公司信息环境的关系，具体而言，本书运用中国上市公司1998~2010年的大样本面板数据，实证考察所有权结构和管理层的盈余管理行为对进入资本市场的公司特质信息流从而股票收益率分布特征（ $R^2$ 、偏度）的影响及其作用机制；进一步地，还从资产定价含义的视角考察了股票收益率分布高阶矩特征的经济后果。

本书的研究有助于丰富和拓展Jin和Myers（2006）、Hutton等（2009）、Kim等（2011a, 2011b）有关公司治理与公司特质信息流从而股票收益率分布高阶矩特征之间关系的研究；对于深化中国现实体制背景下的公司治理目标指向、提高



股市运行质量、提升政府金融监管水平以促进资本市场健康发展具有重要的理论意义和丰富的政策含义；也将从公司治理绩效、会计信息质量以及股票价格效率等方面为评估中国股权分置改革和会计制度变革的成效提供直接的经验证据。

## 二、研究内容与结构安排

本书的研究由三个主要部分的内容构成：第一部分实证检验所有权结构和公司管理层的盈余管理行为对股价波动同步性或股价的公司特质信息含量的影响；第二部分考察所有权结构和财务报告透明度对管理层非对称信息披露行为从而股价暴跌风险的影响；第三部分进一步利用股权分置改革形成的“自然实验”条件，考察收益率分布的高阶矩特征（公司特质波动率和股价暴跌风险）对股权融资成本的影响。具体而言，本书的研究分七个章节展开。

第一章：导论。首先通过研究背景的介绍提出问题，说明工作的重要性；然后介绍研究的主要内容和结构安排；最后对研究发现进行简要总结并说明研究的主要贡献。

第二章：文献综述。从经济含义和影响因素（发生机制）等方面对股价波动同步性和公司特质暴跌风险的研究文献进行梳理和评述；并简要回顾了有关公司特质风险与资产定价关系的研究文献。

第三章：制度背景、理论分析与研究假设。基于产权理论和信息经济学的分析框架，结合中国资本市场的特殊发展历程、上市公司所有权结构特征以及股权分置改革和会计制度改革的制度背景，从公司层面剖析所有权结构和管理层的盈余管理行为影响进入资本市场的公司特质信息流从而股票收益率分布矩特征的内在经济机制，在此基础上提出可检验的理论假设。

第四章：所有权结构、盈余管理与股价波动同步性。首先，利用过去三年的非正常应计利润绝对值之和来度量管理层的盈余操纵程度，控制了行业收益率波动、公司规模、财务杠杆、净资产收益率等因素并引入2007年会计制度改革的外生冲击，考察管理层的盈余管理行为对股价波动同步性或股价信息含量的影响；其次，进一步引入控股股东性质、股权集中度和境外股东持股（双重上市）等所有权结构变量，结合股权分置改革的制度变化，检验公司层面的投资者保护和公司治理机制对公司信息环境从而股价信息含量的影响。

第五章：所有权结构、盈余管理与股价暴跌风险。采用与上一章类似的实证框架，引入会计制度改革和股权分置改革的外生冲击，并在控制了公司规模、财务杠杆、投资者异质性、公司特质收益率等因素的基础上，考察所有权结构和盈





余管理对股价暴跌风险的影响。

第六章：股权分置改革、公司特质风险与股权融资成本。主要考察股票收益率分布高阶矩特征的经济后果。基于 Li 等（2011）的风险分担分析思路，并采用 Hou 等（2012）最新发展的截面模型回归方法估计中国上市公司的股权融资成本，通过考察股权分置改革前后公司特质波动率和股价暴跌风险的定价效应变化来识别和验证股权分置改革带来的投资组合分散化或风险分担增益，并检验股价暴跌风险的可分散化特征。

第七章：研究结论、政策含义与研究展望。总结研究发现并揭示其政策含义，提出未来进一步丰富和推进研究工作的可能方向。

### 三、研究发现与主要贡献

#### （一）研究发现

本书基于中国不断改革变化的制度背景，研究中国上市公司特有的公司治理结构特征和管理层的盈余管理行为对进入资本市场的公司特质信息流从而股票收益率分布特征的影响及其作用机制，并结合股权分置改革的外生冲击，考察了股票收益率分布高阶矩特征的资产定价含义。研究的主要发现如下：

1. 运用中国上市公司 1998~2010 年的面板数据，实证检验了中国上市公司特有的所有权结构特征（包括控股股东性质、股权集中度和境外投资者持股）和管理层的盈余管理行为对股价波动同步性和股价暴跌风险的影响

本书利用过去三年非正常应计利润绝对值之和来捕捉公司管理层的盈余操纵程度，以市场指数模型的  $R^2$  测度股价波动的同步性或股价的公司特质信息含量；同时采用四种不同的股价暴跌风险测度方法，引入新会计准则实施以及股权分置改革的政策性外生冲击后发现：

（1）盈余管理水平与股价波动同步性和未来的股价暴跌风险之间均显著正相关，并且这些正向关系在 2007 年新会计准则实施后均明显减弱。该发现与解释  $R^2$  和股价暴跌风险的信息窖藏理论（Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009）的预期是一致的，即管理层通过盈余操纵的手段隐藏信息（坏消息）以阻碍进入资本市场的公司特质信息流，会恶化公司的信息环境，提高股价波动的同步性或降低股价中的公司特质信息含量；并且当囤积于公司内部的坏消息达到一定限度以致超出内部人的隐瞒能力时，将在瞬间全部释放出来，引起股价暴跌。而旨在与国际财务报告准则趋同的新会计准则的实施显著地促进了公司信息