

中央高校基本科研业务费专项资金资助项目
Fundamental Research Funds for the Central Universities

李小荣
著

代理问题
与
股价崩盘
风险研究

Agency Problem
and Stock Price Crash Risk



中国财经出版传媒集团
经济科学出版社
Economic Science Press

中央高校基本科研业务费专项资金资助项目

Fundamental Research Funds for the Central Universities

代理问题与股价 崩盘风险研究

Agency Problem and Stock Price Crash Risk

李小荣 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

代理问题与股价崩盘风险研究/李小荣著. —北京:
经济科学出版社, 2017. 5

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8094 - 7

I. ①代… II. ①李… III. ①股票投资 - 研究
IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 129370 号

责任编辑: 王 娟

责任校对: 王苗苗

责任印制: 邱 天

代理问题与股价崩盘风险研究

李小荣 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcs. tmall. com](http://jjkxcs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 12 印张 200000 字

2017 年 9 月第 1 版 2017 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8094 - 7 定价: 35. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)



项目资助：

中央高校基本科研业务费专项资金资助项目

国家自然科学基金青年项目（71503283）

教育部人文社会科学研究青年基金项目（14YJC630069）

北京市社会科学基金青年项目（15JGC173）

中央财经大学青年科研创新团队支持计划资助项目

前 言

资本市场的发展能促进经济增长。建立一个高效、透明和健康稳定的资本市场是各方努力的目标。公司的特质信息是否充分、及时反映到股价上，是衡量资本市场资源配置效率的重要标准。特别是公司的坏信息能否及时反映到股价上将影响到资本市场的健康发展。近年来，尤其是金融危机以来，一些学者发现公司的管理者基于薪酬最大化、职业生涯的考虑或帝国构建等动机、大股东基于侵占小股东利益的目的，倾向于隐藏公司的坏消息，导致股价的高估，并产生泡沫，但是隐藏坏消息存在成本，一旦公司的坏消息累积到一定程度，无法再隐藏时，公司的坏消息会突然全部释放出来，导致股价急剧下跌，增大了股价崩盘风险。股价崩盘是极端恶劣的经济后果，严重干扰了经济的增长，影响资本市场的健康稳定，也极大地打击了投资者信心。因此，股价崩盘风险成为一个重要和广受关注的热点研究领域。探究什么因素增加了股价崩盘风险和如何降低股价崩盘风险具有重要的理论和现实意义。

关于股价崩盘风险的研究已逐步从早期的理性预期均衡和行为金融学的框架转向代理理论框架。代理理论框架的股价崩盘风险研究着重从公司内部的代理问题引起的信息操控（隐藏坏消息、夸大财务业绩等）角度出发进行研究。目前，学者们主要从财务报告透明度、会计稳健性、税收规避、股权激励、政治事件、集团内部的关系型交易、分析师行为和女性高管等角度研究了股价崩盘风险。本书试图从代理问题视角研究股价崩盘风险。首先，本书研究了第一类代理问题（股东与管理者间的代理问题）与股价崩盘风险的关系，结合中国国情，从管理者追求薪酬最大化产生的代理问题角度研究股价崩盘风险，即超额薪酬和超额在职消费对股价崩盘风险的影响，并分别从国有企业和民营企业研究了它们之间的关系，随后检验了非效率投资、外部治理和 CEO 持股对超额薪酬、超额在职消费与股价崩盘风险关系的影响。其次，本书研究了第二类代理问题（大股东与小



股东的代理问题)与股价崩盘风险的关系,鉴于金字塔结构在中国的普遍性和金字塔结构常用来研究第二类代理问题,从金字塔结构视角研究了股价崩盘风险,同时考察了国有企业金字塔层级和民营企业金字塔层级与股价崩盘风险的关系,并研究了透明度、关联交易和香港上市对国有企业金字塔层级与股价崩盘风险关系的影响。最后,本书从债权治理视角,研究了股东—债权人代理问题与股价崩盘风险的关系,借用债务诉讼这个外生事件,检验了债务诉讼对股价崩盘风险的影响,深入分析和检验了债务诉讼影响股价崩盘风险的机理,并研究了法律环境和债权人债务人相对谈判力对债权治理与股价崩盘风险关系的影响。

采用中国上市公司非金融行业的数据进行实证研究,通过研究,本书得到如下的实证结论:

1. 对于国有企业,正向的超额薪酬和正向的超额在职消费与股价崩盘风险显著正相关,负向的超额薪酬和超额在职消费与股价崩盘风险无显著关系;民营企业的超额薪酬和超额在职消费对股价崩盘风险无显著影响;在国有样本中,非效率投资高时,正向的超额薪酬和正向的超额在职消费与股价崩盘风险显著正相关,非效率投资低时,它们之间的关系不显著;市场化指数低、机构投资者比例低、雇用非四大会计师事务所和 CEO 不持股的国有企业,正向超额薪酬和正向超额在职消费与股价崩盘风险显著正相关,反之,正向超额薪酬、正向超额在职消费与股价崩盘风险无显著关系,说明外部治理强和 CEO 持股可以降低代理问题,进而降低正向超额薪酬和正向超额在职消费与股价崩盘风险的正相关关系。

2. 国有企业金字塔层级与股价崩盘风险显著负相关,民营企业金字塔层级与股价崩盘风险无显著线性关系。财务报告越不透明、关联交易越多,国有企业金字塔层级与股价崩盘风险的负相关关系越弱。赴香港上市的国有企业,金字塔层级与股价崩盘风险的负相关关系越强。在拓展性研究部分,笔者还发现,国有企业的金字塔层级与股价同步性显著负相关;民营企业的金字塔层级与股价崩盘风险、股价同步性呈倒 U 型关系。

3. 债权治理可以显著降低股价崩盘风险。债务诉讼后盈余管理的降低和会计稳健性的提高,是债权治理影响股价崩盘风险的路径。在法制环境强的地区,债权治理才能降低股价崩盘风险,但是在法制环境弱的地区,债权治理未发挥降低股价崩盘风险的作用。当债权人相对债务人谈判能力强时,债权治理与股价崩盘风险显著负相关,但当债权人相对债务人谈判能力弱时,债权治理的作用未发挥。说明债权治理在中国作用的发挥



是有条件的，取决于外部法律环境的好坏和债权人与债务人相对谈判能力的强弱。

本书的主要贡献在于：第一，丰富了股价崩盘风险领域的研究。现有文献已从财务报告透明度、会计稳健性、税收规避、股权激励、政治事件、国际会计准则趋同、集团内部关系型交易、分析师乐观冲突和女性高管等角度研究了股价崩盘风险。本书从超额货币薪酬、超额在职消费、金字塔结构和债权治理角度研究股价崩盘风险，拓展了股价崩盘风险影响因素的研究。第二，拓展了显性薪酬（货币薪酬）和隐性薪酬（在职消费）经济后果的研究。以前的文献基本上研究货币薪酬对公司业绩的影响或在职消费对公司业绩的影响。本书研究了超额薪酬和超额在职消费对股价崩盘风险的影响，进一步深化了显性薪酬（货币薪酬）和隐性薪酬（在职消费）经济后果的研究。之前的研究基本上发现薪酬的正面激励效果，本书发现薪酬的负面经济后果，为薪酬契约本身也是一种代理问题提供了进一步的经验证据。第三，研究了金字塔结构与股价崩盘风险的关系，丰富了金字塔经济后果的研究，特别是本书发现国有企业金字塔层级与股价崩盘风险显著负相关，表明国有企业金字塔结构在股价崩盘风险上的正面经济后果，为范等（Fan et al., 2012）提出的国有企业金字塔结构的“放权让利”理论提供了进一步的经验证据。第四，目前关于新兴市场国家的债权治理作用的研究得出的结论并不一致，本书借助债务诉讼的外生事件验证了债务契约在股价崩盘风险上的治理作用，提供了债权治理理论在中国适用性的经验证据。同时本书在检验债权治理上使用的外生事件克服了以前检验债权治理存在的内生性，得出的结论更为直接和可靠。

本书除了具有上述理论贡献外，还具有重要的现实意义：首先，本书的研究对如何降低股价崩盘风险、保障我国资本市场的稳定发展具有重要的政策启示。企业内部的代理问题是增加股价崩盘风险的重要原因之一，因此，监管部门或公司可以采取降低公司内部代理问题的措施降低股价崩盘风险。其次，本书对中国薪酬制度的改革具有启示。近年来“天价薪酬”引起了社会的广泛关注，但是“天价薪酬”到底会带来什么恶劣经济后果却知之甚少，本书发现超额薪酬和超额在职消费增加了股价崩盘风险，无疑对监管部门规范高管的薪酬制定、披露等问题具有重要帮助。再其次，本书的研究对国有企业改革具有重要政策含义。“降低政府干预”依然可以成为我国国有企业改革的方向。中国是一个政府控制程度严重的国家，降低政府的控制程度对改善我国的信息环境、提高资本市场的资源



配置效率和健康稳定发展有重要意义。最后，本书对提高债权人保护和改善中国的债权治理作用具有重要的现实启示。长期以来，中国的债权人保护没有得到应有重视，这导致我国的债权人保护水平较低，债权人保护的立法还不够完善，执法存在“有法不依”现象。本书的研究结论对改善我国债权治理的执行环境和推进我国债券市场发展具有重要帮助。

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 选题背景与问题提出	1
1.2 研究内容和本书结构	5
1.3 研究贡献和研究意义	6
第 2 章 理论基础与文献回顾	9
2.1 理论基础	9
2.2 文献回顾	12
2.3 本章小结	25
第 3 章 制度背景	26
3.1 中国上市公司的信息环境及成因	26
3.2 中国国企改革和薪酬设计	36
3.3 金字塔集团的形成	41
3.4 债权人保护	43
3.5 本章小结	45
第 4 章 股东—经理代理问题与股价崩盘风险： 超额薪酬视角	46
4.1 引言	46
4.2 理论分析与研究假设	48
4.3 研究设计	55
4.4 实证结果与分析	61
4.5 稳健性检验	83



4.6	拓展性检验	87
4.7	本章小结	88
第5章	大股东—小股东代理问题与股价崩盘风险： 金字塔结构视角	90
5.1	引言	90
5.2	理论分析与研究假设	91
5.3	研究设计	98
5.4	实证结果与分析	102
5.5	稳健性检验	112
5.6	拓展性检验	118
5.7	本章小结	121
第6章	股东—债权人代理问题与股价崩盘风险： 债权治理视角	123
6.1	引言	123
6.2	理论分析与研究假设	126
6.3	研究设计	130
6.4	实证结果与分析	136
6.5	稳健性检验	145
6.6	本章小结	148
第7章	结语	150
7.1	研究结论	150
7.2	政策启示	152
7.3	研究局限与未来研究方向	154
参考文献		157
后记		175

图 目 录

图 1 - 1	本书结构	6
图 3 - 1	中国和发达国家损失确认及时性的比较	30
图 3 - 2	中国和其他新兴市场国家损失确认及时性的比较	30
图 3 - 3	各个国家或地区的股价同步性	31
图 3 - 4	1999 ~ 2007 年中国上市公司高管薪酬与在职消费	41
图 5 - 1	金字塔层级示意图 1	100
图 5 - 2	金字塔层级示意图 2	100
图 5 - 3	国有企业金字塔层级与股价崩盘风险均值	104
图 5 - 4	国有企业金字塔层级与股价崩盘风险中位数	105
图 5 - 5	民营企业金字塔层级与股价崩盘风险均值	105
图 5 - 6	民营企业金字塔层级与股价崩盘风险中位数	105

表 目 录

表 3-1	财务信息透明度	27
表 3-2	债权人权利比较：中国与 LLSV 国家	44
表 3-3	中国和其他新兴国家法律体系的比较	44
表 4-1	样本分布	55
表 4-2	变量定义与度量	60
表 4-3	描述性统计	63
表 4-4	单变量均值差异检验	67
表 4-5	超额薪酬、超额在职消费与股价崩盘风险：国有样本	68
表 4-6	超额薪酬、超额在职消费与股价崩盘风险：民营样本	70
表 4-7	非效率投资的影响	73
表 4-8	外部治理：市场化程度	75
表 4-9	外部治理：机构持股	77
表 4-10	外部治理：国际四大会计师事务所	79
表 4-11	CEO 持股的影响	81
表 4-12	中位数基础的超额薪酬和超额在职消费计量：国有样本	84
表 4-13	在职消费的重新计量	86
表 4-14	超额货币薪酬与超额在职消费影响程度差异检验	87
表 5-1	变量定义	101
表 5-2	描述性统计	103
表 5-3	金字塔层级分布和对应的股价崩盘风险	104
表 5-4	金字塔层级与股价崩盘风险	106
表 5-5	透明度的影响：国有企业	108
表 5-6	关联交易的影响：国有企业	109
表 5-7	香港上市的影响	111
表 5-8	两阶段回归	112



表 5-9	两权分离与股价崩盘风险	114
表 5-10	关联交易采用其他的处理方法	116
表 5-11	金字塔结构与股价同步性	119
表 5-12	非线性关系的检验	120
表 6-1	样本分布	131
表 6-2	变量定义	135
表 6-3	描述性统计	136
表 6-4	债务诉讼与股价崩盘风险	138
表 6-5	单变量检验	138
表 6-6	债务诉讼与股价崩盘风险：盈余管理与会计 稳健性的影响	139
表 6-7	债务诉讼与股价崩盘风险：法制环境的影响	141
表 6-8	债务诉讼与股价崩盘风险：债权人谈判力的影响	143
表 6-9	未来两年的股价崩盘风险	145
表 6-10	Difference-in - Difference 方法	146
表 6-11	Basu (1997) 模型	148

本章首先介绍了本书的选题背景，并根据选题背景提出了本书的具体研究问题；之后系统地简述本书各章的内容和本书的结构；最后阐述了本书的研究意义和主要贡献。

1.1 选题背景与问题提出

1.1.1 选题背景

经济的一个基本职能在于有效地分配资源，也就是使资本流向于回报率高的领域，而资本市场是一个重要的资源配置中心（Wurgler, 2000）。金融发展能促进经济增长得到众多学者的研究证实（Rajan and Zingales, 1998；Allen et al., 2005）。中国资本市场从开始出现的第一天起，就站在中国经济改革和发展的前沿，推动了中国经济体制和社会资源配置方式的变革（中国资本市场发展报告，2008）。正是由于资本市场如此重要，各方积极推动资本市场的发展，在短短 20 多年的时间内，中国的资本市场取得了举世瞩目的成就，已经建立了一个市值排名世界第三的股票市场，一个余额居世界第五的债券市场，还有一个交易量名列前茅的期货市场（郭树清，2011^①）。股价的信息含量是资本市场资源配置的重要基础，长期以来是财务学科和其他学科的研究对象（李增泉等，2011）。迪方德等（DeFond et al., 2011）指出股票收益率存在三个维度，分别是股票的平均收益率、股票收益率的波动性和股票收益率的负向偏态性。关于股票收

① 引自郭树清为《中国资本市场法制发展报告（2011 年卷）》正式出版所作的序言。



益率和股票收益率波动性，目前已经有大量的文献进行研究，涌现了大量的研究成果。但是，对股票收益率的负向偏态性的研究依然相对较少。

股价崩盘风险 (Crash Risk) 刻画的正是股价收益率的负向偏态性。森德 (Sunder, 2010) 指出风险包括两类：一类是指不确定性，即一种收益和损失的分布，这种风险可以通过多元化分散风险；另一类指损失，即遭受损失的可能性，这种风险无法通过多元化手段分散。股价波动率反映的是不确定性，而股价波动的负向偏态 (股价崩盘风险) 反映的是损失风险。股价崩盘风险是一种不健康的资本市场发展状态，势必影响整个国家的宏观金融稳定和投资者的个人财富，严重时将导致经济危机，因此，加强股价崩盘风险的研究具有重大的理论价值和现实意义。随着 2008 年全球金融危机的蔓延，学者、政策制定者和广大公众开始探究金融危机的根源和经济后果，研究公司股价崩盘风险可以帮助企业和政策制定者理解股价崩盘风险的形成机制，帮助政策主管部门制定政策影响微观企业行为，并且对整个经济的宏观调控提供了启示和借鉴价值。

早期的学者主要从理性预期均衡和行为金融学的框架研究股价崩盘风险 (潘越等, 2011)。近年来，学者们开始从公司内部代理问题视角研究股价崩盘风险。代理问题视角下的股价崩盘风险的形成机理是：管理者基于获取私利 (薪酬最大化、职业生涯的考虑、帝国构建等) 或大股东基于侵占小股东利益的动机，倾向于隐藏公司的坏消息，如果公司能成功地隐藏坏消息，就会导致坏消息的逐步堆积，但是坏消息累计程度存在一个临界点，一旦坏消息的累计程度达到这个临界点，隐藏成本很高时，坏消息无法再隐藏，就会突然全部释放到市场，导致股价的急剧下滑，引起股价崩盘 (Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009)。目前学者采用代理理论视角已从财务报告透明度 (Hutton et al., 2009, 潘越等, 2011)、会计稳健性 (Kim and Zhang, 2010)、税收规避 (Kim et al., 2011a)、股权激励 (Kim et al., 2011b)、政治事件 (Piotroski et al., 2011)、集团内部的关系型交易 (李增泉等, 2011)、分析师行为 (许年行等, 2012) 和女性高管 (李小荣和刘行, 2012) 等角度研究了股价崩盘风险。但是这些研究只是挖掘了影响股价崩盘风险因素的“冰山一角”。从代理问题视角研究股价崩盘风险还有广阔空间。

因此，利用中国资本市场研究股价崩盘风险具有更为重要的意义。

第一，中国上市公司的信息环境差 (Piotroski and Wong, 2011)，具体表现在透明度低、对损失的确认不及时和股价崩盘风险高。莫尔克等



(Morek et al., 2000) 基于全球 40 个国家的研究表明中国的股价同步性排名第二。而吉恩和梅耶斯 (Jin and Myers, 2006) 的研究则显示中国的股价同步性排名第一。普华永道 2001 年的一份调查报告显示中国经济的不透明指数在调查的 35 个国家中排名第一。中国的会计透明度指数排倒数第四, 仅好于哥伦比亚、沙特阿拉伯和尼日利亚 (Piotroki and Wong, 2011)。世界经济论坛《全球竞争力报告 (2011)》特别评价了 142 个国家 (地区) 的会计和审计披露强度, 其中, 中国排在第 61 位, 印度排名第 51 位, 巴西第 49 位, 俄罗斯第 120 位, 马来西亚、中国台湾和中国香港分别排在第 25 位、3 位和 12 位。鲍尔等 (Ball et al., 2001) 布什曼和皮奥特洛斯基 (Bushman and Piotroski, 2006) 的研究均表明中国对坏消息确认的及时程度落后于其他国家 (地区), 采用 IFRS (国际会计准则) 之后依然如此。皮奥特洛斯基等 (Piotroski et al., 2011) 利用中国的数据研究显示, 中国的股价崩盘风险高于全球平均水平。

第二, 中国信息环境和制度密切相关 (Piotroki and Wong, 2011)。皮奥特洛斯基和黄 (Piotroki and Wong, 2011) 认为国有产权、资本市场的政府控制、产权保护差、缺乏独立审计、社会网络和政治关联是中国的重要制度安排, 这些特有的制度影响中国上市公司的财务报告动机和信息的供给。

1.1.2 问题提出

基于以上分析, 本书采用代理理论框架研究股价崩盘风险, 并结合中国的独特制度特征深入分析和检验中国上市公司的代理问题与股价崩盘风险的关系。企业的三个重要利益相关者为股东、管理者和债权人, 三者有不同的利益诉求, 因而产生了相互间的代理问题, 进而影响了企业的信息生成和披露, 最终影响了股价崩盘风险。本书主要回答以下三个问题:

首先, 本书研究股东和管理者的代理问题与股价崩盘风险的关系。管理层的代理问题主要表现在违背股东的意愿追求私人效用最大化, 其中追求薪酬的最大化就是其中一种典型的管理层代理问题。管理者为了实现薪酬最大化, 会操纵会计业绩或隐藏公司坏消息。另外, 薪酬契约本身是个代理问题 (Bebchuk et al., 2002; Bebchuk and Fried, 2003, 2004), 由此发展起来的“高管权力论”对我国的国有企业薪酬契约有很好的解释力 (卢锐, 2007, 2008; 吕长江和赵宇恒, 2008; 吴育辉和吴世农, 2010;



权小锋等, 2010; 王清刚和胡亚君, 2011; 方军雄, 2011)。除了显性的货币薪酬, 管理层也追求在职消费的最大化。随着金融危机的爆发, 高管的“天价”薪酬引起政府部门和社会公众的广泛关注。“最贵老板”平安董事长兼首席执行官马明哲 6616 万元年薪; 国泰君安 2008 年薪酬费用 32 亿元, 人均 100 万元; 北京师范大学发布的《中国上市公司高管薪酬指数报告 (2011)》称, 2010 年中石油高管人均收入 110.22 万元, 并指出垄断性企业高管薪酬存在激励过度问题, 而 ST 公司高管激励过度比重过半。^①除显性薪酬引起普遍质疑外, 国企“天价酒”、“天价灯”、“天价名片”和“天价车”等奢侈隐性薪酬也引起公众一片哗然。因此, 我们研究超额货币薪酬和超额在职消费对股价崩盘风险的影响。

其次, 本书研究大股东与小股东的代理问题与股价崩盘风险的关系。早期的学术文献认为所有权结构是分散的, 因此起初的大量研究关注股东与管理层的代理问题。但是, 20 世纪 80 年代以后, 一些学者发现即使像美国这样股权高度分散的国家, 股权结构存在适度集中的趋势。特别是拉波特等 (La Porta et al., 1999) 发现其研究的 27 个发达国家中, 除少数普通法国家的大公司外, 其余国家的公司都存在大股东, 之后大股东与小股东的代理问题成为学者们关注的重点。而在新兴市场国家, 金字塔结构非常普遍 (La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Khanna and Yafeh, 2007; Fan et al., 2012), 其形成的股权结构也被认为是反映了大股东与小股东的代理问题。因此, 本书以金字塔结构视角研究股价崩盘风险。甚为重要的是, 在中国, 国有企业与民营企业的金字塔结构形成机理不一样 (Fan et al., 2012), 国有企业的金字塔结构被认为是“政府放权让利”的产物, 因此区分最终控制人性质的研究金字塔结构与股价崩盘风险的关系成为本书的又一重要研究问题。

最后, 本书从债权治理视角研究了股东—债权人代理问题与股价崩盘风险的关系。债务融资被认为是良好的公司治理机制 (Grossman and Hart, 1982; Jensen, 1986; Harris and Raviv, 1990) 和财务报告透明的保证 (Armstrong et al. 2010), 也有利于会计政策稳健性的提高 (Beatty et al. 2008; Zhang, 2008), 那么, 债权治理能否降低股价崩盘风险? 债权治理的公司治理作用得到西方学者的普遍推崇和认可 (田利辉, 2004; 冯旭南, 2012), 但是在中国, 由于债权人缺乏保护、司法体系缺乏效率、债

^① 参见刘海玲:《垄断性企业高管薪酬存在激励过度问题》, 载《中国会计报》2010 年 7 月 2 日。