

国有资本参股能抑制民营企业股价崩盘风险吗？

高冰莹¹, 张伟华², 范慧敏²

(1. 中国海洋大学管理学院, 山东 青岛 266000;

2. 北京工商大学商学院, 北京 100000)

摘要:从稳定资本市场的角度分析国有资本参股对民营企业股价崩盘风险的影响。结果表明, 国有资本参股民营企业, 可以显著提高其会计信息透明度, 降低民营股东的风险承担意愿, 进而降低其股价崩盘风险。进一步研究发现, 国有股东的参股比例和委派“董监高”的比例越高, 民营企业的股价崩盘风险越低。这说明民营企业引入国有资本进行“逆向混改”, 可以促使资源朝向更有经营效率的企业流动, 提升资本市场的资金配置效率。

关键词:民营企业; 股价崩盘风险; 国有股东; 逆向混改

中图分类号: F832.0

文献标识码: A

文章编号: 1005-0566(2024)01-0139-12

Influence of state-owned shareholders on the stock price crash risk of private enterprises

GAO Bingying¹, ZHANG Weihua², FAN Huimin²

(1. School of Management, Ocean University of China, Qingdao 266000, China;

2. Business School, Beijing Technology and Business University, Beijing 100000, China)

Abstract: This study examines the influence of state-owned shareholders' participation on the stock price crash risk of private enterprises. In order to increase income and alleviate financing constraints, private enterprises have great motivation to carry out earnings management and undertake higher risks. The improvement of earnings management level leads to the decline of information transparency, and the improvement of risk bearing level will also increase the operating risks of enterprises. The participation of state-owned shareholders will ease the degree of earnings management of private enterprises, reduce the level of risk tolerance of private enterprises, and then restrain the plunge of private enterprises' stock prices. This study finds that the state-owned shareholders' participation in private enterprises can significantly reduce the risk of stock price collapse of private enterprises. The further test results show that state-owned shareholders play a role by reducing the earnings management degree and risk bearing level of private enterprises.

Key words: private enterprises; stock price crash risk; state-owned shareholders; reverse mixed-ownership reform

民营企业是我国经济的重要组成部分, 在经济发展中发挥了不可或缺的重要作用。我国经济转型的重点是利用不同性质的产权优势激发企业活力。党的十八届三中全会指出, 发展混合所有

制经济, 不仅是非国有资本入股国有企业, 同时还要鼓励国有资本入股民营企业。中共中央、国务院印发的《关于深化国有企业改革的指导意见》也明确提出, “鼓励国有资本以多种方式入股非国有

收稿日期: 2023-10-17 修回日期: 2023-12-02

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(72272006); 国家社会科学基金重大项目(21&ZD144)。

作者简介: 高冰莹(1996—): 女, 山东泰安人, 中国海洋大学管理学院博士生, 研究方向为公司财务与公司治理。通信作者: 张伟华。

企业”。在政策鼓励下,国有资本进入非国有企业进行“逆向混改”的案例越来越多。根据本文统计,截至 2020 年年底,沪深两市 2 480 家民营上市公司中,有 793 家公司前十大股东包含国有资本,占比 32%。然而,国有资本入股民营企业的效应研究显示,国有资本参股对民营企业而言是一把“双刃剑”。一方面,国有资本注资民营企业缓解了其融资约束^[1-2]和税收负担^[3],抑制了民营企业金融化水平^[4]和税收规避程度^[5],促进了民营企业的创新水平^[1]。另一方面,在某些情况下,国有资本有时也会阻碍民营企业绩效和投资效率的提升^[6],甚至承担冗余雇员^[7]。同时,国有企业特殊的党组织治理机制如何在民营企业中落地及发挥作用,也是实践中的难点。因此,国有资本参股民营企业进行“逆向混改”的经济后果还有待研究。

市场信息是证券市场引导资源合理配置的重要机制。股价作为可以衡量市场信息的重要指标,可以引导投资者将资金投入发展前景好、效益高的企业,提高投资效益,进而优化资本市场的资本配置结构,促进资金向经济、高效的方向发展^[8]。而股价暴跌事件不仅会损害中小股东和投资者的利益,还会影响资本市场的资源配置,干扰正常的金融市场秩序。以康美药业为例,在其造假事件曝光后,公司市值从 1 390 亿元一路跌至 135 亿元,投资损失总额高达 843.99 亿元。巨额损失严重损害了中小投资者的利益和信心,不利于金融市场的良序发展。在此背景下,怎样更好地抑制股价崩盘事件的发生,保护投资者利益,提高社会的投资收益,已成为一个亟待解决的问题。

民营企业的股价崩盘风险要大于国有企业。其原因是:股价崩盘现象发生的重要原因之一是股东或者管理层出于自身私利的目的对公司的坏消息进行隐藏^[9],当负面信息已经无法隐瞒的时候,这些信息会集中释放到市场中,给股市带来巨大冲击。国有资本因其特殊性,盈余管理的动机和风险承担水平均低于民营企业。一方面,对于国有企业,尽管国家没有政策文件指令银行将贷款重点投向它们,甚至在某些阶段还明文禁止对

地方政府融资平台类国企进行信贷投放。但因为国家对国有企业有或明或暗的兜底,银行在一定程度上愿意把贷款投向国有企业和地方政府融资平台。一是因为这样的贷款安全,风险评估和管理的成本低;二是因为这类贷款单笔额度大,营销成本及管理成本低;三是因为即使这类贷款出现风险,责任追究的风险也很低。因此,同等条件下,国有企业的融资便利性优于民营企业,面临的融资约束要远低于民营企业,大大削弱了国有企业进行盈余管理的动机。另一方面,国企高管更加关注政治晋升及声誉,且国企高管的业绩薪酬敏感性低于民营企业。因为国有企业不仅要进行日常的生产经营活动,还要发挥维护社会稳定的职能,这种特殊属性模糊了国有企业的业绩与经理人努力程度的关系。在这种情况下,政府作为股东施行“一刀切”的薪酬管理体制似乎是唯一的解决办法^[10],这种制度弱化了国有企业业绩对管理层薪酬的激励作用,其进行盈余管理粉饰经营业绩以提高自身薪酬的动机并不强。同时,国有企业的风险承担水平普遍较低,因为过高的风险不利于国有企业高管实现政治晋升的目标,也不利于国有企业发挥“维稳”的功能。所以,国有企业高管有很强烈的风险规避的意识,从而降低企业可能会面临的财务风险,进一步降低股价崩盘事件发生的可能性。

与同时具有政策性功能和经营功能的国有企业相比,民营企业的功能更偏向于盈利^[11-12]。已有文献指出,民营企业的盈余管理动机大于国有企业。一方面,民营控股股东为攫取私人收益,往往会通过披露不实消息或延缓信息披露来隐藏真正的财务状况。当不利消息积攒到一定程度再也无法隐瞒时,就会集中释放出来,给股市带来冲击。另一方面,民营企业因金融抑制而面临严重的融资约束问题^[13-14]。为了获取银行的信贷,民营企业倾向于粉饰自己的报表,虚高自己的业绩,造成信息的不透明,从而加大了股价崩盘的风险。除此之外,民营企业的逐利天性使民营企业更愿意承担风险去追逐有利可图的投资机会^[15]。但是因为民营企业所面临的信贷歧视,让民营企业通

常难以借到与其投资期限相匹配的资金,进而发生短贷长投现象^[16],这无疑会加剧企业经营的风险。当投资产生的收益无法及时弥补欠款时,就会出现债务违约、企业资金链断裂^[17],最终引起股市“暴雷”。企业的股价崩盘风险通常与风险承担水平呈正向关系,民营企业的风险承担水平要大于国有企业。由此来看,民营企业的股价崩盘风险要大于国有企业。本文利用2011—2020年国有企业和民营企业的股价崩盘风险的样本数据检验了两类企业的组间均值差异,也可以看出民营企业的股价崩盘风险要高于国有企业,这一结果与以往部分研究^[18]的结论相一致。

结合上述分析,本文推测民营企业通过逆向混改引入国有资本会降低其自身的股价崩盘风险。其原因之一,是国有股东作为异质性股东,其入股民营企业会发挥监督作用。因为国有股东更加重视声誉以及政治晋升,考虑到股价崩盘事件带来的社会影响,国有股东更偏向于监督控股股东。控股股东迫于国有股东的监督压力和“退出威胁”会减少隐瞒坏消息的可能,提高信息披露质量,进而降低股价崩盘风险。除此之外,国有资本参股民营企业的行为会向社会传递该企业声誉良好的信号。政府的隐性背书行为利于民营企业获得银行信贷,缓解民营企业的融资约束,改善民营企业投融资期限错配的状况,降低民营企业的盈余管理动机。因此,国有股东通过提高会计信息透明度来抑制民营企业的股价崩盘风险。其原因之二,是国有股东参股会降低民营企业的风险承担倾向。过度的风险承担行为会因不必要的经营支出,增加企业的经营风险。有文献表明,高风险承担水平通常与过度自信的管理层相关^[19-20],此类管理层容易忽视负面的反馈信息,在披露信息时只披露利好消息并认为自己完全有能力处理不利状况,导致负面消息积攒,进而提高了股价崩盘风险。而国有股东本身具有很强的避险动机,为了避免股价崩盘的风险,国有股东会要求民营股东对公司的会计信息进行充分披露。而且出于政治晋升和维稳的目的,国有股东会避免企业承担过高的风险水平,监督民营股东减少作出激进或

者高风险的投资决策的可能性,避免了极端“坏绩效”的产生,降低了企业的经营风险,从而减少股价崩盘事件发生的可能性。

本文利用2011—2020年的民营上市公司的数据,探究国有参股对影响民营企业的股价崩盘风险。结果发现,国有股东参股会显著抑制民营企业的股价崩盘风险。进一步研究发现,国有股东的进入,可以显著提升民营企业的信息质量,同时降低民营企业的风险承担水平。因此,国有资本通过提高民营企业的会计信息透明度和降低民营企业的风险承担水平两条路径抑制了民营企业的股价崩盘风险。上述结果在考虑了内生性问题及各种稳健性检验后,结论仍然成立。

本文可能的贡献在于:①本文的研究从“逆向混改”视角研究国有股东参股民营企业的经济后果,丰富了混合所有制方面的文献。混合所有制改革本质上是异质性股东参与公司治理,发展混合所有制经济不仅要民营参股国有,还要鼓励国有参股民营^[21]。现有关于混合所有制改革的文献大都是从国有企业的角度,研究民营参股国有企业对其公司治理产生的影响,如冗余雇员、业绩薪酬敏感性、风险承担水平等。不同于以往的文献,本文从民营企业的角度出发,从“逆向混改”视角切入,研究国有股东参股民营企业后会对其股价崩盘风险产生的影响,并探究了其影响机制,为进一步深化混合所有制改革提供了参考。②本文的研究从异质性股权视角分析股价崩盘风险的影响因素,补充了股价崩盘风险领域的相关文献。在现有关于股价崩盘风险方面的文献中,大部分集中于股价崩盘风险的影响因素上,外部影响因素如分析师、投资者、反腐等;内部因素如CEO的性别、风险承担水平、大股东持股比例、内部控制信息披露、会计信息稳健性、是否有多个大股东等。可以看出,虽然在研究股价崩盘风险的影响因素方面已有非常丰富的文献,但是在这些文献中,很少有学者从股权异质性的角度来研究股价崩盘风险。本文研究了国有股东参股对民营企业股价崩盘风险的影响,研究发现国有股东通过提升会计信息透明度和降低企业的风险承担水平抑制了民

营企业的股价崩盘风险。③本文的研究结果对检验国有资本能否起到稳定资本市场秩序,提高资本市场的资金配置效率的作用有着重要意义。股价作为衡量市场信息的重要指标之一,有引导资金向高效率的公司或行业移动,提高全社会投资效率,促进产业结构优化的功能^[8]。只有当会计信息正确地反映到股价中时,才可以起到这样的引导作用。在上市公司暴雷事件频发的中国资本市场中,怎样让股价正确地反映公司的经营信息一直是一个亟待解决的问题。在此前提下,本文研究了国有股东参股行为对民营企业股价崩盘风险的影响及其机制,对更好地提高资本市场会计信息透明度、提高股价有效信息含量和资金使用效率有重要的现实意义。

一、文献回顾与研究假设

关于股价崩盘风险的产生机制,现有文献认为,公司的内部人对坏消息的隐藏超过了一定的限度,即会计信息不透明是股价崩盘风险产生的主要原因之一^[9,22]。公司的股价崩盘风险受到高管个人、公司、企业外部因素的影响。在外部因素层面,投资者的羊群行为^[23]、分析师乐观偏差不利于公司经营的负面消息及时地释放到市场中,从而提高了股价崩盘风险。在高管层面,CFO 的期权激励措施与公司股价崩盘风险呈显著正相关关系^[24]。在公司层面,财务报告的透明度提升^[12]、对会计消息确认的及时性的提高会显著抑制股价崩盘风险^[19]。除了以上几个方面,有学者发现股权结构也会影响股价崩盘风险。多个大股东通过监督控股股东来抑制公司的股价崩盘风险,而大股东持股比例的提高可以增加其监督管理层信息操控行为的动机,进而抑制股价崩盘风险。论其本质,这些因素都是通过影响会计信息透明度进而影响了企业的股价崩盘风险。从上述文献来看,现在还没有从异质性股东的角度考察民营企业股价崩盘风险影响因素的研究。

结合中国特殊的国情来看,现有关于异质性股权经济后果的研究多集中于混合所有制改革方面。从“正向混改”的方向来看(民营股东参股国有企业),民营股权参股可以提高国有企业风险承

担水平、业绩薪酬敏感性、创新绩效^[25],并对企业的冗余雇员程度有显著的抑制作用^[11]。从“逆向混改”的方向来看,现有研究少有涉及,而在仅有的几篇文献中也只是涉及融资约束、创新方面、金融化等方面。具体来说,国有资本参股行为缓解了民营企业的融资约束^[2,13],降低了民营企业的税收负担和税收规避程度^[5],抑制了民营企业的金融化水平^[7]。除此之外,国有资本参股民营企业有助于提升其创新水平^[1]。

本文试图考察国有资本参股对民营企业股价崩盘风险的影响。本文认为民营企业的股价崩盘风险要大于国有企业。一方面,相比于国有企业,民营企业的功能更偏向于盈利,其盈余管理动机大于国有企业,更易操纵会计信息,增加了股价崩盘的风险。而且我国民营上市公司的股权结构高度集中,导致控股股东可以通过投票权掏空中小股东^[26]。一般来说,当大股东的持股比例达到可以控制上市公司的程度时就会有动机通过操纵会计信息来侵占中小股东的利益^[9]。比如大股东为占有上市公司的资金、逃避中小股东和证监会的监督,大股东会通过粉饰报表、延缓信息的披露等掩盖自己的掏空行为。除此之外,关联交易也是大股东“掏空”公司资源的手段之一,为了自己的行踪不被察觉,大股东隐藏了不利消息,致使会计信息透明度降低。另一方面,面临融资约束的企业更有动机进行盈余管理,通过虚增利润,粉饰报表,将自己伪装成盈利能力强、发展前景好的企业来获取银行和资本市场的信任,增加外部融资可获得性。民营企业因金融抑制和银行的信贷歧视而面临严重的融资约束问题^[21-22],获得贷款的难度远高于国有企业。所以民营企业更有动机进行盈余管理。盈余管理行为会大大降低企业的会计信息透明度,因而增加了民营企业的股价崩盘风险。

而且实践中民营企业的所有者似乎天生有将企业做大做强的冲动^[27],过高的风险承担水平会提升民营企业的股价崩盘风险。首先,因产权性质不同,民营企业的薪酬激励机制要比国有企业更加有效。风险承担有利于企业扩大经营规模,获得高额利润。民营企业的管理层为获取更高的

薪酬,提高企业业绩,很可能投资于高风险高回报的投资项目。此外,在外部经理人市场中,彰显自身能力的重要指标是管理层在任期间的业绩状况,这无疑会促使管理层在任期间进行短视性的高风险高收益的投资,无形间又反向提高了企业的风险承担水平。其次,企业的长期发展是以稳定的现金流和经营状况为前提的,过高的风险承担水平会加剧企业的经营风险。当投资产生的收益无法及时弥补欠款时,就会出现债务违约、企业资金链断裂^[17],最终引起股市“暴雷”。最后,高风险承担水平通常与过度自信的高管相关^[19]。过度自信的高管容易忽视负面反馈信息,因为他们认为自己有能力“控制局势”,在进行信息披露的时候潜意识中会将这些负面消息排除在外,只披露利好消息并认为自己完全有能力处理不利状况,进而导致负面消息积攒,从而提高了股价崩盘风险。

国有股东入股可以通过以下途径显著降低民营企业的股价崩盘风险。

首先,与民营企业不同,国有企业不仅担负着经营任务,而且担负着诸多的社会责任,如保就业、维护社会稳定等职能。这种特殊性使国有股东更加注重自己的声誉和政治晋升而非盈利。在这种情况下,如果国有股东选择和民营企业合谋,通过掩盖不利信息获取私人收益,那么当股价崩盘事件发生时,所带来的声誉损失可能要远大于合谋获得的收益。因此,国有股东更偏向于监督民营股东和管理层披露会计信息,提高信息透明度以降低股价崩盘风险,即国有股东可以发挥监督效应^[28]。

其次,从资源效应来说,民营企业引入国有股东会向社会传达良好信号:企业的经济实力得到认可^[13]。在我国国有银行占据信贷市场资源大部分份额的背景下,拥有政府背景的国有资本的加入无疑给银行“吃了一颗定心丸”。国有资本的加入不仅会缓解银行和企业之间的信息不对称,还起到了隐性担保的作用。当民营企业出现财务困境时,国有资本作为利益共同体可能会通过政府出台的相关政策或者给予补贴等方式帮助民营企业渡过困境^[23]。对于有国有股东的民营企业,银

行认定其有还款能力,因此更愿意贷款给这类企业。相应地,民营企业获得的贷款期限也会得到延长。国有股东的加入缓解了民营企业的融资约束,所以民营企业为了获得银行贷款而进行盈余操纵的可能性减少,降低了民营企业的股价崩盘风险。

最后,国有股东参股会降低民营企业的风险承担水平,进而抑制股价崩盘风险。已有文献表明,国有企业的风险承担水平普遍小于民营企业^[15]。因为相比于薪酬激励,政治晋升、声誉以及地位所带来的权力对国有企业高管更有吸引力,这无疑弱化了国企负责人因薪酬激励作用而进行高风险投资的可能性。为了发挥社会稳定的职能和实现政治晋升的目标,国有高管会自动规避一些高风险的投资项目。除此之外,国企高管的薪酬存在“天花板”,即使承担风险获得了高薪,最终也要受限于“限薪令”。而且政府在设计国企高管的薪酬考核指标时,纳入了政策性负担,如维护社会稳定、保持就业率等^[18],单纯的业绩薪酬敏感性低于民营企业。所以国企高管没有动机去承担过高的风险以提高企业业绩。另外,出于维持声誉的目的,国有企业管理层有更强的动机监督民营企业避免过高的风险承担水平,以维持企业稳定经营的状态,减少股价崩盘事件发生给自己声誉所带来的损失。因此,国有股东参股民营企业后会通过降低民营企业的风险承担水平,进而降低股价崩盘风险。

基于以上分析,本文提出假设:

国有股东参股民营企业后会降低其股价崩盘风险。

二、研究设计

(一)样本选择和数据来源

为了验证以上猜测,本文选取国泰安数据库2011—2020年的A股民营上市公司的数据作为研究对象,研究国有股东参股民营企业对民营企业股价崩盘风险的影响。借鉴王化成等^[9]、宋增基等^[13]、江轩宇等^[20]、许年行等^[23]的研究,本文对数据进行如下筛选和处理:①剔除每年交易周数小于30周的样本。②剔除金融行业的样本。③剔

除存在缺失值的样本。④为了避免极端值的影响,本文在 1% 和 99% 的水平上对连续变量进行了 Winsorize 处理。⑤剔除了实际控制人发生转移的样本。⑥剔除了 ST 公司的样本。⑦剔除了国有企业转制民企的样本。

经过筛选合并后,得到样本 12 621 个观测值。

(二) 变量选择以及定义

1. 被解释变量

本文借鉴 Kim 等^[24]的研究,本文用负收益偏态系数(*NCSKEW*)和上下波动比率(*DUVOL*)来衡量股价崩盘风险(*Crashrisk*)。

$$NCSKEW = \frac{-(n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3)}{[(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t}^2)^{3/2}]} \quad (1)$$
$$DUVOL = \log \{ [(n_u - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2] / [(n_d - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2] \} \quad (2)$$

式中, $W_{i,t}$ 为公司特定收益率,由以下公式得来:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{m,t} + \beta_4 r_{m,t+1} + \beta_5 r_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

式中, $r_{i,t}$ 为公司*i*在第*t*周的收益率; $r_{m,t}$ 为第*t*周的流通市值加权平均市场收益率; 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; $\varepsilon_{i,t}$ 为个股收益未被市场所解释的部分。则 $W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ 。

2. 解释变量

国有股东是否参股(*Gov*):这个变量为虚拟变量,如果前十大股东中有国有股东参股,则 *Gov* = 1,反之为 0。这个变量从公司年报中手工搜集。

3. 模型的设定

本文构建以下模型来检验国有参股对民营企业股价崩盘风险的影响:

$$Crashrisk_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Gov_{i,t-1} + Control + \varepsilon \quad (4)$$

式中,各种变量的定义见表 1^①。

表 1 变量的定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	股价崩盘风险	<i>Crashrisk_{i,t}</i>	参考 Kim 等 ^[19,24] 、江轩宇等 ^[20] ,采用 <i>t</i> 年的负收益偏态系数(<i>NCSKEW</i>)和 <i>t</i> 年的上下波动比率(<i>DUVOL</i>)来衡量
解释变量	国有股东参股	<i>Gov_{i,t-1}</i>	该变量为哑变量,当公司第 <i>t</i> -1 年的前十大股东中有国有股东参股为 1,否则为 0
控制变量	企业规模	<i>Size_{i,t-1}</i>	参考江轩宇等 ^[20] 、许年行等 ^[22] ,采用股票 <i>i</i> 第 <i>t</i> -1 年期末总资产的自然对数
	市值账面比	<i>MB_{i,t-1}</i>	参考江轩宇等 ^[20] 、许年行等 ^[22] ,采用(第 <i>t</i> -1 年末的股票价格×流通股数量+每股净资产×非流通股数量)/股票 <i>i</i> 在第 <i>t</i> -1 年的净资产
	资产负债率	<i>Lev_{i,t-1}</i>	参考江轩宇等 ^[20] 、许年行等 ^[22] ,采用第 <i>t</i> -1 年末公司负债总额/第 <i>t</i> -1 年末资产总额
	盈利能力	<i>ROA_{i,t-1}</i>	参考江轩宇等 ^[20] 、许年行等 ^[22] ,采用第 <i>t</i> -1 年的净利润/第 <i>t</i> -1 年平均总资产
	月超额换手率	<i>OTurnover_{i,t-1}</i>	参考江轩宇等 ^[20] 、许年行等 ^[22] ,采用为第 <i>t</i> -1 年股票 <i>i</i> 的月平均换手率-第 <i>t</i> -2 年股票 <i>i</i> 的月平均换手率
	公司周收益率的标准差	<i>SIGMA_{i,t-1}</i>	参考江轩宇等 ^[20] 、许年行等 ^[22] ,采用股票 <i>i</i> 在第 <i>t</i> -1 年中周收益率的标准差
	公司特有收益	<i>RET_{i,t-1}</i>	参考江轩宇等 ^[20] 、许年行等 ^[22] ,采用股票 <i>i</i> 年在第 <i>t</i> -1 年中的平均周收益率

二、实证分析

(一) 描述性统计和相关性分析

表 2 的描述性统计中可以看出,*NCSKEW* 和 *DUVOL* 的标准差分别为 0.722 和 0.481,且两者的数值从 25 分位到 75 分位有很大水平的上升,这说明在样本不同公司的股价崩盘风险差异较大。国有股东是否参股(*Gov_{i,t-1}*)的均值为 0.331,说明有国

有股东参股的民营企业数量占据样本的 33.1%。由表 3 可以看出,*NCSKEW* 和 *DUVOL* 的相关系数为 0.877,且在 1% 的水平上显著,这说明这两个衡量指标具有很高的一致性。*Gov_{i,t-1}* 与 *NCSKEW* 和 *DUVOL* 关系均在 1% 的水平上显著为负,表明在不考虑其他因素的情况下,国有股东参股可以显著抑制民营企业的股价崩盘风险。除此之外,大部

① 为了控制内生性问题给本文结果带来的影响,参考许年行等^[22]的研究,被解释变量采用当期数据,解释变量和控制变量均采用滞后一期的数据。

分变量的相关系数的绝对值较小,说明不存在多重共线性。不过相关性分析只能说明相关关系,在没有控制其他变量的情况下,本文所要观察的主要变量的系数可能会受到遗漏变量的影响。因此,要想进一步探讨变量之间的关系,还需要进行具体的实证分析。

表2 变量的描述性统计

变量	<i>N</i>	<i>mean</i>	<i>sd</i>	<i>min</i>	<i>p25</i>	<i>p50</i>	<i>p75</i>	<i>max</i>
<i>NCSKEW</i>	12 621	-0.255	0.722	-2.399	-0.651	-0.216	0.160	1.761
<i>DUVOL</i>	12 621	-0.166	0.481	-1.381	-0.483	-0.167	0.148	1.123
<i>Gov_{t-1}</i>	12 621	0.331	0.470	0	0	0	1	1
<i>Size_{t-1}</i>	12 621	21.800	1.051	19.714	21.024	21.690	22.432	24.984
<i>Lev_{t-1}</i>	12 621	0.380	0.194	0.046 8	0.222	0.368	0.518	0.846
<i>ROA_{t-1}</i>	12 621	0.048	0.059	-0.193	0.019 9	0.045 9	0.077 9	0.228
<i>MB_{t-1}</i>	12 621	0.003	0.003	0.000	0.001	0.002	0.003	0.016
<i>OTurnover_{t-1}</i>	12 621	-19.693	56.036	-220.935	-39.239	-8.910	9.849	108.9
<i>SIGMA_{t-1}</i>	12 621	0.065	0.025	0.029	0.048	0.059	0.074 1	0.170
<i>RET_{t-1}</i>	12 621	0.003	0.010	-0.017	-0.005	0.001	0.008	0.041

表3 相关性分析

变量	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>	<i>Gov_{t-1}</i>	<i>Size_{t-1}</i>	<i>Lev_{t-1}</i>	<i>ROA_{t-1}</i>	<i>MB_{t-1}</i>	<i>OTurnover_{t-1}</i>	<i>SIGMA_{t-1}</i>	<i>RET_{t-1}</i>
<i>NCSKEW</i>	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>DUVOL</i>	0.877 ***	1	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Gov_{t-1}</i>	-0.052 ***	-0.050 ***	1	—	—	—	—	—	—	—
<i>Size_{t-1}</i>	-0.041 ***	-0.074 ***	0.178 ***	1	—	—	—	—	—	—
<i>Lev_{t-1}</i>	-0.045 ***	-0.063 ***	0.089 ***	0.503 ***	1	—	—	—	—	—
<i>ROA_{t-1}</i>	0.066 ***	0.058 ***	-0.039 ***	0.024 ***	-0.306 ***	1	—	—	—	—
<i>MB_{t-1}</i>	0.067 ***	0.055 ***	0.043 ***	-0.217 ***	0.146 ***	-0.008	1	—	—	—
<i>OTurnover_{t-1}</i>	-0.065 ***	-0.076 ***	0.095 ***	0.159 ***	0.104 ***	-0.116 ***	0.151 ***	1	—	—
<i>SIGMA_{t-1}</i>	-0.026 ***	-0.034 ***	-0.039 ***	-0.173 ***	-0.032 ***	-0.081 ***	0.306 ***	0.268 ***	1	—
<i>RET_{t-1}</i>	0.042 ***	0.029 ***	-0.027 ***	-0.042 ***	-0.005	0.123 ***	0.368 ***	0.388 ***	0.566 ***	1

(二)主要回归结果

表4列示了前文假设回归结果。结果表明,无论是用*NCSKEW*还是*DUVOL*来衡量股价崩盘风险,国有股东是否参股(*Gov_{t-1}*)与股价崩盘风险的关系都显著为负,这说明国有股东参股民营企业后会显著降低其股价崩盘风险,验证了假设的成立。具体来说,在控制其他变量不变的情况下,有国有股东参股的民营企业其股价崩盘风险的要比没有参股的低0.062和0.033,即下降了24.31%和19.88%(*NCSKEW*和*DUVOL*的系数分别除以各自的均值)。在控制变量方面,跟之前的文献研究一样,公司规模(*Size_{t-1}*)与股价崩盘风险的系数显著为正,说明公司规模越大,面临的股价崩盘风险就越大。此外,市值账面比(*MB_{t-1}*)的系数也显著为正,说明市值账面比越高,公司面临的股价崩盘风险就越高。

表4 国有股东是否参股与股价崩盘风险

<i>VARIABLES</i>	股价崩盘风险			
	<i>NCSKEW</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>	<i>DUVOL</i>
<i>Gov_{t-1}</i>	-0.071 *** (-5.139)	-0.062 *** (-4.495)	-0.043 *** (-4.697)	-0.033 *** (-3.556)
<i>Size_{t-1}</i>	—	0.018 * (1.959)	—	-0.008 (-1.255)
<i>Lev_{t-1}</i>	—	-0.146 *** (-3.090)	—	-0.085 *** (-2.715)
<i>ROA_{t-1}</i>	—	0.099 (0.804)	—	0.027 (0.331)
<i>MB_{t-1}</i>	—	18.082 *** (5.623)	—	8.191 *** (3.794)
<i>OTurnover_{t-1}</i>	—	-0.001 *** (-4.961)	—	-0.000 *** (-4.826)
<i>SIGMA_{t-1}</i>	—	-0.796 * (-1.867)	—	-0.856 *** (-3.016)
<i>RET_{t-1}</i>	—	11.832 *** (11.004)	—	7.782 *** (10.729)
<i>Constant</i>	-0.073 (-0.703)	-0.542 ** (-2.427)	-0.010 (-0.128)	0.123 (0.817)
行业	控制	控制	控制	控制
时间	控制	控制	控制	控制
<i>Observations</i>	12 621	12 621	12 621	12 621
<i>Adjusted R²</i>	0.038	0.055	0.046	0.061

三、国有参股影响民营企业股价崩盘风险的机制分析

(一) 盈余管理程度与股价崩盘风险

前文已经证明国有股东参股可以显著降低民营企业的股价崩盘风险,但是这种作用是通过什么路径发挥的作用仍然有待于考证。根据前文的理论分析,民营企业的控股股东有很强的盈余管理动机,所以公司出现负面消息时,民营股东为了更好地获取私人收益,会选择隐瞒这些负面信息。然而当这些积攒的“坏消息”达到一定的临界点时,会集中释放到市场中,造成公司股价暴跌并对市场带来巨大冲击。对于那些有国有股东参股的民营企业来说,国有股东本身具有很强的避险动机,国有股东为避免风险会要求民营企业对公司的会计信息进行披露。因此,在面对利益问题时,国有股东更偏向于监督民营股东,防止民营股东隐瞒不利于公司价值的坏消息,进而降低了企业的盈余管理程度,其会计信息透明度也相应的得到了提升。因为国有股东的监督作用使隐瞒坏消息的成本加大,此时公司更可能公布这些坏消息。这种方式提高了会计信息的透明度,从而降低了公司的股价崩盘风险。所以本文计划从提高会计信息透明度的角度进行路径检验。

本文借鉴了 Dechow 等^[29]、Dechow 等^[30]的方法,用修正 Jones 模型和 DD 模型来衡量公司的盈余管理程度,并分别用 DA 和 DD 来表示。其计算方法如下。

修正 Jones 模型为:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$NDA_{i,t} = \hat{\beta}_0 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \hat{\beta}_1 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (6)$$

$$DA_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - NDA_{i,t} \quad (7)$$

式中,TA 为总应计利润 = 营业利润 - 经营活动现金流净额;NDA 为非操纵性应计利润;DA 为操纵性应计利润,绝对值越大,盈余管理空间越大,会计信息质量越低; ΔREV 为营业收入变动额;

ΔREC 为应收账款变动额;PPE 为固定资产净额; $A_{i,t-1}$ 为消除规模效应,用 $t-1$ 期期末总资产。

对式(5)进行分行业分年度回归,得到回归系数,将回归系数带入式(6)得到 NDA,再将 NDA 带入式(7),得到修正的可操控应计利润 DA。

DD 模型为:

$$\frac{WCA_{i,t}}{A_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{CFO_{i,t-1}}{A_{i,t}} + \beta_2 \frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t}} + \beta_3 \frac{CFO_{i,t+1}}{A_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

式中,WCA 表示营运资金变动额,等于上一期与当期的 Δ 应收账款 + Δ 存货 - Δ 应付账款 - Δ 应付税款 + Δ 其他流动资产;CFO 表示经营活动现金流净额; $A_{i,t-1}$ 表示消除规模效应,用 $t-1$ 期期末总资产; $\varepsilon_{i,t}$ 表示回归残差,残差绝对值越大,盈余管理程度越大,会计信息透明度越低。

同时,参照江艇^[31]的中介效应的检验方法进行机制检验,并根据陈德球等^[32]的研究,控制了可能影响企业盈余管理程度的公司特征变量,并滞后一期:公司规模($Size_{i,t-1}$);负债率($Lev_{i,t-1}$);市值账面比($MB_{i,t-1}$);盈利能力($ROA_{i,t-1}$);第一大股东持股比($LargestHolderRate_{i,t-1}$);成长性($Growth_{i,t-1}$),销售收入增长率,等于(本年的销售收入 - 上一年的销售收入)/本年销售收入。国有股东参股与会计信息透明度的回归结果如表 5 所示。第(1)列是采用修正 Jones 模型来衡量盈余管理程度的回归结果,第(2)列是采用 DD 模型来衡量盈余管理程度的回归结果。表 5 的回归结果表明,国有股东参股($Gov_{i,t-1}$)与 DA 和 DD 的回归系数均显著为负,这说明国有股东参股民营企业后降低了企业盈余管理的程度,提高了会计信息透明度。这也进一步验证了本文的路径检验,说明国有股东参股确实是通过提高了会计信息透明度进而降低了民营企业的股价崩盘风险。

(二) 风险承担水平与股价崩盘风险

根据前文的理论分析,国有股东因更加关注自己的政治晋升,所以有较强的风险规避倾向。为了规避企业高风险承担水平给企业带来的经营风险,国有股东通过参与公司治理,监督民营企业的投资行为,降低其因为经营风险过高导致股价

表 5 国有股东是否参股与盈余管理程度、风险承担水平

变量	盈余管理程度		风险承担水平	
	DA	DD	RiskT1	RiskT2
Gov_{t-1}	-0.003 ** (-2.007)	-0.004 ** (-2.110)	-0.003 *** (-2.840)	-0.006 *** (-2.777)
$Size_{t-1}$	-0.005 *** (-5.729)	-0.014 *** (-10.584)	0.000 (0.373)	0.000 (0.361)
Lev_{t-1}	0.017 *** (3.096)	0.034 *** (4.345)	-0.014 *** (-3.151)	-0.026 *** (-3.145)
MB_{t-1}	3.205 *** (7.204)	6.440 *** (9.159)	3.205 *** (9.720)	5.984 *** (9.831)
ROA_{t-1}	-0.027 (-1.553)	0.115 *** (5.322)	-0.238 *** (-14.534)	-0.442 *** (-14.448)
$LargestHolderRate_{t-1}$	0.000 (0.197)	0.000 *** (2.896)	-0.000 *** (-5.049)	-0.000 *** (-5.043)
$Growth_{t-1}$	-0.001 (-0.387)	0.002 (0.361)	-0.009 *** (-3.136)	-0.018 *** (-3.229)
Constant	0.191 *** (8.267)	0.400 *** (12.648)	0.050 *** (3.119)	0.096 *** (3.217)
行业	控制	控制	控制	控制
时间	控制	控制	控制	控制
Observations	12 407	12 407	12 407	12 407 ^②
Adjusted R ²	0.073	0.102	0.166	0.167

崩盘事件的发生概率,因此本文将检验国有股东是否会通过降低民营企业的风险承担水平进而抑制了股价崩盘风险。借鉴余明桂等^[15]的研究,本文以3年作为一个观测时段($t-1$ 到 $t+1$ 年),分别滚动计算经过行业调整后的ROA的标准差(RiskT1)与极差(RiskT2,等于经过行业调整后的ROA的最大值减去最小值),并以此作为衡量企业风险承担水平的指标。其中,ROA等于息税前利润(EBIT)除以当年期末总资产(ASSET)。风险承担水平的计算公式如下所示:

$$RiskT1 = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N (ADJ_ROA - \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N ADJ_ROA)^2} \quad (9)$$

$$RiskT2 = \max(ADJ_ROA) - \min(ADJ_ROA), \quad N=3, \quad (10)$$

式中: $ADJ_ROA = \frac{EBIT}{ASSET} - \frac{1}{X} \sum_{k=1}^X \frac{EBIT}{ASSET}$, X 表示某行业的企业总数量, K 表示行业内第 K 家企业。

参考余明桂等^[15]的研究,本文控制了可能

会影响企业风险承担水平的公司特征变量并作了滞后一期的处理:公司规模($Size_{t-1}$);负债率(Lev_{t-1});市值账面比(MB_{t-1});第一大股东持股比($LargestHolderRate_{t-1}$);盈利能力(ROA_{t-1});成长性($Growth_{t-1}$),销售收入增长率,等于(本年的销售收入-上一年的销售收入)/本年销售收入。并参照江艇^[31]的中介效应的检验方法进行机制检验。实证回归结果如表5的第(3)列、第(4)列所示,回归结果表明,国有股东的参股行为(Gov_{t-1})与RiskT1、RiskT2的系数在1%的水平上显著为负,这说明国有股东参股民营企业后降低了企业风险承担水平。这也验证了本文另一条路径的成立,说明国有股东参股是通过降低了民营企业的风险承担水平,进而降低了民营企业的股价崩盘风险。

六、拓展性检验

本文进一步考察了国有股东参股的程度对民营企业股价崩盘风险的影响。从股权结构来看,国有股东的股权提高可能意味着民营股权被稀释,通过在不同股权之间形成竞争关系,可以减少出现决策失误、内部人控制等问题的出现。股权的增加不仅有助于实现国有股东的利益,还能让股东在股东大会上有“一席之地”,参与重大事项的决策。首先,持股比例的提高增加了国有股东在民营企业中的利益,这会激励国有股东积极地参与到公司治理之中,改善公司治理环境,提高收益。其次,持股比例的增加有助于提高国有股东的决策影响力,从而使国有股东越来越有权利与民营股东抗衡,同时也有利于更加充分地发挥治理作用,维护自身的利益。除了股权比例,股东委派董事、监事或者高管参与公司的决策制定、监督与运营方面更能发挥实质性的治理作用^[12]。国有股东委派董事参与公司治理,便于股东充分了解企业经营信息,为其日常生产经营更好地出谋划策。因此,本文利用 Gov_shares_{t-1} (国有股东的持股比例)和 Djg_shares_{t-1} (国有股东委派“董监高”的比例=国有股东委派董事、监事和高管的人数/

② 样本数量跟表4不一致的原因是因为本文对报表进行了重新合并(以盈余管理程度和风险承担水平为Y变量)。

董事会、监事会和高管的总人数)进行了拓展性检验,检验国有股东的参与程度对民营企业股价崩盘风险的影响。回归结果如表 6 所示。实证结果显示,国有股东的持股比例和国有股东委派“董监高”的比例均可以显著抑制民营企业的股价崩盘风险,且委派“董监高”的比例每增加 1%,股价崩盘风险就会下降 0.325 或者 0.215。由此可见,除了提高参股比例,委派董事、监事或者高管参与公司治理也是国有股东更好地发挥异质性股东的治理作用的重要方式。

表 6 国有股东参与程度与股价崩盘风险

变量	股价崩盘风险			
	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW	DUVOL
Gov_shares_{t-1}	-0.004 *** (-2.894)	-0.002 * (-1.917)	—	—
Djg_shares_{t-1}	—	—	-0.325 * (-1.744)	-0.215 * (-1.679)
$Size_{t-1}$	0.014 (1.590)	-0.009 (-1.590)	0.013 (1.446)	-0.010 * (-1.688)
Lev_{t-1}	-0.140 *** (-2.961)	-0.081 *** (-2.607)	-0.139 *** (-2.944)	-0.081 *** (-2.588)
ROA_{t-1}	0.112 (0.913)	0.034 (0.420)	0.119 (0.970)	0.036 (0.453)
MB_{t-1}	17.460 *** (5.443)	7.802 *** (3.638)	17.266 *** (5.381)	7.750 *** (3.615)
$OTurnover_{t-1}$	-0.001 *** (-5.331)	-0.000 *** (-5.109)	-0.001 *** (-5.343)	-0.000 *** (-5.113)
$SIGMA_{t-1}$	-0.717 * (-1.682)	-0.815 *** (-2.879)	-0.697 (-1.636)	-0.807 *** (-2.851)
RET_{t-1}	11.951 *** (11.114)	7.819 *** (10.816)	11.955 *** (11.115)	7.817 *** (10.813)
Constant	-0.506 ** (-2.265)	0.145 (0.961)	-0.482 ** (-2.156)	0.158 (1.047)
行业	控制	控制	控制	控制
时间	控制	控制	控制	控制
Observations	12 621	12 621	12 620	12 620
Adjusted R ²	0.054	0.061	0.053	0.061

本文进一步进行如下稳健性检验。

(1)PSM 检验。前文的理论分析和实证结果已经表明,国有股东参股行为显著的抑制了民营企业的股价崩盘风险。但上述分析中可能存在较强的内生性问题。如国有股东可能更愿意参股那些发展前景比较好的民营企业。比如国有股东可能会选择盈利能力高、公司规模大或者本身会计信息透明度就很高的公司参股。在这种情况下所观察到国有股东显著抑制民营企业股价崩盘风险

的效应可能并不是由国有参股这一行为带来的,而是公司本身的治理水平高,信息透明度高导致的。考虑到样本自选择问题,本文用 PSM(倾向得分匹配)的方法来控制内生性问题。本文根据企业规模、市值账面比、资产负债率、盈利能力、月超额换手率、周收益率的标准差、公司特有收益来对公司进行 1:1 的匹配,并针对匹配后的样本再次进行实证分析,回归结果如表 7 所示。

表 7 第 2 列、第 4 列可见,国有股东的参股行为(Gov_{t-1})与 NCSKEW、DUVOL 之间显著负相关。这说明,在对有国有股东参股的民营企业按照公司特征进行匹配后,假设依旧成立。当用 NCSKEW 来衡量股价崩盘风险时, $Size_{t-1}$ 的系数为显著为正,这也与前文的结论一致,规模越大的公司,所面临的股价崩盘的风险就越大。

(2)替换变量的衡量方式。①会计信息透明度:在消除了样本自选择问题所带来的误差后,本文还计划在其他方面进行稳健性检验。因此在稳健性检验中,本文借鉴 Ball 等^[33]和陆建桥^[34]的方法分别用非线性模型和拓展的 Jones 模型估计的盈余管理程度进行检验,并分别用 FDA 和 LDA 表示。回归结果如表 8 第 1 列、第 2 列所示。结果表明,国有股东是否参股(Gov_{t-1})与 FDA、LDA 的系数在 5% 的水平上显著为负。这说明本文的结果是稳健的,即国有股东确实是通过改善了民营企业的会计信息透明度发挥的作用。②风险承担水平。本文借鉴余明桂等^[15]的研究,采用 5 年为一个观测时段($t-2$ 到 $t+2$),重新衡量企业的风险承担水平。 $RiskT1$ 和 $RiskT2$ 分别表示为滚动计算经过行业调整后的 ROA 的标准差与极差。回归结果如表 8 第 3 列、第 4 列所示,实证结果依旧验证了前文路径检验的成立,即国有股东降低了民营企业的风险承担水平。

(3)剔除 2015—2016 年的数据。借鉴陶晓炜^[35]的研究,本文删除了 2015—2016 年的股价崩盘数据。其原因是 2015 年发生了数千支股票爆炸式跌停的事件,而且这场股灾不仅会影响当年(2015 年),2016 年也会受余波较大的影响。所以

表 7 国有股东参股与股价崩盘风险

变量	股价崩盘风险			
	NCSKEW	NCSKEW	DUVOL	DUVOL
Gov_{t-1}	-0.072 *** (-3.658)	-0.068 *** (-3.481)	-0.041 *** (-3.220)	-0.038 *** (-2.985)
$Size_{t-1}$	—	0.033 *** (2.578)	—	0.004 (0.466)
Lev_{t-1}	—	-0.145 ** (-2.070)	—	-0.072 (-1.600)
ROA_{t-1}	—	0.229 (1.280)	—	0.123 (1.110)
MB_{t-1}	—	25.618 *** (4.925)	—	12.523 *** (3.764)
$OTurnover_{t-1}$	—	-0.001 *** (-3.680)	—	-0.001 *** (-3.775)
$SIGMA_{t-1}$	—	0.741 (1.096)	—	0.010 (0.022)
RET_{t-1}	—	12.744 *** (7.328)	—	8.871 *** (7.774)
Constant	-0.085 (-0.760)	-1.056 *** (-3.408)	-0.023 (-0.265)	-0.237 (-1.133)
行业	控制	控制	控制	控制
时间	控制	控制	控制	控制
Observations	5 783	5 783	5 783	5 783
Adjusted R ²	0.042	0.063	0.050	0.069

表 8 国有股东参股与会计信息质量、风险承担水平

变量	盈余质量		风险承担	
	FDA	LDA	Risk1	Risk2
Gov_{t-1}	-0.002 ** (-2.082)	-0.003 ** (-2.263)	-0.004 *** (-3.786)	-0.008 *** (-3.507)
$Size_{t-1}$	-0.002 *** (-2.636)	-0.004 *** (-5.328)	-0.001 ** (-2.200)	-0.003 ** (-2.285)
Lev_{t-1}	0.004 (1.214)	0.020 *** (4.419)	-0.001 (-0.250)	-0.003 (-0.375)
MB_{t-1}	2.391 *** (8.160)	2.304 *** (6.942)	1.763 *** (7.238)	4.224 *** (7.341)
ROA_{t-1}	0.023 * (1.873)	-0.008 (-0.548)	-0.090 *** (-7.453)	-0.218 *** (-7.559)
$LargestHolderRate_{t-1}$	-0.000 ** (-2.351)	-0.000 (-0.468)	-0.000 *** (-6.514)	-0.000 *** (-6.332)
$SaleGrowth_{t-1}$	-0.004 * (-1.712)	-0.001 (-0.244)	-0.002 (-0.959)	-0.005 (-0.926)
Constant	0.078 *** (5.244)	0.127 *** (6.923)	0.084 *** (5.987)	0.201 *** (6.168)
行业	控制	控制	控制	控制
时间	控制	控制	控制	控制
Observations	11 936	11 936	8 543	8 543 ^③
Adjusted R ²	0.059	0.051	0.157	0.159

本文剔除了 2015—2016 年的公司样本,来检验结论的稳健性,结果如表 9 所示。国有股东是否参股 (Gov_{t-1})与股价崩盘风险的系数依旧很显著,分别为 -0.076 和 -0.041。而且与前文的 -0.062 和 -0.033 相比,差距并不是很大。这证明本文结论的稳健性,即国有参股民营企业会显著抑制其股价崩盘风险。

表 9 国有股东参股与股价崩盘风险

变量	股价崩盘风险			
	NCSKEW	NCSKEW	DUVOL	DUVOL
Gov_{t-1}	-0.076 *** (-4.927)	-0.076 *** (-4.913)	-0.045 *** (-4.524)	-0.041 *** (-4.049)
$Size_{t-1}$	—	0.031 *** (3.129)	—	0.001 (0.120)
Lev_{t-1}	—	-0.186 *** (-3.521)	—	-0.101 *** (-2.917)
ROA_{t-1}	—	0.038 (0.281)	—	0.001 (0.015)
MB_{t-1}	—	26.579 *** (6.368)	—	12.350 *** (4.425)
$OTurnover_{t-1}$	—	-0.001 *** (-4.670)	—	-0.000 *** (-4.524)
$SIGMA_{t-1}$	—	-0.380 (-0.762)	—	-0.739 ** (-2.245)
RET_{t-1}	—	12.080 *** (9.513)	—	7.958 *** (9.352)
Constant	-0.065 (-0.622)	-0.868 *** (-3.533)	-0.021 (-0.281)	-0.081 (-0.496)
行业	控制	控制	控制	控制
时间	控制	控制	控制	控制
Observations	10 326	10 326	10 326	10 326
Adjusted R ²	0.038	0.056	0.047	0.061

七、结论

研究发现,相对于没有国有股东参股的民营企业,有国有股东参股的民营企业的股价崩盘风险更低。进一步研究发现,国有股东的持股比例和委派“董监高”的比例越高,民营企业的股价崩盘风险越低,且国有股东委派“董监高”的比例对股价崩盘风险的抑制程度明显大于国有股东单纯持股发挥的作用。这说明国有资本若想在民营企业中充分发挥治理作用,还需要加大委派董事、监事或者高管的力度。这样才可以更好地发挥国有资本的监督和治理作用,降低企业发生崩盘事件的可能性,引导资源流向市场内更高效的企业中,达到稳定资本市场,提高资本配置效率的目的。本文还探索并检验了国有股东抑制民营企业的股价崩盘风险的路径,实证结果表明国有股东是通过提高会计信息透明度和抑制风险承担水平这两条路径发挥的作用。在控制了所有本文认为可能影响国有股东参股的因素并对样本进行了匹配后,结果仍然稳健。

本文的结论对于进一步完善混合所有制改革,尤其是民营企业逆向混改方面的研究有一定的参考价值。具体地,在推进并鼓励国有资本参股民营企业时,不能仅仅停留在引入国有资本这

③ 因为风险承担水平用的是 $t-2$ 到 $t+2$ 年的数据,所以样本量与路径检验中的样本量相比有所减少。

一层面,还需要国有股东在实质上有参与公司治理的权利,比如委派董事、监事和高管的权利,以保证国有股东在公司的决策制定、经营管理方面有一定的影响力。这说明,只有在既保证话语权又保证监督权的情况下,混合所有制改革才可以发挥积极的作用。

参考文献:

- [1] 罗宏, 秦际栋. 国有股权参股对家族企业创新投入的影响[J]. 中国工业经济, 2019(7):174-192.
- [2] 何德旭, 曾敏, 张硕楠. 国有资本参股如何影响民营企业:基于债务融资视角的研究[J]. 管理世界, 2022, 38(11):189-207.
- [3] 郝阳, 龚六堂. 国有、民营混合参股与公司绩效改进[J]. 经济研究, 2017(3):124-137.
- [4] 赵晓阳, 衣长军. 国资介入能否抑制实体企业的脱实向虚:兼论亲清政商关系的调节作用[J]. 经济管理, 2021, 43(7):61-74.
- [5] 翟淑萍, 范润, 缪晴. “逆向混改”与民营企业税收规避[J]. 外国经济与管理, 2022:1-17.
- [6] 董艳, 刘佩忠. 国有注资对民营企业绩效的影响:基于中国工业企业的研究[J]. 经济学(季刊), 2021, 21(6):1925-1948.
- [7] 李文贵, 邵毅平. 产业政策与民营企业国有化[J]. 金融研究, 2016(9):177-192.
- [8] 周中胜, 陈汉文. 会计信息透明度与资源配置效率[J]. 会计研究, 2008(12):7.
- [9] 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):53-65, 195.
- [10] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究, 2005(2):92-101.
- [11] 张伟华, 高冰莹, 刘金钊. 混合所有制改革对国有企业冗余雇员的影响[J]. 中国软科学, 2021(2):98-110.
- [12] 蔡贵龙, 柳建华, 马新啸. 非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J]. 管理世界, 2018(5):137-149.
- [13] 宋增基, 冯莉茗, 谭兴民. 国有股权、民营企业家参政与企业融资便利性:来自中国民营控股上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2014(12):137-151.
- [14] 钟凯, 程小可, 张伟华. 货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜[J]. 管理世界, 2016(3):87-98, 114, 188.
- [15] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. 经济研究, 2013(9):112-124.
- [16] 罗党论, 甄丽明. 民营控制、政治关系与企业融资约束:基于中国民营上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2008(12):15.
- [17] 张金昌, 范瑞真. 资金链断裂成因的理论分析和实证检验[J]. 中国工业经济, 2012(3):13.
- [18] 谢德仁, 郑登津, 崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗:基于股价崩盘风险视角的研究[J]. 管理世界, 2016(5):128-140, 188.
- [19] KIM J B, ZHANG L. Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-Level evidence [J]. Contemporary accounting research, 2016, 33(1):412-441.
- [20] 江轩宇, 许年行. 企业过度投资与股价崩盘风险[J]. 金融研究, 2015(8):141-157.
- [21] 国家发展改革委体改司, 国家发展改革委. 国企混改面对面:发展混合所有制经济政策解读[M]. 北京:人民出版社, 2015.
- [22] 许年行, 江轩宇, 伊志宏. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. 经济研究, 2012(7):127-140.
- [23] 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[J]. 管理世界, 2013(7):37-49.
- [24] KIM J B, LI Y, ZHANG L. CFOs versus CEOs: equity incentives and crashes [J]. Journal of financial economics, 2011, 101(3):713-730.
- [25] 程承坪, 陈志. 非国有资本能否促进国有企业技术创新研究[J]. 中国软科学, 2021(2):125-132.
- [26] JIANG G, LEE C, YUE H. Tunneling through intercorporate loans: the China experience [J]. Journal of financial economics, 2010, 98(1):1-20.
- [27] 周春生, 赵端端. 中国民营企业的财务风险实证研究[J]. 中国软科学, 2006(4):130-135.
- [28] BASU N, PAEGLIS I, TOFFANIN M. Reading between the blocks [J]. Journal of corporate finance, 2017(45):294-317.
- [29] DECHOW P M, SLOAN R G, HUTTON A P. Detecting earnings management [J]. The accounting review, 1994, 70(2):193-225.
- [30] DECHOW, PATRICIA M, DICHEV, et al. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. [J]. Accounting review, 2002:33-59.
- [31] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(5):100-120.
- [32] 陈德球, 陈运森. 政策不确定性与上市公司盈余管理[J]. 经济研究, 2018(6):97-111.
- [33] BALL R, SHIVAKUMAR L. Earnings quality in U. K. private firms [J]. Journal of accounting and economics, 2005:83-128.
- [34] 陆建桥. 中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J]. 会计研究, 1999(9):25-35.
- [35] 陶晓炜. 内部控制质量、分析师预测与股价崩盘风险[D]. 重庆:重庆工商大学, 2020.

(本文责编:默 黎)