

退市监管与股价崩盘风险

林 乐, 郑登津

[摘要] 本文从公司股价崩盘风险这一视角来探讨退市监管的治理作用,以2012年深圳证券交易所和上海证券交易所推出的较之前更为严格的“退市新规”作为准自然实验,选取2010—2013年A股上市公司为样本,采用双重差分方法控制内生性问题,研究发现:与退市新规实施之前相比,受退市新规影响的上市公司在退市新规之后其股价崩盘风险更低,表明退市监管能够降低股价崩盘风险。本文还发现,退市监管降低上市公司股价崩盘风险,主要是通过业绩提升而非信息披露操纵和盈余管理发挥作用。进一步研究发现,更低的企业代理成本、更好的信息透明度,以及更好的外部治理监督有助于更好地发挥退市监管降低股价崩盘风险的作用,最终有利于提高市场定价效率和企业价值。以上研究结果表明,更加严格的退市监管对提高上市公司的信息透明度、维持资本市场的良好运作有着重要的积极作用。

[关键词] 退市监管; 股价崩盘风险; 盈余管理; 双重差分方法

[中图分类号]F832 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2016)12-0058-17

一、引言

2015年中国股市经历了暴涨之后的暴跌,千股跌停的现象一再重演,股价崩盘风险已然成为资本市场各参与主体关注的对象。尤其是对于资本市场的监管机构来说,股价崩盘风险及其传染效应产生的后果,与其为稳定资本市场和保护投资者利益所做的努力有着非常直接的关联关系。那么,监管机构对上市公司采取的监管制度,如退市监管,会直接影响公司的信息披露实践,其是否对上市公司股价崩盘风险产生影响,以及通过何种影响渠道达到效果,这是本文待检验的问题。已有文献主要从上市公司自身及其内部人^[1-9]及市场上的利益相关者(如机构投资者、分析师)等方面^[10-17]研究其对上市公司股价崩盘风险的影响,较少文献^[18]从上市公司所处的宏观制度环境角度来验证其对公司股价崩盘风险的影响。而从退市监管的相关文献看,以往对退市制度的研究大多集中于分析影响上市公司撤销特别处理的相关因素^[19-28],包括应计盈余管理和相关利益者的利益输送等,但有关退市制度的变迁对资本市场及其上市公司信息环境等的治理作用的研究较为少见,本文则在这方面增加新的经验证据。

与以往的退市制度相比,2012年出台的退市制度要求更加严格,表现为:财务指标增多且更加

[收稿日期] 2016-06-21

[基金项目] 国家自然科学基金青年项目“基于文本分析的管理层语调研究:信息含量及其经济后果”(批准号71502116)。

[作者简介] 林乐(1982—),女,浙江温州人,首都经济贸易大学会计学院讲师,管理学博士;郑登津(1990—),男,福建三明人,清华大学经济管理学院博士研究生。通讯作者:林乐,电子邮箱:linle@cueb.edu.cn。

严格;加入市场指标和其他非财务指标,使得退市指标多元化;三大板块的退市规则统一化;取消创业板退市警示阶段等。因此,本文借助2012年出台的更为严格的“退市新规”这一准自然实验,利用2010—2013年A股上市公司的数据,研究退市制度对股价崩盘风险的影响及其作用机理。研究发现:与退市新规实施之前相比,在退市新规之后,受退市规则影响的上市公司股价崩盘风险显著更低。退市新规带来的股价崩盘风险的降低主要是通过业绩的提升而不是通过应计盈余管理、信息披露操纵等方式来实现的。进一步的研究还发现,更低的企业代理成本、更好的信息透明度,以及外部的治理监管(如审计师)有助于增强退市监管降低股价崩盘风险的影响,最终提高市场定价效率和企业价值。以上研究结果表明,新的退市监管制度在信息披露和财务经营指标上要求更为严格,加之各种退市指标的相互作用挤压了上市公司机会主义行为的空间,促使受影响的上市公司不是一味地隐藏或积累负面消息,而是需要不时地释放负面信息,这对市场的良好运作有一定的积极作用,产生了正面的监管效果。

二、理论构建

1. 制度背景

上市公司退市制度是证券资本市场的一项基础性制度。一个完善的上市公司退市制度,对于促进证券资本市场实现资源优化配置、提高上市公司经营效率、完善上市公司治理结构、培养成熟理性的投资者有着重要意义^[29]。中国的退市制度从1998年以来逐步形成了对财务状况和经营业绩异常的上市公司进行退市风险警示处理(*ST)、暂停上市(SL)和终止上市(TL)三个阶段,这种安排给予陷入退市风险的上市公司一定的缓冲期,使其不至于突然“死亡”。2012年4月20日,深圳证券交易所发布实施《关于完善创业板退市制度的方案》及《深圳证券交易所创业板股票上市规则》。2012年4月29日和6月28日,上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案》和《关于改进和完善深圳证券交易所主板、中小企业板上市公司退市制度的方案》,并修订相应的《股票上市规则》。以上的改革变动通常被称为2012年的“退市新规”。这一次退市制度的改革加入了更多的市场化指标,使得退市标准更加多元化,进一步趋同于发达国家证券市场的做法。本文就是以此次退市新规这一制度变迁作为准自然实验,来研究退市监管对上市公司股价崩盘风险的影响。

表1列出了2012年退市新规中关于具体三个板块的退市条件的前后变动情况。整体来说,2012年的退市新规中有关上市公司退市三个阶段的条件比以往更加严格,对创业板上市公司取消“退市风险警示(*ST)”这一过渡阶段,只要触及条件,直接进入“暂停上市”阶段;同时,对三个板块退市条件的规定统一口径,这反映在对主板上市公司增加8个条件(表1中的第2—9行),其退市标准变动程度最大。此外,新增了市场交易指标以及遭受交易所公开谴责等非财务指标,将退市指标多元化,在一定程度上反映了监管机构的态度是坚决的。

需要指出的是,尽管这次的退市新规设置了多元的退市指标,但截至目前尚未出现因市场指标而退市的案例,因此,市场退市指标的作用有待未来进一步的时间检验,但市场退市指标的存在支持本文的论断,这是因为,对于本文待检验的退市监管对上市公司股价崩盘风险的影响来说,市场退市指标(交易量、股价或股东人数等)是绝对数、时点性的状态指标,而股价崩盘风险反映的是动态、变化、时段性的衡量指标,更能从市场表现反映出其是否存在负面信息的累积市场效果。一旦崩盘,流动性急速下降,交易量就会成问题,被监管的可能性也因此增加,可见,市场退市指标的引入使得上市公司更有动机去防止自身的股价崩盘。另外,表1也反映出,从目前中国资本市场所处的

表 1 2012 年“退市新规”中的条件变动情况

序号	退市标准	主板	中小板	创业板	分阶段要求		
					*ST	SL	TL
(1)	连续亏损	不变	不变	取消 *ST 阶段	2	3	4
(2)	净资产为负	新增	变动: 追溯重述算 在内	取消 *ST 阶段, SL、TL 均缩短一年	1	2	3
(3)	营业收入低于 1000 万元	新增	新增	取消 *ST 阶段	1	2	3
(4)	审计意见为否定或无法表示	新增	基本不变, TL 阶段 延长半年	不变	1	2	3
(5)	财务退市指标触及退市情形未 在法定期限内披露年报	新增	新增				√
(6)	连续 120 个交易日股票累计成 交量 A 股低于 M1 万股、B 股低 于 M2 万股	新增: M1=500 M2=100	M1=300, 变动: 首次 触及直接终止上市	M1=100, 变动: 首次触 及直接终止上市			√
(7)	连续 20 个交易日每日收盘价均 低于每股面值	新增	变动, 改成: 首次触 及直接终止上市	新增			√
(8)	未在规定期限内补充恢复上市 申请材料	新增	新增				√
(9)	财务退市指标不具备申请恢复 上市的条件	新增	新增				√
(10)	36 个月内累计受到交易所公开 谴责三次			新增			√

注: *ST 表示退市风险警示, SL 表示暂停上市, TL 表示退市; 数字代表年限要求, √ 表示后果直接出现在该阶段。

资料来源: 作者整理。

发展阶段看, 其监管理念重心依然放在绩效型的财务指标上, 这正是本文采用退市财务指标作为检验退市监管有效性的缘故。

2. 研究假说的提出

Jin and Myers^[1]从理论层面对股价崩盘风险的形成机理作了解释: 管理层基于个人机会主义动机不愿及时披露公司负面信息, 长此以往, 负面信息不断累积。而公司对负面信息的承载能力有限, 一旦超过某个阈值, 负面信息会在短期内集中释放到市场上, 从而引起股价暴跌。上市公司除自身外, 其信息披露实践受到市场上利益相关者(如机构投资者)、信息中介(如分析师)、其他公司披露政策以及监管机构的监管措施等的影响, 这些因素相互作用形成上市公司的信息披露环境, 进而决定上市公司的崩盘风险大小。在 Jin and Myers^[1]的理论框架下, 现有文献主要从企业内部因素和企业外部因素两个方面对股价崩盘风险的影响进行研究^[2-17], 而外部因素一般通过影响路径来实现, 比如公司业绩、会计信息质量等路径。那么, 作为上市公司所处的外部宏观制度环境, 退市监管是否成为上市公司股价崩盘风险的重要影响因素呢?

较多文献(如许年行等^[12])均一致指出, 相比于西方发达国家, 中国股市较为不成熟和不稳定, 信息透明度低, 股价崩盘风险更高; 同时还指出, 中国存在一些制度性缺陷, 同样导致股价崩盘风险比西方成熟市场要高。可见, 退市制度等一系列为资本市场安排的制度都有可能对股价崩盘风险产

生影响。此外,防止上市公司个体的股价崩盘风险以及具有传染效应的导致市场系统性股价崩盘风险过高,是监管机构为稳定市场和加强投资者保护而努力的目标。退市监管通过强制那些特别差的公司退出市场,从而清理市场的不利因素,达到控制崩盘风险的目的。但通常来说,由于强制退市的监管条件具有低门槛触及式的特征,导致常规下无法观测到其治理作用,尤其是这种监管条件对于大部分企业来说并不真正使它们进入到被强制退市的管辖范围,因而无法加以衡量和检验。制度变迁使得这种门槛有所跳跃,对受前后制度变化影响的这部分企业会产生实质影响,因此,借助于这种制度变迁的准自然实验,可以检验退市监管的治理作用。那么,退市监管是如何作用于上市公司股价崩盘风险的呢?

首先,从退市制度和监管机构的角度来讲,退市监管制度的推出和执行,是为了清除造成市场资源配置效率低下、紊乱市场秩序的不利因素,通过对濒临死亡企业的清理,释放掉这类企业的过多负面消息,清理干净这类有毒信息,能够使市场信息环境往良好的方向发展,提高市场的信息透明度,进而提高公司隐藏负面信息的成本。面对股市一级市场普遍存在的资金超募的投机风气,退市制度的完善性改革有利于解决中国资本市场的三大痼疾:财务造假、“保壳”及创业板高估值。而且,总体看,退市新规的设计遵循了这样一条思维路径:①完善退市体系,包括规则和时间;②大力度提高“借壳”难度;③严肃会计规则、提高会计信息质量和信息披露质量。退市新规昭示中国资本市场进程的规范化和法制化程度的提高,这无疑有利于进一步提高市场的信息透明度,进而提高公司隐藏负面信息的成本。

其次,退市监管对上市公司来说是长期存在的强制性、严惩性的制度安排,触及退市监管条件会让上市公司面临一定的惩罚和损失,如对股票涨跌幅度的更严格的限制,会对上市公司的信息披露动机以及策略有直接的影响,主要体现在:业绩较差的上市公司更倾向于隐藏负面信息,如果无法及时改善业绩,企业为规避退市监管,只能不断加速隐藏并累积负面信息,使得其崩盘风险不断提高,直至触及退市监管,以退市结束其崩盘可能性。因此,退市监管直接对崩盘风险极高的这类公司“一刀两断”,用更加极端的方式(退市)降低上市公司的股价崩盘风险,同时降低了市场整体的股价崩盘风险。更严格的退市监管只会加速此类上市公司被退市的可能。而对于业绩较好的公司来说,退市监管的存在不会对其造成威胁,反而因为退市监管清除了不良公司、改善了市场环境而受益,降低其系统性风险。进一步来说,公司业绩可能时好时坏,在退市监管的约束下,上市公司与监管机构等相关市场参与者处于长期、重复、动态博弈之中;当公司业绩好时,在不触及退市条件的空间里可以适当地释放负面消息,以增加未来隐藏负面消息的储备空间,这样当业绩变差时会有一定的时限和空间用以缓解监管压力,做到负面信息披露的平衡。所以,退市监管对业绩好的公司能够起到平衡负面信息披露的作用,从而降低股价崩盘风险。此外,随着退市制度的不断完善,加入更多的市场、信息披露违法违规行等条件,只要触及其中一个退市条件就会进入强制退市程序,意味着退市监管正与其他监管制度综合,发挥越来越大的作用,对大部分上市公司的影响变得越来越重要。

总而言之,从退市的监管角度看,其治理作用是,更严格的退市监管给企业带来更大的压力,有助于企业从长期规避退市的角度调整信息披露策略,提高其信息披露透明度,从而降低股价崩盘风险。更严的监管制度会限制企业负面信息的隐藏空间以及隐藏时限,提高企业隐藏负面信息的成本,降低企业隐藏负面信息的可能性,体现为股价崩盘风险的降低。基于此,本文提出:

H1:在其他同等条件下,“退市新规”可以降低企业的股价崩盘风险。

进一步地,本文考察退市监管降低股价崩盘风险的具体影响渠道。本文认为,作为外部影响因素,宏观监管层面的退市制度之所以能够降低企业的股价崩盘风险,主要是通过业绩的提升这一渠

道来实现,其理论机制如下:①在财务指标导向的退市规则下,更严格的退市新规使得企业需要更高的业绩条件才不至于陷入退市危机。而对于陷入退市危机的企业,更严格的退市规则会抑制退市过渡阶段的负面效果,抑制企业通过盈余管理手段操控业绩的可能性,主要原因在于应计盈余管理会出现反转,而真实盈余管理从长期看会降低企业价值,均在一定程度上使得企业未来业绩变差。更严格的退市监管进一步限制了企业负面信息隐藏的空间和时限,对于业绩较好的公司来说,严格的退市新规提高了市场效率,对其利好;而业绩较差、陷入退市风险的公司,长期以来其业绩表现一直较差,更加严格的监管使得应计或真实盈余管理^[30]的成本加大,面临被追溯调整的概率变大。退市监管门槛的提高,减少了企业就退市标准进行操纵的空间,推动了企业信息透明度的提高。可见,在更严厉的监管条件下,提高业绩是必要的,但企业通过操纵信息或盈余管理等措施美化公司业绩,只能暂时规避退市,让企业“死”得更快更彻底。②退市新规实施之后,企业“摘帽”的要求更严格,面临的退市压力更大,会降低利益相关者之间(如大股东和小股东)的代理问题,从而有可能提升企业业绩。当退市监管变得更加严格时,意味着上市公司被淘汰的机率增加,股东的利益也将遭受巨大的损失,股东之间的利益趋于一致,这会使得公司经理人以及大股东致力于提高公司业绩,从而降低股价崩盘风险。此外,企业信息披露实践中透露出来的管理层对企业未来业绩的信心也可以被市场参与者所感知,有利于降低股价崩盘风险。史金艳等^[31]以2012年4月20日深圳证券交易所颁布的《创业板股票上市规则》为背景,研究发现,该规则颁布期间,绩效好的上市公司的累积超额收益明显高于绩效差的上市公司,这也支持了上述说法。

总之,在退市新规下,实施应计盈余管理和真实盈余管理之后,公司后续业绩普遍下滑,极有可能导致再次“戴帽”^[26,28],不能有效降低最终的退市风险。而且,退市新规中更加严格的标准降低了企业就退市标准进行操纵的空间,增加了盈余管理等暂时性手段的成本,降低了大股东与小股东、股东与管理层等之间的代理问题,增强了两者的利益一致性,促使企业通过提高业绩来降低退市风险。基于此,本文提出:

H2:在其他同等条件下,“退市新规”所引起的企业股价崩盘风险的降低主要是通过提高企业业绩来实现。

三、研究设计

1. 研究模型

本文借鉴 Ahern and Dittmar^[32]的方法,采取如下双重差分(DID)模型进行检验:

$$CrashRisk_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 + \beta_1 Post \times Affected_{i,t} + \delta^T X_{i,t} + u_{it} \quad (1)$$

其中, α_0 为公司层面的固定效应, α_1 表示年度固定效应^①。事件前后的时间虚拟变量的定义如下:由于新退市制度于2012年出台,本文设置新退市制度前后哑变量($Post$),选取前后对称的年份,并定义退市新规出台之前为0(2010年和2011年),退市新规出台之后为1(2012年和2013年)。实验组和控制组选取如下:如果一个公司在退市新规出台前一年(2011年)触及退市新规中的任一相关退市指标,则为实验组观测;否则为控制组观测。因此,本文的分组虚拟变量($Affected$)的定义为:如果上市公司*i*在2011年触及新退市规定的相关指标,则为1,否则为0。具体包括: $BreakNew_2011$,即2011年末公司触及任意一条新增的退市规定则为1(包括审计意见为拒绝表达意见或无法表达意见、净资产为负和营业收入小于1000万元),否则为0; $Break_2011$,即2011年末公司触及任意一

① 正因为控制了公司和年度固定效应,DID模型中的 $Post$ 哑变量和 $Affected$ 哑变量自然被忽略了。

条退市规定则为 1(包括净利润连续两年为负、审计意见为拒绝表示意见或无法表达意见、净资产为负和营业收入小于 1000 万元),否则为 0;*BreakProfit_2011*,即 2011 年末公司触及关于净利润的退市规定则为 1(净利润连续两年为负),否则为 0;*BreakAudit_2011*,即 2011 年末公司触及新增的关于审计意见的退市规定则为 1(审计意见为拒绝表示意见或无法表达意见),否则为 0;*BreakEquity_2011*,即 2011 年末公司触及新增的关于净资产的退市规定则为 1(净资产为负),否则为 0;*BreakSale_2011*,即 2011 年末公司触及新增的关于营业收入的退市规定则为 1(营业收入小于 1000 万元),否则为 0。而系数 β_1 反映了超出退市新规出台之前(退市新规出台之前不同公司的股价崩盘风险已被公司固定效应所控制)、剔除时间趋势影响(时间趋势的影响已通过年度固定效应所控制)后退市新规对股价崩盘风险产生的净影响。同时,本文借鉴 Chen et al.^[33]、许年行等^[11,12]的研究,加入相应的控制变量。

本文借鉴 Chen et al.^[33]、许年行等^[12]、谢德仁等^[6]的方法计算股价崩盘风险(*CrashRisk*)。首先,计算股票的周持有回报 $W_{i,t}$ 。本文对股票 i 的周收益做如下回归:

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

式中, $R_{i,t}$ 为股票 i 在第 t 周考虑现金红利再投资的收益率, $R_{m,t}$ 为 A 股为市场组合第 t 周按市值加权的收益率。另外,考虑到非同步性交易的影响^[34],式(2)中还控制了市场组合收益的两期滞后项和两期超前项。股票 i 在第 t 周的公司持有回报为 $W_{i,t} = \ln(1 + e_{i,t})$, $e_{i,t}$ 为回归得到的残差项。随后根据 $W_{i,t}$ 分别计算负收益的偏态系数 $NCSKEW_{i,t}$ 和收益上下波动比例 $DUVOL_{i,t}$,即本文所用的两个股价崩盘风险指标。其中,负收益偏态系数 $NCSKEW_{i,t}$ 的计算方法为:

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

式中, n 表示股票在一年中的交易周数,该数值越大,股票的崩盘风险越高。收益上下波动比率 $DUVOL_{i,t}$ 的计算方法如下:

$$DUVOL_{i,t} = \log \left\{ \left[(n_u - 1) \sum_{Down} W_{i,t}^2 \right] / \left[(n_d - 1) \sum_{Up} W_{i,t}^2 \right] \right\} \quad (4)$$

式中, n_u 表示股票 i 的周持有收益 $W_{i,t}$ 大于年平均收益 W_i 的周数, n_d 表示股票 i 的周持有收益 $W_{i,t}$ 小于年平均收益 W_i 的周数。该变量的数值大小反映股票收益分布左偏的程度,股票收益越左偏,崩盘风险越大。

2. 样本与数据

本文的样本包括 2010—2013 年的 A 股上市公司。在剔除金融行业和缺失数据的观测后,共得到 8018 个观测值(公司一年)。财务数据均来自万得(Wind)、国泰安(CSMAR)数据库和锐思(RESET)金融数据库,并进行交叉核对。本文所有数据的整理、计算和回归过程所使用的软件为 SAS V9.3 和 STATA 14。为避免极值的影响,本文对连续变量进行上下 1%的 Winsorize 缩尾处理。

四、实证结果与分析

1. 描述性统计

表 2 给出了 2011 年各类触及退市新规财务指标的上市公司的数量分布状况。共有 70 家次公司至少触及任意一条退市规定,其中有 42 家次公司至少触及任意一条新增的退市规定。具体看,分别有 3 家次触及审计意见,42 家次触及净利润,31 家次触及净资产,14 家次触及营业收入,后三者成为主要的触及退市的财务标准。

表3展示了本文主要变量的描述性统计结果^①。由 *Post* 可知,样本中2012—2013年的观测数(4361)稍比2010—2011年(3657)多704个。在所有上市公司一年观测数中,有2.1%在2011年末触及新的退市指标(*BreakNew_2011*)以及3.5%在2011年末触及退市财务指标(*Break_2011*),其中,2011年末公司触及具体退市规定如下:0.1%触及新增的关于审计意见的退市规定,2.0%在2011年末触及关于净利润的退市规定,1.5%在2011年末触及新增的关于净资产的退市规定,0.8%在2011年末触及新增的关于营业收入的退市规定。

表2 2011年各类触及退市规定的数量分布

类型	数量 (家次)	比例 (%)	类型	数量 (家次)	比例 (%)	类型	数量 (家次)	比例 (%)
触及审计意见的退市规定	3	3.33	至少触及任意一条新增的退市规定	42	100.00	至少触及任意一条退市规定	70	100.00
触及净利润的退市规定	42	46.67	仅触及一条新增的退市规定	37	88.10	仅触及一条退市规定	53	75.71
触及净资产的退市规定	31	34.44	仅触及两条新增的退市规定	4	9.52	仅触及两条退市规定	14	20.00
触及营业收入的退市规定	14	15.56	触及三条及以上新增的退市规定	1	2.38	触及三条及以上退市规定	3	4.29

资料来源:作者整理。

表3 描述性统计

变量	N	Mean	Sd	Min	P25	P50	P75	Max
<i>NCSKEW_{t+1}</i>	8018	-0.3000	1.0360	-3.4100	-0.8770	-0.2410	0.3630	2.8470
<i>DUVOL_{t+1}</i>	8011	-0.1730	0.8140	-2.4930	-0.6780	-0.1570	0.3520	2.1390
<i>Post</i>	8018	0.5440	0.4980	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
<i>BreakNew_2011</i>	8018	0.0211	0.1440	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Break_2011</i>	8018	0.0345	0.1830	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>BreakAudit_2011</i>	8018	0.0011	0.0335	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>BreakProfit_2011</i>	8018	0.0203	0.1410	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>BreakEquity_2011</i>	8018	0.0150	0.1210	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>BreakSale_2011</i>	8018	0.0079	0.0883	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000

资料来源:作者计算整理。

表4给出了退市新规前后,触及退市规定公司(实验组)和未触及退市规定公司(控制组)的均值差异分析结果。与未触及退市规定公司(控制组)相比,在退市新规实施后,触及退市规定公司(实验组)的股价崩盘风险(*NCSKEW_{t+1}*和*DUVOL_{t+1}*)均显著降低,初步验证了本文的假说。

^① 因篇幅所限,控制变量的结果均未列出。

表 4 因变量均值差异分析

变量		Post=1		Post=0		Diff-in-Diff (1-0)
		N	Mean	N	Mean	
NCSKEW _{t+1}	实验组(T)	133	-0.6250	144	0.0180	
	控制组(C)	4228	-0.3360	3513	-0.2580	
	Mean Diff(T-C)		-0.2890***		0.2770***	-0.5660***
	t 值		(-3.1800)		(3.1500)	(-4.4700)
DUVOL _{t+1}	实验组(T)	133	-0.4580	142	-0.0200	
	控制组(C)	4226	-0.1790	3510	-0.1610	
	Mean Diff(T-C)		-0.2790***		0.1410**	-0.4200***
	t 值		(-3.8900)		(2.0300)	(-4.2100)

注:括号内为 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

资料来源:作者计算整理。

2. 主要回归结果

表 5 列示出用双重差分法(DID)设计下的回归结果。2011 年触及任一新增的退市规定的变量和新退市制度前后哑变量 ($Post \times BreakNew_{2011}$)、2011 年触及任一退市规定的变量和新退市制度前后哑变量的交叉项 ($Post \times Break_{2011}$)的回归系数均为负,且都在 1%水平下显著。本文进一步区分触及具体的各退市条件,来研究其对股价崩盘风险的影响,回归结果如表 6 所示;除触及审计意见的 ($BreakAudit_{2011}$)^①之外,触及净利润的 ($BreakProfit_{2011}$)、触及净资产的 ($BreakEquity_{2011}$)、触及营业收入的 ($BreakSale_{2011}$)与新退市制度前后哑变量 ($Post$)的交叉项的回归系数也基本显著为负(这几个单独放在模型里回归时均至少在 5%水平下显著;联合放在模型里回归时,净资产对应的交叉项显著性水平仍在 1%水平之下,另外两个变量的显著性水平有所下降,但依然负相关)。以上结果说明,退市新规昭示中国的资本市场进程的规范化和法制化程度提高,无疑有利于进一步提高市场的信息透明度,进而提高公司隐藏负面信息的成本,退市新规变严格的确会降低上市公司的股价崩盘风险,有利于维持资本市场的秩序和正常运作。

表 5 H1 的检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	NCSKEW _{t+1}	DUVOL _{t+1}	NCSKEW _{t+1}	DUVOL _{t+1}
$Post \times BreakNew_{2011}$	-0.8009*** (-4.6670)	-0.6603*** (-4.8299)		
$Post \times Break_{2011}$			-0.7318*** (-5.5664)	-0.6155*** (-5.8632)
Controls & Firm & Year	√	√	√	√
N	8018	8011	8018	8011
F	51.8701***	54.2125***	52.5260***	55.0043***

注:括号内为 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

资料来源:作者计算整理。

① 触及审计意见的只有 3 家上市公司,由于观测太少,未放入具体退市新规条件的检验之中,但将其放入模型和样本之中,本文的结果也不变。

表 6 H1 具体退市新规的检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$
<i>Post×BreakProfit_2011</i>	-0.5778*** (-3.4894)	-0.4683*** (-3.5340)			
<i>Post×BreakEquity_2011</i>			-0.9223*** (-4.4284)	-0.7827*** (-4.7185)	
<i>Post×BreakSale_2011</i>					-0.5969** (-2.2145)
<i>Controls & Firm & Year</i>	√	√	√	√	√
N	8018	8011	8018	8011	8018
F	51.1857***	53.4358***	51.7155***	54.1362***	50.6675***
	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
<i>Post×BreakProfit_2011</i>				-0.3721** (-2.1426)	-0.2925** (-2.1037)
<i>Post×BreakEquity_2011</i>		-0.8825*** (-4.2129)	-0.7524*** (-4.5093)	-0.7554*** (-3.4708)	-0.6523*** (-3.7602)
<i>Post×BreakSale_2011</i>	-0.4663** (-2.1713)	-0.4728* (-1.7462)	-0.3605* (-1.6714)	-0.4044 (-1.4838)	-0.3067 (-1.4127)
<i>Controls & Firm & Year</i>	√	√	√	√	√
N	8011	8018	8011	8018	8011
F	52.8787***	48.8701***	51.1320***	46.4390***	48.5661***

注:括号内为 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

资料来源:作者计算整理。

为检验假说 2,即退市新规实施后,上市公司是否通过提高业绩的方式来降低股价崩盘风险,本文以公司业绩为因变量,包括 t 期的 Roa 、 $t+1$ 期和 $t+2$ 期的 Roa 、 Roa 的变化程度 ΔRoa (等于 t 年 Roa 和 $t-1$ 年 Roa 之差)。此外,本文还检验了在退市新规实施之后,上市公司是否通过盈余管理和信息操纵的方式降低股价崩盘风险。盈余管理选取变量如下:应计盈余管理($AbsDA$),采取修正的琼斯模型;真实活动的盈余管理(REM),计算参照 Roychowdhury^[35]、Cohen and Zarowin^[30]的研究^①。参照 Hope^[36]、王玉涛和王彦超^[37]的研究,用分析师预测误差($Ferror$)和分歧度($Disp$)衡量信息操纵。首先均值差异分析结果显示(因篇幅所限,未列出具体结果):与未触及退市规定公司(控制组)相比,在退市新规实施后,触及退市规定公司(实验组)的业绩显著提升,应计盈余管理程度和真实盈

① 企业向上操纵盈余的真实活动盈余管理程度=异常生产操纵-异常销售操纵-异常费用操纵。

余管理程度降低了但不显著,在分析师预测分歧度等变量上则没有显著差异,初步验证了 H2。具体回归结果为:表 7 面板 A 显示交叉项与公司业绩基本上显著正相关,而面板 B 则显示交叉项 $Post \times BreakNew_{2011}$ 、 $Post \times Break_{2011}$ 对应计盈余管理($AbsDA$)、分析师预测离散度($Disp$)和分析师预测误差($Error$)的回归均不显著,但与真实盈余管理程度显著负相关,这说明在一定程度上退市监管可通过减少真实盈余管理来降低股价崩盘风险,与本文的预期较为一致。另外,触及具体退市条件的渠道影响回归结果表明(因篇幅所限,未列出具体结果):交叉项与公司业绩基本上显著正相关,交叉项与真实盈余管理程度基本上显著负相关,触及营业收入的($BreakSale_{2011}$)还与应计盈余质量显著负相关;此外,分析师预测分歧度和预测误差与所有具体退市条件均无显著关联关系。

表 7 H2 影响渠道的检验结果

面板 A: 公司业绩的检验结果								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Roa	Roa_{t+1}	Roa_{t+2}	ΔRoa	Roa	Roa_{t+1}	Roa_{t+2}	ΔRoa
$Post \times BreakNew_{2011}$	0.02*** (2.76)	0.05*** (7.29)	0.02** (2.44)	0.03*** (3.10)				
$Post \times Break_{2011}$					0.05*** (9.91)	0.06*** (11.26)	0.02*** (2.83)	0.00 (0.07)
$Controls \ \& \ Firm \ \& \ Year$	√	√	√	√	√	√	√	√
N	8018	8013	8003	8013	8018	8013	8003	8013
F	127.55***	27.12***	16.73***	49.32***	135.52***	32.01***	16.86***	48.60***
面板 B: 盈余管理和信息操纵的检验结果								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	$AbsDA$	REM	$Disp$	$Error$	$AbsDA$	REM	$Disp$	$Error$
$Post \times BreakNew_{2011}$	-0.02 (-1.61)	-0.24*** (-5.61)	2.89 (0.41)	-6.13 (-0.89)				
$Post \times Break_{2011}$					0.00 (0.56)	-0.31*** (-9.39)	3.38 (0.72)	-4.97 (-1.15)
$Controls \ \& \ Firm \ \& \ Year$	√	√	√	√	√	√	√	√
N	8018	7225	6657	7269	8018	7225	6657	7269
F	21.19***	107.51***	2.72***	5.89***	21.03***	112.26***	2.74***	5.93***

注:括号内为 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

资料来源:作者计算整理。

3. 稳健性检验

本文还做了如下稳健性检验(因篇幅所限,未列出具体的结果):

(1)本文可能存在可替代性解释,即退市新规增强了投资者的信心,从而降低了股价崩盘风险,而非企业因面临更严的退市制度努力提升业绩带来的。为此,本文参考雷光勇等^[38,39]的研究,通过主成分分析法,构建投资者信心变量(*Confidce*),该值越大,代表投资者信心越大。回归结果显示,所有交互项的系数为正,但均不显著,这说明退市新规实施之后并未显著提升投资者信心,排除了这一替代性解释。

(2)考虑到触及退市条件的上市公司占全体上市公司的比例较低,本文用倾向性得分匹配法(PSM)对实验组进行匹配,重新进行回归分析。PSM选取的自变量与式(1)的控制变量一致,当因变量为*BreakNew_2011*哑变量时,共得到169个实验组观测和169个控制组观测;当因变量为*Break_2011*哑变量时,共得到227个实验组观测和227个控制组观测。回归结果显示,各个交叉项与股价崩盘风险变量基本呈现显著负相关的关系,与前文的回归结果基本一致。

(3)本文用哑变量衡量崩盘风险来进行稳健性检验,该变量的计算方法如下:

$$Crash3.09_{i,t}=1[\exists w, W_{i,t,w} \leq Average(W_{i,t,w})-3.09\sigma_{i,t}] \quad (5)$$

$$Crash3.20_{i,t}=1[\exists w, W_{i,t,w} \leq Average(W_{i,t,w})-3.20\sigma_{i,t}] \quad (6)$$

其中, $W_{i,t,w}$ 为公司*i*在第*t*年周第*w*周的周持有回报, $Average(W_{i,t,w})$ 为公司*i*在第*t*年的周持有回报平均值, $\sigma_{i,t}$ 为公司*i*在第*t*年的周持有回报标准差。 $1[\cdot]$ 为指示函数,表示如果公司*i*在第*t*年存在任意一周的周持有回报小于或等于不等式右边的值,则该变量取值为1,表示该股票发生了崩盘事件,否则取值为0。回归结果显示,各个交互项与股价崩盘风险哑变量也基本呈现显著负相关的关系,本文的主要结论基本不变。

(4)本文借鉴Ahern and Dittmar^[32]的研究设计做稳健性检验,即将*Affected*变量和年度虚拟变量相乘,这种方法既可以控制本文结果的有偏性问题(即公司在退市新规出台之前提前做好准备了,公司股价崩盘风险降低,使得本文能够发现这种显著负相关的关系),也可以观察政策出台前后各年对股价崩盘风险不同的影响。因此,设置3个年度哑变量*Year2011*、*Year2012*和*Year2013*^①。回归结果显示,*Year2011*的交互项的系数为正但不显著,这表明公司并未在退市新规出台之前提前做好准备了,排除了本文结果有偏性的可能;*Year2012*和*Year2013*的交互项的系数均显著为负,且后者的系数大于前者,这既说明退市制度新规对于公司的影响是渐变的,也表明本文的主要结果是稳健的。

(5)为消除退市新规推行当年可能存在的市场动态调整等其他因素对公司股价崩盘风险的影响,本文增加了如下稳健性检验:剔除退市新制度颁布的年份(2012年),以2010、2011、2013为样本重新进行检验,并重新定义新退市制度前后哑变量(*Post*),即退市新规出台之前为0(2010年和2011年),退市新规出台之后为1(2013年),本文的结果不变。

(6)为减轻退市新规产生作用的时间带来的不确定影响,本文将2012年触及退市新规任一条件的公司作为实验组,用来定义分组虚拟变量(*Affected*)重新进行检验,回归结果显示,各个交叉项与股价崩盘风险变量基本呈现显著负相关的关系,与前文的回归结果基本一致。

(7)为了使得本文的结论更加稳健,本文对*t*值也进行公司层面的cluster调整和公司—年度层面的双cluster调整,本文的结果基本不变。

① 当*Year2011*、*Year2012*和*Year2013*都为0时,*Year2010*就为1,所以无需在模型中再加入*Year2010*。

(8)其他样本稳健性检验:①由于退市新规在财务指标上的变动对主板上市公司影响较大,本文只选取主板上市公司进行回归分析,主板上市公司的回归结果不变;②本文用平衡面板数据,即保证每个公司在2010—2013年里都存在观测,重新进行回归,本文的结果依旧不变。

五、进一步的研究

在Jin and Myers^[1]理论框架下,以往多从企业内部信息环境和企业外部信息环境两个方面研究其对股价崩盘风险的影响^[2-17]。本文从企业信息透明度、企业代理成本和外部监督治理机制(如审计师、机构投资者)多角度来进一步验证企业内外部的治理因素与信息环境对退市监管降低股价崩盘风险的中介调节作用,在此基础上,进一步考察退市监管对市场定价效率和企业价值的影响。

1. 企业信息透明度和企业代理成本的中介调节作用

从公司内部信息环境的角度看,公司内部的信息透明度越低、代理问题越严重,公司的股价崩盘风险则越高。为进一步检验企业内部信息环境与退市监管对股价崩盘风险的交互影响,本文设置两个变量:①企业在退市新规出台前一年(2011年)的信息透明度哑变量(*OpacityD_2011*),信息透明度用企业前三年应计盈余管理绝对值(*AbsDA*)之和衡量,其值越大,表示企业的信息透明度越低,企业内部信息环境越差,如果该值大于当年同一行业中位数,则赋值为1,否则为0;②企业在退市新规出台前一年(2011年)的代理成本变量(*Mfee_2011*),等于管理费用除以营业总收入,其值越大,表明企业的代理问题越严重,企业内部信息环境越差。表8结果显示,3个变量交互的系数均显著为正,表示企业的信息透明度越差以及企业的代理问题越严重,退市监管降低股价崩盘风险的作用越弱。可见,更好的企业内部信息环境有利于更好地发挥退市监管降低股价崩盘风险的作用。

2. 企业外部治理监督机制的中介调节作用

从公司外部信息环境与治理机制的角度看,公司外部的审计师监督、机构投资者监督越强,公司的股价崩盘风险则越低。为了进一步检验企业外部信息环境与退市监管对股价崩盘风险的交互影响,本文设置以下两个变量:①企业在退市新规出台前一年(2011年)的审计师监督变量(*Big4_2011*),如果公司2011年的审计师事务所为国际四大,则为1,表示企业外部信息环境更好;否则为0。②企业在退市新规出台前一年(2011年)的机构投资者监督变量(*InsShr_2011*),等于公司在2011年的机构投资者比例,其值越大,表明企业外部信息环境越好。表9结果显示,审计师(*Big4_2011*)三项交互的系数基本显著为负,这表明企业的外部审计监督越强,退市监管降低股价崩盘风险的作用越强。而机构持股(*InsShr_2011*)三项交互的系数(表格结果未列出)均不显著,表明中国机构投资者的监督并没有预期地加强退市监管对降低股价崩盘风险的作用,这可能是由于随着机构投资持股比例的增多,机构投资者也成为公司内部人,企业的代理问题也随之提升。总体而言,更好的企业外部治理监督机制有利于更好地发挥退市监管降低股价崩盘风险的作用。

3. 退市监管对市场定价效率和企业价值的影响

为了进一步检验退市监管对市场定价效率和企业价值的影响,本文设置以下两个变量:①股票定价效率,用股价同步性($SYN = \log[r^2 / (1 - r^2)]$)衡量,借鉴Jin and Myers^[1]的研究,基于月股票回报的CAMP模型的拟合优度 r^2 来计算股价同步性。一般来说,股价同步性程度越低,意味着公司特质信息越多,信息不对称程度越低,股票定价效率越高;②企业价值(*TobinQ*),等于公司的市场价值和负债的账面价值之和除以公司的总资产的账面价值。表10的结果显示,本文的主要解释变量(*Post×BreakNew_2011*和*Post×Break_2011*)与股价同步性(*SYN*)系数均显著为负,表明退市监管提高了股票价格定价效率;同时,本文的主要解释变量与企业价值(*TobinQ*)系数均显著为正,表明退市监管

表 8 企业信息透明度和企业代理成本的中介调节作用

面板 A:信息透明度的中介调节作用				
	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
$Post \times BreakNew_{2011}$	-0.8960*** (-4.9412)	-0.7462*** (-5.1676)		
$Post \times BreakNew_{2011} \times OpacityD_{2011}$	1.0010* (1.8538)	0.9683** (2.2520)		
$Post \times Break_{2011}$			-0.8844*** (-5.4853)	-0.7712*** (-6.0073)
$Post \times Break_{2011} \times OpacityD_{2011}$			0.4471* (1.6648)	0.4643** (2.1598)
$Post \times OpacityD_{2011}$	0.0324 (0.6728)	0.0532 (1.3877)	0.0374 (0.7714)	0.0551 (1.4262)
<i>Controls & Firm & Year</i>	√	√	√	√
N	8018	8011	8018	8011
F	46.3522***	48.6544***	46.9228***	49.3861***
面板 B:代理成本的中介调节作用				
	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
$Post \times BreakNew_{2011}$	-1.1328*** (-4.0773)	-0.9489*** (-4.2893)		
$Post \times BreakNew_{2011} \times Mfee_{2011}$	1.7635*** (2.7051)	1.5818*** (3.0471)		
$Post \times Break_{2011}$			-0.9448*** (-5.1232)	-0.8038*** (-5.4514)
$Post \times Break_{2011} \times Mfee_{2011}$			1.6223*** (2.8511)	1.4561*** (3.2099)
$Post \times Mfee_{2011}$	-1.1792*** (-3.7893)	-1.0901*** (-4.3970)	-1.2547*** (-3.9315)	-1.1447*** (-4.5029)
<i>Controls & Firm & Year</i>	√	√	√	√
N	8018	8011	8018	8011
F	47.0653***	49.4772***	47.6933***	50.2148***

注:括号内为 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

资料来源:作者计算整理。

提高了企业的价值。这些发现与本文的主要研究发现是一致的,均表明退市新规实施之后,股价崩盘风险显著降低,企业的业绩显著提高,且一定程度上也提高了企业的盈余质量,最终也表现为公司信息环境的改善、市场定价效率的提高和企业价值的提升。

表 9 外部治理监督机制的中介调节作用

	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
$Post \times Break_{New_2011}$	-0.7549*** (-4.3621)	-0.6278*** (-4.5543)		
$Post \times Break_{New_2011} \times Big4_2011$	-1.2654** (-2.3172)	-0.9596** (-2.2063)		
$Post \times Break_2011$			-0.7165*** (-5.3344)	-0.6081*** (-5.6701)
$Post \times Break_2011 \times Big4_2011$			-0.2291 (-0.6629)	-0.1341 (-0.4871)
$Post \times Big4_2011$	-0.0677 (-1.1212)	-0.0833* (-1.7325)	-0.0734 (-1.2082)	-0.0886* (-1.8313)
<i>Controls & Firm & Year</i>	√	√	√	√
N	8018	8011	8018	8011
F	46.5497***	48.7299***	46.8143***	49.1304***

注:括号内为 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

资料来源:作者计算整理。

表 10 退市监管的经济后果

	(1) <i>SYN</i>	(2) <i>TobinQ</i>	(3) <i>SYN</i>	(4) <i>TobinQ</i>
$Post \times Break_{New_2011}$	-0.5529*** (-5.3731)	0.2977** (2.1199)		
$Post \times Break_2011$			-0.5079*** (-6.4446)	0.2332** (2.1860)
<i>Controls & Firm & Year</i>	√	√	√	√
N	8018	7905	8018	7905
F	140.5668***	393.6945***	141.6626***	393.7380***

注:括号内为 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

资料来源:作者计算整理。

六、结论与政策建议

1. 结论

本文利用 2012 年上海证券交易所和深圳证券交易所推出的“退市新规”作为准自然实验,选取 2010—2013 年 A 股上市公司,采用双重差分方法(DID)以控制潜在的内生性问题,研究退市制度对股价崩盘风险的影响。本文研究发现,与退市新规实施之前相比,受退市规则影响的上市公司在其

后股价崩盘风险显著更低。进一步分析表明,这种更严格的宏观监管的利好表现是,通过促使公司努力提高业绩而非通过应计盈余管理或信息披露的操纵美化业绩来降低股价崩盘风险。进一步的研究还发现,更低的企业代理成本、更好的信息透明度,以及外部的治理监管(如审计师)有助于更好地发挥退市监管降低股价崩盘风险的作用,最终有利于提高市场定价效率和企业价值。这一研究发现为股价崩盘风险影响因素研究提供了宏观治理机制方面的有力证据,因为公司信息环境是由多个利益相关者综合博弈的结果,而监管机构的宏观治理对公司信息环境有着很重要的作用。

本文从宏观的市场监管角度研究了上市公司崩盘风险的影响因素,拓宽了该研究领域的视角,以往的文献主要集中在上市公司内部人动机和外部治理机制(如分析师和机构投资者等利益相关者)的角度上,恰恰忽略了作为市场主体之一的监管机构。监管机构对市场信息披露环境等有着重要的惩戒权和监督作用,“有形之手”对上市公司股价崩盘风险的影响具有不可忽略的作用,正因如此,监管机构形成的宏观治理作用需要进行深入研究。同时,本文的研究存在一定的局限性。本文并不对财务指标下的退市监管条件做辩护,这种以财务指标为退市条件,对于陷入退市风险的企业来说,会扭曲其盈余质量以及企业信息披露实践,多年来持续不断的“保壳运动”充分验证了这一点,但多元化的退市指标可以减轻这方面的扭曲,使得退市制度多方面综合作用可以发挥更大的治理作用。由于无法观测到市场退市指标等的发生性,本文的实证研究设计只限于对财务退市指标的变动衡量,2012年退市新规的治理效果并未完全得以反映。

2. 启示和建议

(1)从上市公司的角度看,此次退市新规引入多元化指标,不再局限于单一的财务指标,极大地提高了上市公司为避免被强制退市而进行操纵的成本,降低了上市公司为避免被强制退市而进行操纵的可能性。而良好业绩才是真正降低股价崩盘风险以及避免被监管机构强制退市风险的重要保证。上市公司管理层需要认识到,只有切实提高自身业绩和盈余质量,而非进行信息和盈余操纵,才可以避免被监管机构和市场的双重惩罚。

(2)从监管机构的角度看,尽管更加严格的退市监管可以有效降低上市公司的股价崩盘风险,但监管存在收益和成本的权衡,尤其是资本市场的多种监管制度并行,仅依靠退市监管制度的变严并不能根除其诟病。只有与其他监管机制并行改善(如IPO注册制的推行,让壳资源不再稀缺,濒临死亡的上市公司就不用费尽心思去保有壳资源),才能在降低退市监管难度的同时,改善上市公司乃至资本市场的信息环境。此外,须切实提高监管机构的执行力度,这将有助于退市制度真正发挥监督治理的作用。近期因欺诈发行被强制退市的欣泰电器股份有限公司的实际案例验证了完善退市制度和提高执行力的重要性。

(3)从市场投资者的角度看,此次市场指标的引入,让资本市场投资者也有机会参与到企业退市监督中,扩大了退市监督的主体,让退市监管更加客观有力。企业面临的退市监管不仅来自政府机构这只“有形的手”,也来自市场这只“无形的手”,有助于改善上市公司信息披露环境,降低股价崩盘风险。

(4)从资本市场其他利益相关者的角度来说,本文的研究结论对其也具有借鉴意义。退市制度的变严,有利于形成对市场其他参与主体(特别是中介机构)的优胜劣汰的机制。以审计师为例,一旦企业被强制退市,其承担审计财务报告的审计师等可能会受到监管机构和市场的惩罚,进一步地,与该审计师等中介机构关联的上市公司也可能受到该传染效应的影响。因此,从长期的角度看,中介机构维护和提高自己的声誉,也有助于改善资本市场的信息环境,从而也能降低企业的股价崩盘风险和退市风险。

[参考文献]

- [1]Jin, L., and S. C. Myers. R² Around the World: New Theory and New Tests [J]. Journal of Financial Economics, 2006,79(2):257-292.
- [2]Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian. Opaque Financial Reports, R², and Crash Risk [J]. Journal of Financial Economics, 2009,94(1):67-86.
- [3]Kim, J., Y. Li, and L. Zhang. CFOs versus CEOs: Equity Incentives and Crashes [J]. Journal of Financial Economics, 2011,101(3):713-730.
- [4]Kim, J. B., and L. Zhang. Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks[J]. Contemporary Accounting Research, 2014,31(3):851-875.
- [5]Kim, J. B., and L. Zhang. Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-level Evidence[J]. Contemporary Accounting Research, 2015,33(1):412-441.
- [6]谢德仁,郑登津,崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗[J]. 管理世界, 2016,(5):128-140.
- [7]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[J]. 金融研究, 2015,(2):192-206.
- [8]王冲,谢雅璐. 会计稳健性,信息不透明与股价暴跌风险[J]. 管理科学, 2013,(1):68-79.
- [9]陶洪亮,申宇. 股价暴跌,投资者认知与信息透明度[J]. 投资研究, 2011,30,(10):66-77.
- [10]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[J]. 金融研究, 2011,(9):138-151.
- [11]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):31-43.
- [12]许年行,江轩宇,伊志宏,徐信息. 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.
- [13]罗进辉,杜兴强. 媒体报道,制度环境与股价崩盘风险[J]. 会计研究, 2014,(9):53-59.
- [14]江轩宇,伊志宏. 审计行业专长与股价崩盘风险[J]. 中国会计评论, 2013,(2):133-150.
- [15]江轩宇. 税收征管,税收激进与股价崩盘风险[J]. 南开管理评论, 2013,16(5):152-160.
- [16]李小荣,张瑞君,董红晔. 债务诉讼与股价崩盘风险[J]. 中国会计评论, 2014,(2):133-158.
- [17]An, H., and Zhang T. Stock Price Synchronicity, Crash Risk, and Institutional Investors [J]. Journal of Corporate Finance, 2013,(21):1-15.
- [18]王化成,曹丰,高升好,李争光. 投资者保护与股价崩盘风险[J]. 财贸经济, 2014,(10):73-82.
- [19]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.
- [20]陈晓,戴翠玉. A股亏损公司的盈余管理行为与手段研究[J]. 中国会计评论, 2004,(2):299-310.
- [21]雷光勇,刘慧龙. 控股股东性质,利益输送与盈余管理幅度——来自中国A股公司首次亏损年度的经验证据[J]. 中国工业经济, 2007,(8):90-97.
- [22]张昕. 中国亏损上市公司第四季度盈余管理的实证研究[J]. 会计研究, 2008,(4):25-32.
- [23]赵春光. 资产减值与盈余管理——论《资产减值》准则的政策涵义[J]. 会计研究, 2006,(3):11-17.
- [24]杜兴强,杜颖洁. 濒死体验,盈余管理,政治联系与朽而不倒——基于ST,*ST,SL类民营上市公司的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2010,(7):70-78.
- [25]肖成民,吕长江. 市场监管,盈余分布变化与盈余管理——退市监管与再融资监管的比较分析[J]. 南开管理评论, 2011,(1):138-147.
- [26]蔡春,朱荣,和辉. 盈余管理方式选择、行为隐性化与濒死企业状况改善——来自A股特别处理公司的经验证据[J]. 会计研究, 2012,(9):31-39.
- [27]谢柳芳,朱荣,何苦. 退市制度对创业板上市公司盈余管理行为的影响——基于应计与真实盈余管理的分析[J]. 审计研究, 2013,(1):95-102.
- [28]冯芸,刘艳琴. 上市公司退市制度实施效果的实证分析[J]. 财经研究, 2009(1):133-143.
- [29]丁丁,侯凤坤. 上市公司退市制度改革:问题,政策及展望[J]. 社会科学, 2014,(1):109-117.

- [30]Cohen, D. A., and P. Zarowin. Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010,50(1):2-19.
- [31]史金艳,杨睿博,戴望秀. 创业板退市制度新规的市场反应研究[J]. *证券市场导报*, 2014,(5):20-25.
- [32]Ahern, K. R., and A. K. Dittmar. The Changing of The Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2012,127(1):137-197.
- [33]Chen, J., H. Hong, and J. C. Stein. Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices[J]. *Journal of Financial Economics*, 2001,61(3):345-381.
- [34]Dimson, E. Risk Measurement When Shares Are Subject to Infrequent Trading [J]. *Journal of Financial Economics*, 1979,7(2):197-226.
- [35]Roychowdhury, S. Earnings Management through Real Activities Manipulation [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2006,42(3):335-370.
- [36]Hope, O. K. Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study[J]. *Journal of Accounting Research*, 2003,41(2):235-272.
- [37]王玉涛,王彦超. 业绩预告信息对分析师预测行为有影响吗[J]. *金融研究*, 2012,(6):193-206.
- [38]雷光勇,王文,金鑫. 盈余质量,投资者信心与投资增长[J]. *中国软科学*, 2011,(9):144-155.
- [39]雷光勇,王文,金鑫. 公司治理质量,投资者信心与股票收益[J]. *会计研究*, 2012,(2):79-86.

Delisting Regulation and Stock Price Crash Risk

LIN Le¹, ZHENG Deng-jin²

(1. School of Accounting, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070;

2. School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084)

Abstract: This paper will examine the governance role of delisting regulation from the perspective of stock price crash risk. Based on the Quasi natural experiment of “Delisting New Rules” introduced by Shanghai and Shenzhen Stock Exchange in 2012, which is much more stringent than before, using the methodology of difference-in-difference(DID) to control endogeneity, selecting 2010—2013 A-share listed companies as a sample, the paper finds that compared to the previous delisting regulation, listed companies affected by the delisting rules significantly lower its stock price crash risk after the introduction of delisting new rules, indicating that delisting regulation could reduce stock price crash risk. The reasons for delisting regulation reducing stock price crash risk are mainly due to the more stringent of new delisting rules, prompting the companies to work harder to improve performance, rather than earnings management and information disclosure manipulation to landscape performance. Further analyses find that lower agency costs, better information transparency and better monitoring of external governance (e.g. auditing) could help delisting regulation reduce stock price crash risk, thus improve the market pricing efficiency and the firm's value. The results show that the more stringent delisting supervision of listed companies may have some positive effect on improving information transparency and maintaining good functioning of the market.

Key Words: delisting regulation; stock price crash risk; earnings management; difference-in-difference method

JEL Classification: G14 G18 G38

[责任编辑:章毅]