

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 32120090153197

UDC_____

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

股价暴跌风险影响机制研究

Study on Influential Mechanism of Crash Risk

谢 雅 璐

指导教师姓名: 屈 文 洲 教 授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2013 年 月

论文答辩时间: 2013 年 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2013 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

自 2008 年经济危机以来，全球股票市场经历的大范围的股价暴跌成为了理论和实务界关注的焦点。反观中国，新兴加转型的制度背景决定了我国的资本市场还处于初级阶段。在股价暴涨暴跌频繁、投资者保护亟待加强、资本市场监管乏力的特殊背景下，本文基于我国的特殊国情，集中考察了企业股价暴跌风险的治理机制，分析现有制度环境下，企业行为、政府管制以及外部市场机制能否发挥作用，抑制股价暴跌风险的产生。

本文在回顾了以往相关文献的基础上，首先探讨了股票增发、股权分置改革和股价暴跌风险之间的关系。通过对 1999 年-2011 年中国上市公司 A 股市场股票增发的研究，本文考察了股票增发对于股价暴跌风险的影响。本文的结果表明，相较于公开增发之前，公开增发之后企业股价暴跌风险显著升高；股权分置改革前后，公开增发对于股价暴跌风险的影响发生了显著变化；而定向增发可以显著降低企业的股价暴跌风险，本文将定向增发进一步划分为，仅针对机构投资者、仅针对大股东和混合型定向增发，结果发现，针对大股东的定向增发之后，股价暴跌风险显著下降，混合型定向增发对于股价暴跌风险具有微弱的抑制效应，而针对机构投资者的定向增发对股价暴跌风险的影响并不显著，随后，本文考察了定向增发的解禁期对于股价暴跌风险的影响，结果发现，针对大股东定向增发的解禁后，企业股价暴跌风险进一步降低，而针对机构投资者定向增发解禁后，企业股价暴跌风险没有显著变化。

其次，本文考察了涨跌幅限制制度对于企业股价暴涨暴跌风险的影响。通过对 1993 年-2011 年中国上市公司 A 股市场 19102 个观测值的实证研究，本文发现，涨跌幅限制制度有效地抑制了企业的股价暴涨暴跌风险，在不同的研究区间中，这一结果依然稳健；此外，本文发现，相对于暴涨风险，涨跌幅限制对于暴跌风险的抑制更为明显；进一步研究发现，在管理层过度自信程度较高时，涨跌幅制度对于暴涨暴跌的抑制更为明显。本文的结论也与 Deb et al (2010) 保持一致，在信息不透明的资本市场中，监督成本高昂，涨跌幅限制可以增加监管效率，保护投资者。

再次，本文研究了媒体跟踪对于股价暴跌风险的治理作用。本文选取2002-2011年A股数据，从媒体的治理机制出发，通过考察媒体报道、信息不对称与股价暴跌风险三者之间的交互影响，探索了媒体报道和信息环境之间的互动关系。结果发现，伴随着媒体跟踪程度的提高，公司的股价的暴跌风险会降低，这一结论证实了媒体作为投资者获取信息的一大途径所具有的市场功能；进一步地，本文考察了媒体的治理功能在不同的信息环境下的差异，研究发现，媒体治理的功能在非四大审计、非国有性质和低会计稳健性的公司中更为显著，这一理论也可以理解为媒体跟踪程度和信息环境之间在某种程度上可以相互替代。

本文的结论表明，在信息透明度较低的中国资本市场中，企业进行股票增发特别是定向增发、政府采取的股价涨跌幅限制政策以及媒体对于上市公司的跟踪报道，都有利于企业层面的股价暴跌风险的降低。

关键词：股票增发；涨跌幅限制；媒体跟踪；股价暴跌风险；股价暴涨风险

Abstract

Since the economic crisis in 2008, theorists and practical experts keep their eyes on stock price crash risk all over the world. In China, Emerging and transformative background decide that China capital market still stays at primary stage. Under the circumstance of frequent stock market huge fluctuation, lack of investor protection and lack of efficient regulation, this paper investigates the factors of stock price crash risk from corporate behavior, government regulation and media coverage perspective.

First, based on 1999-2011 China A-share companies as the sample data, we investigate the relationship among seasoned equity offering, non-tradable reform and stock price crash risk. The results indicate that the stock price crash risk increases after public placement. Non-tradable reform changes the relationship between public placement and stock price crash risk. The stock price crash risk decreases after private placement. Then we classify private placement into three different types, aimed at big shareholder private placement, aimed at institutional investor private placement and aimed at mixed private placement. Our results show that the stock price crash risk decreases after aimed at big shareholder private placement and the stock price crash risk weakly decreases after aimed at mixed private placement. However, the stock price crash risk keeps unchanged after aimed at institutional investor private placement. After lock-up period of aimed at big shareholder private placement, the stock price crash risk decreases significantly. The stock price crash risk keeps unchanged after lock-up period of aimed at institutional investor private placement.

Second, based on 1993-2011 China A-share companies as the sample data, we investigate the relationship between price limit and stock price crash risk. The results indicate that the stock price crash and jump risk decrease after price limit which was effective in 1996. Then we find that the price limit effect is more pronounced in stock price crash rather than jump risk. Furthermore, the price limit effect is more pronounced in management overconfidence firms. This results are consistent with Deb et al (2010), which show that price limit plays important role in investor protection and improving regulation efficiency.

Third, based on 2002-2011 China A-share companies as the sample data, we investigate the relationship among the media following, corporate governance

structure and crash risk. The results indicate that the more media following, the lower stock price crash risk. Further, we discuss that the interactive relationship among media following, information asymmetry and crash risk. The results show that the governance role of media on crash risk is more pronounced at non-big4 clients, non-SOE firms and lower accounting conservatism firms. It suggests that media could be substitution for information asymmetry factors as a governance mechanism for crash risk.

These results show that firm issuing new stocks, price limit regulation and media coverage could reduce stock price crash risk effectively.

Key Words: SEO; Price Limit; Media Coverage; Stock Price Crash Risk; Stock Price Jump Risk.

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与问题的提出	1
第二节 研究思路、主要内容与研究框架	8
一、研究思路与主要内容	8
二、研究框架	10
第三节 研究贡献与不足	10
一、研究贡献	10
二、研究不足	12
第二章 文献回顾	14
第一节 国外股价暴跌风险成因理论研究	14
一、基于传统财务学的分析框架	14
二、基于行为金融的分析框架	17
三、股价暴跌风险成因的新解释	19
第二节 国外股价暴跌风险度量方法研究	20
一、Chen et al.(2001)	20
二、Jin and Myers(2006)	21
三、Marin and Oliver (2008)	22
四、Hutton et al. (2009)	23
五、kim et al. (2011)	24
第三节 国外股价暴跌风险影响因素的实证研究	26
一、基于理性均衡框架下的实证研究	26
二、基于行为金融学框架下的实证研究	28
第四节 国内股价暴跌风险影响因素的研究	29
第三章 股票增发、股权分置改革和股价暴跌风险	32
第一节 引言	32
第二节 文献回顾	34

一、股票增发研究	34
二、股权分置改革研究	36
第三节 制度背景与假说发展	37
一、公开增发与股价暴跌风险	37
二、公开增发、股权分置改革与股价暴跌风险	39
三、定向增发与股价暴跌风险	39
四、定向增发、解禁期与股价暴跌风险	40
第四节 研究设计	41
一、数据来源	41
二、样本选择	41
三、变量设计	42
四、模型构建	45
第五节 实证结果与分析	45
一、描述性统计	45
二、多元线性回归	50
第六节 稳健性检验	66
一、前后区间一致性对于结果的影响	66
二、控制公司信息不透明程度	69
三、删除多次增发的样本	73
第七节 本章小结	75
第四章 涨跌幅限制、管理层过度自信与股价暴涨暴跌风险	77
第一节 引言	77
第二节 文献回顾	79
一、涨跌幅限制研究	79
二、管理层过度自信研究	80
三、股价暴涨暴跌研究	81
第三节 制度背景与假说发展	82
一、制度背景	82
二、研究假设	83
第四节 研究设计	84

一、数据来源	84
二、样本选择	84
三、变量设计	85
四、模型构建	88
第五节 实证结果与分析	89
一、描述性统计	89
二、分组分析	95
三、多元线性回归	95
第六节 稳健性检验	106
一、样本一致性对于结果的影响	106
二、管理层过度自信代理变量	107
三、控制投资者情绪指数	109
四、股价暴跌风险的替代变量	109
第七节 本章小结	111
第五章 媒体治理、信息不对称与股价暴跌风险	113
第一节 引言	113
第二节 文献回顾	115
一、媒体治理研究	115
二、股价暴跌研究	116
第三节 制度背景与假说发展	117
一、媒体跟踪与股价暴跌风险：披露效应和纠正效应	117
二、媒体治理效应的差异	118
第四节 研究设计	119
一、数据来源	119
二、样本选择	120
三、变量设计与模型构建	120
第五节 实证结果与分析	124
一、描述性统计	124
二、分组分析	128
三、多元线性回归	129

第六节 稳健性检验	135
一、媒体治理的持续时间	135
二、增加控制变量	139
第七节 本章小结	139
第六章 结论	140
一、研究结论	140
二、政策建议	144
参考文献	147
后 记	157

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research Background and Presentation of the Issues	1
1.2 Research Ideas, Major Contents and Research Framework	8
1.3 Contribution	10
Chapter 2 Literature Review	14
2.1 Theoretical Cause of Crash Risk	14
2.2 Measurement of Crash Risk	20
2.3 Empirical Research of Crash Risk in USA	26
2.4 Empirical Research of Crash Risk in China	29
Chapter 3 SEO, Non-tradable Shares Reform and Crash Risk	32
3.1 Introduction	32
3.2 Literature Review	34
3.3 Institutional Background and Hypothesis	37
3.4 Research Design	41
3.5 Empirical Result	45
3.6 Robustness	66
3.7 Brief Summary of This Chapter	75
Chapter 4 Price Limit, management overconfidence and Crash 、 Jump Risk	77
4.1 Introduction	77
4.2 Literature Review	79
4.3 Institutional Background and Hypothesis	82
4.4 Research Design	84
4.5 Empirical Result	89
4.6 Robustness	106
4.7 Brief Summary of This Chapter	111
Chapter 5 Price Limit, Information Asymetry and Crash 、 Jump Risk	113

5.1 Introduction	113
5.2 Literature Review	115
5.3 Institutional Background and Hypothesis	117
5.4 Research Design	119
5.5 Empirical Result	124
5.6 Robustness	135
5.7 Brief Summary of This Chapter	139
Chapter 6 Conclusion and Policy Suggestion	140
Reference	147
Acknowledgment	157

第一章 导论

第一节 研究背景与问题的提出

股价暴跌风险¹是指负向的股价跳跃式下跌(negative stock market jumps)的概率(Jin and Myers, 2006; Bates, 2008),大量的金融学文献发现了股票回报的非对称分布(asymmetrically distributed),也就是说最大的股价波动往往是暴跌,而不是暴涨(Black, 1976; Nelson, 1991; Engle and Ng, 1993; Bekaert and Wu, 2000; Wu, 2001)。早在2001年,Chen et al.就阐述了资本市场上股票回报的不对称分布,他们以标准普尔500指数为例,指出在美国1947年之后的十次最大的股票波动(一日内)中,有9次是下跌,只有1次是上涨,且股票暴跌的时间总是比暴涨的时间长。伴随着2008年以来的金融危机的发展与演化,美国资本市场经历了广泛的股价暴跌现象,股价暴跌风险的研究再一次被推到了风口浪尖。

股价暴跌风险的研究最早兴起于20世纪70年代末至80年代初。起初金融学家是从理性均衡的角度来研究股价为什么暴跌,特别是股价常常在没有明显重大讯息的情况下突然发生急剧下跌。Radner(1979)指出,投资者在市场中进行交易存在信息不对称,这会导致市场价格只能反映一部分初始信息,另一部分信息会在交易过程中逐渐在价格中反映出来,也就是说,即使没有新的信息,价格也会继续变化。随后,关于这一问题的研究,主要围绕着价格和信息的关系来研究(Gennotte and Leland, 1990; Caplin and Leahy, 1994),比较有代表性的文章是1993年Romer在解释美国股市1987年暴跌提出的观点,他指出,股价暴跌有可能是隐藏信息通过交易过程逐步揭露直至完全显现造成的。

另一部分学者是从股票收益的非对称性来研究,也就是股价收益的最大运动往往是暴跌而不是暴涨,现有的研究有三个理论来解释这一问题。它们分别是杠杆效应假说(Black, 1976),波动反馈假说(Pindyck, 1984; Campbell and Hentschel, 1992)和随机泡沫模型假说(Blanchard and Watson, 1982)。

还有一部分学者研究了暴跌的传染性(King and Wadhvani, 1990; Calvo,

¹这里的暴跌风险是公司层面(individual stocks)的,而非市场层面(market-wide)的。

1999)。然而，以上学者的研究均是从理性均衡的角度来研究暴跌，而且，他们的研究只能解释暴跌的一个方面，于是，学者们开始尝试从行为金融的角度来研究暴跌，最具有代表性的就是 Hong and Stein 在 2003 年的研究，他们从异质信念的角度出来，完美的解释了暴跌的三个特征，具有划时代的意义。

以上不论是从理性均衡的角度，还是从行为金融的角度，都仅限于市场层面对股价暴跌风险的理论研究，Chen et al. (2001) 从公司层面入手，实证证实了 Hong and Stein 的模型所提出的观点。随后，Jin and Myers (2006) 从代理理论和信息不对称的角度提出了股价暴跌的新解释——坏消息窖藏理论，激起了学者们的研究兴趣，近年来，在这一理论背景下，学者们分别从财务报告透明度 (Hutton et al., 2009)、盈余管理 (Francis et al., 2012)、会计稳健性 (Kim and Zhang, 2010) 等角度对公司层面的股价暴跌风险进行了一系列研究。近年来股价暴跌风险的研究逐渐成为了财务学和金融学的最前沿、最活跃的研究领域之一 (Chen et al., 2001; Bleck and Liu, 2007; Hutton et al., 2009; Kim and Zhang, 2011a; Kim et al., 2011b)。

我国的资本市场还处于初级阶段，投资者投机心理严重，惯于短线操作，追涨杀跌之风盛行，博傻气氛浓厚，助长了股市的投机氛围，暴涨暴跌频繁发生，个股大起大落更是司空见惯 (陈国进和张贻军，2009)。在这种情况下，企业管理层占据了绝对的信息优势，其隐瞒坏消息的动机也越高，这也加剧了与投资者之间的信息不对称程度。如果管理层在一段时期内隐瞒了过多的负面消息，就会造成市场对于这支股票价格严重高估，因此就形成了股票泡沫。当这些负面消息积累到了引爆点时，管理层如果继续隐瞒，成本将变得代价高昂，以致管理层将选择披露这些负面消息 (Kothari et al., 2009)，当所有负面信息一次性地涌入市场，将会导致股票泡沫的破裂，也就引发了股价暴跌 (Jin and Myers, 2006; Bleck and Liu, 2007; Kim et al., 2011a; Kim et al., 2011b)。

相较于美国等发达国家，我国的证券市场在成立的短短 20 年间，还很不成熟，历经了多次暴涨暴跌。从我国股票发展史来看 (董登新², 2011; 肖宾, 2010³)，本文找出了我国证券发展史上 6 轮暴涨暴跌的轨迹：

1、第一轮暴涨暴跌：1990 年 12 月 19 日-1992 年 11 月 16 日

² 董登新. 2011. 回望中国股市 20 年. 金融博览, 55-57

³ 肖宾. 《股市风云 20 年：1990-2010(上, 下)》. 2010. 机械工业出版社. 北京

1990年12月19日，上海证券交易所正式营业，当日，沪市以96.05点开盘，并以当日最高点位99.98点报收，当日成交金额49.4万元人民币。在以后的2年半中，上证指数一路高歌，在1992年5月26日终于一举达到1429点高位。随后股市便是迅猛而恐慌地回跌，暴跌5个月后，1992年11月16日，上证指数回落至386点，几乎被打回原形。

2、第二轮暴涨暴跌：1992年11月17日-1994年7月29日

1992年11月17日，A股从400点起步再出发，从386点到1558点，只用了3个月的时间。快速牛市上涨完成后，“延中实业、真空电子、飞乐音响、爱使股份、申华实业、飞乐股份、豫园商城和浙江凤凰”等上海老八股宣布扩容，伴随着新股的不断发行，到1994年7月29日股指回到333.92点。

3、第三轮暴涨暴跌：1994年7月30日-1996年1月22日

为了挽救市场，相关部门出台三大利好救市：1.年内暂停新股发行与上市；2.严格控制上市公司配股规模；3.采取措施扩大入市资金范围，一个半月时间，到1994年9月13日收盘时，已达到1033.47点。短暂的牛市过后，绩优股股价普遍超跌，股指达到阶段低点516.46点。

4、第四轮暴涨暴跌：1996年1月23日-1999年5月18日

在深发展等股票的带领下，从4月1日到12月9日，上证综合指数涨幅达120%，深证成份指数涨幅达340%。这在国际证券市场上是罕见的。当时炒股成为社会的热门话题，当时大家争相入市，新增投资者开户数在几个月来达到800多万，总数达2100万，直到1997年5月，股指重站至1500点上方，伴随着涨跌停板制度的恢复、股票发行规模不断上升，股指也一路重跌，到1999年5月18日，股指回到1059.87点。

5、第五轮暴涨暴跌：1999年5月19日-2005年6月2日

伴随着5.19大井喷，大盘出现了一波强劲的大涨行情，上证指数从1059点暴涨至6月29日的1739点，随后开始了漫长的熊市，至2005年6月2日，盘中一度跌穿1000点大关。

6、第六轮暴涨暴跌：2005年6月3日-至今

2001-2005的四年熊市使股市调整非常充分，具备了向上的基础，随着2005年开始的股权分置改革的逐步推进，社会资金不断的入场，中小股民热情高涨，两市投资者开户总数冲破8000万，大盘随后在2007年10月16日创下6124.04

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库