

# 非国有股东治理与国有资本金融稳定 ——基于股价崩盘风险的视角

马新啸<sup>1</sup>, 汤泰劼<sup>2</sup>, 郑国坚<sup>1</sup>

(1. 中山大学 管理学院, 广东 广州 510275; 2. 北京大学 光华管理学院, 北京 100871)

**摘要:** 如何防范系统性金融风险是近年来政府和学界重点关注的问题。文章从股价崩盘风险的视角研究了基于国有企业混合所有制改革的非国有股东治理对国有资本金融稳定的影响。文章以2008—2015年国有上市公司为样本, 通过手工收集整理年报中披露的前十大股东性质、持股比例与委派董事的数据, 从股权制衡和高层治理两个维度来衡量非国有股东参与国企治理的程度, 探究了其对股价崩盘风险的影响。研究发现, 非国有股东仅持有股权难以发挥实质性治理作用, 而当委派董事参与国有企业高层治理时, 可以有效缓解代理问题和改善信息透明度, 进而降低国有企业股价崩盘风险。非国有股东降低国有企业股价崩盘风险的作用在国有企业内部管理者权力弱以及处于竞争性行业时更加显著。文章揭示了混合所有制改革促进国有资本金融稳定的一条可能路径, 并丰富了非国有股东治理和股价崩盘风险的相关学术研究。

**关键词:** 国有企业; 混合所有制改革; 高层治理; 股价崩盘; 金融稳定

**中图分类号:** F271   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1001-9952(2021)03-0035-15

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.20200117.101

## 一、引言

近年来, 如何防范系统性金融风险和维护金融安全稳定, 成为政府和学界重点关注的话题。金融稳定对于一国经济繁荣和社会稳定具有至关重要的意义。2008年美国金融危机导致美国经济持续疲软, 企业大量破产, 社会失业率居高不下, 贫困人口大量增加, 最终演变出“占领华尔街”等活动。此后, 希腊等欧盟国家在主权债务危机时也出现类似现象。我国经济运行也受到较大影响, “四万亿计划”在短期内具有刺激经济的效果, 但行政力量配置资源未能及时调整, 出现了产能过剩、高杠杆等一系列问题(王明智和于佳璇, 2018)。在我国扩大金融对外开放的背景下, 如何更好地运用市场手段保证我国金融体系稳定, 成为国家治理层面具有重要意义的话题。

事实上, 在我国长期的金融改革发展实践中, 逐步形成了包括股票市场、债券市场、期货市场和金融衍生品市场等门类在内的具有中国特色的金融市场体系, 对我国经济发展发挥了巨大作用(王国刚, 2019), 其中股票市场扮演着至关重要的角色。股票市场具有优化资源配置、传递市场信息以及满足企业融资需求和投资者投资需求等功能, 是我国经济运行的“晴雨表”。因

**收稿日期:** 2019-12-05

**基金项目:** 国家自然科学基金项目(71790603, 71902001, 71872192); 中国博士后科学基金特别资助项目(2020T130007)

**作者简介:** 马新啸(1993—), 男, 山东济宁人, 中山大学管理学院博士研究生;

汤泰劼(1993—)(通讯作者), 男, 江苏苏州人, 北京大学光华管理学院博士研究生;

郑国坚(1979—), 男, 广东普宁人, 中山大学管理学院教授。

此,保障股票市场有序运作,抑制股价崩盘现象,对于我国金融市场稳定具有积极意义(彭俞超等,2018)。然而,我国股票市场监管制度仍不够完善,上市公司财务信息质量较低,股价崩盘案例屡见不鲜。<sup>①</sup>同时,股价影响因素错综复杂,单只股票价格暴跌可能引起交叉传染,最终导致投资者群体性恐慌(王化成等,2015)和整个股票市场崩盘(Hong和Stein,2003)。因此,有效缓解我国股票市场上频现的股价崩盘现象,成为亟需解决的重要实践问题。

国内外学者主要围绕信息质量和委托代理问题两个方面研究了股价崩盘的成因。股价崩盘现象通常产生于公司内部人长期隐瞒坏消息,当坏消息无法被继续隐瞒而突然释放时,公司股价会遭受巨大冲击而急速下跌(Jin和Myers,2006)。公司信息质量是影响股价崩盘的重要因素,部分学者从信息透明度(Kim和Zhang,2014a)、避税行为(Kim等,2011a)、会计稳健性(Kim和Zhang,2014b)、内部控制信息披露(叶康涛等,2015)以及审计师行业专长(江轩宇和伊志宏,2013)等方面提供了实证证据。委托代理问题所引发的管理层动机也占据重要地位,学者发现了管理层期权激励(Kim等,2011b)、高管超额薪酬(Xu等,2014)、宗教信仰(Callen和Fang,2012)、高管性别(李小荣和刘行,2012)以及企业社会责任(Kim等,2014)对股价崩盘风险的影响。在“所有者缺位”和“内部人控制”问题的影响下,国有上市公司的信息质量相对较差(高芳,2016),委托代理问题较为严重(钱颖一,1995),股价崩盘现象可能比较普遍。然而,鲜有学者从具有中国特色的资本市场实践出发,对不同产权性质的上市公司,尤其是国有上市公司的股价崩盘现象给予充分关注,而这正是本文的研究话题。

党的十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,明确指出要“积极发展混合所有制经济”。混合所有制改革更加注重以市场手段做大做强国有企业,帮助实现去产能、去杠杆和调整优化经济结构的目标,保障我国经济繁荣和社会稳定。而在混合所有制改革背景下,通过更好地发挥非国有股东的治理作用来缓解国有企业的委托代理问题,可以在一定程度上缓解国有企业的股价崩盘现象。基于此,本文以我国2008—2015年沪深两市的国有上市公司为样本,手工整理年报中披露的前十大股东性质、持股比例与股东委派董事数据,分别从股权结构和高层治理两个维度来刻画非国有股东参与国企治理的程度,研究了其对股价崩盘的影响。研究发现,非国有股东仅持有股权难以发挥实质性治理作用,而当委派董事参与国有企业高层治理时,能够有效缓解代理问题和改善信息透明度,进而降低国有企业股价崩盘风险。进一步研究表明,非国有股东降低国企股价崩盘风险的作用在国有企业内部管理者权力弱以及处于竞争性行业时更加显著。

本文丰富了股价崩盘风险与非国有股东治理的学术研究。关于股价崩盘的影响因素,现有文献较少关注股东治理效应。王化成等(2015)指出,大股东持股可以加强监督和减少掏空,从而降低股价崩盘风险。本文则以国有上市公司为研究对象,从股权制衡和高层治理双重视角,探究了非国有股东治理能否降低国有企业股价崩盘风险。同时,新时代的国有企业混合所有制改革更加注重在董事会治理机制等方面推行实质性配套措施,促进国有企业从简单的股权制衡向董事会“混合”等深层次改革转变。部分学者发现非国有股东委派董事具有积极的治理效果(刘运国等,2016;蔡贵龙等,2018),本文丰富了非国有股东治理的研究文献。

本文具有一定的现实意义与政策参考价值。一方面,国有上市公司在我国资本市场中具有举足轻重的地位。中国上市公司市值管理研究中心的报告显示,2013年我国国有控股上市公司的净资产总额占全部上市公司的83%,主营业务收入总额占84%,净利润总额占85%,市值总额

<sup>①</sup> 重庆啤酒(600132)炒作乙肝疫苗概念破灭,酒鬼酒(000799)塑化剂问题曝光,这些均使其市值大量蒸发,详见王化成等(2015)。

占 69.8%，<sup>①</sup>国有上市公司市值稳定与否关乎整个股市稳定和国家金融安全。习近平总书记在党的十九大报告中指出要“促进多层次资本市场健康发展”和“守住不发生系统性金融风险的底线”，党的十九届四中全会再次强调要“有效防范化解金融风险”。因此，缓解国有上市公司股价崩盘现象具有重要的实践意义。同时，2014 年国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，首次提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”。国有企业是全面深化改革的先锋队，维护市值稳定成为其日常管理的一项重要工作。另一方面，国有企业在促进社会主义公有制经济发展壮大、维护国家经济安全和实现国家战略目标等诸多方面发挥着不可替代的重要作用，这在新时代全面深化改革背景下更加突出(陈燕和, 2018)。本文研究表明，非国有股东向国有企业委派董事，可以在避免国有资产流失的前提下降低国有企业股价崩盘风险。这不仅在一定程度上支持了国有企业混合所有制改革促进国有资本金融稳定的政策外溢效果，而且为当前防范系统性金融风险和维护我国金融安全稳定提供了政策参考。

## 二、文献综述与理论分析

### (一) 国有企业的委托代理问题与股价崩盘风险

在现代企业制度下，剩余索取权与剩余控制权分离以及信息不对称会产生委托代理问题(Berle 和 Means, 1932)，进而引起包括股价崩盘风险在内的一系列公司财务与金融现象。针对股价崩盘风险的成因，现有文献认为公司管理者基于维持自身职位和报酬(Graham 等, 2005; LaFond 和 Watts, 2008)、短期内提升期权价值(Kim 等, 2011b)以及构建商业帝国(Kothari 等, 2009)等利己主义动机，会选择暂时性隐藏公司坏消息。坏消息不断积累，隐藏的难度增大，当继续隐藏坏消息的成本超过可能带来的收益，或者继续隐藏难以实现时，坏消息将瞬间释放到市场中，对公司股价造成巨大冲击，引发股价崩盘(Jin 和 Myers, 2006)。此后，学者发现宗教信仰(Callen 和 Fang, 2012)、分析师跟踪(Xu 等, 2013; 许年行等, 2012)、高管性别(李小荣和刘行, 2012)、避税活动(Kim 等, 2011a)、税收征管(江轩宇, 2013)、机构投资者行为(Callen 和 Fang, 2013; 许年行等, 2013)、会计稳健性(Kim 和 Zhang, 2014b)、超额薪酬(Xu 等, 2014)、内部控制信息披露(叶康涛等, 2015)以及投资者保护程度(王化成等, 2014)等因素会影响股价崩盘风险。然而，现有研究并没有充分解释深化金融体制改革背景下我国国有企业面临的股价崩盘风险，尤其是缺乏基于国有企业自身特征的深入理解。

国有企业自身特征主要从以下三个方面增加了其面临的股价崩盘风险。首先，在我国改革开放过程中，国有企业往往承担较多的政策性任务，其考核目标多元化，而且管理层持股比例较低，使其对股价缺乏足够的关注。其次，国有企业存在“所有者缺位”和“内部人控制”等现象(吴有昌, 1995; 卢锐等, 2011; 黎文飞等, 2020)，委托代理问题比较严重(Laffont 和 Tirole, 1993)。国有企业的高管更多表现出政府官员的特征，薪酬激励较弱促使其寻求在职消费、寻租等补偿方式(陈冬华等, 2005; 卢锐等, 2011)和政治晋升(王曾等, 2014)。在缺乏有效监督和激励的环境下，国有企业高管存在较为严重的道德风险问题，进而可能产生较多不利于公司的负面信息。最后，国有企业管理层有动机不真实披露或直接隐瞒经营业绩较差、在职消费较多等损害自身利益的信息(Verrecchia, 2001)，造成国有企业信息披露质量较低(梁杰等, 2004; 黄志忠等, 2010)。当这些负面信息无法继续隐瞒或隐瞒成本过高而瞬间倾泻到资本市场时，国有企业的股价崩盘风险便骤然上升。这严重影响了国有上市公司市值稳定，加剧了我国金融市场风险。

<sup>①</sup> 参见 [biz.ifeng.com/news/detail\\_2014\\_06/04/2376647\\_0.shtml](http://biz.ifeng.com/news/detail_2014_06/04/2376647_0.shtml)。

现有文献对股价崩盘风险的成因与治理机制进行了较多探讨,但缺少对我国不同产权性质的上市公司,尤其是国有上市公司股价崩盘风险的深入细致研究。因此,本文从国有上市公司前十大股东性质、持股比例和委派董事数据出发,采用更加细致的指标来衡量股权结构与高层治理两个维度下的非国有股东治理,探究了其对国有企业股价崩盘的影响。

### (二)非国有股东治理与国有企业股价崩盘风险

如何既保证国有资本对国有企业的控制权,又能保障国有资本金融稳定成为一个至关重要的问题,混合所有制改革注重的非国有股东治理为此提供了一个可靠的解决路径。非国有股东参股国有企业后,有动机维持和提升国有企业股价与市值,从而避免股价崩盘所造成的财富损失。具体而言,非国有股东可以改善国有企业的“所有者缺位”和“内部人控制”现象,从减少“坏消息产生”与抑制“坏消息积累和释放”两个方面来缓解国有企业股价崩盘风险。

从减少“坏消息产生”的角度看,非国有股东参股国有企业后,实现了“所有者到位”,有动机改善国有企业经营状况,整合资源和优化治理机制,减轻政策性负担(郝云宏和汪茜,2015)。同时,非国有股东可以完善内部控制建设(刘运国等,2016),加强对国有企业高管的监督,约束其在在职消费、超额薪酬等(蔡贵龙等,2018),从而降低国有企业制造坏消息、引发股价崩盘的可能性。

从抑制“坏消息积累和释放”的角度看,非国有股东不仅可以发挥监督作用,缓解“内部人控制”问题(黄速建,2014),提升高管隐瞒坏消息的难度和成本,还可以改善国企高管的薪酬契约(Megginsin 和 Netter, 2001; Gupta, 2005; 蔡贵龙等, 2018),促使其积极提升企业经营能力,避免追求自身私利而隐瞒坏消息(曾诗韵等,2017),从而有效缓解国有企业股价崩盘风险。

在新时代全面深化国企改革的背景下,非国有股东的权利能够得到更好的保障。非国有股东既可以在国有企业股东大会上对重大决策进行表决,也可以通过向国有企业提名、选举和委派董事的途径来切实参与国企经营治理(郝云宏和汪茜,2015)。因此,非国有股东参与国企高层治理非常重要,只有委派董事等高级管理人员参与国企治理,才能获得更加充分的信息和话语权,真正发挥民营资本的监督和治理作用(刘运国等,2016;曾诗韵等,2017;蔡贵龙等,2018)。实务活动中也不乏非国有股东通过委派董事参与公司决策的案例。以中国联通的混合所有制改革为例,在国有股东保持绝对控股的前提下,百度、阿里巴巴、腾讯和京东委派的董事均参加中国联通历次董事会,切实参与到中国联通的生产经营、投资融资和股利分配等董事会决策中,发挥了积极的治理作用(张继德和刘素含,2018)。

综上所述,非国有股东不仅有意愿而且有能力缓解国有企业“所有者缺位”和“内部人控制”等问题,切实改善国有企业的治理和经营能力(Megginsin 等,1994; Bortolotti 等,2002; 刘小玄,2004; 李广子和刘力,2010; 郝阳和龚六堂,2017),提升会计信息质量(曾诗韵等,2017),从而缓解国有企业的股价崩盘风险,促进国有资本金融稳定。据此,本文提出以下研究假设:在其他条件相同时,非国有股东参与国有企业治理的程度越高,国有企业的股价崩盘风险越低。

## 三、研究设计

### (一)模型设定与变量定义

借鉴王化成等(2015)、刘运国等(2016)以及蔡贵龙等(2018)的做法,本文构建如下回归模型来检验非国有股东治理对国有上市公司股价崩盘风险的影响:

$$\begin{aligned}
 CRASH\_RISK_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 NONSOE_{i,t} + \beta_2 CRASH\_RISK_{i,t} + \beta_3 TURNOVER_{i,t} + \beta_4 RET_{i,t} \\
 & + \beta_5 SIGMA_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} ABACC_{i,t} \\
 & + \beta_{11} LISTYEAR_{i,t} + \beta_{12} BIG4_{i,t} + \beta_{13} SHD\_SOE_{i,t} + \beta_{14} \sum FIRM_i \\
 & + \beta_{15} \sum YEAR_t + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

对于股价崩盘风险(*CRASH\_RISK*), 本文借鉴 Kim 等(2011)的做法, 首先使用每年股票 *i* 的周收益数据进行如下回归:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,  $R_{i,t}$  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* 股所有股票在第 *t* 周经流通市值加权的平均收益率。本文在式(2)中加入市场收益的滞后项和超前项, 以调整股票非同步性交易的影响(许年行等, 2012)。股票 *i* 在第 *t* 周的公司特有收益为  $W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ ,  $\varepsilon_{i,t}$  为式(2)的残差。在此基础上, 基于  $W_{i,t}$  构造以下两个变量:

第一, 负收益偏态系数 *NCSKEW*:

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

其中, *n* 为每年股票 *i* 的交易周数。*NCSKEW* 的数值越大, 股价崩盘风险越大。

第二, 收益上下波动比率 *DUVOL*:

$$DUVOL_{i,t} = \ln\{[(n_u - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2] / [(n_d - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2]\} \quad (4)$$

其中,  $n_u(n_d)$  为股票 *i* 的周特有收益  $W_{i,t}$  大于(小于)年平均收益  $W_i$  的周数。*DUVOL* 的数值越大, 股价崩盘风险越大。

变量 *NONSOE* 用于衡量非国有股东参与国有企业治理的程度, 参照蔡贵龙等(2018)的做法, 本文分别从股权结构和高层治理结构两个维度进行刻画。在股权结构维度, 本文以前十大股东中全部非国有股东的持股比例之和(*SHD\_NONSOE*)进行衡量; 在高层治理结构维度, 本文以非国有股东委派的董事人数占公司董事会总人数的比例(*D\_NONSOE*)进行衡量。参考程敏英和魏明海(2013)的做法, 若为自然人股东, 则自然人在上市公司担任董事即视为该自然人股东委派一名董事; 若为法人股东, 则以上市公司的董事是否同时在该法人股东单位任职为判断依据。

对于控制变量, 本文控制了企业特征和股价特征, 这些变量既影响非国有股东进入国有企业的程度, 也可能影响股价崩盘风险。企业特征变量包括企业规模(*SIZE*)、财务杠杆(*LEV*)、盈利能力(*ROA*)、公司透明度(*ABACC*)、“四大”审计(*BIG4*)、上市年限(*LISTYEAR*)以及国有股持股比例(*SHD\_SOE*), 股价特征变量包括滞后一期的负收益偏态系数(*L\_NCSKEW*)和收益上下波动比率(*L\_DUVOL*), 以及月平均超额换手率(*TURNOVER*)、平均周收益率(*RET*)、周收益标准差(*SIGMA*)和市值账面比(*MB*)。此外, 本文在回归中控制了个体固定效应和年度固定效应。所有连续变量均在上下 1% 水平上进行了 *Winsorize* 缩尾处理以避免异常值的干扰, 回归均经过异方差稳健调整。变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	<i>NCSKEW</i>	负收益偏态系数, 计算方法见式(3), <i>NCSKEW</i> 越大, 股价崩盘风险越大
	<i>DUVOL</i>	收益上下波动比率, 计算方法见式(4), <i>DUVOL</i> 越大, 股价崩盘风险越大
解释变量	<i>SHD_NONSOE</i>	公司前十大股东中全部非国有股东持股比例之和
	<i>D_NONSOE</i>	公司非国有股东委派董事人数占公司董事会总人数的比例
控制变量	<i>L_NCSKEW</i>	滞后一期的负收益偏态系数
	<i>L_DUVOL</i>	滞后一期的收益上下波动比率
	<i>TURNOVER</i>	月平均超额换手率, 等于股票 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年与第 <i>t-1</i> 年的月平均换手率之差
	<i>RET</i>	股票 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年的平均周特有收益率
	<i>SIGMA</i>	股票 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年的收益波动, 等于公司 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年周特有收益的标准差

续表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
控制变量	SIZE	公司总资产的自然对数
	LEV	公司资产负债率
	ROA	总资产收益率, 等于第 $t$ 年的净利润与第 $t-1$ 年总资产比值
	MB	市值账面比, $MB_{i,t} = (\text{第 } t \text{ 年末股票价格} \times \text{流通股数量} + \text{每股净资产} \times \text{非流通股数量}) / \text{账面权益价值}$
	ABACC	公司透明度, 以前三年可操纵应计利润绝对值的均值来衡量, 其中可操纵应计利润由调整的 Jones 模型计算得到
	LISTYEAR	公司上市年限的自然对数
	BIG4	审计师治理, 若公司审计单位为国际“四大”则为 1, 否则为 0
	SHD_SOE	公司国有股东持股比例

(二) 样本选择与数据来源

为了研究非国有股东治理对国有企业股价崩盘风险的影响, 本文选取 2008—2015 年沪深两市国有上市公司为研究对象。选取国有上市公司的原因在于: 首先, 非上市国有企业一般由政府或国有集团 100% 控股, 与国有上市公司相比, 混合所有制改革力度较弱, 且股价和公司治理数据难以获取或不存在(魏明海等, 2017); 其次, 国有上市公司的信息披露比较全面且易于获取, 上市公司数据经过第三方审计机构鉴证可以确保研究结论的可靠性; 最后, 当前国有企业混合所有制改革更加注重依法保障非国有资本股东行使权利(黄速建, 2014), 尤其是非国有股东提名董事的权利, 在国有上市公司中可以对此做更加细致的研究。

鉴于到 2007 年底上市公司股权分置改革才基本完成, 此后非国有股东更加容易进入国有上市公司, 本文选取后股权分置改革时期为研究期间。本文使用的非国有股东治理数据通过手工收集整理上市公司年报中披露的前十大股东性质、股东关系、股东持股和委派董事情况得到, 公司财务数据主要来自 CSMAR 数据库。本文剔除了金融行业、当年被特殊处理、财务数据异常(资产负债率大于 1 或小于 0)、每年交易周数小于 30(Jin 和 Myers, 2006)以及数据缺失的样本, 最终得到 5 161 个企业—年度观测值。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

在股权方面, 前十大股东中所有非国有股东持股比例( $SHR\_NONSOE$ )的均值约为 10%, 表明国有上市公司中非国有股东的持股比例仍然较低。在高层治理方面, 非国有股东委派董事比例( $D\_NONSOE$ )的均值约为 2%, 远低于非国有股东持股比例的均值, 这可能是非国有股东持股较为分散、难以有效委派董事所致。 $D\_NONSOE$  的标准差约为其均值的 3 倍, 表明非国有股东委派董事比例在国有上市公司间存在较大的差异, 这为本文研究非国有股东治理对国有企业股价崩盘风险的影响提供了可能。其他变量的描述性统计结果与王化成等(2015)等文献基本一致。

相关系数结果显示, 非国有股东持股( $SHD\_NONSOE$ )与股价崩盘风险不存在显著的相关关系, 而非国有股东委派董事( $D\_NONSOE$ )与股价崩盘风险在 1% 的水平上显著负相关。这初步表明非国有股东参与高层治理的程度越高, 国有企业股价崩盘风险越低。

(二) 基本回归分析

表 2 报告了股权制衡和高层治理两种形式下非国有股东治理与国有企业股价崩盘风险的回归结果。列(1)和列(3)结果显示,  $SHD\_NONSOE$  的系数为负但不显著, 表明非国有股东仅通过

股权制衡难以显著降低国有企业的股价崩盘风险。而列(2)和列(4)结果显示,  $D\_NONSOE$  的系数在 1% 的水平上显著为负, 表明当国有企业董事会中存在代表非国有股东的董事时, 国有企业的股价崩盘风险显著降低。这很可能是因为在向国有企业委派董事后, 非国有股东可以参与公司治理, 缓解代理问题, 从而在一定程度上降低国有企业制造和隐瞒坏消息的可能性。由此, 本文的研究假设得到验证。

表 2 非国有股东治理与国有企业股价崩盘风险: 基本回归结果

	NCSKEW		DUVOL	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>SHD_NONSOE</i>	-0.226 (-0.97)		-0.122 (-0.73)	
<i>D_NONSOE</i>		-1.678*** (-6.58)		-0.973*** (-5.61)
<i>L_NCSKEW/L_DUVOL</i>	-0.141*** (-9.91)	-0.137*** (-9.66)	-0.141*** (-10.09)	-0.137*** (-9.81)
<i>TURNOVER</i>	-0.037 (-0.89)	-0.030 (-0.74)	-0.030 (-1.00)	-0.027 (-0.88)
<i>RET</i>	1.258** (1.97)	1.216* (1.92)	0.974** (2.08)	0.951** (2.05)
<i>SIGMA</i>	0.083** (2.43)	0.080** (2.37)	0.055** (2.19)	0.053** (2.14)
<i>SIZE</i>	0.087* (1.89)	0.089** (2.01)	0.044 (1.31)	0.045 (1.41)
<i>LEV</i>	-0.008 (-0.05)	-0.002 (-0.01)	0.053 (0.46)	0.056 (0.49)
<i>ROA</i>	0.414 (1.23)	0.430 (1.29)	0.402* (1.73)	0.412* (1.79)
<i>MB</i>	-0.092*** (-4.21)	-0.090*** (-4.17)	-0.066*** (-4.27)	-0.065*** (-4.28)
<i>ABACC</i>	0.143 (0.89)	0.124 (0.78)	0.083 (0.74)	0.073 (0.65)
<i>LISTYEAR</i>	-0.039 (-0.30)	-0.109 (-0.86)	-0.075 (-0.81)	-0.116 (-1.28)
<i>BIG4</i>	-0.056 (-0.56)	-0.049 (-0.51)	-0.030 (-0.49)	-0.026 (-0.43)
<i>SHD_SOE</i>	-0.436* (-1.86)	-0.475** (-2.26)	-0.404** (-2.29)	-0.430*** (-2.72)
<i>CONSTANT</i>	-2.268** (-2.09)	-2.100** (-1.98)	-1.065 (-1.38)	-0.973 (-1.28)
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Firm</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	5 161	5 161	5 161	5 161
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.079	0.086	0.073	0.078

注: \*\*、\*和<sup>\*</sup>分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著, 括号为 *t* 值。

(三)内生性问题

为了缓解可能存在的内生性问题,本文参考刘运国等(2016)以及蔡贵龙等(2018)的做法,选取地方国有企业所在省份的地方政府放权意愿和政治经济距离作为工具变量进行两阶段回归。一方面,以国有企业所在地区的政府放权意愿(*DECENTRALIZE*)作为工具变量,<sup>①</sup>在政府放权意愿较强的地区,非国有股东参与国企治理的程度较高,而股价崩盘风险受到的直接影响较弱。另一方面,以公司所在地的省会城市距北京的经纬度距离/10 000再取自然对数来衡量政治经济距离(*DISTANCE*),作为另一个工具变量。<sup>②</sup>回归结果见表3,在第一阶段,两个工具变量的系数在1%的水平上显著为正,表明政府放权意愿越强、政治经济距离越远,非国有股东越容易委派董事参与国企治理;在第二阶段,*D\_NONSOE*的系数至少在10%的水平上显著为负,而且工具变量通过了过度识别和弱工具变量检验。在缓解内生性问题之后,本文的研究结果保持稳健。

表3 非国有股东治理与国有企业股价崩盘风险:两阶段回归结果

	<i>D_NONSOE</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>
	第一阶段	第二阶段	第二阶段
<i>D_NONSOE</i>		-4.623* (-1.79)	-3.649** (-2.04)
<i>DECENTRALIZE</i>	0.002*** (4.23)		
<i>DISTANCE</i>	0.005*** (3.96)		
<i>CONTROLS</i>	控制	控制	控制
<i>YEAR</i> 和 <i>INDUSTRY</i>	控制	控制	控制
<i>N</i>	4 633	4 633	4 633
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.120		
<i>Minimum eigenvalue statistic</i>		11.282	13.322
<i>Hansen's J</i>		0.609 ( <i>p</i> =0.44)	0.084 ( <i>p</i> =0.77)

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,括号为*t*值或*z*值。

(四)机制检验

非国有股东不仅可以提升国企会计信息质量,降低隐瞒坏消息的可能性,还可以改善国企委托代理问题,抑制制造坏消息的行为,最终降低国企股价崩盘风险。因此,本文以管理费用率(*ADMINEXP*)来衡量国企代理问题(蔡贵龙等,2018),以*DD*模型计算的盈余管理水平(*OPAQUE*)来衡量国企信息透明度(Dechow和Dichev,2002;孙健等,2016),对非国有股东降低国企股价崩盘风险进行了中介效应分析,<sup>③</sup>回归结果见表4和表5。表4汇报了非国有股东委派董事通过降低国企代理成本来缓解股价崩盘风险的机制检验结果,列(1)和列(3)中*D\_NONSOE*的系数显著

① 当地方政府财政盈余较多、地区失业率水平较低和地方政府支出水平较低时,地方政府承担的充分就业、基础设施建设等公共管理服务任务较轻。而由于拥有较多的社会经济资源,地方政府对辖区内国有企业的干预程度较低且放权意愿较强,非国有股东参与国企治理的程度较高(蔡贵龙等,2018)。较高的地区市场化程度反映了较为成熟的市场经济体制和法制环境,增加了地方政府干预辖区内企业的政治风险(林毅夫等,1997),进而整体上增强了政府放权意愿(谭劲松等,2012)。本文采用主成分分析,基于上述四个变量构造政府放权意愿变量(*DECENTRALIZE*)。

② 从地理经济学视角出发,国有企业所在地距离政治中心越远,地方政府受到的监督与压力越小。此时,地方政府干预辖区内国有企业的动机较弱,放权意愿较强,从而非国有股东参与国企治理的程度较高。

③ 本文还采用交易所发布的上市公司信息披露质量评级来衡量信息透明度,回归结果保持一致。

为负,表明非国有股东可以显著降低国有企业的代理成本;列(2)和列(4)中加入的中介变量 *ADMINEXP* 的系数显著为正,表明非国有股东确实可以通过缓解代理问题来降低国企股价崩盘风险,且回归通过了 *Sobel* 中介效应检验。表 5 汇报了非国有股东委派董事通过提升国企信息透明度来缓解股价崩盘风险的机制检验结果,列(1)和列(3)中 *D\_NONSOE* 的系数显著为负,表明非国有股东可以抑制国企盈余管理,提升信息透明度;列(2)和列(4)中 *OPAQUE* 的系数显著为正,表明非国有股东确实可以通过提升信息透明度来降低国企股价崩盘风险,且回归通过了 *Sobel* 中介效应检验。由此,非国有股东治理可以“治标兼治本”,缓解国有企业股价崩盘风险,维护国有资本金融稳定。

表 4 机制检验 1: 非国有股东治理、代理问题与国有企业股价崩盘风险

	<i>ADMINEXP</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>ADMINEXP</i>	<i>DUVOL</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>D_NONSOE</i>	-0.111*** (-4.38)	-1.513*** (-8.66)	-0.111*** (-4.37)	-0.949*** (-7.87)
<i>ADMINEXP</i>		0.214** (2.23)		0.146** (2.21)
<i>CONTROLS</i>	控制	控制	控制	控制
<i>YEAR</i> 和 <i>INDUSTRY</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	5 161	5 161	5 161	5 161
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.435	0.085	0.435	0.072
<i>Sobel Z</i>	-1.99**( <i>p</i> =0.047)		-1.97**( <i>p</i> =0.049)	

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,括号为 *t* 值。

表 5 机制检验 2: 非国有股东治理、信息透明度与国有企业股价崩盘风险

	<i>OPAQUE</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>OPAQUE</i>	<i>DUVOL</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>D_NONSOE</i>	-0.027*** (-2.92)	-1.521*** (-8.72)	-0.027*** (-2.90)	-0.955*** (-7.93)
<i>OPAQUE</i>		0.580** (2.20)		0.384** (2.10)
<i>CONTROLS</i>	控制	控制	控制	控制
<i>YEAR</i> 和 <i>INDUSTRY</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	5 161	5 161	5 161	5 161
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.085	0.085	0.085	0.072
<i>Sobel Z</i>	-1.75*( <i>p</i> =0.079)		-1.70*( <i>p</i> =0.089)	

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,括号为 *t* 值。

## 五、进一步研究

上文检验表明,非国有股东可以有效缓解国有企业的“所有者缺位”和“内部人控制”问题,改善国企公司治理机制,从而降低国企股价崩盘风险。而这种治理作用的发挥受到国企自身特征的影响,其中较为典型的是国企内部管理者权力和所处行业性质。

### (一)非国有股东治理、管理者权力与股价崩盘风险

强势的管理层会干预董事会的决策,甚至威胁更换董事会做出的提案。在国企管理者拥有较大权力的情况下,非国有股东即使向国企委派了董事,发挥监督治理作用的能力也会受到限

制。因此,本文考察在国企内部管理者权力不同的情况下,非国有股东参与国企高层治理对股价崩盘风险的影响是否存在差异。本文参照卢锐等(2008)以及权小锋等(2010)的做法,采用董事会规模、独立董事比例、管理层持股比例和是否两职合一来衡量管理层权力。在此基础上,本文采用主成分分析构建综合的管理层权力指标,并定义虚拟变量 *LOWPOWER*, 管理者权力指标低于分年度样本中位数时取值为 1, 否则为 0。为了增强实证结果的稳健性,本文定义虚拟变量 *D\_DUM*, 当样本国企存在非国有股东委派的董事时, *D\_DUM* 取值为 1, 否则为 0。

回归结果见表 6, 非国有股东委派董事变量的系数显著为负, *D\_NONSOE*×*LOWPOWER* 和 *D\_DUM*×*LOWPOWER* 的系数也显著为负。这表明在其他条件相同时, 非国有股东对国企股价崩盘风险的治理作用在管理者权力较小的国有企业中更加显著。这可能是因为, 当管理者权力较小时, 非国有股东委派的董事能够在国企决策层拥有“发声”的机会和一定话语权, 从而发挥监督和决策作用, 切实改善国企公司治理。

表 6 非国有股东治理、管理者权力与股价崩盘风险

	<i>NCSKEW</i>		<i>DUVOL</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>D_NONSOE</i> × <i>LOWPOWER</i>	-0.837** (-2.02)		-0.770** (-2.52)	
<i>D_NONSOE</i>	-1.131*** (-2.95)		-0.469* (-1.74)	
<i>D_DUM</i> × <i>LOWPOWER</i>		-0.118* (-1.73)		-0.102** (-2.02)
<i>D_DUM</i>		-0.157** (-2.49)		-0.078* (-1.77)
<i>LOWPOWER</i>	0.025 (0.84)	0.025 (0.85)	0.023 (1.07)	0.022 (1.03)
<i>CONTROLS</i>	控制	控制	控制	控制
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Firm</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	5 161	5 161	5 161	5 161
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.086	0.084	0.079	0.077

注: \*\*、\*和\*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著, 括号为 *t* 值。

### (二)非国有股东治理、行业性质与股价崩盘风险

国企所处行业性质会影响非国有股东的治理动机与能力。垄断行业的国有企业通常占据国家战略性行业, 非国有资本参股这类国企的目的主要在于分享垄断利润; 而在竞争性国有企业中, 为了追求自身利益, 非国有股东必须积极参与与国企公司治理, 改善国企会计信息质量, 从而维持和提升国企市值。因此, 本文考察了非国有股东对股价崩盘风险的治理作用在不同行业性质的国有企业中是否存在差异。本文参照岳希明等(2010)的做法, 将石油和天然气开采业、烟草制品业、石油加工、炼焦及核燃料加工业、电力、燃气及水的生产和供应业、铁路、水上及航空运输业、邮政业以及电信和其他信息传输服务业归为垄断行业, 其他为竞争行业。本文定义虚拟变量 *COMPETE*, 当样本国企属于竞争行业时, *COMPETE* 取值为 1, 属于垄断行业时取值为 0。

回归结果见表 7, 非国有股东参与国企高层治理变量的系数显著为负, *D\_NONSOE*×*COMPETE* 和 *D\_DUM*×*COMPETE* 的系数也显著为负。这表明在改善国企股价崩盘风险方面, 非国有股东

的治理作用因国企行业性质不同而存在差异,非国有股东委派董事在竞争性行业国企中可以更加显著地降低股价崩盘风险。这可能是因为,在竞争性行业国有企业中,非国有股东发挥治理作用的动机与能力较强,从而切实参与国企监督与决策,改善国企公司治理。

表 7 非国有股东治理、行业性质与股价崩盘风险

	NCSKEW		DUVOL	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>D_NONSOE</i> × <i>COMPETE</i>	-1.107*** (-2.88)		-0.529* (-1.84)	
<i>D_NONSOE</i>	-0.713** (-1.98)		-0.509* (-1.93)	
<i>D_DUM</i> × <i>COMPETE</i>		-0.127* (-1.87)		-0.078* (-1.71)
<i>D_DUM</i>		-0.120* (-1.77)		-0.073* (-1.67)
<i>COMPETE</i>	0.133 (1.29)	0.130 (1.28)	0.077 (1.05)	0.079 (1.10)
<i>CONTROLS</i>	控制	控制	控制	控制
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Firm</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	5 161	5 161	5 161	5 161
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.087	0.084	0.078	0.077

注: (1)\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,括号为 *t* 值。

## 六、稳健性检验

### (一)考虑非国有股东持股与委派董事的交互影响

国有上市公司在股权结构维度已经实现了混改,而新时代全面深化国企混改更加强调依法保障非国有资本股东行使权利(黄速建,2014),特别是选举董事的权利。考虑到非国有股东持股比例对其委派董事的行为存在影响(蔡贵龙等,2018),本文根据第一大非国有股东持股比例是否超过 5% 和非国有股东是否委派董事将样本分为四组,定义虚拟变量 *TREAT\_5%*。如果第一大非国有股东持股比例低于 5% 但委派了董事, *TREAT\_5%* 取值为 1; 而如果第一大非国有股东持股比例超过 5% 但未委派董事, *TREAT\_5%* 取值为 0。此外,以 3% 和 10% 的持股比例还设置了变量 *TREAT\_3%* 和 *TREAT\_10%*。以上述三个变量作为解释变量的回归结果与上文保持一致,表明在有效控制股权制衡的治理效应后,非国有股东参与国企高层治理仍能显著降低国企股价崩盘风险。

### (二)替换非国有股东治理的衡量方式

非国有股东之间的利益不一致可能影响其治理作用的发挥,而非国有股东委派高级管理人员进入国有企业同样可以发挥治理作用。因此,本文构造样本国企的第一大非国有股东持股比例及其与国有股东持股比例之商来衡量股权制衡维度的非国有股东治理,设置非国有股东向国有企业委派的高级管理人员数量占国有企业高级管理人员总数的比例来衡量高层治理维度的非国有股东治理。回归结果显示,股权制衡维度的非国有股东治理仍然不能显著降低国企股价崩盘风险,而非国有股东参与国企高层治理仍可以显著降低国企股价崩盘风险,表明本文的研究结论比较稳健。

## 七、结论与启示

如何防范系统性金融风险是新时代全面深化改革背景下政府和学界重点关注的问题。股票市场是中国特色金融市场体系的重要组成部分,保障其有序运作、抑制股价崩盘现象,在一定程度上构成防范化解金融风险和维护经济安全的关键环节。国有企业是国民经济的支柱,国有上市公司在我国股票市场中具有举足轻重的作用。国有上市公司的市值是否稳定,对于国有资产保值增值、金融市场稳定和经济长远发展具有重要意义。因此,如何有效缓解国有上市公司的股价崩盘风险,切实维护国家经济安全,在学术研究、资本市场实践和政府决策中都是值得研究的话题,这也是本文所关注的。

本文以2008—2015年我国沪深两市的国有上市公司为样本,手工整理年报中披露的前十大股东性质、持股比例与股东委派董事数据,分别从股权结构和高层治理两个维度来衡量非国有股东参与国企治理的程度,研究了其对股价崩盘的影响。研究发现,非国有股东仅持有股权难以发挥实质性治理作用,只有当委派董事参与国企高层治理时,才能有效缓解代理问题和改善信息透明度,进而降低国企股价崩盘风险。这一结论在缓解内生性问题和稳健性检验后仍然成立。进一步研究表明,非国有股东降低国企股价崩盘风险的作用在国企内部管理者权力较弱以及处于竞争性行业时更加显著。

本文的研究具有以下两个方面的政策启示:第一,本文在一定程度上支持了国有企业混合所有制改革在维护我国金融市场稳定安全方面的政策外溢效应。非国有股东向国有企业委派董事,可以在不失去国有股东控股权和不造成国有资产流失的前提下降低国企股价崩盘风险,维持其市值稳定。在今后的国有企业混合所有制改革推进中,政府部门可以更加关注非国有股东向国企委派董事的配套保障制度,单纯的股权混合可能难以较好地实现政策初衷,国有企业混合所有制改革的“广度”和“深度”需要统筹兼顾。同时,非国有股东实现积极的治理效果存在诸多约束条件,国企行业特征和内部管理者权力可能影响非国有股东治理作用的发挥。政府部门可以在配套行政许可改革、限制国企管理者权力以及国有企业“分类混改”等方面推进工作,从而确保非国有股东发挥实质性监督与治理作用,维护金融安全稳定,促进社会经济长远发展。第二,本文为如何有效防范化解金融风险找到一条可能的路径。切实保障持股比例较高、关心国企股价的非国有股东向国有上市公司委派董事,不仅有助于缓解国企股价崩盘风险,确保国有上市公司市值稳定,而且对于维护我国股票市场和整个金融体系的稳定安全具有重要意义。本文的研究为“守住不发生系统性金融风险的底线”提供了一定的政策参考。

### 参考文献:

- [1]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.
- [2]蔡贵龙,郑国坚,马新啸,等.国有企业的政府放权意愿与混合所有制改革[J].经济研究,2018,(9):99-115.
- [3]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.
- [4]陈燕和.国有企业应该承担三个维度的社会责任——学习习近平总书记系列重要讲话的体会[J].学术研究,2018,(4):81-87.
- [5]程敏英,魏明海.关系股东的权力超额配置[J].中国工业经济,2013,(10):108-120.
- [6]高芳.公司治理、管理者代理问题与财务重述研究[J].南开管理评论,2016,(3):168-177.
- [7]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):122-135.
- [8]郝云宏,汪茜.混合所有制企业股权制衡机制研究——基于“鄂武商控制权之争”的案例解析[J].中国工业经济,

- 2015, (3): 148-160.
- [9]黄速建. 中国国有企业混合所有制改革研究[J]. 经济管理, 2014, (7): 1-10.
- [10]黄志忠, 白云霞, 李畅欣. 所有权、公司治理与财务报表重述[J]. 南开管理评论, 2010, (5): 45-52.
- [11]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, (5): 152-160.
- [12]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.
- [13]李广子, 刘力. 上市公司民营化绩效: 基于政治观点的检验[J]. 世界经济, 2010, (11): 139-160.
- [14]黎文飞, 马新啸, 蔡贵龙. 混合所有制改革、公司治理与国有企业分红[J]. 会计与经济研究, 2020, (4): 59-78.
- [15]李小荣, 刘行. CEO vs CFO: 性别与股价崩盘风险[J]. 世界经济, 2012, (12): 102-129.
- [16]梁杰, 王璇, 李进中. 现代公司治理结构与会计舞弊关系的实证研究[J]. 南开管理评论, 2004, (6): 47-51.
- [17]林毅夫, 蔡昉, 李周. 充分信息与国有企业改革[M]. 上海: 上海人民出版社, 1997.
- [18]刘小玄. 民营化改制对中国产业效率的效果分析——2001年全国普查工业数据的分析[J]. 经济研究, 2004, (8): 16-26.
- [19]刘运国, 郑巧, 蔡贵龙. 非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2016, (11): 61-68.
- [20]卢锐, 柳建林, 许宁. 内部控制、产权与高管薪酬业绩敏感性[J]. 会计研究, 2011, (10): 42-48.
- [21]卢锐, 魏明海, 黎文靖. 管理层权力、在职消费与产权效率——来自中国上市公司的证据[J]. 南开管理评论, 2008, (5): 85-92.
- [22]彭俞超, 倪晓然, 沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 经济研究, 2018, (10): 50-66.
- [23]钱颖一. 企业的治理结构改革和融资结构改革[J]. 经济研究, 1995, (1): 20-29.
- [24]权小锋, 吴世农, 文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究, 2010, (11): 73-87.
- [25]孙健, 王百强, 曹丰, 等. 公司战略影响盈余管理吗?[J]. 管理世界, 2016, (3): 160-169.
- [26]谭劲松, 简宇寅, 陈颖. 政府干预与不良贷款——以某国有商业银行 1988~2005 年的数据为例[J]. 管理世界, 2012, (7): 29-43.
- [27]王国刚. 中国金融 70 年: 简要历程、辉煌成就和历史经验[J]. 经济理论与经济管理, 2019, (7): 4-28.
- [28]王化成, 曹丰, 高升好, 等. 投资者保护与股价崩盘风险[J]. 财贸经济, 2014, (10): 73-82.
- [29]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): 45-57.
- [30]王明智, 于佳璇. “四万亿计划”与供给侧改革: 问题与启示[J]. 中国集体经济, 2018, (7): 48-50.
- [31]王曾, 符国群, 黄丹阳, 等. 国有企业 CEO“政治晋升”与“在职消费”关系研究[J]. 管理世界, 2014, (5): 157-171.
- [32]魏明海, 蔡贵龙, 柳建华. 中国国有上市公司分类治理研究[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2017, (4): 175-192.
- [33]吴有昌. 国有企业内部人控制问题的成因及对策[J]. 改革, 1995, (4): 73-78.
- [34]许年行, 江轩宇, 伊志宏, 等. 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.
- [35]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.
- [36]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.
- [37]岳希明, 李实, 史泰丽. 垄断行业高收入问题探讨[J]. 中国社会科学, 2010, (3): 77-93.
- [38]曾诗韵, 蔡贵龙, 程敏英. 非国有股东能改善会计信息质量吗?——来自竞争性国有上市公司的经验证据[J]. 会计与经济研究, 2017, (4): 28-44.
- [39]张继德, 刘素含. 从中国联通混合所有制改革看战略投资者的选择[J]. 会计研究, 2018, (7): 28-34.
- [40]Berle A, Means G. The modern corporation and private property[M]. Piscataway: Transaction Publishers, 1932.
- [41]Bortolotti B, D'Souza J, Fantini M, et al. Privatization and the sources of performance improvement in the global tele-

- communications industry[J]. *Telecommunications Policy*, 2002, 26(5-6): 243-268.
- [42] Callen J, Fang X. Religion and stock price crash risk[R]. SSRN Working Paper, 2012.
- [43] Callen J L, Fang X H. Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism?[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37(8): 3047-3063.
- [44] Dechow P M, Dichev I D. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors[J]. *The Accounting Review*, 2002, 77(S1): 35-59.
- [45] Graham J R, Harvey C R, Rajgopal S. The economic implications of corporate financial reporting[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 40(1-3): 3-73.
- [46] Gupta N. Partial privatization and firm performance[J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(2): 987-1015.
- [47] Hong H, Stein J C. Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes[J]. *The Review of Financial Studies*, 2003, 16(2): 487-525.
- [48] Jin L, Myers S C.  $R^2$  around the world: New theory and new tests[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(2): 257-292.
- [49] Kim J B, Li Y H, Zhang L D. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011a, 100(3): 639-662.
- [50] Kim J B, Li Y H, Zhang L D. CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011b, 101(3): 713-730.
- [51] Kim J B, Simunic D A, Stein M T, et al. Voluntary audits and the cost of debt capital for privately held firms: Korean evidence[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(2): 585-615.
- [52] Kim J B, Zhang L D. Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2014a, 31(3): 851-875.
- [53] Kim J B, Zhang L D. Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2014b, 33(1): 412-441.
- [54] Kim Y, Li H D, Li S Q. Corporate social responsibility and stock price crash risk[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2014, 43: 1-13.
- [55] Kothari S P, Shu S, Wysocki P D. Do managers withhold bad news?[J]. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47(1): 241-276.
- [56] Laffont J J, Tirole J. A theory of incentives in procurement and regulation[M]. Cambridge, MA: The MIT Press, 1993.
- [57] LaFond R, Watts R L. The information role of conservatism[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(2): 447-478.
- [58] Megginson W L, Nash R C, van Randenborgh M. The financial and operating performance of newly privatized firms: An international empirical analysis[J]. *The Journal of Finance*, 1994, 49(2): 403-452.
- [59] Megginson W L, Netter J M. From state to market: A survey of empirical studies on privatization[J]. *Journal of Economic Literature*, 2001, 39(2): 321-389.
- [60] Verrecchia R E. Essays on disclosure[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 32(1-3): 97-180.
- [61] Xu N H, Jiang X Y, Chan K C, et al. Analyst coverage, optimism, and stock price crash risk: Evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2013, 25: 217-239.
- [62] Xu N H, Li X R, Yuan Q B, et al. Excess perks and stock price crash risk: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 25: 419-434.

# Governance of Non-state Shareholders and Financial Stability of State-owned Capital: An Analysis on Stock Price Crash Risk

Ma Xinxiao<sup>1</sup>, Tang Taijie<sup>2</sup>, Zheng Guojian<sup>1</sup>

(1. Business School, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;

2. Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China)

**Summary:** How to better utilize market mechanisms to ensure the stability of Chinese financial system and prevent financial risks under the new development pattern of Chinese expanding financial opening to the outside world has become an extremely important research topic at the national governance level. In the context of the mixed ownership reform, non-state shareholders can better participate in the governance of state-owned enterprises and alleviate the principal-agent problem, thereby reducing the risk of state-owned enterprise stock price crash risk and maintaining the financial stability of state-owned capital.

On this foundation, our paper uses the data of state-owned listed companies from 2008 to 2015 as a sample, and manually sorts out the data on the nature of the top ten shareholders, shareholding ratios, and directors appointed by shareholders in the annual report, so as to study the impact of the governance of non-state shareholders on stock price crash risk among state-owned enterprises from the dimensions of equity balance and high-level governance. It finds that it is difficult for non-state shareholders to play a governance role only by holding equity. And only when non-state shareholders appoint directors to participate in the high-level governance of state-owned enterprises, can they effectively alleviate agency problems and improve information transparency, thereby reducing the stock price crash risk of state-owned enterprises. Further research shows that the aforementioned effect is more prominent in state-owned enterprises with low internal management power and competitive industries.

Our paper mainly has the following two policy recommendations. On the one hand, it supports the policy spillover effect of state-owned enterprise mixed ownership reform in maintaining the security and stability of Chinese financial market. That is, non-state shareholders appointing directors to state-owned enterprises can reduce the stock price crash risk of state-owned enterprises and maintain the stability of their market value without losing the controlling rights of state-owned shareholders or causing the loss of state-owned assets. Thus, the national leader can pay more attention to the supporting guarantee system for non-state shareholders to appoint directors to state-owned enterprises in the future mixed ownership reform.

On the other hand, this paper finds a path for how to effectively prevent and resolve financial risks. Under the realistic environment where the stock market is an important part of Chinese financial system and state-owned listed companies are the mainstay of Chinese stock market, it is possible to effectively ensure that non-state shareholders who are more concerned about the stock price of state-owned enterprises nominate and appoint directors to state-owned listed companies. This will not only help to alleviate the stock price crash risk of state-owned enterprises and maintain the stability of the market value of state-owned listed companies, but also help to maintain the stability and security of Chinese stock market and even the entire financial system.

**Key words:** state-owned enterprises; mixed ownership reform; high-level governance; stock price crash risk; financial stability

(责任编辑 康健)