

资本市场股价崩盘风险的形成机制和影响因素：从宏观市场到微观治理

邓达炫¹

¹ 澳门科技大学, 2531345935@qq.com

摘要：股价崩盘风险表现为证券价格没有预料到的大幅下跌，给投资者资产安全和资本市场的平稳运行带来极大威胁，为系统钻研该极端风险的诱发逻辑，本文首先从宏观市场与微观公司双重视角梳理股价崩盘形成机制：在市场这个维度上，涵盖了有效市场假说当中的财务杠杆和波动率反馈效应，以及行为金融学所涉及视角下的非理性噪声交易和异质信念冲击；从公司的维度来讲，重点分析基于代理冲突和信息不对称理论的“信息捂盘假说”的情况。以这个为基础，本文进一步从企业内、外部环境两方面对股价崩盘风险的影响因素做了归纳，内部因素主要受管理层的行为（像股权激励、税收规避、过度投资还有高管特质等）、信息披露质量和大股东特征所驱动；外部因素主要关联机构投资者的监督和羊群行为表现、外部审计质量好坏、媒体监督以及董监高责任保险的治理干预影响，本文开展的理论梳理，给理解资本市场剧烈震荡机制提供了完整的认知维度，也为防范系统性金融风险、加大企业信息透明度及优化治理效能提供了重要的理论支撑。

关键词：股价崩盘风险，形成机制，影响因素，信息捂盘假说，公司治理

1 股价崩盘风险的定义及形成机制

股价崩盘风险被定义为股市指数或个股价格无预期大幅下挫的机率^[34]。根据 Jin & Myers 的理论，当企业业绩未达投资者预期，出于升迁机会、业绩指标及当期薪酬或私利的考量，管理者存在隐瞒不利消息的倾向，当消极信息不断堆积至阈值并最终跨越临界点时（如隐瞒成本超过收益、外部监管压力剧增、突发事件触发），管理者无力继续隐瞒累积的坏消息时，会向市场全部释放所有坏消息，从而导致股价崩盘^[39]。股价崩盘不仅仅反映个别股票的表现，而且是市场对经济环境、公司业绩以及其他外部因素的反应。从作用范围看，股价崩盘风险包含市场指数崩盘与个股崩盘两个维度，股价急剧下挫将对资本市场及投资者产生负面冲击，也会对资本市场带来巨大震荡，不但导致投资者在短时间内遭受显著的资金损失，利益受损，更会严重打击投资者对证券市场的信心，甚至影响到整个市场的稳定性，破坏金融市场稳定，进而影响到实体经济的有序发展。股价崩盘风险，作为公司特定收益分布中极端负值的表现，已经吸引了相当多的研究兴趣。相关的研究者主要从如下两个角度进行研究：

1.1 市场维度

分析市场层面的股价崩盘风险时，相关研究既采用了有效市场理论的理性人模型，也引入了行为金融学的非理性人视角。

依据有效市场假说的理论维度做分析，Black 对财务杠杆效应的理论模型进行了阐述，研究得出的结论为企业财务和经营的双重杠杆风险会抑制股价的高度，也就是在股价震荡下行的过程中，企业财务基本情形与经营安全范围恶化，股票收益波动幅度变大使风险程度上升^[19]。部分

作者简介：邓达炫，男，澳门科技大学商学院博士研究生，研究方向：企业合规与公司治理。

学者发现财务杠杆效应理论不足以充分说明实际股票市场的动态变动,尤其在交易日频的这个阶段,股价短期的走低难以引发波动性大幅上涨进而造成崩盘现象, Bekaert & Wu 和 Pindyck 构建形成了波动率反馈理论^{[17][37]}, 该理论主张于高效的市場当中, 当股票市场持续有相关的数据和信息涌入时, 引起股价变动的范围变大, 投资者据此开展明智的操作, 使得风险溢价基准上扬, 积极信号会部分消除股价的上行阻力, 负面资讯会使股价下跌的空间更大。波动率回馈理论相较于财务杠杆效应理论在学术解释上更胜人一筹, 但同样表现出理论分析透彻数据支持不足的弊端, Blanchard & Watson^[20]验证了金融泡沫的固有特征以及存在条件, 在一般的市場里, 理性假设所设定的范围内泡沫是存在的, 而证券价格大幅上涨、行情崩裂等现象, 跟理性泡沫的产生逻辑吻合度高, 剖析了理性泡沫跟市场主体理性预期以及无套利条件的相容情况。

行为金融学理论推导出市场主体的理性是有上限的, 该理论框架颠覆了传统金融学一直以来的“完全理性”假设, 指出投资者判断易受认知方面的不足、情绪干扰和信息处理不充分的作用, 造成价格走势与基本面有不相符表现, 不易确切体现股票内在价值, 呈现出有限理性方面的属性。Shiller^[53]在具有划时代意义的研究里, 数据验证呈现出股价变化范围明显超出基本面(如股息)可支撑的范围, 说明市场体现出系统性的非理性态势, 他指出投资者情绪一般会被媒体和社会叙事左右, 致使非基本面有过度的波动情况, 个体有模仿的倾向产生, 盲从他人的投资决策, 投资者的不理性举动造成股价有崩盘的风险。交易者过度依靠历史交易价格或无关的资讯开展价值分析, DeLong et al.的噪声交易者模型首次严格论证了噪声交易者行为和股价泡沫扩大以及市场崩盘可能性的联系, 这个模型阐释了, 市场中主要参与的是两类人: 理性型套利者跟噪声交易者。噪声交易者因为心理偏差、被噪声误导或是有非理性预期, 而非根据基本面指标(像过度追捧或回避行为)产生稳定的认知偏倚, 要是噪声交易者规模闯过临界点时, 其一起开展的买卖操作会影响市场走势, 造成市场价格长期显著地和基本面水平不一致, 而理性套利者因做风险防范未能充分把这种偏离消除, 即噪声交易者的风险会对理性套利活动起到干扰作用^[30]。Romer^[52]阐明, 市场效率存在局限性, 因此股价对信息的体现也存在局限性, 市场参与者起初难以区分其他交易者的信息类型, 然而随着市场交易的不断持续, 交易者能渐渐辨明其他市场主体的信息属性, 若被遮蔽的负面消息在短时间内集中爆发, 将引发股价急速下挫。Romer^[52]运用模型阐明, 即使市场主体均为理性行为人, 且市场信息近乎停滞的情况下, 未公开信息的突然披露也会引发股价的剧烈震荡。Cao et al.^[21]则提出了“信息阻塞”模型, 从“投资者之间的信息传递”角度切入, 从需求端的行为维度作为股价崩盘的另一种理论解释。场外投资者的“观望到入场”行为是崩盘的触发机制。在该模型中, 交易行为本身会成为一种“信息载体”, 价格上升趋势交易量放大被解读为“基本面改善”的信号, 吸引更多资金入场; 下跌阶段, 交易量萎缩或抛售增加则被解读为“利空确认”, 触发恐慌性出逃, 放大价格下跌的幅度。这种由交易行为驱动的信息传递, 会使股价偏离基本面的程度进一步加剧。Hong & Stein^[35]则构建了一个模型, 纳入了投资者信念的异质性, 首次系统性解释了股价崩盘的三大典型特征(无信息驱动、下跌非对称性、传染性)。所谓的异质性即投资者对资产价值的判断呈现多空分歧, 投资者情绪呈现两极分化的态势, 进而引发投资者对股价走势的预期分歧, 正是由于预期存在分歧以及制度或成本约束导致悲观投资者无法通过卖空行为向市场传递负面信号, 使得负面信息被持续隐藏, 股价无法及时反映悲观预期, 形成悲观情绪堰塞湖, 形成崩盘隐患, 当悲观情绪达到市场无法承载的时点, 此前被压抑的悲观预期集中释放, 进一步加剧抛售压力, 最终引发股价崩盘。

对市场崩盘风险成因的诸多理论探讨, 不仅为该领域奠定了研究基础, 也持续推动着学术认识的深化。这些模型既为决策者提供了分析市场波动的重要理论参照, 也对维护资本市场整体稳定具有积极的启示意义。

然而, 前述理论框架仍存在一些值得进一步探讨的局限性。早期基于有效市场假说的模型, 通常建立在投资者完全理性、信息充分反映等理想化预设之上, 这使得其在复杂多变的真实环境中解释力极为有限。后续兴起的行为金融模型, 虽然对传统理论中的严格假设环境向着真实的市

市场环境靠近,从有限理性和信息不对称等角度尝试解释价格崩盘,但其对实际市场数据的拟合与阐释能力仍显不足。尤其值得注意的是,多数模型侧重于解释市场层面的系统性崩盘,因而往往默认公司信息透明度不足,投资者主要依赖私人信号与历史价格进行决策。此外,部分研究从市场机制设计入手,如探讨卖空限制与交易行为及成本的影响^{[35][21][48]},主张通过完善交易制度来防范崩盘。应当认识到,健全的市场机制固然有助于缓解大规模崩盘的发生,但难以从根本上消除价格极端波动的风险。

1.2 公司维度

就广大股民而言,其关注焦点集中在所购股票的暴跌风险上,由于各上市公司存在差异性,其股价崩盘风险也各不相同,传统市场维度理论难以阐释此类差异性。Chen et al.^[27]基于投资者异质信念与交易行为的分析框架,首次从个股层面揭示股价崩盘风险的驱动因素。文章指出,市场中的投资者对个股价值的判断存在差异,乐观的投资者主导了股票上涨阶段的交易,导致股价脱离基本面;而悲观的投资者因卖空限制或获取信息的差异无法有效传递负面信息,导致股票负面预期被隐藏。个股崩盘风险与前期交易活跃度息息相关,当股票在过去一段时间内的交易量相对趋势水平大幅上升时,意味着投资者判断差异加剧,股价的崩盘风险(负偏态)显著增加。这篇开创性的文章首次将对股价崩盘风险研究的维度从市场整体角度聚焦到个体公司股票层面并构建了股价崩盘风险的量化度量体系。Jin & Myers^[39]的“信息捂盘假说”,是目前接受度最广的从公司层面解释股价崩盘的形成原因的学说,他们依托代理理论和信息不对称原理对股价崩盘做出理论说明:管理层为谋求个人利益最大化,往往会隐瞒上市公司的“负面消息”。这些“负面消息”在长时间内不断累积和恶化,最终会突破临界点而集中爆发,导致股票价格断崖式下跌,引发崩盘。信息不对称的程度越高,股价崩盘的风险也就越大。股价崩盘与上市公司的代理问题存在着密切的联系,因此,从理论上讲,防范和化解股价崩盘风险应当从降低上市公司的代理成本入手。Hutton et al.^[36]从会计信息透明度角度探究个股崩盘风险形成机理,指出在会计信息透明度比较低的企业,高管更容易通过粉饰报表等会计手段刻意隐藏负面消息,在某种程度上降低了企业信息的公开透明度,当囤积的负面信息无法再藏匿而不得不集中释放的时候,投资人会选择恐慌性抛售,从而引发股价崩盘风险。同时,Kothari et al.^[46]从管理层职业生涯、声誉及薪酬考量维度视角,基于代理冲突和信息不对称理论,指出了管理层“报喜不报忧”的动机和后果。管理层拖延披露坏消息的时间越长,被隐瞒的负面情况不断叠加,隐瞒行为引发的资源消耗持续增长,长期隐瞒面临越来越大的阻碍,待公司隐匿的不利消息突破临界值,便在市场集中爆发,导致股价断崖式下跌。Benmelech et al.^[18]基于管理层的股权激励维度进行研究并得出结论,股票期权等股权激励会诱发管理层的短视行为,为了兑现期权而推高股价,而对于企业发展的负面信息则会采取回避或隐匿的手段。最终,管理层不得不对外披露负面信息,甚至是一次性把前期积累的负面信息集中披露,导致股价大幅下跌。与此前研究多聚焦于股权激励的正面激励效应以及降低代理成本效应不同,该研究创新性地揭示了其负面风险:股权激励并非天然的“治理工具”,其结构设计会直接影响企业的信息披露质量与崩盘风险。

2 股价崩盘风险的影响因素

关于股价崩盘风险决定因素的研究大多遵循Jin & Myers^[39]的理论框架,他们认为公司内部人与外部利益相关者之间存在的信息不对称可能助长崩盘风险。关于股价崩盘风险的影响要素,当前研究普遍采用实证范式,辅以理论研究,普遍采用企业内部与外部双重视角进行分类,从企业治理角度看,内部要素包含管理层行为模式、内控质量以及控股股东结构,从企业外部环境看,由机构持股、审计服务与媒体监督、董监高责任保险等外部维度组成。

2.1 企业内部因素

从企业管理层行为的角度来看, Kim et al.^[41]研究了 CEO 与 CFO 股权激励对崩盘风险的相对影响, 发现 CFO 期权组合价值与股价之比会显著加剧股价崩盘风险。Kim & Zhang^[42]认为如果企业把期权激励设计为高管薪酬的组成部分, 管理层为了寻求股价的稳固与急速攀升, 会增加管理层的机会主义倾向, 从而刻意淡化甚至隐瞒公司层面的负面事件, 进而用损害公司长远利益的方式达成股权增值目的, 进而推高股价闪崩的概率。采用税收规避方式进行盈余管理同样会加大股价崩盘风险, 企业税收规避是一种管理盈余并从而隐瞒坏消息的技术。Kim et al.^[40]发现企业税收规避增加了崩盘风险, 支持了激进的税收策略和规划为管理者提供了隐藏负面信息的手段, 从而增加崩盘风险的观点。然而, 审计师提供的税务服务会约束税收费用管理和税收规避(知识溢出效益), 从而降低崩盘倾向^[33]。Callen & Fang^[25]的研究显示, 当卖空者察觉管理层存在捂盘意图时, 卖空方会加剧看跌情绪进而减持相关股票, 通过短期利率也可观测到股价崩盘前兆; Xu et al.^[55]研究发现, 作为国有上市公司高管, 他们的收入构成除了固定报酬与股权激励外, 还可获得可观的补充福利, 为保障此类福利待遇, 企业管理者存在更强的负面消息隐瞒倾向, 而资本投资方则较易陷入认知偏差, 从而放大了股价剧烈下挫的概率; 李小荣与刘行^[6]分析认为, 若企业首席执行官由女性担任时, 可降低股价崩盘风险, 然而当首席财务官为女性时, 对股价崩盘风险的遏制效果较弱。黄新建及其同事^[3]认为, 董事长的个人特质与股价崩盘风险存在关联, 主要指个人的学历高低与年龄大小。实证研究证实, 教育背景薄弱的样本股价崩盘倾向更强; 年轻董事长所在样本组的股价崩盘风险显著更高; 分样本检验可见, 相较于国企, 民企董事长上述特征对股价崩盘风险的负面影响更为显著。江轩宇与许年行^[5]的实证数据表明, 过度投资使企业面临资源分配失效与业绩隐患, 持续积累负面信号, 将抬高股价闪崩的隐患。梁权熙及曾海舰^[7]的研究结果显示, 独立董事制度的实施会降低股价崩盘风险, 独立董事凭借其特殊属性, 可在董事会表决时表达反对立场, 可实现对上市公司治理行为的监督约束, 限制管理层的激进策略以降低股价暴跌概率。Kim et al.^[43]提出, 企业掌舵人的过度自信易诱发股价崩盘, 该类型的 CEO 确信现阶段投入亏损的项目未来具有高回报潜力, 故其往往对投资方隐瞒项目存在的问题, 以维持项目运作不中断。Andreou 等人^[15]的实证分析显示, 企业若由年轻 CEO 掌舵, 其股价崩盘风险往往更高, 为保持个人职业形象, 存在隐匿公司亏损的真实情况的倾向。Chen 等人的研究^[28]表明, 实施内部控制可加强信息透明性, 显著缓解未来股价大幅下挫的风险, Jia^[37]的实证分析表明, 实施研发自主创新的企业存在较高崩盘隐患, 由于科研攻关成功率欠佳, 且研发负面数据往往不予公布。Jia^[38]进一步证实, 职位晋升所衍生的竞争激励会提高崩盘风险, 此类激励将推动管理层采取消极消息的隐匿策略, 且助长高管违规操作。而 Cao et al.^[22]的研究则表明, 拥有海外背景的董事成员, 因受到全球主流治理模式的熏陶和培养, 对管理层行为的监督规范既积极又专业, 具有海外背景的董事在公司内外的社交关系相对简单, 因此独立运作的优势明显, 使其在监督过程中更具成效, 进而减少股价暴跌的可能性。

就信息透明度而言, Kim & Zhang^[42]发现会计稳健性评级靠前的企业, 受会计稳健性确认原则的制约, 针对负面消息的确认更为迅速, 管理层因此面临更高成本来隐藏不利信息, 降低了可能的因管理层与股东利益而冲突引发的股市崩盘风险。研发投入规模较大的企业, 基于创新机密的保护要求, 信息透明度较差; 就市场集中度水平较高的企业而言, 鉴于市场垄断程度高, 竞争态势疲软, 信息传递效率明显较差; 在分析师跟踪数量偏低的企业中, 由于市场分析力量的薄弱, 信息筛选的难度及支出上升, 容易引发更高层次的信息不对称; 会计稳健性针对这些情形的股价崩盘风险抑制作用更为显著。DeFond 等学者^[29]的研究显示, 非金融上市公司采用 IFRS 后, 股价暴跌现象得到缓解, 而金融企业采纳国际财务报告准则后, 股价崩盘风险未出现明显波动。根据 Francis et al.^[31]的结论, 盈余管理行为会推升个股崩盘概率, 但在萨班斯-奥克斯利法案(SOX)后则变得不再显著。Kim et al.^[44]企业间财务报告可比性越高, 能有效削弱管理层的盈余管理意图, 降低投资者与管理层间的信息鸿沟, 控制股价崩盘风险。Kim & Zhang^[42]发现在会计稳健性

特征明显的企业里, 高管很难借助掩盖不利消息来误导市场投资者, 稳健的会计处理方式同样会影响管理决策, 推动管理者果断叫停亏损业务, 进而削弱崩盘隐患。研究发现, 企业自愿披露企业社会责任 (CSR) 信息也可以减少信息不对称, 并减轻囤积坏消息的必要性。社会责任感强的企业除了其他益处外, 还能提供更多、更好的财务披露, 并且较少进行盈余管理^[32]。Kim, Park & Weir^[45]的研究也揭示了 CSR 披露较好的公司具有较低的崩盘风险。宋献中等^[9]研究了 2009—2014 年沪深 A 股上市公司, 研究表明企业 CSR 信息披露主动性越强, 股价闪崩概率降低, 数据显示 CSR 信息既产生信息补充效应, 又形成声誉防护效应, 共同作用降低了股价崩盘风险, 且声誉保险效应的作用更明显。

从大股东视角出发, 吴战篪与李晓龙^[12]的研究表明, 主要股东减持股票的行为会加剧市场崩盘可能性, 然而相应的股价崩盘风险并非来自大股东减持的信息披露, 其真正原因在于大股东抛售股票的行为激化了与外部投资者的利益冲突, 引发外部投资者预期混乱, 外部非控股股东采取压低股价的方式实现风险补偿。为管控风险, 机构投资者也会主动减少持股数量, 进而放大个股闪崩风险。王化成等研究者^[11]认为, 大股东持股比例与崩盘风险存在关联, 基于委托代理矛盾, 股东与管理层的利益诉求存在差异, 对代理关系紧张的企业样本而言, 小股东监督功能薄弱, 若大股东持股比例较高, 大股东对公司的实际影响力明显, 从维护股东利益的角度出发, 大股东往往更主动参与公司决策并强化对管理层的制衡, 由此降低个股暴跌的概率。

2.2 企业外部因素

从专业投资机构的角度看, 普遍观点认为机构投资者具备更高水平的投资专业素养, 可以更冷静地应对市场波动。现有研究表明, 机构所有者的监督约束了管理层对异常应计项目机会主义操纵行为, 从而提高了企业会计盈余信息质量^{[49][54]}, 而更高质量的盈余信息进一步降低了股价崩盘风险。Callen & Fang^[25]的研究也支持上述观点, 证据表明机构投资者实施监督行为可减轻股价崩盘压力, 尤其是投资期限更长的机构投资者, 因其更加关注企业长期发展, 更能有效监督和抑制管理层的短期行为。An & Zhang^[14]也持有同样的观点, 统计结果显示, 高比例持股与长期持有企业股票的机构对管理层监督更为有效, 抑制坏消息的遮掩, 进而提高监督水平。然而, 他们并未进一步研究这两类机构投资者影响崩盘风险的具体机制。但许年行等^[13]的研究显示, 机构投资者并非绝对理性的主体, 也可能出现从众行为, 该现象常引发机构投资者漠视自身信息优势, 随波逐流地跟进其他机构的行动, 由此产生的结果是优势信息没有反映在市场中, 进而降低了市场透明性, 进而推高了个股崩盘概率。当机构投资者形成卖出共识时, 羊群效应对崩盘风险的催化作用更甚; 即使有投资理念更为理性稳健的境外机构投资者坐镇, 这种羊群行为的影响依然无法被削弱。曹丰等^[1]的调研结果显示, 国内资本市场发展水平相对滞后, 监管体系仍存在改进空间, 机构投资者存在与管理层串谋的倾向, 依托内幕交易实现利益最大化, 造成信息差扩大与股价崩塌风险升高, 而监管制度更完备的区域, 则能削弱这种正向关联。

从外部审计的角度来看, 大型审计公司和行业专家审计师在提高财务报告品质和遏制管理者出于机会主义目的进行盈余管理的动机方面发挥着重要作用^{[16][47]}。学者江轩宇与伊志宏^[4]指出会计师事务所的能力边界与股价崩盘风险存在关联, 若企业挑选具备更高专业水准及更深行业经验的会计师事务所, 借助行业深耕经验, 会计师事务所可提升审计师对财报问题的识别能力, 借此限制管理层的利润操纵空间, 强化信息披露水平, 减少因代理问题带来的影响, 削弱股价崩盘隐患。企业的产权性质差异对审计专长与崩盘风险间的负相关关系无明显影响, 高质量的审计机制能缩短企业负面信息的披露时滞, 既有助于改善公司治理状况, 又可以减少企业日后股价崩盘的可能性。万东灿^[10]的研究证实了随着审计服务费用的上升, 股价暴跌的风险明显减弱, 充裕的审计费用允许会计师事务所调配更多审计资源开展对企业进行的审计工作, 从而提升了审计质量, 提高了财务报告所披露内容的真实性与公平性, 抑制消极数据的隐瞒倾向, 由此抑制崩盘风险。Robin & Zhang^[51]发现, 审计师行业专长的信息中介和公司治理作用降低了崩盘风险。他们还进

一步论证了行业专家和审计师通过降低不透明度、增加会计稳健性和抑制激进的税收规避行为来降低股价崩盘风险。Callen & Fang^[26]则引用了美国资本市场 1981—2011 年的数据,围绕审计师与被审计企业的合作关系展开分析,结果表明,审计师的任职时间越长,企业上一年度的股价崩盘风险越小,审计师任期越长越能增强审计师对客户的特定认知,提升审计质量和问题识别能力从而降低了未来股价崩盘风险。褚剑与方军雄^[2]采用 2009—2015 年的数据,剖析政府审计对央企上市公司崩盘风险的影响机制,统计结果显示政府审计与公司股价崩盘风险呈负相关关系,政府审计推动企业及时对外公布负面信息,提升信息透明度,审计覆盖次数越多,对企业监管效力越高,信息隐瞒行为的可行性下降。

就新闻曝光层面而言,罗进辉与杜兴强^[8]通过研究新闻媒体和制度环境对股价崩盘风险的作用时发现,媒体关注度与公司信息披露水平存在正向关联,媒体关注度越高,公司对负面消息的遮掩行为成本越高,媒体对上市公司的报道数量越大,报道水平越高,其股价断崖式下跌的风险越小,企业属地制度更完善,安排更合理,新闻报道与股价崩盘风险的负相关程度下降。

董监高责任保险包含了董监高责任保险承保人对公司诉讼可能性和损害程度的预期评估,可以被视为一个连续的、事前的诉讼风险度量。公司购买董监高责任保险是为了补偿董事和高级管理人员因诉讼产生的抗辩成本和和解费用^{[23][24]}。Yuan, Sun, & Cao^[56]使用中国上市公司的数据研究了董监高责任保险对崩盘风险的影响。他们认为,在公司层面治理水平薄弱和国家层面投资者保护尚不完善的制度背景下,董监高责任保险作为一种外部监督机制,能有效抑制股价崩盘风险。

参考文献:

- [1] 曹丰,鲁冰,李争光,等.机构投资者降低了股价崩盘风险吗?[J].会计研究,2015,(11):55-61+97.
- [2] 褚剑,方军雄.政府审计的外部治理效应:基于股价崩盘风险的研究[J].财经研究,2017,43(04):133-145.
- [3] 黄新建,王一惠,赵伟.管理者特征、过度自信与股价崩盘风险——基于上市公司的经验证据[J].会计之友,2015,(20):76-82.
- [4] 江轩宇,伊志宏.审计行业专长与股价崩盘风险-基于信息不对称与异质信念视角的检验[J].中国会计评论,2013,11(2),139-160.
- [5] 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,(08):141-158.
- [6] 李小荣,刘行.CEO vs CFO:性别与股价崩盘风险[J].世界经济,2012,35(12):102-129.
- [7] 梁权熙,曾海舰.独立董事制度改革、独立董事的独立性与股价崩盘风险[J].管理世界,2016,(03):144-159.
- [8] 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,(09):53-59+97.
- [9] 宋献中,胡珺,李四海.社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J].金融研究,2017,(04):161-175.
- [10] 万东灿.审计收费与股价崩盘风险[J].审计研究,2015,(06):85-93.
- [11] 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,(02):45-57+187.
- [12] 吴战箴,李晓龙.内部人抛售、信息环境与股价崩盘[J].会计研究,2015,(06):48-55+97.
- [13] 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,(07):31-43.
- [14] An, H., & Zhang, T. Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*[J], 2013, 21, 1-15.
- [15] Andreou, P. C., Louca, C., & Petrou, A. P. CEO Age and Stock Price Crash Risk. *Review of Finance*[J], 2016, 21(3), 1287-1325.
- [16] Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J. & Subramanyam, K. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*[J], 1998, 15(1), 1-24.

- [17] Bekaert, G., & Wu, G. Asymmetric volatility and risk in equity markets. *The Review of Financial Studies*[J],2000,13(1),1-42.
- [18] Benmelech, E., Kandel, E., & Veronesi, P. Stock-based compensation and CEO (dis) incentives. *The Quarterly Journal of Economics*[J],2010,125(4),1769-1820.
- [19] Black, F. Studies of stock market volatility changes. *Proceedings of the American Statistical Association, Business and Economic Statistics Section*.1976,177-181.
- [20] Blanchard, O. J., & Watson, M. W. (1982). Bubbles, rational expectations, and financial markets. In P. Wachtel (Ed.), *Crises in the economic and financial structure* (pp. 295-316). Lexington Books[M].
- [21] Cao, H. H., Coval, J. D., & Hirshleifer, D. Sidelined investors, trading-generated news, and security returns. *The Review of Financial Studies*[J],2002,15(2),615-648.
- [22] Cao, F., Sun, J., & Yuan, R. (2019) . Board directors with foreign experience and stock price crash risk: evidence from China. *Journal of Business Finance and Accounting*[J],2019,46(9-10),1144-1170.
- [23] Cao, Z., & Narayanamoorthy, G. S. The effect of litigation risk on management earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research*[J],2011,28(1),125-173.
- [24] Cao, Z., & Narayanamoorthy, G. S. Accounting and litigation risk: evidence from directors' and officers' insurance pricing. *Review of Accounting Studies*[J],2014,19,1-42.
- [25] Callen, J. L., & Fang, X. Institutional Investor Stability and Crash Risk: Monitoring versus Short-termism?. *Journal of Banking and Finance*[J],2013,37,3047-3063.
- [26] Callen, J.L., & Fang, X. Crash risk and the auditor-client relationship. *Contemporary Accounting Research*[J],2017,34(3),1715-1750.
- [27] Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*[J],2001,61(3),345-381.
- [28] Chen, J., Chan, K. C., Dong, W., & Zhang, F. Internal control and stock price crash risk: evidence from China. *European Accounting Review*[J],2017,26(1),125-152.
- [29] DeFond, M.L., Hung, M., & Li, S. Does mandatory IFRS adoption affect crash risk? *The Accounting Review*[J],2015,90(1),265-299.
- [30] DeLong, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*[J],1990,98(4),703-738.
- [31] Francis B, Hasan I, & Li L. Firms' real earnings management and subsequent stock price crash risk. *Review of Quantitative Finance & Accounting*[J],2014,43(4),655-687.
- [32] Gelb, D. S., & Strawser, J. A. Corporate social responsibility and financial disclosures: an alternative explanation for increased disclosure. *Journal of Business Ethics*[J],2001,33(1),1-13.
- [33] Habib, A., & Hasan, M. Audit firm tenure, tax avoidance, and crash risk. *Journal of Business Ethics*[J],2016,135(4),689-707.
- [34] Habib A ,Hasan M M ,Jiang H . Stock price crash risk: review of the empirical literature[J]. *Accounting & Finance*,2018,58211-251.
- [35] Hong H ,Stein C J . Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes[J]. *The Review of Financial Studies*,2003,16(2):487-525.
- [36] Hutton P A ,Marcus J A ,Tehrani H . Opaque financial reports, R 2 , and crash risk[J]. *Journal of Financial Economics*,2008,94(1):67-86.
- [37] Jia N . Corporate innovation strategy and stock price crash risk[J]. *Journal of Corporate Finance*,2018,53155-173.

- [38] Jia N .Tournament Incentives and Stock Price Crash Risk[J].Accounting Horizons,2018,32(3):101-121.
- [39] Jin L ,Myers C S .R² around the world: New theory and new tests[J].Journal of Financial Economics,2004,79(2):257-292.
- [40] Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L.Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis.Journal of Financial Economics[J],2011a,100(3),639-662.
- [41] Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L.CFOs versus CEOs: equity incentives and crashes.Journal of Financial Economics[J],2011b,101(3),713-730.
- [42] Kim, J.B., & Zhang L.Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. Contemporary Accounting Research[J],2015,33(1),412-441.
- [43] Kim, J. B., Wang, Z., & Zhang, L.CEO overconfidence and stock price crash risk.Contemporary Accounting Research[J],33(4),2016,1720-1749.
- [44] Kim, J. B., Li, L. L., Lu, L. Y., & Yu, Y.Financial statement comparability and expected crash risk.Journal of Accounting and Economics[J],2016,61(2-3),294-312.
- [45] Kim, Y., Park, M.S., & Wier, B.Is earnings quality associated with corporate social responsibility? The Accounting Review[J],2012,87(3),761-796.
- [46] Kothari P S ,Shu S ,Wysocki D P .Do Managers Withhold Bad News?[J].Journal of Accounting Research,2009,47(1):241-276.
- [47] V. G K .Does Big 6 Auditor Industry Expertise Constrain Earnings Management?[J].Accounting Horizons,2003,17(s-1):1-16.
- [48] Lee H I .Market Crashes and Informational Avalanches[J].The Review of Economic Studies,1998,65(4):741-759.
- [49] Mitra S ,Cready M W .Institutional Stock Ownership, Accrual Management, and Information Environment[J].Journal of Accounting, Auditing & Finance,2005,20(3):257-286.
- [50] Pindyck, R. S.Risk, inflation, and the stock market.The American Economic Review[J],1984,74(3),335-351.
- [51] J. A R ,Hao Z .Do Industry-Specialist Auditors Influence Stock Price Crash Risk?[J].AUDITING: A Journal of Practice & Theory,2015,34(3):47-79.
- [52] Romer D .Rational asset-price movements without news.The American Economic Review[J],1993,83(5):1112-1130.
- [53] Shiller J R .Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?[J].The American Economic Review,1981,71(3):421-436.
- [54] Velury U ,Jenkins S D .Institutional ownership and the quality of earnings[J].Journal of Business Research,2006,59(9):1043-1051.
- [55] Xu N ,Li X ,Yuan Q , et al.Excess perks and stock price crash risk: Evidence from China[J].Journal of Corporate Finance,2014,25419-434.
- [56] Yuan R ,Sun J ,Cao F .Directors' and officers' liability insurance and stock price crash risk[J].Journal of Corporate Finance,2016,37173-192.

The Formation Mechanism and Influencing Factors of Stock Price Crash Risk: From Macro-Market to Micro-Governance

Deng Dahong¹

¹ School of Business, Macau University of Science and Technology, 2531345935@qq.com

Abstract: Stock price crash risk, which is expressed in sudden and radical declines in the price of securities is a deadly threat to the asset package of investors and regular functioning of capital markets. In order to conduct a methodological examination of the logic of triggering this extreme risk, this paper will initially examine the formation processes of stock price crashes on both macro-market and micro-firm grounds. Under the Efficient Market Hypothesis, it studies both the feedback of financial leverage and market volatility under the efficient market hypothesis and the irrationality effects through noisy trading and the heterogeneous beliefs in view of behavioral finance. The analysis within the framework of the agency conflicts and information asymmetry theory is on the firm level where the hypothesis based on bad news hoarding is discussed. On this basis, the paper also summarizes the contributing factors of stock price crash risks from internal and external corporate environments. The studies also show that the management behaviors (e.g., equity incentives, tax avoidance, over-investment and executive characteristics) are mainly related to internal factors; the quality of information disclosure and characteristics of large shareholders. The external circumstances consider primarily the monitoring effect, herd effect of the institutional investors, the quality of external audit, media oversight and the governance intervention through directors' and officers' (D&O) liability insurance. Not only does the theoretical review in this paper offer a complete analytical framework in understanding severe volatility mechanisms in capital markets, but it also has a critical impact in providing theoretical bases on how to prevent systemic financial risks, reinforce corporate information transparency, and improve efficiency of governance.

Keywords: Stock Price Crash Risk; Formation Mechanism; Influencing Factors; Bad News Hoarding Hypothesis; Corporate Governance