

董事海外背景能否降低股价崩盘风险？*

——来自中国 A 股上市公司的经验证据

王德宏 文雯 宋建波

〔摘要〕本文研究上市公司董事的海外背景特征对于股价崩盘风险的影响及其作用机理。基于手工搜集的 2001–2015 年中国上市公司董事背景特征资料,研究发现:(1)当董事海外背景的来源地为投资者法律保护水平较高的国家或地区时,董事的海外背景对股价崩盘风险具有显著的抑制作用;(2)董事海外背景有助于提升企业的信息透明度,因而降低了上市公司的股价崩盘风险。进一步研究还发现,董事的海外工作经历和海外求学经历均能显著降低股价崩盘风险。本研究丰富了股价崩盘风险的影响因素以及高管海外背景特征的经济后果等领域的文献,并对于选聘上市公司管理人才、提升企业信息透明度以及维护金融市场稳定等具有参考价值。

关键词:海外背景特征 股价崩盘风险 信息透明度 公司治理

JEL 分类号:E32 G14 G34

一、引言

自 2008 年全球经济危机以来,上市公司的股价崩盘风险引发了学术界的高度关注,股价崩盘风险的成因一直是近年来公司治理领域的热点话题。上市公司管理层出于私人利益最大化的动机倾向于隐藏坏消息,坏消息积聚到一定程度后会集中爆发,造成股价断崖式下跌,形成股价崩盘现象(Jin and Myers, 2006; Benmelech et al., 2010)。股价崩盘不仅造成了股东利益的巨大损失,动摇了投资者对于资本市场的信心,也危及了资本市场的稳定和健康发展。鉴于股价崩盘风险的危害性,学术界纷纷从宏观制度设计(褚剑和方军雄, 2016; 林乐和郑登津, 2016)、企业信息披露(Hutton et al., 2009; Kim and Zhang, 2014)以及管理层动机(Kim et al., 2011a)等视角探究了股价崩盘风险的成因,但基于上市公司管理层个体特征视角的股价崩盘风险影响因素研究仍较为缺乏。

传统的经济学理论均假设管理者是同质的,而高阶梯队理论则认为管理者异质性的背景特征与价值观念会对企业决策行为产生影响(Hambrick and Mason, 1984)。随着经济全球化的发展,上市公司中具有海外背景的董事已成为我国证券市场上不可忽视的重要群体。自 20 世纪 90 年代起,中国政府制定了一系列海归人才引进政策(Zweig, 2006)。随着海归人才引进政策力度不断加大,我国留学回国人数不断增加,已经逐渐由“智力流失期”过渡到“智力回流期”(代昀昊和孔东

* 王德宏,北京外国语大学国际商学院,副教授,管理学博士;文雯(通讯作者),北京外国语大学国际商学院,讲师,管理学博士;宋建波,中国人民大学商学院,教授,管理学博士。

民,2017)。海外背景的董事拥有较为丰富的阅历和国际化视野,道德与社会责任意识较强,在中国资本市场中具有一定的“明星效应”,更加注重个人的社会声誉。具有海外背景的董事能否影响股价崩盘风险?其作用机理表现在哪些方面?

为探索上述问题,本研究基于2001-2015年中国A股上市公司分析董事海外背景对股价崩盘风险的影响及其作用机理。中国资本市场为分析上述问题提供了良好的研究场景,原因在于:(1)与西方成熟的资本市场相比,中国资本市场的成立时间较短,制度设计尚不够完善,信息透明度较低,股价同步性较高(Jin and Myers,2006;Piotroski et al.,2010)。股价“暴涨暴跌”不仅会对金融市场的健康发展构成威胁,损害中小投资者的利益和信心,甚至可能影响实体经济的稳定。因此,在国内外差异化的制度背景下研究董事海外背景对于中国上市公司信息披露环境的影响具有重要的现实意义。(2)我国自改革开放以来,实体经济和资本市场迎来了飞速发展,但是劳动力市场的发展滞后和高端人才的短缺仍是影响中国经济进一步发展的关键障碍。大批中国留学生赴海外求学和工作,希望获取先进的科学知识、一流的管理经验以及专业化的实践技能。伴随着国家和各省市力度不断加大的海归人才引进政策,一批优秀的海归人才回国效力。因此,基于股价崩盘风险视角研究海归高管的“智力回流效应”对于中国以及其他新兴市场国家均具有较大的借鉴意义。

本研究的主要发现:(1)董事海外背景降低了企业的股价崩盘风险,当企业聘用的具有海外背景的董事人数越多、在董事会中占比越高时,股价崩盘风险显著更低。该结果在控制了潜在的内生性问题的影响之后依然成立。(2)仅当董事的海外背景来源于投资者法律保护程度更好的国家(或地区)时,其对股价崩盘风险的抑制作用才能够成立,反之则不成立。(3)深入探究董事海外背景对股价崩盘风险的作用机理后发现,具有海外背景的董事吸引了更多的证券分析师关注、提升了企业的信息透明度,董事海外背景通过降低企业内外部信息不对称性的方式抑制了股价崩盘风险。

本研究的主要贡献:(1)从上市公司管理层背景特征视角拓展了股价崩盘风险影响因素领域的研究。股价崩盘风险是资本市场近年来的热点话题,学术界对此进行了广泛而深入的研究,但是从企业管理层个人特征层面的研究偏少,尚未发现研究考察董事海外背景特征对股价崩盘风险的影响。(2)本研究从股价崩盘风险视角拓展了董事海外背景的经济后果领域的文献,并丰富了高阶梯队理论的研究成果。自高阶梯队理论提出以来,越来越多的学者关注管理层异质性对于企业决策的影响。海外背景作为董事的重要人力资本特征,目前研究较多从董事的咨询职能出发,发现海外背景的董事能对企业绩效(Giannetti et al.,2015)、企业创新(宋建波和文雯,2016)等方面产生影响。咨询与监督是董事的两大职能(Fama and Jensen,1983),但关于海外背景董事如何发挥有效的监督职能探讨较少,并且尚未发现文献关注董事海外背景对于股价崩盘风险的影响。(3)有关董事海外背景的文献鲜有对管理层海外背景来源国(地区)的制度背景特征进行深入挖掘。不同国家(地区)在经济发展水平和投资者法律保护程度等方面存在异质性特征,这些制度背景均会对管理层的思维方式和行为模式产生影响,仅采用企业是否聘用了海外背景董事的度量方式较为粗糙。本研究借助手工搜集的董事海外背景特征资料,不仅研究了海外背景董事人数及其在董事会占比对于股价崩盘风险的影响,还分析了董事海外背景来源国的投资者法律保护水平的差异化影响,研究内容更为细致和深入。(4)除发现董事海外背景能降低股价崩盘风险之外,本研究还挖掘了董事海外背景对股价崩盘风险影响的机制和路径,发现具有海外背景的董事通过引入外部监督和治理机制、增强企业的信息透明度和提高会计信息质量降低了上市公司的股价崩盘风险,从而丰富了董事海外背景对企业决策的影响渠道及作用机理方面的研究内容。

本文后续结构如下：第二部分是股价崩盘风险和高管海外背景的文献综述与研究假设提出；第三部分是研究设计，包括数据来源、研究样本和模型设计；第四部分报告假设检验的结果；第五部分报告基于替代指标和内生性问题的稳健性检验结果；第六部分针对董事海外背景对股价崩盘的作用机理进行进一步研究，并按照董事海外背景的两种类型进行细分检验；第七部分进行研究总结。

二、文献综述与研究假设

（一）股价崩盘风险研究综述

不透明的企业信息环境以及复杂的会计政策是股价崩盘风险形成的重要因素。财务报告信息透明度越低，企业未来的股价崩盘风险越高（Kim and Zhang, 2014）。真实的盈余管理行为、关系型关联交易等均提高了投资者信息解读的成本，增加了股价暴跌的风险（李增泉等，2011）。复杂而难懂的企业避税行为使得投资者更难理解管理层的真实意图，加剧了管理层与投资者之间的信息不对称性，也助长了股价崩盘风险（Kim et al., 2011b）。相反，稳健的会计政策以及良好的内部控制信息披露则能够向投资者传递积极信号，显著抑制未来的股价崩盘风险（Chen et al., 2017；Kim and Zhang, 2016）。

管理层的自利性动机是股价崩盘风险的重要成因，管理者出于薪酬福利最大化、职业生涯稳定等动机，更倾向于隐藏企业经营的负面信息。例如，期权激励使得管理层的未来收入与公司股价相绑定，高管对于股价下跌的抗拒情绪促使其隐藏坏消息（Kim et al., 2011a）。高管的在职消费与超额薪酬也增加了公司未来股价崩盘的风险（Xu et al., 2014）。

基于管理者个体特征层面，部分学者发现管理者的性别、专业背景、非理性心理等因素也会对股价崩盘风险产生影响。李小荣和刘行（2012）发现高管的性别特征会对股价崩盘风险产生影响，女性 CEO 具备较强的道德观念、沟通合作意识以及风险规避心态，能够降低信息不对称性和代理成本，进而降低股价崩盘风险。董红晔（2016）认为财务背景独立董事凭借专业特征更能在信息披露方面发挥良好监督职能，当财务背景董事与公司的地理临近性更高时，对股价崩盘风险的抑制作用更强。能够发表异议的独立董事会增加管理层谋取私利的难度，降低坏消息在企业内部积聚的可能性（梁权熙和曾海舰，2016）。此外，过度自信的管理者更容易引发股价崩盘风险（Kim et al., 2016），原因在于高管过度自信的心理偏差会使得他们高估投资项目的盈利能力，低估项目失败的风险并且抵制负面信息的对外披露，当负面信息积聚到一定程度时会爆发股价崩盘现象。目前，尚未发现学者就董事的海外背景是否会对股价崩盘风险产生影响展开研究。

（二）董事海外背景研究综述

已有研究发现，海外背景董事因其广博的知识、丰富的阅历以及宽阔的国际视野在企业中发挥了良好的咨询职能。例如，Giannetti et al. (2015) 以中国 1999–2009 年上市公司为样本进行实证研究，发现董事的海外背景能够显著提升企业绩效，其影响路径包括三个方面：首先，董事海外背景能够为企业带来世界一流的管理经验，提升企业的生产效率；其次，海归董事在海外的社会网络资源便于企业进行海外并购和海外融资；最后，海归董事与国内的联系较弱，会将更多的精力投身于完善公司治理机制中，而不是取悦政府官员或向政府进行寻租。基于企业创新视角，罗思平和于永达（2012）、宋建波和文雯（2016）均发现海归背景董事能促进企业采用先进的生产技术和管理经验，进而提升了企业的创新绩效。周泽将等（2017）还发现海归董事的社会资本积累能够帮助企业开拓国际市场、降低交易成本、推进国际化战略的实施。但是，目前学术界对于海

归董事能否积极履行监督职能探讨较少,海外董事是否真正发挥了良好的公司治理作用依然有待实证检验,并且尚无文献研究董事的海外背景特征对企业负面信息隐藏及股价崩盘风险的影响。

(三) 研究假设

本研究分别从意识和动力两个方面就海归董事对企业股价崩盘风险的影响进行分析。

首先,受海外文化的熏陶,海归董事的道德观念与社会责任意识更强,因而更有意识防范股价崩盘风险的发生。股价崩盘风险的形成在很大程度上源于企业的代理问题,管理层出于私利动机隐藏负面消息,当坏消息积累到一定阈值集中释放时,会引起股价的断崖式下跌(Jin and Myers, 2006)。高质量的董事会不仅能够通过履行监督职能增加管理层攫取私利的难度、对管理层形成有效约束,从而减少负面信息在企业囤积的可能性(梁权熙和曾海舰,2016),并且当股价崩盘风险积聚时,董事会还能通过降薪或解聘等方式对管理层的坏消息隐藏行为进行惩戒(于传荣等,2017)。具体到海归董事方面,Hambrick and Mason(1984)提出的高阶梯队理论表明,管理者的价值观念和责任意识等因素会通过影响他们的行为决策间接作用于企业的绩效表现。海外背景是董事的重要人力资本特征之一,受到海外投资者法律保护制度和企业文化长期熏陶,海归董事的道德责任标准和投资者法律保护观念更强(文雯和宋建波,2017),更能将海外企业的先进管理经验和社会责任观应用于企业的管理实践中,对管理层的自利性动机进行监督和遏制,努力改善企业的信息环境,提升企业的信息透明度,从而降低股价崩盘风险。

其次,出于对社会声誉和职业前景的关注,海归董事更有动力发挥监督职能进而降低股价崩盘风险。拥有海外背景的高层次人才在中国的资本市场中仍属于较为稀缺的资源,上市公司对于此类海外背景董事的需求较为旺盛,市场的流动性也较强,具有一定的“明星效应”。同时,由于海归董事在海外求学和工作中投入了大量的经济成本和时间成本,无论是社会舆论还是他们自身都对自己赋予了更多的期待和更严格的要求,因此海外背景董事更加注重个人的社会声誉。股价崩盘风险的上升作为一种重大恶性事件,不仅会对企业及管理者声誉造成损害,也会影响管理者在劳动力市场的估值和职业发展。出于社会声誉机制和个人职业前景的考虑,具有海外背景的董事更有动力完善公司的监督机制,降低股价崩盘风险,提升公司治理水平,促进股东利益最大化。综合以上分析和讨论,本文提出第一个研究假设:

H1:在其他条件相同时,董事的海外背景有助于降低上市公司的股价崩盘风险。

进一步分析,本研究认为董事海外背景来源国(地区)的制度背景特征对股价崩盘风险具有影响。已有研究表明,国家(地区)层面非正式的社会规范和信息环境等会对股价崩盘风险产生影响(Callen and Fang,2015;Jin and Myers,2006)。当企业处于社会责任意识和道德水准较高的国家(地区)时,管理者会更多的思考自身行为会给外部利益相关者造成怎样的影响,尽可能约束自己的不当行为以维护良好的社会声誉。同时,良好的投资者法律保护制度能够通过严格的监管增加管理者违法违规的成本,从而提升公司治理水平(La Porta et al.,2000)、改善财务报告质量(Francis and Wang,2008)、抑制管理层选择性的信息披露行为(王化成等,2014)。海归董事的道德水平和监督能力可能受到当地投资者法律保护制度的影响,当董事拥有在投资者法律保护水平更高国家(地区)的留学或工作经历时,他们的道德责任感以及监督能力更强,更能对企业的负面信息隐藏行为予以抵制,从而降低了股价崩盘风险的可能性。综合以上分析和讨论,本文提出第二个研究假设:

H2:在其他条件相同时,当董事的海外背景来源于投资者法律保护水平更高的国家(地区)时,对上市公司的股价崩盘风险具有更强的抑制作用。

三、研究设计

(一)数据来源与研究样本

本研究中董事海外背景特征数据来源于手工搜集整理,从上市公司披露的年度报告中逐条手工摘录有关董事的海外经历信息,并结合和讯网人物频道、新浪财经等公开媒体资料进行复核和补充。由于中国港澳台地区在制度与文化方面与大陆(内地)存在较大差异,本研究将港澳台背景也算作海外背景。参考 Giannetti et al.(2015)的研究,海外背景不包括在中外合资企业或中国企业的国外分支机构的工作经历。因为个人受到海外文化的熏陶需要一定的时间,因而将高管简历中明确披露的低于六个月的海外深造或工作经历不算做海外背景。各个国家的投资者法律保护指数数据来自于世界银行。其他财务报表数据和公司治理特征数据来自于国泰安数据库。

本研究选取 2001-2015 年中国 A 股上市公司为初始研究样本。之所以选取 2001 年作为样本起点,是因为自 2001 年以后,高管简历信息披露较为完善,便于搜寻董事海外背景的详细信息。本研究开始时可获取的最近财务报表数据截至 2016 年,但是因模型中股价崩盘风险的数据采用了提前一期的指标,因而实际研究样本截止到 2015 年。数据处理过程剔除了金融保险行业的上市公司以及相关变量存在缺失值的样本,最终得到 23,655 个公司-年份样本数据。

(二)变量定义与模型设定

本研究构建模型(1)检验董事海外背景对上市公司股价崩盘风险的影响。为了降低内生性问题的影响,所有的解释变量和控制变量均滞后一期。同时,采用公司水平的聚类稳健标准差,以避免混合截面数据潜在的聚类问题干扰。

$$CRASHRISK_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 OVERSEAS_{i,t} + \beta_i Controls_{i,t} + \sum YEARdummies + \sum INDUSTRY dummies + \varepsilon \quad (1)$$

1. 被解释变量:股价崩盘风险(CRASH RISK)。参考已有文献(Jin and Myers,2006;Hutton et al.,2009;Kim et al.,2011a,2011b),采用两个股价崩盘风险指标分别作为自变量。第一个指标是负偏态系数(NCSKEW),第二个指标是收益上下波动比率(DUVOL)。指标的具体计算方法如下:

第一步,计算经过市场收益调整后的个股收益率的残差,利用股票*i*的周收益率数据对(2)式进行回归:

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

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市场收益率, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。为了缓解交易非同步性带来的偏差,在模型(2)中加入了提前两期至滞后两期的市场收益率(Dimson,1979)。

第二步,计算股票*i*在第*t*周经过市场调整后的个股周收益率 $W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ 。

第三步,基于 $W_{i,t}$,计算以下两个度量股价崩盘风险的指标:

(1)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代表公司特质收益率偏度的负值,该数值越大,表示偏态系数负的程度越严重,崩盘风险越大。

(2) 收益上下波动比率 *DUVOL*:

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

其中, n_u 代表个股特质收益率大于年平均收益的周数, n_d 代表个股特质收益率小于年平均收益的周数。分别计算下跌周和上涨周的公司特有收益率的标准差得到下跌和上涨波动率, 将股价下跌阶段波动率与上涨阶段波动率的比值记为 *DUVOL*。*DUVOL* 的数值越大, 代表收益率分布更倾向于左偏, 即股价崩盘风险越大。

2. 解释变量: 董事海外背景 (*OVERSEA*), 等于上市公司当年度聘用的具有海外背景的董事人数。在稳健性检验中, 采用上市公司当年度聘用的海外背景董事人数占董事会总人数的比例 (*PEROVER*) 进行衡量。依据假设 1, 董事海外背景对股价崩盘风险具有抑制作用, 因而预期 *OVERSEA* 的估计系数 β_1 显著为负。

3. 控制变量: 参考 Hutton et al. (2009)、Kim et al. (2011a, 2011b) 的做法, 需要控制的影响股价崩盘风险的因素包括股票月平均超额换手率 (*DTURN*)、股票持有特有收益率的标准差 (*SIGMA*)、公司特有收益率 (*RET*)、市值账面价值比 (*MB*)、财务杠杆 (*LEV*)、总资产收益率 (*ROA*)、信息透明度 (*ABACC*)。同时, 加入年份哑变量 (*YEAR dummies*) 和行业哑变量 (*INDUSTRY dummies*), 以控制宏观经济波动和行业因素的影响。上述各研究变量的定义如表 1 所示。

假设 2 考察董事海外背景来源国家 (地区) 的投资者法律保护水平对股价崩盘风险的影响。为了验证假设 2, 分别定义两个变量 *HIGHOVER* 和 *LOWOVER*, *HIGHOVER* 表示从投资者法律保护水平高于中国的国家 (地区) 获取海外背景的董事人数, *LOWOVER* 代表从投资者法律保护水平低于中国的国家 (地区) 获取海外背景的董事人数。分别将这两个变量带入模型 (1) 进行回归。依据假设 2, 预期 *HIGHOVER* 的估计系数显著为负, 而 *LOWOVER* 的估计系数不显著。

表 1 变量定义表

变量	变量名称	变量定义
Panel A: 股价崩盘风险变量		
<i>NCSKEW</i>	负收益偏态系数	股价崩盘风险指标, 具体计算方法见正文
<i>DUVOL</i>	收益上下波动率	股价崩盘风险指标, 具体计算方法见正文
Panel B: 董事海外背景变量		
<i>OVERSEA</i>	海外背景董事人数	公司当年度聘用的具有海外背景董事的人数
<i>PEROVER</i>	海外背景董事比例	公司当年度聘用的具有海外背景董事的人数占公司董事会成员总人数的比值
<i>HIGHOVER</i>	高投资者法律保护国海外背景	公司当年度聘用的从投资者法律保护指数高于中国的国家获得海外背景的董事人数
<i>LOWOVER</i>	低投资者法律保护国海外背景	公司当年度聘用的从投资者法律保护指数低于中国的国家获得海外背景的董事人数
<i>WORKOVER</i>	海外工作背景	公司当年度聘用的具有海外工作背景董事的人数
<i>STUDYOVER</i>	海外求学背景	公司当年度聘用的具有海外求学背景董事的人数

续表

变量	变量名称	变量定义
Panel C: 控制变量		
<i>DTURN</i>	月均超额换手率	公司当年度股票的月平均换手率与上一年月平均换手率的差
<i>SIGMA</i>	特有收益率的标准差	股票的周特有收益率的标准差
<i>RET</i>	特有收益率	股票的周特有收益率的平均值
<i>MB</i>	市值账面价值比	公司股票的市值与账面价值的比率
<i>LEV</i>	财务杠杆	公司当年末总负债除以年末总资产
<i>ROA</i>	资产收益率	公司当年度净利润除以年末总资产
<i>ABACC</i>	信息透明度	由修正的琼斯模型(Dechow et al.,1995)计算的操纵性应计利润
<i>ANALYST</i>	分析师跟踪	公司当年度分析师跟踪的人数
<i>INDUSTRY</i>	行业	行业哑变量,对制造业取两位代码细分
<i>YEAR</i>	年份	年份哑变量

四、实证结果分析

(一)描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果。为避免异常值对本研究结论的干扰,已对所有连续变量进行了1%和99%水平的缩尾处理。从表2可以看出,股价崩盘风险变量(*NCSKEW*和*DUVOL*)的均值为-0.182和-0.126,标准差为0.656和0.511,说明不同公司之间股价崩盘风险的差异性较大。海外背景董事人数*OVERSEA*的均值为0.654,在董事会中比例*PEROVER*的均值为0.073,说明中国上市公司聘用的海外背景董事的比例相对较低,具有海外背景的董事仍是较为稀缺的人才。从海外背景来源国特征可以看出,*HIGHOVER*和*LOWOVER*的均值分别为0.641和0.013,说明这类董事大多在制度环境较为完善的地区拥有工作或求学经历。其他控制变量的均值和范围与现有文献大体一致,不再赘述。

(二)相关性分析

表3报告了主要变量的相关性分析结果,其中左下角为Pearson相关性系数,右上角为Spearman相关性系数。从表中可以看出,股价崩盘风险的两个度量指标*NCSKEW*和*DUVOL*相关性系数较高,且在1%的水平上显著正相关,说明两个指标的一致性程度较好、指标选取较为合理。董事海外背景(*OVERSEA*)与股价崩盘风险(*NCSKEW*和*DUVOL*)变量显著负相关,说明在不考虑其他因素影响的情况下,董事海外背景对股价崩盘风险具有负向影响,初步支持了假设1的推断。由于相关性分析中并未控制其他可能影响股价崩盘风险的变量,因而需要通过多元回归分析得到更为可靠的结论。此外,为了排除共线性问题的干扰,计算各变量之间的方差膨胀因子(VIF)均小于5,说明本研究中不存在多重共线性问题。

表2 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
Panel A: 股价崩盘风险变量						
$NCSKEW_{i,t+1}$	23,655	-0.182	0.656	-0.156	-3.910	1.406
$DUVOL_{i,t+1}$	23,655	-0.126	0.511	-0.126	-3.051	1.100
Panel B: 董事海外背景变量						
$OVERSEA_i$	23,655	0.654	1.076	0.000	0.000	12.000
$PEROVER_i$	23,655	0.073	0.120	0.000	0.000	0.556
$HIGHOVER_i$	23,655	0.641	1.064	0.000	0.000	12.000
$LOWOVER_i$	23,655	0.013	0.120	0.000	0.000	2.000
$WORKOVER_i$	23,655	0.256	0.707	0.000	0.000	11.000
$STUDYOVER_i$	23,655	0.527	0.955	0.000	0.000	12.000
Panel C: 控制变量						
$NCSKEW_i$	23,655	-0.170	0.657	-0.148	-3.910	1.469
$DTURN_{i,t}$	23,655	-0.268	3.120	0.011	-82.362	4.792
$SIGMA_{i,t}$	23,655	0.069	0.075	0.060	0.004	0.161
$RET_{i,t}$	23,655	0.006	0.021	0.003	-0.045	0.044
$MB_{i,t}$	23,655	3.884	4.007	2.764	-2.199	28.382
$LEV_{i,t}$	23,655	0.481	0.229	0.480	0.051	1.154
$ROA_{i,t}$	23,655	0.030	0.067	0.031	-0.333	0.193
$ABACC_{i,t}$	23,655	-0.002	0.086	-0.005	-0.240	0.312

(三) 实证结果分析

表4报告了董事海外背景与股价崩盘风险的回归结果。其中,第(1)和(2)列的被解释变量为 $NCSKEW$,第(3)和(4)列的被解释变量为 $DUVOL$ 。第(1)和(3)列是单独纳入董事海外背景变量的回归结果,结果表明无论采用 $NCSKEW$ 还是 $DUVOL$ 度量股价崩盘风险,董事海外背景与股价崩盘风险均在1%的水平显著负相关;第(2)和(4)列是纳入相关控制变量后的回归结果,结果显示,董事海外背景与股价崩盘风险依旧在1%的水平上显著为负,说明董事海外背景降低了股价崩盘发生的可能性,支持了假设1的预期。在控制变量方面, $NCSKEW_{i,t}$ 、 $RET_{i,t}$ 、 $MB_{i,t}$ 显著正相关,这与 Hutton et al.(2009)、许年行等(2012)的研究相同。从经济意义上, $OVERSEA$ 每增加一个标准差, $NCSKEW$ 和 $DUVOL$ 分别降低6.50%和7.69%^①。以上结果表明,无论在统计意义还是在经济意义上,董事海外背景均对股价崩盘风险具有抑制作用。

① 经济显著性的计算为解释变量的回归系数乘以描述性统计中的标准差,再除以被解释变量的均值。

表 3 相关性分析

	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$OVERSEA_t$	$NCSKEW_t$	$DTURN_t$	$SIGMA_t$	RET_t	MB_t	LEV_t	ROA_t	$ABACC_t$
$NCSKEW_{t+1}$	1	0.872 ^{***}	-0.020 ^{**}	0.050 ^{***}	0.056 ^{***}	-0.017 ^{**}	0.094 ^{***}	0.130 ^{***}	-0.043 ^{***}	0.019 ^{**}	-0.001
$DUVOL_{t+1}$	0.861 ^{***}	1	-0.021 ^{**}	0.045 ^{***}	0.048 ^{***}	-0.018 ^{**}	0.080 ^{***}	0.123 ^{***}	-0.049 ^{***}	0.009	-0.004
$OVERSEA_t$	-0.030 ^{***}	-0.030 ^{***}	1	-0.008	0.004	0.032 ^{***}	0.046 ^{***}	0.023 ^{***}	-0.033 ^{***}	0.076 ^{***}	-0.021 ^{**}
$NCSKEW_t$	0.053 ^{***}	0.049 ^{***}	-0.022 ^{***}	1	-0.089 ^{***}	-0.040 ^{***}	-0.105 ^{***}	0.049 ^{***}	-0.036 ^{***}	0.001	0.009
$DTURN_t$	0.030 ^{***}	0.029 ^{***}	-0.01	-0.052 ^{***}	1	0.347 ^{***}	0.577 ^{***}	0.109 ^{***}	0.078 ^{***}	-0.103 ^{***}	0.001
$SIGMA_t$	-0.009	-0.005	0.012	0.001	0.112 ^{***}	1	0.452 ^{***}	0.323 ^{***}	0.044 ^{***}	-0.069 ^{***}	0.005
RET_t	0.050 ^{***}	0.047 ^{***}	0.022 ^{***}	-0.047 ^{***}	0.258 ^{***}	0.827 ^{***}	1	0.438 ^{***}	-0.022 ^{***}	0.121 ^{***}	-0.031 ^{***}
MB_t	0.093 ^{***}	0.087 ^{***}	0.001	0.048 ^{***}	0.074 ^{***}	0.148 ^{***}	0.256 ^{***}	1	-0.087 ^{***}	0.178 ^{***}	-0.057 ^{***}
LEV_t	-0.027 ^{***}	-0.034 ^{***}	-0.022 ^{***}	-0.020 ^{**}	0.110 ^{***}	0.030 ^{***}	0.003	0.027 ^{***}	1	-0.410 ^{***}	0.107 ^{***}
ROA_t	-0.004	-0.013 [*]	0.059 ^{***}	-0.026 ^{***}	-0.075 ^{***}	-0.009	0.077 ^{***}	0	-0.424 ^{***}	1	-0.136 ^{***}
$ABACC_t$	0.001	-0.004	-0.023 ^{***}	0.012	-0.008	0.008	-0.011	-0.007	0.095 ^{***}	-0.026 ^{***}	1

注：***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平上显著。

表4 董事海外背景与股价崩盘风险

	$NCSKEW_{i,t+1}$		$DUVOL_{i,t+1}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$OVERSEA_{i,t}$	-0.012 *** (-2.71)	-0.011 *** (-2.65)	-0.011 *** (-3.10)	-0.009 *** (-2.98)
$NCSKEW_{i,t}$		0.043 *** (6.26)		0.031 *** (5.91)
$DTURN_{i,t}$		-0.001 (-0.66)		-0.000 (-0.13)
$SIGMA_{i,t}$		-0.379 ** (-2.48)		-0.198 * (-1.79)
$RET_{i,t}$		1.776 ** (2.53)		1.090 ** (2.23)
$MB_{i,t}$		0.013 *** (9.48)		0.009 *** (8.77)
$LEV_{i,t}$		-0.091 *** (-3.84)		-0.097 *** (-5.02)
$ROA_{i,t}$		-0.101 (-1.46)		-0.200 *** (-3.44)
$ABACC_{i,t}$		0.034 (0.71)		0.002 (0.04)
Constant	-0.145 *** (-3.93)	-0.134 *** (-3.40)	-0.118 *** (-4.25)	-0.098 *** (-3.32)
Year	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
Observations	23,655	23,655	23,655	23,655
Adjusted R ²	0.046	0.055	0.039	0.047

注：***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平上显著；括号中的数值为 t 值。

表5 报告了董事海外背景来源国的投资者法律保护水平对于股价崩盘风险的影响。其中，*HIGHOVER* 和 *LOWOVER* 分别代表从投资者法律保护更高或更低的国家获取海外背景的董事人数。从回归结果中可以看出，无论采用 *NCSKEW* 还是 *DUVOL* 度量股价崩盘风险，*HIGHOVER* 的估计系数均在 1% 的水平显著为负，而 *LOWOVER* 的估计系数在统计上不显著。以上结果说明，仅当董事从投资者法律保护制度更完善的国家获得海外留学或工作经历时，才会对现任职企业的股价崩盘风险产生抑制作用，该结果支持了假设 2。

表 5 董事海外背景国的投资者法律保护程度与股价崩盘风险

	$NCSKEW_{i,t+1}$		$DUVOL_{i,t+1}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$HIGHOVER_{i,t}$	-0.011 *** (-2.69)		-0.010 *** (-3.07)	
$LOWOVER_{i,t}$		0.005 (0.15)		0.016 (0.68)
$NCSKEW_{i,t}$	0.043 *** (6.26)	0.043 *** (6.29)	0.030 *** (5.91)	0.031 *** (5.94)
$DTURN_{i,t}$	-0.001 (-0.66)	-0.001 (-0.61)	-0.000 (-0.13)	-0.000 (-0.07)
$SIGMA_{i,t}$	-0.380 ** (-2.48)	-0.380 ** (-2.47)	-0.198 * (-1.80)	-0.199 * (-1.79)
$RET_{i,t}$	1.777 ** (2.53)	1.779 ** (2.53)	1.091 ** (2.23)	1.094 ** (2.23)
$MB_{i,t}$	0.013 *** (9.48)	0.013 *** (9.48)	0.009 *** (8.77)	0.009 *** (8.78)
$LEV_{i,t}$	-0.091 *** (-3.84)	-0.093 *** (-3.88)	-0.097 *** (-5.02)	-0.098 *** (-5.07)
$ROA_{i,t}$	-0.101 (-1.45)	-0.111 (-1.59)	-0.200 *** (-3.43)	-0.209 *** (-3.58)
$ABACC_{i,t}$	0.034 (0.71)	0.037 (0.78)	0.002 (0.04)	0.005 (0.13)
Constant	-0.134 *** (-3.39)	-0.135 *** (-3.43)	-0.098 *** (-3.31)	-0.099 *** (-3.36)
Year	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
Observations	23,655	23,655	23,655	23,655
Adjusted R ²	0.055	0.054	0.047	0.047

注：***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平上显著；括号中的数值为 t 值。

五、稳健性检验

为验证本研究结论的可靠性，分别基于替代指标和内生性检验两个方面进行稳健性检验。

首先，董事的海外背景为本研究的关键变量，除了上文中使用具有海外背景的董事人数 ($OVERSEA$) 外，还采用具有海外背景的董事在董事会中的人数占比 ($PEROVER$) 进行衡量。海外背景董事在董事会中的比例越大，这类董事的话语权越强，越可能降低股价崩盘风险。采用 $PEROVER$ 进行稳健性检验的结果报告在表 6 中。结果显示， $PEROVER$ 的估计系数均显著为负，与表 4 的结果非常一致，说明董事会中拥有海外背景的董事比例越高，企业发生股价崩盘风险的概率越低，进一步支持了假设 1 的预期。

表6 稳健性检验:海外背景董事比例的替代指标检验

	$NCSKEW_{i,t+1}$		$DUVOL_{i,t+1}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$PEROVER_{i,t}$	-0.077*	-0.072*	-0.061*	-0.059**
	(-1.92)	(-1.91)	(-1.89)	(-1.97)
$NCSKEW_{i,t}$		0.049***		0.031***
		(7.12)		(5.94)
$DTURN_{i,t}$		0.001		-0.000
		(0.70)		(-0.12)
$SIGMA_{i,t}$		-1.229***		-0.198*
		(-8.91)		(-1.79)
$RET_{i,t}$		4.723***		1.092**
		(9.33)		(2.23)
$MB_{i,t}$		0.012***		0.009***
		(9.34)		(8.79)
$LEV_{i,t}$		-0.119***		-0.098***
		(-4.96)		(-5.06)
$ROA_{i,t}$		-0.224***		-0.204***
		(-3.23)		(-3.50)
$ABACC_{i,t}$		0.065		0.003
		(1.37)		(0.07)
Constant	-0.162***	-0.061**	-0.119***	-0.098***
	(-5.94)	(-2.01)	(-4.28)	(-3.32)
Year	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
Observations	23,655	23,655	23,655	23,655
Adjusted R ²	0.025	0.042	0.039	0.047

注:***、**、* 分别代表在1%、5%、10%的统计水平上显著;括号中的数值为t值。

其次,考虑到本研究的结论可能受到内生性问题的干扰,即具有海外背景的董事更倾向于加入信息透明度较高、股价崩盘风险较低的公司中任职,因而采用倾向评分匹配法和 Heckman 两阶段方法进行稳健性测试。

在倾向评分匹配法(PSM)的测试中,首先依据企业是否聘用海外背景董事哑变量构建 Probit 模型,为聘用组样本匹配一组在特征上最为接近的未聘用组样本。参考以往文献(Giannetti et al., 2015; 宋建波等,2017),选取的影响因素包括:国有控股(SOE)、前五大股东持股比例(TOP5)、董事会规模(BSIZE)、董事会独立性(BIND)、公司年龄(AGE)、公司规模(FSIZE)、财务杠杆(LEV)、盈利水平(ROA)、市值账面价值比(MB)、成长性(GROWTH)、同行业其他企业聘用海外背景董事人数的均值(INDMEAN),以及行业和年份变量。表7 Panel A 报告了采用 Pstest 命令测试的配对有效性结果。该结果表明,处理组(有海外背景董事样本)和控制组(无海外背景董事样本)在可观测的公司特征上非常接近,说明 PSM 配对较为成功。表7 Panel B 报告了基于配对样本的回归结果,OVERSEA 的估计系数显著为负,说明在控制了潜在的内生性问题之后,董事海外背景降低了股价崩盘风险,进一步支持了本文的研究结论。

表 7 稳健性检验：倾向评分匹配法

Panel A: PSM 有效性测试结果				
	Mean		P 值	
	处理组(有海外背景董事样本)	控制组(无海外背景董事样本)		
<i>SOE</i>	0.218	0.210	0.190	
<i>TOP5</i>	0.546	0.546	0.987	
<i>BSIZE</i>	9.212	9.196	0.592	
<i>BIND</i>	0.359	0.359	0.484	
<i>AGE</i>	12.974	13.004	0.703	
<i>FSIZE</i>	22.250	22.229	0.201	
<i>LEV</i>	0.472	0.471	0.806	
<i>ROA</i>	0.034	0.034	0.613	
<i>MB</i>	3.992	4.026	0.570	
<i>GROWTH</i>	0.227	0.229	0.787	
<i>INDMEAN</i>	0.122	0.123	0.684	
Panel B: PSM 配对样本回归结果				
	<i>NCSKEW</i> _{<i>i,t+1</i>}		<i>DUVOL</i> _{<i>i,t+1</i>}	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OVERSEA</i> _{<i>i,t</i>}	-0.008 *	-0.007 *	-0.007 **	-0.005 *
	(-1.95)	(-1.66)	(-2.06)	(-1.70)
<i>NCSKEW</i> _{<i>i,t</i>}		0.048 ***		0.036 ***
		(6.53)		(6.24)
<i>DTURN</i> _{<i>i,t</i>}		-0.001		-0.001
		(-0.55)		(-0.51)
<i>SIGMA</i> _{<i>i,t</i>}		-0.289 *		-0.145
		(-1.77)		(-1.14)
<i>RET</i> _{<i>i,t</i>}		1.304 **		0.743
		(2.14)		(1.56)
<i>MB</i> _{<i>i,t</i>}		0.014 ***		0.011 ***
		(10.78)		(10.84)
<i>LEV</i> _{<i>i,t</i>}		-0.109 ***		-0.093 ***
		(-4.43)		(-4.82)
<i>ROA</i> _{<i>i,t</i>}		-0.055		-0.172 ***
		(-0.68)		(-2.72)
<i>ABACC</i> _{<i>i,t</i>}		0.071		0.054
		(1.29)		(1.27)
<i>Constant</i>	-0.019	-0.005	-0.015	0.003
	(-0.51)	(-0.16)	(-0.53)	(0.09)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
Observations	18,416	18,416	18,416	18,416
Adjusted R ²	0.049	0.057	0.040	0.050

注：***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平上显著；括号中的数值为 t 值。

除使用倾向评分法进行稳健性检验外,本研究还采用 Heckman 两阶段回归方法控制潜在的自选择问题。Heckman 两阶段测试的第一阶段模型与 PSM 相同。需要说明的是,Heckman 第一阶段模型中需要一个与解释变量密切相关但与被解释变量无关的工具变量。*INDMEAN* 符合这样的要求,原因在于同行业其他企业聘用海外背景董事的意愿会传染到本企业,但是这并不会对本企业的股价崩盘风险造成影响,因而符合相关性和外生性的要求。在第一阶段 Probit 模型的基础上计算出逆米尔斯比率 (IMR) 并带入第二阶段回归中。表 8 报告了 Heckman 第二阶段的回归结果,*OVERSEA* 的估计系数均在 5% 的水平上显著为负,说明在控制了潜在自选择问题影响后,董事海外背景对股价崩盘风险的抑制作用依然存在。

表 8 稳健性检验: Heckman 两阶段检验

	<i>NCSKEW</i> _{<i>i,t+1</i>}	<i>DUVOL</i> _{<i>i,t+1</i>}
	(1)	(2)
<i>OVERSEA</i> _{<i>i,t</i>}	-0.009 ** (-2.12)	-0.007 ** (-2.29)
<i>NCSKEW</i> _{<i>i,t</i>}	0.041 *** (5.92)	0.029 *** (5.70)
<i>DTURN</i> _{<i>i,t</i>}	-0.001 (-0.61)	-0.000 (-0.10)
<i>SIGMA</i> _{<i>i,t</i>}	-0.418 ** (-2.45)	-0.254 ** (-2.15)
<i>RET</i> _{<i>i,t</i>}	1.880 *** (2.65)	1.251 ** (2.52)
<i>MB</i> _{<i>i,t</i>}	0.013 *** (9.94)	0.010 *** (9.41)
<i>LEV</i> _{<i>i,t</i>}	-0.113 *** (-4.75)	-0.115 *** (-6.02)
<i>ROA</i> _{<i>i,t</i>}	-0.023 (-0.33)	-0.125 ** (-2.09)
<i>ABACC</i> _{<i>i,t</i>}	0.042 (0.88)	0.007 (0.18)
<i>IMR</i> _{<i>i,t</i>}	-0.289 *** (-3.92)	-0.285 *** (-5.05)
<i>Constant</i>	-0.079 * (-1.91)	-0.042 (-1.35)
<i>Year</i>	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES
Observations	23,453	23,453
Adjusted R ²	0.055	0.048

注: **、* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平上显著;括号中的数值为 t 值。

六、进一步分析

(一) 董事海外背景对股价崩盘的影响机制探究

股价崩盘风险主要是由企业不透明的信息环境以及管理层自利性的信息披露行为导致的,良好的外部监督机制和更加透明的信息环境有助于降低股价崩盘风险。因此,本研究基于信息透明度视角考察董事海外背景降低股价崩盘风险的作用机理。参考以往研究(权小锋等,2015;王化成等,2015),采用分析师跟踪人数和企业操纵性应计利润的大小两个指标度量信息透明度,构建如下两个模型:

$$\begin{aligned} ANALYST_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 OVERSEAS(PEROVER)_{i,t} + \beta_i Controls_{i,t} + \sum YEARdummies \\ & + \sum INDUSTRY dummies + \varepsilon \end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} ABACC_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 OVERSEAS(PEROVER)_{i,t} + \beta_i Controls_{i,t} + \sum YEARdummies \\ & + \sum INDUSTRY dummies + \varepsilon \end{aligned} \quad (6)$$

其中,ANALYST代表企业当年度的分析师跟踪人数。证券分析师是资本市场信息传播的重要媒介,分析师通过对宏观经济形势解读和公司层面信息的挖掘,向投资者传递关于资本市场、行业以及公司的信息,降低投资者与公司内部的信息不对称性,提高信息透明度。ABACC代表采用修正的琼斯模型(Dechow et al.,1995)计算的企业可操纵性应计利润。操纵性应计利润ABACC的数值越大代表企业的信息透明度越低。模型(5)和(6)分别采用董事海外背景(OVERSEAS或PEROVER)作为解释变量,对分析师跟踪(ANALYST)和信息透明度(ABACC)进行回归,预期OVERSEAS的回归系数在模型(5)中显著为正、在模型(6)中显著为负。

表9报告了回归结果。结果显示,董事海外背景与分析师跟踪人数显著正相关,与企业可操纵性应计利润显著负相关,并且当海归董事在董事会中的占比越高时,这一影响更为显著。该结果说明海归董事通过改善企业的信息环境、增强企业的信息透明度降低了股价崩盘风险。

表9 董事海外背景对股价崩盘风险的作用机制研究

	ANALYST _{i,t+1}		ABACC _{i,t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)
OVERSEA _{i,t}	0.430 *** (3.78)		-0.002 *** (-3.01)	
PEROVER _{i,t}		3.588 *** (3.82)		-0.018 *** (-2.85)
BSIZE _{i,t}	0.050 (1.06)	0.079 * (1.67)	0.000 (1.09)	0.000 (0.68)
INSTO _{i,t}	4.737 *** (7.31)	4.749 *** (7.36)	-0.022 *** (-6.25)	-0.022 *** (-6.27)
DUALITY _{i,t}	1.166 *** (5.35)	1.172 *** (5.39)	0.000 (0.23)	0.000 (0.21)
AGE _{i,t}	-0.189 *** (-8.06)	-0.189 *** (-8.07)	0.000 (0.04)	0.000 (0.04)
FSIZE _{i,t}	2.389 *** (20.24)	2.396 *** (20.16)	0.000 (0.53)	0.000 (0.49)

续表

	ANALYST _{i,t+1}		ABACC _{i,t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)
ROA _{i,t}	30.536 *** (18.92)	30.524 *** (18.90)	-0.118 *** (-8.29)	-0.118 *** (-8.29)
LEV _{i,t}	-1.237 *** (-2.99)	-1.241 *** (-2.99)	0.026 *** (5.40)	0.026 *** (5.40)
GROWTH _{i,t}	0.339 *** (4.37)	0.338 *** (4.36)	0.004 *** (2.81)	0.004 *** (2.82)
Constant	-50.555 *** (-20.16)	-50.970 *** (-20.06)	-0.023 (-1.41)	-0.021 (-1.29)
Year	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
Observations	23,533	23,533	23,420	23,420
Adjusted R ²	0.364	0.363	0.022	0.022

注：***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平上显著；括号中的数值为 t 值。

(二) 海外工作背景与海外求学背景

本节进一步探究董事海外背景类型对股价崩盘风险的影响。海外工作背景和海外求学背景是董事海外背景的两种具体表现形式。*WORKOVER* 代表高管海外工作背景, 定义为企业当年度聘用的具有海外工作经历的高管人数; *STUDYOVER* 代表高管海外学习背景, 定义为企业当年度聘用的具有海外学习经历的高管人数。将这两个变量分别带入模型(1)中进行回归。表 10 报告了董事海外背景类型对股价崩盘风险的影响。当 *NCSKEW* 为被解释变量时, *WORKOVER* 和 *STUDYOVER* 均在 5% 的水平上显著为负(估计系数分别为 -0.014 和 -0.011); 当 *DUVOL* 为被解释变量时, *WORKOVER* 和 *STUDYOVER* 均在 1% 的水平上显著为负(估计系数分别为 -0.014 和 -0.010)。以上结果说明, 董事的海外工作背景经历和海外求学经历均对任职公司的股价崩盘风险具有显著的抑制作用。

表 10 董事海外工作背景与求学背景

	NCSKEW _{i,t+1}		DUVOL _{i,t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>WORKOVER</i> _{i,t}	-0.014 ** (-2.25)		-0.014 *** (-3.03)	
<i>STUDYOVER</i> _{i,t}		-0.011 ** (-2.48)		-0.010 *** (-2.78)
<i>NCSKEW</i> _{i,t}	0.043 *** (6.25)	0.043 *** (6.27)	0.030 *** (5.90)	0.031 *** (5.93)
<i>DTURN</i> _{i,t}	-0.001 (-0.64)	-0.001 (-0.64)	-0.000 (-0.12)	-0.000 (-0.11)
<i>SIGMA</i> _{i,t}	-0.378 ** (-2.46)	-0.381 ** (-2.49)	-0.196 * (-1.77)	-0.199 * (-1.81)
<i>RET</i> _{i,t}	1.769 ** (2.52)	1.784 ** (2.54)	1.083 ** (2.21)	1.097 ** (2.24)

续表

	$NCSKEW_{i,t+1}$		$DUVOL_{i,t+1}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$MB_{i,t}$	0.013 *** (9.48)	0.013 *** (9.46)	0.009 *** (8.78)	0.009 *** (8.75)
$LEV_{i,t}$	-0.092 *** (-3.86)	-0.091 *** (-3.82)	-0.097 *** (-5.04)	-0.097 *** (-5.00)
$ROA_{i,t}$	-0.104 (-1.49)	-0.104 (-1.50)	-0.202 *** (-3.46)	-0.203 *** (-3.48)
$ABACC_{i,t}$	0.032 (0.67)	0.035 (0.75)	-0.001 (-0.01)	0.003 (0.08)
Constant	-0.135 *** (-3.42)	-0.134 *** (-3.41)	-0.099 *** (-3.35)	-0.099 *** (-3.33)
Year	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
Observations	23,655	23,655	23,655	23,655
Adjusted R ²	0.054	0.054	0.047	0.047

注：***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平上显著；括号中的数值为 t 值。

七、研究结论

本研究基于手工搜集的董事海外背景特征数据,实证检验董事海外背景对股价崩盘风险的影响及其作用机理。结果表明:(1)海归董事能够显著降低股价崩盘风险。受到海外投资者法律保护制度和企业文化长期熏陶,海归董事的道德责任标准和投资者法律保护观念更强,更有意识对管理层的自利性动机进行遏制。同时,出于对社会声誉和职业前景的关注,海归董事更有动力发挥监督职能进而降低股价崩盘风险。(2)当董事从投资者法律保护水平较高的地区获得海外背景时,对股价崩盘风险具有更加显著的抑制作用。这说明海外较高的投资者法律保护制度增强了海归董事的道德责任感及监督能力,使得他们更能对企业的负面信息隐藏行为予以抵制。(3)影响机制检验结果表明,海归董事通过改善企业的信息环境、提升信息透明度降低了股价崩盘风险。(4)在董事海外背景的类型方面,研究发现董事海外工作经历和海外求学经历均能降低股价崩盘风险。

本研究不仅从董事背景特征层面丰富了股价崩盘风险的影响因素研究,也拓展了董事海外背景的经济后果领域的文献。在实践层面上,本研究发现海外背景董事在企业中发挥了良好的监督职能,能够通过提高企业信息的透明度降低股价崩盘风险。这些研究结论对于企业加强董事会治理、改善信息披露环境、选聘高层次的管理人才等具有借鉴意义,对于国家宏观海归人才引进政策的制定和实施也具有参考价值。

参考文献

- 褚剑、方军雄(2016):《中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化》,《经济研究》,第5期。
 代昀昊、孔东民(2017):《高管海外经历是否能提升企业投资效率》,《世界经济》,第1期。
 董红晔(2016):《财务背景独立董事的地理邻近性与股价崩盘风险》,《山西财经大学学报》,第3期。
 李小荣、刘行(2012):《Ceo vs Cfo:性别与股价崩盘风险》,《世界经济》,第12期。

- 李增泉、叶青、贺奔(2011):《企业关联、信息透明度与股价特征》,《会计研究》,第 1 期。
- 梁权熙、曾海舰(2016):《独立董事制度改革、独立董事的独立性与股价崩盘风险》,《管理世界》,第 3 期。
- 林乐、郑登津(2016):《退市监管与股价崩盘风险》,《中国工业经济》,第 12 期。
- 罗思平、于永达(2012):《技术转移、“海归”与企业技术创新——基于中国光伏产业的实证研究》,《管理世界》,第 11 期。
- 权小锋、吴世农、尹洪英(2015):《企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”?》,《经济研究》,第 11 期。
- 宋建波、文雯(2016):《董事的海外背景能促进企业创新吗?》,《中国软科学》,第 11 期。
- 宋建波、文雯、王德宏(2017):《海归高管能促进企业风险承担吗——来自中国 A 股上市公司的经验证据》,《财贸经济》,第 12 期。
- 王化成、曹丰、叶康涛(2015):《监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险》,《管理世界》,第 2 期。
- 文雯、宋建波(2017):《高管海外背景与企业社会责任》,《管理科学》,第 2 期。
- 许年行、江轩宇、伊志宏、徐信忠(2012):《分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险》,《经济研究》,第 7 期。
- 于传荣、方军雄、杨棉之(2017):《上市公司高管因股价崩盘风险受到惩罚了吗?》,《经济管理》,第 12 期。
- 周泽将、刘中燕、伞子瑶(2017):《海归背景董事能否促进企业国际化?》,《经济管理》,第 7 期。
- Benmelech, E., E. Kandel and P. Veronesi (2010): “Stock-based Compensation and CEO (dis) Incentives”, *Quarterly Journal of Economics*, 125, 1769–1820.
- Callen, J. and X. Fang (2015): “Religion and Stock Price Crash Risk”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50, 169–195.
- Chen, J., W. Chan, W. Dong and F. Zhang (2017): “Internal Control and Stock Price Crash Risk: Evidence from China”, *European Accounting Review*, 26, 125–152.
- Dechow, P., R. Sloan and A. Sweeney (1995): “Detecting Earnings Management”. *Accounting Review*, 193–225.
- Dimson, E. (1979): “Risk Measurement When Shares Are Subject to Infrequent Trading”. *Journal of Financial Economics*, 7, 197–226.
- Fama, E. and M. Jensen (1983): “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, 26, 301–325.
- Francis, J. and D. Wang (2008): “The Joint Effect of Investor Protection and Big 4 Audits on Earnings Quality around the World”, *Contemporary Accounting Research*, 25, 157–191.
- Giannetti, M., G. Liao and X. Yu (2015): “The Brain Gain of Corporate Boards: Evidence from China”, *Journal of Finance*, 70, 1629–1682.
- Hambrick, D. and P. Mason (1984): “Upper Echelons: The Organization as A Reflection of its Top Managers”, *Academy of management review*, 9, 193–206.
- Hutton, A., A. Marcus and H. Tehranian (2009): “Opaque Financial Reports, R^2 , and Crash Risk”, *Journal of Financial Economics*, 94, 67–86.
- Jin, L. and S. Myers (2006): “ R^2 around the World: New Theory and New Tests”. *Journal of Financial Economics*, 79, 257–292.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000): “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 58, 3–27.
- Kim, J., Y. Li and L. Zhang (2011a): “CFOs versus CEOs: Equity Incentives and Crashes”, *Journal of Financial Economics*, 101, 713–730.
- Kim, J., Y. Li and L. Zhang (2011b): “Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-level Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 100, 639–662.
- Kim, J., Z. Wang and L. Zhang (2016): “CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk”, *Contemporary Accounting Research*, 33, 1720–1749.
- Kim, J. and L. Zhang (2014): “Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks”, *Contemporary Accounting Research*, 31, 851–875.
- Kim, J. and L. Zhang (2016): “Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm - level Evidence”, *Contemporary Accounting Research*, 33, 412–441.
- Piotroski, J., T. Wong and T. Zhang (2010): “Political Incentives to Suppress Negative Financial Information: Evidence from State-controlled Chinese Firms”, *Working Paper*.
- Xu, N., X. Li, Q. Yuan and K. Chan (2014): “Excess Perks and Stock Price Crash Risk: Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, 25, 419–434.
- Zweig, D. (2006): “Competing for Talent: China’s Strategies to Reverse the Brain Gain”, *International Labour Review*, 145, 65–90.

(责任编辑:周莉萍)