

信用风险传染与股价崩盘风险：基于信用债违约事件的研究

Credit Risk Contagion and Stock Price Crash Risk: Empirical Research on Bond Default

陈永欣

Yongxin Chen

安徽师范大学经济管理学院 中国·安徽 芜湖 241000

School of Economics and Management, Anhui Normal University, Wuhu, Anhui, 241000, China

摘要：自2014年“11超日债”违约以来，中国债券市场违约现象愈演愈烈，逐渐构成系统性风险因素。信用债违约不仅会给投资者造成重大损失，信用风险传染还会对未违约企业产生不利影响。为此，论文使用2014—2019年中国A股上市公司面板数据，利用固定效应模型实证研究了上市公司信用债违约形成的信用风险传染与股价崩盘风险之间的关系。结果表明，信用债违约风险传染的确会使得同一经营地其他未违约企业股价崩盘风险上升，并且企业的应计盈余管理活动会强化这种关系。此外，从融资融券制度以及公司股权性质的角度，研究发现标的公司和国有企业受违约事件的影响均不显著。说明中国的融资融券制度在一定程度上发挥了应有的成效，但“刚性兑付”仍对市场留有影响。

Abstract: Since the default of the “Bond 112061” in 2014, The default of Chinese credit bonds has intensified and gradually constituted one of the systemic risk factors. The default of credit bonds not only bring significant losses to investors, but also have an adverse impact on non-defaulting companies through credit risk contagion. With using the panel data of A-share enterprises from 2014 to 2019 and the fixed effect model, this paper has empirically studied the relationship between the credit risk contagion caused by the default and the risk of stock price crash risk. The results show that the contagion of credit bonds default risk will indeed increase the risk of stock price crash risk of other non-defaulting companies which are in the same business area, and the company’s accrued earnings management activities will strengthen this relationship. In addition, from the perspective of the margin trading system and the nature of the company’s equity, the study finds that the target companies and state-owned enterprises are not significantly affected by default events. It shows that Chinese margin trading and securities lending system has exerted its positive effect to a certain extent, but “rigid payment” still has an impact on the market.

关键词： 股价崩盘；信用风险传染；债券违约

Keywords: stock price crash risk; credit risk contagion; bond default

DOI: 10.12346/emr.v3i2.3348

1 引言

自2014年“11超日债违约”事件爆发以来，中国债券市场中的违约现象愈演愈烈。据Wind数据库显示，2014—2019年间，中国信用债违约共发生547起。其中，2018年、2019年为违约高峰年度，每年的债券违约数量在100起以上，违约金额达1000亿元。上市公司的债券违约意味着当前资金周转不畅，经营情况恶化。其违约不仅会对自身股价造成极大冲击，而且由于信用风险传染还可能对同行业、同地

区其他未违约企业的经营管理产生不利影响，提高股价崩盘风险。

目前对公司债券违约的研究大都集中在债券违约的影响因素上，对于债券违约后果的研究相对较少，主要有信用债违约提高了市场感知到的信用风险水平（张春强，2019）^[1]。那么，作为企业又一融资渠道的股票市场是否也会受到债券违约的影响呢？刘志成（2016）在研究中国债券市场违约影响时，发现中国债市具有“蝴蝶效应”，债市风险会通过

【作者简介】陈永欣（2000-），女，中国安徽芜湖人，本科，从事投资学研究。

预期和资金两个渠道,与其他市场形成共振,导致风险向外扩散^[2]。李成等(2010)基于四元VAR-GARCH(1,1)-BEKK模型研究中国金融市场发现,中国股票市场与债券市场间具有显著的溢出效应^[3]。所以,债券市场中的违约事件可能会对股票市场表现产生不利影响。

债券违约向市场中释放出信用风险信号,在信息外部性的作用下提高了市场感知到的信用风险水平,形成信用风险传染效应。张春强等(2019)研究发现,债券违约具有行业传染效应,行业内公司债券违约显著提高了同行业其他未违约公司的发债定价水平^[1]。宁博等(2020)研究认为信用债违约具有地区传染效应,地区内未违约企业在融资约束的作用下会提高自身的盈余管理水平^[4]。信用风险传染使得单个企业的债券违约风险能够影响到其他公司,对其财务状况、经营表现产生不利影响。基于公司内部人的自利倾向,此时采用的策略性信息披露与盈余管理等手段会降低其他未违约公司的信息透明度,股价崩盘风险上升(Kothari等,2009)^[5]。

论文以2014—2019年中国A股上市公司为样本,研究上市公司信用债违约导致的信用风险传染效应对同行业、同地区未违约企业股价崩盘风险产生的影响^[6]。论文的研究意义与学术贡献主要体现在以下两个方面:①现有文献研究信用风险传染主要有信用风险建模(Davis等,2001;Giesecke等,2003)^[7,8],行业、地区信用风险传染(张春强等,2019;王叙果等,2019)^[1,9]以及信用风险传染的市场表现(焦健等,2021;张玮倩等,2019;陈庭强等,2019)^[10-12]等。论文从信用债违约角度出发,研究信用风险传染对未违约企业股价崩盘风险的影响,进一步拓展了信用风险传染的研究内容。②已有文献对股价崩盘风险的研究主要从信息不透明角度,分析了公司内部人(Kothari等,2009;李增泉等,2004;许年行等,2012)^[5,6,13]以及企业的治理监管(王冲等,2013;罗进辉等,2014)^[14,15]等对公司股价崩盘风险的影响。论文基于上市公司信用债违约事件,实证检验了信用风险传染对同行业、同地区未违约企业股价崩盘风险的影响,丰富了股价崩盘风险研究的视角与内容。

2 理论构建与假设提出

2.1 文献综述

信用风险传染是金融市场上的常见现象,也是一种典型的社会行为。对信用风险传染的研究起于Davis等(2001)提出的基于债券组合的信用风险传染模型^[7]。后来,Martin等(2007)的研究指出信用风险在相关企业间具有传染效应^[16]。即当一个企业发生信用风险事件,与之关联的公司也会出现连锁反应。信用风险在相关企业间传染的一个重要因素是信息的外部性(Le等,2018)^[17]。公司债券违约释放的信用风险信号,经信息传播在一级市场形成定价效应,提高了未违约公司的发债定价水平(张春强等,2019)^[1]。在同地

区,债券违约的风险传染效应会耗尽该地的信用资本,降低未违约企业的信用评级(王叙果等,2019)^[9]。除此之外,信用风险传染还表现为债券违约导致的公司流动性下降、企业创新投资减少以及信用网络下的银企风险传染(焦健等,2021;张玮倩等,2019;陈庭强等,2019)^[10-12]等。近来,有研究指出违约企业的信用风险会提高本企业的股价崩盘风险(李诗瑶,2019)^[18],但尚未有对信用风险传染与其他企业股价崩盘风险的作用机制研究。

从现有研究来看,多数文献对股价崩盘风险的研究都集中在企业信息透明度层面。从这一视角理解股价崩盘,就是指公司隐瞒的负面信息累积到一定程度,突然在某个时点集中释放,导致公司股价极度左偏或者出现真的崩盘。Hutton等(2009)的研究认为,公司信息透明度与股价崩盘风险负相关,公司财务信息越透明,股价崩盘风险就越低^[19]。从公司内部人角度来看,高管出于薪酬、声誉等一己私利,可能会策略性披露公司信息,使得股价崩盘风险上升(Kothari等,2009)^[5]。而公司大股东为侵占小股东利益进行的关联交易、资源占用等行为也会恶化公司信息透明度,增加股价崩盘风险(李增泉等,2004)^[6]。有效的内外部治理与监管将抑制坏消息隐藏导致的股价崩盘风险。王冲等(2013)的研究表明,会计稳健性与公司内部对信息的控制可以显著降低股价崩盘风险^[14]。媒体报道、分析师关注通过有效的外部监督治理,也显著降低了公司股价崩盘风险(罗进辉等,2014)^[15]。

信用风险传染会降低未违约企业评级水平,提高融资成本,减少公司流动性。基于股价崩盘的内部人角度分析,此时公司高管和大股东会进行一系列降低企业信息透明度的行为,增加未违约企业的股价崩盘风险。

2.2 信用风险传染与股价崩盘风险理论分析

信用债违约往往是发债主体盈利能力恶化、流动性枯竭的表现,这将给公司债权人与其他利益相关者造成严重损失。由于中国特殊的金融体系——银行是企业最大的债权人,使得债券违约风险进一步扩散到银行系统,放大了违约事件的负面影响(陈庭强等,2019)^[12]。所以,当市场中出现信用债违约事件,债权人与投资者会表现出巨大恐慌,从而引发局部市场的流动性枯竭(焦健等,2021)^[10]。相关未违约企业出现融资困难,资金周转不畅,经营受阻的困境。出于对个人薪酬与职业发展等因素的考虑,企业管理层倾向于通过报表粉饰、策略性信息披露等手段,营造良好的市场表现以度过眼下危机。但最终结果可能是降低了企业信息透明度,放大了股价崩盘风险^[20-22]。

对于同行业公司而言,信用债违约风险极易在同行业未违约公司间形成传染,增大股价崩盘风险。首先,就财务决策而言,由于信息获取性模仿以及竞争性模仿机制的存在,同行业公司间在股票发行、公司并购等财务决策上表现出明显的“同群效应”,这将造成彼此之间财务风险变化的同步

性 (Kaustia 等, 2015; 万良勇等, 2016) [23,24]。其次, 就融资偏好与资本结构而言, Ngo 等 (2015) 以及陆蓉等 (2017) 的研究都表明同行业公司的融资偏好与资本结构调整具有一致性, 都倾向于朝行业平均水平调整, 这就使得行业内公司的信用风险变化趋于同步 [25,26]。最后, 在经营管理方面, 同行业公司的经营管理政策也表现出高度相似性 (Leary 等, 2014) [27]。基于上述特征, 当行业内出现信用债违约事件, 由于风险变化的高同步性, 投资者会对行业内未违约企业的经营抱有疑虑。未违约企业融资受阻, 促使管理层采取报表粉饰、策略性信息披露等手段向外传递公司经营良好的积极信号。但这些手段降低了公司信息透明度, 提高了股价崩盘风险 (Kothari 等, 2009) [5]。据此, 提出论文的第二个假设:

假设 1: 信用风险在行业间的传染导致行业内未违约企业股价崩盘风险上升。

对于同地区公司, 信用债违约事件造成的巨大市场冲击会使得未违约公司受到不利影响, 诱发股价崩盘。一方面, 由于产业集群效应, 同地区公司多为合作伙伴关系, 彼此之间多有资金往来。根据 Giesecke 等 (2003) 的研究, 一个企业陷入财务危机的可能性与其合作伙伴的财务状况密切相关, 当合作伙伴的经营出现困难, 自身财务状况也会受到负面影响 [8]。因此, 当地区内有公司发生债券违约, 其合作伙伴公司可能由于应收账款的增加, 资金周转不畅, 经营陷入困境。另一方面, 能够发行大额信用债的企业往往是地方的龙头企业或是政府支持的国有企业。这些企业涉及的利益主体众多, 违约造成的市场冲击巨大。例如, 2017 年的中国东北特钢违约事件, 连续 9 只债券违约, 极大地打击了投资者信心, 对地区信用资本的消耗严重恶化了中国东北三省的经营环境。所以, 若地区内发生信用债违约, 其他未违约企业在融资约束增大、资金周转困难, 业绩表现不佳的情况下, 会倾向于通过盈余管理等手段隐瞒公司坏消息、粉饰经营业绩 (宁博等, 2020) [4]。最终降低了企业信息透明度, 增大了股价崩盘风险 (Hutton 等, 2009) [19]。据此, 提出论文的第二个假设:

假设 2: 信用风险在地区间的传染导致地区间未违约企业股价崩盘风险上升。

3 数据说明与方案设计

3.1 数据说明

论文信用债违约数据来自 Wind 数据库, 公司特征、财务数据数据来自 CSMAR 数据库。以 2014—2019 年中国 A 股上市公司作为研究样本。并做如下筛选: ①剔除金融类上市公司样本数据; ②计算股价崩盘指标时, 剔除年度周收益率数据不足 30 个的样本数据; ③对连续变量在 1% 和 99% 分位上进行缩尾处理以降低极端值的影响; ④剔除观测期内数值缺失的样本; ⑤剔除观测期内发生了信用债违约的公司数据; ⑥采用 2012 证监会行业分类对公司所属行业进行划

分; ⑦以省、直辖市、自治区为单位对公司所属地区进行划分。经过筛选, 最终得到 12967 个企业的一年的观测值。

3.2 变量定义与模型设计

3.2.1 变量定义

论文主要把变量解释为股价崩盘风险, 借鉴 Kim 等 (2011)、许年行等 (2012) 的方法加以计算。得到的股价崩盘风险度量指标有两个, 分别是负收益偏态系数 NCSKEW 和收益上下波动比例 DUVOL, 指标数值越大, 股价崩盘风险越大。其中, 以指标 NCSKEW 作为此次主回归研究的被解释变量, 指标 DUVOL 用于后面的稳健性检验。

论文主要把变量解释为上市公司信用债违约情况, 记为哑变量 Default。变量 $Default_{i,t}$ 为行业信用债违约情况, 当该年度同行业其他公司出现信用债违约, 则 $Default_{i,t}=1$, 否则为 0。考虑到上市公司的注册地与主体的经营地可能分属不同地区, 但公司注册地一般不涉及实际的生产经营活动, 因此, 对地区信用债违约情况使用经营地所属进行定义, 为 $Default_{office_{i,t}}$ 。当该年度同地区其他公司出现信用债违约, 则 $Default_{office_{i,t}}=1$, 否则为 0。

控制变量设置方面, 论文参考 Kim 等 (2011) 以及许年行等 (2012) 的文献, 在回归中控制了如下变量: ①市值账面比: 年末企业的市值除以账面价值; ②财务杠杆: 年末企业的负债总额除以资产总额; ③股权集中度: 企业前十大股东持股比例之和; ④账面绩效: 企业净利润除以企业资产年初年末平均额; ⑤企业规模: 年末企业总资产的自然对数; ⑥企业信息透明度: 用修正 Jones 模型估计的企业可操纵应计利润的绝对值; ⑦股票的波动率: 考虑现金红利再投资的周个股回报率年度标准差; ⑧回报率: 考虑现金红利再投资的周个股回报率年度均值。借鉴宁博等 (2020) 的模型设计思想, 在研究行业信用债违约与股价崩盘风险的关系时, 加入了地区与年份的交互项以控制未观测到的地区因素的影响; 研究地区信用债违约与股价崩盘风险的关系时, 加入了行业与年份的交互项以控制未观测到的行业因素的影响。为缓解一定的变量内生性问题, 在回归中将解释变量和控制变量均滞后一期。

3.2.2 模型设计

论文借鉴谢德仁等 (2016)、易志高等 (2019) 的模型设计思想, 设计了如下模型验证本文的研究假设。

$$CrashRisk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Default_{i,t-1} + \beta_2 Controls_{i,t-1} + \gamma + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中, $Crashrisk_{i,t}$ 为公司 i 在第 t 期由 NCSKEW 度量的公司股票崩盘风险。 $Default_{i,t-1}$ 为公司 i 上一期的信用债违约情况, 分别由 $Default_{i,t-1}$ 和 $Default_{office_{i,t-1}}$ 表示。 $Controls_{i,t-1}$ 为上述控制变量滞后一期的数值, γ 表示行业 (地区) 与年份的交互项。为了控制个体效应对结果的影响, 在 Hausman 检验显著拒绝原假设后, 采用固定效应模型进行回归。

4 实证结果分析

4.1 描述性分析

对上述主要变量进行描述性分析,被解释变量负收益偏态系数和收益波动比例的均值分别为-0.291、-0.192。而从两者的最值来看,发现不同公司的股价崩盘风险具有较大差异。不同维度的信用债违约哑变量均值为0.141和0.293。其中,以经营地所在定义的信用债违约变量的均值最大,这说明信用债违约在公司经营地发生的频率相对行业更高。公司的前十大股东持股比例的均值为57.599%,表明在观测期间上市公司的股权较为集中。公司市值账面比的均值为2.311,从最值和分位数来看,总体保持在均值左右的水平,但仍有小部分公司市值账面比过高的现象。观测期内,公司规模的对数均值为22.313,并保持在25左右。样本公司的财务杠杆均值为0.439,但最值相差很大,说明有部分公司的杠杆率过高。观测期内,公司的资产报酬率均值为0.037,最小值为-1.872,最大值为1.56;企业信息透明度的均值为0.082,两个最值分别为0和3.204;股票波动率与收益率的

均值分别为0.067和0.005(见表1)。

4.2 主回归结果

表2列示了论文主要研究假设的回归结果。列①为同行业信用风险传染效应的结果,可以看到,Default_indus的系数为负,并且不显著;列②为同一经营地的信用风险传染效应检验结果,Default_office的系数在5%的水平上显著为正。基于上述分析,只有假设2得到验证,即上市公司信用债违约形成的风险传染会使得同地区未违约企业的股价崩盘风险上升。就上述回归结果来看,论文的假设1并未得到支持,假设2表明同一经营地企业存在信用风险传染效应,使得公司股价崩盘风险升高。行业违约变量不显著的原因可能是,负面事件在行业间的溢出效应具有传染性和竞争性两个不同方向的作用。在监管良好的市场中,行业负面事件会更易出现竞争效应;而在监管较差的市场中,传染效应则占据主体(王永钦等,2014;汤泰劫等,2017)^[22,28]。因此,在两种效应的共同作用下,债券违约对行业内未违约企业的股价崩盘风险不存在显著影响。

表1 描述性统计分析

Variable	n	Mean	Std. Dev.	Min	P25	P50	P75	Max
NCSKEW	12967	-0.291	0.774	-5.17	-0.687	-0.256	0.134	5.037
DUVOL	12967	-0.192	0.502	-2.469	-0.513	-0.195	0.122	2.505
Default_indus	12967	0.141	0.348	0	0	0	0	1
Default_office	12967	0.293	0.455	0	0	0	1	1
size	12967	22.313	1.322	17.641	21.411	22.143	23.044	28.52
fl	12967	0.439	0.217	0.008	0.270	0.428	0.594	4.543
roa	12967	0.037	0.079	-1.872	0.013	0.035	0.067	1.56
mb	12967	2.311	2.774	0.699	1.337	1.764	2.536	122.19
abacc	12967	0.082	0.158	0	0.023	0.050	0.094	3.204
topten	12967	57.599	15.233	1.32	46.690	58.270	68.940	101.16
std	12967	0.067	0.036	0.014	0.045	0.058	0.078	1.947
me	12967	0.005	0.012	-0.029	-0.002	0.004	0.011	0.282

表2 主回归与稳健性检验回归结果

	主回归结果		调整被解释变量		调整解释变量	
	①	②	③	④	⑤	⑥
	NCSKEW	NCSKEW	DUVOL	DUVOL	NCSKEW	NCSKEW
Default_indus	-0.0458		-0.0194			
	(0.0296)		(0.0182)			
Default_office		0.0475**		0.0279**		
		0.0208		(0.0135)		
DNUM_indus					-0.00907	
					(0.0143)	
DNUM_office						0.0179**
						(0.00868)
N	12967	12967	12967	12967	12905	12905
R ²	0.079	0.113	0.085	0.121	0.077	0.113

注:各回归解释变量均滞后一期,并且均加入了控制变量的滞后一期,公司固定效应。行业回归时,控制了经营地与年份的交互项影响;地区回归时,控制了行业与年份的交互项影响。

4.3 稳健性检验

考虑到论文结果的可靠性，接下来将从两个角度对主回归结果进行稳健性检验。

4.3.1 替换被解释变量指标为 DUVOL

股价崩盘指标有两个，使用另一指标 DUVOL 进行稳健性检验。据表 2 列③和列④的回归结果，可以看到，只有经营地违约变量 Default_office 的回归系数在 5% 的水平上显著为正，行业违约变量的系数为负且不显著。与主回归结果类似，说明先前的研究结果具有一定的稳健性。

4.3.2 改变自变量的定义方式

考虑到信用债违约事件发生的次数越多，市场感知到的信用风险水平越高，公司股价波动就越剧烈。因此，借鉴曹廷求等（2020）的变量设定方式，以年度内信用债违约事件数 DNUM 作为解释变量，重复上述回归。其中 DNUM_indus、DNUM_office 分别表示行业、地区年度内信用债违约数量。根据表 2 列⑤和列⑥的回归结果，经营地违约事件数变量 DNUM_office 的系数在 5% 的水平上显著为正，行业违约事件数变量系数为负且不显著。从这一角度来说，主回归结果具有较好的稳健性。

5 拓展性研究

5.1 盈余管理的调节效应

信用债违约事件产生的最直接影响就是信用风险溢价水平上升，违约企业融资成本上升。而由于信用风险的传染效应，与违约公司相关的未违约企业融资成本也会升高。Bernet 等（2008）研究就发现，当一家企业破产时，相关的未破产企业新债的发行成本会显著上升^[29]。王叙果等（2019）通过研究 2014—2017 年国企信用债违约数据，发现债券违约具有省内传染效应，违约事件降低了省内其他未违约国企的评级水平^[9]。因此，在巨大的融资压力下，未违约企业可能

会通过向上的盈余管理缓解眼前的窘境（宁博等，2021）^[4]。而向上的盈余管理通常会加剧企业与投资者之间的信息不完全程度，形成企业内部负面消息的积聚，加剧了公司股价崩盘风险。因此，若地区内发生信用债违约事件，未违约公司进行的盈余管理活动将增强违约事件对公司股价崩盘风险的影响程度。

为了验证上述猜想，论文选取了盈余管理指标 EM，并细分为应计盈余管理和真实盈余管理两部分。其中，应计盈余管理是借助会计政策与估计的选择实现的盈余管理方式，由总应计利润和非操纵性应计利润计算合成企业的应计盈余管理指标 DA。接着，通过计算经营现金净流量、企业的生产成本和操纵性费用的异常值，得到真实盈余管理指标 TREM。

为了更好地得到盈余管理对信用债违约与股价崩盘风险的影响，借鉴温忠麟等（2005）以及王高义（2017）的研究，设计了如下调节效应模型：

$$CrashRisk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Default_{i,t-1} + \beta_2 EM_{i,t-1} \times Default_{i,t-1} + \beta_3 EM_{i,t-1} + \beta_4 Controls_{i,t-1} + \gamma + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中，Crashrisk_{i,t} 为公司 i 第 t 期的股价崩盘风险 NCSKEW。Default_{i,t-1} 为公司 i 上一期的信用债违约情况，由 Default_office_{i,t-1} 表示。EM_{i,t-1} 为由 DA_{i,t-1} 和 TREM_{i,t-1} 表示的公司 i 上一期的应计盈余管理和真实盈余管理情况。Controls_{i,t-1} 为控制变量滞后一期的数值，γ 表示行业与年份交互项。

回归结果见表 3，列①显示应计盈余管理与信用债违约变量的交叉项 Default_office_{t-1} × DA_{t-1} 系数为正，且在 1% 的水平上显著，说明信用债违约时，公司向上的应计盈余管理程度越高，股价崩盘风险越大。列②的回归结果显示真实盈余管理与信用债违约风险的交叉项系数不显著，说明就此次回归结果来看，真实盈余管理并未对信用风险传染与股价崩盘风险之间的正相关关系产生显著影响。造成上述结果的原

表 3 调节效应与经济环境回归结果

	调节效应		融资融券		股权性质	
	①	②	③	④	⑤	⑥
	NCSKEW	NCSKEW	NCSKEW	NCSKEW	NCSKEW	NCSKEW
Default_office _{t-1}	0.0374*	0.0450**	0.0193	0.0635**	0.0295	0.0547*
	(0.0219)	(0.0218)	(0.0323)	(0.0285)	(0.0331)	(0.0289)
Default_office _{t-1} × DA _{t-1}	0.433***					
	(0.160)					
DA _{t-1}	0.197**					
	(0.0844)					
Default_office _{t-1} × TREM _{t-1}		0.0132				
		(0.0865)				
TREM _{t-1}		0.00810				
		(0.0599)				
N	11785	11785	4864	8103	5050	7444
R ²	0.122	0.119	0.183	0.130	0.167	0.134

因可能是：一方面，从受影响的未违约企业的资源来看，危机在市场传染时，企业面临的较大融资约束会加剧企业内部资源的耗费。因此，相较于需要占用企业部分资源加以实施的真实盈余管理，低操作成本和低资源占用的应计盈余管理更易被采用（袁知柱等，2014）^[30]。另一方面，从管理层薪酬角度出发，目前大多数企业高管薪酬多基于会计表现，因此，为了获得较高薪酬，管理层也更愿意进行应计盈余管理。因此，企业的应计盈余管理活动会放大信用风险传染与股价崩盘风险的正向关系。

5.2 基于企业内外部环境研究

5.2.1 融资融券视角

2010年3月21日，中国股票市场推出了融资融券制度。这一制度的施行，表明中国股票市场终于结束了长期以来的单边市局面。在中国推行此制度之前，陈国进等（2009）认为市场的卖空限制通过投资者的异质信念加剧了股价崩盘风险^[31]。李志生等（2015）研究表明，融资融券制度的推出的确改善了我国股市的定价机制，尤其是融券卖空交易更是显著降低了股价崩盘风险^[32]。据此可以认为，相较于非融资融券标的公司，作为标的股票的公司可以凭借这一制度优势，在面临信用违约风险事件时，公司股价仍能较好地反映基本面信息，崩盘风险较低。

基于上述分析，论文将全样本分为融资融券标的公司和非标的公司两个子样本。考虑到每年都会有企业调入或调出标的名单，以每年年末的名单数据为依据进行划分。回归结果为表3列③和列④。其中列③为融资融券标的公司回归结果，其违约变量系数为正但不显著。列④为非标的公司回归结果，其违约变量的系数在5%的水平上显著为正。这一结果说明，相较于非标的公司，标的公司的股价受到信用违约风险事件的负面影响不显著，中国的融资融券制度在一定程度上确实发挥了应有的成效。

5.2.2 企业股权性质视角

自企业能够发行债券之后，相较于非国有企业，中国国有企业因其特殊的股权性质，使得中国政府常常为其债务进行各种显性或隐性的担保。韩鹏飞等（2015）的研究指出，中国政府隐形担保的确降低了中国国企债券的信用风险^[33]。虽然近年来，这种“刚性兑付”机制逐渐被打破，但投资者抱有的固有观念却已根深蒂固。因此，当市场上出现债券违约事件时，国有企业可能会较少受到波及，股价崩盘风险小。而非国有企业，仅凭自有资金抵御违约事件的负面冲击，公司股价波动大，崩盘风险高。

根据上述推测，论文将全样本按股权性质的不同分为国有企业和非国有企业两个子样本。其中，国有企业样本中剔除了集体性质、国有和民营股权交叉性质的企业；非国有企业样本同样剔除了这两类企业，主要为民营和外资企业。回归结果为表3列⑤和列⑥。列⑤为国有企业子样本的结果，违约变量的系数为正但不显著。列⑥为非国有企业子样本的

结果，违约变量的系数在10%的水平上显著为正。这样的结果验证了此部分的猜想，即相较于非国有企业，国有企业受到信用违约事件的影响不显著，“刚性兑付”在中国市场上仍留有影响。

6 结语

近年来，越发频繁的信用债违约事件给投资者造成了重大损失，其释放出的信用风险信号还会对同地区未违约企业产生不利影响。论文从上市公司信用债违约角度切入，实证检验了违约导致的信用风险传染与公司股价崩盘风险的关系。结果表明，上市公司信用债违约的确会使得同一经营地其他未违约企业的股价崩盘风险上升，并且此时公司采取的应计盈余管理活动还会加强两者之间的正向关系。不过，类似结论在同行业企业并不成立。进一步来说，对于融资融券标的公司与国有企业，信用风险传染对这两类公司的股价崩盘风险影响并不显著。

基于上述结论，可以得到如下启示：首先，应更加重视债券市场的违约风险，防止风险的跨市场联动。论文的研究结果表明，信用债违约事件会提高同地区企业的股价崩盘风险，特别是公司内部采用的降低信息透明度的做法更会放大不利影响。因此，监管部门在做好自身应有的监管工作的同时，还应加快评级体系建设，缓解信用债违约的“蝴蝶效应”。其次，持续推进融资融券制度建设，打造更有效率的股票市场。论文研究发现，融资融券标的公司的崩盘风险受信用债违约的影响并不显著，说明这一制度更好地吸收了悲观投资者的预期，发挥了负面冲击时的“市场稳定剂”作用。最后，要引导债券市场良性发展，帮助投资者树立正确投资观念。上述结果表明，债券市场的“刚性兑付”影响犹在，使得非国有企业受债市违约影响更显著，影响经济的整体发展。因此，要加强对信用债违约的市场化引导，使投资者充分认识风险与收益的匹配性。

参考文献

- [1] 张春强,鲍群,盛明泉.公司债券违约的信用风险传染效应研究——来自同行业公司发债定价的经验证据[J].经济管理,2019,41(1):174-190.
- [2] 刘志成.谨防债市“蝴蝶效应”[J].中国金融,2016(21):57-58.
- [3] 李成,马文涛,王彬.我国金融市场间溢出效应研究——基于四元VAR-GARCH(1,1)-BEKK模型的分析[J].数量经济技术经济研究,2010,27(6):3-19.
- [4] 宁博,潘越,陈秋平,等.信用风险传染与企业盈余管理:基于信用债违约的视角[J].会计研究,2020(3):66-77.
- [5] Kothari S P S Shu, P D Wysocki. Do Managers Withhold Bad News? [J].Journal of Accounting Research,2009,47(1):241-276.
- [6] 李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J].会计研究,2004(12):3-13+97.

- [7] Davis M, Lo V. Infectious Defaults[J]. *Quantitive Finance*, 2001, 1(4):382-387.
- [8] Kay Giesecke, Stefan Weber. Cyclical Correlations, Credit Contagion, and Portfolio Losses[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2003, 28(12):3009-3036.
- [9] 王叙果,沈红波,钟霖佳.政府隐性担保、债券违约与国企信用债利差[J].*财贸经济*, 2019, 40(12):65-78.
- [10] 焦健,张雪莹.债券违约对流动性影响的传染效应研究[J].*证券市场导报*, 2021(1):44-55.
- [11] 张玮倩,方军雄.债务违约溢出效应对企业创新投资的影响研究[J].*证券市场导报*, 2019(9):31-40.
- [12] 陈庭强,王磊,曾倩茹.基于银企信用网络的交易对手风险传染研究[J].*金融发展研究*, 2019(2):32-38.
- [13] 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.
- [14] 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, 26(1):68-79.
- [15] 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+97.
- [16] Martin D, Marrison C. Credit risk contagion[J]. *Risk Magazine*, 2007(4):90-94.
- [17] Le N, P T Ngo. Intra-Industry Spillover Effects: Evidence from Bankruptcy Filings[R]. SSRN. Working Paper, 2018.
- [18] 李诗瑶.上市公司债务违约风险与股价崩盘风险[J].*江西社会科学*, 2019, 39(7):42-53.
- [19] Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94(1): 67-86.
- [20] 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.
- [21] 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.
- [22] 王永钦,刘思远,杜巨澜.信任品市场的竞争效应与传染效应:理论和基于中国食品行业的事件研究[J].*经济研究*, 2014, 49(2):141-154.
- [23] Kaustia M, Rantala R. Social Learning and Corporate Peer Effects. *Journal of Financial Economics*, 2015, 117(3):653-669.
- [24] 万良勇,梁婵娟,饶静.上市公司并购决策的行业同群效应研究[J].*南开管理评论*, 2016, 19(3):40-50.
- [25] Hong Kim Duong, Anh Duc Ngo, Carl B McGowan. Industry Peer Effect and the Maturity Structure of Corporate Debt[J].*Managerial Finance*, 2015, 41(7):714-733.
- [26] 陆蓉,王策,邓鸣茂.我国上市公司资本结构“同群效应”研究[J].*经济管理*, 2017, 39(1):181-194.
- [27] Leary M T, M R Roberts. Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy? [J].*The Journal of Finance*, 2014, 69(1):139-178.
- [28] 汤泰劫,胡珺,宋献中.企业环境污染事件的溢出效应:传染还是竞争?——基于哈药“污染门”的实证分析[J].*中国注册会计师*, 2017(7):46-51.
- [29] Bernet P M, T E Getzen. Can a Violation of Investor Trust Lead to Financial Contagion in the Market for Tax-exempt Hospital Bonds? [J].*International Journal of Health Care Finance and Economics*, 2008, 8(1):27.
- [30] 袁知柱,王泽燊,郝文瀚.机构投资者持股与企业应计盈余管理和真实盈余管理行为选择[J].*管理科学*, 2014, 27(5):104-119.
- [31] 陈国进,张贻军.异质信念、卖空限制与我国股市的暴跌现象研究[J].*金融研究*, 2009(4):80-91.
- [32] 李志生,陈晨,林秉旋.卖空机制提高了中国股票市场的定价效率吗?——基于自然实验的证据[J].*经济研究*, 2015, 50(4):165-177.
- [33] 韩鹏飞,胡奕明.政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究[J].*金融研究*, 2015(3):116-130.