

实际控制人境外居留权与资本市场定价效率

——基于股价同步性的分析

郭照蕊 张震

(上海师范大学商学院,上海 200234)

摘要:本文采用2007~2018年中国民营上市公司数据,考察了实际控制人境外居留权对资本市场定价效率的影响。结果表明,实际控制人拥有境外居留权的公司表现出更高的资本市场定价效率,即更多公司层面信息融入股票价格,股价同步性降低。进一步的路径检验显示,实际控制人拥有境外居留权的公司表现出更高的信息披露质量,同时也吸引更多的投资者调研,进而从公司内、外部两个视角解释了资本市场定价效率提升的原因。最后,就境外居留地是否与中国签署引渡条约对样本进行再检验,没有发现资本市场定价效率存在显著差异的证据,表明实际控制人境外居留权对资本市场定价效率的积极影响是普遍存在的。

关键词:境外居留权;股价同步性;定价效率

中图分类号:F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2021)04-0049-12

利用股票价格的信号机制实现有限资源的优化配置是资本市场的基本功能。然而,实现这一基本功能的关键在于股票价格到底多大程度反映公司的客观实际,这也就是所谓的资本市场定价效率问题。现有研究表明,我国资本市场定价效率较低,股票价格中包含大量与公司基本面信息无关的“噪音”,严重影响资本市场资源配置的引导作用。这其中一个重要依据是我国资本市场表现出了较高的股价同步性,公司股票价格变动与市场平均变动之间存在密切的关系。按照广为接受的“信息效率观”理论,股价同步性负向衡量信息效率,严重的股价同步性损害了资本市场的资源配置功能,并对公司行为产生一系列的负面影响^{[1][2]}。因此,探究股价同步性的影响因素,进而减少股价中的“噪音”,是此类研究不懈的努力方向。

近年来,有关实际控制人境外居留权在公司行为中的角色扮演研究逐步被重视。已有的研究表明,实际控制人拥有境外居留权的公司舞弊概率更大,审计费用更高,更倾向于选聘国际“四大”为其审计,其债务融资成本更高;此外,公司的避税行为、创新活动等也受到实际控制人境外居留权的影响^{[3][4]}。

收稿日期:2020-10-14

基金项目:国家自然科学基金项目“我国上市公司透明度空间分布的非均衡性及其‘传染性’问题研究”(71573178);上海市哲学社会科学规划一般课题“基于外部利益相关者视角的交易所监管问询经济后果研究”(2020BJB007)

作者简介:郭照蕊(1980—),男,内蒙古呼伦贝尔人,上海师范大学商学院副教授,本文通讯作者;
张震(1974—),男,辽宁锦州人,上海师范大学商学院副教授。

作为对公司有支配权的自然人,其境外居留权的经济后果研究不应仅仅局限于公司内部,而应进一步拓展至对外部投资者乃至整个资本市场的影响研究。然而,纵观已有文献,尚未有学者考察实际控制人境外居留权对资本市场的影响。资本市场定价效率是否因此发生改变?改变的方向如何?途径有哪些?这些问题的回答有助于深化对实际控制人境外居留权的认识,同时也是资本市场定价效率影响因素研究的重要课题。

基于此,本文以2007~2018年中国民营上市公司数据为样本,考察实际控制人境外居留权对资本市场定价效率的影响。我们发现,与实际控制人没有境外居留权的公司相比,实际控制人拥有境外居留权的公司股票价格中融入了更多公司层面特质信息,股价同步性得以降低,进而表现出更高的资本市场定价效率。采用PSM、不同的资本市场定价效率代理变量及内生性分析等方法进行稳健性检验后,结论均未发生变化。进一步的路径检验显示,提高公司信息披露质量和引致更多的投资者调研是实际控制人拥有境外居留权影响资本市场定价效率的两个有效路径。最后,就境外居留地是否与我国签署引渡条约对样本进行再检验,结果表明,我们的研究结论不受境外居留地是否与我国签署引渡条约的影响。

本文可能的研究贡献为:第一,丰富了境外居留权的经济后果研究,尽管以往研究从不同角度考察了实际控制人拥有境外居留权的经济后果,但仅仅局限于对公司内部行为的影响,本文则将其经济后果的研究进一步拓展至资本市场,丰富了相关文献。第二,挖掘了实际控制人境外居留权影响资本市场定价效率的内在机理,发现实际控制人境外居留权提高了公司的信息披露质量,引致了更多的投资者调研,从而通过公司内、外部两个路径影响资本市场定价效率,做到了“知其然更知其所以然”。我们的研究表明,实际控制人境外居留权对资本市场定价效率存在积极作用,这肯定了我国监管部门自2003年开始要求公司披露的实际控制人境外居留权信息是财务信息的有益补充;同时,也表明了实际控制人拥有境外居留权并非百害而无一利,使我们更加理性和客观地看待富豪移民潮现象,也为相关政策的制定提供“趋利避害”“辩证施治”的参考性意见和建议。

下文安排如下:第二部分为文献回顾,并进行简要评述;第三部分提出研究假设;第四部分为研究设计;第五部分报告了基本回归结果;第六部分则对基本回归结果进行了稳健性分析;第七部分为影响路径检验;第八部分考察了是否签署引渡条约对结果的影响;最后是结论与启示。

二、文献回顾

(一) 股价同步性研究

股价同步性,亦称股价“同涨同跌”,最早可追溯到King一文^[5]。其后,Roll认为个股价格波动应由公司、所在行业及市场层面信息共同解释^[6]。两年后,Morck等提出用个股回报率与市场回报率的拟合优度 R^2 量度股价同步性,以此代表定价效率^[1]。后续的研究发现,较低的股价同步性是因股价中融入较多的公司层面特质信息所致,因此,股价同步性越低,资源配置效率越高,而过高的股价同步性则阻碍了资本市场的资源配置,并对公司行为产生一系列负面影响^{[7][8]}。故探寻降低股价同步性的影响因素便成为研究的重中之重。

宏观层面而言,国家整体的法律和制度建设越完善、市场透明度越高,公司层面特征信息融入股价则越多,股价同步性越低^[9]。陈冬华和姚振晔基于中国资本市场的研究发现,政府行为提高了股价中公司层面特质信息含量,降低了股价同步性^[10]。此外,资本市场开放、详式审计报告的实施也能有效降低股价同步性,提高资本市场定价效率^{[11][12]}。

相对而言,微观层面的研究成果更为丰硕。公司第一大股东持股占比、外资持股占比、机构投资者持股占比等股东持股结构均能显著影响股价同步性^[13]。此外,张斌和王跃堂发现,公司业务复杂度正向影响股价同步性^[14];黄俊和郭照蕊的实证研究表明,媒体报道降低了股价同步性^[15];其他诸如XBRL财报系统的实施,供应链客户信息、社会责任报告的披露等也都能有效降低股价同步性,且这些都应归因于公司信息披露质量的提升^{[16][17]}。关于分析师跟踪人数对股价同步性的影响亦有研究,但结论不尽一致^{[18][19]}。

(二) 实际控制人境外居留权研究

近年来,我国愈演愈烈的富豪移民潮引起了越来越多的关注^①。在对移民目标国的价值判断上,富豪们出奇地一致,即获得良好的生存环境、健全的法律体系和安全的资产管理,而这些恰恰是我国与西方发达国家相比有待改进之处。鉴于这些富豪大多数并没有真正移居境外,而是继续在国内从事生产、经营并创造价值,故研究移民潮的经济后果对我国未来的发展具有重要意义。

通常,公司实际控制人属于富豪的行列,再结合上市公司数据的可得性,研究上市公司实际控制人境外居留权的经济后果便成为一个有效的“突破口”。Chen 等发现实际控制人拥有境外居留权与公司欺诈存在正相关关系,由此说明境外居留权给企业实际控制人从事不合规甚至不合法行为提供了一种无形的“保护伞”,是其逃避法律责任的“后路”,进而使其行事更为大胆和激进^[3]。梁娟通过实证研究发现,当实际控制人拥有境外居留权时,其公司的审计费用会显著增加^[4];在此基础上,Yang 等进一步发现,实际控制人拥有境外居留权的公司更倾向于聘请国际“四大”^[20]。

就实际控制人境外居留权对避税的影响,刘行等研究显示,实际控制人拥有境外居留权时,企业的避税程度显著降低^[21];张胜等将样本按照税负高低进行细分后发现,仅在实际税率较高时,实际控制人拥有境外居留权的公司才倾向于避税^[22]。此外,王雪平和王小平检验并证实了实际控制人拥有境外居留权正向影响企业债务成本^[23];王雪平认为,拥有境外居留权的实际控制人更倾向于规避风险,进而削弱了公司的技术创新^[24]。

通过以上文献可以看出,过高的股价同步性会给资本市场带来一系列的负面影响,探求更多影响股价同步性的因素具有重要的意义;实际控制人境外居留权的经济后果研究也仅针对公司内部行为。在现有研究基础上,本文考察实际控制人境外居留权能否进一步影响资本市场以及通过何种路径产生影响,以探究境外居留权在资本市场中发挥的作用,丰富现有的研究文献。

三、理论分析与研究假设

基于股价同步性的分析可知,实际控制人境外居留权影响资本市场定价效率的关键在于其能否使更多的公司层面特质信息融入股价。如果答案是肯定的,则将降低股价同步性,进而提高资本市场定价效率;否则,实际控制人境外居留权就不能提高甚至会降低资本市场定价效率。针对上述问题,我们从以下几个方面进行分析:

首先,实际控制人境外居留权信息的披露直接影响股价中公司层面特质信息的融入。自 2003 年 12 月以来,中国证监会始终要求上市公司必须披露实际控制人的境外居留权情况,由此可以看出中国证监会对此信息的重视。自 2003 年开始,企业实际控制人是否拥有境外居留权信息就属于强制披露信息。这一信息具有不可模仿性,不具有行业或市场的共性,属于典型的公司层面特质信息。此外,我们的统计发现,在实际控制人拥有境外居留权的前提下,有近一半(49.4%)的上市公司进一步披露了实际控制人境外居留地的具体国家或地区名称,这属于自愿披露信息。已有的研究表明,自愿披露信息是在强制披露信息之外的、以市场激励为动机的公司自发行为,能够提供更多个性化的公司层面特质信息^[25]。因此,实际控制人境外居留权信息属于典型的公司层面特质信息,再结合近年来该信息逐渐得到投资者重视的客观现实^②,其披露本身就是降低股价同步性的一个直接因素。

其次,实际控制人境外居留权有可能通过信息披露质量影响股价同步性,进而影响资本市场定价效率。这其中可能蕴含着两种截然不同的影响方向:实际控制人拥有境外居留权的公司既有可能通过提高信息披露质量进而降低股价同步性;亦有可能通过降低公司透明度来掩盖境外居留权伴生的不利于企业的一些行为,进而降低信息披露质量、提高股价同步性。基于以下分析,我们更倾向于第一种影响方向。境外居留权是实际控制人逃避法律责任的“后路”,进而使其从事不法行为更为大胆和激进。如此背景下,实际控制人拥有境外居留权的公司可能受到更为严格的监管。此外,随着贫富差距的逐步扩大和司法体系的日益完善,社会公众对民营企业家的行为也更为关注,部分民众甚至认为民营企业家都是有“原罪”的,而境外居留权为实际控制人规避法律责任、随时“跑路”提供便利的客观事实无疑是对民营企业家负面认知的“火上浇

油”,使民众对这一类公司产生一种天生的“怀疑”,提高了代理成本^[20]。根据理性预期理论和成本收益原则,为了有效降低代理成本,实际控制人拥有境外居留权的公司不得不“反其道而行之”,采用一系列缓解或消除监管部门及公众固有认知的措施,从而树立一个良好企业“公民”形象。这其中,努力提高公司信息透明度、增加信息披露质量不失为一种有效的方式。通过提高信息披露质量增强其信息的决策有用性,使更多公司层面的特质信息融入股价之中,进而降低股价同步性,提高资本市场的定价效率。

最后,实际控制人境外居留权有可能通过投资者调研影响股价同步性,进而影响资本市场定价效率。大量的理论和实证文献表明,由于委托代理链条过长或沉重的政策性负担,使得国有企业的业绩显著差于民营企业^[26]。为了获取最大化收益,投资者将越来越多的资金投资于民营企业,这其中不乏大量的机构投资者和实力雄厚的个人投资者,他们热衷于通过对上市公司的调研获取公司层面特质信息以满足自身的需求^[27]。由于境外居留权为实际控制人规避法律责任、随时“跑路”提供了便利,使得实际控制人拥有境外居留权的公司面临更大的经营风险,甚至拥有境外居留权本身就被视为一种风险。但实际控制人拥有境外居留权也并非一无是处,其中也不乏优质企业。陈春华等发现,实际控制人境外居留权对上市公司海外研发具有正向影响,为企业的长期发展提供动力^[28]。可见,风险与机遇并存。为了规避风险、捕捉更多的机会,能够与公司管理层直接沟通的投资者调研活动必将更加频繁。投资者调研使投资者了解更多公司层面的增量特质信息,并体现在投资决策中,进而提高了资本市场定价效率^[29]。

概括而言,实际控制人境外居留权既可能直接影响股价同步性,也可能通过信息披露质量和(或)投资者调研影响股价同步性,并最终提高资本市场定价效率。基于此,提出本文的研究假设:

H:在其他条件相同的情况下,实际控制人境外居留权降低了公司股价同步性,提高了资本市场定价效率。

四、研究设计

(一)样本与数据

由于财政部 2006 年颁布了与国际会计准则趋同的会计准则,并于 2007 年 1 月 1 日正式实施,我们初选样本为 2007~2018 年度所有中国 A 股民营上市公司(16155 个公司一年度观测值)。然后考虑到金融行业的特殊性,剔除所有金融类上市公司(1453 个公司一年度观测值);再剔除财务数据、公司治理数据缺失及净资产为负的上市公司(1169 个公司一年度观测值);最后,为了提高股价同步性度量的可靠性,剔除年交易周数少于 30 的公司(1638 个公司一年度观测值),最终得到 11895 个有效公司一年度样本观测值。

实际控制人境外居留权信息来自上市公司年报的“控股股东及实际控制人基本情况”及“董事、监事、高级管理人员和员工情况”这两部分。这里的实际控制人境外居留权仅包括永久居留权,不包含临时境外居留权。当实际控制人拥有港澳台地区永久居留权时,也认为具有境外居留权。公司财务数据取自 WIND 数据库,公司治理数据取自 CSMAR 数据库。此外,对连续变量上下各 1%分位数进行了缩尾(Winsorize)处理。

(二)变量定义

1.股价同步性变量(SYNCH)。借鉴 Durnev 等及 Gul 等的研究^{[7][2]},本文根据模型(1)估算个股的年度拟合优度 R^2 ,并进一步用公式(2)进行对数化处理,最后得到的即为股价同步性变量 SYNCH。

$$RET_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MARET_t + \beta_1 INDRET_{j,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$SYNCH_i = \text{Ln} \left(\frac{R_i^2}{1 - R_i^2} \right) \quad (2)$$

式(1)~(2)中, $RET_{i,t}$ 表示公司 i 在第 t 周考虑现金红利再投资的股票收益率; $MARET_t$ 表示第 t 周以流通市值为权重计算的市场收益率; $INDRET_{j,t}$ 表示公司所在行业 j 在第 t 周以流通市值为权重计算的行业收益率; R_i^2 为模型(1)的年度拟合优度。

2.实际控制人是否拥有境外居留权变量(Residy)。分两步完成该变量的定义:第一步,判定公司

实际控制人,若自然人直接持有公司股份占比 50%及以上或虽未达到此要求,但通过投资关系、协议或者其他安排,能够实际支配公司行为,则为公司实际控制人;第二步,采用 Chen 等的方法定义变量 Residy,如果实际控制人拥有其他国家或地区的居留权,则 Residy=1,否则 Residy=0^[3]。当实际控制人拥有香港地区、澳门地区、台湾地区永久居留权时,也认为其具有境外居留权。

(三)模型构建

借鉴 Gul 等的研究^[2],构建回归模型(3)对研究假设进行检验:

$$SYNCH = \beta_0 + \beta_1 Residy + \sum \beta_i Controls + \sum Industry + \sum Year + \epsilon \quad (3)$$

式(3)中,因变量为股价同步性变量 SYNCH,自变量为实际控制人是否拥有境外居留权变量 Residy。此外,为了排除其他因素可能对研究结果造成的影响,我们借鉴以往文献控制了如下变量:分析师跟踪人数(Analyst)、机构投资者持股比例(Inholding)、公司多元化程度(Segment)、第一大股东持股比例(Firstholder)、外资持股(QFII)、公司规模(Lnsize)、财务杠杆(Leverage)、总资产回报率(ROA)和是否由国际“四大”审计(Big4),用 Cotrols 作为这些控制变量的统称。最后,分别用行业变量(Industry,除制造业取两位代码外,其他行业均按一位代码分类)和年度变量(Year)控制行业固定效应和年度固定效应。具体变量定义见表 1。

表 1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
股价同步性	SYNCH	具体计算过程已在正文中详细阐述
实际控制人是否拥有境外居留权	Residy	若是,则 Residy=1;否则,Residy=0
分析师跟踪人数	Analyst	仅指关注上市公司且发布财务分析报告的分析师人数
机构投资者持股	Inholding	机构投资者持股数与公司股份总数之比
公司多元化程度	Segment	上市公司披露的分部报告中超过上市公司主营业务收入 10%的行业数
第一大股东持股	Firstholder	第一大股东持股数与公司股份总数之比
外资持股	QFII	外资持股比例
公司规模	Lnsize	总资产的自然对数
财务杠杆	Leverage	总资产负债率
总资产回报率	ROA	公司剔除非经常损益后的净利润与总资产之比
是否由国际“四大”审计	Big4	若上市公司年度报告审计选聘的会计师事务所为国际“四大”,则 Big4=1;否则,Big4=0

五、实证分析

(一)描述性统计

主要变量的描述性统计见表 2。其中,股价同步性变量 SYNCH 的均值为-0.507,中值为-0.394,公司间差异显著,标准差达到 0.961;实际控制人是否拥有境外居留权变量 Residy 的均值为 0.098,表明占比 9.8%的民营上市公司实际控制人拥有境外居留权。控制变量方面,上市公司分析师跟踪人数的均值为 4.36 人,机构投资者持股比例的均值为 30.4%,公司平均经营业务数为 2.063,第一大股东平均持股比为 32.2%,说明我国民营上市公司“一股独大”现象仍较明显;上市公司外资持股的比例依然较低,均值仅为 0.1%;资产负债率的均值为 39.1%,总资产回报率的均值为 3.9%,选聘国际“四大”审计的上市公司仅占 1.9%。整体而言,各变量均表现出了良好的离散性,为后续回归结果的有效性奠定了数据基础。

此外,按照实际控制人是否拥有境外居留权将样本进行分组,我们进行了主要变量的分组描述性统计及差异性检验。结果显示,实际控制人拥有境外居留权的上市公司股价同步性变量 SYNCH 的均值为-0.606、中位数为-0.466,在 1%的水平上显著低于实际控制人没有境外居留权的上市公司对应变量的均值-0.496和中位数-0.385。再结合股价同步性负向反映资本市场定价效率,说明相对于实际控制人没有境外居留权组,拥有境外居留权组中的公司表现出更低的股价同步性,从而拥有更高的资本定价效率。以此来看,实际控制人境外居留权在一定程度上降低了股价同步性,提高了资本市场定价效率,符合我们的预期。但是,这仅仅是初步的检验结果,尚未考虑其他因素的影响,下文用多

元回归分析有效解决这一问题。此外,其他变量也因实际控制人是否拥有境外居留权而表现出不同程度的差异,限于篇幅,不一一赘述。

表 2 主要变量描述性统计

变量	N	均值	标准差	最小值	最大值	P25	中位数	P75
SYNCH	11895	-0.507	0.961	-3.639	1.348	-1.052	-0.394	0.166
Residy	11895	0.098	0.298	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000
Analyst	11895	4.360	5.617	0.000	25.000	0.000	2.000	7.000
Inholding	11895	0.304	0.222	0.000	0.829	0.110	0.272	0.469
Segment	11895	2.063	1.030	1.000	8.000	1.000	2.000	2.000
Firstholder	11895	0.322	0.135	0.082	0.692	0.218	0.300	0.408
QFII	11895	0.001	0.005	0.000	0.034	0.000	0.000	0.000
Lnsiz	11895	21.670	1.069	19.189	24.840	20.908	21.598	22.331
Leverage	11895	0.391	0.205	0.046	0.934	0.226	0.375	0.532
ROA	11895	0.039	0.067	-0.320	0.200	0.017	0.041	0.070
Big4	11895	0.019	0.138	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000

(二)基本回归结果

表 3 中列示了模型(3)的回归结果。该表共由三部分结果构成:首先列示了仅含变量 Residy 的回归结果,然后为加入除年度、行业之外的所有控制变量后的回归结果,最后是考虑所有控制变量的回归结果。由表 3 结果可知,在各种情况下,变量 Residy 的估计系数均为负,且均在 1%的水平上显著。由此可以得出如下结论:实际控制人境外居留权的确降低了公司股价同步性,提高了资本市场定价效率,验证了我们提出的假设。

表 3 基本回归结果

变量	(1)		(2)		(3)	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
Residy	-0.110 ***	-3.72	-0.107 ***	-3.63	-0.079 ***	-3.14
Analyst			0.004 **	2.14	-0.003 *	-1.91
Inholding			-0.070	-1.58	-0.083 **	-2.18
Segment			-0.005	-0.60	-0.018 **	-2.39
Firstholder			-0.299 ***	-4.43	-0.246 ***	-4.24
QFII			-4.630 **	-2.36	-3.586 **	-2.15
Lnsiz			0.146 ***	14.42	0.224 ***	23.96
Leverage			-0.475 ***	-9.50	-0.615 ***	-13.42
ROA			-0.349 **	-2.29	-0.226 *	-1.72
Big4			-0.011	-0.17	-0.080	-1.45
截距项	-0.496 ***	-53.54	-3.354 ***	-16.33	-4.641 ***	-23.77
Industry FE		No		No		Yes
Year FE		No		No		Yes
Adj R ²	0.001		0.025		0.297	
N	11895		11895		11895	

注:为控制样本观测值年度相关性,采用了以公司为单位的 cluster 回归;*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。下表同。

在控制变量方面,我们以第三部分结果为例进行说明,Inholding、Segment、Firstholder、QFII、Leverage 和 ROA 等变量的估计系数显著为负,表明机构投资者持股比例、公司多元化程度、第一大股东持股比例、外资持股、总资产报酬率及总资产回报率均与股价同步性呈显著负相关关系;Lnsiz 的估计系数在 1%的水平上显著为正,表明资产规模越大的公司股价同步性越高。

六、稳健性检验

(一)倾向得分匹配(PSM)

由描述性统计可知,在研究区间年度内控制人拥有境外居留权的上市公司仅占全样本的 9.8%,

而超过 90% 的上市公司实际控制人没有境外居留权,是前者的九倍之多。如此严重的样本不均衡可能造成选择偏误,使平行假设难以满足,降低研究结果的有效性。为了消除这一不良影响,我们采用 PSM 方法构建控制组和处理组样本。具体地,我们首先以实际控制人是否拥有境外居留权变量 Residy 作为被解释变量进行 Probit 回归,解释变量包括模型(3)中除 Residy 之外的所有解释变量。然后,我们为实际控制人拥有境外居留权的上市公司分别进行倾向得分 1:1 和 1:2 的最近邻匹配,对应地获得控制样本 1168 个和 2336 个,总研究样本为 2336 个和 3504 个。最后,我们按此样本对模型(3)重新进行回归。

结果与表 3 类似,无论处理组样本和控制组样本的匹配比例是 1:1 还是 1:2,Residy 的估计系数均为负,且均在 1% 水平上显著。该结果与全样本回归结果无任何实质性差异,这进一步表明,与实际控制人没有境外居留权的公司相比,实控人拥有境外居留权的公司股价同步性更低,进而资本市场定价效率更高。

(二)更换被解释变量

基本回归中,我们采用模型(1)和公式(2),即以当期上市公司流通市值为权重计算的加权平均周市场收益率和周行业收益率对股票周收益率的回归拟合优度的变形度量股价同步性变量 SYNCH。考虑到结果的稳健性,我们对上述方法进行了调整,得出两个不同的股价同步性变量(SYNCH_a 和 SYNCH_b)。具体如下,SYNCH_a 是在模型(1)中用上市公司总市值替代流动市值作为权重,计算周市场收益率和周行业收益率,即模型(1)中 $MARET_t$ 表示第 t 周以全部上市公司总市值为权重计算的加权平均市场收益率; $INDRET_{j,t}$ 表示公司所在行业 j 在第 t 周以行业内各公司总市值为权重计算的加权平均收益率。SYNCH_b 则是在模型(1)的右边再加入前后各一期的市场收益率和行业收益率,具体如模型(4)所示:

$$RET_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MARET_t + \alpha_2 MARET_{t-1} + \alpha_3 MARET_{t+1} + \beta_1 INDRET_{j,t} + \beta_2 INDRET_{j,t-1} + \beta_3 INDRET_{j,t+1} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

式(4)中, $MARET_{t-1}$ ($MARET_{t+1}$)表示第 t-1 周(第 t+1 周)以全部上市公司流通市值为权重计算的加权平均市场收益率; $INDRET_{t-1}$ ($INDRET_{t+1}$)表示公司所在行业 j 在第 t-1 周(第 t+1 周)以行业内各公司流通市值为权重计算的加权平均收益率。

然后,分别将 SYNCH_a、SYNCH_b 替代 SYNCH 对模型(3)重新进行回归。结果显示,当股价同步性变量为 SYNCH_a 时,Residy 的估计系数为-0.076;当股价同步性变量为 SYNCH_b 时,Residy 的估计系数为-0.104,均在 1% 水平上显著为负。这表明,在其他条件相同的情况下,无论股价同步性变量如何调整衡量方式,实际控制人拥有境外居留权均显著降低了公司股价同步性,提高了资本市场定价效率,再次验证了我们提出的假设。

(三)根据境外居留权披露程度的进一步细分

在理论分析与研究假设部分,我们指出,实际控制人境外居留权披露直接影响股价中公司层面特质信息的融入。若该论断成立,考虑到企业实际控制人是否拥有境外居留权信息属于强制披露信息,而境外居留地的具体国家或地区名称则属于自愿披露信息,我们应该看到,进一步披露实际控制人境外居留地的上市公司将表现出更低的股价同步性。下文我们将实际控制人境外居留权样本根据是否进一步披露境外居留地的具体国家或地区名称进行细分,设置两个变量(Residy_a 和 Residy_b):若无进一步披露境外居留地的具体国家或地区名称,则 Residy_a=1、Residy_b=0;若进一步披露了境外居留地的具体国家或地区名称,则 Residy_a=0、Residy_b=1。对实际控制人无境外居留权样本,Residy_a 和 Residy_b 均取值为 0。

相应的实证结果显示,Residy_a 和 Residy_b 的估计系数分别为-0.057和-0.095,均在 1% 水平上显著。这表明,无论是否进一步披露境外居留地的具体国家或地区名称,实际控制人境外居留权均降低了公司股价同步性,提高了资本市场定价效率;但相对而言,进一步披露实际控制人境外居留地的上市公司表现出了更低的股价同步性。随后的 F 检验也表明,这种差异在 1% 水平上显著。诚如

我们的预期,进一步的自愿披露使更多的公司层面特质信息融入股价之中,为实际控制人境外居留权直接影响股价中公司层面特质信息融入提供了佐证。

(四)内生性分析

实际控制人是否拥有境外居留权属于实际控制人的个人行为,不排除股价同步性越低的民营企业实际控制人越有可能获取境外居留权,抑或遗漏其他变量的情况,因此内生性问题不容忽视。以下我们采用工具变量法进行内生性分析,该方法具体分为两个阶段,在第一阶段,构建 Probit 回归模型对实际控制人是否拥有境外居留权进行考察,具体见模型(5):

$$\text{Probit}(\text{Residy}) = \eta_0 + \eta_1 \text{Tradition} + \eta_2 \text{Controls} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \epsilon_2 \quad (5)$$

模型(5)中加入是否具有移民传统哑变量 Tradition,因变量为实际控制人是否拥有境外居留权变量 Residy,控制变量 Controls 的选取同模型(3)。选择哑变量 Tradition 的原因在于:民间传统具有持久的生命力,地处具有悠久移民传统地区的实际控制人更可能拥有境外居留权,而这与公司股价同步性并无直接关系,因此哑变量 Tradition 的选取应该是有效的。该变量的具体定义如下:如果上市公司所在省份是传统侨乡,则 Tradition = 1;否则,Tradition = 0。根据庄国土的研究,华人华侨按省籍贯分,广东省最多(约 2000 万),占全省总人口的 19%;次之为福建(约 1580 万),但占到全省总人口的 41%;再者为海南(约 200 万),占全省总人口的 22%;广东、福建和海南为传统侨乡,有悠久的移民传统,而其他省份大多在 5%以下,几乎可以忽略不计^[30]。于是,本文将广东、福建和海南设定为传统侨乡。

模型(5)的回归结果显示,是否具有移民传统哑变量 Tradition 的系数为 0.365,在 1%的水平上显著,表明当公司地处具有移民传统的传统侨乡时,实际控制人更可能拥有境外居留权,并且是否具有移民传统变量 Tradition 与回归残差 ϵ 不相关;此外,Kleibergen-Paap LM 统计值为 14.130,在 1%的水平上拒绝识别不足的零假设;Cragg-Donald Wald F 统计值为 54.877、Kleibergen-Paap Wald F 统计值为 11.327,均大于弱工具变量检验的门槛值 10,以上这些都进一步印证了该哑变量的有效性。

在第二阶段,我们将上述第一阶段回归得到的预测值 Predict_Residy 代入模型(3),构建如下的模型(6):

$$\text{SYNCH} = \beta_0 + \beta_1 \text{Predict_Residy} + \sum \beta_2 \text{Controls} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \epsilon \quad (6)$$

相应回归结果显示,Predict_Residy 的回归系数为-0.114,且在 1%的水平上显著。以上的分析表明,考虑了内生性问题后,实际控制人拥有境外居留权的公司仍表现出较低的股价同步性,再次验证了我们提出的假设。

七、路径检验

在假设提出的过程中,我们认为,实际控制人拥有境外居留权除了通过在股价中融入公司层面特质信息直接影响股价同步性外,还可能通过提升信息披露质量^③和(或)增加投资者调研来影响股价同步性,进而改变资本市场定价效率。以下我们采用温忠麟等检验中介变量的程序^④,对这两种可能的影响路径进行检验,具体模型构建如下:

$$\text{SYNCH} = \beta_1 \text{Residy} + \sum \beta_2 \text{Controls} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \epsilon \quad (7)$$

$$\text{Mediator} = \alpha_1 \text{Residy} + \sum \alpha_2 \text{Controls} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \epsilon \quad (8)$$

$$\text{SYNCH} = \gamma_1 \text{Residy} + \gamma_2 \text{Mediator} + \sum \gamma_3 \text{Controls} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \epsilon \quad (9)$$

式(7)~(9)中,所有变量已经中心化,变量 Controls 为各控制变量的统称,包括分析师跟踪人数(Analyst)、机构投资者持股比例(Inholding)等控制变量,具体参照模型(3)。以下重点阐述中介变量 Mediator 的选取及构建:

1.信息披露质量变量(REM_index)。我们采用真实活动盈余管理程度衡量公司信息披露质量,原因在于:和可操控盈余管理相比,真实活动盈余管理更难被发现、对投资者的伤害更持久,而且越来越多的公司采用该种盈余管理操纵公司利润^{[31][32]}。因此,相比可操控应计项目,用真实活动盈余管理程度负向地衡量公司信息披露质量较为合适^⑤。REM_index 的计算过程如下:

首先,以经营活动净现金流量(CFO)为因变量,对模型(10)进行回归。

$$\frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} = \gamma_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \gamma_2 \left(\frac{Sales_{it}}{A_{it-1}} \right) + \gamma_3 \left(\frac{\Delta Sales_{it}}{A_{it-1}} \right) + \epsilon_{it} \quad (10)$$

式(10)中, $Sales_{it}$ 为公司 i 在第 t 年的营业收入, $\Delta Sales_{it}$ 为公司 i 第 t 年与第 $t-1$ 年营业收入之差, A_{it-1} 是公司 i 在第 $t-1$ 年度的期末总资产。

其次,以销售成本(Prod,用销售产品成本与当年存货变动额之和来表示)为因变量,对模型(11)进行回归。

$$\frac{Prod_{it}}{A_{it-1}} = \gamma_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \gamma_2 \left(\frac{Sales_{it}}{A_{it-1}} \right) + \gamma_3 \left(\frac{\Delta Sales_{it}}{A_{it-1}} \right) + \gamma_4 \left(\frac{\Delta Sales_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \epsilon_{it} \quad (11)$$

再次,以管理费用和销售费用之和(Disc)为因变量,对模型(12)进行回归。

$$\frac{Disc_{it}}{A_{it-1}} = \gamma_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \gamma_2 \left(\frac{Sales_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \epsilon_{it} \quad (12)$$

最后,再进行如下操作:将模型(10)(11)和(12)的回归残值进行标准化处理。为了保持方向的一致性,参照 Chi 等的做法,将标准化处理后的模型(10)残值乘以 -1 作为销售操控程度的变量 (R_CFO),将标准化处理后的模型(11)残值作为生产活动操控程度的变量 (R_Prod),将标准化处理后的模型(12)残值乘以 -1 作为应计费用操控程度的变量 (R_Disc)。将以上三个变量加总,得出基于真实活动盈余管理程度的变量 REM_index ^[33]。

2.投资者调研变量(Investigate)。参考李昊洋和程小可的方法,Investigate 以公司当年被机构调研的次数度量,为消除异常值的干扰,进行了对数化处理,即: $Investigate = \ln(\text{公司当年被机构调研的次数} + 1)$ ^[29]。

由于模型(7)(8)和(9)中含有多个解释变量,完全中介的概念已无实际意义。同时,我们的理论分析表明,实际控制人境外居留权能够直接作用于股价同步性,故我们仅需考察模型(7)中 Residy 系数、模型(8)中 Residy 系数及模型(9)中 Mediator 系数等 3 个系数的显著性。可以看出,模型(7)不过是模型(3)的中心化变形,其 Residy 系数必然与模型(3)中的 Residy 系数完全一致,即实际控制人境外居留权与股价同步性显著负相关,故我们仅需关注模型(8)中 Residy 系数及模型(9)中 Mediator 系数的显著性即可。如果这两个系数均显著,则表明实际控制人境外居留权对公司股价同步性的影响至少有一部分通过中介变量 Mediator 实现,也就意味着 Mediator 的中介效应显著;如果这两个系数至少有一个不显著,则需进一步进行 Sobel 显著性检验^[34]。

表 4 第(1)部分报告了 Mediator 为 REM_index 时模型(8)和(9)的回归结果,用于检验提升信息披露质量是否是实际控制人境外居留权影响公司股价同步性的一个有效路径。从表 4 可以看出,Residy 对中介变量 REM_index 的估计系数在 5% 的水平上显著为负,中介变量 REM_index 对 SYNCH 的估计系数亦在 5% 的水平上显著为正。这说明实际控制人拥有境外居留权公司的真实活动盈余管理程度更低,信息披露质量更高,而更高的信息披露质量降低了股价同步性,从而验证了提升信息披露质量是实际控制人境外居留权影响公司股价同步性的一个有效路径。

表 4 路径检验回归结果

变量	(1)				(2)			
	Mediator= REM_index		SYNCH		Mediator=Investigate		SYNCH	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
Residy	-0.076 **	-2.12	-0.075 ***	-2.96	0.110 ***	3.95	-0.078 ***	-2.58
Mediator	—	—	0.007 **	2.11	—	—	-0.054 ***	-4.42
Controls	Yes		Yes		Yes		Yes	
Industry FE	Yes		Yes		Yes		Yes	
Year FE	Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R ²	0.151		0.299		0.443		0.290	
N	11555		11555		8027		8027	

表 4 第(2)部分报告了 Mediator 为 Investigate 时^⑧模型(8)和(9)的回归结果^⑨,用于检验投资者调研是否是实际控制人境外居留权影响公司股价同步性的一个有效路径。从表 4 可以看出,Residy 对中介变量 Investigate 的估计系数在 1%的水平上显著为正,中介变量 Investigate 对 SYNCH 的估计系数亦在 1%的水平上显著为负。这说明实际控制人拥有境外居留权的公司的确引致了更多的投资者调研,而投资者调研增加降低了股价同步性,从而验证了投资者调研是实际控制人境外居留权影响公司股价同步性的一个有效路径。

八、进一步分析:境外居留地是否签署引渡条约的影响

按照以往相关研究的惯例,下文考察实际控制人境外居留地是否与我国签署引渡条约对股价同步性的影响。已有的研究表明,是否签署引渡条约对公司行为产生了一定的影响,如舞弊的概率显著降低,审计师对此的审计风险认定也进行了下调,进而审计费用得以降低等。作为两国之间执法合作的法律依据,签署引渡条约主要对那些企图逃匿境外的不法分子起到震慑作用,而我们考察的是实际控制人境外居留权对股价同步性的影响,无论是直接影响还是通过中介路径影响,更多考虑的是境外居留地的经济、法律、投资者保护等宏观因素所起的作用。鉴于这些方面在不同境外居留地具有高度的一致性,在可辨识具体境外居留地的样本中,有近 97%的境外居留地为发达市场经济国家或地区,故我们认为,是否签署引渡条约对股价同步性,进而对资本市场定价效率产生影响的可能性较低。下文进行了相应的实证检验。

根据实际控制人境外居留地是否与我国签署引渡条约将变量 Residy 进一步细分为两个变量,即 Extradite 和 Non_Extradite。其中,若实际控制人境外居留地与我国签署了引渡条约,则 Extradite=1,否则,Extradite=0。若尚未签署引渡条约,则 Non_Extradite=1,否则,Non_Extradite=0。若实际控制人无境外居留权,则 Extradite 和 Non_Extradite 均取值为 0。

表 5 报告了相应的回归结果。可见,Extradite 和 Non_Extradite 的估计系数分别为-0.085和-0.069,且均在 1%的水平上显著。尽管 Extradite 的估计系数绝对值略大于 Non_Extradite 的相应值,但差异性检验的 F 统计量仅为 0.38,未能通过差异性显著检验。这表明,实际控制人境外居留权对公司股价同步性的影响并不因境外居留地是否与我国签署引渡条约而产生实质性差异,与我们的预期一致。这也进一步佐证了实际控制人境外居留权对公司股价同步性,进而对资本市场定价效率的影响是普遍存在的。

表 5 按境外居留地与我国有无签署引渡条约的回归结果

变量	系数	T 值
Extradite	-0.085 ***	-2.73
Non_Extradite	-0.069 ***	-2.46
Controls		Yes
Industry FE		Yes
Year FE		Yes
F(Extradite=Non_Extradite)		0.38
Adj R ²		0.297
N		11,329

九、结论与启示

基于股价同步性分析,本文以中国民营上市公司为样本,就实际控制人境外居留权对资本市场定价效率的影响进行了实证研究。结果发现,实际控制人拥有境外居留权的公司表现出了更低的股价同步性,进而拥有更高的资本市场定价效率。这是因为相对于实际控制人没有境外居留权的公司,实际控制人的境外居留权使公司股票价格中融入了更多公司层面特质信息。随后我们采用 PSM、不同的资本市场定价效率代理变量、内生性分析等方法对基本结果进行稳健性检验,结论未发现任何实质

性变化。进一步的路径检验显示,提高信息披露质量和增加投资者调研是实际控制人境外居留权影响上市公司股价同步性的两个有效路径,实际控制人拥有境外居留权的公司有更高的信息披露质量、引致了更多的投资者调研,从而降低了股价同步性,提高了资本市场定价效率。最后,我们考察了境外居留地是否与中国签署引渡条约对股价同步性的影响,并未发现存在显著差异的证据,表明了本文的基本结论不受境外居留地是否与中国签署引渡条约的影响,具有普适性。

本文丰富了实际控制人境外居留权的经济后果研究文献,基于股价同步性的分析,本文发现实际控制人拥有境外居留权提高了资本市场定价效率,将实际控制人境外居留权的经济后果研究领域从公司内部行为拓展至资本市场。同时,本文还进一步厘清了实际控制人拥有境外居留权影响资本市场定价效率的逻辑脉络,实现了对一个问题“知其然更知其所以然”的系统研究。更为重要的是,本文具有较为重要的现实意义与启示作用,尽管以往的研究大多表明,实际控制人境外居留权给民营上市公司带来了一系列的负面影响,但我们的研究却发现,实际控制人境外居留权降低了公司股价同步性,提高了资本市场效率。如此的结果,看似矛盾却又并非真正矛盾,实际控制人境外居留权通过直接和中介路径作用使更多的公司层面特质信息融入股票价格中,恰恰表明了投资者在进行投资决策时充分考虑了实际控制人境外居留权的各种经济后果,并及时地将其反映到资本市场,使资本市场资源优化配置的功能更趋完善。再结合是否选择拥有境外居留权纯属实际控制人合法的个人行为,使我们更为理性和客观地看待富豪移民潮现象,也使监管机构在制定相关政策时更为精准有效,从而为资本市场的长期健康稳定发展助力。

注释:

①据亚非银行(AfrAsia Bank)和 New World Wealth 联合发布的《Global Wealth Migration Review 2019》显示,仅 2018 年一年,我国富豪移民海外的人数就高达 1.5 万人,同比增长 50%,无论人数还是增幅均稳居全球第一。

②2016 年 12 月 5 日,《中国经营报》发表的《周大生再冲 IPO 加盟店急速扩张遭疑》一文中,经济学家宋清辉指出:“境外居留权”是个敏感的话题,拥有境外居留权的企业实际控制人一旦出现经济等问题,方便“跑路”境外,给监管核查带来难度。

③实际控制人拥有境外居留权提升信息披露质量,不能排除如下的途径:实际控制人拥有境外居留权的公司更倾向于聘请国际四大,而高质量的审计进一步提升了公司信息披露质量,进而影响股价同步性。但这一逻辑链条过长,且即便考虑了国际四大的因素,其他可能的路径也不可能穷尽。故我们并未对此进行检验,特此说明。

④该程序能够很好地控制第一类错误率,同时又有较高的检验功效。

⑤尽管如此,基于可操控盈余管理在我国具有较高的普遍性,同时相较于真实活动盈余管理,可操控盈余管理更容易实施、相应的成本更低,我们同样将可操控盈余管理程度作为公司信息披露质量的量度进行了检验。结果发现,Residy 对可操控盈余管理程度影响不显著,其他的路径检验程序自然也就无从谈起。这表明,实际控制人拥有境外居留权对信息披露质量的影响主要得益于真实活动盈余管理程度的降低。具体结果未列示,备存待索。

⑥我们还以当年参与公司调研的机构家数定义 $Investigate1 = \ln(\text{当年参与公司调研的机构家数} + 1)$ 。回归结果未发生实质性变化。具体结果未列示,备存待索。

⑦由于自 2013 年起,深圳证券交易所才开始要求上市公司按照《信息披露业务备忘录第 41 号——投资者关系管理及其信息披露》,在业绩说明会、机构调研等投资者关系活动结束后 2 个工作日内编制投资者关系活动记录表并将其向公众发布;而上海证券交易所对此方面并无强制要求,属自愿披露范畴,故样本量有所降低。

参考文献:

[1] Morck, R., Yeung, B., Yu, W. The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 215—260.

[2] Gul, F. A., Kim, J. B., Qiu, A. A. Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 95(3): 425—442.

[3] Chen, D., Chen, Y., Li, O. Z., et al. Foreign Residency Rights and Corporate Fraud [J]. Journal of Corporate Finance, 2018, (51): 142—163.

[4] 梁娟.实际控制人的境外居留权对审计费用影响的实证研究[J].中央财经大学学报,2015,(3):55—61.

[5] King, B. F. Market and Industry Factors in Stock Price Behavior [J]. Journal of Business, 1966, 39(1): 139—190.

[6] Roll, R. R^2 [J]. Journal of Finance, 1988, 43(2): 541—566.

[7] Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., et al. Does Greater Firm-specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing [J]. Journal of Accounting Research, 2003, (41): 797—836.

[8] Durnev, A., Morck, R., Yeung, B. Value Enhancing Capital Budgeting and Firm-specific Stock Return Variation [J]. Journal of Finance, 2004, (59): 65—105.

[9] 游家兴,张俊生,江伟.制度建设、公司特质信息与股价波动的同步性[J].经济学(季刊),2006,(1):189—206.

- [10] 陈冬华,姚振晔.政府行为必然会提高股价同步性吗?——基于我国产业政策的实证研究[J].经济研究,2018,(12):112—128.
- [11] 钟覃琳,陆正飞.资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验[J].管理世界,2018,(1):169—179.
- [12] 王木之,李丹.新审计报告和股价同步性[J].会计研究,2019,(1):86—92.
- [13] 李增泉.所有权结构与股票价格的同步性——来自中国股票市场的证据[J].中国会计与财务研究,2005,(3):57—100.
- [14] 张斌,王跃堂.业务复杂度、独立董事行业专长与股价同步性[J].会计研究,2014,(7):36—42.
- [15] 黄俊,郭照蕊.新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析[J].管理世界,2014,(5):121—130.
- [16] 史永,张龙.XBRL财务报告实施效果研究——基于股价同步性的视角[J].会计研究,2014,(3):3—10.
- [17] 李丹,王丹.供应链客户信息对公司信息环境的影响研究——基于股价同步性的分析[J].金融研究,2016,(12):191—206.
- [18] 李春涛,张璇.分析师与股票价格同步性的实证研究[J].经济与管理评论,2011,(1):99—106.
- [19] 朱红军,何贤杰,陶林.中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J].金融研究,2007,(2):110—121.
- [20] Yang,X.,Jin,Z.,Tan,J.Foreign Residency Rights and Companies' Auditor Choice[J].China Journal of Accounting Research,2019,(12):93—112.
- [21] 刘行,梁娟,建蕾.实际控制人的境外居留权会使民营企业更多避税吗? [J].财经研究,2016,(9):133—144.
- [22] 张胜,魏汉泽,李常安.实际控制人居留权特征与企业税收规避——基于我国民营上市公司的经验证据[J].会计研究,2016,(4):77—84.
- [23] 王雪平,王小平.实际控制人境外居留权、机构投资者与企业债务融资成本——基于中国民营上市公司的经验证据[J].江西财经大学学报,2019,(6):48—63.
- [24] 王雪平.实际控制人境外居留权与企业技术创新——基于中国制造业民营上市公司的经验证据[J].产业经济研究,2019,(7):94—113.
- [25] 方红星,楚有为.自愿披露、强制披露与资本市场定价效率[J].经济管理,2019,(1):156—173.
- [26] 郭照蕊.央企的公司绩效更优吗?——来自2007—2009年中国证券市场的经验证据[J].上海经济研究,2011,(9):85—97.
- [27] 陈小林,孔东民.机构投资者信息搜寻、公开信息透明度与私有信息套利[J].南开管理评论,2012,(1):113—122.
- [28] 陈春华,蒋德权,张颖.境外居留权、控制方式与研发国际化——来自中国创业板和中小板上市公司的经验证据[J].重庆大学学报(社会科学版),2018,(3):91—102.
- [29] 李昊洋,程小可.投资者调研提升了资本市场定价效率吗——基于会计信息价值相关性的研究[J].金融经济学研究,2017,(1):99—110.
- [30] 庄国土.世界华侨华人数量和分布的历史变化[J].世界历史,2011,(5):4—14.
- [31] Wongsunwai,W.The Effect of External Monitoring on Accrual-based and Real Earnings Management: Evidence from Venture-backed Initial Public Offerings[J].Contemporary Accounting Research,2013,30(1):296—324.
- [32] Yongtae,K.,Myung,S.P.Real Activities Manipulation and Auditors' Client-retention Decisions[J].The Accounting Review,2014,89(1):367—401.
- [33] Chi,W.,Lisic,L.,Pevzner,M.Is Enhanced Audit Quality Associated with Greater Real Earnings Management? [J].Accounting Horizons,2011,25(2):315—335.
- [34] Sobel,M.E.Direct and Indirect Effects in Linear Structural Equation Models[J].Sociological Methods & Research,1987,16(1):155—176.

(责任编辑:姜晶晶)