

# 国际多元化、CEO海外经历与股价崩盘风险

——基于创业板上市公司的经验证据

林 川,张思璨

(四川外国语大学 国别经济与国际商务研究中心,重庆 40031)

**[摘要]**以2010—2016年间中国A股创业板上市公司为样本,实证检验国际多元化对股价崩盘风险的影响以及CEO海外经历产生的调节效应。研究发现,国际多元化与股价崩盘风险间存在显著的负相关关系,即伴随着创业板上市公司国际多元化战略的实施,其股价未来崩盘风险会更低,但CEO海外经历并未对股价崩盘风险产生明显的影响。然而考虑CEO海外经历的调节效应后,国际多元化对股价崩盘风险的抑制效应更为明显。这一结论在控制了内生性影响后依然成立。

**[关键词]** 股价崩盘风险;国际多元化;CEO海外经历;创业板;债务融资;新兴资本市场

**[中图分类号]** F239 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2019)06-0061-11

## 一、引言

股价崩盘是指股票市场指数或个股价格在毫无信息征兆的前提下大幅度偏离股票市场的正常走势。由于股价崩盘往往毫无征兆,且股价下跌速度快、跌幅较大以及具有市场传染性,因此会造成市场投资者的急剧恐慌。近年来,股价崩盘现象在世界各国都频繁出现。2018年4月9日,俄罗斯RTS指数暴跌超过12%,创下史上最大跌幅。同年4月18日,乐视网(300104)在腾讯等发布注资乐视网子公司的公告后,连续两个交易日均获涨停,一周内股价涨幅高达35.99%,但之后就出现连续的大幅下跌。全球金融市场频繁发生的股价崩盘不但给投资者带来巨大的经济损失,严重影响了金融市场的稳定,而且阻碍了金融市场调节宏观经济功能的发挥。因此,对股价崩盘问题进行研究,不仅具有重要的理论意义,同时对优化资本市场的资源配置、防范系统性金融风险 and 促进金融市场的稳定具有重要的实践价值。

传统的针对股价崩盘风险的研究源于信息隐藏视角,从Jin和Myers开始,管理层投机性隐瞒信息的行为被认为是造成股价不稳定的最根本原因<sup>[1]</sup>。于是,部分文献分别基于信息透明度、避税、会计稳健性、过度投资等视角,针对企业内部信息隐藏与信息释放导致的股价崩盘问题进行了研究<sup>[2-6]</sup>。近年来,基于企业外部环境视角的研究逐渐增加,这一研究思想的理论根源可追溯到La Porta等的“法与金融”理论<sup>[7]</sup>。罗进辉、王化成等均指出,企业所在地制度环境越不完善,未来崩盘风险显著越高<sup>[8-9]</sup>。随着近年来中国政府越来越多地参与到国际经济发展中,以及“一带一路”、国际产能合作等国际化发展思路的提出,越来越多的中国企业积极开拓国际市场,将国际市场作为其多元化经营的目标。于是,企业国际化经营面临的不再是本地单一化的制度环境,而是必须融入国际市场的制度环境中。国际多元化能够扩大企业的国际知名度和影响力,也有利于降低融资成本<sup>[10-11]</sup>,所以这些国际化的企业也就需要接受更为严格的市场监管与制度约束。然而,近年来从国际多元化视角对股价崩盘风险的研究较少。吴德军最先基于外

**[收稿日期]** 2019-04-29

**[基金项目]** 重庆市自然科学基金(基础研究与前沿探索专项)面上项目(cstc2019jcyj-msxmX0731);重庆市教委科学技术研究项目(KJQN201800906);四川外国语大学校级科研一般项目(sisu201732)

**[作者简介]** 林川(1985—),男,山东青岛人,四川外国语大学国别经济与国际商务研究中心副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为公司财务与公司治理,邮箱:sisulc@qq.com;张思璨(1995—),女,重庆人,四川外国语大学国别经济与国际商务研究中心硕士生,主要研究方向为企业跨国经营与管理。

资持股视角的研究表明,外资持股有助于降低股价崩盘风险<sup>[12]</sup>。徐飞等基于国际贸易网络视角的研究表明,股价崩盘风险会在国际贸易关系国家之间传染<sup>[13]</sup>。但现有文献却并未直接给出企业国际多元化与股价崩盘风险关系的证据。

与主板上市公司相比,创业板市场在监管制度、投资风险、交易者条件等方面存在较大差异,这也使得创业板市场中包含更大风险。一种风险体现为由于创业板上市公司自身经营业务的特殊性以及市场投资者的投机性,创业板市场本身股价崩盘风险更高;另一种风险体现为,创业板上市公司高管团队往往具有更为密切的“关系”,因而相互之间为个人利益而隐藏企业信息的概率更大。

另外,中国改革开放的四十年间,很多创业板上市公司成长起来。创业板上市公司具有高科技属性,其中部分公司的CEO还具有海外经历,这使得这些CEO对本行业专业知识的了解程度较深,对行业前沿动态也能够及时跟进与掌握<sup>①</sup>。同时,很多创业板上市公司具有家族性质,这也造就了一大批创业板中的“富二代”,而这些年轻的企业管理者,由于家庭经济基础较好,大多也具有海外求学经历。可见,在创业板上市公司中,CEO具备海外求学或工作经历是一种“常态”。而CEO的海外经历往往也会对企业决策产生影响。不过,现有文献针对CEO海外经历与股价崩盘风险研究不多,仅王德宏等指出董事的海外背景会降低股价崩盘风险<sup>[14]</sup>,杜勇等发现CEO海外经历能够降低企业操弄盈余的行为,能够给市场投资者提供及时与完整的信息<sup>[15]</sup>。

基于上述现实背景,本文将以2010—2016年间中国创业板上市公司为样本,考察外向型经济背景下企业国际多元化对其在股票市场表现的影响,以及CEO海外经历如何影响二者间的关系。与已有文献不同的是,本文的边际贡献在于:第一,进一步拓展股价崩盘风险研究的视角。已有文献多基于管理层视角进行研究,而本文则基于企业视角,尤其是从企业经营视角出发,讨论企业国际多元化如何影响其在股票市场的表现。第二,进一步丰富基于微观视角讨论企业国际化的文献。现有文献多讨论国际化行为对企业绩效、经营风险等的影响,本文基于企业股票市场视角研究国际化的后果,以新兴资本市场的中国创业板上市公司为样本进行检验,是对现有文献的有益补充。

## 二、理论分析与研究假说

### (一) 国际多元化与股价崩盘风险

随着当前全球一体化趋势的加强,企业逐渐看重国际市场,进行国际范围的地域多元化即国际多元化经营。加之国际多元化可以通过规模经济、特殊的地理位置优势以及协同效应等增加企业价值<sup>[16]</sup>,因此在当前中国经济外向型发展环境中,国际多元化成为企业获得更多利润增长点的一种有效途径。

对于国际化的企业来说,它们会面临来自本国与目标国的双重制度约束,也就会形成双重治理监管,进而影响企业在资本市场的表现。首先,基于信息披露视角,国际多元化企业的信息披露要求更为严格,这降低了股价崩盘风险中信息被隐藏的概率。与在国内市场的经营相比,国际多元化企业需要扩展国际市场,就需要通过更为完善的信息披露,让更多的市场投资者了解企业,这种及时、完善、严格的信息披露,不但能够满足市场投资者的需要,而且无形中也起到“广告”效应,降低企业通过其他途径增加知名度的成本。所以,在国际多元化企业中,管理层不会盲目操弄或隐藏信息,这就降低了因隐瞒信息而积累的股价崩盘风险。

其次,基于企业绩效视角,国际多元化提升了企业绩效,保护了投资者利益,降低了因市场投资者“用脚投票”而增加的股价崩盘风险。一方面,国际多元化增加了企业的经营弹性,带来了企业绩效的提升。实施国际化的企业结合供求状况将产品在更大的市场空间移动,实现产品在不同市场上的优化配

<sup>①</sup> 2017年9月7日的《每日经济新闻》报道,截至2017年8月30日,674家创业板上市公司中有77位董事长具有海外留学或工作经历,且多于1980—1990年赴欧美攻读理工专业。

置,发挥类似于“优胜者选拔”效应,从而提升企业绩效<sup>[17]</sup>。另一方面,国际多元化经营还会通过实现跨国投资组合给股东带来收益。由于政治经济体系、税务结构、会计准则等方面的差异,个体投资者可以通过购买国际多元化企业的股票来间接实现投资组合多元化,并满足投资者利益与提高企业价值<sup>[18]</sup>。因此,国际多元化企业能够保证投资者利益,并且可以降低因投资者频繁买卖而增加的股价崩盘风险。

再者,基于企业融资诉求视角,更高的融资诉求要求国际多元化企业有稳定的资本市场表现,拒绝企业中隐含较高的股价崩盘风险。从内部资本市场的资金需求来看,国际多元化企业内部多元化现金流为建立高效的内部资本市场提供了资金需求,这使得国际多元化企业能够获得更多的可利用资源。从内部资本市场的细分套利来看,国际多元化企业具有内部化融资能力,可以灵活地套利,达到规避风险、增加税收抵免和降低破产风险的目的<sup>[19]</sup>。从内部资本市场的不完全相关现金流来看,国际多元化企业在进入国际化市场的过程中增加了收入流的多样化,降低了国际债务融资成本<sup>[20]</sup>。因此,国际多元化企业可以通过稳定的现金流提升企业股票的信息披露质量,并增强其在股票市场的稳定性。

由于创业板上市公司多属于非国有企业,选择国际多元化经营的创业板上市公司就更需要通过信息披露获得国际市场与国内市场的认可,并形成更加良好的治理体系,以此在满足市场投资者利益需求的基础上获得稳定的融资机会与融资数量。

基于此,本文提出待检验的研究假说1:

假说1:国际多元化与股价崩盘风险间存在显著的负相关关系,即相较于非国际多元化的创业板上市公司,国际多元化创业板上市公司的股价崩盘风险更低。

## (二) 国际多元化、CEO 海外经历与股价崩盘风险

海外特征作为人力资本的一种具体表现形式,通常被视为具有良好教育背景或专业知识技能的重要标志<sup>[21]</sup>。王辉耀和刘国福指出,海外经历是企业CEO获得进一步知识与技能提升的重要方式<sup>[22]</sup>。CEO拥有海外经历的上市公司的业绩通常更好,这是因为不同CEO在专业知识与管理导向方面存在差异<sup>[23]</sup>。而Giannetti等的研究也表明,海外经历的高管会改善公司治理程度,提升公司业绩<sup>[24]</sup>。于是,CEO海外经历的人力资本特征也会对企业股价崩盘风险产生影响。首先,海外经历促使CEO更谨慎地对待信息披露。一方面,通常海外成熟资本市场的监管程度较严,这就使得有海外经历的CEO不会盲目地操弄公司信息以触碰监管部门,因为这些CEO对操弄信息的后果具有清楚认识<sup>[25]</sup>。另一方面,具有海外经历的CEO可以吸取海外资本市场与海外上市公司的经验,不会因盲目操弄信息而破坏公司股价的稳定性。Beatty等发现CEO若在海外接受教育,那么其所在公司发生财务舞弊的概率更小<sup>[26]</sup>。其次,海外经历促使CEO更为专业与理性。一方面,海外经历使得CEO更容易获得行业前沿动态,有利于建立更为宽广的业务网络<sup>[27]</sup>;另一方面,海外经历也因为使得CEO具有更多阅历,具有完善的知识结构与较强的管理能力,由此提升了CEO的理性程度,改善整体的公司治理水平<sup>[28]</sup>。再者,海外经历会增强CEO履行社会责任的信念。一方面,海外经历使得CEO更加认同企业社会责任的理念与思维,更好地认识到社会责任的重要性。另一方面,海外经历可以让CEO更加熟悉海外企业社会责任的运行模式与运行实践,并将实践经验运用到国内企业。可见,海外经历使得CEO能够更好地履行社会责任,而根据Kim等的研究,良好的社会责任履行可以明显地降低股价崩盘风险<sup>[29]</sup>。

同样,CEO海外经历会在国际多元化对股价崩盘风险的影响中发挥调节效应。首先,基于信息披露视角,海外经历CEO对于信息披露的认识程度更高,信息披露也更严格。CEO的海外经历使其对操纵信息的严重后果十分清楚,加之国际多元化企业更为重视信息披露,需要通过信息披露产生的“广告”效应获得市场,于是,具有海外经历的CEO就更加不会盲目操弄信息,而是会及时、全面、准确的披露信息。其次,基于企业绩效视角,国际多元化企业提供了更好的业绩水平并保护了投资者的利益,而具有海外经历的CEO也同样会认识到对投资者进行保护的重要性。具有海外经历的CEO会通过对外国资本市场的学习了解如何保护股东及投资者的利益,从而提供更好的业绩来保护投资者利益。再者,基于企业融资诉

求视角,具有海外经历的CEO会利用自己的人脉关系获得更多融资渠道,以此进一步满足国际多元化对资金的需要。甚至有海外经历的CEO还可以给企业引入外资股东,这可以明显降低股价的崩盘风险<sup>[12]</sup>。

在创业板上市公司中,对制度环境的依赖与约束会使其在国际多元化经营中更为谨慎,而海外经历会使CEO能够更好地对外部制度环境进行判断与选择,从而更好地发挥制度环境所产生的外部治理效应,获得稳定的证券市场表现。

基于此,本文提出待检验的研究假设:

假说2:CEO海外特征与股价崩盘风险间存在显著的负相关关系,即相较于没有CEO海外经历的创业板上市公司,有CEO海外经历的创业板上市公司的股价崩盘风险更低。

假说3:CEO海外特征在国际多元化与股价崩盘风险间产生调节效应,即若CEO具有海外经历,则国际多元化对创业板上市公司股价崩盘风险的负面影响会增强。

### 三、研究设计

#### (一) 变量设计

1. 股价崩盘风险(*Crash*)。参考现有文献对股价崩盘风险的度量方法<sup>[3-4,8,29]</sup>,本文使用负收益偏态指数(*Ncskew*)与收益波动比例指数(*Duval*)测度股价崩盘风险,具体方法为:

首先,计算样本公司修正后的特有收益率(*W*)。第一步,构建回归模型:

$$r_{i,t} = a_0 + a_1 R_{m,t-2} + a_2 R_{m,t-1} + a_3 R_{m,t} + a_4 R_{m,t+1} + a_5 R_{m,t+2} + \varepsilon \quad (1)$$

在式(1)中,*r*为样本公司周实际收益率,*R*为股票市场中经流通市值加权的平均收益率,考虑到股票市场非同步性交易的情况,因而本文加入前后两期的市场收益情况进行调整。

第二步,由于经式(1)所得的残差项存在分布有偏的情况,因此构建修正模型,即:

$$W_{i,t} = \text{Ln}(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad (2)$$

其次,在求得修正后的特有收益率后,构建负收益偏态指数(*Ncskew*)与收益波动比例指数(*Duval*),即:

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

$$Duval_{i,t} = \log \left\{ \frac{\left[ (n_u - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2 \right]}{\left[ (n_d - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2 \right]} \right\} \quad (4)$$

在上述两式中,*n*为样本公司每年度在股票市场中的实际交易周数量,*n<sub>u</sub>*为样本公司*W*值大于平均值的周数量,*n<sub>d</sub>*为样本公司*W*值小于平均值的周数量。通过计算所得的*Ncskew*与*Duval*值越大,意味着样本公司的股价崩盘风险越高,反之,则意味着股价崩盘风险越低。

2. 国际多元化(*INDI*):本文利用虚拟变量衡量创业板上市公司的国际多元化行为,即若创业板上市公司定期财务报告披露的营业收入中包括境外营业收入,则*INDI*=1,否则*INDI*=0。

3. CEO海外经历(*OCEO*):以创业板上市公司的CEO是否具有海外经历的虚拟变量衡量,其中海外经历包括海外的学习经历、海外的进修经历以及海外的工作经历,即若创业板上市公司的CEO具有海外经历,则*OCEO*=1,否则*OCEO*=0。

另外,本文对于CEO的界定,包括创业板上市公司年度财务报告中披露的CEO、首席执行官、总经理、总裁等。

4. 控制变量:参考已有文献的研究<sup>[3-4,8,29]</sup>,本文加入周特有收益率均值(*AW*)、周特有收益率标准差(*SEW*)、资产总额(*Size*)、资产收益率(*ROA*)、资产负债率(*Debt*)、账面市值比(*MB*)、股权集中度(*H10*)、独立董事比例(*PID*)、CEO与董事长二职合一(*CTP*)作为控制变量。

具体变量解释见表1。

(二) 模型设计

为了检验国际多元化对创业板上市公司股价崩盘风险影响,本文构建如下检验模型:

$$Crash_{t+1,i} = \alpha_1 INDI_{t,i} + \alpha_2 AW_{t,i} + \alpha_3 SEW_{t,i} + \alpha_4 Size_{t,i} + \alpha_5 ROA_{t,i} + \alpha_6 Debt_{t,i} + \alpha_7 MB_{t,i} + \alpha_8 H10_{t,i} + \alpha_9 PID_{t,i} + \alpha_{10} CTP_{t,i} + Year + Industry + C + \varepsilon_i \quad (5)$$

为了检验CEO海外特征的影响及其调节影响,构建如下实证模型:

$$Crash_{t+1,i} = \alpha_1 OCEO_{t,i} + \alpha_2 AW_{t,i} + \alpha_3 SEW_{t,i} + \alpha_4 Size_{t,i} + \alpha_5 ROA_{t,i} + \alpha_6 Debt_{t,i} + \alpha_7 MB_{t,i} + \alpha_8 H10_{t,i} + \alpha_9 PID_{t,i} + \alpha_{10} CTP_{t,i} + Year + Industry + C + \varepsilon_i \quad (6)$$

$$Crash_{t+1,i} = \alpha_1 INDI_{t,i} + \alpha_2 OCEO_{t,i} + \alpha_3 (INDI_{t,i} \times OCEO_{t,i}) + \alpha_4 AW_{t,i} + \alpha_5 SEW_{t,i} + \alpha_6 Size_{t,i} + \alpha_7 ROA_{t,i} + \alpha_8 Debt_{t,i} + \alpha_9 MB_{t,i} + \alpha_{10} H10_{t,i} + \alpha_{11} PID_{t,i} + \alpha_{12} CTP_{t,i} + Year + Industry + C + \varepsilon_i \quad (7)$$

其中,被解释变量 *Crash* 分别利用负收益偏态指数 (*Ncskew*) 与收益波动比例指数 (*Duvol*) 衡量, *t* 代表样本年度, *i* 代表样本公司,  $\alpha$  为待估系数, *C* 为常数项,  $\varepsilon$  为随机误差项。考虑到对股价崩盘影响存在的滞后问题,因此本文采用滞后一期的股价崩盘风险变量衡量。同时,本文对样本的行业变量 (*Industry*) 与年度变量 (*Year*) 设置虚拟变量进行控制,其中行业变量采用证监会2012年修订的《上市公司行业分类指引》中的门类进行定义。另外本文对实证模型的标准误差进行公司层面的群聚调整。

(三) 数据说明

考虑到创业板市场中存在较高的股价崩盘风险、近年来更多创业板上市公司主动寻求国际多元化以及创业板上市公司CEO存在更多的海外经历,因此本文选择以创业板上市公司为实证检验样本。由于创业板市场于2009年下半年正式开始交易,以及出于对股价崩盘风险的滞后期的考虑,本文最终样本区间为2010—2016年。本文对原始样本进行筛选,原则如下:(1)剔除当年首发上市的样本公司;(2)剔除特殊处理的样本公司;(3)剔除当年度交易周数量不足30周的样本公司;(4)剔除缺失数据且无法补充的样本公司。最终,本文得到1937个样本。股价崩盘风险数据根据各样本创业板上市公司股票价格通过手工计算而得,其他数据来源为色诺芬金融数据库。

表1 变量定义与度量方法

变量	变量标识	度量方法
股价崩盘风险	<i>Crash</i>	分别以负收益偏态指数 ( <i>Ncskew</i> ) 与收益波动比例指数 ( <i>Duvol</i> ) 衡量
国际多元化	<i>INDI</i>	若样本公司财务报告披露的营业收入包括境外营业收入,则 <i>INDI</i> =1, 否则 <i>INDI</i> =0
CEO海外经历	<i>OCEO</i>	若样本公司CEO具有海外经历,则 <i>OCEO</i> =1, 否则 <i>OCEO</i> =0
周特有收益率均值	<i>AW</i>	前文(2)式中周特定收益率 <i>W</i> 的均值
周特有收益率标准差	<i>SEW</i>	前文(2)式中周特定收益率 <i>W</i> 的标准差
资产总额	<i>Size</i>	样本公司年度总资产值,并对其进行取自然对数
资产收益率	<i>ROA</i>	样本公司净利润/资产总额
资产负债率	<i>Debt</i>	样本公司负债总额/资产总额
账目市值比	<i>MB</i>	样本公司账目总资产/总市值
股权集中度	<i>H10</i>	样本公司前十大股东持股比例平方和
独立董事比例	<i>PID</i>	样本公司独立董事/董事会总人数
CEO与董事长二职合一	<i>CTP</i>	若样本公司CEO与董事长二职合一,则 <i>CTP</i> =1, 否则 <i>CTP</i> =0

四、实证结果与讨论

(一) 描述性统计

表2报告了样本描述性统计以及分组统计结果。在Panel A中,股价崩盘风险均值分别为-0.320和-0.247,这比王化成等利用主板上市公司测度的结果<sup>[9]</sup>高,表明创业板市场中确实存在相对较高的股价崩盘风险。国际多元化均值为0.629,表明有超过六成的创业板上市公司会进入国际市场进行多元化经营。CEO海外经历均值为0.129,表明创业板市场有12.9%的公司的CEO具有海外学习或海外工作经历。

表2的Panel B为国际多元化组与非国际多元化组中股价崩盘风险的描述性统计结果。其中,国际多元化创业板上市公司的股价崩盘风险明显更高,而且无论是T检验还是Wilcoxon Z检验均具有统计显

著性,这表明创业板上市公司若选择国际多元化,则其在股票市场的表现更为稳定。

表2的Panel C比较了在有海外经历CEO组与没有海外经历CEO组中股价崩盘风险差异的描述性统计结果。其中,在有海外经历CEO任职的创业板上市公司组中,股价崩盘风险均值与中位数的数值较大,但T检验与Wilcoxon Z检验却均未能通过常规置信水平的显著性检验,这表明在中国创业板上市公司中,CEO是否具有海外特征并未能对所在公司的股价崩盘风险产生明显差异影响。

同时,表2的Panel D还比较了有无海外经历CEO的创业板上市公司其国际多元化的差异状况。其中,有海外经历CEO的创业板上市公司的国际多元化比例明显更高,而且无论是T检验还是Wilcoxon Z检验均具有统计显著性,这表明若创业板上市公司的CEO具有海外经历,则其选择国际多元化经营的概率更高。

(二) 相关性检验

表3报告了本文样本的相关性检验结果。变量Ncskew与Duvol间的相关系数值较高,表明衡量股价崩盘风险的变量间具有相同的趋向性。变量INDI与Ncskew、Duvol间的相关系数值均为负值,且也均能够通过常规置信水平的显著性检验,初步支持了假说1。变量OCEO与Ncskew、Duvol间的相关系数值却没有通过常规置信水平的显著性检验,假说2并没有得到支持。同时,表3中的相关系数值均不大,表明纳入同一个回归模型的变量间不存在共线性问题。

(三) 多元回归分析

表2 描述性统计结果

Panel A: 整体描述性统计结果							
	N	均值	中值	标准差	25%	75%	
Ncskew <sub>t+1</sub>	1937	-0.320	-0.275	0.648	-0.676	0.075	
Duvol <sub>t+1</sub>	1937	-0.247	-0.244	0.463	-0.549	0.054	
INDI <sub>t</sub>	1937	0.629	1.000	0.483	0.000	1.000	
OCEO <sub>t</sub>	1937	0.129	0.000	0.335	0.000	0.000	
AW <sub>t</sub>	1937	-0.002	-0.001	0.002	-0.002	-0.001	
SEW <sub>t</sub>	1937	0.055	0.051	0.021	0.040	0.066	
Size <sub>t</sub>	1937	21.133	21.040	0.868	20.617	21.577	
ROA <sub>t</sub>	1937	0.057	0.056	0.051	0.029	0.081	
Debt <sub>t</sub>	1937	0.265	0.237	0.161	0.137	0.515	
MB <sub>t</sub>	1937	0.392	0.337	0.232	0.221	0.515	
H10 <sub>t</sub>	1937	0.143	0.122	0.085	0.080	0.190	
PID <sub>t</sub>	1937	0.380	0.375	0.074	0.333	0.429	
CTP <sub>t</sub>	1937	0.395	0.000	0.489	0.000	1.000	

  

Panel B: 国际多元化与股价崩盘风险分组统计结果								
	INDI=1			INDI=0			T test	Wilcoxon Z
	N	均值	中值	N	均值	中值		
Ncskew <sub>t+1</sub>	1218	-0.361	-0.303	719	-0.252	-0.239	3.586***	2.636***
Duvol <sub>t+1</sub>	1218	-0.268	-0.255	719	-0.212	-0.230	2.558***	1.633*

  

Panel C: CEO海外经历与股价崩盘风险分组统计结果								
	OCEO=1			OCEO=0			T test	Wilcoxon Z
	N	均值	中值	N	均值	中值		
Ncskew <sub>t+1</sub>	249	-0.298	-0.241	1688	-0.324	-0.277	-0.591	0.475
Duvol <sub>t+1</sub>	249	-0.234	-0.231	1688	-0.249	-0.248	-0.459	0.493

  

Panel D: CEO海外经历与国际多元化分组统计结果								
	OCEO=1			OCEO=0			T test	Wilcoxon Z
	N	均值	中值	N	均值	中值		
INDI <sub>t</sub>	249	0.727	1.000	1688	0.614	1.000	-3.441***	2.871***

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%显著水平下通过检验。下同。

表3 相关性检验结果

	Ncskew <sub>t+1</sub>	Duvol <sub>t+1</sub>	INDI <sub>t</sub>	OCEO <sub>t</sub>	AW <sub>t</sub>	AW <sub>t</sub>	Size <sub>t</sub>	ROA <sub>t</sub>	Debt <sub>t</sub>	MB <sub>t</sub>	H10 <sub>t</sub>	PID <sub>t</sub>	CTP <sub>t</sub>
Ncskew <sub>t+1</sub>	1												
Duvol <sub>t+1</sub>	0.821***	1											
INDI <sub>t</sub>	-0.081***	-0.058*	1										
OCEO <sub>t</sub>	0.013	0.010	0.078***	1									
AW <sub>t</sub>	0.096***	0.084***	0.026	0.028	1								
SEW <sub>t</sub>	-0.127***	-0.117***	-0.031*	-0.011	-0.854***	1							
Size <sub>t</sub>	0.003	-0.028	0.081***	-0.026	0.017	-0.036*	1						
ROA <sub>t</sub>	-0.041*	-0.025	0.004	0.101***	0.009	-0.019	0.085***	1					
Debt <sub>t</sub>	0.067***	0.059***	0.036*	-0.130***	-0.094***	0.099***	0.379***	-0.247***	1				
MB <sub>t</sub>	-0.002	0.015	0.075***	-0.085***	0.314***	-0.395***	0.161***	-0.334***	0.232***	1			
H10 <sub>t</sub>	-0.039*	-0.015*	-0.021	-0.013	0.063***	-0.044*	-0.103***	0.043*	-0.055*	-0.016	1		
PID <sub>t</sub>	-0.006*	-0.009*	-0.021	0.050**	-0.120***	0.133***	-0.079***	0.016	-0.022	-0.150***	0.033*	1	
CTP <sub>t</sub>	0.008*	0.010*	-0.025	0.043*	-0.014	0.022	-0.066***	0.003	-0.006	-0.019	0.130***	0.042*	1

表4报告了多元回归检验结果。由表4假说1下两列来看,变量INDI与Nc skew、Duvol间均表现为负相关关系,其回归系数分别为-0.111和-0.056,并且分别在1%和5%的显著性水平下通过显著检验,这说明相较于没有国际多元化特征的创业板上市公司,具有国际多元化特征的创业板上市公司的股价崩盘风险更低。如前所述,由于采取国际多元化的上市公司受多方监管约束,缓解了投资者与公司间的信息不对称问题,加之良好的公司治理结构降低了代理成本,因此未来股票价格剧烈波动的风险降低。

从表4假说2下两列来看,变量OCEO与Nc skew、Duvol间表现出正相关关系,而且未能通过常规置信水平的显著性检验,即CEO海外经历与股价崩盘风险间并不存在显著的相关性。这表明在创业板上市公司中,CEO海外经历并没有像预期的一样对股价崩盘风险产生治理效应,因此假说2并没有得到支持。究其原因,可能在于创业板上市公司中的内部管理机制尚不完善,尤其是很多创业板上市公司的CEO具有“传承性”,缺乏外部选拔机制,使得CEO海外经历并未能够完全发挥作用,尤其是管理权责的分配模糊不清导致总经理未能完全发挥其在高管团队中的领导作用。

从表4假说3下两列来看,变量INDI与Nc skew、Duvol间依然表现为显著的负相关关系,变量OCEO与Nc skew、Duvol间的关系也未能通过常规置信水平的显著性检验,但交互项的系数值为负,且能够通过常规置信水平的显著性检验,这表明在考虑CEO海外经历后,国际多元化对股价崩盘风险的抑制作用更强,支持了假说3。可见,虽然CEO海外经历本身并未能够降低股价崩盘风险,但却在国际多元化与股价崩盘风险间产生了调节效应,说明CEO海外经历依然能够对所在公司产生相应的影响。

同时,考虑到本文样本中仅有12.9%的企业的CEO具有海外经历,为避免因该变量样本数值较低而导致回归结果出现差异,因此本文将样本根据CEO是否具有海外经历进行分组检验,结果见表5。从表5的检验结果来看,无论在有海外经历CEO组中,还是在没有海外经历CEO组中,变量INDI与被解释变量依然存在显著的负相关关系,这进一步表明CEO海外经历并没有对创业板上市公司股价崩盘风险产生实质性的影响。

另外,在控制变量的检验结果中,变量SEW、ROA、H10、PLD与Nc skew、Duvol间表现为显著的负相关关系,变量Debt、CTP与Nc skew、Duvol间表现出显著的正相关关系,而变量AW、Size及MB与Nc skew、Duvol间的检验结果则并未能通过常规置信水平的显著性检验,控制变量的检验结果与现有文献的研究结论并没有实质性差异。

(四) 内生性检验

虽然本文对影响股价崩盘风险的因素进行了控制,但依然可能存在国际多元化与创业板上市公司股

表4 多元回归检验结果

变量	假说1		假说2		假说3	
	Nc skew <sub>t+1</sub>	Duvol <sub>t+1</sub>	Nc skew <sub>t+1</sub>	Duvol <sub>t+1</sub>	Nc skew <sub>t+1</sub>	Duvol <sub>t+1</sub>
INDI <sub>t</sub>	-0.112*** (-3.696)	-0.056** (-2.575)			-0.099*** (-3.082)	-0.043** (-1.838)
OCEO <sub>t</sub>			0.003 (0.006)	0.002 (0.070)	0.099 (1.204)	0.098 (1.664)
INDI <sub>t</sub> × OCEO <sub>t</sub>					-0.118** (-2.122)	-0.124** (-1.789)
AW <sub>t</sub>	-17.919	-17.264	-18.219	-17.443	-17.409	-16.649
SEW <sub>t</sub>	-5.570***	-3.861***	-5.591***	-3.873***	-5.559***	-3.847***
Size <sub>t</sub>	0.018	-0.009	0.014	-0.011	0.016	-0.010
ROA <sub>t</sub>	-0.150*	-0.099*	-0.125*	-0.086*	-0.160*	-0.112**
Debt <sub>t</sub>	0.199**	0.096**	0.199*	0.096*	0.189*	0.087**
MB <sub>t</sub>	-0.115	-0.035	-0.132*	-0.043*	-0.116	-0.037
H10 <sub>t</sub>	-0.375***	-0.145***	-0.368**	-0.141**	-0.376**	-0.147***
PID <sub>t</sub>	-0.053*	-0.009*	-0.057*	-0.010**	-0.051*	-0.007*
CTP <sub>t</sub>	0.021**	0.013**	0.023**	0.014**	0.022**	0.014**
Year	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Industry	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
C	-0.246***	0.197***	-0.226***	0.207***	-0.220***	0.224***
N	1,937	1,937	1,937	1,937	1,937	1,937
Adj R <sup>2</sup>	0.026	0.017	0.020	0.014	0.026	0.018
F statistic	6.270***	4.327***	4.869***	3.652***	5.357***	3.882***

注:括号内为t值。下同。

表5 分组回归检验结果

变量	非CEO海外经历样本		CEO海外经历样本	
	Nc skew <sub>t+1</sub>	Duvol <sub>t+1</sub>	Nc skew <sub>t+1</sub>	Duvol <sub>t+1</sub>
INDI <sub>t</sub>	-0.101*** (-3.082)	-0.044** (-1.881)	-0.253*** (-2.943)	-0.183*** (-2.785)
控制变量	控制	控制	控制	控制
C	-0.374***	0.159***	1.033***	0.852***
N	1688	1688	249	249
Adj R <sup>2</sup>	0.022	0.013	0.056	0.041
F statistic	4.867***	3.179***	2.470***	2.060**

价崩盘风险间的内生性问题。一种可能性在于不良的内外部监管影响了企业的国际多元化行为,从而导致更为严重的股价崩盘风险,使得国际多元化与股价崩盘风险间会存在虚假的关联关系。为了解决这一内生性问题,本文选择以上年度同行业除本企业外的其他企业的国际多元化比例作为工具变量,这是因为上年度同行业其他企业国际化的比例并不影响到样本企业自身的股价崩盘风险,但会影响到样本企业是否选择国际化的行为,因此这一变量满足工具变量相关性要求,也满足工具变量外生性的要求。

表6报告了利用两阶段回归进行的内生性检验结果。在控制可能的内生性影响后,变量  $INDI$  与  $Ncskew$ 、 $Duvol$  间依然存在显著的负相关关系,表明有国际化的创业板上市公司存在更低的股价崩盘风险,而考虑了CEO海外经历的影响后,国际化对创业板上市公司股价崩盘风险的抑制作用更强。同时,J统计量表现出的Sargan检验值的p值均大于0.1,表明工具变量与扰动项不相关。

(五) 稳健性检验

为检验前文研究结论的稳健性,本文进行相应的稳健性检验。首先,前文对于国际化特征变量的衡量是以企业是否具有海外营业收入的虚拟变量为标准的,现在进一步以企业海外营业收入占总收入比例衡量后再进行回归检验。其次,考虑到本文对CEO海外经历变量的衡量包括了CEO海外求学经历、海外工作经历等,因此对CEO的海外经历进行分类定义后进行回归检验。再者,调整预测的窗口时间,前文回归检验考察的预测窗口为1年时间,即本年度国际化行为对下一年度股价崩盘风险的影响,现在进一步将预测窗口扩大到2年时间,即本年度国际化行为对后两年股价崩盘风险的影响,这不但可以考察国际化对未来股价崩盘风险的长期作用效果,还可以进一步克服可能存在的内生性问题。最后,考虑到本文的检验模型中加入了公司特征变量,但仍可能存在一些不随时间变化的公司固定因素被遗漏,因此本文进一步利用固定效应模型进行检验。稳健性检验结果与前文结果并无实质性差异。(篇幅有限,结果从略,留存备索。)

表6 内生性检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Ncskew_{t+1}$	$Duvol_{t+1}$	$Ncskew_{t+1}$	$Duvol_{t+1}$
$INDI_t$	-0.113***	-0.057***	-0.100***	-0.043*
	(-3.675)	(-2.611)	(-3.068)	(-1.641)
$OCEO_t$			0.125	0.118
			(1.559)	(0.062)
$INDI_t \times OCEO_t$			-0.124*	-0.140**
			(-1.428)	(-1.956)
控制变量	控制	控制	控制	控制
C	-0.245***	0.224***	-0.215***	0.256***
N	1890	1890	1890	1890
Adj R <sup>2</sup>	0.026	0.016	0.026	0.017
F statistic	5.952	4.132	5.145***	3.796***
J statistic	4.165	3.913	3.996	3.689

五、进一步研究:影响机理检验

在前文的理论分析中,本文认为企业的国际化行为会通过影响企业的信息披露、企业的经营绩效、企业的融资诉求来影响股价崩盘风险,因此此部分进一步基于这三个视角,对相应的影响机制进行检验。

(一) 国际化、信息质量与股价崩盘风险

首先,国际化的企业需要面临双重制度环境压力,所以必须以更为严格的信息披露制度要求自己,及时、完整地向市场投资者披露信息,从而获得市场投资者的信任。因此,在国际多元化对股价崩盘风险的影响中需要考虑信息视角的影响机制。本文选择参考Jones修正模型通过计算样本企业操纵性应计利润衡量创业板上市公司的信息披露质量(DA),计算所得的变量DA数值越大,意味着创业板上市公司信息披露质量越差。构建回归模型如下:

$$Crash_{t+1,t} = \alpha_1 INDI_{t,t} + \alpha_2 DA_{t,t} + \alpha_3 (INDI_{t,t} \times DA_{t,t}) + \alpha_i Control\_Variable + Year + Industry + C + \varepsilon_t \quad (8)$$

从表7的检验结果来看,首先,变量DA与被解释变量间存在显著的正相关关系,表明信息披露质量越差,创业板上市公司股价崩盘风险越高。其次,从加入交互项后的检验结果来看,交互项的系数值为负,且能够通过常规置信水平的显著性检验,这表明在考虑信息质量的影响后,国际化对创



业板上市公司股价崩盘风险会产生显著的抑制作用,信息披露质量越好,则国际多元化对股价崩盘风险的抑制作用越强。

(二) 国际多元化、企业价值与股价崩盘风险

国际多元化经营的企业会通过提升自己的经营状况来获得市场投资者的认可,也会通过让市场投资者获得企业收益来对投资者进行保护。因此,在分析国际多元化对股价崩盘风险的影响中需要考虑企业价值视角的影响机制。本文选择以TobinQ来衡量企业价值(TobinQ),并构建如下回归模型:

$$Crash_{t+1,i} = \alpha_1 INDI_{t,i} + \alpha_2 TobinQ_{t,i} + \alpha_3 (INDI_{t,i} \times TobinQ_{t,i}) + \alpha_4 Control\_Variable + Year + Industry + C + \varepsilon_t \quad (9)$$

从表8的检验结果来看,首先,变量TobinQ与被解释变量间存在显著的负相关关系,表明企业价值越高,创业板上市公司股价崩盘风险越低。其次,从加入交互项后的检验结果来看,交互项的系数值为负,且能够通过常规置信水平的显著性检验,这表明在考虑企业价值因素的调节效应后,国际多元化对创业板上市公司股价崩盘风险会产生显著的抑制作用,企业价值越高,则国际多元化对股价崩盘风险的抑制作用越强。

(三) 国际多元化、融资约束与股价崩盘风险

国际化多元化经营的企业会受到更多的融资压力,所以在融资约束下其需要通过稳定股票市场表现来稳定的获得资金。因此,在国际多元化对股价崩盘风险的影响中需要考虑融资约束角的影响机制。本文选择以Hadlock和Pierce构建的SA指数<sup>[34]</sup>衡量企业融资约束程度(FC),以资产规模、资产收益率、上市时间、资产负债率等综合计算得到SA值,计算所得SA指数越大,意味着创业板上市公司的融资约束程度越低。构建的回归模型如下:

$$Crash_{t+1,i} = \alpha_1 INDI_{t,i} + \alpha_2 FC_{t,i} + \alpha_3 (INDI_{t,i} \times FC_{t,i}) + \alpha_4 Control\_Variable + Year + Industry + C + \varepsilon_t \quad (10)$$

从表9的检验结果来看,首先,变量FC与被解释变量间存在显著的正相关关系,表明融资约束程度越低,则创业板上市公司股价崩盘风险越低。其次,从加入交互项后的检验结果来看,交互项的系数值为负,且能够通过常规置信水平的显著性检验,这表明在考虑融资约束的影响后,国际多元化对创业板上市公司股价崩盘风险会产生显著的抑制作用,融资约束程度越低,则国际多元化对股价崩盘风险的抑制作用越强。

六、结论性评述

在中国经济高速发展的背后,国内的资本市场上依旧存在着不容忽视的安全隐患,尤其是近年来股价异常波动情况频繁发生,这为本文提供了良好的研究空间。因此,以2010—2016年间的1937个创业板上市公司为样本,本文实证检验了国际多元化对股价崩盘风险的影响,并进一步考察CEO海外经历的调节效应。研究发现:国际多元化与股价崩盘风险间存在显著的

表7 国际多元化、信息质量与股价崩盘风险检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Ncskew <sub>t+1</sub>	Duvol <sub>t+1</sub>	Ncskew <sub>t+1</sub>	Duvol <sub>t+1</sub>
INDI <sub>t</sub>			-0.051*	-0.053**
DA <sub>t</sub>	0.312** (2.153)	0.325*** (2.930)	0.121* (1.367)	0.209** (2.829)
INDI <sub>t</sub> ×DA <sub>t</sub>			-0.117*** (-3.251)	-0.297*** (-2.078)
控制变量	控制	控制	控制	控制
C	-1.107***	-0.218**	-1.122***	-0.231***
N	1,454	1,454	1,454	1,454
Adj R <sup>2</sup>	0.038	0.021	0.040	0.021
F statistic	6.817***	4.118***	5.988***	3.611***

表8 国际多元化、企业价值与股价崩盘风险检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Ncskew <sub>t+1</sub>	Duvol <sub>t+1</sub>	Ncskew <sub>t+1</sub>	Duvol <sub>t+1</sub>
INDI <sub>t</sub>			-0.135** (-2.298)	-0.076* (-1.800)
TobinQ <sub>t</sub>	-0.138** (-2.108)	-0.064*** (-2.713)	-0.067** (-2.457)	-0.015* (-1.453)
INDI <sub>t</sub> ×TobinQ <sub>t</sub>			-0.009** (-2.490)	-0.008** (-2.572)
控制变量	控制	控制	控制	控制
C	-0.265***	0.189***	-0.262***	0.195***
N	1,937	1,937	1,937	1,937
Adj R <sup>2</sup>	0.020	0.014	0.026	0.016
F statistic	4.995***	3.703***	5.302***	3.654***

表9 国际多元化、融资约束与股价崩盘风险检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Ncskew <sub>t+1</sub>	Duvol <sub>t+1</sub>	Ncskew <sub>t+1</sub>	Duvol <sub>t+1</sub>
INDI <sub>t</sub>			-0.207* (-1.436)	-0.127* (-1.371)
FC <sub>t</sub>	0.112*** (3.696)	0.056** (2.575)	0.845* (1.505)	0.102* (1.520)
INDI <sub>t</sub> ×FC <sub>t</sub>			-0.564* (-1.350)	-0.131* (-1.351)
控制变量	控制	控制	控制	控制
C	-0.246***	0.197***	-0.106***	0.330***
N	1,937	1,937	1,937	1,937
Adj R <sup>2</sup>	0.026	0.018	0.026	0.016
F statistic	6.270***	4.327***	5.237***	3.615***

负相关关系,即伴随着创业板上市公司国际多元化战略的实施,其股价未来崩盘风险会更低,这表明国际多元化的实施产生了良好的制度监管效应,能够减缓企业与投资者间的信息不对称问题,优化公司治理结构,从而也对股价崩盘风险产生了相应的治理与制约作用;CEO海外经历并未能够对股价崩盘风险产生明显的影响,但考虑了CEO海外经历的调节效应后,国际多元化对股价崩盘风险的抑制效应更为明显。

本文的经验证据表明,国际多元化战略会对企业未来股价崩盘风险产生积极的治理效应,这无论对于市场投资者进行投资决策,还是对于企业管理中更好的认识公司财务决策,都具有良好的指导意义。另外,在未来的研究中,一方面,由于当前很多创业板上市公司在披露企业境外经营收入时标准不统一,这就使得本文无法更好地以“国际多元化程度”进行衡量,因此伴随着后续创业板上市公司信息披露的完善,从国际多元化经营程度视角进行研究是否会使研究结论存在差异就成为值得持续关注的问题;另一方面,多元化的经营方式虽然能够为企业带来利益,但也会由此产生风险,因此伴随着创业板上市公司国际多元化程度的提升,尤其是部分创业板上市公司国际多元化渠道、区域、国家等的增加是否会给企业带来更多风险,由此增加股价崩盘风险,也是未来研究值得持续关注的问题。

#### 参考文献:

- [1] 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.
- [2] Kothari S P, Shu S, Wysocki P D. Do managers withhold bad news [J]. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47(1): 241-276.
- [3] Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque financial reports,  $R^2$ , and crash risk [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94(5): 67-86.
- [4] Kim J B, Li Y, Zhang L. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(3): 639-662.
- [5] Kim J B, Zhang L. Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2014, 31(3): 851-875.
- [6] Kim J B, Zhang L. Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33(1): 412-441.
- [7] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance [J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6): 1113-115.
- [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(9): 53-59.
- [9] 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.
- [10] Errunza V, Miller D. Market segmentation and the cost of capital in international equity markets [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2002, 35(4): 577-600.
- [11] 孔宁宇,闫希. 交叉上市与公司成长——来自中国“A+H”股的经验证据 [J]. *金融研究*, 2009(7): 134-145.
- [12] 吴德军. 外资持股对上市公司股价崩盘风险的影响研究 [J]. *国际商务(对外经贸大学学报)*, 2015(3): 55-65.
- [13] 徐飞,唐建新,程利敏. 国际贸易网络与股价崩盘传染:竞争性货币贬值视角 [J]. *国际金融研究*, 2018(12): 84-93.
- [14] 王德宏,文雯,宋建波. 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 [J]. *金融评论*, 2018(3): 52-69.
- [15] 杜勇,张欢,陈建英. CEO海外经历与企业盈余管理 [J]. *会计研究*, 2018(2): 27-33.
- [16] 魏锋,陈丽蓉. 业务多元化、国际多元化与公司业绩 [J]. *山西财经大学学报*, 2011(9): 83-89.
- [17] 薛有志,周杰. 产品多元化、国际化与公司绩效——来自中国制造业上市公司的经验证据 [J]. *南开管理评论*, 2007(3): 77-86.
- [18] Agmon T, Lessard D R. Investor recognition of corporate diversification [J]. *The Journal of Finance*, 1977, 32(4): 1049-1056.
- [19] 韩忠雪,朱荣林. 跨国公司国际化经营与债务融资成本 [J]. *外国经济与管理*, 2003(11): 12-16.
- [20] Mansi S A, Reeb D M. Corporate diversification: What gets discounted [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(5): 2167-2183.
- [21] 代昀昊,孔东民. 高管海外经历是否能提升企业投资效率 [J]. *世界经济*, 2017(1): 168-192.
- [22] 王辉耀,刘国福. 国际人才蓝皮书: 中国国际移民报告(2012) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2012.
- [23] Dai O, Liu X. Returnee entrepreneurs and firm performance in Chinese high-technology industries [J]. *International Business Review*,

- 2009, 18(4):373-386.
- [24] Giannetti M, Liao G, Yu X. The brain gain of corporate boards: evidence from China [J]. The Journal of Finance, 2015, 70(4): 1629-1682.
- [25] 杜勇, 张欢, 陈建英. CEO海外经历与企业盈余管理 [J]. 会计研究, 2018(2):27-33.
- [26] Beatty R, Zajac E. CEO change and firm performance in large corporations: Succession effects and manager effects [J]. Strategic Management Journal, 1987, 8(4):305-317.
- [27] Filatotchev I, Liu X, Buck T, et al. The export orientation and export performance of high-technology SMEs in emerging markets: The effects of knowledge transfer by returnee entrepreneurs [J]. Journal of International Business Studies, 2009, 40(6): 1005-1021.
- [28] Duan T, Hou W. Returnee CEOs under weak institutions: Blessing or curse [R]. SSRN Working Paper, 2017.
- [29] Kim Y, Li H, Li S. Corporate social responsibility and stock price crash risk [J]. Journal of Banking & Finance, 2014, 43(1): 1-13.
- [30] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index [J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(5):1909-1940.

[责任编辑:黄 燕]

## International Diversification, CEO's Overseas Experience and Stock Price Collapse Risk: Based on the Empirical Evidence of Listed Companies on GEM

LIN Chuan, ZHANG Sican

(Research Center for International Business and Economy, Sichuan International Studies University, Chongqing 400031, China)

**Abstract:** Taking A-share listed companies on GEM from 2010 to 2016 as samples, this paper empirically tests the impact of international diversification on the risk of stock price collapse and the moderating effect of CEO's overseas experience. The study finds that there is a significant negative correlation between international diversification and the risk of stock price collapse, that is, with the implementation of the international diversification strategy of the listed companies on GEM, the risk of future collapse of the stock price will be lower, but the CEO's overseas experience does not have a significant impact on the risk of stock price collapse. However, considering the moderating effect of CEO's overseas experience, the effect of international diversification on the risk of stock price collapse is more obvious. This conclusion is still established after controlling the endogenous influence.

**Key Words:** stock price collapse risk; international diversification; CEO's overseas experience; GEM; debt financing; emerging capital markets