

学校编码：10384
学号：27820121150084

分类号____密级____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

美国工会与股票暴跌风险：

来自 1977 年至 1999 年证据

**American Union and Crash Risk:
Evidence from 1977 to 1999**

余静怡

指导教师姓名：刘振涛 副教授

专业名称：会 计 系

论文提交日期：2015 年 4 月

论文答辩时间：2015 年 5 月

学位授予日期：2015 年 6 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2015 年 6 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

相比类似公司，在工会化的公司中，管理层有较少的动机进行创新行为。一方面，工会由雇员构成，雇员本身风险厌恶的特性致使其反对高风险的项目，而工会的成立赋予雇员集体谈判权，让这种干预成为可能；另一方面，工会在创新项目成功之后的高额利润索取在一定程度上阻碍了事前管理层的创新型决策。综上所述，工会的存在抑制了公司投资创新项目的行为。创新项目停滞将会使公司失去竞争优势、减少未来现金流；加上管理者会为了维护自身利益而去隐藏坏消息。这两方面的原因导致了工会增加公司的暴跌风险。本文通过实证研究也证明工会会因为抑制公司投资创新项目增加有工会公司的暴跌风险。

本文采用事件研究法研究美国工会的成立对股市暴跌风险的影响。研究工会的成立对公司暴跌风险的影响，使用 CRASH (Hutton 等 (2009)^[1])、NCSKEW (Chen 等 (2001)^[2]) 和 DUVOL (Chen 等 (2001)^[2]) 这三个暴跌风险度量，得出了一致的结论，即工会将通过抑制公司投资创新增加公司的暴跌风险。

关键词：工会；公司暴跌风险；创新

Abstract

Managers in the unionization firms turn to have less innovation incentives. On one hand, both the difference in payoff structure of traditional employees and their concerns of losing potential specific skills tightening to firms will result in the lack of incentives to implement risky projects approved by managers. Unionization makes this interfere more realizable and even more powerful. On the other hand, ex post rent taking behaviors conducted by union through collective bargaining will frustrate managers' risky projects incentives ex ante. However, less innovative projects means unionized firms will gradually lose competence and market shares thus further decreasing firms' future cash flow. Under this circumstance, union will assert effect on firms' future crash risk this paper verifies the argument above through empirical tests.

Using union data from 1977 to 1999 and event study method, this paper finds that no matter what measurement of crash risk chosen ((CRASH(Hutton et al. (2009))^[1],NCSKEW (Chen et al. (2001)^[2]) and DUVOL(Chen et al. (2001)^[2])), the results that union will increase crash risk through restricting firms' innovation abilities are consistent.

Key Words: Union; Crash risk; Innovation

目 录

摘要.....	I
Abstract.....	II
第一章 引言	1
1.1. 研究动因	1
1.2. 研究思路与创新.....	2
1.3. 研究框架.....	7
第二章 文献回顾	8
2.1. 工会相关文献回顾.....	8
2.2. 公司暴跌风险相关文献回顾	11
2.3. 研究假设.....	15
第三章 研究设计.....	16
3.1. 数据来源, 样本选择和数据库匹配.....	17
3.2. 样本选择.....	18
3.2.1. 1977 年至 1999 年行业投资 R&D 情况分析.....	18
3.3. 股票暴跌风险的度量	21
3.4. 控制变量.....	23
3.5. 实证检验模型.....	26
第四章 实证结果.....	28
4.1. 描述性统计	28
4.1.1. 1977 年至 1999 年工会选举数据描述.....	28
4.1.2. 样本分布情况.....	30
4.2. 多元回归结果.....	35
4.3. 稳健性检验.....	41
4.3.1. 行业选择问题.....	41
4.3.2. 窗口期选择问题.....	45
第五章 结论与局限	52

5.1. 结论与政策建议	52
5.2. 存在的不足和研究展望	53
参考文献	54
致谢	58

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Table of Contents

Abstract (Chinese)	I
Abstract (English)	II
Charpter 1 Introduction	1
1.1.Motivations	1
1.2. Research ideas and Contributions	2
1.3. Research Framework	7
Charpter 2 Literature Review	8
2.1. Union	8
2.2. Crash Risk	12
2.3. Hypothesis	16
Charpter 3 Research Design	16
3.1. Data	17
3.2. Sample Selection	17
3.2.1. R&D Condition in Every Industry from 1977 to 1999	18
3.3. Crash Risk Measures	22
3.4. Control Variables	23
3.5. Empirical Model	25
Charpter 4 Empirical Results	28
4.1. Summary Statistics	28
4.1.1. Union Election Data from 1977 to 1999	28
4.1.2. Sample Distribution	30
4.2. Multivariate Results	34
4.3. Robustness tests	41
4.3.1. Industry Problems	41
4.3.2. Window Problems.....	45
Charpter 5 Conclusions and Limitations	52

5.1. Conclusions and Policy Suggestions	52
5.2. Limitations and Research Prospects	53
Reference	54
Acknowledge	58

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 引言

1.1. 研究动因

美国工会历史悠久，起源于十九世纪。主要是用于应对当时工业革命所带来的社会和经济影响。1935年《瓦格纳法案》/《全国劳动关系法案》^①（此法案给集体组织和集体讨价的权利以联邦保护），工会得到了美国法律上的保障。而1947年美国国会修订的《全国劳动关系法案》^②和新颁布的《塔夫脱-哈特莱法案》^②，赋予了全国劳动关系委员会宣布罢工非法的权利，也赋予了雇主起诉工会、对非法罢工行为造成的损害要求赔偿的权利。在以后的几十年里，一方面由于法律赋予工会的权利（集体谈判跟罢工）和法律对工会权利的限制（不可随意罢工），另一方面由于公司管理结构的变化（例如为了减少管理者的代理成本，给予高管一定的股票与期权）使得公司的管理者与所有者在效用函数上与工人存在明显的差异。这两方面的原因导致管理者与工会就公司经营管理上产生持续性冲突。为了维护工人的利益，工会会利用自身的权利为工人们谋取利益：利用集体谈判权和组织抗议、罢工的权利，通过上述权利的行使，为工会员工索取更多的工资、更好的工作环境，甚至反抗管理者违背雇佣协议的行为。工会这一系列的反抗行为对公司的经营一方面产生了好的影响：工会减少工人离职，提高工人士气和协调工人之间的合作。另一方面造成了负面的作用：工会工人的过高的固定工资增加了公司的经营杠杆；由于工会的集体谈判权让工会有能力索取一部分公司额外的利润，管理者会选择隐藏好消息让工会认为公司没有获得额外的利润，但是管理者隐藏好消息的行为在一定程度上影响了公司融资成本和股价的正确反应。

在研究工会对公司经营管理的论文中，越来越多的研究者论证了工会的存在对公司经营不利的一面：例如增加信息不对称性和经营杠杆等等。而从实务界来看，工会确实是让公司在经营方面产生了问题。例如：美国汽车工会（UAW）致使工人工资过高，导致通用汽车增加生产成本以及降低利润空间等例子可以看出工会对于公司经营有一定的负面作用。从现实的数据看出，工会越来越不受认可的现象非常突出。相对于1983年的有17,700,000个工会会员，2013年工会会

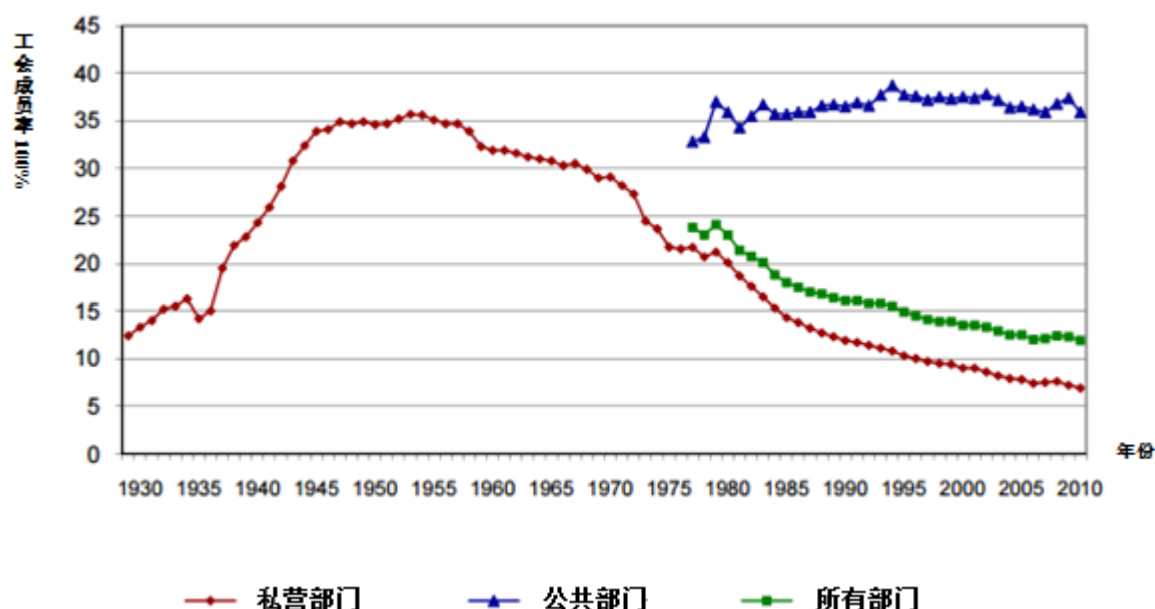
^①资料来源：http://en.wikipedia.org/wiki/National_Labor_Relations_Act

^②资料来源：http://en.wikipedia.org/wiki/Labor_Management_Relations_Act_of_1947

员减为 14,500,000。而工会成员率从 1983 年的 20.1%降为 2013 年的 11.3%。图 1-1 中纵坐标是工会成员率，横坐标是年份。从图 1-1 我们可以看到差不多由 1935 年颁布《全国劳动关系法案》后，私人部门的工会确实经历了十几年的快速增长，但是到 1955 年开始工会开始走下坡路，1980 年开始更是急速的下滑。

对于美国工会的衰落，一方面是因为外部因素：市场经济全球化等。另一方面，工会本来就不是对公司经营有利的事情，自然而然受到了抵制。本文主要从工会对于公司经营管理影响的大方向出发，研究工会对股票暴跌风险的影响。

图 1-1：美国私营部门的工会的密集度，1929-2010
美国所有部门和公共部门的工会密集度，1977-2010



资料来源：Hirsch B T. Unions, Dynamism, and Economic Performance[J]. Andrew Young School of Policy Studies Research Paper Series, 2010 (10-08) .^[3]

1.2. 研究思路与创新

为了回答本文的中心论点——美国工会导致股票暴跌风险，本文从工会作为公司的利益相关者出发，判断工会是否会增加股票的暴跌风险。工会作为一个非常重要的利益相关者，将对公司决策起到重要作用(Jensen 和 Meckling ,1976^[4])。目前存在的论文就工会对公司经营的影响是褒贬不一的。一些学者认为工会对公司的经营是有好处的。他们认为工会能够通过减少工人离职，提高工人士气和协

调工人间的合作来增加公司的生产力;但是另外一些学者认为工会对公司经营产生了负面的影响,因为工会使得工人工资超过了工人市场的均衡水平,提高了收益的不公平性,同时降低了社会的产出。本文将从研究工会对于公司经营的负面作用出发,研究工会是否增加公司暴跌风险。

暴跌风险主要由:1)投资者异质信念(Hong和Stein(1999)^[5]),定义股价暴跌风险是没有大量信息进入基础上的股价大幅下降,该现象是有传染性的,其结果会影响到整个市场,是一种市场范围内的现象。在投资者异质信念此定义的基础上,Hong和Stein(1999)^[5]认为,由于市场的卖空限制,股价没有反应看跌投资者手中持有的信息,进而股价上涨,一段时间过后,牛市投资者股价开始下跌,之前基于卖空限制而被迫退出市场的那些看跌投资者隐藏的坏消息将会在这一时刻释放,进而导致股票更大的跌幅。2)风险反馈效应(Volatility feedback effects)(French,Shwert和Stambaugh,1987^[6];Campbell和Hentschel,1992^[7]),即投资者对代表风险的市场组合方差重新估计,导致市场溢价上升,这一过程会引起均衡价格下降。同时,在此过程中坏消息的影响得到加强,好消息对股价的正向作用却得到削弱,进而产生了股价负向偏斜,即股市暴跌。3)信息结构(Jin和Myers(2006)^[8]),即公司管理层有动机去隐藏公司的下降风险(Downside risk)(公司的坏消息),在累积到一定的时候将会通过行使所谓“放弃期权”对这些风险加以释放,正是这些累积并一次性释放的坏消息导致股票暴跌的发生。本文从信息观出发认为工会的存在对于股东或者投资者来说是以后期坏消息的累积,因为工会对公司经营的影响是持续性的。根据Jin和Myers(2006)^[8]管理者会隐藏坏消息从而导致股价暴跌,本文认为管理者会隐藏由于工会存在而导致的坏消息,使这些坏消息累积到一定程度才会爆出来,从而导致公司股价暴跌。故本文认为工会的存在会导致股票暴跌风险。

工会作为一个非常重要的利益相关者确实影响着公司的方方面面,主要原因一方面在于工会与管理者和所有者的利益冲突使得工会有动机去影响公司经营,另一方面在于工会自身所拥有的权利使得工会有能力去影响公司经营。工会与管理者和所有者的不同的效用函数,导致了工会与管理者和所有者产生了利益的冲突,而工会所拥有的权利确实会让工会有能力为了自身的利益而影响公司整体发展。虽然管理者是风险厌恶的,但是管理者与工会有显著的区别:管理者的薪酬

中包含的股票和期权相对于工会中的工人来说大很多。这个区别会使管理者因为想提高自己的薪酬而进行风险性投资（创新性项目），事实上创新性项目的成功确实为管理者带来了巨额而相对持久的回报。但是，对于工会来说工人如果不重新签订雇佣关系合约，是不可能像管理者一样从风险性项目中获得很多回报的。所以当风险性项目成功的时候，工会会利用自己的集体谈判权利或进行罢工从盈利的项目中获得超额回报并且工会往往在这个时候是有能力获得这份超额回报的。许多论文证实公司拥有好消息的时候，工会在与管理层的谈判中是占有优势的。Hilary（2006）^[9]中论证到公司为了在与有组织性的工人谈判中减少有组织性的工人的谈判优势，公司往往会选择隐藏好消息以此让这些工人无法从公司的超额收益中获得好处。Chung等（2014）^[10]更是将Hilary（2006）^[9]的想法做了延伸，利用韩国工会的数据得到结论：公司为了使与工会的谈判减少工会的优势往往会减少好消息的释放量。另外，Connolly等（1986）^[11]发现如果一个公司在工会人数占总人数比率越高的行业中，这家公司将会投资更少的资源到R&D，因为即使公司由于R&D而获得了利润，这些利润会使公司在与工会的谈判中处于下风，使得工会拿走这些收益中的一部分。故而1）工会与管理者和所有者的冲突；2）工会的权利这两方面使得公司相对于没有工会的公司花比较少的钱在R&D上。更重要的一点是由于工人的工资时固定的，工人的工资提高会导致公司的整个经营杠杆增加，因为公司每年要多付固定的钱给工会。同时如果说好消息的不持续性或者R&D项目高额利润的不持续性，会导致公司因为这些高额的工人工资相较于没有工会的公司面临巨大的代价。对于有工会公司的管理者来说，他们一方面必须承担高风险项目失败带来的对自己业绩评估的影响，另一方面即使高风险项目成功了，管理者也必须受到由于工会索取固定长期的高工资而导致对于整个公司管理的限制。因此，有工会公司的管理者相较于没有工会公司的管理者会投资一些风险小的项目。除此之外，由于工人不像管理者一样，他们换工作的范围比较窄，所以是不愿意去承担更多的风险的（Bradley等（2013）^[12]）。一旦风险性项目失败，工人可能会面临裁员或者是降低工资等问题，这些会给工人们带来巨大的影响。鉴于风险性项目成功带来的效用会远小于风险性项目失败带来的效用，工人们更愿意通过减少自身的工作量或者在生产过程中直接破坏公司项目来迫使公司投资风险比较小的项目。由于创新性的项目一般是风

险较大的，所以工会的存在在一定程度上阻止了公司的创新。Bradley等（2013）^[12]发现了工会对于企业创新项目的投资的影响：由于创新过程的缓慢性 and 风险性，工会会抵制公司创新以此来维护自身的利益。

公司确实可能通过制定合理的合约来提高管理者投资风险性项目的机会（公司跟工会签订合约，使工人确实能够分享风险投资项目中的一些收益，但又不至于对公司造成过大的成本），除此之外，公司还可以通过风险性项目失败以后给予工人一定的保障来降低工人抵制风险性项目的动机，但是Bradley等（2013）^[12]提到由于契约的不完全性，公司是很难签订一份这样的完全的协议的。所以工会会使管理者投资风险性比较小的项目。

一方面，鉴于风险项目成功后工会的集体谈判权导致工会抢走自己的好处并增加自己的负担，管理者选择投资风险性较小的项目；另一方面，工会考虑到一旦风险性失败对他们造成的影响，从而抵制风险性项目。由于无法制定完全的契约达到工人和管理者利益的平衡。综上，工会的存在会导致公司投资资金到风险性比较小的项目。那么，工会存在导致公司投资风险性较小的项目意味着什么呢？

首先意味着公司创新受到了限制。创新性的项目一般是风险较大的，工会的存在在一定程度上阻止了公司的创新。而一个公司长久保持其市场份额和市场竞争能力关键在于公司的创新能力，只有公司不断的进行创新才不至于被同行打败或者被行业新加入者挤掉。另外，由于工会限制公司投资风险比较小的项目，投资者会认为这家公司是不值得投资的。因为投资者或者所有者来说，他们的收入来自于净利润，是总利润扣除工人固定工资和债务利息之后的剩余额。如果说公司不投资创新项目，那么投资者会认为未来的现金流是趋于稳定或者下降，对于分散化风险的投资者来说这样的公司是不值得投资的。并且已经注资的人会撤走自己的资金，而那些准备注资的大投资者会因为质疑该公司的投资价值而放弃注资。公司得不到资金进一步发展加上工会对于公司投资风险性项目的抵制，更会使公司在行业中失去应有的地位和市场份额，导致公司的现金流慢慢的减少。所以工会的存在对公司经营来说是以后期坏消息的累积，原因在于工会对公司经营的影响是持续性的。Jin和Myers（2006）^[8]等文章提到管理者又有隐藏坏消息的行为，而坏消息与管理者隐藏坏消息的行为这两方面同时满足才会导致公司的暴跌风

险。本文侧重于工会对于公司坏消息的创造这一部分，认为工会所造成的公司被挤占市场、融资问题等坏消息被管理者隐藏直到隐藏不住的时候才爆出来，最终导致了暴跌风险。最典型的关于投资风险性项目对于暴跌风险的影响例子就是诺基亚。几年前，诺基亚还占领着手机市场不小的份额，但随着苹果系统的崛起，导致诺基亚的因为不投资风险性项目，主要是不投资创新性项目而不断的被苹果霸占市场，渐渐失去市场份额，导致了股市对于此现象的一次次的反映。

综上工会因为抑制公司投资风险性项目导致了股价的暴跌风险。由此本文提出以下假设：工会会导致公司暴跌风险的增加。但是我们知道的是不同的行业有不同的行业性质，比如服务业，服务业的竞争优势主要还是在于服务质量。所以工会限制创新在服务行业导致的影响并没有这么严重，甚至可能说没有。所以本文着重讨论风险性项目对公司发展比较重要的行业。只有在这些行业中，风险性项目的减少（尤其是创新的减少）才会对公司经营有比较大的负面作用。

根据以前的文章，本文使用工会选举的结果来自于National Labor Relations Board，由于样本来源的局限性，本文将只限于1977年至1999年的数据。而1977年至1999年的工会数据已被Thomas J.Holmes^③整理好，另外该数据库是被承认有效并可靠的，故本文使用Thomas J.Holmes¹数据库。本文挑选RC事件，即选举成不成立工会的事件进行研究。得到的结果是工会存在会使公司的暴跌风险增加，与预期结果相符。而工会的存在确实导致了公司创新的减少，与预期符合。

本文通过事件研究法来研究工会与暴跌风险之间的关系，事件窗口选择的不同可能会导致结果的不一致，所以本文调整了窗口的大小进行稳健性检验，得到了与原事件窗口一致的结果，即工会能够导致暴跌风险的增加，证实了本文的结论是可靠的。

本文对于工会和股票暴跌风险的文章做出了一定的贡献。首先，本文进一步证实了工会对公司经营的负面影响，支持了美国国会的对工会的态度和工会地位下跌的状况。其次，从工会的角度，一个比较重要的利益相关者角度叙述了对于公司投资方面的影响而导致的暴跌风险。第三，丰富了有关于工会的文献和暴跌风险的文献。第四，对于中国工会态度有了一些启迪。

^③来源于 http://www.econ.umn.edu/~holmes/data/geo_spill/

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫