

# 我国机构投资者持股对股价崩盘有影响吗

王蕊, 宋玉(副教授)

**【摘要】** 随着我国机构投资者规模的不断扩大,机构投资者持股和机构投资者类别对股价的影响越来越受到社会各界的关注。本文以我国2009~2013年A股上市公司为研究样本,从企业层面实证研究我国机构投资者持股与股价崩盘风险之间的关系。结果表明:我国机构投资者持股比例越高,公司股价崩盘风险越大;不同类型机构投资者持股对股价崩盘风险影响不同,基金、保险公司、合格境外机构投资者及社保基金持股比例越高,公司股价崩盘可能性越大,尤其是基金对股价崩盘风险影响最大。

**【关键词】** 机构投资者持股; 股价崩盘; 代理理论; 机构投资者类别

**【中图分类号】** F832.5

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)08-0114-6

## 一、引言

2014年5月以后,我国A股市场迎来了牛市,股票价格一路飙涨,全民炒股热情高涨。在股票价格疯涨的同时也出现了一些问题,即股票价格的升高是否存在泡沫?当泡沫破裂时是否会发生股价崩盘?然而就在2015年5月28日,我国沪市指数暴跌至321.45点,跌幅达6.5%,沪深两市超过500只个股跌停。股价崩盘会损害投资者的利益,引发股市剧烈震动,严重时甚至会引发金融危机,因此股价崩盘越来越受到社会各界的关注。股价崩盘包含两种情形:①当市场或者个股存在泡沫时,股价泡沫突然破裂;②当市场或者个股不存在泡沫时,股票价格巨幅下降(Brunnermeier, 2001)。根据代理理论,企业管理者的投机行为、对职业的追求等会使一个公司较长时间保留和累积负面消息,投资者却因为无法得到这些坏消息而高估公司股价,致使公司股票价格产生泡沫。当累积的坏信息达到一个临界点被释放到股市时,公司股票价格泡沫会瞬间破裂,从而引发股价崩盘(Hutton, Marcus 和 Tehranian, 2009; Jin 和 Myers, 2006)。

投资者作为上市公司的股东,其投资行为会对上市公司的股价变动产生重要的影响。机构投资者作为金融市场上专门从事证券投资的法人机构,相比于个人投资者的分散投资,机构投资者投资更集中、决策更理性、投资额度也更大。近年来,我国证券市场监管当局为机构投资者的健康发展提供了大量的政策支持。2004~2013年A股机构投资者数量如

表1所示,2013年除了基金和证券公司数量比2012年有所下降,其他类型机构投资者数量都呈上升趋势,说明在这十年期间机构投资者数量逐年增加,规模不断扩大。

**表1 2004~2013年我国A股机构投资者数量**

年份	机构投资者 (户)	证券投资 基金 (户)	证券 公司 (户)	全国社保 基金 (户)	QFII (户)	一般 机构 (户)
2004	187784	214	72675	24	21	114850
2005	192312	267	73854	33	29	118129
2006	203664	356	72802	37	44	130425
2007	258502	393	70492	47	52	187518
2008	262770	483	64606	66	61	197554
2009	290514	586	65060	77	88	224703
2010	310425	724	64653	77	108	244863
2011	317593	925	62636	89	120	253823
2012	324611	1178	62709	97	179	260448
2013	335333	1555	57239	114	311	276114

对于机构投资者的作用,一种观点认为,机构投资者拥有专业分析能力和信息收集优势,对公司治理起到监督作用,有利于维护市场稳定(Maug, 1998; Kahn 和 Winton, 1998);另一种观点则认为,机构投资者的短期获利行为不但没起到维护市场稳定的作用,反而加剧了股市的波动,导致股票价格发生剧烈变动(Yan 和 Zhang, 2009; 许年行等,

**【基金项目】** 国家自然科学基金项目“信息透明度、知情者交易与股价信息含量——基于机构投资者和公司内部人交易的检验”(项目编号:71302036); 江苏省社会科学基金课题“基于财务的‘学分银行’建设”(项目编号:13GLD022); 南京理工大学自主科研专项计划项目“公司非财务信息、投资效率与经济后果研究”(项目编号:30920140132040)

2013)。我国机构投资者主要包括基金、券商、保险公司、社保基金、合格境外机构投资者(Qualified Foreign Institutional Investor,简称“QFII”)、财务公司等,不同类型机构投资者的投资行为差异较大,对证券市场和上市公司的影响也不尽相同。

本文选取2009~2013年我国A股上市公司相关数据作为研究样本,实证研究机构投资者持股比例与股价崩盘的关系以及机构投资者的类型不同是否对股价崩盘产生不同影响。本文通过研究发现:①我国机构投资者持股比例越高,上市公司越有可能发生股价崩盘;②不同类型机构投资者对股价崩盘产生的影响不同:基金、保险公司、社保基金及QFII持股与股价崩盘风险之间显著正相关,其中基金持股与股价崩盘之间相关系数最大,保险公司和社保基金持股系数次之,QFII持股系数最小;而券商的持股比例与股价崩盘风险之间存在负相关关系但并不显著。

本文从机构投资者角度出发,研究其持股比例对股价崩盘的影响,并且对机构投资者进行细化研究,分析了不同类型机构投资者持股对股价崩盘的不同影响,进一步扩大了对股价崩盘影响因素的研究范围,为研究机构投资者的投资行为对股市的稳定作用及公司治理作用提供了参考。

## 二、理论分析与研究假设

**1. 股价崩盘影响因素。**现有文献已从多个方面对股价崩盘影响因素进行了研究。

在信息透明度方面:Jin和Myer(2006)认为,公司的信息透明度越低,其管理者隐藏负面信息的可能性越大,当累积的负面信息达到一定程度后,企业管理者会一次性地将所有被隐藏的负面信息报告给公众,导致投资者大量卖出公司股票,进而引发股价崩盘。Hutton等(2009)研究发现,当公司的财务报告信息透明度较低时,外界通过企业获得的异质信息就会较少,导致公司股价同步性程度提高,股票暴跌风险也随之增大。王亚平、刘慧龙、吴联生(2009)研究发现,我国上市公司股价同步性越高,公司公布的信息透明度就越低。施先旺、胡沁、徐芳婷(2014)的研究也表明,管理层隐瞒的公司负面信息越多,会计信息质量越差,公司信息透明度就会越低,公司未来股价崩盘的风险就越大。

在高管代理方面:Kim等(2011b)研究了CEO与CFO的股权激励对股价崩盘风险的影响后发现,高管在制定公司发展策略时会倾向于有利于实现自身股权价值最大化的行为,而这些行为大多为短期行为(如隐匿公司不利消息),只求现时利益却不顾及公司长期发展,最终导致企业发生股价崩盘。李小荣、刘行(2012)研究发现,在我国,女性CEO可以有效降低股价崩盘风险,起到稳定资本市场的作用。杨超、徐芳婷、胡沁(2014)研究发现,管理层实际盈余管理程度越高,公司越有可能发生股价崩盘。

在公司避税方面:Kim等(2011a)通过对美国公司1995~2008年大样本数据的研究,证明了公司避税会加剧公司股价

崩盘的发生。公司避税为管理抽租和负面消息囤积提供了工具、掩饰和理由,促使这些投机行为经常发生,当长期积累、隐藏的负面消息跨越临界点,全部被泄露出来时,公司股票价格就会暴跌。此外,研究还表明,当公司有强有力的外部监督机制时,如高比例的机构投资者持股、高水平的分析师跟踪和来自资本市场较大的收购威胁等,公司避税活动对股价崩盘的影响程度会减弱。江轩宇(2013)研究发现,管理层避税手段越复杂、避税行为越激进,公司股价未来发生崩盘的可能性就越大。

在分析师分析和审计师审计方面:Schutte和Unlu(2009)的研究表明,分析师跟进有利于降低股票价格的噪声。许年行等(2012)研究发现,分析师乐观偏差越大,公司股价未来崩盘的风险越高。江轩宇、伊志宏(2013)从公司聘请的审计师的行业水平角度研究发现,公司聘请的会计师事务所行业水平越高,其发生股价崩盘的可能性越小。

**2. 机构投资者对股价崩盘的影响。**机构投资者作为外部监督机构能否履行监督职责,以促进管理层对公司信息及时、充分披露,提高公司透明度是其降低股价暴跌风险的关键。Lakonishok等(1992)认为,机构投资者对股价的影响是不确定的,一方面机构投资者存在“羊群效应”,会使股票价格不稳定,而另一方面机构投资者比个人投资者更理性,对稳定股票价格具有一定作用。

Gaspar和Massa(2007)研究发现,机构投资者能获得较多当地企业的有效信息,对公司监督更有效。Koh(2003)认为机构投资者作为上市公司的股东,能够对上市公司起到监督作用,他们通过与上市公司的管理者建立密切联系而有机会获取更多的高质量信息,从而提高上市公司信息透明度,进而有利于降低股票价格波动性。祁斌等(2006)研究发现,对于股价波动性相对较小的股票,其股权结构中机构投资者持股比例较高,说明机构投资者对于降低股价波动性发挥了重要的作用。陈凌蔚(2013)研究发现,机构投资者持股比例越高,股价暴跌风险与经营现金流信息含量的负相关关系越强。崔婧、周晓惠(2013)以我国A股上市公司2007~2011年数据为样本研究发现,机构投资者持股比例与会计稳健性正相关。而王冲、谢雅璐(2013)利用2001~2009年我国A股上市公司数据实证研究表明,会计稳健性的提高有助于降低股价暴跌风险,机构投资者对降低股价崩盘风险有一定的作用。

从代理理论来看,机构投资者作为企业的股东,无法掌握管理层所有的行动信息。管理层为了实现自身利益最大化而隐匿公司坏信息、操纵公司利润时,会产生代理成本,损害投资者的利益。特别是当公司隐藏的坏消息被释放出来时,公司股票价格会发生剧烈波动,引发股价崩盘。机构投资者作为上市公司股东,为了维护自身利益,有动力参与上市公司的公司治理,提高上市公司的信息披露透明度,从而降低公司代理成本和股价崩盘风险。相对于个人投资者来说,机

## □ 投资·证券

机构投资者在进行投资时分析更深入,投资额度更大,在收集和分析信息方面具有较大的优势。当企业管理层向外部公布信息时,机构投资者对这些信息的解读能力较强,且他们还可以向公众传递这些解读信息,进而对公司信息披露的监管起到重要作用。由此可见,机构投资者为了防止自己的权益受到侵害,有动力去参与公司治理,并且他们的专业化优势使自身有相应的能力去监督上市公司,提高公司信息透明度,降低代理成本,从而降低公司股价崩盘的可能性。

Bushee 和 Noe(2000)检验了信息披露、机构投资者和股价波动性之间的关系。研究表明,信息披露较好的公司未来的股价波动性较小,但是当改进信息披露质量、公司股价较稳定时会吸引实施短期投资行为的机构投资者,实施短期投资行为的机构投资者的增加又会加大公司股价的波动性。许年行、江轩宇等(2012)研究分析师乐观偏差与股价崩盘之间的关系发现,分析师乐观偏差会加剧上市公司未来股价崩盘的风险,而在机构投资者持股比例较高、数量较多的情况下,两者之间的正相关关系显著增强。刑治斌、仲伟周(2014)以2005~2011年A股上市公司数据为样本,利用非线性联立方程组模型对机构投资者、分析师跟进进行了实证分析,发现机构投资者持股小于特定比例时,股价波动会随着机构投资者持股比例的增加而增大;当机构投资者持股大于特定比例时,股价波动会随着机构投资者持股比例的增大而减小。许年行(2013)研究机构投资者的“羊群行为”与股价崩盘风险之间的关系后发现,机构投资者的“羊群行为”与公司未来股价崩盘风险正相关,并且QFII的存在并没有减弱他们之间的正相关关系。

上述文献证明了机构投资者会增大股市波动,加剧股价崩盘。我国机构投资者的持股比例受到法律限制,单个机构投资者持股比例更小,机构投资者持股更分散,不利于发挥其对上市公司的监管作用。当公司表现不良、业绩不佳或监督成本过高时,机构投资者可能不会参与公司治理,而是直接抛售股票,引起股价波动。另外,我国资本市场发展历程较短,针对机构投资者的监督制度不完善,不同的机构投资者之间存在合谋、坐庄等行为,通过操纵股票价格来获利,引起股市波动,进而容易引发股价崩盘。鉴于我国机构投资者发展尚不成熟,其对公司治理总体表现较消极,更多的是扮演“交易者”的角色,本文提出第一个假设:

H1: 机构投资者持股比例越高,公司股价崩盘的可能性越大。

3. 不同类型机构投资者与股价崩盘。在我国,机构投资者因种类不同,其持股情况相差较大。表2列示了不同类型机构投资者持股家数情况,从表中可以看出,机构投资者持股家数呈上升趋势,说明机构投资者投资的范围在逐渐扩大;另外,基金持股家数最多,券商、保险公司、社保基金、QFII持股家数较多,企业年金、信托公司、财务公司持股家数较少。由

于企业年金、信托公司和财务公司持股家数较少,对公司股票价格影响较小,本文将不对它们进行研究。

表2 2007~2013年我国机构投资者持股家数

年份	基金	券商	保险公司	QFII	社保基金	企业年金	信托公司	财务公司
2007	928	232	176	149	97	2	76	33
2008	918	101	191	118	153	7	87	24
2009	1291	178	237	199	192	38	77	29
2010	1652	277	494	214	276	45	138	37
2011	2051	259	560	134	311	24	176	67
2012	2095	272	498	152	384	14	186	55
2013	2130	221	385	191	508	17	191	46

基金是机构投资者的主要组成部分,基金的行为表现会对机构投资者整体的表现产生重要影响。而基金多为短期投资者,其短期投资行为很容易引发资本市场的股价波动,进而引发股价崩盘。券商投资品种流动性不足,且其多与企业有合作关系,多数券商仅担当中介商的角色,可见券商持股对公司股价崩盘的影响是不确定的。保险公司和社保基金则为稳健型投资者,偏向于风险低的投资,而且多进行长期投资,更注重对上市公司进行监管,提高了上市公司信息透明度,所以,保险公司与社保基金持股有利于降低公司股价崩盘的风险。QFII倾向于价值投资,多投资于绩优蓝筹股,比较关注上市公司的长期发展,因此,QFII持股有利于降低股价崩盘风险。综上,本文提出以下假设:

H2: 不同类型机构投资者对股价崩盘影响不同。

H2.1: 基金持股比例越大,股价崩盘风险越大;

H2.2: 券商持股比例与股价崩盘风险关系不确定;

H2.3: 保险公司、社保基金和QFII持股比例越大,股价崩盘风险越小。

## 三、研究设计

### (一) 样本选取

本文从企业微观层面研究机构投资者持股对股价崩盘的影响,文中机构投资者持股比例数据、股价崩盘相关计算数据及其他变量数据来自锐思和Wind数据库。由于金融行业的特殊性,本文以2009~2013年我国A股非金融类上市公司为研究样本,共选取了13236个上市公司样本数据。在初始样本基础上,首先剔除存在严重财务危机的公司样本数据,即剔除资产负债率大于1的数据;然后,为避免机构投资者持股比例过小而对公司股价基本不产生影响,本文剔除了机构投资者持股比例小于1%的数据;最后,为保证所选样本公司具有较活跃市场交易,剔除了一年交易周数小于30周的数据。本文最终得到7750个上市公司样本数据。

### (二) 变量定义和度量

1. 股价崩盘风险。本为借鉴Hutton等(2009)和Kim等(2011)的相关研究,用以下方法度量上市公司股价崩盘风

险,具体计算如下:

第一步,将市场情况和行业因素加入回归方程,用股票*i*每年的周收益数据进行回归,得到股票*i*在第*t*周的特有收益。

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,t-2} + \alpha_2 R_{m,t-1} + \alpha_3 R_{m,t} + \alpha_4 R_{m,t+1} + \alpha_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中: $R_{i,t}$ 为股票*i*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平均收益率; $\varepsilon_{i,t}$ 为残差。

股票*i*在第*t*周的公司特有收益为: $W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ 。

第二步,基于 $W_{i,t}$ 构造负收益偏态系数变量,用NCSKEW表示。

$$NCSKEW_{i,t} = - \frac{n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3}{(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t}^2)^{3/2}} \quad (2)$$

其中: $n$ 为每年股票*i*的交易周数。NCSKEW数值越大,表示偏态系数负的程度越严重,股价崩盘风险越大。

**2. 机构投资者持股比例。**本文的解释变量共有六个,机构投资者(Inst)持有A股比例用来研究机构投资者整体持股与公司股价崩盘的关系。证券投资基金(Fund)、券商(Sec)、保险公司(Insurance)、合格境外投资者(QFII)及社保基金(Social Security)持有A股比例作为其他五个解释变量。

**3. 控制变量。**本文选取公司规模(Size)、资产负债率(Leverage)、净资产收益率(ROE)、市盈率(PE)和换手率(Turnover)作为控制变量。

本文中各变量定义与计算如表3所示:

变量名称	变量符号	变量说明
负收益偏态系数	NCSKEW	$NCSKEW_{i,t} = - \frac{n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3}{(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t}^2)^{3/2}}$
机构投资者整体持股	Inst	机构投资者持股占公司A股比例
证券投资基金	Fund	基金持股占公司A股比例
券商	Sec	券商持股占公司A股比例
保险公司	Insurance	保险公司持股占公司A股比例
QFII	QFII	合格境外机构投资者持股占公司A股比例
社保基金	Social Security	社保基金持股占公司A股比例
公司规模	Size	账面总资产的自然对数
资产负债率	Leverage	资产负债表上负债与资产的比率
净资产收益率	ROE	净利润与净资产的比率
市盈率	PE	股票价格与每股收益的比率
换手率	Turnover	股票成交金额与总市值的比率

### (三)模型建立

本文为检验H1,建立模型如下:

$$Crash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Inst_{i,t} + \beta_2 Size + \beta_3 Leverage_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 PE_{i,t} + \beta_6 Turnover_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

本文为检验H2,建立模型如下:

$$Crash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DifferInst_{i,t} + \beta_2 Size + \beta_3 Leverage_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 PE_{i,t} + \beta_6 Turnover_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中:Crash表示股价崩盘风险变量,即NCSKEW;DifferInst表示基金、券商、保险公司、QFII、社保基金等不同类型机构投资者持股比例。

## 四、实证分析

### (一)描述性统计

表4 各变量的描述性统计

变量	N	极小值	极大值	均值	标准差
NCSKEW	7750	-1.8011	1.0057	-0.3346	0.5106
Inst	7750	0.0100	0.9456	0.1913	0.1832
Fund	7750	0.0000	0.5444	0.0548	0.0774
Sec	7750	0.0000	0.2036	0.0043	0.0116
Insurance	7750	0.0000	0.2411	0.0043	0.0121
QFII	7750	0.0000	0.1071	0.0011	0.0047
Social Security	7750	0.0000	0.0838	0.0039	0.0093
Size	7750	18.2194	27.9552	22.0042	1.2842
Leverage	7750	0.7080	99.6964	45.0887	21.4563
ROE	7750	-191.9595	157.6198	8.4821	12.9960
PE	7750	-8847.5656	8772.9591	46.2610	374.0562
Turnover	7750	6.1061	1634.3251	318.1601	245.3868
有效的N(列表状态)	7750				

从表4中可以看到,NCSKEW极大值、极小值分别为1.0057、-1.8011,而均值为-0.3346,说明总体上我国上市公司股价崩盘的可能性较小。我国机构投资者的持股比例平均达到19.13%,最高持股比例达94.56%,说明在我国相关政策的鼓励下,机构投资者发展环境良好,发展速度较快。对上市公司的持股占较大比例的是基金,平均持股比例达到5.48%,甚至超过了其他类型机构投资者平均数总和,说明基金在机构投资者中的地位非常重要。从券商、保险公司、QFII及社保基金持股比例可以看出,我国机构投资者种类在不断增多,逐步实现了多元化发展,不同机构投资者发展水平不同。

### (二)相关性分析

变量的相关性分析(分析表略)表明,机构投资者持股(Inst)与股价崩盘风险之间的正相关系数为0.046且在1%的水平上显著。在不同类型机构投资者中,除了券商持股与股价崩盘之间的相关系数为-0.019且在10%的水平上显著,其他类型机构投资者持股与股价崩盘之间的相关系数均为正

□ 投资·证券

数,且显著性水平都为1%。基金投资者(Fund)持股与股价崩盘风险之间的相关系数最大,约为整体机构投资者持股的三倍。保险公司(Insurance)持股、社保基金(Social Security)持股与股价崩盘之间的相关系数相差较小,但都大于整体机构投资者持股。QFII持股与股价崩盘风险之间的相关系数也为正数,但比整体机构投资者持股小。控制变量中除了市盈率与股价崩盘风险之间的相关关系不显著,其他变量与股价崩盘之间的相关关系都较显著,其中换手率(Turnover)最显著。

(三) 回归分析

1. 机构投资者持股与股价崩盘风险回归分析。表5列示的是采用回归方法分析机构投资者持股与股价崩盘之间关系的结果。

表5 机构投资者持股与股价崩盘风险的回归结果

变量	NCSKEW		
	(1)	(2)	(3)
Constant	-0.879*** (-8.082)	-0.821*** (-7.401)	-0.681*** (-5.462)
Inst	0.043*** (3.769)	0.040*** (3.513)	0.037*** (3.196)
Size	0.066*** (5.026)	0.058*** (4.247)	0.043*** (2.892)
Leverage	-0.053*** (-4.059)	-0.046*** (-3.397)	-0.036** (-2.540)
ROE		0.031*** (2.640)	0.032*** (2.704)
PE			-0.007 (-0.597)
Turnover			-0.031** (-2.429)
N	7750	7750	7750
调整R <sup>2</sup>	0.005	0.006	0.007
F	14.924***	12.944***	9.698***

注:\*\*\*、\*\*分别表示在1%、5%的水平上显著。下同。

由表5可知,机构投资者持股比例与股价崩盘在1%的水平上显著正相关,说明机构投资者持股比例的增加会使公司股价崩盘的风险增大,与H1一致;公司规模和股价崩盘风险也显著正相关,说明公司规模越大,股价崩盘风险越大。这可能是因为规模越大的公司,其业务和组织结构越复杂,管理层更容易隐藏公司坏消息,导致公司透明度降低,股价崩盘风险增大。资产负债率与公司股价崩盘的风险在1%或5%的水平上显著负相关,说明负债比例越大的企业股价崩盘风险越小。这可能是因为当公司债务较多时,债权人会加大对公司的监管,还会附加一些借款条约约束管理层行为,有利于降低企业经营的代理成本,从而降低股价崩盘风险。净资产收益率与股价崩盘风险在1%的水平上显著正相关,说明企业的净资产收益率越高,企业越有可能发生股价崩盘。因为

净资产收益率较高的企业,管理层进行盈余管理的可能性较大,当企业管理层的不正当手段和隐匿的坏消息被曝光时,企业股票价格就会受到严重影响进而引发股价崩盘。市盈率与股价崩盘没有显著关系。但换手率与股价崩盘在5%的水平上显著负相关,说明换手率越高,公司股价崩盘风险越小,因为换手率较高的公司,通常市场消息流通性较好、交易比较活跃,其发生股价崩盘的可能性就较小。

2. 不同类型机构投资者持股与股价崩盘风险回归分析。表6列示了不同类型机构投资者对股价崩盘风险的回归分析结果,表明不同类型机构投资者持股与股价崩盘风险关系的差异很大。

表6 不同类型机构投资者与股价崩盘风险的回归结果

变量	NCSKEW				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constant	-0.523*** (-4.225)	-0.636*** (-5.111)	-0.600*** (-4.822)	-0.626*** (-5.028)	-0.626*** (-5.042)
Fund	0.130*** (10.858)				
Sec		-0.018 (-1.572)			
Insurance			0.053*** (4.677)		
QFII				0.028** (2.488)	
Social Security					0.048*** (4.151)
Size	0.023 (1.576)	0.041*** (2.735)	0.035** (2.350)	0.039*** (2.608)	0.037** (2.511)
Leverage	-0.033** (-2.373)	-0.034*** (-2.435)	-0.035** (-2.463)	-0.035** (-2.478)	-0.032** (-2.265)
ROE	-0.002 (-0.195)	0.035*** (2.963)	0.034*** (2.872)	0.034*** (2.851)	0.033*** (2.779)
PE	-0.008 (-0.679)	-0.006 (-0.543)	-0.006 (-0.492)	-0.006 (-0.535)	-0.007 (-0.618)
Turnover	-0.038*** (-3.091)	-0.037*** (-2.926)	-0.035*** (-2.808)	-0.037*** (-2.931)	-0.031** (-2.500)
N	7750	7750	7750	7750	7750
调整R <sup>2</sup>	0.020	0.006	0.008	0.006	0.008
F	27.754***	8.399***	11.653***	9.023***	10.875***

从表6可以看出,除了券商持股,其他类型机构投资者持股比例与股价崩盘风险之间均显著正相关。基金与股价崩盘风险相关系数为0.130,比机构投资者总体持股比例回归系数0.037大,且显著性水平为1%,验证了H2.1。基金投资者作为机构投资者的代表性组成部分,当其持股比例增加时,基金的短期投资行为会加大股市的波动,提高股价崩盘的可能性。券商持股与股价崩盘风险负相关但不显著,这可能是因为券商为了维护自己的利益及长期合作关系,对公司管理层起到一定的监督作用,但由于持股比例较小,所以监督作用

的效果不明显。保险公司持股比例、社保基金持股比例及QFII持股比例与股价崩盘风险之间均显著正相关,与H2.3及H2.4不一致,说明这三类机构投资者并没有起到稳定股价的作用,反而会加剧股价崩盘的风险。保险公司、社保基金及QFII持股比例较小,对上市公司的治理发挥作用比较小,它们的利益很可能受到侵害。当它们对上市公司决策不满意、监督成本较大时,它们可能会选择直接抛售股票,并且这三类机构投资者的投资行为也会带动其他机构或者个人投资者的跟随,进而导致企业股价发生波动引发股价崩盘。

#### (四)稳健性检验

1. 分年度回归检验。为了进一步检验实证结果的可靠性,本文分年度进行多元线性回归检验,考查机构投资者持股比例对股价崩盘的年度影响差异。结果表明,2009、2012和2013年机构投资者持股比例与股价崩盘风险显著正相关,与H1一致;但是2010和2011年虽然相关系数为正但结果不显著。不同类型机构投资者持股与股价崩盘风险分年度回归结果显示:基金持股在2009~2013年分年度回归分析与股价崩盘风险都是显著正相关关系,再次验证了H2.1;券商持股在2009~2013年与股价崩盘风险之间的相关系数有正有负,但都不显著;保险公司和社保基金持股在2009~2013年与股价崩盘的相关系数都为正数,其中有两年与股价崩盘风险显著正相关;QFII持股在2009~2013年分年度回归分析中,虽然相关系数都为正数,但不存在显著性。

2. 其他股价崩盘风险衡量检验。除采用NCSKEW衡量股价崩盘风险外,国内外学者也选用DUVOL(如:许年行等,2012)来衡量。本文将DUVOL作为被解释变量进一步验证我国机构投资者持股与股价崩盘之间的关系。DUVOL表示公司收益上下波动比率,具体计算如下。

第一步,将市场情况和行业因素加入回归方程,用股票*i*每年的周收益数据进行回归,得到股票*i*在第*t*周的特有收益,同前文股价崩盘风险计算第一步。

第二步,基于 $W_{i,t}$ 构造收益上下波动比率变量,用DUVOL表示。

$$DUVOL_{i,t} = \log \left\{ \frac{\sum_{DOWN} W_{i,t}^2}{(n_u - 1)} \right\} / \left\{ \frac{\sum_{UP} W_{i,t}^2}{(n_d - 1)} \right\} \quad (5)$$

其中: $n_u$ ( $n_d$ )为每年股票*i*周特有收益率 $W_{i,t}$ 大于(小于)特有收益率年度均值的周数;DUVOL数值越大,股价崩盘风险越大。

机构投资者持股与DUVOL之间的线性回归分析结果表明,机构投资者持股与股价崩盘风险之间虽然存在正相关关系,但其相关系数相比于NCSKEW较小且不显著。我们列示了不同类型机构投资者对DUVOL的影响结果,如表7所示。为方便比较,本文将表6中不同类型机构投资者对NCSKEW的回归结果也列示在表7中。

由表7可知,基金持股与DUVOL之间显著正相关,与对

表7 不同类型机构投资者持股与NCSKEW及DUVOL线性回归结果比较

变量	Fund	Sec	Insurance	QFII	Social Security
NCSKEW	0.130***	-0.018	0.053***	0.028**	0.048***
	(10.858)	(-1.572)	(4.677)	(2.488)	(4.151)
DUVOL	0.102***	0.011	0.055***	0.018	0.026**
	(8.638)	(0.935)	(4.863)	(1.568)	(2.257)

NCSKEW进行回归的结果相一致,再次验证了H2.1。券商持股与DUVOL之间也正相关,但不显著,与对NCSKEW的回归结果相反。保险公司持股与DUVOL的回归及与NCSKEW的回归结果基本一致。QFII持股与DUVOL之间虽然仍为正相关关系,但回归系数却并不显著。社保基金持股与DUVOL的正相关关系相比于对NCSKEW的回归显著性要弱。

#### 五. 研究结论

本文以我国2009~2013年A股上市公司为样本,从企业层面研究了机构投资者持股与股价崩盘之间的关系以及不同类型机构投资者持股对股价崩盘的影响。经过分析本文得出以下结论:①我国机构投资者持股比例与公司股价崩盘风险正相关,机构投资者持股比例增加会加大企业股价崩盘的可能性;②基金持股与股价崩盘风险之间显著正相关,说明基金持股比例越大,公司股价崩盘风险越大;③券商持股与股价崩盘风险之间负相关但不显著,说明券商持股对公司股价崩盘影响并不明显;④保险公司、社保基金和QFII持股与股价崩盘风险之间显著正相关,说明保险公司、社保基金和QFII并没有本文预想的那样起到稳定股市的作用,反而加大了股价崩盘的可能性。因此,本文的研究结论表明,我国机构投资者在对股价影响方面表现出短期投资获益行为,使得股票市场价格波动增大,加剧了股市的不稳定。

#### 主要参考文献:

Kim J. B., Li Y., Zhang L. CFOs Versus CEOs: Equity Incentives and Crashes [J]. Journal of Financial Economics, 2011(3).

施先旺,胡沁,徐芳婷.市场化进程、会计信息质量与股价崩盘风险[J].中南财经政法大学学报,2014(4).

邢治斌,仲伟周.机构持股、分析师跟进与股票波动关系研究——基于联立方程组模型的实证分析[J].湖南师范大学社会科学学报,2014(2).

许年行,江轩宇,伊志宏,徐信忠.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).

许年行,于上尧,伊志宏.机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J].管理世界,2013(7).

作者单位:南京理工大学经济管理学院,南京210094