

机构投资者持股、会计稳健性与股价崩盘风险

程克群,王 飞¹

(安徽农业大学 经济管理学院,安徽 合肥 230036)

[摘 要] 股价崩盘会严重危害资本市场的稳定发展,破坏金融市场秩序。文章选取2007—2018年我国沪深A股上市企业为研究样本,考察机构投资者持股、会计稳健性和股价崩盘之间的关系。实证结果表明:机构投资者持股比例越高,股价崩盘风险越高;企业会计政策越稳健,企业的股价崩盘风险越低;企业的会计稳健性能够降低由机构投资者持股引发的股市崩盘风险。文章的实证研究结论对降低股价崩盘风险和认识运用稳健会计政策的重要性具有一定的参考价值。

[关键词] 机构投资者持股; 会计稳健性; 股价崩盘风险; 调节效应

[中图分类号] F273.1 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2021)01-0064-07

DOI:10.13967/j.cnki.nhxb.2021.0008

鉴于全球金融危机和2015年中国股灾爆发带来的灾难性后果,股价崩盘成因及其防范措施已经成为学术界的研究热点。股价的“暴涨”和“暴跌”通常是股价崩盘的表现形式,崩盘属于传统有效市场理论无法解释的金融异常现象^[1]。股价崩盘尤其是股价暴跌会带来更多的严重后果,不仅投资者遭受损失而且影响会波及整个经济的发展。Hutton A P等(2009)研究发现,管理层在信息不对称的环境下,出于自身利益考虑,往往会出现代理行为,故意隐瞒负面消息,致使负面消息逐渐积累直至达到极限,最终被集中释放出来,造成股价的崩盘^[2]。会计信息透明度^[3]、股权激励^[4]、分析师^[5]、大股东控制权^[6]等方面都是影响信息不对称造成股价崩盘的影响因素。随着我国机构投资者不断发展成熟,机构投资者逐渐参与公司治理并在现代企业公司治理机制中发挥着重要的作用。Callen J L和Fang X研究发现,机构投资者可以明显降低股价发生崩盘的风险,对于降低股价波动有积极作用^[7]。该研究结论是出于外国成熟的资本市场的考虑,鉴于我国资本市场和投资者仍处于发展不成熟阶段,关于机构投资者对于股价崩盘的影响还没有统一的结论。王咏梅和王亚平(2011)实证研究发现机构投资者持股能够提高股市的信息传递效率,但是过度交易行为则有害于股市的信息效率^[8]。陈国进

和张贻军(2009)研究发现,我国投资者异质信念水平的提升会显著提高个股发生暴跌的可能性^[9]。会计稳健性作为会计盈余确认和计量的重要原则,在公司治理方面能够发挥提高信息透明度和信息披露的质量,降低信息不对称的积极作用。本文在讨论机构投资者持股对股价崩盘影响的基础上,考虑会计政策稳健性作为企业内部重要的治理机制对于两者之间关系的影响。本研究主要从外部资本市场和企业内部会计稳健性这两个角度考虑股价崩盘问题,研究结论对防范股价崩盘风险促进我国资本市场健康有序发展具有积极的意义。

一 理论分析与研究假设

(一)机构投资者和股价崩盘风险

机构投资者对股价崩盘风险的影响主要来自管理层出于自身利益的代理行为以及外部投资者与企业之间沟通受阻造成的信息不对称问题^[10]。目前,对于我国不完善的资本市场来说,机构投资者真正参与企业治理的程度非常有限,对管理层的代理问题起不到明显的监督作用。因为当机构投资者的持股比例较低时,低持股比例带来的微薄收益并不能激励机构投资者主动参与企业治理。王化成、曹丰等(2015)研究发现,大股东持股比例的增加能够显著发挥治理监督作用,防范管理层的自利行为,说明

[收稿日期] 2020-03-31

[基金项目] 2017年安徽省高校人文社会科学研究重点项目“安徽省产业结构调整对长江经济带发展的影响研究”资助(编号:SK2017A0138)

[作者简介] 程克群(1968—),男,安徽安庆人,安徽农业大学经济管理学院教授,博士。

¹ 安徽农业大学经济管理学院硕士研究生。

股东参与能够有效控制管理层的代理问题^[11]。从机构投资者持股动机角度来说,杨海燕、韦德洪等(2012)实证研究表明机构投资者持股越高,企业的信息透明度越高,就越能提高会计信息质量^[12]。我国机构投资者在作出投资决策时缺乏价值投资的理念,他们更多考虑的是短期投资能够带来的利益。出于这样的动机,机构投资者往往会采取频繁的交易策略,抓住机会进行投机,进而增加了整个资本市场的股价波动性,让股价的走势更难以预测,最终干扰了投资者对于资本市场的价值判断。从信息不对称角度看,机构投资者会以较低成本获取重大的内部消息达成与企业管理层的同谋,并出于投机获利动机,还会协助管理层掩藏坏消息,拖延坏消息的爆出,降低企业的内部控制质量^[13],内幕交易加剧投资者与企业之间的信息不对称,增加了股价崩盘的发生概率。基于以上分析本文提出假设一。

H1:股价崩盘风险随着机构投资者持股比例的提高而上升。

(二)会计稳健性和股价崩盘风险

从企业整体层面来考虑会计稳健性对于股价崩盘的影响,会计稳健性作为衡量会计信息特征的重要尺度,能够为企业在发展过程中带来诸多益处。比如在企业外部融资过程中,信贷机构基本都会对企业会计政策的稳健性提出要求,此时稳健的会计政策就能够缓解融资约束,为企业的持续发展提供充足的资金来源^[14-15]。制定稳健会计政策的企业,同样会在整个企业的运营过程中强调一种稳健的基调,规范化要求企业行事,在企业中形成稳中求进的氛围,减少冒失和机会主义行为。整个治理层也会加强对管理层的监督指导。管理层会在压力和约束下从企业长远发展的角度思考企业发展的相关事项,也会积极主动地向外界披露更多信息,减少管理层代理行为的机会,从而达到降低股价崩盘风险的目标。基于以上分析本文提出假设二。

H2:其他条件不变,企业的会计政策越稳健,股价崩盘风险越低。

(三)机构投资者、会计稳健性和股价崩盘风险

企业与投资者之间信息不对称,管理层出现代理行为,其刻意积累坏消息并延迟传递,直至集中释放是造成股价崩盘的重要原因^[16]。会计稳健性对股价崩盘的影响主要通过两个途径。首先,在管理层代理行为方面,会计稳健性的原则对管理层倾向确认或披露的好消息有更为严格的要求,限制其主观动机^[17],稳健性也能有效地提高与企业会计相关信息的丰富性、可靠性^[18]和内部控制质量^[19]。会

计稳健性提高信息透明度和信息质量,能够减少管理层与机构投资者之间合谋的机会,此外,会计稳健性也能够企业经营过程中发挥有效的治理作用,从根源上消除某些坏消息产生和在决策过程中避免选择会带来负面价值的项目。其次,在信息不对称方面,会计稳健性硬性要求管理层作出主动信息披露,使得坏消息及时向外界释放,缓解由于积累的坏消息集中释放所带来的股价崩盘的风险。会计稳健性也使会计信息更加多元化,可靠且多种类信息的披露和传递能够打通利益各方的沟通渠道,有助于投资者根据可靠真实的信息对投资作出有效的评估^[20-21]。相关的投资者从理性的角度考虑投资价值问题,更有利于股票市场的稳定,降低股价崩盘的风险。基于以上分析提出本文假设三。

H3:企业的会计稳健性能有效地降低由于机构投资者造成的股市崩盘风险。

二 研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文选取沪深两市A股上市公司2007—2018年的相关数据为研究样本,对数据进行了预处理,规则如下:(1)剔除金融类、非正常交易状态的公司沪深两市所有A股上市公司(ST、PT公司);(2)剔除每年周收益率观测值小于30的公司;(3)剔除财务数据披露不足的公司;(4)剔除年末总资产为负值的公司。最终得到10年共18230个样本观测值。上市公司的相关数据均来自CSMAR、WIND数据库,并运用STATA软件进行实证分析。

(二)变量定义

1. 股价崩盘风险

参考Kim V J和Zhang L(2012)^[22]、Hutton A P和Marcus A J等^[2]以及许年行等(2013)^[23]对股价崩盘的度量方法,选择两种方法进行度量。一是负收益偏态系数(NCSKEW),二是收益上下波动的比例(DUVOL)。具体计算过程如下:

回归股票*i*的周收益率

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中 $R_{i,t}$ 是股票*i*第*t*周考虑现金红利再投资的收益率; $R_{m,t}$ 为全体A股股票在经流通第*t*周市值加权的平均收益率。首先,为了调整股票非同步性交易的影响,在模型中加入了市场收益滞后一期、滞后两期、超前一期和超前两期项。股票*i*在第*t*周的公司特有收益为: $W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$, $\varepsilon_{i,t}$ 为回归模型(1)的残差。其次,基于 $W_{i,t}$ 构造以下两个变量。

其一,负收益偏态系数(*NCSKEW*)

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

其二,*n* 为股票 *i* 每年的交易周数。

(2) 收益上下波动比率(*DUVOL*)

首先,将公司 *i* 在某一年度内的所有周数按每周的特定股票回报率 $W_{i,t}$ 是否高于该年所有周特定回报率的均值划分为低于该年特定周回报率均值的周数(“down” weeks)和高于该年特定周回报率均值的周数(“up” weeks)两类。再分别计算这两类样本周特定回报率的标准差。最后,*DUVOL* 等于“down” weeks 特定周回报率的标准差与“up” weeks 特定周回报率的标准差比值的对数。具体表达式如下:

$$DUVOL_{i,t} = \log \left\{ \frac{[(n_u - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2]}{[(n_d - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2]} \right\} \quad (3)$$

其中 n_u 和 n_d 分别为股票 *i* 的周特有收益 $W_{i,t}$ 大于和小于年平均收益 $W_{i,t}$ 的周数。

2. 会计稳健性

本文选用 Khan 和 Watts^[24] 在 Basu^[25] 模型基础上加入市账比(*MTB*)、公司规模(*Size*)和财务杠杆(*LEV*)这三个影响会计稳健性的主要因素更加稳妥的 *C_SCORE* 模型来衡量会计稳健性。计算过程如下。

$$EPS_{i,t}/P_i = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $EPS_{i,t}$ 为公司 *i* 第 *t* 年扣除非经常性损益

的基本每股收益; P_i 为 *i* 公司 *t*-1 年末股票价格, $R_{i,t}$ 为当年 5 月至次年 4 月以月度计算的股票年回报率; $DR_{i,t}$ 为虚拟变量,如果 $R_{i,t} < 0$, $DR_{i,t} = 1$, 否则等于 0。

模型(4)中, α_1 用来度量对“坏消息”确认的及时性, α_2 用来度量对“好消息”确认的及时性, α_3 表示“坏消息”确认相对于“好消息”确认的增量及时性,即本文所需的会计稳健性。用 *G_SCORE* 表示盈余对“好消息”的反应程度,用 *C_SCORE* 表示盈余对“坏消息”反应的增量程度。

$$G_SCORE = \alpha_2 = \chi_0 + \chi_1 Size + \chi_2 MTB + \chi_3 LEV \quad (5)$$

$$C_SCORE = \alpha_3 = \beta_0 + \beta_1 Size + \beta_2 MTB + \beta_3 LEV \quad (6)$$

$Size_{i,t}$ 为当年年末的权益市值的自然对数; $MTB_{i,t}$ 为当年年末的账面价值除以市场价值; $LEV_{i,t}$ 为资产负债率。

将模型(5)和模型(6)代入模型(4)中,整理得到:

$$EPS_{i,t}/P_i = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + R_{i,t}(\chi_0 + \chi_1 Size + \chi_2 MTB + \chi_3 LEV) + D_{i,t} \times R_{i,t}(\beta_0 + \beta_1 Size + \beta_2 MTB + \beta_3 LEV) + (\delta_1 Size + \delta_2 MTB + \delta_3 LEV + \delta_4 D_{i,t} \times Size + \delta_5 D_{i,t} \times MB + \delta_6 D_{i,t} \times LEV) + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

对模型(7)进行分年回归可以估计出系数 β_0 、 β_1 、 β_2 和 β_3 ,代入模型(6)中便可计算出每年公司层面的会计稳健性指标 *C_SCORE*。

表 1 变量定义

变量定义	变量名称	变量符号	变量释义
被解释变量	股价崩盘风险	$NCSKEW_t$	<i>t</i> 年的负收益偏态系数,计算方法见式(2)
		$DUVOL_t$	<i>t</i> 年的 <i>DUVOL</i> ,计算方法见式(3)
解释变量	机构投资者持股比例	IO_{t-1}	机构投资者持股数量/公司流通股总数
	机构投资者持股比例差额	ΔIO_{t-1}	<i>t</i> -1 年机构投资者持股比例的变动(<i>t</i> -1 年机构投资者的持股比例减去前一年的机构投资者持股比例)
	会计稳健性	C_Score	计算得出,见上文式(6)
控制变量	平均周特有收益率	RET_{t-1}	<i>t</i> -1 年股票 <i>i</i> 的平均周特有收益率
	收益波动率	$SIGMA_{t-1}$	<i>t</i> -1 年股票 <i>i</i> 的收益波动(股票 <i>i</i> 的特有收益率的标准差)
	净资产收益率	ROA_{t-1}	<i>t</i> -1 年股票 <i>i</i> 的净资产收益率(息税前利润除以总资产)
	市账比	MTB_{t-1}	<i>t</i> -1 年股票 <i>i</i> 的市值与账面价值之比

续表

变量定义	变量名称	变量符号	变量释义
	公司规模	$Size_{i,t}$	$t-1$ 年的公司规模($t-1$ 年末总市值的自然对数)
	财务杠杆	LEV_i	$t-1$ 年资产负债率
	超额换手率	$DTURN_{i,t-1}$	$t-1$ 年月平均去趋势换手率($t-1$ 年股票 i 的月换率平均值与前一年股票 i 的月换手率平均值之差

(三)模型设计

$$CrashRisk_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IO_{i,t} + \alpha_2 \Delta IO_{i,t} + \alpha_3 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$CrashnRisk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 C - SCORE_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$CrashRisk_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 IO_{i,t} + \varphi_2 C - SCORE_{i,t} + \varphi_3 IO \times C - SCORE + \varphi_4 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

三 实证分析

(一)描述性统计分析

从表 2 描述性统计结果我们可以看到,被解释变量两种衡量方式 NCSKEW 和 DUVOL 的中位数、均值和标准差分别为-0.241,-0.277,0.664 和-0.190,-0.192,0.464。二者均值都小于中位数,与研究结果一致。解释变量 IO 的均值和标准差分别为 0.252 和 0.230,会计稳健性指标(C-SCORE)的

平均值 0.028,比中位数 0.023 稍大,中位数和均值相比较于最大值 0.504,差额为 0.47,总体来说我国会计政策具有一定的稳定性。

(二)相关性分析

从表 3 相关性分析结果我们可以看到,被解释变量两种衡量方式 NCSKEW 和 DUVOL 与机构投资者持股 IO 的相关系数分别为 0.08 和 0.065。二者均在 5% 的显著性水平上正相关,实证结果验证了假设一,即机构投资者持股与股价崩盘风险之间正相关。会计稳健性指标(C-SCORE)与 NCSKEW 和 DUVOL 的相关系数分别是-0.05 和-0.071,并且都在 5% 的显著性水平上负相关,验证了假设二,即会计政策越稳健股价崩盘风险越低。其他控制变量中,财务杠杆率(LEV)、净资产收益率(ROA)和收益波动率(SIGMA)都和股价崩盘风险负相关,其他的控制变量与股价崩盘风险正相关。

表 2 描述性统计

变量名	样本量	均值	最大值	最小值	中位数	标准差
NCSKEW	18 230	-0.276 57	3.669 89	-3.686	-0.241 3	0.664 0
DUVOL	18 230	-0.192 9	2.300 8	-2.222 9	-0.189 9	0.463 6
IO	18 230	0.252 0	0.907 8	0	0.179 5	0.230 0
ΔIO	18 230	0.036 7	0.905 2	-0.687 4	0.001 1	0.154 3
C-SCORE	18 230	0.028 2	0.503 6	-0.371 9	0.023 2	0.078 6
LEV	18 230	0.476 0	3.919 1	0.007 1	0.4813	0.203 5
ROA	18 230	0.004 4	1.033 6	-192.978	0.066 5	1.837 6
DTURN	18 230	0.038 8	2.498 9	5.068 5	-0.041 2	0.365 1
RET	18 230	-0.001 3	-0.000 04	-0.013 9	-0.000 9	0.001 0
SIGMA	18 230	0.047 1	0.168 6	0.009 7	0.044 4	0.018 0
MTB	18 230	0.003 7	1.404 0	-0.784 7	0.002 8	0.015 8
SIZE	18 230	22.315 8	28.504 0	17.803 53	22.131 1	1.283 6

(三)回归结果分析

表 4 展示了会计稳健性、机构投资者持股和企业崩盘风险的相关回归结果,结果表明:采用 NCSKEW 作为股价崩盘的指标时,回归(1)中,机构投资者持股 IO 与 NCSKE 在 1% 的水平上显著正相

关且回归系数为 0.05,即机构投资者持股会显著增加股价崩盘风险。企业规模 SIZE 在 1% 水平上显著正相关,说明企业规模越大发生股价崩盘的风险越高,符合已有的研究结果。当回归(2)中加入机构投资者持股比例差额 ΔIO 时,此时 ΔIO 和 IO 均

与股价崩盘在 1% 水平显著正相关,表明 $\Delta IO > 0$ 时即机构投资者增加持股比例时会进一步提高企业的股价崩盘风险。控制变量中除了 ROA ,其他分别在 1% 和 5% 的水平上显著,实证结果支持了假设一。回归(3)检验了会计稳健性与股价崩盘之间的关系,回归(3)中会计稳健性 $C\text{-SCORE}$ 和股价崩盘在 5% 的水平上显著负相关,回归系数为 -0.25 ,说明会计稳健性能够作为重要的内部治理对股价崩盘起到有效抑制作用,回归结果与假设二一致。回归(4)中,加入机构投资者持股与会计稳健性的交乘项 $C\text{-SCORE} \times IO$,可以看到交乘项与股价崩盘之间在 5% 的水平上显著负相关,回归系数为 -0.925 。

机构投资者持股比例 IO 和机构投资者持股比例差额 ΔIO 与股价崩盘从回归(1)中的 1% 水平正相关降低为在 5% 水平上正相关,即机构投资者持股与股价崩盘之间的正向关系被减弱。说明会计稳健性在机构投资者持股与股价崩盘关系中发挥着负向调节作用,稳健的会计政策通过提高信息透明度和降低信息不对称,可以明显缓解机构投资者通过与企业管理层合谋来获取重大内部消息,整个市场环境得到改善,股价崩盘风险降低。采用 $DUVOL$ 作为股价崩盘的代理变量得到的实证结果与 $NCSKEW$ 结果一致。

表 3 相关性分析

Variables	NCSKEW	DUVOL	IO	ΔIO	C-SCORE	Size	LEV	ROA	DTURN	RET	SIGMA	MTB
NCSKEW	1.000											
DUVOL	0.862 ^①	1.000										
IO	0.087 ^②	0.065 ^②	1.000									
ΔIO	0.031 ^②	0.041 ^②	0.455 ^③	1.000								
C-SCORE	-0.050 ^②	-0.071 ^②	-0.168	-0.048 ^③	1.000							
Size	0.086 ^②	0.101 ^②	0.284 ^③	0.110 ^③	-0.633 ^③	1.000						
LEV	-0.060 ^②	-0.067 ^②	-0.010	0.000	0.216 ^③	0.438 ^③	1.000					
ROA	-0.065 ^③	-0.057 ^③	0.126 ^③	-0.002	-0.223 ^③	0.155 ^③	-0.084 ^③	1.000				
DTURN	0.004 ^③	0.0035 ^③	-0.151 ^③	-0.183 ^③	0.012	-0.004	0.021 ^③	-0.004	1.000			
RET	0.008	0.016	0.147 ^③	0.047 ^③	-0.143 ^③	0.243 ^③	0.031 ^③	0.038 ^③	-0.473 ^③	1.000		
SIGMA	-0.036 ^②	-0.005 ^②	-0.165 ^③	-0.057 ^③	0.156 ^③	-0.279 ^③	-0.032 ^③	-0.032 ^③	0.468 ^③	-0.976 ^③	1.000	
MTB	0.130 ^③	0.132 ^③	-0.022 ^③	0.026 ^③	0.328 ^③	-0.417 ^③	-0.104 ^③	0.095 ^③	0.146 ^③	-0.431 ^③	0.435 ^③	1.000

①代表在 1% 的水平上显著。

②代表在 5% 的水平上显著。

③代表在 10% 的水平上显著。

表 4 会计稳健性、机构投资者持股和企业崩盘风险

变量名	NCSKEW				DUVOL			
	模型 1		模型 2	模型 3	模型 1		模型 2	模型 3
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
IO	0.050 ^① (2.16)	0.06 ^① (2.08)		0.252 ^② (5.44)	0.027 ^③ (1.67)	0.03 ^③ (1.56)		0.208 ^①
ΔIO		0.123 ^① (3.15)		0.203 ^② (2.2)		0.123 ^① (4.57)		
C-SCORE			-0.24 ^② (-2.55)	-0.38 ^② (-2.16)			-0.192 ^① (-2.9)	-0.326 ^① (-2.59)
DTURN	-0.023 ^③ (-1.52)	-0.067 ^① (-3.52)	-0.026 ^③ (-1.71)	-0.109 ^① (-3.43)	-0.032 ^① (-2.98)	-0.065 ^① (-5.03)	-0.033 ^① (-3.1)	-0.085 ^① (-3.68)

续表

变量名	NCSKEW				DUVOL			
	模型 1		模型 2	模型 3	模型 1		模型 2	模型 3
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>RET</i>	124.2 ^① (6.56)	138.6 ^① (5.62)	119.3 ^① (6.28)	164.8 ^① (4.43)	69.2 ^① (5.23)	72.3 ^① (4.28)	65.6 ^① (4.95)	85.9 ^① (3.21)
<i>ROA</i>	-0.000 9 (-0.33)	-0.001 5 (-0.52)	-0.013 (-0.48)	0.004 9 (1.25)	-0.000 4 (-0.18)	-0.000 9 (-0.43)	-0.000 6 (-0.34)	0.001 9 (0.67)
<i>Size</i>	0.052 ^① (9.39)	0.048 ^① (7.2)	0.059 ^① (8.7)	0.064 ^① (4.96)	0.044 ^② (-2.08)	0.042 ^① (-9.55)	0.05 ^① (-10.73)	0.056 ^① (-6.08)
<i>C-SCORE</i> × <i>IO</i>			-0.925 ^② (-2.02)				-0.148 ^② (-1.27)	
<i>SIGMA</i>	4.84 ^① (4.37)	4.52 ^① (3.31)	4.46 ^① (4.01)	6.67 ^① (2.2)	1.97 ^② (2.55)	1.6 ^③ (1.71)	1.7 ^② (2.19)	2.79 ^③ (1.86)
<i>MTB</i>	0.529 ^② (1.59)	0.53 ^② (1.29)	0.53 ^② (1.6)	3.07 ^② (2.07)	0.318 ^② (1.37)	0.233 (0.83)	0.313 ^② (1.35)	1.59 (1.5)
<i>LEV</i>	-0.07 ^③ (-2.21)	-0.044 ^③ (-1.16)	-0.026 ^③ (-0.69)	-0.002 8 ^③ (-0.04)	-0.044 ^② (-2.08)	0.02 (-0.78)	-0.007 (-0.26)	0.003 8 (0.07)
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	18 230	18 230	18 230	18 230	18 230	18 230	18 230	18 230
<i>R</i> ²	0.040 3	0.042 6	0.017	0.045 8	0.035	0.041	0.016	0.047 3
<i>F</i>	60.21	52.57	53.53	46.93	52.62	61.03	53.25	57.43

①代表在 1% 的水平上显著。

②代表在 5% 的水平上显著。

③代表在 10% 的水平上显著。

四 研究结论与意义

本文对机构投资者持股、会计稳健性及股价崩盘风险三者之间的关系做了实证分析,主要得出以下结论:(1)机构投资者作为整体将显著提高企业股价崩盘风险。(2)会计稳健性能够在企业整体层面、管理层代理行为及信息不对称方面有效降低公司的股价崩盘风险。(3)会计稳健性通过影响管理层与机构投资者的合谋行为,加速负面信息披露,能够在机构投资者持股与股价崩盘风险关系中发挥显著调节作用,达到降低股价崩盘风险的效果。

针对以上结论提出以下政策建议:(1)鉴于我国目前不完善资本市场的现状,需要从上层建筑等方面推进我国资本市场走向完善和成熟。(2)从机构投资者在国外发达资本市场发挥的作用来看,需要以积极的态度看待机构投资者在资本市场上的作用,引导机构投资者树立追求长远利益的投资价值观。(3)基于稳健的会计政策在企业治理过程

中发挥重要作用,企业应制定和遵守更为稳健的会计政策,在经营发展过程中秉承谨慎的原则。

本文在探讨机构投资者持股与股价崩盘两者间的关系中,引入了影响企业整体氛围的会计稳健性作为调节变量,探讨会计稳健性在机构投资者持股和股价崩盘风险关系中的作用,丰富了会计稳健性相关研究结果。本文研究结论有助于我们认识会计稳健性能够降低因机构投资者持股增加所带来的股价崩盘风险,同时对于防范和降低股价崩盘风险也有一定的借鉴意义。

[参考文献]

- [1] 叶康涛,刘芳,李帆. 股指成份股调整与股价崩盘风险:基于一项准自然实验的证据[J]. 金融研究, 2018 (3): 172-189.
- [2] HUTTON A P, MARCUS A J, TEHRANIAN H. Opaque Financial Reports, R-Square, and Crash Risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009,94(1): 67-86.

- [3] 董建萍. 机构投资者、信息披露质量与股价崩盘风险[J]. 会计之友, 2016(5): 81-86.
- [4] 张园园. 股权激励对股价崩盘风险的影响研究[D]. 合肥: 安徽大学, 2017.
- [5] 李颖, 伊志宏. 女性分析师更能预测股价崩盘风险吗?[J]. 经济与管理研究, 2017, 38(6): 124-136.
- [6] 姜付秀, 蔡欣妮, 朱冰. 多个大股东与股价崩盘风险[J]. 会计研究, 2018(1): 68-74.
- [7] CALLEN J L, FANG X. Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? [J]. Journal of Banking & Finance, 2013, 37(8): 3047-3063.
- [8] 王咏梅, 王亚平. 机构投资者如何影响市场的信息效率: 来自中国的经验证据[J]. 金融研究, 2011(10): 112-126.
- [9] 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.
- [10] 曹丰, 鲁冰, 李争光, 等. 机构投资者降低了股价崩盘风险吗?[J]. 会计研究, 2015(11): 55-61; 97.
- [11] 王化成, 曹丰, 叶康涛. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2015(2): 45-57; 187.
- [12] 杨海燕, 韦德洪, 孙健. 机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗? ——兼论不同类型机构投资者的差异[J]. 会计研究, 2012(9): 16-23; 96.
- [13] 孔东民, 柯瑞豪. 谁驱动了中国股市的PEAD?[J]. 金融研究, 2007(10): 82-99.
- [14] 钱明, 徐光华, 沈戈. 社会责任信息披露、会计稳健性与融资约束: 基于产权异质性的视角[J]. 会计研究, 2016(5): 9-17; 95.
- [15] 张金鑫, 王逸. 会计稳健性与公司融资约束: 基于两类稳健性视角的研究[J]. 会计研究, 2013(9): 44-50; 96.
- [16] 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, 47(7): 127-140.
- [17] 张子健. 年报预约披露日变更、时机选择与会计稳健性: 来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济与管理研究, 2013(2): 113-121.
- [18] 李小荣, 张瑞君. 股权激励影响风险承担: 代理成本还是风险规避?[J]. 会计研究, 2014(1): 57-63; 95.
- [19] 黄政, 吴国萍. 内部控制质量与股价崩盘风险: 影响效果及路径检验[J]. 审计研究, 2017(4): 48-55.
- [20] 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.
- [21] LAFOND R, WATTS R L. The Information Role of Conservatism[J]. The Accounting Review, 2008, 83(2): 447-478.
- [22] KIM JEONG-BON, ZHANG LIANDONG. Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Evidence[J]. Contemporary Accounting Research, 2012, 33(1): 412-441.
- [23] 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): 31-43.
- [24] KHAN M, WATTS R L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism[J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48(2): 132-150.
- [25] BASU S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings[J]. Contemporary Accounting Research, 1997, 24(1): 3-37.

Institutional Investor Ownership, Accounting Conservatism and the Risk of Stock Price Collapse

CHENG Ke-qun, WANG Fei

(Anhui Agricultural University, Hefei 230036, China)

Abstract: The collapse of stock price seriously affects the healthy development of capital market and undermines the stability of financial market. This paper selects A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2007 to 2018 as research samples to investigate the impact of institutional investors' shareholding on stock price crash risk and the impact of accounting conservatism on the relationship between the two. The empirical results show that the higher the shareholding ratio of institutional investors, the higher the risk of stock price crash; The more robust the accounting policy, the lower the risk of the stock price crash; Accounting conservatism can reduce the risk of a stock market crash caused by institutional ownership. The conclusion of empirical research has certain reference value for reducing the risk of stock price crash and understanding the importance of using prudent accounting.

Key words: institutional investor ownership; accounting conservatism; the risk of stock price collapse; adjust effect

(本文编辑:魏玮)