

保险资金持股与股价崩盘风险*

——市场“稳定器”还是崩盘“加速器”？

夏常源¹ 王靖懿² 傅代国³



(1. 西南财经大学保险学院,四川 成都 611130;

2. 西南财经大学会计学院,四川 成都 611130;

3. 西南财经大学西部商学院,四川 成都 610074)

内容提要:现阶段,有关保险资金持股与资本市场稳定相互关系的讨论多止于推测,少有学者以大样本数据进行实证考察。在理论上,保险资金持股上市公司,一方面可以抑制经理人负面信息隐藏,作为市场“稳定器”降低股价暴跌风险;另一方面,也能引发投资者跟风炒作,导致市场情绪高涨和股价高估,成为股价崩盘风险的“加速器”。本文基于2007—2016年中国沪深两市A股上市公司的数据,实证分析保险资金持股上市公司是否加剧市场暴跌及其作用机制。结果显示:保险资金持股加剧了股价崩盘风险,是公司股价崩盘的“加速器”。这一结论在经过DID模型、工具变量回归、PSM+OLS等内生性分析,以及稳健性检验之后依然成立。进一步研究表明,相比于民营、小型和财产保险公司,在股市投资规模更大的国有、大型和人寿保险公司更能引发市场跟风炒作,加剧股价崩盘风险;不过,当保险资金作为前十大股东参与公司治理时则能够降低股价崩盘风险。本文不仅为保险资金持股与资本市场稳定相互关系的讨论提供了经验证据,也为规范保险资金股权投资,维护资本市场稳定提供有益借鉴。

关键词:保险资金运用 股权投资 股价崩盘风险 险资举牌

中图分类号:F270 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2020)04—0158—17

一、引言

自2014年以来,保险资金多次高调举牌上市公司,甚至形成了“险资举牌”概念股,这导致二级市场相关公司股价亦随之暴涨暴跌,对我国资本市场稳定构成了巨大隐患。在此背景下,原保监会出台的2017年9号文件^①明确指出,“保险业姓保”,要求保险产品回归本源作为人民群众风险管理的消费品而非投资工具;“监管姓监”,重塑监管理念和定位,规范保险公司投资举牌行为和维护市场稳定。这一举措引发各界广泛讨论。相比于监管层、从业者和投资者的持续关注与讨论,鲜有学者从实证层面检验保险资金持股是否引发或加剧股市暴跌。有鉴于此,本文尝试通过实证

收稿日期:2019-09-27

*基金项目:教育部人文社会科学研究青年项目“信任环境与企业资本结构动态调整研究:作用机理、路径选择与经济后果”(18YJC630202)。

作者简介:夏常源,男,讲师,博士,研究方向为股价崩盘风险、公司治理、资本市场财务与会计等,电子邮箱:xiacy@swufe.edu.cn;王靖懿,女,博士研究生,研究方向是审计理论与公司治理研究,电子邮箱:swufejiawang@163.com;傅代国,男,教授,博士,博士生导师,研究方向为公司并购和成本会计等,电子邮箱:fdg@swufe.edu.cn。通讯作者:王靖懿。

①《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》(保监发[2017]9号),2017年1月24日。

分析保险资金参股上市公司对其未来一年股价崩盘风险的影响,为上述讨论提供实证证据,并探讨这一影响的原因和作用机制。这对我国进一步规范保险保障资金在资本市场的投资,确保保险市场安全稳定运行和防范资本市场系统性金融风险具有重要意义。

从世界范围看,保险资金为取得预期收益而在资本市场进行直接投资,是现代保险公司生存与发展的重要支柱(王绪瑾,1998)^[1],这也符合当前政府为提升资本市场资源配置效率、加快保险资金服务实体经济的现实需要。但在实务层面,与中国保险业总资产快速增长相对应的却是,保险资金直接配置于资本市场的水平仍相对滞后,这影响了保险资金资产配置收益和市场安全稳定运行。以美国为例,2015年美国寿险业积累的6.48万亿美元资产中股票投资占比达到了30.89%,且常年维持在30%左右^①;相较而言,中国2007—2017年保险资金运用余额从2.66万亿元迅速增长到14.92万亿元,但其中股票投资占比常年仅维持在15%左右(如图1所示)。

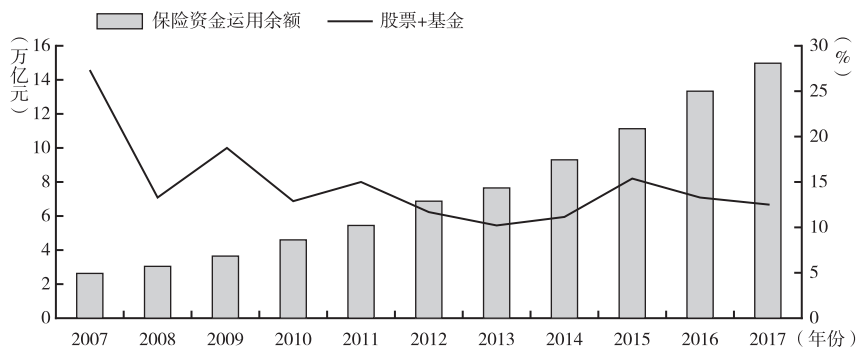


图1 中国保险资金运用余额及股票投资占比 (2007—2017)

注:左坐标轴对应保险资金运用余额,右坐标轴对应股票+基金

资料来源:中国保险年鉴(2007—2017)

从理论上讲,保险资金进行股权投资有其投资逻辑和投研策略,因而对股价崩盘风险呈现截然不同的影响。一方面,保险资金由于其规模和回报的稳定性,在市场持续下行的情况下可以使下行幅度和时间有所收窄,对股票市场形成有力支撑,从而成为市场的“稳定器”和“压舱石”;另一方面,我国保险公司普遍面临净利润大幅下滑的现实困境,造成其资产端和负债端之间的矛盾凸显。在此影响下,逐利的保险资金经营风格更趋激进,表现为拓展业务收入承担高成本负债,以及为获取投资收益进行激进投资运作,进而引发各路资金跟风炒作,恶化市场信息环境,最终成为股价崩盘的“加速器”。

基于2007—2016年中国沪深两市A股上市公司,本文从实证层面考察保险资金持股上市公司是否加剧了市场暴跌及其作用机制。研究发现,其他条件相同,保险资金持股公司未来一年的股价崩盘风险明显更高。在经济意义上,保险资金持股比例每增加1%,公司股价崩盘风险相对其均值增加10.23%。该结论在以DID分析、工具变量回归、PSM+OLS等方法排除内生性及其他稳健性检验之后依然成立。区分保险公司异质性发现,国有相比于民营保险公司、大型相比于中小保险公司、人寿相比于财产保险公司更能加剧股价崩盘风险。进一步分析发现,当保险资金成为公司前十大股东之一参与治理时,公司股价崩盘风险相应有所降低;而保险资金举牌达到5%和20%则不会对公司的股价崩盘风险产生影响。

本文主要有以下几处边际贡献:第一,本文实证发现保险资金投资上市公司会加剧其股价崩盘风险,为保险资金持股是否维护市场稳定的讨论提供了经验证据。现阶段,关于保险资金究竟是支

① 数据来源于2016年美国寿险业统计报告,http://www.chyxx.com/industry/201704/517438.html。

撑股票市场稳定的“稳定器”和“压舱石”,还是引发市场崩盘的“加速器”乃至门口的“野蛮人”,仍然停留在各界人士广泛的讨论与推测,尚未形成一致的结论。本文基于大样本的实证研究,为保险资金持股加剧股价崩盘风险提供了经验证据,丰富了现有关于保险资金运用的经济后果方面的文献。

第二,本文验证了保险资金持股加剧上市公司股价崩盘风险的具体作用机制,丰富了保险资金监管的相关研究,为如何规范保险资金股权投资提供了有益借鉴。虽然本文发现保险资金确实加剧了市场极端波动,但保险资金也不是“洪水猛兽”:当保险资金成为上市公司前十大股东而发挥股东积极主义,可以降低股价崩盘风险。这意味着,引导保险资金积极持股上市公司并参与治理,才能发挥其市场“稳定器”和“压舱石”的作用。

第三,本文丰富了机构投资者与股价崩盘风险关系的已有文献。现有研究主要从持股比例(曹丰等,2015^[2];高昊宇等,2017^[3])、“羊群行为”(许年行等,2013)^[4]以及持股期限(Callen和Fang,2013^[5];刘秋平,2015^[6])等视角考察了机构投资者对股价崩盘风险的影响。近期,也有少量文献考察了共同基金(权小锋和尹洪英,2017^[7];Deng等,2018^[8])、外国投资者(华鸣和孙谦,2018^[9];郭阳生等,2018^[10])对股价崩盘风险的影响。但总体而言,目前关于保险资金运用与股价崩盘风险的关系仍停留于推测,缺乏经验数据的支撑。相较于已有文献,本文的研究结果为保险资金持股与资本市场稳定相互关系的讨论提供了经验证据,有助于丰富机构投资者异质性与股价崩盘风险相互关系的现有研究。

二、文献回顾与研究假设

1. 相关文献回顾

(1) 股价崩盘风险成因。股价崩盘风险具体是指负面信息在公司内部集聚到临界点后集中爆发对股价造成极大负面冲击,引发股价大幅下挫(Hutton等,2009^[11];许年行等,2012^[12])。目前,股价崩盘风险成因的现有研究集中于以下三类观点:其一,经理人基于职业发展和声誉(Kim和Zhang,2016)^[13]、股票减持(孙淑伟等,2017^[14];张晓宇和徐龙炳,2017^[15])、薪酬激励(Xu等,2014)^[16]、政治动机(Piotroski等,2015)^[17]以及建立商业帝国(Kothari等,2009^[18];江轩宇和许年行,2015^[19])等动机的负面信息隐藏行为是股价崩盘风险的决定因素。换言之,即自利的经理人更愿意尽早披露好消息,推迟披露和隐藏负面信息,一旦负面信息在公司内部集聚到临界点后,将会集中爆发并造成股价大幅下挫。其二,部分学者指出市场信息不透明也是造成公司股价崩盘风险的重要因素(权小锋等,2016^[20];夏常源和贾凡胜,2019^[21])。这是因为,市场信息不透明使得投资者无法及时有效地接受并理解公司行为和战略意图,导致公司正常的交易和业务往来极易被外界歪曲并过分解读,从而引发投资者猜测和恐慌,最终加剧股价崩盘风险。夏常源和贾凡胜等(2019)^[21]实证发现,信息环境的不透明度导致的市场恐慌和投资者过度反应、是控股股东股权质押引发股价崩盘风险的主要原因。其三,股票市场信息中介和投资者的乐观偏差,导致公司股票价格超过基本面价值形成的股价高估,也被视为公司股价崩盘风险高企的重要成因(许年行等,2012^[12];杨威等,2018^[22])。尤其是,我国股票市场的投机氛围浓厚、投资者情绪对股票定价具有重大影响(宋顺林和王彦超,2016)^[23],这导致股票价格极易在一定时期内持续被高估,一旦负面消息集聚到临界点后被市场识破又会引起投资者过度反应、短期内大量抛售股票,最终导致股价大幅下挫。

(2) 机构投资者与股价崩盘风险。部分学者(祁斌等,2006^[24];Michaely等,1995^[25];盛军锋等,2008^[26])认为,机构投资者信息采集及解读的能力相对更强,且具有长期投资的价值导向(刘秋平,2015)^[6],使得其交易逻辑和投资行为更偏理性,因而能稳定资本市场股票价格波动,祁斌等(2006)^[24]为此提供了直接的大样本证据。盛军锋等(2008)^[26]则认为,机构投资者在信息吸收和整理上的规模性,能够抑制个体投资者对市场信息冲击性反应所形成的羊群行为,从而有助于市场

稳定。Callen 和 Fang(2013)^[5] 基于专业投资者的实证研究表明,秉持价值导向长期投资理念的机构投资者,更有激励抑制经理人负面信息隐藏,这会降低股价崩盘风险。

然而,机构投资者也并非完全理性,Kraus 和 Stoll(1972)^[27] 发现,因为机构投资者搜寻的信息大致趋同,导致它们缺乏有价值的私有信息作为决策支撑,使其决策跟从市场中的其他投资者,而不是基于自身掌握的有价值私有信息进行选择,最终表现为机构投资者的“羊群行为”。一般认为,机构投资者的“羊群行为”极易造成股票市场的暴涨暴跌,加剧资本市场波动和金融体系的脆弱性,从而成为金融危机爆发的导火索(Jegadeesh 和 Kim,2009^[28];许年行等,2013^[4])。

除此之外,机构投资者维护市场稳定的关键要素在于参与公司治理和长期价值投资理念。Callen 和 Fang(2013)^[5] 指出,机构投资者稳定的持股有助于对股价崩盘风险发挥治理作用。然而,在中国的现实背景下,一方面,较低的持股比例导致内在激励不足,机构投资者更偏向“搭便车”,使其往往不能发挥预期监督作用,从而降低公司财务报告可靠性(杨海燕等,2012)^[29] 和增加经理人信息隐藏行为(李双海和李海英,2009)^[30],最终加剧了资本市场波动和股价崩盘风险(曹丰等,2015)^[2];另一方面,中国现阶段的机构投资者具有明显的短期投机倾向,基于价值投资的长期投资理念还未普及(Jiang 和 Kim,2015)^[31]。因此,机构投资者低买高卖的频繁炒作加剧了各路资金的跟风炒作,恶化了市场信息环境,最终造成投资者对公司负面信息的过度解读并引发市场恐慌,导致股价大幅下挫。

考虑到不同类型机构投资者在投资逻辑和投资策略上可能存在巨大差异,部分学者进一步区分共同基金、保险公司、QFII 及其他机构投资者并检验其对股价崩盘风险的不同影响。例如,权小锋和尹洪英(2017)^[7] 首次具体区分出风险投资机构投资者,并实证检验其属性特征对股价崩盘风险的影响及其具体作用机理。他们的研究表明,风险投资持股是通过抑制经理人负面信息隐藏行为,而不是提升了公司信息不透明度的方式降低股价崩盘风险的。华鸣和孙谦(2018)^[9]、郭阳生等(2018)^[10] 关于境外投资者的研究也得到了类似发现。Deng 等(2018)^[8] 对于共同基金的研究则认为,“羊群行为”恶化了市场信息环境和加剧了股价崩盘风险。

本文通过系统的文献梳理发现,虽然大量学者研究了机构投资者与资本市场稳定的相互关系,但是现有的研究主要集中于考察机构投资者持股比例(曹丰等,2015^[2];高昊宇等,2017^[3])、“羊群行为”(许年行等,2013)^[4] 以及持股期限(Callen 和 Fang,2013^[5];刘秋平,2015^[6])对股价崩盘风险的影响,并且尚未形成一致结论。近期的几篇论文开始考虑不同类型机构投资者在投资逻辑和投资策略的差异,他们通过区分共同基金(权小锋和尹洪英,2017^[7];Deng 等,2018^[8])、外国投资者(华鸣和孙谦,2018^[9];郭阳生等,2018^[10])展开进一步分析。作为中国股票市场上仅次于共同基金的第二大机构投资者,保险资金的重要性不言而喻。虽然,保险资金运用与上市公司股价崩盘风险之间的相互关系引发了学术界和实务界的广泛关注与讨论,但目前尚未形成一致的结论。本文的研究为保险资金恶化或维护资本市场稳定提供经验证据,并进一步考察保险资金影响股价崩盘风险的原因和机制,对进一步规范机构投资者在资本市场的投资运作,防范金融风险和维护资本市场稳定具有重要意义。

2. 理论机制与假设提出

在理论上,保险资金投资上市公司会影响经理人负面信息隐藏和市场上投资者的乐观偏差,而两类因素的影响程度不同,最终决定现阶段我国保险资金究竟是资本市场“稳定器”,还是股价崩盘“加速器”。如果保险资金秉持长期价值投资理念并参与公司治理,通过“用手投票”的形式抑制经理人负面信息隐藏,这会降低股价崩盘风险(稳定器假说);如果保险资金利用规模优势通过频繁炒作谋求短期投资收益,形成“险资概念股”,并激化市场投资者的乐观偏差、使得股价被高估,最终加剧上市公司的股价崩盘风险(加速器假说)。

一方面,保险资金主要是由保单负债形成的债务资金,因而相较于共同基金等其他机构投资者,它们更加关注安全性和流动性(刘璐等,2019)^[32]。事实上,保险业区别于其他金融业的本质在于其风险分散和损失补偿属性,以及利用保费收入与损失赔偿之间的时间差进行投资并获取收益(边文龙和王向楠,2017)^[33]。因此,保险资金更加关注偿付能力,在开展投资业务时相应更加追求规模和回报上的稳定性,从而能够发挥长期稳健投资优势,成为资本市场的“稳定器”和“压舱石”。更为重要的是,我国保险监管政策对保险资金在权益类投资上存在严格的限制^①,使得当前我国保险资金的投资风格更趋稳健,股票和基金类投资比例常年维持在15%左右。而且,保险资金作为中国股票市场上的第二大机构投资者,通常由专业人士投资运作,因而具有更好的专业技能和信息优势(伊志宏和李艳丽,2013)^[34]。这意味着,相比于其他机构投资者和散户,保险资金更不可能“搭便车”,理应发挥股东积极作用参与公司治理。

基于以上分析可知,长期、稳定和规模较大的保险资金能够秉持稳健的投资风格,也更有激励和能力对经理人发挥监督效应,从而抑制经理人在负面信息隐藏方面的机会主义行为,从而降低上市公司的股价崩盘风险。因此,本文提出如下假设:

H_{1a}: 保险资金持股比例越高,上市公司股价崩盘风险越小(“稳定器”假说)。

另一方面,与其他投资者类似,“逐利”是保险资金股票投资的基本目标。在理论上,保险资金股票投资是遵循《保险法》等相关监管规定,灵活配置资产、提升投资收益的合规性市场化运作。但在实务中,以“南玻之争”“宝万之争”为代表的保险资金投资上市公司,在引发各界关注的同时,甚至形成“险资概念股”并引发市场中各路资金跟风炒作,激化投资者情绪。尤其是,近年来保险业由于利率下行及市场竞争加剧,导致大多数保险公司面临净利润大幅下滑的现实困境。因此,部分保险公司寄希望于通过资产驱动负债谋求公司发展,开发和销售以万能险为代表的激进型产品实现保费收入的飞跃发展和业务规模的弯道超车,从而导致负债端成本不断攀升。与负债端高成本增加的利差损风险隐患对应的是,保险公司在资产的谋求更加积极的投资配置,希望通过激进风格的投资运作获得高额收益。

在此情形下,保险资金更可能利用其规模优势,以短期大量频繁炒作进行市场投机以获取高额投资回报。在我国以散户为主体的投资者“追涨杀跌”的投机性交易非常普遍的情况下,保险资金利用规模优势的短期投机交易极易形成“险资概念股”并引发市场上各路资金跟风炒作,导致股价被高估,一旦市场出现负面冲击便会引发投资者恐慌,进而加剧股价崩盘风险。因此,本文提出如下竞争性假设:

H_{1b}: 保险资金持股比例越高,上市公司股价崩盘风险越大(“加速器”假说)。

三、实证研究设计

1. 样本与数据

本文研究期间为2007—2016年,研究样本为删除金融行业公司、*ST和ST公司、年度周收益率的观测值少于30个以及数据缺失的沪深全部A股上市公司,共有17 633家公司-年度样本观测值。本文从CSMAR数据库获得了包括保险资金股票投资在内的所有变量数据,并对所有连续变量都进行了1%和99%水平的缩尾处理。

2. 模型与变量

为了验证假设H_{1a}和假设H_{1b},本文构建基本回归模型如下:

① 根据市场特征的动态变化,原保监会先后发布《保险资金运用管理暂行办法》(保监会令[2010]9号)、《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》(保监发[2014]13号)、《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》(保监发[2015]64号)、《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》(保监发[2017]9号)以规范保险资金的权益类投资。

$$Crash_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 InsurRate_{i,t} + \alpha_j Controls_{j,i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

其中,被解释变量为股价崩盘风险($Crash_{i,t+1}$),本文主要借鉴 Hutton 等(2009)^[11]、于传荣等(2017)^[35]的处理方式,选取 $NCSKEW_{i,t+1}$ 和 $DUVOL_{i,t+1}$ 两个指标进行测量。解释变量保险资金持股比例是指保险公司所持有的上市公司股份与其总股份的比例,具体而言,本文首先使用 CSMAR“机构投资者”数据库中的保险持股比例($InsurRate_t$)作为解释变量。同时结合 CSMAR“十大股东文件”数据库,处理得到保险资金是否为上市公司前十大股东的哑变量($InsurHolder_t$)、保险公司是否举牌 5% 的哑变量($InsurRate(5\%)_t$)以及保险公司是否举牌 20% 的哑变量($InsurRate(20\%)_t$)等保险股东、保险公司举牌变量。若上市公司当年十大股东中存在一个或多个保险公司时, $InsurHolder_t$ 取值为 1,反之则为 0;若上市公司当年被一个或多个保险公司持股高于 5% 低于 20% 时, $InsurRate(5\%)_t$ 取值为 1,反之则为 0;若上市公司当年被一个或多个保险公司持股 20% 及以上时, $InsurRate(20\%)_t$ 取值为 1,反之则为 0。

借鉴前人研究(王化成等,2015^[36];彭璇和王雄元,2018^[37]),本文还控制了可能影响股价崩盘风险的公司特征和市场特征变量,同时还控制了年度和行业效应,所有变量的具体定义和说明如表 1 所示。

表 1 变量定义和说明

变量符号		定义和说明
被解释变量	$NCSKEW_{i,t+1}$	股票下一期周收益的负偏程度,计算公式详见于传荣等(2017) ^[35]
	$DUVOL_{i,t+1}$	股票下一期周收益涨跌波动比,计算公式详见于传荣等(2017) ^[35]
解释变量	$InsurRate_t$	保险资金持股占公司总股份的比例,乘以 100
	$InsurHolder_t$	若公司当年前十大股东名单中有一个或多个保险公司则赋值为 1,若没有则取值为 0
	$InsurRate(5\%)_t$	若公司当年被一个或多个保险公司持股 5% 及以上则赋值为 1,若没有则取值为 0
	$InsurRate(20\%)_t$	若公司当年被一个或多个保险公司持股 20% 及以上则赋值为 1,若没有则取值为 0
控制变量	$NCSKEW_t$	股票本期周收益的负偏程度
	$DUVOL_t$	股票本期周收益涨跌波动比
	$Shrcr1_t$	公司第一大股东持股比例
	$Shrzs_t$	公司第二至第十大股东持股比例之和
	$ManagerHold_t$	公司经理人持股比例
	$Dturn_t$	公司去趋势化之后的月度换手率,除以 100
	$Sigma_t$	公司股票周收益的标准差,乘以 100
	Ret_t	公司股票周收益的平均值,乘以 100
	$Size_t$	总资产的自然对数
	Lev_t	负债总额/资产总额
	$TobinQ_t$	(总市值 + 负债总额)/资产总额
	ROA_t	净利润/资产总额
	$DACC_t$	基于修正的 Jones 模型(Dechow 等,1995) ^[38] 计算而得的盈余管理
SOE_t	公司为国有控股则取 1,反之则为 0	

资料来源:本文整理

四、实证结果与分析

1. 描述性统计

表 2 结果显示,保险资金持股比例($InsurRate_t$)的平均值为 0.4422,表明保险公司投资上市公

司的平均持股比例为 0.4422% ;此外,13.66% 的上市公司存在一个或多个保险公司作为十大股东 ($InsurHolder_t$) ;0.49% (86 个) 的上市公司曾被保险公司举牌 5% ($InsurRate(5\%)_t$) ;0.3% (5 个) 的上市公司曾被保险公司举牌 20% ①。关于其他机构投资者持股比例的统计数据显示,样本在研究期间内基金 ($FundRate_t$) 是第一机构投资者,其持股比例平均达到了 2.63% ;信托持股比例 ($EntrustRate_t$)、券商持股比例 ($BrokerRate_t$) 和社保基金持股比例 ($SFundRate_t$) 的平均值分别达到 0.82%、0.66% 和 0.44%。股价崩盘风险 ($NCSKEW_{t+1}$) 的平均值为 -0.2746,而标准差则达到了 0.6493,这说明样本期间不同年度 - 公司的股价崩盘风险存在比较明显的差异。其他变量的描述性统计结果详见表 2。未经列示的相关性分析结果显示,主要变量之间的相关系数并不高,进一步计算得到的方差膨胀因子(VIF)均低于 4,这说明变量之间不存在多重共线性。

表 2 描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数
$NCSKEW_{t+1}$	17633	-0.2746	0.6493	-0.6464	-0.2374	0.1396
$DUVOL_{t+1}$	17633	-0.1814	0.4576	-0.4913	-0.1831	0.1285
$InsurRate_t$	17633	0.4422	0.9237	0.0000	0.0000	0.4658
$InsurHolder_t$	17633	0.1366	0.3435	0.0000	0.0000	0.0000
$InsurRate(5\%)_t$	17633	0.0049	0.0697	0.0000	0.0000	0.0000
$InsurRate(20\%)_t$	17633	0.0003	0.0168	0.0000	0.0000	0.0000
$NCSKEW_t$	17633	-0.2802	0.6346	-0.6369	-0.2394	0.1220
$DUVOL_t$	17633	-0.1910	0.4507	-0.4926	-0.1907	0.1117
$FundRate_t$	17633	2.6384	3.3528	0.2250	1.3075	3.7159
$SFundRate_t$	17633	0.4414	0.8551	0.0000	0.0000	0.5475
$BrokerRate_t$	17633	0.6640	1.0962	0.0000	0.0000	0.9100
$QFIIRate_t$	17633	0.1525	0.4565	0.0000	0.0000	0.0000
$EntrustRate_t$	17633	0.8214	1.7267	0.0000	0.0000	0.8300
$FinanRate_t$	17633	0.0241	0.1559	0.0000	0.0000	0.0000
$BankRate_t$	17633	0.0141	0.1221	0.0000	0.0000	0.0000
SOE_t	17633	0.4746	0.4994	0.0000	0.0000	1.0000
$Shrcr1_t$	17633	0.3586	0.1524	0.2351	0.3400	0.4687
$Shrzs_t$	17633	0.2083	0.1297	0.0998	0.1920	0.3000
$ManagerHold_t$	17633	0.0672	0.1466	0.0000	0.0000	0.0184
$Dturn_t$	17633	-0.1161	0.4289	-0.3168	-0.0677	0.1199
$Sigma_t$	17633	0.0490	0.0172	0.0366	0.0467	0.0591
Ret_t	17633	-0.1332	0.0960	-0.1718	-0.1076	-0.0657
$Size_t$	17633	22.0044	1.2543	21.1020	21.8338	22.7294
Lev_t	17633	0.4536	0.2095	0.2906	0.4559	0.6162
$TobinQ_t$	17633	2.1357	1.8790	0.8993	1.6046	2.7073
ROA_t	17633	0.0378	0.0551	0.0134	0.0350	0.0638
$DACC_t$	17633	0.0735	0.0837	0.0215	0.0482	0.0942

资料来源:本文整理

① 这五个观测值分别为南玻 A(2016 年)、金地集团(2014 年、2015 年、2016 年)和中炬高新(2016 年)。

2. 多元回归结果与分析

表 3 列示了保险资金持股对股价崩盘风险的回归结果,结果显示,无论是否加入控制变量,保险资金持股比例 ($InsurRate_t$) 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正,这表明保险资金持股比例加剧了股价崩盘风险。验证了假设 H_{1b} ,拒绝了假设 H_{1a} 。并且这一影响在经济意义上也是显著的,以第(2)列的回归结果为例,保险资金持股比例 ($InsurRate_t$) 与股票周收益负偏度 ($NCSKEW_{t+1}$) 的回归系数为 0.0281,意味着在经济意义上,保险资金持股比例每增加 1%,股价崩盘风险相应增加 0.0281 个单位,这相当于 $NCSKEW_{t+1}$ 均值的 10.23%。由此可见,在我国以散户为主体、“追涨杀跌”投机性交易非常普遍的现实情境下,面临净利润大幅下滑的保险资金,有动机且有能力通过利用规模优势的短期投机交易追逐投资收益,这将引发市场上各路资金跟风炒作和激化市场投资者乐观偏,最终造成致股价高估和崩盘风险高企。其他控制变量的估计结果与现有文献(孟庆斌等,2018^[39];蒋德权等 2018^[40])基本一致,在此不再赘述。

表 3 保险资金持股与股价崩盘风险的回归结果

变量	$NCSKEW_{t+1}$		$DUVOL_{t+1}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$InsurRate_t$	0.0187 *** (3.58)	0.0281 *** (5.61)	0.0095 *** (2.60)	0.0180 *** (5.12)
$NCSKEW_t(DUVOL_t)$		0.0612 *** (7.51)		0.0509 *** (6.38)
SOE_t		-0.0209 * (-1.75)		-0.0129 (-1.54)
$Shrcr1_t$		0.0237 (0.61)		0.0398 (1.47)
$Shrzs_t$		0.2884 *** (6.12)		0.2144 *** (6.54)
$ManagerHold_t$		0.2068 *** (5.06)		0.1589 *** (5.48)
$Dturn_t$		-0.0066 (-0.46)		0.0028 (-0.46)
$Sigma_t$		12.0514 *** (8.24)		8.1817 *** (8.13)
Ret_t		1.9284 *** (7.56)		1.3671 *** (7.78)
$Size_t$		-0.0372 *** (-6.11)		-0.0367 *** (-8.65)
Lev_t		0.0783 ** (2.46)		0.0483 ** (2.15)
$TobinQ_t$		0.0177 *** (4.51)		0.0096 *** (3.46)
ROA_t		0.3333 *** (3.13)		0.2020 *** (2.67)
$DACC_t$		-0.0179 (-0.29)		-0.0274 (-0.65)
常数项	-0.0526 (-1.29)	0.2200 (1.53)	-0.0370 (-1.15)	0.3991 *** (3.94)

续表 3

变量	NCSKEW _{t+1}		DUVOL _{t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Industry/Year	控制	控制	控制	控制
观察值	17633	17633	17633	17633
调整后 R ²	0.0529	0.0874	0.0557	0.0919

注:括号内为经过公司层面 Cluster 调整的 *t* 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著

资料来源:本文整理

3. 内生性分析与稳健性检验

(1) DID 回归分析。借鉴 Bertrand 和 Mullainathan(2003)^[41]、谢德仁等(2016)^[42] 的处理方法,本文以保险资金进入和退出公司构建 DID 模型,以验证保险资金持股与股价崩盘风险的因果关系:

$$Crash_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Before + \beta_2 Dum(Insur)_{i,t} + \beta_j Controls_{j,i,t} + \lambda \quad (2)$$

$$Crash_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Before + \beta_2 Dum(Insur)_{i,t} + \beta_3 Loss_{i,t} + \beta_j Controls_{j,i,t} + \mu \quad (3)$$

其中,保险资金持股哑变量 ($Dum(Insur)_t$),当上市公司当年被保险资金持股为 1,否则为 0; $Before_t$ 为哑变量,若上市公司当年不存在且下一年存在保险资金持股则为 1,反之为 0; $Loss_t$ 为哑变量,当上市公司当年不存在且上一年存在保险资金持股则为 1,反之为 0,其余变量详见表 1。系数 β_1 考察保险资金的投资偏好,若该变量显著为正,意味着保险资金更偏好崩盘风险更高的公司以通过短期大量频繁炒作进行投机。系数 β_2 反映由保险资金持股造成的净影响,若该变量显著为正,表明保险资金持股增加了股价崩盘风险。系数 β_3 刻画保险资金退出公司后的股价崩盘风险变化,若该变量不显著则验证了本文的猜想,也就是说,保险资金通过引发资金跟风炒作和恶化市场信息环境加剧了股价崩盘风险,一旦保险资金退出后,投资者有关该公司的情绪及交易便趋于正常,故股价崩盘风险没有明显差异。

表 4 列示了基于 DID 模型的内生性分析结果。本文发现, $Before_t$ 的系数显著为正,即保险资金更乐意投资股价崩盘风险较高的公司,从而通过“低买高卖”的短期频繁炒作获得投机收益,符合假设 H_{1b} 的推论。 $Dum(Insur)_t$ 的系数为正,即保险资金持股加剧了股价崩盘风险,与表 3 的研究结论一致,表明保险资金更愿意投资高波动性的股票,且持股之后更可能引发市场上各路资金的跟风炒作,形成股价高估,最终导致公司股价崩盘风险高企,进一步验证了本文假设 H_{1b} 。 $Loss_t$ 的系数不显著,表明保险资金退出后,市场投资者的跟风炒作和关于负面信息的恐慌情绪及由此引发的交易行为回归正常。以上证据表明,基于保险资金进入和退出公司的 DID 分析结果依然支持保险资金持股加剧股价崩盘风险的研究结论。

表 4 DID 模型的回归结果

变量	NCSKEW _{t+1}		DUVOL _{t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Before_t$	0.0447 *** (3.06)	0.0437 *** (2.98)	0.0181 * (1.73)	0.0172 (1.64)
$Dum(Insur)_t$	0.0581 *** (4.91)	0.0605 *** (5.01)	0.0352 *** (4.29)	0.0375 *** (4.45)
$Loss_t$		0.0163 (0.92)		0.0154 (1.24)

续表 4

变量	NCSKEW _{t+1}		DUVOL _{t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.2894 ** (1.99)	0.2976 ** (2.04)	0.4351 *** (4.24)	0.4429 *** (4.32)
Industry/Year	控制	控制	控制	控制
观察值	17633	17633	17633	17633
调整后 R ²	0.0873	0.0872	0.0916	0.0916

注:括号内为经过公司层面 Cluster 调整的 t 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著

资料来源:本文整理

(2) 工具变量回归分析。鉴于遗漏变量对本文主要结论可能造成的内生性干扰,本文参考谢德仁等(2016)^[42]、沈华玉等(2017)^[43]的处理方式,选取公司当年所属行业的平均保险资金持股比例(*Industry_InsurRate_t*)和公司当年所在省份的平均保险资金持股比例(*Province_InsurRate_t*)作为保险资金持股比例(*InsurRate_t*)的工具变量,进行两阶段最小二乘回归。考虑到同行业、同省份的上市公司具有相似的行业特征或面临相似的外部环境,因而年度行业和年度省份中其他公司的平均保险资金持股比例与公司保险资金持股比例具有一定的相关性。并且,目前还没有证据表明年度行业和年度省份中其他公司的平均保险资金持股比例会影响本公司的股价崩盘风险。这意味着,以上两个工具变量符合相关性和外生性的要求。表 5 的回归结果显示,在第一阶段的回归结果中,行业的平均保险资金持股比例(*Industry_InsurRate_t*)和省份的平均保险资金持股比例(*Province_InsurRate_t*)与保险资金持股比例(*InsurRate_t*)均在 1% 水平上显著正相关。在第二阶段的回归结果中,保险资金持股比例的回归系数均在 5% 水平上显著为正,这表明在控制遗漏变量问题之后,表 3 的研究结论仍然成立。

表 5 工具变量法的回归结果

变量	First Stage	Second Stage	
	<i>InsurRate_t</i> (1)	NCSKEW _{t+1} (2)	DUVOL _{t+1} (3)
<i>InsurRate_t</i>		0.0688 ** (2.02)	0.0541 ** (2.27)
<i>Industry_InsurRate_t</i>	0.9394 *** (10.98)		
<i>Province_InsurRate_t</i>	1.0054 *** (16.95)		
控制变量	控制	控制	控制
常数项	-2.5596 *** (-12.74)	0.2819 * (1.79)	0.4702 *** (4.26)
Industry/Year	控制	控制	控制
观察值	17633	17633	17633
调整后 R ²	0.0791	0.0843	0.0869

注:括号内为经过公司层面 Cluster 调整的 t 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著

资料来源:本文整理

(3) PSM + OLS 回归分析。考虑到逐利的保险资金有动机选择高风险股票进行投机炒作^①, 这表明样本自选择问题可能对本文关于保险资金持股加剧股价崩盘风险的主要结论造成干扰。有鉴于此, 为了尽可能确保本文主要结论的稳健可靠, 进一步排除实验组(保险资金持股公司)和控制组(非保险资金持股公司)两类样本存在的公司特质差异对本文结论的可能干扰, 本文还采用 PSM + OLS 的回归检验方法以降低样本自选择问题的影响。表 6 中的结果显示, 进一步控制保险资金持股公司和非保险资金持股公司两类样本之间的特征差异之后^②, 保险资金持股 $Dum(Insur)_t$ 的系数均显著为正, 表明本文关于保险资金持股加剧股价崩盘风险的主要结论是稳健可靠的。

表 6 PSM + OLS 回归结果

变量	NCSKEW _{t+1}		DUVOL _{t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Dum(Insur)_t$	0.0301** (2.37)	0.0385*** (3.15)	0.0163* (1.85)	0.0224*** (2.64)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.0383 (-0.62)	0.3426* (1.85)	-0.0308 (-0.69)	0.4353*** (3.35)
Industry/Year	控制	控制	控制	控制
观察值	10906	10906	10906	10906
调整后 R ²	0.0605	0.0942	0.0608	0.0949

注: 括号内为经过公司层面 Cluster 调整的 t 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著

资料来源: 本文整理

(4) 其他稳健性检验。为尽可能确保主要结论的可靠性, 本文还进行了以下稳健性检验: 首先, 本文采取公司是否存在保险资金持股的哑变量 ($Dum(Insur)_t$) 替代测量保险资金持股比例, 重新进行了检验, 回归结果保持不变, 如表 7 中 (1) 列和 (2) 列所示。

其次, 本文还进一步控制其他类型机构投资者对主要结论的可能干扰。具体而言, 本文在模型 (1) 中加入了基金持股比例 ($FundRate_t$)、社保基金持股比例 ($SFundRate_t$)、券商持股比例 ($BrokerRate_t$)、QFII 持股比例 ($QFIIRate_t$)、信托持股比例 ($EntrustRate_t$)、财务公司持股比例 ($FinanRate_t$) 和银行持股比例 ($BankRate_t$) 等变量, 并重新进行回归检验。表 7 中的 (3) 列和 (4) 列给出了进一步控制其他类型机构投资者的回归结果, 结果显示, 在进一步控制以上因素之后, 本文的主要结论依然成立。

表 7 其他稳健性检验的回归结果

变量	替代测量		控制其他机构投资者	
	NCSKEW _{t+1} (1)	DUVOL _{t+1} (2)	NCSKEW _{t+1} (3)	DUVOL _{t+1} (4)
$Dum(Insur)_t$	0.0493*** (4.32)	0.0316*** (3.97)		

① 感谢匿名审稿专家的专业意见。

② 未经列示的平衡性检验结果显示, 匹配后大部分变量的标准偏差小于 10%, 相比于匹配前有大幅降低, 且匹配后的 t 检验结果显示实验组和控制组间控制变量已无系统性差异, 表明通过了平衡性检验。

续表 7

变量	替代测量		控制其他机构投资者	
	$NCSKEW_{t+1}$ (1)	$DUVOL_{t+1}$ (2)	$NCSKEW_{t+1}$ (3)	$DUVOL_{t+1}$ (4)
$InsurRate_t$			0.0115 *** (4.00)	0.0073 *** (3.75)
$FundRate_t$			0.0201 *** (13.38)	0.0135 *** (12.22)
$SFundRate_t$			0.0153 *** (2.70)	0.0093 ** (2.23)
$BrokerRate_t$			0.0121 *** (2.82)	0.0074 ** (2.40)
$QFIRate_t$			0.0085 (0.87)	0.0028 (0.39)
$EntrustRate_t$			0.0010 (0.33)	-0.0003 (-0.13)
$FinanRate_t$			0.0219 (0.76)	-0.0006 (-0.03)
$BankRate_t$			0.0451 (1.26)	0.0400 (1.53)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.2546 * (1.75)	0.4210 *** (4.12)	0.5183 *** (3.57)	0.5947 *** (5.82)
Industry/Year	控制	控制	控制	控制
观察值	17633	17633	17633	17633
调整后 R^2	0.0869	0.0915	0.0968	0.1002

注:括号内为经过公司层面 Cluster 调整的 t 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著

资料来源:本文整理

3. 进一步分析

(1) 保险资金异质性的影响。在前文的分析中,本文未区分保险公司异质性对保险资金与股价崩盘风险相互关系的影响,但不同类型的保险公司在投资逻辑和投研策略上可能存在很大差异,因此区分保险公司异质性进行检验同样具有重要意义。基于以上考虑,本文根据保险公司类型的不同,将其具体区分为国有与民营保险公司、大型与中小保险公司、人寿保险与财产保险公司展开进一步分析。具体而言,本文首先从 CSMAR“十大股东文件”数据库获取保险公司投资上市公司的数据,并将保险公司区分为国有与民营、大型与中小以及人寿与财产保险公司^①,在此基础上分公司-年度计算各种类型保险公司的平均持股比例,重新进行回归检验,结果如表 8 所示。

首先,表 8 中(1)列和(2)列结果表明,国有保险公司持股比例($SInsurRate_t$)显著为正;而民营

^① 需要说明的是,国有和民营保险公司根据保险公司年度报告中披露的实际控制人信息进行手工整理获得;大型保险公司则选取前八大人寿保险公司(国寿、平安、太平洋、华夏、太平、泰康、新华、人保)和前四大财产保险公司(人保、平安、太平洋、国寿);人寿与财产保险公司则根据中国原保监会网站披露进行手工整理获得。

保险公司持股比例($NSInsurRate_t$)对 $NCSKEW_{t+1}$ 的回归系数在 5% 水平上为正,对 $DUVOL_{t+1}$ 则不显著。以上发现表明,相比于民营保险公司的股票投资,国有保险公司的投资运作更能引发市场中其他投资者的跟风炒作,导致投资者“追涨杀跌”的投机性交易情绪更加高涨,使得股票价格在短期内偏离其基本面价值,最终加剧股价崩盘风险。

其次,(3)列和(4)列是大型保险公司持股比例($BigInsurRate_t$)和中小保险公司持股比例($SmallInsurRate_t$)影响股价崩盘风险的回归结果。本文发现, $BigInsurRate_t$ 系数均在 1% 水平上显著;相对应地, $SmallInsurRate_t$ 的估计系数并不显著。这些证据进一步验证了假设 H_{1b} ,即大型保险公司的股票投资行为更能激化投资者跟风炒作,因而对股价崩盘风险的影响也就相对较大;与之对比,中小型保险公司的股票投资规模相应较小,在市场中对其他投资者的交易策略和行为影响相应较弱,因而也就不会干扰投资者情绪和影响公司股价崩盘风险。

最后,(5)列和(6)列结果显示,人寿保险公司持股比例($LifeInsurRate_t$)的估计系数显著为正,财产保险公司持股比例($PropInsurRate_t$)对 $NCSKEW_{t+1}$ 在 1% 水平上显著正相关、对 $DUVOL_{t+1}$ 则不显著。这可能是由于,一方面,现阶段投资业务对于人寿保险公司的重要性远大于财产保险公司,如边文龙和王向楠(2017)^[33]发现,2009—2014 年中国寿险公司投资收益占营业收入比达到 15% 以上,远高于财险公司的 10% 左右,这会导致寿险公司基于业绩压力考虑更可能利用短期投机交易获取高额回报,加剧股价崩盘风险;另一方面,与财险公司相比,寿险公司股票投资更多,因而也就更容易引起市场中其他投资者关注并成为投资炒作的“风向标”,最终加剧公司股价崩盘风险。

表 8 保险公司异质性的回归结果

变量	$NCSKEW_{t+1}$ (1)	$DUVOL_{t+1}$ (2)	$NCSKEW_{t+1}$ (3)	$DUVOL_{t+1}$ (4)	$NCSKEW_{t+1}$ (5)	$DUVOL_{t+1}$ (6)
$SInsurRate_t$	0.0477 *** (5.72)	0.0325 *** (5.55)				
$NSInsurRate_t$	0.0141 ** (2.11)	0.0067 (1.44)				
$BigInsurRate_t$			0.0444 *** (5.70)	0.0302 *** (5.53)		
$SmallInsurRate_t$			0.0091 (1.15)	0.0024 (0.45)		
$LifeInsurRate_t$					0.0273 *** (3.72)	0.0170 *** (3.26)
$PropInsurRate_t$					0.0196 *** (3.07)	0.0078 (1.60)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.2282 (1.59)	0.4048 *** (4.00)	0.2246 (1.57)	0.4028 *** (3.98)	0.2068 (1.44)	0.3889 *** (3.82)
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观察值	17633	17633	17633	17633	17633	17633
调整后 R^2	0.0877	0.0922	0.0876	0.0922	0.0871	0.0915

注:括号内为经过公司层面 Cluster 调整的 t 值;*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著

资料来源:本文整理

(2)险资大股东与保险资金参与治理。前文证实,我国保险资金更多地是作为股价崩盘“加速器”发挥影响,那么如何才能引导保险资金更多地发挥市场“稳定器”的作用,抑制股价崩盘“加速

器”的影响？这对于规范保险资金股权投资,维护资本市场稳定具有重要意义。因此,本文将进一步分析保险资金举牌对保险资金维护市场稳定的影响。

参与公司治理是保险资金维护市场稳定的关键要素,而较低的持股比例导致保险资金由于内在激励不足而“搭便车”,制约其发挥监督作用。而且,低持股比例也容易加重保险资金的短期投机倾向,使其更乐意采用低买高卖的频繁炒作赚取投机收益,而不是成为稳定的长期价值投资者。因此,本文在模型(1)中增加保险资金是否为公司十大股东($InsurHolder_i$)、举牌 5% ($InsurRate(5\%)_i$)、举牌 20% ($InsurRate(20\%)_i$) 等变量并重新进行回归检验。

表 9 给中(1)列和(4)列结果显示, $InsurHolder_i$ 的回归系数均在 5% 水平上显著为负,表明当保险资金成为公司十大股东之一时,基于股东积极主义他们更有动机介入公司事务、参与到公司治理中,有助于抑制经理人负面信息隐藏。(2)列和(5)列结果表明,本文未发现 $InsurRate(5\%)_i$ 与股价崩盘风险有显著的相关性;(3)列和(6)列结果表明, $InsurRate(20\%)_i$ 的估计系数并不显著,造成这一结果的可能原因在于,保险资金举牌上市公司虽然能够通过挑战治理结构不完善公司控制权的形式发挥治理效应、抑制经理人负面信息隐藏行为;但与此同时,也可能形成“险资概念股”,加剧市场中其他投资者的跟风炒作和追涨杀跌的短期投机型交易,导致股价高估和股价崩盘风险高企。

以上证据表明,当保险资金成为公司重要大股东时,更有激励参与公司治理,从而作为市场“稳定器”缓解股价崩盘风险;而一旦保险资金举牌 5% 或举牌 20% 时则极易引发投资者短期投机情绪高涨和股价高估,最终演化成崩盘的“加速器”。

表 9 保险资金举牌的回归结果

变量	NCSKEW _{t+1}			DUVOL _{t+1}		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$InsurHolder_i$	-0.0423 ** (-2.18)	-0.0432 ** (-2.22)	-0.0422 ** (-2.17)	-0.0279 ** (-2.05)	-0.0283 ** (-2.08)	-0.0279 ** (-2.05)
$InsurRate(5\%)_i$		-0.0608 (-0.79)		-0.0323 (-0.60)		
$InsurRate(20\%)_i$			0.1192 (0.96)			-0.0095 (-0.07)
$InsurRate_i$	0.0385 *** (5.59)	0.0401 *** (5.56)	0.0383 *** (5.56)	0.0248 *** (5.18)	0.0257 *** (5.15)	0.0248 *** (5.18)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.2045 (1.42)	0.2032 (1.41)	0.2060 (1.43)	0.3890 *** (3.83)	0.3883 *** (3.82)	0.3889 *** (3.83)
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观察值	17633	17633	17633	17633	17633	17633
调整后 R ²	0.0876	0.0876	0.0876	0.0921	0.0921	0.0921

注:括号内为经过公司层面 Cluster 调整的 t 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著

资料来源:本文整理

五、研究结论与启示

本文关于 2007—2016 年 A 股上市公司大样本实证发现,无论是在经济意义还是统计意义上,保险资金持股都将增加股价崩盘风险,验证了保险资金是股价崩盘的“加速器”,而非市场的“稳定

器”。这一结论在以保险资金进入和退出公司的 DID 分析、工具变量回归、PSM + OLS 等方法排除内生性,以及替代变量等稳健性检验之后依然成立。接着,本文通过区分保险公司异质性后发现,国有相比于民营保险公司、大型相比于中小保险公司、人寿相比于财产保险公司更易引发市场跟风炒作,从而加剧股价崩盘风险。最后,当保险资金成为公司前十大股东参与治理,会降低公司股价崩盘风险;而保险资金举牌达到 5% 和 20% 则并不会影响股价崩盘风险。

本文发现不仅有助于拓展和丰富现有文献,对于进一步规范保险资金运用,防范系统性金融风险以及维护资本市场稳定也有重要启示意义。现实启示方面,对于保险资金股票投资的监管,银保监会等相关监管机构既不能一概而论,视保险资金为“洪水猛兽”加以全盘否定,这将制约保险资金发挥其长期、稳定和大规模等的优势,不利于其成为资本市场“稳定器”和“压舱石”。相对应地,监管机构也不能任由保险资金“兴风作浪”,使其凭借规模效应通过低买高卖的频繁炒作进行市场投机,这将引发各路资金跟风炒作,恶化市场信息环境,成为股价崩盘的“加速器”乃至门口的“野蛮人”。事实上,银保监会提出以“负面清单 + 正面引导”的机制提升保险资金服务实体经济的能力,这是监管部门为引导保险资金发挥市场“稳定器”和“压舱石”作用做出的有益尝试。

政策建议方面,本文启示监管机构在坚决贯彻“保险业姓保”“监管姓监”的同时,需要注意在引导保险资金股票投资的过程中进一步加强“引导 + 限制”相结合。具体而言,一方面,包括银保监会、证监会在内的各级监管部门需要推动保险公司加强资产负债匹配关系、强化上市公司治理机制,尤其注意发挥保险资金参与公司治理的积极性,并根据市场特征的动态变化适时调整应急执法措施,更好地引导保险资金作为长期投资者发挥市场稳定器作用;另一方面,监管机构应当秉持长远规划、综合考虑的全局视角,确保保险机构自有资金和准备金分开运用,对保险资金的“财务投资”和“战略投资”进行差异化管理。同时,相关部门还应加强保险公司资产管理从业人员对监管政策导向的学习与理解,引导他们合理认识并准确定位“财务投资”和“战略投资”双重角色在保险资金股票投资中的重要性及其潜在冲突,从而在股票投资的安全性与其收益性之间达成最佳平衡。

参考文献

- [1]王绪瑾. 海外保险投资方式比较研究[J]. 北京:金融研究,1998,(5):48-53.
- [2]曹丰,鲁冰,李争光,徐凯. 机构投资者降低了股价崩盘风险吗?[J]. 北京:会计研究,2015,(11):55-61.
- [3]高昊宇,杨晓光,叶彦艺. 机构投资者对暴涨暴跌的抑制作用:基于中国市场的实证[J]. 北京:金融研究,2017,(2):163-178.
- [4]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]. 北京:管理世界,2013,(7):31-43.
- [5]Callen, J. L., and X. Fang. Institutional Investor Stability and Crash Risk: Monitoring versus Short-termism? [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37, (8): 3047-3063.
- [6]刘秋平. 机构投资者能否发生稳定器作用——基于个股暴跌风险的实证检验[J]. 天津:现代财经,2015,35(3):27-37.
- [7]权小锋,尹洪英. 风险投资持股对股价崩盘风险的影响研究[J]. 北京:科研管理,2017,(12):89-98.
- [8]Deng, X., S. M. Hung, and Z. Qiao. Mutual Fund Herding and Stock Price Crashes [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2018, (94): 166-184.
- [9]华鸣,孙谦. 外国投资者降低了新兴市场股价崩盘风险吗——来自“沪港通”的经验证据[J]. 南昌:当代财经,2018,(1):57-67.
- [10]郭阳生,沈烈,汪平平. 沪港通降低了股价崩盘风险吗——基于双重差分模型的实证研究[J]. 太原:山西财经大学学报,2018,(6):30-44.
- [11]Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian. Opaque Financial Reports, R^2 and Crash Risk [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94, (1): 67-86.
- [12]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]. 北京:经济研究,2012,(7):127-140.
- [13]Kim, J., and L. Zhang. Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-level Evidence [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33, (1): 412-441.

- [14] 孙淑伟, 梁上坤, 阮刚铭, 付宇翔. 高管减持、信息压制与股价崩盘风险[J]. 北京: 金融研究, 2017, (11): 175 - 190.
- [15] 张晓宇, 徐龙炳. 限售股解禁、资本运作与股价崩盘风险[J]. 北京: 金融研究, 2017, (11): 158 - 174.
- [16] Xu, N., X. Li, Q. Yuan, and K. A. Chan. Excess Perks and Stock Price Crash Risk: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2014, (25): 419 - 434.
- [17] Piotroski, J. D., T. J. Wong, and T. Zhang. Political Incentives to Suppress Negative Information: Evidence from Chinese Listed Firms[J]. Journal of Accounting Research, 2015, 53, (2): 405 - 459.
- [18] Kothari, S. P., S. Shu, and P. D. Wysocki. Do Managers Withhold Bad News? [J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47, (1): 241 - 276.
- [19] 江轩宇, 许年行. 企业过度投资与股价崩盘风险[J]. 北京: 金融研究, 2015, (8): 141 - 158.
- [20] 权小锋, 肖斌卿, 吴世农. 投资者关系管理能够稳定市场吗? ——基于 A 股上市公司投资者关系管理的综合调查[J]. 北京: 管理世界, 2016, (1): 139 - 152.
- [21] 夏常源, 贾凡胜. 控股股东股权质押与股价崩盘: “实际伤害”还是“情绪宣泄”[J]. 天津: 南开管理评论, 2019, (5): 165 - 177.
- [22] 杨威, 宋敏, 冯科. 并购商誉、投资者过度反应与股价泡沫及崩盘[J]. 北京: 中国工业经济, 2018, (6): 156 - 173.
- [23] 宋顺林, 王彦超. 投资者情绪如何影响股票定价? ——基于 IPO 公司的实证研究[J]. 天津: 管理科学学报, 2016, (5): 41 - 55.
- [24] 祁斌, 黄明, 陈卓思. 机构投资者与股市波动性[J]. 北京: 金融研究, 2006, (9): 54 - 64.
- [25] Michaely, R., R. H. Thaler., and K. L. Womack. Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? [J]. The Journal of Finance, 1995, 50, (2): 573 - 608.
- [26] 盛军锋, 邓勇, 汤大杰. 中国机构投资者的市场稳定性影响研究[J]. 北京: 金融研究, 2008, (9): 143 - 151.
- [27] Kraus, A., and H. R. Stoll. Parallel Trading by Institutional Investors[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1972, 7, (5): 2107 - 2138.
- [28] Jegadeesh, N., and W. Kim. Do Analysts Herd? An Analysis of Recommendations and Market Reactions [J]. The Review of Financial Studies, 2009, 23, (2): 901 - 937.
- [29] 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]. 北京: 会计研究, 2012, (9): 16 - 23.
- [30] 李双海, 李海英. 机构持股、中小投资者保护与会计盈余质量[J]. 太原: 山西财经大学学报, 2009, (12): 107 - 114.
- [31] Jiang, F., and K. A. Kim. Corporate Governance in China: A Modern Perspective[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, (32): 190 - 216.
- [32] 刘璐, 王向楠, 张文欣. 保险机构持股行为对上市公司股价波动的影响[J]. 北京: 保险研究, 2019, (2): 28 - 40.
- [33] 边文龙, 王向楠. 投资职能对保险公司风险的影响研究[J]. 北京: 金融研究, 2017, (12): 158 - 173.
- [34] 伊志宏, 李艳丽. 机构投资者的公司治理角色: 一个文献综述[J]. 北京: 管理评论, 2013, (5): 60 - 71.
- [35] 于传荣, 方军雄, 杨棉之. 上市公司高管因股价崩盘风险受到惩罚了吗? [J]. 北京: 经济管理, 2017, (12): 137 - 156.
- [36] 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]. 北京: 管理世界, 2015, (2): 45 - 57.
- [37] 彭璇, 王雄元. 支持抑或掠夺? 客户盈余信息与供应商股价崩盘风险[J]. 北京: 经济管理, 2018, (8): 135 - 152.
- [38] Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. Detecting Earnings Management [J]. The Accounting Review, 1995, 70, (2): 193 - 225.
- [39] 孟庆斌, 侯德帅, 汪叔夜. 融券卖空与股价崩盘风险——基于中国股票市场的经验证据[J]. 北京: 管理世界, 2018, (4): 40 - 54.
- [40] 蒋德权, 姚振晔, 陈冬华. 财务总监地位与企业股价崩盘风险[J]. 北京: 管理世界, 2018, (3): 153 - 166.
- [41] Bertrand, M., and S. Mullainathan. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences [J]. Journal of Political Economy, 2003, 111, (5): 1043 - 1075.
- [42] 谢德仁, 郑登津, 崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗? ——基于股价崩盘风险视角的研究[J]. 北京: 管理世界, 2016, (5): 128 - 140.
- [43] 沈华玉, 吴晓晖, 吴世农. 控股股东控制权与股价崩盘风险: “利益协同”还是“隧道”效应? [J]. 北京: 经济管理, 2017, (4): 65 - 83.

Insurance Funds and Corporate Stock Price Crash Risk: Market “Stabilizer” or Crash “Accelerator”?

XIA Chang-yuan¹, WANG Jing-yi², FU Dai-guo³

(1. Insurance School, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, Sichuan, 611130, China;

2. Accounting School, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, Sichuan, 611130, China;

3. Western Business School, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, Sichuan, 610074, China)

Abstract: The relationship between insurance funds entering capital market and the stability of the market has increasingly attracted attention from policymakers, media, and other stakeholders of the listed firms. However, there is little empirical evidence in the existing literature. Theoretically, the investment logic and strategy of insurance funds lead to divergent influences on the corporate stock price crash risk. On the one hand, because of the large scale and stable returns, insurance funds narrow the downward margin and time when the market continues to decline, and form a strong support for the stock market, which decreases corporate stock price crash risk and insurance funds thus become the market “stabilizer”. On the other hand, as the net profit of insurance companies decline due to investment income decrease and the liability reserves increase, the insurance companies are confronted with huge contradiction between assets and liabilities. Under this background, the operation of the insurance funds may become more radical, which will worsen the market information environment, and trigger market speculation. The insurance funds thus become the crash “accelerator”. Which effect will happen remains to be an empirical question. In this paper, we examine these two competing views about the effect of insurance funds entering capital market on the stock price crash risk.

Based on China's A-share listed firms during 2007—2016, this paper investigates the impact of insurance funds on corporate stock price crash risk and its mechanism. We find that firms controlled by insurance funds have a higher level of stock price crash risk. The results are consistent with our predictions that the frequent trading by insurance funds leads to the market follow-up, which damage the market information opacity and therefore increase the stock price crash risk. The results support the role of the insurance funds as the “accelerator” of the stock price crash risk, other than the “stabilizer” of the market. This association is robust after a series of robustness checks, including the Difference-in-Difference analysis, the IV analysis and the PSM-OLS analysis, as well as other robustness tests. In addition, we show that the stock price crash risk is lower if insurance funds act as one of the top ten shareholders with the logic that they monitor the bad news hiding behavior of the managers.

Theoretically, this paper contributes to the existing literature and policy implications in the following aspects. Firstly, this paper provides empirical evidence that the equity investment of insurance funds on listed companies increases the corporate stock price crash risk, contributing the discussion that whether insurance funds have the power to maintain market stability. The findings also enrich the literature on the economic consequences of insurance funds entering capital market. Secondly, this paper verifies the mechanism of the role of insurance funds entering the market to aggravate the corporate stock price crash risk, which enriches the relevant research on the regulation of insurance funds. Although evidence shows that insurance funds do exacerbate extreme market volatility, we find that insurance funds play positive roles in corporate governance, as they may inhibit the manager's negative information hidden behavior. We suggest that to establish and improve the regulation system of insurance funds, and to standardize the investment of insurance funds in the capital market are fundamental ways to guide insurance funds as the role of market “stabilizer”. Thirdly, this paper verifies that the investment operation of insurance funds in the capital market increases the corporate stock price crash risk. Several recent studies have examined the impact of mutual funds, foreign investors on the stock price crash risk. However, the relationship between the insurance funds, who is the second largest institutional investor in China's stock market, and the stock price crash risk lacks empirical data. Therefore, our research helps to enrich the existing literature of institutional investor heterogeneity and stock price crash risk. Our results also shed light on how insurance funds affect corporate stock price crash risk, which emphasizes the importance of insurance funds for preventing systemic financial risk in China.

Key Words: insurance funds; equity investment; stock price crash risk; acquisition of the significant stake

JEL Classification: G22, G28, G32

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2020.04.010

(责任编辑:刘建丽)