

上市公司股价崩盘传染及其非对称性研究

——基于我国沪深 A 股实证检验

□徐 飞

[摘要] 股价崩盘事件时有发生,并且存在明显跨市场传染性,加剧了股价崩盘的负面影响。本文基于 A 股上市公司大样本实证检验以及保险类公司案例分析,研究中国上市公司间股价崩盘传染性。检验结果显示:A 股公司股价崩盘存在明显传染性,导致同行业公司下一周收益率显著降低、同行业公司下一周股价崩盘率显著增加;并且大公司、央企较其他公司对同行业公司传染效应更强。本文验证了资本市场内部股价崩盘传染性,并且存在传染效应不对称性。基于此,本文建议提高上市公司信息透明度、完善股价异常波动监管机制、差异化对待股价崩盘事件来应对股价崩盘传染风险。

[关键词] 股价崩盘;传染效应;非对称性

[中图分类号] F832 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1006-5024(2017)11-0173-07

[DOI] 10.13529/j.cnki.enterprise.economy.2017.11.027

[基金项目] 2016 年安徽省哲学社会科学青年项目“制度距离、进入壁垒与安徽省区域产业融合研究”(项目编号: AHSKQ2016D49);2017 年安徽省教育厅高校人文社会科学项目“CFO 履职环境、离职事件与会计信息质量影响研究”(项目编号: SK2017A0277);2016 年安徽省社会科学普及规划项目“基于大数据的社科普及表达模型及其理论基础”(项目编号: Y2016005)

[作者简介] 徐 飞,武汉大学经济与管理学院博士生,安徽师范大学经济管理学院讲师,研究方向为财务会计与资本市场研究。(安徽 芜湖 241000)

Abstract: Share price crashes occur frequently, and there is a clear cross-market contagion that exacerbates the negative impact of stock price crashes. This paper takes listed companies in China as the samples to empirically test the contagion of stock price crash, and makes a case study based on Insurance listed companies. The results show that the stock price crash of Chinese listed companies is contagious, which leads the stock returns of other companies in the same industry are significantly reduced, and the stock price crash rate is significantly increased. Moreover, the contagion effect of big companies and central enterprises is stronger than other companies. This paper verifies the contagion of stock price crash in the capital market and the asymmetry of the contagion effect. Based on the conclusions of this study, we try to deal with the contagion risk of stock price crash by enhancing the transparency of listed companies, improving the supervision of stock price abnormal volatility, and making differential treatments of stock price crash.

Keywords: stock price crash; contagion effect; asymmetry

一、引言

全球股价崩盘事件时有发生,股价崩盘日益成为理论界和实务界关注焦点(Chen 等,2001)^[1]。中国资本市场相对不成熟,中国股市面临更高的股价崩

盘风险^[2-3],如汉能薄膜 23 分钟内暴跌 47%、千股跌停等股价暴跌现象(权小锋、肖红军,2016)^[4],股价崩盘严重影响中国资本市场健康发展。股价崩盘是指股票价格大幅度、连续性暴跌^[5]。陈国进等(2008)指出股价崩盘具有以下特征:股票价格突然暴跌、股票价格暴跌比暴涨概率更高,即不对称性。股价崩盘传

染性^[5]。为此,学者们对资本市场崩盘传染开展了广泛研究。Eichengreen等(1996)分析发现金融危机会在外贸联系密切国家间传染更明显^[6]。游家兴(2010)研究世界金融危机在中国、美国、德国等国家金融市场间传染效应,结果显示金融危机下中国资本市场与欧美国家关联性显著提升^[7]。叶五一、缪柏其(2009)检验2008年美国次贷金融危机外部传染效应,研究显示韩国资本市场受美国金融危机传染最大,中国受美国金融危机传染较小^[8]。谢志超、曾忠东(2012)分析了美国金融危机向我国金融市场传染渠道,主要为货币市场渠道、资本市场渠道和外汇市场渠道^[9]。

中国作为新兴经济体,面临更复杂的金融环境,资本市场发展尚不完善,更需要关注中国内部股价崩盘风险传染。因此,本文以中国沪深A股为研究对象,检验我国公司间股价崩盘风险传染存在性,并通过公司规模、股权性质分析我国公司间股价崩盘传染非对称性,有助于证券监管者、投资者认识我国股价崩盘特征及其传染性,从而为稳定资本市场、规避系统性崩盘风险提供借鉴。

二、文献综述与理论假设

公司层面的股价崩盘风险是指个股特有收益出现极端负值的概率,是公司股价短期的急剧波动风险。管理者信息披露具有不对称性,更倾向于保留坏消息^[10](Francis等,1994),随时间推移累积的坏消息将集中反映,最终导致公司股价崩盘^[11]。本文重点研究国家内部不同公司间股价崩盘传染,即微观层面股价崩盘传染性。

(一) 股价崩盘及其传染性

Jin等(2006)对股价崩盘风险内在机制进行研究,指出管理层自利动机倾向于掩盖负面消息,一旦累积负面消息超过公司信息承载范围,便造成股价瞬间暴跌^[2]。对于资本市场参与者行为与股价崩盘影响,许年行等研究发现大股东掏空、分析师乐观偏差、机构投资者羊群行为会增加股价崩盘风险^[3-12]。Callen等(2015)指出做空投资者会及时发现公司负面消息,通过反向交易降低公司股价崩盘风险,提前反映隐藏的坏消息^[13]。石广平、刘晓星、魏岳嵩(2016)^[14]从投资者情绪、市场流动性角度分析股市泡沫膨胀及其破裂,指出市场流动性对股市泡沫有正向影响,流

动性紧缩容易刺激泡沫破裂,进而引发股市崩盘。

Yuan(2005)通过非线性理性预期均衡模型,验证信贷限制和信息不对称下金融市场崩盘与传染现象^[15]。Hong等(2003)认为投资者行为会影响股市崩盘及其传染,理性投资者会从其他股市股票价格的变化去推测相关信息,这导致一个市场的信息会传递到其他的市场^[16]。股价崩盘传染的方式和严重性取决于市场对宏观经济风险的敏感程度、信息不对称程度等因素(谢璐雅,2016)^[17]。关于资本市场崩盘传染内在原因,学者们从不同角度进行阐释。Goldgajn(1995)认为国际间金融资产流动是资本市场危机传染的原因,当关联国家发生资本市场崩盘时,造成整个市场流动性不足,跨国机构不得不调整其他国家资本市场投资来改善流动性,进而导致市场危机传导至其他国家^[18]。基于上述文献可知,金融市场股价崩盘属于异常事件,并且存在明显传染性。因此,本文提出以下研究假设:

假设1:公司股价崩盘会对行业其他公司股价产生负面冲击,表现为收益率降低;

假设2:同行业发生公司股价崩盘,会增加行业其他公司股价崩盘概率。

(二) 公司规模、股权性质与股价崩盘传染

Cheung等(1992)基于“杠杆效应”分析上市公司规模与公司股价相关关系,研究发现规模小的公司股价波动性对股价的变化更敏感。大规模公司通常经营更稳健、经验丰富,市场不确定性较低,导致股价波动较小,在未来时期股价不易发生较大的波动(王汉生等,2010)^[19]。赵静梅等(2010)基于公司规模分析市场谣言对于公司股价冲击,其他规模中等公司受谣言冲击最大,大规模公司辟谣后股价恢复最明显,谣言对我国上市公司股价冲击在大小公司间存在不对称性^[20]。还有研究表明小规模公司会计利润的股价相关性较低,小公司会计信息质量不足、清算风险较大,小公司会计政策更加谨慎进而导致会计利润股价解释力度较弱^[21]。

在我国,央企具有特殊地位,相较于其他企业存在显著差异,包括规模、规范性、公司治理有效性等。央企和其他企业相比较,其信息发布上做得更为规范一些。我国中央政府控制的国有企业通常是掌握着国家经济命脉的大型国有企业^[22](凌文,2012),大多具有垄断的性质。出于稳定证券市场,我国证监会

可能会协调中央有关部门对央企施加更大影响,央企在资本市场调控中肩负着更多的政策性使命^[23]。

基于上述文献可知,大规模企业相较于小规模企业信息透明度更高、会计信息质量更有效,同时央企不仅规模大,而且具有很强的政策性。因此,本文提出以下研究假设:

假设 3:大规模企业、央企发生崩盘事件对外传染强度更高;

假设 4:大规模企业、央企受同行业公司股价崩盘传染更弱。

三、数据来源与研究设计

(一)数据来源

本文以中国沪深 A 股上市公司为研究样本,检验我国资本市场内部股价崩盘传染效应及其非对称性。由于公司股价崩盘受众多因素影响,例如外部宏观经济影响、政策效应等,为避免外部市场强烈波动的干扰,本文选取 2009-2010 年中国沪深 A 股为研究区间,降低外部宏观环境导致的内生性。本文股票交易价格、财务数据来源于 CSMAR 数据库。

股价崩盘并非短期股价下跌,而是连续一段时期持续暴跌。学者们通常以股价周累计收益率测度股价崩盘效应。因此,本文选取股票周交易数据测度股价崩盘风险,为避免数据不一致,本文将样本限定为一周连续交易 5 个交易日样本。本文对模型中连续变量按照 1% 上下 Winsorize 缩尾处理。

(二)变量设计

按照变量类型,现有文献中股价崩盘风险测度主要分为连续性变量和虚拟变量。本文选定事件研究法进行股价崩盘传染检验,参照褚剑、方军雄(2016)^[24]和许红伟、陈欣(2012)^[25]等,以公司股票周收益率低于样本公司平均周收益率减去 2 两倍标准差衡量公司股价崩盘。即:

$$\text{Return}_{i,t} < \text{Average}(\text{Return}_{i,t}) - 2\sigma_{i,t} \quad (1)$$

其中, $\text{Return}_{i,t}$ 为样本公司 i 在 t 周收益率, $\text{Average}(\text{Return}_{i,t})$ 为全部样本公司周收益率平均值, σ 为周收益率标准差。

公司股价周收益率 Return 为股价变动幅度,计量公式为:

$$\text{Return}_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1} \quad (2)$$

其中, $P_{i,t}$ 为公司 i 在 t 周收盘价。为分析公司规模、股权性质与股价崩盘传染非对称性,本文按照公司资产规模将样本公司分为行业资产前 3 公司、前 5 公司,以及央企。

表 1 全部样本收益率描述性统计

分组	样本数 (个·公司·周)	均值	标准差
全部样本周收益率	73846	0.64%	7.03%
股价崩盘样本周收益率	1291	-19.55%	9.69%
股价未崩盘样本周收益率	72555	0.99%	6.42%
行业资产规模前 3 公司	2522	3.60%	5.93%
行业资产规模前 5 公司	4274	0.36%	6.19%
央企	10013	0.64%	6.74%

样本期间全部 A 股上市公司周收益率平均值为 0.64%, 标准差为 7.03%, 根据公式(1) 计算确定股价崩盘线为周收益率低于 -13.4%。

(三)研究设计

首先,本文构造以下 OLS 回归模型,检验同行业公司崩盘对于其他未崩盘公司周收益率影响:

$$\text{Return}_{i,t} = C_0 + C_1 \text{Crash}_{i,t-1} + C_2 \text{Ccer}_i + \varepsilon$$

其中 $\text{Return}_{i,t}$ 为样本公司 i 在 t 周收益率, $\text{Crash}_{i,t}$ 为样本公司 i 所在行业在 t 周崩盘变量,分别用同行业 t 周崩盘公司数量、同行业是否发生崩盘虚拟变量替代。为避免回归结果存在内生性问题,本文选取同行业滞后一期崩盘 $\text{Crash}_{i,t-1}$ 为解释变量。为控制公司所处行业对于公司收益率特别影响,模型引入行业控制变量 Ccer_i 。

股价崩盘风险传染不仅表现在导致其他公司收益率降低,而且有可能对其他公司发生崩盘概率产生显著影响,表现为同行业其他公司崩盘概率增加。为此,本文构造以下 logit 回归模型,检验公司股价崩盘对于同行业公司崩盘概率影响:

其中 $\text{logit}(\text{Crash}_{i,t})$ 为样本公司 i 在 t 周发生股价崩盘概率 p 的 logit 变换, $\text{Crash}_{i,t-1}$ 为样本公司 i 所在行业在 $t-1$ 周发生崩盘变量,其他变量同前。

四、中国上市公司股价崩盘传染实证检验

由于股价崩盘属于股价异常波动,不仅导致公司自身收益率显著降低,还可能对同行业其他公司产生显著负向传染,基于此本部分实证检验我国股

价崩盘传染性。

(一)上市公司股价崩盘事件传染效应检验

为检验股价崩盘事件可能存在的行业传染性,表2将样本公司区分成上一周同行业未发生公司崩盘组,以及上一周同行业发生公司崩盘组,分别进行分组均值T检验和威尔克森 wilxon 秩和检验。

表2 公司崩盘对同行业未崩盘公司周收益率影响—分组检验

分组依据	样本数	均值检验		秩和检验	
		均值	T 值	秩和	Z 值
同行业上一周末发生崩盘组	62181	0.72%	7.60***	2.307E+09	5.076***
同行业上一周发生崩盘组	11665	0.18%		4.200E+08	

注:***表示1%水平上显著,**表示5%水平上显著,*表示10%水平上显著。

分组检验结果显示,同行业上一周末发生崩盘的公司周收益率,显著高于同行业上一周发生崩盘公司组。其中,同行业上一周末发生崩盘的公司周收益率平均值为0.72%,而同行业上一周发生崩盘的公司周收益率为0.18%。结果表明,公司崩盘事件会导致同行业滞后一周公司周收益率显著降低,验证我国股价崩盘传染效应存在性,间接验证假设1。

表3为行业崩盘事件对于同行业上市公司滞后一期周收益率影响检验,检验显示同行业发生公司崩盘事件以及同行业崩盘公司数量越大,同行业滞后一周公司周收益率显著降低,假设2得以验证。其中,同行业上一周发生股价崩盘的公司周收益率比同行业上一周末发生股价崩盘公司周收益率显著降低4.5%,同行业上一周增加1家崩盘公司,导致样本公司周收益率显著降低0.05%。

表3 股价崩盘对同行业公司周收益率影响 OLS 检验

变量	解释变量类型	
	崩盘虚拟变量	崩盘公司数量
C	0.008***	0.007***
	(15.94)	(15.20)
滞后一期股价崩盘因子	-0.0044***	-0.0005***
	(-6.40)	(-2.80)
R ²	0.0006	0.0002
F-test	21.53***	5.07***
NOBS	73846	73846

注:本文对于周收益率进行1%上下winsor缩尾处理,本文通过稳健标准误 Robust 控制回归方差。

表4为公司崩盘事件对于同行业滞后一期公司股价崩盘概率影响logit检验。回归结果显示:同行业上一周发生公司崩盘、同行业上一周崩盘公司

数量加大,公司股价崩盘概率显著增加,表明公司股价崩盘事件不仅显著降低同行业公司周收益率,还会显著增加同行业公司下一周发生股价崩盘概率。其中,同行业上一周发生股价崩盘的公司股价崩盘概率,比同行业上一周末发生股价崩盘公司股价崩盘概率是不发生股价崩盘概率的111%(ORR值),同行业上一周增加1家崩盘公司,导致样本公司股价崩盘概率是不发生崩盘概率的192%。

(二)股价崩盘传染非对称性检验

文献分析可知,由于公司规模、股权性质差异,公司股价崩盘传染效应可能存在非对称性,表现在大公司、央企股价崩盘对外传染强度以及受外部公司股价崩盘传染强度与其他不一致。表5为不同类型公司崩盘事件对于同行业滞后一期公司周收益率回归检验。回归结果显示:上一周发生行业规模前3、前5公司崩盘以及央企崩盘,会导致所在行业公司周收益率进一步显著降低,表明大规模公司、央企比其他公司的股价崩盘滞后一期传染效应更强。其中,行业资产规模前3公司股价崩盘,导致同行业其他公司滞后一周收益率进一步降低0.7%;行业资产规模前5公司股价崩盘,导致同行业其他公司滞后一周周收益率进一步降低1.4%、央企股价崩盘导致同行业其他公司周收益率滞后一周进一步降低1%。

表6为不同类型公司股价崩盘对其他公司股价崩盘概率影响非对称性回归检验。回归结果显示:上

表4 股价崩盘对同行业公司股价崩盘概率影响logit检验

变量	模型1	模型2
C	-4.16***	-4.140***
	(-30.90)	(-30.85)
虚拟变量:是否发生崩盘	0.65***	
	(9.90)	
连续变量:行业崩盘数量		0.108***
		(9.84)
ORR 比值	1.11	1.92
pseR ²	0.0151	0.0124
wald-test	208.07***	224.84***
NOBS	73609	73609

注:ORR为股价崩盘概率与不发生崩盘概率比值,等于EXP(B)计算求得。

表 5 不同类型公司崩盘对同行业公司周收益率传染非对称性检验

变量	模型 1			模型 2			模型 3		
	B	Robust	t 值	B	Robust	t 值	B	Robust	t 值
C	0.007***	0.001	6.30	0.007***	0.001	6.47	0.007***	0.001	6.06
普通公司崩盘	-0.004***	0.001	-5.48	-0.003***	0.001	-4.52	-0.002***	0.001	-2.66
行业前 3 公司崩盘	-0.007**	0.003	-2.35						
行业前 5 公司崩盘				-0.014***	0.002	-6.67			
行业央企崩盘							-0.010***	0.001	-8.30
行业	控制			控制			控制		
R ²	0.0012			0.0019			0.0022		
F	2.53***			3.69***			4.46***		
NOB	72555			72475			73846		

表 6 不同类型公司崩盘对同行业公司崩盘概率传染非对称性检验

变量	模型 1			模型 2			模型 3		
	B	t 值	ORR	B	t 值	ORR	B	t 值	ORR
C	-4.181***	-30.57		-4.17***	-30.61		-4.14***	-30.53	
普通公司崩盘	0.585***	8.71	1.79	0.56***	8.22	1.75	0.55***	7.50	1.73
行业前 3 公司崩盘	0.766***	4.53	2.15						
行业前 5 公司崩盘				0.66***	4.78	1.93			
行业央企崩盘							0.30***	2.86	1.35
行业	控制			控制			控制		
pseR ²	0.0160			0.0163			0.0153		
wald	243.48***			254.39***			222.32***		
NOB	72242			72242			72242		

一周发生行业规模前 3、前 5 公司崩盘以及央企崩盘,会导致所在行业公司股价崩盘概率进一步显著增加。这进一步表明大规模公司、央企比其他公司的股价崩盘滞后一期传染效应更强。其中,同行业上一周发生资产规模前 3 公司股价崩盘的公司股价崩盘概率比是不发生股价崩盘概率的 215%(ORR 值),同行业上一周发生资产规模前 5 公司股价崩盘的公司股价崩盘概率是不发生崩盘概率的 193%,同行业上一周发生央企股价崩盘的公司股价崩盘概率是不发生崩盘概率 135%。

(三) 基于保险上市公司股价崩盘传染案例分析

随着中国保险市场的开放,保险业进入了公司治理改革的重要阶段。保险公司陆续实现境内外资本市场上市。当前,A 股上市保险公司主要为中国平安、新华保险、中国太保、中国人寿 4 家公司。本部分以此 4 家保险公司为对象,实证分析保险公司股价崩盘风险传染及其非对称性。

为检验 A 股上市保险公司间股价崩盘风险传

染效应,本文参考刘圣尧等(2016)^[26]构建如下股价崩盘风险传染模型:

$$\text{Contagion}_{j,i} = E(\text{Rev}_{T,T+1}^i, \text{CrasHI}_{T,T+1}^i | \text{Rev}_T^i \leq \text{VAR}_q)$$

其中 $\text{Contagion}_{j,i}$ 为保险公司 i 在 T 周发生股价崩盘条件下,保险公司 j 受传染程度,表现为保险公司 j 在 $T+1$ 周股票收益率 $\text{Rev}_{T,T+1}^j$ 以及崩盘概率 $\text{CrasHI}_{T,T+1}^j$ 。

为了测度我国上市保险公司间股价崩盘风险传染强度,首先需要界定传染方与被传染方,本文以发生崩盘事件的保险上市公司为风险传染方,以其他保险业上市公司为受传染方。在确定股价崩盘风险经验业绩中,我们通常取较小的分为点 q ,来考察上市公司左尾极端损失情况,本文参照 Gabaix 等(2006)^[27]刘圣尧等(2016)^[26]选取 0.05 作为股价崩盘分为点 q ,即保险公司 i 在 T 周收益率低于 $\text{VaR}_{0.05}$ 便定义为发生股价崩盘事件。表 7 为 2009-2016 年我国上市保险公司间股价崩盘风险传染效应测度结果。

表 7 结果显示,上市保险公司 i 在 T 周发生崩

表7 保险公司间股价崩盘风险传染效应测度

崩盘公司	受传染公司	REV _T	REV _{T+1}	CRASH _{T+1}
新华保险	中国平安	-6.20%	1.97%	6.67%
新华保险	中国太保	-6.95%	1.92%	0.00%
新华保险	中国人寿	-7.64%	1.73%	6.67%
中国人寿	新华保险	-8.95%	-0.38%	10.00%
中国人寿	中国平安	-7.63%	-0.96%	7.14%
中国人寿	中国太保	-8.76%	-0.36%	0.00%
中国太保	新华保险	-14.57%	-9.63%	77.78%
中国太保	中国平安	-8.19%	1.58%	5.56%
中国太保	中国人寿	-8.31%	1.50%	5.26%
中国平安	新华保险	-8.70%	1.83%	0.00%
中国平安	中国太保	-8.79%	0.63%	0.00%
中国平安	中国人寿	-8.46%	0.73%	0.00%

盘时,其他保险公司在T周收益率也显著降低。从保险公司将传染效应大小看:受新华保险公司股价崩盘风险传染强度最高为中国人寿,其次是中国太保,中国平安受新华保险股价崩盘传染最弱;受中国人寿公司股价崩盘风险传染强度最高为新华保险,其次是中国太保,中国平安受中国人寿股价崩盘传染最弱;受中国太保公司股价崩盘风险传染强度最高为新华保险,其次是中国人寿,中国平安受中国太保股价崩盘传染最弱;受中国平安公司股价崩盘风险传染强度最高为中国太保,其次是新华保险,中国人寿受中国人寿股价崩盘传染最弱。研究结果表明,保险上市公司股价崩盘风险传染效应明显,同时呈现出非对称性。即公司规模最小的新华保险公司股价崩盘风险对外传染强度最低、受其他保险公司股价崩盘风险传染最强,而公司规模最大中国平安公司受其他保险公司股价崩盘风险传染强度最高、对外传染强度较高。

五、研究结论及政策启示

股价崩盘是资本市场异常事件,在短期内股价持续暴跌,并且存在明显的跨市场传染风险,加剧了股价崩盘的负面影响。本文以中国沪深A股上市公司为研究样本,检验中国资本市场中不同公司间股价崩盘风险传染效应,即微观层面股价崩盘传染性。检验结果显示:我国上市公司股价崩盘事件存在明显传染性,表现在导致同行业公司下一周收益率显

著降低、同行业公司下一周股价崩盘率显著增加。进一步检验不同类型公司股价崩盘传染效应差异发现,大规模公司、央企较其他公司对同行业公司传染效应更强。

本文研究启示在于,证实了我国资本市场内部存在显著的股价崩盘传染性,并且股价崩盘传染存在不对称性,因此投资者、监管层、上市公司本身要注意防范同行业其他公司股价崩盘传染,以及差异化对待大规模公司、央企股价崩盘传染风险,有助于更好维护我国资本市场稳定。为此,本文提出以下防范外部崩盘风险传染对策建议:

(一)提高上市公司信息透明度,降低投资者不确定性

投资者不确定性是造成股价崩盘风险发生传染的根本原因,当存在相似性上市公司发生股价崩盘时,投资者难以识别该崩盘事件是个别风险还是整体性风险。因此,为防范外部股价崩盘传染,上市公司需要不断提高公司信息透明度,让投资者及时掌握崩盘事件真实原因,以及了解该崩盘事件属于个别公司风险所致,还是由于行业系统性风险引发股价崩盘。避免由个别股价崩盘风险演变成行业股价崩盘风险。可采取措施包括及时发布信息公告、风险预警公告,澄清公司股价异常波动原因,最大限度降低投资者不确定性。

(二)完善股价异常波动监管机制,避免异常波动传染

2015-2016年中国股市经历大幅涨跌,发生过千股跌停事件。为避免市场整体性异常波动,A股熔断机制于2016年1月1日正式实施:沪深300指数触及涨跌5%线,沪深两市及股指期货中断交易15分钟;沪深300指数触及涨跌7%线,当日直接收市。这是证券监管部门对于市场异常波动采取的价格干预措施,以期避免市场异常波动恶性传染。熔断机制的本意是通过暂停或终止交易,让交易者恢复冷静、理性,引导股价走向平稳,但制度设计不够完善,导致熔断机制在中国失效,甚至熔断机制本身会加剧市场恐慌^[28]。最终,2016年1月7日交易所正式发布公告暂停熔断机制。

熔断机制虽然未能有效控制我国市场异常波动,但表明监管层、交易所已经重视对于市场异常波动监管。因此,为避免股价异常波动,包括股价暴跌

及其传染性对于资本市场不利影响,监管机构、交易所所有必要进一步研究,完善市场异常波动监管机制,避免由于异常波动传染导致的市场整体性暴涨暴跌风险。

(三)差异化对待股价崩盘事件,实时掌握“大”公司异常波动

本文除验证股价崩盘存在传染性外,同时研究表明“大”公司股价崩盘事件的传染性、影响程度更高,表现在行业央企、行业资产规模前3公司、行业资产规模前5公司崩盘事件,对行业其公司收益率负面冲击更高和行业其他公司股市崩盘概率增加。因此,投资者、监管层、管理层应当差异化对待外部股价崩盘事件,如果发生行业内央企、大规模公司股价崩盘,有必要采取更为积极的交易策略和管控措施。作为行业投资者、行业协会、监管层有必要实时跟踪行业“大”公司异常波动,因为这类公司崩盘对目标公司股价冲击更显著。

参考文献:

- [1]Chen J, Hong H, Stein J C.. Forecasting crashes:trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices [J].Journal of Financial Economics, 2000, 61(3):345-381.
- [2]林乐,郑登津.退市监管与股价崩盘风险[J].中国工业经济,2016,(12).
- [3]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,(7).
- [4]权小锋,肖红军.社会责任披露对股价崩盘风险的影响研究:基于会计稳健性的中介机理[J].中国软科学,2016,(6).
- [5]陈国进,张贻军,王磊.股市崩盘现象研究述评[J].经济学动态,2008,(11).
- [6]Eichengreen B, Rose A K, Wyplosz C.. Contagious Currency Crises [J].Social Science Electronic Publishing,1996,98(3):1080-1080.
- [7]游家兴.经济一体化进程会放大金融危机传染效应吗?——以中国为样本[J].国际金融研究,2010,(1).
- [8]叶五一,廖柏其.基于 Copula 变点检测的美国次级债金融危机传染分析[J].中国管理科学,2009,(3).
- [9]谢志超,曾忠东.美国金融危机对我国金融市场传染效应研究——基于 VAR 系统方法的检验[J].四川大学学报(哲学社会科学版),2012,(1).
- [10]Francis J, Philbrick D, Schipper K.. Shareholder Litigation and Corporate Disclosures [J].Journal of Accounting Re-

search, 1994, 32(2):137-164.

- [11]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].管理世界,2016,(1).
- [12]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).
- [13]Callen J L, Fang X.. Short interest and stock price crash risk[J].Journal of Banking & Finance,2015,60(3):181-194.
- [14]石广平,刘晓星,魏岳嵩.投资者情绪、市场流动性与股市泡沫——基于 TVP-SV-SVAR 模型的分析[J].金融经济研究,2016,(3).
- [15]Yuan K..Asymmetric price movements and borrowing constraints[J].Journal of Finance,2005, 60(1):379-411.
- [16]Hong H, Stein J C.. Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes [J].Review of Financial Studies, 2003, 16(2):487-525.
- [17]谢雅璐.股价崩盘风险研究述评及展望[J].金融理论与实践,2016,(3).
- [18]Goldfajn V..Capital Flows and the Twin Crises:The Role of Liquidity[J].IMF Working Paper,1997.
- [19]王汉生,张瀚宇,何天英,等.上市公司财务参数与其股价波动性关系探究[J].证券市场导报,2010,(2).
- [20]赵静梅,何欣,吴风云.中国股市谣言研究:造谣、辟谣及其对股价的冲击[J].管理世界,2010,(11).
- [21]李向荣.中国上市公司会计信息与股价相关性在不同行业的差异[J].经济管理,2005,(12).
- [22]凌文.央企控股上市公司九大热点问题研究[J].管理世界,2012,(1).
- [23]唐松,温德尔,赵良玉,等.大股东股份增持的动机与效应研究[J].财经研究,2014,(12).
- [24]褚剑,方军雄.中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化[J].经济研究,2016,(5).
- [25]许红伟,陈欣.我国推出融资融券交易促进了标的股票的定价效率吗?——基于双重差分模型的实证研究 [J].管理世界,2012,(5).
- [26]刘圣尧,李怡宗,杨云红.中国股市的崩盘系统性风险与投资者行为偏好[J].金融研究,2016,(2).
- [27]Gabaix X, Gopikrishnan P, Plerou V, et al.. Institutional Investors and Stock Market Volatility [J].Quarterly Journal of Economics, 2010, 121(2):461-504.
- [28]凤凰网.熔断机制为什么必须废除?[EB/OL].finance.ifeng.com/a/20160108/14156466_0.shtml,2016-01-08.

[责任编辑:方平]