

# 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险

## 一、引言

媒体和相关人士常常认为市场参与者的“羊群行为”（herding）会加剧市场波动、破坏市场稳定，进而会提高金融体系的脆弱性，即“羊群行为”是金融危机爆发的导火索。为此，本文首次从企业微观层面入手，考察机构投资者“羊群行为”对上市公司股价崩盘风险的影响。

自我国股票市场建立以来，机构投资者已成为我国资本市场的重要参与者与组成部分，面对机构投资者在我国资本市场中的快速增长和所扮演的重要角色，有两大问题值得研究：一是机构投资者的羊群行为是否会对上市公司股价的崩盘风险产生影响？二是监管部门当初引进合格的境外机构投资者QFII的主要目标是凭借其注重基本面分析、注重长期投资和价值投资的成熟理念，达到抑制市场投机、稳定股市的目的，那么QFII是否能减轻机构投资者的羊群行为对资本市场的破坏作用？

## 理论假说

上述研究尽管在表述上各有不同，但大都将投资者忽略其所掌握的私有信息而跟从他人投资行为作为羊群行为的一个重要特征，此种羊群行为属于“真羊群行为”。如果大量投资者在同时买进或者卖出同一支股票的过程中不是基于忽略个人私有信息，而是基于共同信息如上市公司盈利公告，或者是由于对某一类性质公司如股利政策、成长性等的共同偏好，一般被认为是一种“伪羊群行为”。

根据以往文献研究，股价崩盘风险的产生原因是：公司内部管理层基于代理问题（如“掏空”公司资源，获取更高期权价值）、政治晋升等原因，往往存在隐藏公司负面消息或“坏消息”的动机。随着时间的推移，负面消息在公司内部不断积累，但“纸终究包不住火”，公司对坏消息的容纳存在一个上限，一旦累积的负面消息超过了这个上限，坏消息将集中释放出来，进而对公司股价造成极大的负面冲击并最终崩盘。尤其对于信息透明度低的公司，由于投资者无法感知经理人藏匿负面信息的行为，经理人更容易进行信息管理，故其股价未来的崩盘风险更大。可见，信息不透明所导致的坏消息的累计及瞬间释放是导致股价崩盘风险的一个重要原因。

## 研究设计