Sustainable Development 可持续发展, 2022, 12(2), 431-443
Published Online March 2022 in Hans. http://www.hanspub.org/journal/sd
https://doi.org/10.12677/sd.2022.122047

Hans汉斯

外资持股对我国上市公司股价波动的影响

邓亚维

西华大学，四川 成都

收稿日期：2022年2月11日；录用日期：2022年3月14日；发布日期：2022年3月23日

摘　要

本文首先从外国投资者的特点出发，理论分析了外资持股对我国上市公司股价波动的影响，并就其提出了两点研究假设，进而选取有外资持股的233家上市公司和无外资持股的1755家上市公司在2011.1.1~2017.12.31期间的季度数据进行了实证分析与检验，得出结论：外资持股与上市公司股价波动负相关，且在对股东类型进行细分后有，外资法人持股与上市公司股价波动负相关，外资自然人持股与上市公司股价波动正相关。并基于结论，提出了进一步扩大外资股东在上市公司中的持股比例，倡导价值投资从而增强市场有效性等政策建议。

关键词

外资持股，股价波动，价值投资，信息披露

The Influence of Foreign Shareholding on the Stock Price Fluctuation of My Country's Listed Companies

Yawei Deng

Xihua University, Chengdu Sichuan

Received: Feb. 11th, 2022; accepted: Mar. 14th, 2022; published: Mar. 23rd, 2022

Abstract

Based on the characteristics of foreign investors, this paper theoretically analyzes the influence of foreign ownership on stock price fluctuations of listed companies in China, and puts forward two research hypotheses. Then, the quarterly data of 233 listed companies with foreign ownership and 1755 listed companies without foreign ownership from January 2011 to December 31, 2017 are selected for empirical analysis and testing, and the conclusion is drawn: Foreign ownership is ne-

文章引用: 邓亚维. 外资持股对我国上市公司股价波动的影响[J]. 可持续发展, 2022, 12(2): 431-443.
DOI: 10.12677/sd.2022.122047

gatively correlated with stock price fluctuations of listed companies, and after the subdivision of shareholder types, foreign legal person ownership is negatively correlated with stock price fluctuations of listed companies, while foreign natural person ownership is positively correlated with stock price fluctuations of listed companies. Based on the conclusion, some policy suggestions are put forward, such as further expanding the proportion of foreign shareholders in listed companies and advocating value investment to enhance market effectiveness.

Keywords

Foreign Ownership, Stock Price Fluctuation, Value Investment, Information Disclosure

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.
This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).
http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/
Open Access

1. 引言

走向开放是全球金融也是中国股市作为新兴市场的趋势，自从中国证券市场引入外资以后，外资就成为市场的重要组成部分和调节股市环境的重要一点。就当下而言，尽管我国每年吸引的外资都是巨量的，但却不难发现，很少有外资以持股形式进入我国市场。不过，随着我国对外股权政策的不断开放，相信未来将会有越来越多的外资会以持股形式进入我国市场。

对于外国投资者，他们主要有以下特点：一方面，外国投资者能够投资外国股市，他们多以价值投资为理念，通常可以为上市公司在经营、管理、人力资本等方面提供更好的监督和建议，从而促使公司更好地运行；另一方面，外国投资者有着如此广的投资面，表明他们有着良好的信息面，有着更多的信息渠道，而且通常对宏观经济变化较为敏感，所以，外国投资者一般更具有信息优势。但从反方面来讲，外国投资者的投资会导致外资基金频繁流动，一些外国投机者的逐利行为也会为市场带来风险。

针对上述外国投资者的两面性，我们有必要研究外资持股对我国上市公司股价波动的实质性影响，并从实证的角度对其进行分析，进而对我国外资持股的形势作出判断，最后，基于分析结果提出一些政策建议。

2. 文献综述

2.1. 国内外研究现状

2.1.1. 国外研究现状

1) 外资持股与经营绩效的关系

关于上市企业引进外资股权后对其经营绩效的影响的研究目前存在很 多，但是其研究结果各有不同。现存的诸多研究结果主要可以分为以下三种：一种是外资持股与经营绩效正相关。Douma 和 Syste 等(2002) [1]以 1999~2000 年在孟买证券交易挂牌上市的公司数据研究股权结构与公司绩效的关系。他们从资产收益率和托宾 Q 两方面进行研究，发现外资持股与公司绩效正相关。Imam 和 Malik (2007) [2]以孟加拉股票市场为研究对象，研究结果表明，外资股权和经营绩效呈现单调的正相关关系。Hanousek 和 Kocenda 等(2007) [3]以私有化的捷克股票市场为研究对象，研究结果也表明了外资持股与经营绩效有正相关关系。Garner 和 Kim (2013) [4]选取韩国 2003~2006 年 164 家有外资股权的上市公司研究外资股东与公司业绩敏感性的关系，研究发现外资持股比例与公司业绩敏感性呈正相关，为消除外资股权可能只投

资公司治理良好的公司的影响，他们控制了潜在的自我选择偏差，研究结果表明外资股东有利于公司治理。

另一种是外资持股与经营绩效负相关。Kang 和 Kim 等(2010) [5]通过对 1981~1999 年在美国发生的外资收购样本分析并购治理影响因素发现，信息不对称是影响外资并购公司治理活动的重要因素。外资并购对公司治理的负向影响主要是由于获得信息的不对称性。Masulis 和 Wang 等(2012) [6]研究样本是 IRRC 公布的跨国公司，研究发现外国独立董事与公司经营绩效显著负相关，研究表明拥有外国独立董事的公司在进行跨国公司收购时对国外投资者所在地的公司进行收购时并不能取得良好的收益。同时，国外投资者在进行管理时存在很多不便之处。最后得出，这些拥有国外投资者的企业具有明显的较低的收益，尤其是在国外投资者所在地的商业业务收益更低。最后一种是外资持股与经营绩效不相关。Lang 和 Stulz (2002) [7]收集了全球诸多国家上市银行的股权结构资料和经营利润数据，选取各种参数用来衡量上市银行绩效，发现国有股和外资持股的变动与公司收益无关。同时认可这种结论在全球各国家的股票市场中都适用 20。Sun 和 Tong (2003) [8]以 1994~1998 年在上海和深圳证券交易所上市 634 家国有企业民营化的公司为研究对象，研究中国股份私有化的影响。研究发现外资股对公司绩效没有影响。Kim 和 Lee (2004) [9]对韩国本土银行和外资控股的银行进行对比分析，结果发现这两种类型的银行在短期内的差异不大，但是随着时间的增长 发现外资控股的银行的经营绩效增加不明显。Berger 和 Clarke 等(2005) [10]以阿根廷的数据为研究对象，采用多种参数来衡量银行的盈利能力。研究发现外资股东对银行的盈利能力没有影响。

2) 外资持股与股价波动的关系

国外学者对外资持股与股价波动之间的关系的研究大多是通过实证进行的。目前国外学者关于外资持股与股价波动的关系研究主要有两种观点：第一种认为外资持股与股价波动存在负相关的关系。Nguyen 和 Pham (2011) [11]以 31 个新兴的股票市场为研究对象，从公司层面研究境外投资者持股对公司股价波动的影响，结果表明外资持股比例与上市公司的股价波动存在负相关关系。Laux 和 Leuz (2010) [12]以 29 个国家的上市公司为研究对象，研究发现境外投资者更倾向于投资一些制度完善的公司，他们认为这一结果主要是外国投资者选择投资时考虑信息不对称以及控制成本导致的。此外，有些 国外学者认为外国投资者可能会提高当地股票市场的信息质量，提供更好的企业控制和报告标准，提升企业管治环境，从而显着降低交易成本、信息成本和投资风险。Xuan (2015) [13]在研究外资持股对公司的股价波动影响时，也是从公司层面进行的。研究对象是越南 2006~2012 年间的面板数据。通过实证结果表明公司股权中存在外资股权会降低股票价格的波动。结果表明外国投资者对新兴的股票市场中能起到稳定性的作用，这也可以认为是本地股票市场日益对外国投资者开放的一个潜在益处；第二种观点认为境外投资者与上市公司的股票价格波动呈正相关关系。他们认为外国资本进入国内股市可能使国内股市暴露在国际市场风险中，是国内市场的系统性风险增大，导致国内市场的脆弱性。尤其是金融机构和监管机构都不成熟的新兴市场国家表现更为明显。Chari 和 Henry (2001) [14]以 IFC 数据库中的单独公司数据为研究对象，研究了公司与当地市场的关系以及公司与全球市场的关系。研究发现，“可投资”公司的协方差均值为 0.018，而“不可投资”公司的协方差均值为 0.0096。这意味着，当公司决定让境外投资者进入时，将会导致公司股价波动的提高。此外，还存在一部分学者持有两者不相干的观点。

Akdeniz 和 Altay-Salih (2010) [15]研究金融自由化程度对股价波动的影响，用股票收益率方差衡量股价波动，在控制了规模、流动性、国家以及金融危机等影响因素外，发现新兴市场的公司在美国双重上市对股价波动没有显著影响。He 和 Li 等(2013) [16]通过对来自 40 个国家的 3189 个公司样本，从外资大股东与股票价格信息的关系角度分析，研究发现国外股东影响公司股票价格波动有两种渠道，一是外国投资者由于信息不对称导致其脆弱性；二是信息不对称的交易行为可能导致公司股票价格的波动。

国外学者在研究金融危机的影响因素时，考虑外国投资者大量撤资行为加深了金融危机，因此，国外学者对此也进行了研究。得出的结论也不一致。Choe 和 Kho 等(1998) [17]以 1996 年 11 月底到 1997 年 12 月底韩国上市公司的数据为研究对象，并以 1997 年 10 月为分界点分为金融危机前和金融危机期间两个阶段，研究外资股东对股价收益的影响，发现在金融危机前外资股东的交易行为有正反馈效应和羊群效应，而在金融危机期间外资股东的投资行为的羊群效应减弱，正反馈效应消失，他们并没有找到外资股东加剧韩国 股市波动的证据。Kim 和 Wei (2002) [18]将外国投资者分为境外投资者和境外机构在韩国的分支机构两种研究外国投资者的投资行为在金融危机期间对股价波动的影响，研究结果表明这两类外国投资者在金融危机期间都倾向于正反馈效应，然而，韩国境外机构投资者比境外机构在韩国的分支机构更倾向于正反馈效应和羊群效应。他们这两种外国投资者所拥有的信息的差异导致其投资行为的差异。此外，他们还发现相比于国内机构投资者，外国机构 投资者在金融危机期间表现出更强的羊群效应。

2.1.2. 国内研究现状

1) 外资持股与经营绩效的关系

国内学者关于外资持股对经营绩效的影响研究起步比较晚，研究方法比较单一，得出结论主要为外资持股提高了公司绩效。宋敏和张俊喜等(2004) [19]以沪深两市上市的 100 多家公司为研究对象，研究股权结构与公司绩效的关系，在控制行业以及公司层面影响公司绩效的影响因素外，发现只发行国内股份的公司的经营绩效要低于具有外资股的上市公司的绩效。徐莉萍和辛宇等(2006) [20]研究中国上市公司关于引入外资的作用效果时，根据实证分析结果可以得出外资股东持股比例与公司绩效之间存在明显的正相关关系。引入境外的投资者可以显著提高公司的绩效。苏国强(2011)通[21]过对外资持股变量对公司价值的影响进行研究，发现当境外投资者持有上市公司的股份越高，相应的上市公司的经营绩效越好。而且外资持股后上市公司的信息披露水平明显提高。王雄和方闻千等(2013) [22]以 2009~2011 年之间的具有 QFII 持股的上市公司为研究对象，研究 QFII 与经营绩效的关系。研究结果证明 QFII 持股比例越高的上市公司，其相应的公司经营绩效就越好。同时发现 QFII 在选择投资公司时，往往会选择绩效较好的公司，其价值选择能力较为突出。曾鸣晔(2015) [23]选取沪深上市的 145 家家族企业和国有企业对比分析外资涉入对公司治理效率的影响，结果表明国有企业中的外资股份占比远远小于家族企业中的外资股份的占比。此研究结果说明当外资持股比例越高，其对应的经营业务的收益越高。

此外，还有一些学者认为，外资持股降低了公司绩效或者对公司绩效没 有影响。陈晓和江东(2000) [24]研究股权结构对公司业绩的影响，以净资产收益率和主营业务利润率做为衡量公司业绩的指标，研究发现样本中的 B 股对公司的 ROE 指标的影响很小。卢文莹(2004) [25]以 1995~2003 年上市公司数据为对象，并且从公司各个指标研究外资收购对上市公司的收益影响。结果证明外资对中国上市公司的收购并没能使目标公司财务绩效有明显改善。

2) 外资持股与股价波动的关系

目前，国内学者对于外资持股与股价波动的研究，几乎所有的研究都是关于 QFII 持股对股价波动的影响，而研究外资持股对股价波动的影响的文章很少。李翔(2013) [26]通过分析市场路径和公司路径两种路径研究外资持股与股市波动的关系。其研究结果表明：如果境外投资者持有的股份占比在一定范围内时，拥有外资持股的上市公司的股价波动较低；但是如果外资持股超过该范围，那么对公司的股价波动就没有影响。张佑辉，李延喜和高锐(2008) [27]以 03 年到 06 年之间的 QFII 持股为研究对象，在剔除其他可能对股价波动造成影响的因素之后，使用多元回归方法研究 QFII 与公司股价波动之间的关系。发现 QFII 持股比例越高，上市公司的股价波动就越高。廖玉成(2008) [28]在研究 QFII 持股对股价波动的影响时，将 QFII 持股按照事件研究法分为 QFII 持股前和 QFII 持股后两个时期，研究不同时期股价波动的变

化。同时将样本数据按照季度、行业等进行分类研究，实证结果表明不同季度、行业 QFII 持股对股价波动的影响不同。没有得出 QFII 持股对股价波动 的影响是增加还是降低的结论。陈秀龙(2010) [29]以上证 A 股股指 1999~2009 年的数据为研究对象，研究 QFII 持股对股市波动的影响，按照 2002 年 QFII 制度引入、2008 年美国金融危机为分界点，将样本分为三个阶段分别研究。研究发现，在整个样本期间 QFII 对股市波动的影响不显著，但在金融危机期间，QFII 持股对股市波动有显著的正向影响。李成林(2015) [30]选取 2003~2008 年间沪深两市有外资机构持股的 1000 多家上市公司为样本，在控制了股权结构、企业规模等影响股票收益率波动的因素，并解决内生性问题后，研究外资机构持股对上市公司股票收益率的影响，结果表明外资机构投资者与企业股票收益率波动正相关。

3. 基本概念

3.1. 外资持股

外资持股，是指外国投资者包括外资法人和外资自然人通过其合法资产进行股票购买或其他方式，进而持有我国公司一定股份的行为。目前，外国投资者持有 A 股有两种途径，一是申请成为 QFII，即合格境外投资者；二则是作为战略投资者投资境内上市公司，这一途径与前者的区别在于不能通过二级市场购买 A 股，主要获得股权的方式为协议转让和定向发行新股两种方式。

一般的，公司前十大股东的信息更容易获得，且其他股东所持有股份相对较少，因此，本文仅仅考虑前十大股东中的外资持股，即本文所研究的外资持股是指公司前十大股东中外资持有股份的总比例。同时，为了考察不同外资类型对股价波动的影响，本文进一步将外资持股划分为外资法人持股和外资自然人持股，顾名思义，其分别为公司前十大股东中外资法人、外资自然人持有的股份总比例。

3.2. 股价波动

股价波动，即股票价格的变动，其是受市场上相关信息的影响而导致的。一般的，股价波动幅度越大，说明市场越不稳定，投资者的反应越剧烈，市场可能存在过度投机行为或者信息不对称等现象；股价波动幅度越小，说明市场比较稳定，但可能存在市场黯淡，投资者热度较低等现象。

目前，关于股价波动的衡量，主要有以下四个指标：一是异常频数，这一指标侧重于股价波动出现异常的频数，局限性在于不能整体衡量以及不能反映股价的稳定性；二是选取一个特定的时间段，用该时间段内最高价和最低价的差与最低价之比进行衡量，这一指标的缺陷在于只能以时间段为单位来衡量而不能反映具体的变化；三是股票价格的涨跌幅度，这一指标适用于图形分析，而在于数据分析上较为不便；四是股价收益的标准差，这一指标以日为单位，把每日的波动数据都纳入指标的考察结果，比较适合数据分析和计算。

本文在实证分析中选取股价收益的标准差来衡量股价波动。

4. 理论分析与研究假设

4.1. 外资持股对股价波动的影响分析

外资持有一家上市公司的股份，对该公司主要有两方面的影响。一方面，为了避免外资对国内金融市场造成负面冲击，外资往往会受到一些制度上的制约，要求更为全面的信息披露。另一方面，对于市场机制尚不发达的发展中国家而言，外资的进入，还意味着带来更好的管理、投资技术和经验，从而推动市场的发展与进步。在制度的约束以及相对更为专业的投资前提下，外国投资者在进行投资时，通常会进行比较全面和理性的分析，更加注重长期的利益。Bae 等人(2009) [31]对韩国的股票市场进行了研究，发现外资的进入能够明显减少信息不对称，从而改善由其引起的波动风险。这对于我国的上市公司同样

适用，在吸引外资进入的时候，信息披露不仅需要满足我国的要求，还需要满外资本土国家的要求，也就带来了更多的信息公开，从而降低了信息不对称。Gul 等人(2010) [32]对发行国内股与发行外资股的上市公司进行了对比研究，发现外资股能够明显提升信息披露的质量，从而减少股价波动的风险。Chen 等人(2001) [33]在研究中发现，随着外资持股比例的增加，信息不对称会相应减少。

基于上述分析，本文提出假设一：外资持股对稳定股价有积极作用，与股价波动呈负相关。

4.2. 不同类型外资持股对股价波动的影响分析

外资股东分为法人和自然人。一般的，外资法人投资者有着较为独立的投资体系、较为先进的投资技术以及雄厚的资金实力，而且其获取市场信息的能力也较强，所以，外资法人投资者的引入通常可以起到很好的示范作用，减少投资者的盲目反应和过度投机行为。Brandt 等人(2010) [34]通过研究发现，外资法人持股比例较低的上市公司，投机性行为相对更多。Burns 等人(2010) [35]认为，由于具有更为广泛的信息获取渠道和更为专业的信息处理能力，外资法人投资者往往能够更加准确地评估公司价值。当股票价格持续上涨或者下跌时，通过采用负反馈交易策略，及时给市场发出信号，能够有效的抑制波动幅度。另外，外资法人投资者进入市场的成本较高，持股比例较大，通常不会频繁更改投资组合。相比之下，外资自然人投资者获取信息的渠道较少，处理信息的能力较弱，对市场的判断能力也有限，更容易进行非理性投资和频繁交易，进而引发过度投资行为。李心丹和王冀宁(2002) [36]对中国股市个体投资者的交易行为进行了研究，发现中国个体投资者的交易次数远大于美国，也就是中国市场的投资行为更多。

基于上述分析，本文提出假设二：外资法人持股与股价波动负相关，外资自然人持股与股价波动正相关。

5. 实证分析

本部分将对前文中的理论分析与假设进行实证分析，其中，数据处理软件为 R-3.5.2 和 Stata14。

5.1. 变量设计

1) 被解释变量

本文选用股票收益的标准差来衡量股价波动幅度，记为 V。计算公式如下：

$$r_{i,t} = \ln P_{i,t} - \ln P_{i,t-1}$$

$$V = \sqrt{\frac{1}{n-1}\sum_{t=1}^{n}\left(r_{i,t} - \bar{r}\right)^2}$$

其中：$r_{i,t}$ 为 i 上市公司的股票在 t 时刻的对数收益率；$P_{i,t}$ 为 i 上市公司股票在 t 时刻的价格；$P_{i,t-1}$ 为 i 上市公司股票在 $t-1$ 时刻的价格；V 为股票收益的标准差，即股价波动；n 为交易日天数；$\bar{r}$ 为所选区间内股票价格的平均对数收益率。

2) 解释变量

解释变量为上市公司前十大股东中的外资持股比例，记为 FS。进一步的，在分析不同类型外资持股对股价波动的影响时，会将其划分为外资法人持股和外资自然人持股，分别记为 FIS、FPS。

3) 控制变量

参考 Nguyen (2011) [11]、范慧敏(2016) [37]、李成林(2015) [30]等的研究成果，本文将公司规模、资产负债率、股权集中度、换手率、市净率作为控制变量，各控制变量的详细解释如下：

公司规模 = $\ln\left(\text{资产总计}/10000\right)$，记为 SIZE

资产负债率 = 负债总计/资产总计，记为 LEV

股权集中度 = 上市公司前三大股东持股比例之和，记为 HER

换手率 = 当期交易量/总股数，记为 HS

市净率 = 股票价格/账面价值，记为 PB

在分析不同类型外资持股对股价波动的影响时，还会将上市公司前十大股东中的国内法人持股比例、国内自然人持股比例作为控制变量，分别记为 DIS、DPS。

5.2. 数据来源与初步处理

本文数据均来自国泰安数据库，以在 2011 年之前上市的全部 A 股非 ST 共 1958 家上市公司为基础，选取时间跨度 2011.1.1 至 2017.12.31，并进行以下初步处理：

1) 考虑到外资持股比例、公司规模、资产负债率、股权集中度、市净率能查询到的最短期限为季度数据，换手率查询不到季度数据但可查询到月度数据，股票收益查不到季度数据但可查询到日数据，因此，将全部变量均处理为季度数据；

2) 对于换手率的月度数据，在将其处理为季度数据的过程中，若某个季度一家上市公司并没有该季度对应三个月份的全部数据，则视为缺失值；

3) 对于股票的日收益数据，在将其处理为季度数据的过程中，只要某个季度内一家上市公司的日收益数据不是太少，则均可处理为季度数据；

4) 将各变量均处理为季度数据后，在合并过程中，对于某上市公司在某个季度内的数据，只要有一个变量缺失，则删掉该公司在该季度的数据。

按照上述步骤处理完全部数据后，得到无外资持股上市公司 1755 家，数据共 37679 条；有外资持股上市公司 203 家，数据共 4344 条。

5.3. 模型的建立与确定

5.3.1. 模型建立

参考 Xuan (2015) [13]、范慧敏(2016) [37]、Chen (2013) [33]等人的研究成果，本文分两步建立外资持股对股价波动影响的实证模型。

第一步：检验外资持股对股价波动的影响，建立线性回归模型一如下：

$$V = \beta_0 + \beta_1 \text{FS} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{HER} + \beta_5 \text{HS} + \beta_6 \text{PB} + \varepsilon$$

其中：V 为股价波动；FS 为外资持股比例；SIZE 为公司规模；LEV 为资产负债率；HER 为股权集中度；HS 为换手率；PB 为市净率；ε 为随机误差项。

第二步：检验不同类型外资持股对股价波动的影响，在模型一的基础上，将外资持股比例 FS 分为外资法人持股 FIS 和外资自然人持股 FPS，同时，引入国内法人持股 DIS、国内自然人持股 DPS 作为控制变量，建立模型二：

$$V = \beta_0 + \beta_1 \text{FIS} + \beta_2 \text{FPS} + \beta_3 \text{DIS} + \beta_4 \text{DPS} + \beta_5 \text{SIZE} + \beta_6 \text{LEV} + \beta_7 \text{HER} + \beta_8 \text{HS} + \beta_9 \text{PB} + \varepsilon$$

其中：FIS 为外资法人持股比例；FPS 为外资自然人持股比例；DIS 为国内法人持股比例；DPS 为国内自然人持股比例。

5.3.2. 模型确定

本文所用数据为面板数据，而面板数据模型主要包括混合效应模型、固定效应模型和随机效应模型，为确定具体使用哪种模型，我们需要对其进行检验。

首先，采用 F 统计量对个体效应显著性进行检验，其原假设为不存在个体效应，若成立，则使用混合效应模型；若不成立，则进一步进行 Hausman 检验。模型一、模型二的 F 检验结果见表 1。

Table 1. Individual effect test results
表 1. 个体效应检验结果

模型	模型一	模型二
F 统计量	1.8162	1.7817
P 值	0.4325	0.3268

由上表我们知道，模型一、模型二均接受了原假设，因此不必再进行 Hausman 检验，可直接用混合效应模型进行回归。

5.4. 描述性统计

为了直观比较有外资持股的上市公司与无外资持股的上市公司各指标的区别，我们将全部样本分为 A、B 两组，其中，A 组为前十大股东中有外资持股的上市公司的季度数据，B 组为前十大股东中无外资持股的上市公司的季度数据。两组样本的描述性统计结果见表 2。

Table 2. Descriptive statistical results
表 2. 描述性统计结果

变量	样本组	样本数量	极小值	极大值	均值	标准差
V	A	4344	0.006672	0.097424	0.025229	0.01006398
	B	37679	0.004487	1.608434	0.027261	0.01495682
FS	A	4344	0.0063	0.8118	0.2496	0.1963778
	B	37679	0	0	0	0
FIS	A	4344	0.0000	0.8118	0.2301	0.202875
	B	37679	0	0	0	0
FPS	A	4344	0.00000	0.61190	0.01947	0.07679674
	B	37679	0	0	0	0
SIZE	A	4344	9.946	20.885	13.360	1.753351
	B	37679	5.584	21.682	13.162	1.48419
LEV	A	4344	0.007969	0.949812	0.408214	0.2009978
	B	37679	−0.2272	1.3518	0.4704	0.2172758
HER	A	4344	0.1404	0.9260	0.5679	0.1526875
	B	37679	0.005648	0.983571	0.468608	0.1587543
HS	A	4344	0.03223	5.73724	0.68452	0.7007866
	B	37679	0.004594	12.187463	1.057420	0.9294039
HP	A	4344	0.445	39.561	3.319	2.175874
	B	37679	0.000	4362.715	5.334	41.54488
DIS	A	4344	0.0000	0.8324	0.1934	0.203142
	B	37679	0.0000	0.97490	0.07742	0.1789725
DPS	A	4344	0.0000	0.66930	0.04093	0.1070074
	B	37679	0.00000	0.88570	0.03892	0.1205259

由上表可知，在股价波动方面，A 组的均值为 0.025229，小于 B 组的 0.027261，并且 A 组的标准差也更小，说明有外资持股的上市公司的股价波动通常小于无外资持股的上市公司。在公司规模方面，A 组的均值为 13.360，B 组的均值为 13.162，说明外资通常更喜欢入资规模更大的公司。在资产负债率方面，A 组的均值为 0.408214，标准差为 0.2009978，两者均小于 B 组，说明有外资持股的上市公司通常有较低的资产负债率以及更稳定的资本结构。在股权集中度方面，A 组的均值为 0.5679，B 组的均值为 0.468608，说明外资更偏好于集中度相对较高的上市公司。在换手率方面，A 组的均值为 0.68452，小于 B 组的 1.057420，而且 A 组的标准差 0.7007866 也比 B 组更小，说明有外资持股的上市公司的股票流动性通常比无外资持股的上市公司要低。在市净率方面，A 组的均值比 B 组小，说明外资更偏好于投资价值相对更高的上市公司。另外，在外资持股方面，外资法人持股的均值、标准差均明显大于外资自然人，说明外资自然人持股比例通常较小，但相对稳定。

5.5. 相关性分析

各变量间相关系数见表 3。

Table 3. Table of correlation between variables
表 3. 各变量间相关系数表

	V	FS	FIS	FPS	SIZE	LEV	HER	HS	PB	DIS	DPS
V	1.000										
FS	−0.034	1.000									
FIS	−0.09	0.927	1.000								
FPS	0.062	0.110	−0.273	1.000							
SIZE	−0.221	−0.278	−0.221	−0.127	1.000						
LEV	−0.080	−0.248	−0.180	−0.158	0.751	1.000					
HER 股权	−0.029	0.538	0.511	0.026	−0.062	−0.073	1.000				
HS	0.643	−0.068	−0.087	0.054	−0.198	−0.047	−0.315	1.000			
PB	0.474	−0.018	−0.019	0.003	−0.217	−0.185	−0.022	0.240	1.000		
DIS	−0.059	−0.320	−0.258	−0.137	0.101	0.140	0.226	−0.179	−0.043	1.000	
DPS	0.160	−0.156	−0.168	0.046	−0.150	−0.091	−0.153	0.023	0.208	−0.218	1.000

从上表可以看出，外资持股总体与股价波动呈正相关，其中，外资法人持股与股价波动正相关，而外资自然人持股则与股价波动负相关。同时，国内法人持股也与股价波动负相关，国内自然人则与股价波动正相关。另外，公司规模、资产负债率、股权集中度与股价波动也是负相关关系，而换手率和市净率则与股价波动是正相关关系。

5.6. 外资持股对股价波动的影响分析

5.6.1. 多重共线性检验

从相关系数表我们知道，股价波动与其他变量普遍存在相关性。因此，为确保模型一的准确性，我们对其进行多重共线性检验，检验结果见表 4。可以看出，所有变量的 VIF 值均明显小于 10，所以，不存在多重共线性。

Table 4. Results of model 1 multicollinearity test
表 4. 模型一多重共线性检验结果

变量	FS	SIZE	LEV	HER	HS	PB
VIF 值	1.561990	2.529367	2.373505	1.595002	1.267852	1.112628

5.6.2. 回归分析

采用混合效应模型对模型一进行回归，回归结果见表 5。

Table 5. Model 1 regression results table
表 5. 模型一回归结果表

	估计值	标准误	t 值	p 值
FS	−9.578e−04	−9.578e−04	−2.933	0.0087***
SIZE	−4.780e−04	2.156e−04	−2.218	0.0269**
LEV	3.359e−03	1.519e−03	2.211	0.0273**
HER	1.187e−02	1.966e−03	6.040	2.36e−09***
HS	8.714e−03	3.818e−04	22.823	<2e−16***
PB	1.152e−03	8.718e−05	13.209	<2e−16***
Intercept	1.395e−02	2.839e−03	4.915	1.08e−06***
Adjusted R-squared		0.5489		

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平下显著。

从表中可以看出，外资持股对股价波动有着显著负向影响，即表明前十大股东中有外资持股可以降低股价的波动幅度，这印证了假设一的假设。同时，公司规模与股价波动也是负相关关系，表明规模较大的公司通常股价波动幅度更小。而资产负债率、股权集中度、换手率以及市净率对股价波动则是有着显著的正向影响。另外，模型的 R2 值达 0.5489，整体拟合较好。

5.7. 不同外资类型对股价波动的影响分析

5.7.1. 多重共线性检验

此处所用模型为模型二，多重共线性检验结果见表 6。可以看出，所有变量的 VIF 值均明显小于 10，所以，不存在多重共线性。

Table 6. Model two multicollinearity test results
表 6. 模型二多重共线性检验结果

变量	FIS	FPS	SIZE	LEV	HER	HS	PB	DIS	DPS
VIF 值	2.483	1.384	2.671	2.439	2.048	1.301	1.156	1.684	1.236

5.7.2. 回归分析

采用混合效应模型对模型二进行回归，回归结果见表 7。

Table 7. Model 2 regression results table
表 7. 模型二回归结果表

	估计值	标准误	t 值	p 值
FIS	−3.452e−03	1.497e−03	−2.306	0.021375**
FPS	5.658e−03	3.590e−03	2.176	0.0348**
SIZE	−2.515e−04	2.185e−04	−1.151	0.249948
LEV	2.789e−03	1.519e−03	1.836	0.066662*
HER	1.036e−02	2.197e−03	4.716	2.84e−06***
HS	8.959e−03	3.815e−04	23.485	<2e−16***
PB	1.080e−03	8.766e−05	12.317	<2e−16***
DIS	−2.090e−03	1.821e−03	−2.235	0.0239**
DPS	1.175e−02	2.435e−03	4.827	1.66e−06***
Intercept	1.011e−02	2.906e−03	3.480	0.000529***
Adjusted R-squared		0.5612		

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平下显著。

从表中可以看出，外资法人持股对股价波动有着负向影响，外资自然人持股对股价波动则有着正向影响，两者均符合假设二的假设。同时，对比两者作用的强弱可以发现，外资自然人对股价波动的加剧效果大于外资法人对股价波动的减弱效果，但根据模型一的回归结果，外资持股总体呈现为减弱效果，这是由于法人持股比例通常比自然人持股比例大得多的缘故。另外，还可以看出，国内法人持股同样可以起到稳定股价波动的效果，但是作用强度低于外资法人持股，而国内自然人持股则一样会加剧股价波动，且加剧效果大于外资自然人持股，这表明国内投资者相比国外而言，交易更为频繁，更容易有投机行为，符合前文中的理论分析。总体上，模型的 R2 值达 0.5612，拟合效果较好。

6. 结论

本文首先从外国投资者的特点出发，理论分析了外资持股对我国上市公司股价波动的影响，并就其提出了两点研究假设，进而选取有外资持股的 233 家上市公司和无外资持股的 1755 家上市公司在 2011.1.1~2017.12.31 期间的季度数据进行了实证分析与检验，得出结论：

1) 外资持股与上市公司股价波动负相关。

得出这一结论主要因为外资持股带来的信息效应和治理效应。外资股东可以给市场带来良好的示范，带来价值投资的理念，同时促使上市公司提高信息披露的质量，从而给信息传导带来积极效应，减少市场由于信息不对称而产生的过度投机行为以及羊群效应。

2) 外资法人持股与上市公司股价波动负相关，外资自然人持股与上市公司股价波动正相关。

外资法人有着更广的信息渠道以及更为丰富的投资经验与技术，更偏好于价值投资，注重长期利益，因此对股价波动有着一定抑制作用。而外资自然人更可能频繁交易与非理性投资，从而加剧股价波动。

基于上述结论，本文提出以下政策建议：

1) 进一步扩大外资股东在上市公司中的持股比例。

通过本文的实证研究发现，外资持股有利于降低股价波动，外资持股比例越高，股价越稳定。因此外资政策制定者应该适当进一步扩大单个外资股东在上市公司中的持股比例，提高股东参与公司治理的

积极性。

2) 倡导价值投资，增强市场有效性

本文认为外资持股对股价波动积极效应的关键在于价值投资的理念，其促进了信息传递，增强了市场有效性。而目前国内股市存在的众多不理性投资行为，以及市场的有效性较弱，是股价频繁波动的重要原因，因此，加强国内投资者的价值投资理念，从而维护良好的市场投资环境。

基金项目

四川省教育厅人文社会科学重点研究基地——四川民族山地经济发展研究中心资助(项目名称：四川民族地区绿色经济和新兴产业深度融合机制研究，项目编号：SDJJ202121)。

参考文献

[1] Douma, S., George, R. and Kabir, R. (2002) Foreign and Domestic Ownership, Business Groups, and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market. *Strategic Management Journal*, **27**, 637-657. https://doi.org/10.1002/smj.535

[2] Imam, M.O. and Malik, M. (2007) Firm Performance and Corporate Governance through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market. *International Review of Business Research Papers*, **3**, 88-110.

[3] Hanousek, J., Kocenda, E. and Svejnar, J. (2007) Origin and Concentration: Corporate Ownership, Control and Performance in Firms after Privatization. *Economics of Transition*, **15**, 1-31.

[4] Garner, J.L. and Kim, W.Y. (2013) Are Foreign Investors Really Beneficial? Evidence from South Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*, **25**, 62-84. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.08.003

[5] Kang, J.K., Lee, I. and Na, H.S. (2010) Economic Shock, Owner-Manager Incentives, and Corporate Restructuring: Evidence from the Financial Crisis in Korea. *Journal of Corporate Finance*, **16**, 333-351. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.12.001

[6] Masulis, R.W., Wang, C. and Xie, F. (2011) Globalizing the Boardroom—The Effects of Foreign Directors on Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Accounting & Economics*, **53**, 527-554. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.12.003

[7] Lang, H.S. (2002) Corporate Diversification and Firm Performance. *Journal of Political Economy*, **1**, 1248-1280.

[8] Sun, Q. and Tong, W.H.S. (2003) China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success. *Journal of Financial Economics*, **70**, 183-222. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00145-4

[9] Kim, H.E. and Lee, B.Y. (2004) The Effects of Foreign Bank Entry on the Performance of Private Domestic Banks in Korea. *Basel Bank for International Settlements*, **3**, 1 -28.

[10] Berger, A.N., Clarke, G.R.G., Cull, R., *et al*. (2005) Corporate Governance and Bank Performance: A Joint Analysis of the Static Selection and Dynamic Effects of Domestic, Foreign, and State Ownership. *Journal of Banking & Finance*, **29**, 2179-2221. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.03.013

[11] Li, D., Nguyen, Q.N., Pham, P.K., *et al*. (2011) Large Foreign Ownership and Firm-Level Stock Return Volatility in Emerging Markets. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, **46**, 1127-1155. https://doi.org/10.1017/S0022109011000202

[12] Laux, C. and Leuz, C. (2009) Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis? *Journal of Economic Perspectives*, **24**, 93-118.

[13] Xuan, V.V. (2015) Foreign Ownership and Stock Return Volatility-Evidence from Vietnam. *Journal of Multinational Financial Management*, **30**, 101-109. https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2015.03.004

[14] Chari, A. and Henry, P.B. (2001) Stock Market Liberalizations and the Repricing of Systematic Risk. *SSRN Electronic Journal*, **1**, 1677-1689.

[15] Umutlu, M., Akdeniz, L. and Salih, A.A. (2010) The Degree of Financial Liberalization and Aggregated Stock-Return Volatility in Emerging Markets. *SSRN Electronic Journal*, **34**, 509-521. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.010

[16] He, W., Li, D., Shen, J., *et al*. (2013) Large Foreign Ownership and Stock Price Informativeness around the World. *Journal of International Money & Finance*, **36**, 211-230. https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2013.04.002

[17] Choe, H., Kho, B.C. and Stulz, R.M. (1998) Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997. *Journal of Financial Economics*, **54**, 227-264. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00037-9

[18] Kim, W. and Wei, S.J. (2002) Foreign Portfolio Investors before and During a Crisis. *Journal of International Economics*, **56**, 77-96. https://doi.org/10.1016/S0022-1996(01)00109-X

[19] 宋敏, 张俊喜, 李春涛. 股权结构的陷阱[J]. 南开管理评论, 2004, 7(1): 9-23.

[20] 徐莉萍, 辛宇, 陈工孟. 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J]. 经济研究, 2006, 3(1): 90-100.

[21] 苏国强. 外资参股对公司价值的动态影响——基于中国上市公司经验数据的分析[J]. 广东商学院学报, 2012, 27(1): 56-65.

[22] 王雄, 方闻千, 刘振彪. QFII 持股与上市公司绩效的相关性研究——基于 2009-2011 年 QFII 持股上市公司数据的实证分析[J]. 深圳大学学报(人文社会科学版), 2013, 30(3): 87-91+73.

[23] 曾鸣晔. 外资涉入对公司治理效率的影响——基于国有上市公司与家族上市公司的比较分析[J]. 中国经贸导刊, 2015(23): 4-6+14.

[24] 陈晓, 江东. 股权多元化、公司业绩与行业竞争性[J]. 经济研究, 2000(8): 28-35.

[25] 卢文莹. 外资并购策略[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2004: 1-100.

[26] 李翔. 外资持股对中国股市波动的影响研究[D]: [博士学位论文]. 广州: 暨南大学, 2014: 46-53.

[27] 张佑辉, 李延喜, 高锐. QFII 与中国上市公司股价波动率关系研究[J]. 大连理工大学学报, 2008, 29(2): 37-42.

[28] 廖玉成. QFII 持股对股票收益波动性影响研究——以我国证券市场为例[D]: [硕士学位论文]. 杭州: 浙江工商大学, 2008.

[29] 卢文莹. 外资并购及其价值取向[J]. 东方企业家, 2002(11): 124-135.

[30] 李成林. 外资机构持股与股票收益波动性——基于沪深两市的实证研究[J]. 时代金融, 2015(1): 74-75.

[31] Bae, K.H., Ozoguz, A., Tan, H. and Wirjanto, T.S. (2012) Do Foreigners Facilitate Information Transmission in Emerging Markets? *Journal of Financial Economics*, **105**, 209-227. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.01.001

[32] Gul, F.A., Kim, J.B. and Qiu, A.A. (2010) Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China. *Journal of Financial Economics*, **95**, 425-442. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.11.005

[33] Chen, C.H., Yu, W.C. and Zivot, E. (2011) Predicting Stock Volatility Using After-Hours Information: Evidence from the NASDAQ Actively Traded Stocks. *International Journal of Forecasting*, **28**, 366-383. https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2011.04.005

[34] Brandt, M.W., Brav, A., Graham, J.R., *et al*. (2010) The Idiosyncratic Volatility Puzzle: Time Trend or Speculative Episodes? *Review of Financial Studies*, **23**, 863-899.

[35] Burns, N., Kedia, S. and Lipson, M. (2010) Institutional Ownership and Monitoring: Evidence from Financial Misreporting. *Journal of Corporate Finance*, **16**, 443-445. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.06.001

[36] 李心丹, 王冀宁. 中国个体证券投资者交易行为的实证研究[J]. 经济研究, 2002(11): 54-63.

[37] 范慧敏. 外资持股对中国上市公司经营绩效和股价波动的影响研究[D]: [硕士学位论文]. 哈尔滨: 哈尔滨工业大学, 2016.