DOI: 10.3785/j.issn.1008-942X.2009.03.251

信息优势、波动风险与大股东的选择性减持行为

朱茶芬[1] 陈 超[2] 李志文[1]

(1.浙江大学 管理学院,浙江 杭州 310058;2.复旦大学 管理学院,上海 200433)

[摘 要]非流通股解禁和减持问题是当前市场关注的焦点。以截至 2008 年 2 月 29 日的减持数据为基础,对大股东减持的各种动因进行分析的结果显示,我国大股东凭借对公司估值和业绩前景的优势信息进行选择性的减持,高估值且业绩前景差的公司更可能成为减持的对象;与国外不同的是,A 股市场的高波动风险是推动大股东减持的另一重要动因。进一步区分减持力度发现,估值与业绩前景动因对强度减持更具解释力,而高波动风险是引发轻度减持的主要动因。从大股东层级来看,控股股东的减持传达了估值偏高、业绩前景不佳的更明确信号。上述发现对投资者决策和监管政策制定具有重要启示作用。

[关键词]减持;股权分置改革;内部人交易

Private Information, Fluctuation Risk and Large A-Shareholders' Selective Selling

Zhu Chafen[1] Chen Chao[2] Jevons Lee[1]

(1. *School of Management, Zhejiang University, Hangzhou* 310058, *China*;
2. *School of Management, Fudan University, Shanghai* 200433, *China*)

Abstract: This study investigates the large A-shareholders' selling behavior using the disclosed trading data before February 29, 2008. We find that large shareholders make use of private information about company's fundamental value and future performance in their selling decision. The companies which have higher valuation, worse prospect and larger price fluctuation risk will be sold more aggressively by large shareholders. By analyzing the selling quantity, we find that large sales are mainly made due to valuation and performance reasons, while small sales are provoked mainly by high price fluctuation risk. In terms of the insider identity, sales by controlling shareholders convey negative signals more definitely than sales by other large shareholders. The results can not only improve our understanding about large shareholders' trading behavior, but also have important implications for regulation and investor decision.

Key words: insider sales; share structure reform; insider trading

[收稿日期]2009-03-25 [本刊网址·在线杂志]http://www.journals.zju.edu.cn/soc

[在线优先出版日期]2009-06-04

[基金项目]中国博士后科学基金资助项目(20080431333);教育部人文社会科学研究青年基金资助项目(08JC790093)

[作者简介]1.朱茶芬,女,浙江大学管理学院教师,会计学博士,主要从事公司治理、内部人交易行为研究;2.陈超,男,复旦大学管理学院特聘教授,美国加利福尼亚州立大学金融学讲座教授,主要从事公司财务研究;3.李志文,男,浙江大学管理学院教授,美国杜兰大学蔻翰讲座教授,主要从事公司财务方面的研究。

长期以来，中国实施股权分置制度，作为典型内部人的大股东被隔离在流通市场之外，不参与市场的定价博弈和交易活动。2005 年开始的股权分置改革改变了这一格局，非流通股股东通过支付对价的方式获得流通权，A 股市场正逐渐迈向崭新的全流通时代。然而，伴随着非流通股的陆续解禁，大股东减持行为开始盛行，部分大股东甚至大量抛售解禁股份进行套现，这对公司股价和市场信心造成了极大压力，成为大盘指数持续下挫的重要根源。投资者纷纷将解禁和减持视为洪水猛兽，如何应对减持问题成为困扰监管层的重大难题。当前，正确认识大股东的交易动机、交易策略和交易的经济后果，是有效破解减持困局并以此为契机健全相关监管制度的基本前提。然而到目前为止，中国在这方面的研究少之又少。

基于西方的研究，内部人（主要包括大股东和高管层）是拥有信息优势的特殊群体，他们往往利用对公司估值和业绩前景的优势信息进行交易谋利。在 A 股市场，大股东是否也利用了信息优势进行选择性减持？什么样的公司更可能成为大股东减持的对象？投资者如何根据公司特征来预测其面临的减持压力？细致考察大股东减持的动因和决定因素，有助于深入了解和把握大股东的交易行为，有效预测大股东的减持动向和趋势，从而有助于监管层更好地应对减持难题。本文利用截至 2008 年 2 月 29 日公开披露的减持数据，对大股东减持的动因进行实证考察。

一、文献回顾

内部人是一类拥有高度准确信息、信息获取成本极低的特殊信息交易者[1]。内部人的信息优势主要体现在两方面：（1）内部人可能提前知晓影响股价波动的重大事件（内幕信息），以此进行内幕交易；（2）内部人总体上拥有对公司内在价值和未来业绩前景的更准确判断，即价值判断优势，从而在交易时机选择上具有超出市场的能力。内部人交易研究的核心问题之一是考察内部人是否在交易中利用了信息优势。具体来说，既有文献主要从三个角度入手：

（一）重大事件前后的内部人交易行为研究

很多学者针对公司重大事件前后的内部人交易行为进行研究，考察内部人是否利用了特定的重大信息来提前交易。研究中涉及的重大事件包括盈利公告、并购公告、会计更改公告、财务报表重编公告、股利公告、资产出售公告、破产公告、股票上市公告、股票增发公告等[2-5]。文献基本上支持了重大事件前的内部人交易获取了超额收益的结论。

（二）基于价值判断优势的内部人交易行为研究

第二类研究检验内部人的交易行为与其价值判断优势的关系，研究发现，内部人确实利用其价值判断优势进行选择性交易。Rozeff 和 Zaman 发现内部人利用市场的定价偏差进行反向交易，在公司被高估（低估）时选择卖出（买入）[6]。Piotroski 和 Roulstone 则认为内部人还利用对未来业绩的优势信息进行交易。当未来一年的股票收益和盈余增长为好消息（坏消息）时，内部人的交易更多地呈现为买入（卖出）[7]。Ke 等人发现，如果公司季度盈利出现大幅下降，内部人早在之前 3—9 个季度就开始大量卖出公司股票，尤其是当时估值很高的公司[8]。

（三）内部人交易的获利性和时机选择能力

另有一些学者专门检验交易前后的股票收益走势，考察交易的获利性，这是一种间接的验证，如果内部人交易总能获得显著的超额收益，那就证实了他们的确利用了市场上所没有的私有信息。Friederich 等人利用短时间窗口（交易前后 20 天）检验了 1986—1994 年间英国公司董事交易的超

额收益情况。结果发现,买入前后的累计超额收益分别为-2.85%和1.96%,卖出前后的累计超额收益分别为1.23%和-1.46%,说明内部人交易存在明显的时机选择现象[9]。Givoly和Palmon考察了1973—1975年在美国股票交易所上市的68家公司,发现内部人在交易后一年的累计超额收益高达8.60%[10]。McNally和Smith考察了不同类型内部人(外部大股东、CEO、其他高管层、董事等)的预测能力和获利性有无显著的差异,研究支持了信息层级观点,即越靠近决策中心的内部人,往往信息优势越强,其获利性也越强[11]。

由于股权分置制度和禁售期的存在,2007年前我国A股市场很少出现内部人交易现象。2007年以来,随着非流通股的陆续解禁,大股东减持行为开始盛行,这也成为影响市场运行的重要因素。截至目前,相关的研究以规范性为主,主要围绕如何应对减持这一核心,阐述了减持的原因、市场影响和治理方案等问题,实证性文献很少。在减持动因方面,楼瑛和姚铮发现财务绩效越差的公司,大股东减持越严重[12];芦璐等人发现,估值分歧是大股东减持的关键影响因素①。上述文献仅检验了减持的某一动因,不够全面深入。在减持的交易策略方面,陈耿和陈秋发现,大股东减持前存在大额的正超额收益,由此推断大股东在减持中可能存在股价操纵行为[13];蔡宁以案例分析的形式发现了为配合大股东减持的盈余管理新现象[14]。

在A股市场,解禁后的大股东是否也利用了信息优势进行选择性减持?减持的动因有哪些?这些成为本文考察的问题。

二、研究假说

我们认为大股东减持可能出于三种动因:估值因素、业绩前景因素、股票波动风险因素。前两个因素在内部人交易的文献中曾被提及,主要从大股东拥有信息优势的角度提出,第三个因素则与A股市场全流通转型的特殊背景有关。

大量文献指出,内部人利用市场的定价偏差进行交易,在公司被高估时选择卖出[6-7]。因此,市场的高估值很可能是诱发大股东减持的重要动因。自2006年开始,随着股权分置改革的顺利开展,中国股市进入快速上升通道,上证综指从2005年底的1 221点一度涨到2007年10月的6 000点以上。相当部分公司的市场估值严重偏高,泡沫成分加大。解禁后,大股东很可能利用市场的高估值机会进行减持,定价偏差越严重的公司,大股东的减持动机越强。

Piotroski和Roulstone指出,内部人还利用对公司业绩前景的优势信息进行选择性交易[7]。如果上市公司未来业绩前景不佳,毫无疑问,内部人将提前卖出股票以规避公司股价下调的损失,因此,业绩前景不佳是推动内部人减持的重要动因。大股东对行业前景和公司未来发展前景具有更准确的信息,其减持决策很可能出于公司基本面和业绩前景不佳的考虑。

与国外不同的是,我国的大股东交易具有独特的历史背景,同时面临特殊的市场环境。一直以来,A股市场实施股权分置制度,由于流通权严重受限,大股东长期承担着无法分散化投资的资产风险,积累了比较强的减持动能,在解禁后,部分股东出于流动性需要和分散化投资的动机进行减持套现,而当前A股市场的高波动风险严重加剧了这种动机的减持,造成比国外市场规模更大、范围更广的减持现象。目前A股市场正处于股权分置向全流通市场过渡的特殊时期,规模巨大、时间集中的限售股解禁带来了极大的市场扩容压力,再加上国际环境改变等因素的影响,自2007年10月以来,A股市场一直处于深度震荡和下行之中,上市公司的股价波动异常剧烈,随着解禁规模的持续升级,未来市场仍存在高度的不确定性。首次获得流通权的大股东很可能为了规避高波动

① 参见芦璐、陆勇威、安宝华《限售股东减持水平影响因素的实证研究》,中国会计学会2007年年会论文。

风险，抢先抛售解禁股份以求“落袋为安”。股票波动风险越大的公司，大股东的恐慌性减持越严重。

假说 1：市场估值越高、业绩前景越差、股票波动风险越大的公司，大股东减持的动机越强，减持的力度越大。

作为信息优势最明显的内部人，控股股东的减持决策最受关注。相对于其他大股东，控股股东拥有绝大部分控制权，是公司重大战略决策的主要制定者，可以说，他们拥有最直接可靠的内部信息。按照信息层级的观点，由于处于决策核心，控股股东对公司估值和业绩前景具有最明显的信息优势，其减持行为更可能基于估值偏高、业绩前景不佳的考虑。本文将单独检验控股股东的减持行为。

假说 2：控股股东的交易行为与其信息优势的关系更密切，即估值和业绩前景因素对控股股东的减持更具解释力。

三、研究设计

根据研究假说，本文需要建立关于减持力度与各种动因变量的回归模型，以解释大股东（或控股股东）的减持行为。

（一）样本数据

2005 年 9 月 4 日颁布的《上市公司股权分置改革管理办法》规定，持股 5% 以上的非流通股股东减持股份每达到上市公司总股本 1% 时，需在该事实发生之日起两个工作日内做出公告。因此，大股东的减持数据可以通过公开渠道获取。本文关于减持和解禁的数据来自 Wind 资讯金融终端数据库和交易所的网上披露数据[①]，样本期间为 2006 年 8 月 24 日（首次出现减持公告）至 2008 年 2 月 29 日。由于涉及市盈率的计算，本文剔除了 2007 年底市盈率为负的样本[②]。

（二）变量设定和模型

$$sjbl = b_0 + b_1\,rret(rpe) + b_2\,roe(insti) + b_3\,var + b_4\,central + b_5\,local + b_6\,othersh + b_7\,size + b_8\,ind + \varepsilon;$$

$$consjbl = b_0 + b_1\,rret(rpe) + b_2\,roe(insti) + b_3\,var + b_4\,central + b_5\,local + b_6\,sh12 + b_7\,size + b_8\,ind + \varepsilon。$$

1. 大股东减持力度和控股股东减持力度的度量——指标为 sjbl 和 consjbl

由于股权分置改革是分批陆续开展的，不同公司的解禁时间、解禁规模各异。基于公司间解禁进度不一的现实约束，本文采用一个公司所有减持股份占所有已解禁股份的比例（减持/解禁）来衡量该公司面临的大股东减持力度，代码为 sjbl。与此类似，本文采用某公司控股股东的减持股份占控股股东已解禁股份的比例，来度量该公司的控股股东减持力度，代码为 consjbl。

2. 估值动因的度量——指标为 rpe 或 rret

既有的文献以年末财务比率（市盈率、市净率）和一年内的股票回报度量公司是否被高估，考虑

① Wind 金融资讯终端数据库详见 http://www.wind.com.cn/download.htm，2009 年 5 月 20 日。交易所数据详见上海证券交易所网站中的“上市公司诚信记录”栏目（http://www.sse.com.cn/sseportal/webapp/datapresent/QueryCreditInfoAct?reportName=CreditInfoRpt&CURSOR=1，2009 年 5 日 20 日）和深圳证券交易所网站中的“限售股份解限与减持”栏目（http://www.szse.cn/main/disclosure/bulliten/jxjc/，2009 年 5 日 20 日）。

② 在敏感性检验中，即使未剔除市盈率为负的样本，我们的实证结果仍然成立。

到中国市场比较偏重市盈率指标,本文选用市盈率和累计涨幅来衡量公司的估值。

rpe:取2007年末市盈率的排序值[①](1—5)。本文也尝试了其他方式的市盈率度量,如采用行业调整后的2007年末市盈率,实证结果类似。

rret:取公司累计涨幅的排序值(1—5)。本文统一计算公司在2006年1月1日—2008年2月29日的股票收益率作为股权分置改革后公司的累计涨幅。

3.业绩前景动因的度量——指标为roe或insti

业绩前景的主要度量指标采用2007年的净资产收益率roe[②]。另外,近年来机构投资者越来越推崇价值投资,业绩增长能力成为机构长期投资的主要考虑因素,因此,本文还选择了机构长期持股比例作为业绩前景的辅助性度量指标,定义方法为样本期内每个季度末(2006年9月30日、2006年12月31日、2007年3月31日、2007年6月30日、2007年9月30日、2007年12月31日)机构持股比例的平均值,指标为insti。

4.股票波动风险动因的度量——指标为var

本文使用样本期间公司股票收益的日波动率var进行度量。

5.控制变量

公司股权性质、控制权安全性、股权分散度、规模都可能影响大股东(控股股东)的减持力度。

(1)公司股权性质——指标为central、local

国资委和证监会于2007年6月30日联合发布了《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》),对国有大股东的公开市场减持的规模和进度进行了限制。民营大股东由于不存在相关的约束,其减持力度可能更大。本文按实际控制人类型将上市公司分为中央国有控股、地方国有控股和民营控股三类。当上市公司的实际控制人为中央企业、国务院国资委或中央部门时,central=1;否则central=0。当上市公司的实际控制人为地方国有企业、地方国资委或地方政府部门时,local=1;否则local=0。民营控股公司则作为基准组。

(2)股权分散度——指标为othersh

在大股东减持的预测模型中,本文控制了股权分散度othersh,定义为第二大股东至第五大股东的股权之和除以第一大股东股权。由于不享有控制权,其他大股东的减持冲动总体要强于控股股东,因此,其他大股东的相对持股越高,即股权分散度越高,总体减持规模可能就越大。

(3)控制权安全性——指标为sh12

在控股股东减持的预测模型中,本文加入了控制权安全性sh12,定义为第一大股东和第二大股东持股之差。不同于其他大股东,控股股东更看重公司的长远发展和控制权地位,在减持决策时会考虑对控制权地位的影响,若控制权地位本身不安全,那控股股东倾向于不减持或少量减持。因而,sh12越大,预期控股股东的减持力度越大。

另外,本文在模型中加入了规模size、行业ind等基本控制变量。

---

① Rozeff和Zaman、Piotroski和Roulstone在模型中使用市盈率、市净率时都采用排序形式,而不是原值形式。文中采用将市盈率分成5组的做法,我们也尝试了分成10组,实证结果类似。参见M.S. Rozeff & M.A. Zaman,"Overreaction and Insider Trading: Evidence from Growth and Value Portfolios," *Journal of Finance*, Vol.53, No.2(1998), pp.701-716; J.D. Piotroski & D.T. Roulstone, "Do Insider Trades Reflect Both Contrarian Beliefs and Superior Knowledge about Future Cash Flow Realizations?" *Journal of Accounting and Economics*, Vol.39, No.1(2005), pp.55-81。

② 在样本期间(2006年8月24日—2008年2月29日),2007年年报尚未披露,投资者并不知晓2007年的业绩数字,因此,2007年的净资产收益率很大程度上可以作为业绩前景的度量。

四、描述性统计

从表 1 可知，截至 2008 年 2 月 29 日，共有 1 013 家上市公司发生了大股东解禁，其中 464 家发生了控股股东的解禁。

从减持的分布面来看，在 1 013 家已解禁公司中，共有 384 家遭遇了大股东减持，约占 38%。在 464 家控股股东解禁的公司中，有 144 家被控股股东减持，占 31%，由此看来，减持的分布面较广。大股东的减持力度如何呢？如果仅从 384 家大股东减持样本来看，减持比例平均为 4.91%，减持/解禁的比重平均高达 35%，这说明遭遇减持的公司其减持力度并不轻。但如果放大到全部 1 013家解禁样本来看，减持与解禁之比降为 13.08%，即截至 2008 年 2 月 29 日，约 13.08% 的解禁股份已被减持。

控股股东的减持力度如何呢？单从 144 家控股股东减持样本来看，控股股东的减持比例平均为 3.46%，减持与解禁之比平均高达 58%。如果放大到全部 464 家控股股东解禁样本来看，控股股东的减持与解禁之比降为 17.93%。

表 1　解禁和减持规模的描述

样　本	变　量	Mean	Median	Max	Q3	Q1	Min	*N*
大股东	解禁股数(万)	7 511.35	3 405.69	68 1292.0	6 298.31	1 702.50	159.09	1 013
解禁样本	解禁比例(%)	13.65	11.37	59.33	18.67	5.86	1.10	1 013
控股股东	解禁股数(万)	4 421.41	1 763.36	433 512.2	3 118.50	1 069.02	111.87	464
解禁样本	解禁比例(%)	6.19	5	37.95	8.31	5	0.47	464
大股东	减持比例(%)	4.91	4.23	24.92	6.16	2.36	0.36	384
减持样本	减持/解禁	0.35	0.28	1.59	0.49	0.15	0.02	384
控股股东	减持比例(%)	3.46	3.64	12.07	4.96	1.74	0.76	144
减持样本	减持/解禁	0.58	0.50	1.45	0.83	0.31	0.09	144

注：(1) 解禁比例是指公司的解禁股数占公司总股本的比例；减持比例是减持股数占公司总股本的比例。
(2) 大股东(控股股东)解禁(减持)样本：截至 2008 年 2 月 29 日，发生大股东(控股股东)解禁(减持)的全部公司。
(3) Q3、Q1 分别代表 75% 分位数、25% 分位数。

表 2 根据大股东减持力度将全部样本分为三组。与大股东没有减持和轻度减持的公司相比，大股东强度减持的公司往往估值更高(rpe 和 rret)、业绩前景更差(roe 和 insti)、波动风险更大(var)、属于中央控股的可能性更小(central)、股权分散度更高(othersh)、规模更小(size)。进一步比较可以发现，轻度减持和没有减持的公司之间特征差异较小；而强度减持的确传达了关于估值或业绩前景更强的负面信号。

表 2　根据大股东减持力度的分组变量统计

		rpe	rret	roe	insti(%)	var	central	local	othersh	size
平均数	sell=0	2.99	3.27	0.06	12.09	3.64	0.19	0.52	0.40	4.55
	sell=1	3.14	3.28	0.05	9.81	3.70	0.15	0.45	0.58	2.96
	sell=2	3.52	3.41	0.02	8.58	3.75	0.10	0.45	0.62	2.15

注：(1) 当减持/解禁的比值 sjbl 为 0 时，sell=0，代表大股东没有减持；当 sjbl 小于等于减持样本的中位数时，sell=1，代表大股东轻度减持；当 sjbl 大于减持样本的中位数时，sell=2，代表大股东强度减持。
(2) 指标的具体含义见上文；size 取公司 2006 年末总资产值(以十亿元计)。

表3是根据控股股东减持力度的分组统计结果。大体上我们也能发现类似表2的规律。表4进一步区分不同类型的控股股东。民营控股股东的轻度减持和强度减持行为传递着完全不同的信号：轻度减持决策完全是基于实现前期高额涨幅，实际上公司的业绩前景依然良好；而被民营股东强度减持的则是那些规模小、业绩前景非常差但却拥有高估值的公司，从第一大股东持股比例来看，民营股东本身的持股比例就不高，平均只有27.10%，此时再大幅减持，说明其退出公司的意愿较明显。这种特征的公司减持风险最大，应引起投资者的高度警惕。对于国有控股股东来说，业绩前景差、高估值、股票波动风险大都可能成为控股股东减持的动因。

表3 根据控股股东减持力度的分组变量统计

		rpe	rret	roe	insti(%)	var	central	sh1(%)	sh12(%)	size
平均数	consell=0	2.95	3.23	0.07	12.38	3.61	0.20	36.82	28.34	4.58
	consell=1	3.33	3.48	0.06	11.73	3.78	0.14	38.87	30.51	2.91
	consell=2	3.62	3.62	−0.02	6.19	3.84	0.08	35.54	27.34	3.34

注：(1)当控股股东减持/解禁的比值consjbl为0时，consell=0，代表控股股东没有减持；当consjbl小于等于控股股东减持样本的中位数时，consell=1，代表轻度减持；当consjbl大于控股股东减持样本的中位数时，consell=2，代表强度减持。下同。

(2)sh1：第一大股东持股比例，下同。

表4 区分控股股东性质的分组变量统计

	平均数	rpe	rret	roe	insti(%)	var	sh1(%)	sh12(%)	size
民营控股股东	consell=0	3.11	3.16	0.07	10.26	3.61	31.01	21.20	2.27
	consell=1	2.79	3.74	0.09	12.15	3.67	35.74	25.50	2.18
	consell=2	3.70	3.75	0.01	2.80	3.86	27.10	15.69	1.12
国有控股股东	consell=0	2.88	3.26	0.07	13.45	3.61	39.74	31.93	5.74
	consell=1	3.56	3.38	0.05	11.56	3.82	40.19	32.62	3.22
	consell=2	3.58	3.55	−0.03	7.89	3.83	39.76	33.16	4.46

五、实证结果

大股东减持动因的检验结果如表5所示：

表5 大股东减持动因的检验

	(1)全部样本		(2)全部样本		(3)全部样本		(4)轻度减持和无减持样本		(5)强度减持和无减持样本	
	系数	P值	系数	P值	系数	P值	系数	P值	系数	P值
Intercept	−0.101	0.18	−0.072	0.35	−0.140*	0.05	−0.033	0.23	−0.109	0.24
rpe					0.011**	0.03				
rret	0.011*	0.08	0.011*	0.08			−0.000 3	0.89	0.014*	0.07
roe	−0.176***	0.002					0.006	0.79	−0.201***	0.003

续表 5

	(1)全部样本		(2)全部样本		(3)全部样本		(4)轻度减持和无减持样本		(5)强度减持和无减持样本	
	系数	*P* 值	系数	*P* 值	系数	*P* 值	系数	*P* 值	系数	*P* 值
insti			−0.029***	0.002						
var	0.053**	0.01	0.050**	0.02	0.058***	0.003	0.017**	0.03	0.051**	0.05
central	−0.088***	<0.000 1	−0.079***	0.000 4	−0.082***	0.000 2	−0.016**	0.04	−0.098***	0.000 3
local	−0.048***	0.004	−0.043***	0.009	−0.044***	0.007	−0.007	0.24	−0.053***	0.009
othersh	0.068***	<0.000 1	0.063***	0.000 1	0.066***	<0.000 1	0.020***	0.002	0.084***	<0.000 1
size	−0.001	0.32	−0.001	0.40	−0.001	0.37	−0.000 2	0.48	−0.001	0.48
ind	control		control		control		control		control	
观察值	906		924		924		745		733	
Adj. R^2	0.090		0.082		0.077		0.051		0.101	
R^2	0.106		0.098		0.091		0.071		0.121	
F 值	6.60		6.13		6.50		3.48		6.15	

注：(1) 回归(3)中没有包括业绩前景指标(roe 或 insti)，这是考虑到市盈率指标的分母就是盈余，rpe 与 roe 或 insti 间存在很强的负相关性，相关系数分别达到 −0.51 和 −0.31。

(2) 在敏感性检验中，回归(4)和(5)采用 Logistic 回归方法得出的实证结果与 OLS 回归方法的结果类似，下同。

(3) ***、**、* 分别表示变量在 1%、5% 和 10% 水平上显著，下同。

回归(1)—(3)以全部样本为对象，以不同的度量指标为自变量，考察了估值、业绩前景和波动风险动因的影响。在估值动因方面，累计涨幅值 rret 系数为正，在 8% 水平上显著，rpe 系数为 0.011，在 3% 水平上显著为正，表明高估值的确是导致大股东减持的重要动因。在业绩前景动因方面，roe 和 insti 前的系数分别高达 −0.176 和 −0.029，均在 0.2% 水平上显著，即业绩越差、机构持股比例越低的公司，大股东减持的力度越高。以 var 度量的波动风险动因在 0.050—0.058 间高度显著，即波动风险越高的公司，大股东减持力度越高，表明高波动风险对大股东减持具有推波助澜的作用。

控制变量中，公司股权性质对大股东减持具有重要影响，central 在 −0.088 至 −0.079间高度显著；local 显著为负，系数值在 −0.048 至 −0.043 间。这说明与民营控股公司相比，中央控股公司的大股东减持力度最低，地方国有控股公司次之，《暂行办法》的确对国有股东的减持行为形成了制约。股权分散度(othersh)前的系数均显著为正，在 0.063—0.068 间，即股权分散度越高，大股东减持的力度越大，这与预期一致。

上述关于三大动因对减持的影响主要来自于强度减持样本。回归(4)采用只包含大股东无减持和轻度减持的样本，结果发现只有波动风险 var 的影响仍显著为正，估值和业绩前景变量则很不显著。这说明大股东轻度减持主要基于高波动风险下及时套现的目的，并没有传达出估值偏高、业绩前景差的明确信号。回归(5)中估值和业绩动因的系数值更大，分别达到 0.014 和 −0.201。这说明大股东做出强度减持的决策，更多地基于公司估值偏高、业绩前景不佳的考虑，换言之，估值和业绩前景动因对大股东强度减持更具解释力。

控股股东减持动因的检验结果如表 6 所示。回归(1)—(3)以全部样本为对象，其结果和表 5 类似，比较后发现，表 6 中各动因的系数明显更大，比如 roe 前的系数达到 −0.432，而表 5 中仅为 −0.176；rpe 前的系数达到 0.021，而表 5 中仅为 0.011；模型的 R^2 高达 0.154—0.172，而表 5 中仅为 0.091—0.106。这说明三大动因对控股股东的减持行为更具解释力，从而支持了信息层级的观点。由于处于决策的核心，控股股东对公司估值和业绩前景具有最明显的信息优势，其减持行为

更可能基于估值偏高、业绩前景不佳的考虑。

表6 控股股东减持动因的检验

	(1)全部样本		(2)全部样本		(3)全部样本		(4)轻度减持和无减持样本		(5)强度减持和无减持样本	
	系数	P值	系数	P值	系数	P值	系数	P值	系数	P值
Intercept	−0.491***	0.002	−0.537***	0.001	−0.703***	<0.000 1	−0.205***	0.007	−0.530***	0.003
rpe					0.021**	0.04				
rret	0.019*	0.09	0.022*	0.09			−0.000 5	0.93	0.022*	0.08
roe	−0.432***	0.000 4					0.006	0.92	−0.463***	0.000 6
insti			−0.057***	0.002						
var	0.174***	<0.000 1	0.167***	0.000 3	0.198***	<0.000 1	0.071***	0.001	0.176***	0.000 5
central	−0.093**	0.04	−0.093**	0.04	−0.104**	0.02	−0.013	0.54	−0.095*	0.07
local	0.011	0.74	0.010	0.76	0.008	0.80	0.020	0.20	0.000 2	1.00
sh12	0.048	0.50	0.060	0.41	0.036	0.62	0.030	0.37	0.047	0.57
size	0.001	0.61	0.002	0.33	0.002	0.30	−0.000 4	0.63	0.001	0.52
ind	control		control		control		control		control	
观察值	408		408		408		348		344	
Adj. R^2	0.140		0.134		0.123		0.035		0.135	
R^2	0.172		0.163		0.154		0.077		0.173	
F值	5.42		5.48		5.09		1.85		4.57	

控制变量中,central前的系数仍显著为负,而local不再显著,即中央控股股东的减持力度显著更低。sh12符号与预期一致,但不显著,在当前一股独大、控股权牢固的格局下,控制权安全性的考虑还未成为减持的重要影响因素。

对比回归(4)和(5),同样可以发现轻度减持主要基于高波动风险下及时套现的目的,而控股股东的强度减持传达了估值过高、业绩前景不佳的强烈信号。

六、结 论

大股东减持问题是当前市场关注的焦点。本研究表明,我国大股东凭借对公司估值和业绩前景的优势信息进行选择性减持,高估值且业绩前景差的公司更可能成为减持的对象。与国外不同的是,当前A股市场存在很高的波动风险,这种波动风险对大股东减持起了推波助澜的作用。进一步区分减持力度发现,估值与业绩前景动因对强度减持更具解释力,而轻度减持主要体现为高波动风险下的及时套现行为,并没有传达出公司业绩前景差的明确信号。从大股东的层级来看,控股股东的减持传达了估值偏高、业绩前景不佳的更明确的信号。从公司的股权性质来看,中央控股公司的大股东减持力度最轻,民营控股公司的大股东减持力度最强。

本研究可以增进对大股东交易行为的认识,并对投资者决策和监管政策制定具有重要启示作用。首先,本研究有助于投资者预测公司面临的减持压力,识别存在严重减持风险的公司。高估值、业绩前景不佳和高波动风险是引发大股东减持的主要动因,具有这些特征的公司面临较大的减持压力。值得注意的是,投资者应高度警惕和规避某类减持风险极高的公司,即控股股东持股不高、业绩前景很差但却拥有高估值的民营公司,此类公司存在明显的大股东退出迹象。另外,对于日益频繁的减持现象,投资者应如何解读和应对呢?笔者认为:投资者应根据减持力度区别对待,对于大股东或控股

股东的轻度减持，投资者无需过度反应，如果这类公司的业绩和基本面良好，控股股东很少会强度减持或放弃控制权；但对于被大股东强度减持的公司，投资者应引起重视，考虑是否需要调整投资。鉴于减持力度指标对投资者决策具有重要的信息含量，建议监管层或主要研究机构集中推出减持力度指数，对上市公司的减持动向进行动态化监测和追踪，该指数应包括大股东减持力度指数和控股股东减持力度指数以及涵盖多个时期的动态变化。其次，本文的发现为监管政策制定提供了借鉴。当前高度的市场波动风险是引发上市公司大面积被减持的关键因素，大股东的轻度减持主要体现为高波动风险下的及时套现行为。因此，对于监管层来说，稳定市场预期、减少市场过度波动、恢复投资者信心是破解减持困局的要务。即使在经历了股指大幅下挫后，市场整体估值水平已明显下调，大股东的减持冲动受到一定抑制，但如果监管层不控制市场的过度波动，风险规避型的大面积减持现象仍不可避免。

[参　考　文　献]

[1] J. Dennert, "Insider Trading," *Kyklos*, Vol.44, No.2(1991), pp.181 - 202.

[2] J. Elliot, D. Morse & G. Richardson, "The Association between Insider Trading and Information Announcements," *The Rand Journal of Economics*, Vol.15, No.4(1984), pp.521 - 536.

[3] J.M. Karpoff & D. Lee, "Insider Trading before New Issue Announcements," *Financial Management*, Vol.20, No.1(1991), pp.18 - 26.

[4] L.K.Meulbroek, "An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading," *Journal of Finance*, Vol.47, No.5 (1992), pp.1661 - 1699.

[5] J. Lakonishok & I. Lee, "Are Insider Trades Informative?" *Review of Financial Studies*, Vol.14, No.1 (2001), pp.79 - 111.

[6] M.S. Rozeff & M.A. Zaman, "Overreaction and Insider Trading: Evidence from Growth and Value Portfolios," *Journal of Finance*, Vol.53, No.2(1998), pp.701 - 716.

[7] J.D. Piotroski & D.T. Roulstone, "Do Insider Trades Reflect Both Contrarian Beliefs and Superior Knowledge about Future Cash Flow Realizations?" *Journal of Accounting and Economics*, Vol.39, No.1(2005), pp.55 - 81.

[8] B. Ke, S. Huddart & K. Petroni, "What Insiders Know about Future Earnings and How They Use It: Evidence from Insider Trades," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.35, No.3(2003), pp.315 - 346.

[9] S. Friederich, A. Gregory & J. Matatko, et al, "Short-run Returns around the Trades of Corporate Insiders on the London Stock Exchange," *European Financial Management*, Vol.8, No.1(2002), pp.7 - 30.

[10] D. Givoly & D. Palmon, "Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence," *Journal of Business*, Vol.58, No.1(1985), pp.69 - 87.

[11] W. McNally & B.F. Smith, "The Timing and Profitability of Insider Trading in Canada," https://www.wlu.ca/docsnpubs_detail.php? grp_id=742&doc_id=944, 2009 - 05 - 07.

[12] 楼瑛、姚铮：《财务绩效与上市公司大股东减持关系实证研究》，《经济论坛》2008 年第 12 期，第 115 - 117 页。[Lou Ying & Yao Zheng, "Empirical Study on the Relationship between Financial Performance and Large Shareholders' Selling," *Economic Forum*, No.12(2008), pp.115 - 117.]

[13] 陈耿、陈秋：《大股东股份减持过程中的市场财富效应检验》，《商场现代化》2009 年第 4 期，第 372 - 373 页。[Chen Geng & Chen Qiu, "Empirical Study on the Wealth Effect of Large Shareholder's Selling," *Market Modernization*, No.4(2009), pp.372 - 373.]

[14] 蔡宁：《"大小非"减持中盈余管理与监管问题研究》，《财会通讯》2008 年第 11 期，第 100 - 101 页。[Cai Ning, "Analysis of Large Shareholder's Selling and Earnings Management," *Communication of Finance and Accounting*, No.11(2008), pp.100 - 101.]