

# 大股东减持与股价崩盘风险

罗党论<sup>1</sup>(博士生导师), 郭蒙<sup>2</sup>

**【摘要】**近年来,大股东减持行为对资本市场产生了巨大的影响,监管层也出台新规从严规范股东减持。以2007~2017年上市公司的大股东减持数据为例,研究大股东减持行为对股价崩盘风险的影响。结果表明,大股东减持力度越大,被减持公司股价崩盘风险越高。进一步地,从上市公司层面选取盈利能力和股价高估作为调节变量、从市场层面选取投资者情绪作为调节变量进行研究,结果表明:上市公司的高盈利水平可以起到“减速器”的作用,盈利水平越高,大股东减持对股价崩盘风险的影响越小;股价高估则起到“助力器”的作用,股价被高估的程度越大,大股东减持对股价崩盘风险的影响越大;投资者情绪是“催化剂”,投资者情绪越高,大股东减持对股价崩盘风险的影响越大。实证结果丰富了大股东减持行为对股价崩盘风险的影响研究,也为监管层进一步规范大股东减持行为提出了建设性意见。

**【关键词】**大股东减持; 股价崩盘风险; 盈利能力; 股价高估; 投资者情绪

**【中图分类号】** F830; F276      **【文献标识码】** A      **【文章编号】** 1004-0994(2019)16-0007-8

## 一、引言

从我国股权分置改革至今,大股东减持已有近13年的历史。Wind数据显示:2006年开始出现减持,当年减持公司数量为100余家、减持金额约100亿元;2008年上市公司全部解禁后,减持量快速增长;2015年存在减持的上市公司数量达到历史最大值,有约860家,累计金额达4300亿元。理论上,买卖股票是一种商事行为,在减持合法合规、无侵占性动机前提下,减持行为有利于股份流转和资源配置。但是,很多大股东利用内部人身份带来的信息优势,了解到未公布的重大负面信息、预期当前的股票价格严重高于内在价值,或者意识到上市公司的经营和发展在走“下坡路”时,会通过减持将未来股价下跌的风险转移至中小投资者,这侵占了中小投资者的利益,扰乱了市场秩序。因此,大股东减持被市场看成利空信号,会导致中小投资者跟风抛售,引起股价暴跌。为了保护中小投资者利益、维持市场稳定,我国监管层不断完善有关减持的法律法规。证监会于

2017年5月颁布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》,针对大股东和董监高的信息披露、减持比例、减持时间做出了明确规定,对“过桥减持”“恶意减持”等行为进行了规范,在一定程度上避免了大规模集中、无序减持,稳定了二级市场秩序。

Wind数据显示,2019年仅第一季度,沪深两市就有407家公司发布了759份减持计划,合计最高减持83亿股,估算减持市值909亿元。大股东减持公告中的理由很“接地气”:改善个人生活、负担孩子出国留学、偿还个人借款等。细观大股东的减持方式,虽有减持新规的严格约束,但清仓式减持和违规减持仍不在少数。那么,大股东的减持行为对市场的影响如何?在什么情况下大股东减持行为对市场的影响会有所不同呢?

本文以2007~2017年上市公司的大股东减持数据为例,研究大股东减持行为对股价崩盘风险的影响。结果表明,大股东减持力度越大,被减持公司的股价崩盘风险越高。进一步地,从上市公司层面选取盈利能力和股价高估作为调节变量、从市场层面

**【基金项目】** 国家自然科学基金项目(项目编号:71872186)

选取投资者情绪作为调节变量进行研究, 结果发现: 上市公司的高盈利水平可以起到“减速器”的作用, 盈利水平越高, 大股东减持对股价崩盘风险的影响越小; 股价高估则起到“助力器”的作用, 股价被高估的程度越大, 大股东减持对股价崩盘风险的影响越大; 而投资者情绪是“催化剂”, 投资者情绪越高, 大股东减持对股价崩盘风险的影响越大。

## 二、文献综述

### (一) 大股东减持的动机

**1. 财务业绩因素。**企业的财务业绩是投资者做出决策时考虑的主要因素之一, 因此上市公司的盈利能力和财务绩效会对大股东的增减持等行为产生重要影响。黄志忠、周炜、谢文丽<sup>[1]</sup>从股权均衡角度研究发现, 上市公司业绩差是第一大股东减持的主要原因。朱茶芬、李志文、陈超<sup>[2]</sup>从信息优势的角度分析大股东减持行为, 认为企业业绩越差, 大股东越倾向于减持。陈维、吴世农<sup>[3]</sup>以创业板上市公司为样本, 发现公司盈利能力越强、股价越低, 则减持比例越低。

**2. 股价高估因素。**大股东具有信息优势, 对上市公司的价值和股票价格未来走势的判断会影响其投资决策, 大股东会在股价被高估时进行减持以获取高额投资收益。贾明等<sup>[4]</sup>对“大小非”解禁后两年的样本进行研究, “大非”减持的规模和概率与股改对价负相关、与代理成本正相关。柴亚军、王志刚<sup>[5]</sup>研究表明, 股权分置后股票发行抑价率越高, 限售期结束后被减持的概率越大, 说明大股东为了未来减持获得超额盈利, 会在上市首日设法拉动股价上升。朱茶芬、陈超、李志文<sup>[6]</sup>研究表明, 股价高估是大股东减持的动因之一, 大股东作为内部人, 会利用信息优势评估公司价值, 做出增减持决策。

**3. 股权结构因素。**股权集中度和股权制衡度也会影响股东减持的收益, 所以也是股东做出不同减持决策的影响因素。张程睿、王华、梁斯宁<sup>[7]</sup>认为, 当控股股东持股比例降低时, 会增加国有控股公司原股东减持的可能性; 非控股大股东的减持与股权集中度较高、限售股解禁规模较大有关, 体现了其规避风险与择机套利的特性。陈维、吴世农<sup>[3]</sup>研究了大股东减持的套现行为, 发现第一大股东对其他大股东与高管的减持行为无制约作用。曹国华、赵晰<sup>[8]</sup>基于BP神经网络构造模型, 研究显示上市公司的净资产收益率、第一大股东持股比例、企业性质等因素, 会

影响大股东选择减持解禁股的决策。

**4. 大股东“掏空”因素。**大股东和中小股东之间存在信息不对称和委托代理问题, 大股东可以通过内部人交易等行为侵占外部投资者利益。蔡宁、魏海明<sup>[9]</sup>发现, 在大小非减持中存在盈余管理, 减持前一个月正向盈余管理显著, 大股东通过操纵会计信息以调整股价, 同时择机减持以获取更大收益。王克敏、廉鹏<sup>[10]</sup>研究表明, 大股东通过管理层“高估”盈余预测进行盈余管理, 来选择合适的减持时机。吴育辉、吴世农<sup>[11]</sup>实证表明, 通过计算大股东减持30天为窗口期的CAR, 发现大股东减持后上市公司披露“坏消息”, 而减持前公布“好消息”, 操纵信息公布时间的概率随着减持比例的增长而增加。

### (二) 大股东减持的经济后果

本文将大股东减持的影响分为两个方面, 一是对市场带来负面影响。Penman<sup>[12]</sup>的研究显示, 内部人会在高利润公告发布前增持股票份额以获得超额收益, 而在低利润公告发布前的减持会对外传达强烈的利空信号。二是给上市公司的经营发展带来干扰。张亦春、孙君明<sup>[13]</sup>采用博弈论理论, 证明减持行为为侵害同一公司投资者的公平利益, 影响公司股东的平衡收益和未来的经营发展。吴战箴、吴伟立<sup>[14]</sup>的研究显示, 大股东减持前容易产生信息操纵行为, 融资约束效应和投资效率降低, 给公司的经营发展带来不利影响, 伤害实体经济发展。

### (三) 股价崩盘风险

早在20世纪70年代就存在有关股价崩盘风险的研究。从历史轨迹看, 主要内容有“坏消息隐藏假说”“股价泡沫假说”“波动反馈假说”“杠杆效应假说”等。

Gennotte、Leland<sup>[15]</sup>研究发现, 不同投资者之间存在信息不对称, 随着交易的发生, 若隐匿的信息是负面的, 则可能导致股价崩盘。Campbell、Hentschel<sup>[16]</sup>发现, 大量坏消息会扩大直接的负面效应, 可能导致股价崩盘现象。Kim等<sup>[17]</sup>指出, 公司的避税行为会导致管理层的决策行为更加“不透明”, 从而股价崩盘风险增大。林雯、曾爱民<sup>[18]</sup>研究表明, CEO权力与上市公司个股价格崩盘风险显著正相关, 投资者保护水平的提高以及产品市场竞争程度的加剧可以削弱这种关系。

Shiller<sup>[19]</sup>对美国股票市场的研究发现, 投资者情绪的转变和过度悲观引起了股价崩盘风险。许年行等<sup>[20]</sup>采用2005~2010年A股数据, 研究认为机构

投资者羊群行为与股价崩盘的风险正相关,且显著存在于卖方样本。Piotroski等<sup>[21]</sup>对中国国有控股企业进行研究,发现政治力量有利于国有企业的经营,可以减少“坏消息”的产生,降低股价崩盘风险。

### 三、研究假设

#### (一)大股东减持与股价崩盘风险的关系

作为商品的一种,股票价格的决定符合供求定理。大股东减持会增加股票的供给量,同时在利空消息的作用下需求量减少,因此该股票价格的负向走势会增强。一方面,大股东作为内部人,具有信息优势。当大股东认为上市公司财务表现差、股价被严重高估,并且预期未来股价只会下跌不会上涨时,通常会选择将手中的股票“变现”。当大股东进行大规模减持时,外部投资者对上市公司负面消息的忍耐度降低,进而引发投资者的异质信念,对该上市公司公布的负面信息反应更加强烈,从而进一步降低对股价的预期,产生卖空效应。另一方面,根据委托代理理论,大股东为了追求自身的利益最大化,通常会做出损害中小投资者利益的行为。为了实现减持收益最大化,部分大股东会利用其控制权,与上市公司的高管合谋,通过隐藏坏消息、释放虚假利好消息以及利用盈余管理粉饰业绩等手段推高股价后,再择机减持。当隐藏的“坏消息”累积到上市公司无法承受的程度时,会集中爆发,从而较大程度地增加股价崩盘风险。

基于上述分析,提出以下假设:

假设一:在其他条件不变的情况下,大股东减持力度越大,被减持的公司股价崩盘风险越高。

#### (二)盈利能力对两者关系的影响

首先,上市公司的高盈利水平可以抵消大股东减持行为释放的利空消息,使减持带来的负面效应减弱。外部投资者会排除大股东因“上市公司财务业绩差、无发展潜力”减持的可能性,而是更愿意相信,大股东减持是出于个人流动资金的需求或调整股权结构等正常原因。因此,在有真实的高业绩支撑的情况下,大股东减持带来的负面效应更容易被市场消化。其次,有较高盈利能力的支撑,大股东不需要通过盈余管理和信息操纵来提高股价和减持收益,隐藏“坏消息”和“掏空”行为发生的概率降低,由此引发的股价崩盘风险也会降低。最后,根据“股价围绕内在价值波动”的理论,即使短期内存在利空因素,长期来看股价最终会回归由业绩支撑的真实价

值,不会有大幅的负向波动。

基于上述分析,提出以下假设:

假设二:在其他条件不变的情况下,被减持的公司盈利水平越高,大股东减持对股价崩盘风险的影响越小。

#### (三)股价高估对两者关系的影响

股价被高估是大股东减持的原因之一,根据不完全信息理论和委托代理理论,这种情况下的大股东减持行为通常是消极的,利用了内部人优势。因此在股价被高估时,大股东减持可能会对股价崩盘风险产生更大的影响。

首先,在我国资本市场的卖空限制下,当上市公司股价泡沫堆积时,会以暴跌的方式集中释放。股价被高估的程度越大,其未来走势的波动性和下跌的概率越大,此时大股东减持带来的负面信息即使强度不大,也很有可能导致股价暴跌。其次,股价被高估的程度和异质信念呈正相关关系,而我国资本市场投机氛围浓厚,投机性交易活跃。因此,当市场上的投资者认识到股价被高估时,大股东减持通常会增加外部投资者的看空预期和卖空行为,进而加大股票价格下跌至内在价值的强度和速度。最后,短期内股价被高估可能是大股东蓄意抬高的结果。大股东在短期内通过盈余管理等方式抬高股价,该行为会导致“坏消息”被隐藏和积累,最终表现为股价崩盘风险的增加。

基于上述分析,提出以下假设:

假设三:在其他条件不变的情况下,被减持公司的股价高估程度越大,大股东减持对股价崩盘风险的影响越大。

#### (四)投资者情绪对两者关系的影响

根据行为金融学理论,投资者情绪越高,投资行为的一致性和模仿性越高,也即“羊群效应”产生的影响越大。另外,投资者做出投资决策时往往把最大限度地规避损失放在首位,会对负面消息产生强烈反应,也即“处置效应”。因此,在投资者情绪较高、乐观投资者推动股价上涨超过内在价值时,大股东的减持行为会被市场看成利空消息,容易引发外部投资者恐慌。原本乐观的外部投资者更倾向于追随大股东的行为,集中抛售所持股票,从而在最大程度上规避风险,在高涨的投机情绪下产生的股价泡沫被刺破,最终导致股价的剧烈波动和股价回归。即使短期内外部投资者对大股东减持这一信息反应不足,并且对上市公司有意释放的好消息“过度自信”,

在股票价格短期抬升后继续追涨,但随着时间的推移,当新的负面信息使历史预期更加显著时,中小投资者也会对新的负面信息产生“过度反应”,导致股价急剧下跌。

基于上述分析,提出以下假设:

假设四:在其他条件不变的情况下,投资者情绪越高,大股东减持对股价崩盘风险的影响越大。

#### 四、研究设计

##### (一)变量选取

1. 大股东减持(Reduction)。参考2017年5月证监会颁布的减持规定《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》,本文将大股东定义为持股5%以上的股东,在二级市场集中竞价获得的除外。由于我国A股市场的上市公司股本规模差异较大,本文以年度大股东减持的比例之和衡量大股东减持力度。

2. 股价崩盘风险。学术界已有成熟的研究股价崩盘风险的模型,一般选用Kim等<sup>[17]</sup>对股价崩盘风险的衡量方法,我国学者许年行等<sup>[20]</sup>,也使用该方法进行股价崩盘风险的相关研究,说明该方法在我国沪深A股市场同样适用。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

公式(1)计算的是股票收益率(考虑现金红利再投资的收益)。其中: $i$ 代表股票种类; $t$ 代表时间,以周为单位计量; $R_{m,t}$ 表示市场的周收益率,采用流通市值进行加权平均计算; $\varepsilon_{i,t}$ 是残差项,表示股票的周收益率中无法被市场解释的部分,其数值越大,意味着负偏离程度越大,股价崩盘风险越高。

$$Ncskew_{i,t} = -[n(n-1)^{3/2} \sum_{i=1}^n w_{i,t}] / [(n-1)(n-2) (\sum_{i=1}^n w_{i,t}^2)^{3/2}] \quad (2)$$

公式(2)计算的是负偏态收益系数,是衡量股价崩盘风险大小的指标之一。该变量反映了股票收益分布左偏的程度。因为残差可能存在有偏分布,对 $w_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ 进行调整以保证其大致呈正态分布。 $n$ 表示公司 $i$ 每年的股票交易次数。 $Ncskew$ 为负值且绝对值越大时,股价崩盘风险越大。

$$Duvol_{i,t} = \log\{[(nu-1) \sum_{i=1}^n Downw_{i,t}^2] / [(nd-1) \sum_{i=1}^n upw_{i,t}^2]\} \quad (3)$$

公式(3)计算的是收益上下波动比例,是衡量股价崩盘风险的指标之一。 $nu$ 和 $nd$ 分别表示股票经调整后收益率 $w_{i,t}$ 大于和小于当年市场收益率均值的周数。 $Duvol$ 为负值且绝对值越大时,股价崩盘风险越大。

##### 3. 调节变量。

(1) 盈利能力(OPR)。使用营业利润率衡量企业盈利水平,营业利润率被操纵的可能性较小。

(2) 股价高估(Overp)。对于股价高估程度的衡量方法,本文采用的计算模型如下:

$$\ln(V_{it}) = \alpha_{0j} + \alpha_{1j} \ln(B_{it}) + \alpha_{2j} \ln(|NI_{it}|) + \alpha_{3j} \Gamma \ln(|NI_{it}|) + \alpha_{4j} (Lev)_{it} \quad (4)$$

$$\ln(M_{it}) = \alpha_{0jt} + \alpha_{1jt} \ln(B_{it}) + \alpha_{2jt} \ln(|NI_{it}|) + \alpha_{3jt} \Gamma \ln(|NI_{it}|) + \alpha_{4jt} (Lev)_{it} + \mu_{it} \quad (5)$$

$$\ln(M/V)_{it} = \ln(M_{it}) - \ln(V_{it}) \quad (6)$$

在公式(4)中: $NI_{it}$ 是净利润; $\Gamma$ 是虚拟变量,净利润为负时取值1,否则取值0; $Lev$ 是杠杆率;残差项 $\mu_{it}$ 代表股权的内在价值相对于市场价值的偏差,即错误定价的代理变量。通过 $\alpha_{jt}$ 的估计值的时间序列平均值来计算公式(5)中各变量对应的参数 $\alpha_{0jt} \sim \alpha_{4jt}$ ,通过公式(5)计算出上市公司内在价值的对数值,最终通过公式(6)得到市场价值与内在价值的比值 $\ln(M/V)$ ,表示股价被高估的程度。

(3) 投资者情绪(CICSI)。本文采用中国股市投资者情绪指数测量CICSI指标。

4. 控制变量。参考Kim等<sup>[17]</sup>和许年行等<sup>[21]</sup>的研究选取控制变量,具体见表1。

##### (二)模型设计

本文通过模型(7)检验假设一。模型中解释变量和各控制变量采用滞后一期值,以便缓解内生性问题。其中, $Crashrisk$ 代表被解释变量,由负收益偏态系数和收益上下波动比例组成,衡量股价崩盘风险的大小。为了检验假设二、假设三和假设四,在模型(8)、(9)、(10)中分别加入各调节变量以及调节变量和大股东减持比例的交互项。

$$Crashrisk_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Reduction_{i,t} + \beta_2 ControlVariables_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$Crashrisk_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Reduction_{i,t} + \beta_2 ControlVariables_{i,t} + \beta_3 OPR_{i,t} + \beta_4 Reduction_{i,t} \times OPR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$Crashrisk_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Reduction_{i,t} + \beta_2 ControlVariables_{i,t} + \beta_5 Overp_{i,t} + \beta_6 Reduction_{i,t} \times Overp_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

**表 1** 主要变量定义

变量	定义
Nc skew	表示第 t 年负偏态收益系数, 衡量上年度股价崩盘风险
Du vol	表示第 t 年收益上下波动比例, 衡量上年股价崩盘风险
Reduction	表示第 t 年大股东减持的比例之和
OPR	表示盈利能力, 用营业利润率衡量
Overp	表示股价高估程度, 采用模型计算
CICSI	表示投资者情绪, 用中国股市投资者情绪指数衡量
Turnover	表示第 t 年公司股票日换手率的均值
Sigma	表示第 t 年股票收益的波动情况
Dret	表示第 t 年公司股票月回报率的均值
Size	表示第 t 年末公司资产总额的自然对数
MB	表示第 t 年末公司股票的市账比
Leverage	表示第 t 年末公司负债总额与资产总额之比
PE	表示第 t 年末上市公司的市盈率, 当上市公司市盈率低于行业市盈率的中位数时, 取值 1, 否则取 0
IND_dum	表示行业虚拟变量, 当表示该行业时取值 1, 否则取 0
YEAR_dum	表示年度虚拟变量, 当表示该年度时取值 1, 否则取 0

$$\text{Crashrisk}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Reduction}_{i,t} + \beta_2 \text{ControlVariables}_{i,t} + \beta_7 \text{CICSI}_{i,t} + \beta_8 \text{Reduction}_{i,t} \times \text{CICSI}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

**(三) 样本选取与数据来源**

本文中大股东减持数据来自 CSMAR 数据库的“股权变更文件”, 按照本年度第一次发布减持公告时是否为持股 5% 以上的股东(通过集中竞价获得的除外)确定大股东范围。在统计大股东减持比例时剔除公告但未过户登记的数据。计算股价崩盘指标、盈利能力指标以及股价高估指标和投资者情绪指标所需要的数据均来自 CSMAR 数据库。我国从 2005 年 4 月开始实施股权分置改革, 在 2006 年底完成, 从 2007 年起大多数上市公司大股东才有权利进行减持。因此, 本文利用 2007 年及以后的数据研究大股东减持对股价崩盘风险的影响, 计算股价崩盘风险指标的数据的时间范围为 2007~2018 年; 其他变量数据的时间范围为 2007~2017 年。对样本做以下处理: ①剔除 ST 公司样本; ②剔除金融行业的公司样本; ③剔除年度交易次数少于 30 次的样本; ④剔除数据不全的样本。同时, 对模型中的相关连续变量在 1% 和 99% 分位处进行 winsorize 缩尾处理。

**五、实证分析**

**(一) 描述性统计**

我国在 2009 年推出创业板, 禁售期结束后创业板上市公司的大股东纷纷减持套现, 因此自 2013 年起大股东减持的公司数量显著增加。由于“牛市”效应, 2015 年存在大股东减持的公司数量到达峰值 629 家。从减持的比例分布看, 大股东减持的比例大多集中在 5% 以下。2017 年证监会颁布了减持新规, 此后大股东减持的数量显著降低。

变量的描述性统计结果见表 2。大股东减持 Reduction 的均值为 0.0522, 中位数为 0.0327, 标准差为 0.0572, 说明大股东减持比例集中在 5% 左右, 不同上市公司被减持的比例具有较大差异。

**表 2** 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差
Reduction	3606	0.0522	0.0327	0.0572
Nc skew	3589	-0.3350	-0.2997	0.6214
Du vol	3589	-0.1829	-0.1792	0.3182
Nc skew	3606	-0.3904	-0.3364	0.6931
Du vol	3606	-0.2099	-0.2066	0.3354
Turnover	3606	-0.0652	-0.0381	0.4789
Sigma	3606	0.0536	0.0505	0.0190
Dret	3606	-0.0018	-0.0014	0.0014
Size	3606	6.5329	6.5221	0.4044
MB	3606	0.7652	0.5549	0.6590
Leverage	3606	0.4016	0.3887	0.2211
PE	3606	0.4359	0.0000	0.4959
OPR	3603	0.0533	0.0629	0.2177
Overp	3152	-0.0206	-0.0568	0.8204
CICSI	3606	60.0127	57.6866	23.4570

相关性分析结果见表 3。可以看到, 两个衡量股价崩盘风险的指标 Nc skew 和 Du vol 的相关系数为 0.96, 说明二者相关性很高, 可以共同作为衡量股价崩盘风险的变量。从表 3 来看, 不存在任意两个变量之间的相关系数超过 0.4 的情况, 说明模型不存在多重共线性。

**(二) 主要实证结果与分析**

假设一的回归结果见表 4 的第(1)、(2)列, 可以看出, 大股东减持比例 Reduction 与负偏态收益系数 Nc skew 的系数为 0.350, 在 1% 的水平上显著; 大股东减持比例 Reduction 与收益上下波动比率 Du vol 的系数为 0.145, 在 5% 的水平上显著。大股东减

表3 相关性分析

变量	Reduction	Ncskew	Duvol	Turnov	Sigma	Dret	Size	Mb	Leverage	Pe
Reduction	1									
Ncskew	-0.01	1								
Duvol	-0.01	0.960***	1							
Turnover	0.052***	-0.107***	-0.127***	1						
Sigma	0.095***	-0.138***	-0.142***	0.398***	1					
Dret	-0.053***	0.116***	0.139***	-0.379***	-0.831***	1				
Size	-0.016	0.033**	0.033**	0.067***	-0.014	0.013	1			
Mb	0.076***	-0.053***	-0.058***	0.262***	0.112***	-0.065***	0.071***	1		
Leverage	0.099***	0.017	0.014	0.079***	0.075***	-0.002	0.063***	0.374***	1	
PE	0.012	0.062***	0.064***	-0.026	-0.162***	0.171***	0.058***	0.102***	0.129***	1

持与股价崩盘风险指标之间的系数均显著为正,证明假设一成立。说明大股东减持的比例越高,减持时上市公司隐瞒的“坏消息”可能越多,未来承担的股价下跌风险越大。

假设二的回归结果见表4的第(3)、(4)列。可以看出,对于股价崩盘风险指标Ncskew和Duvol,交互项Reduction×OPR的系数分别为-1.769和-0.994,都在5%的水平上显著为负,证明假设二成立。说明当存在较高的盈利能力作为基本面支撑时,大股东减持行为产生的负面效应较小。

假设三回归结果见表5的第(5)、(6)列。对于股价崩盘风险指标Ncskew和Duvol,交互项Reduction×Overp的系数分别为0.746和0.423,在5%的水平上显著为正,证明假设三成立。股价高估是大股东减持和股价崩盘风险的“加速器”,强化了减持带来的利空效应,股价被高估的程度越大,大股东减持带来的股价崩盘风险越高。

假设四的回归结果见表5的第(7)、(8)列。可以看出,交互项Reduction×CICSI的系数分别为0.100和0.044,在1%的水平上显著为正,证明假设四成立。说明投资者过度乐观的情绪起到了“催化剂”的作用,在高涨的投资情绪下,大股东减持带来的利空效应会导致外部投资者的恐慌情绪,产生“过度反应”和“羊群效应”,带来股价的剧烈波动。

(三)稳健性检验

本文通过替换变量的方式进行稳健性检验。使用大股东减持金额的对数形式LnSD替换解释变量大股东减持比例Reduction,进行主效应检验,结果见表6的第(1)、(2)列。大股东减持金额的系数仍然是正值,分别在5%和10%的水平上显著,验证了假设一的结论。使用净资产收益率ROE替换经营利润

率OPR,结果见表6的第(3)、(4)列,对于被解释变量Ncskew和Duvol,交互项系数分别在10%和5%的水平上显著为负,符合假设二的预期。

对于股价高估程度指标的替换,此处将减持分为高位减持和非高位减持两组,分组检验后的结果见表7,与假设三的结果一致。

表4 假设一和假设二的检验结果

变量	(1) Ncskew	(2) Duvol	(3) Ncskew	(4) Duvol
Reduction	0.350*** (3.37)	0.145** (2.47)	0.406*** (2.97)	0.150* (2.02)
OPR			-0.112 (-1.08)	-0.075 (-1.72)
Reduction×OPR			-1.769** (-2.55)	-0.994** (-2.18)
Ncskew	0.061*** (6.19)		0.062*** (5.48)	
Turnover	0.010 (0.46)	0.007 (0.64)	-0.014 (-0.65)	0.001 (0.10)
Sigma	5.734*** (8.62)	2.798*** (8.03)	6.733*** (7.89)	3.035*** (7.78)
Dret	108.900*** (9.92)	55.340*** (9.46)	126.700*** (7.95)	60.800*** (8.72)
Size	0.079*** (4.01)	0.040*** (3.34)	0.106*** (4.36)	0.051*** (3.77)
Mb	-0.044* (-1.86)	-0.022* (-2.11)	-0.045* (-1.81)	-0.024** (-2.20)
Leverage	0.036 (0.83)	0.026 (1.23)	-0.005 (-0.08)	0.014 (0.66)
PE	0.012 (0.69)	0.004 (0.48)	0.010 (0.49)	0.001 (0.13)
Duvol		0.065*** (6.27)		0.064*** (5.58)
Cons	-0.943*** (-8.52)	-0.484*** (-6.94)	-1.128*** (-8.08)	-0.552*** (-6.84)
年度	控制			
行业	控制			
N	3583	3583	3580	3580
R <sup>2</sup>	0.0273	0.0273	0.0273	0.0278
F	83.14	74.29	201.70	75.01

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,括号中为t值。下同。

表5 假设三和假设四的检验结果

变量	(5)	(6)	(7)	(8)
	Nc skew	Du vol	Nc skew	Du vol
Reduction	0.377* (1.86)	0.226* (2.06)	0.432* (2.03)	0.207* (1.79)
Overp	0.121** (2.22)	0.061* (1.81)		
Reduction× Overp	0.746** (2.68)	0.423** (2.63)		
CICSI			0.025*** (5.80)	0.015*** (6.26)
Reduction× CICSI			0.100*** (3.33)	0.044*** (3.47)
Nc skew	0.071*** (6.71)		0.048*** (3.82)	
Turnover	-0.033 (-1.33)	-0.007 (-0.52)	-0.028 (-1.55)	-0.007 (-0.73)
Sigma	5.196*** (5.95)	2.188*** (4.98)	6.327*** (7.51)	2.805*** (7.14)
Dret	119.800*** (7.00)	56.390*** (7.33)	141.800*** (7.60)	69.800*** (8.19)
Size	-0.001 (-0.01)	-0.000 (-0.01)	0.091*** (4.36)	0.042*** (3.81)
Mb	-0.016 (-0.50)	-0.008 (-0.58)	-0.070*** (-4.04)	-0.038*** (-4.98)
Leverage	-0.022 (-0.30)	-0.001 (-0.02)	0.0180 (0.38)	0.027 (1.39)
PE	0.008 (0.27)	-0.000 (-0.01)	0.023 (1.12)	0.009 (0.98)
Du vol		0.070*** (5.79)		0.047*** (3.57)
Cons	-0.417 (-1.33)	-0.208 (-1.32)	-1.118*** (-10.51)	-0.551*** (-9.00)
年度	控制			
行业	控制			
N	3134	3134	3583	3583
R <sup>2</sup>	0.0360	0.0357	0.0348	0.0384
F	69.83	37.79	584.80	335.50

## 六、结论

本文通过研究发现:

1. 在其他条件不变的情况下,大股东减持的力度越大,被减持公司的股价崩盘风险越高。根据不完全信息理论,大股东对上市公司经营和发展不看好、知道有“坏消息”即将被释放等情况时,会为了获取超额收益而做出减持决策,引发外部投资者的跟风抛售以及“坏消息”爆发。

表6 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Nc skew	Du vol	Nc skew	Du vol
LnSD	0.015** (2.31)	0.004* (1.90)		
Reduction× ROE			-0.002* (-1.84)	-0.001** (-2.35)
Reduction			0.188 (0.98)	0.060 (0.55)
ROE			-0.000*** (-3.21)	-0.000** (-2.81)
控制变量	控制			
年度	控制			
行业	控制			
N	3580	3580	3144	3144
R <sup>2</sup>	0.0266	0.0271	0.0280	0.0280
F	79.13	61.90	385.80	174.70

表7 高位减持分组检验

变量	非高位减持		高位减持	
	Nc skew	Du vol	Nc skew	Du vol
Reduction	0.303 (1.20)	0.118 (0.98)	0.698** (2.30)	0.270** (2.49)
年度	控制			
行业	控制			
N	2405	2405	1178	1178
R <sup>2</sup>	0.0197	0.0201	0.0362	0.0342
F	66.02	85.84	128.60	82.09

2. 在其他条件不变的情况下,上市公司盈利能力越强,大股东减持对股价崩盘风险的影响越小。股票价格围绕其内在价值上下波动,高业绩有利于上市公司价值的提高,增强投资者对该股票的信心,因此大股东减持带来的利空效应被抵消。

3. 在其他条件不变的情况下,股价被高估的程度越高,大股东减持对股价崩盘风险的影响越大。股价被高估时大股东减持会导致外部投资者产生异质情绪集中看空,最终缺乏业绩支撑的股价会在短期内迅速下跌至内在价值水平。

4. 在其他条件不变的情况下,投资者情绪越高,大股东减持对股价崩盘风险的影响越大。投资者情绪越高,由于“过度自信”“过度反应”“处置效应”和“羊群效应”等因素,大股东减持对股价崩盘风险起到“催化剂”的作用。

建议监管层在完善监管法规和制度时,除对大股东减持行为的主体、时间、数量做统一规定外,可

以考虑本文中所研究的大股东减持对股价崩盘风险的影响因素,比如根据大股东减持时不同公司的表现和外在环境,判定大股东减持是否损害中小投资者利益,进一步细化规定减持时的数量、延长减持前的披露时间,以降低大股东减持对股价和中小投资者的影响。同时,在盈利水平低、股价高估程度高和投资者情绪较高时,监管层应进一步关注大股东减持行为,严格规范大股东减持的信息披露,并适当地警示投资者,进行市场“降温”,以防止风险的累积。

广大中小投资者应该认识到大股东减持会增加股价崩盘风险,从而理性做出投资决策。中小投资者在二级市场投资的过程中要认真了解上市公司披露的大股东减持公告和股权变动情况,对于存在大股东清仓式减持的上市公司,应谨慎投资。同时结合本文对调节因素的分析,如果恰逢被减持的上市公司盈利能力差、股价存在高估或近期股价异常上涨等情况,则中小投资者更应关注该上市公司股价崩盘风险的剧增,善于识别出“潜在地雷”,避免投资损失。在市场投资情绪高亢时,投资者要保持理性,切忌盲目投资于被炒作同时又被大股东减持的股票。

#### 主要参考文献:

- [1] 黄志忠,周炜,谢文丽. 大股东减持股份的动因:理论和证据[J]. 经济评论,2009(6):67~73.
- [2] 朱茶芬,李志文,陈超. A股市场上大股东减持的时机选择和市场反应研究[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版),2011(3):159~169.
- [3] 陈维,吴世农. 我国创业板上市公司高管和大股东减持股份的动因及后果——从风险偏好转向风险规避的“偏好逆转”行为研究[J]. 经济管理,2013(6):43~53.
- [4] 贾明,张喆,万迪昉. 股改方案、代理成本与大股东解禁股出售[J]. 管理世界,2009(9):148~165.
- [5] 柴亚军,王志刚. 股权分置改革后IPO抑价与控股股东的减持行为研究[J]. 管理学报,2012(2):309~314.
- [6] 朱茶芬,陈超,李志文. 信息优势、波动风险与控股股东的选择性减持行为[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版),2010(2):164~173.
- [7] 张程睿,王华,梁斯宁. 首发限售股原股东的减持行为及动因研究[J]. 经济管理,2016(6):111~124.
- [8] 曹国华,赵晰. 基于BP神经网络的大非减持影响因素实证分析——以深交所上市公司为例[J]. 软科学,2010(5):129~134.
- [9] 蔡宁,魏明海. “大小非”减持中的盈余管理[J]. 审计研究,2009(2):40~49.
- [10] 王克敏,廉鹏. 首发上市盈利预测制度变迁与公司盈余管理研究[J]. 会计研究,2012(3):72~77.
- [11] 吴育辉,吴世农. 股票减持过程中的大股东掏空行为研究[J]. 中国工业经济,2010(5):121~130.
- [12] Penman S. H.. A comparison of the information content of insider trading and management earnings forecasts[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,1985(1):1~17.
- [13] 张亦春,孙君明. 限售股解禁下A股市场各交易主体行为分析与市场对策研究[J]. 经济学动态,2008(7):64~67.
- [14] 吴战麓,吴伟立. 大股东减持伤害了实体经济吗[J]. 南开管理评论,2018(1):99~108.
- [15] Gennotte G., Leland K.. Market liquidity, hedging, and crashes[J]. American Economic Review,1990:999~1021.
- [16] Campbell J. Y., Hentschel L.. No news in good news: An asymmetric model of changing volatility in stock returns[J]. Journal of Financial Economics,1992(3):281~318.
- [17] Kim J., Li Y., Zhang L.. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis[J]. Journal of Financial Economics,2011(100):639~662.
- [18] 林雯,曾爱民. CEO权力与个股价格崩盘风险[J]. 财务研究,2018(6):66~78.
- [19] Shiller R. J.. Comovements in stock prices and comovements in dividends[J]. Journal of Finance,2012(3):719~730.
- [20] 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):31~43.
- [21] Piotroski J. D., Wong T. J.. Institutions and information environment of Chinese listed firms[J]. Nber Chapters,2012(47):201~242.

作者单位:1.广东白云学院会计学院,广州510000;  
2.中山大学岭南学院会计与资本运营中心,广州510000