

机构共同持股与企业内部人减持

娄靖,杜勇,蒲云霞

(西南大学 经济管理学院,重庆 400715)

摘要:内部人减持引发的市场波动与财富转移日益成为社会各界关注的热点话题,如何从源头抑制内部人减持套利的动机,以此约束内部人减持行为是资本市场健康有序运行难以回避的关键问题。基于2007—2022年沪深A股上市公司数据,探究机构共同持股对企业内部人减持行为的影响。研究表明:第一,机构共同持股显著抑制了企业内部人减持行为,机构共同持股所形成的企业间联结程度越高,对内部人减持的约束力越强,且该影响在考虑遗漏变量、互为因果、选择偏差等问题后依然显著;第二,机构共同持股通过监督治理效应与信息传递效应削弱内部人减持动机,进而约束内部人减持行为;第三,当企业管理层短视、企业对不确定性的感知程度较高或市场行情处于熊市时,机构共同持股对内部人减持的约束作用更为明显。从机构共同持股的角度出发,探讨这一投资模式对公司治理、信息传递以及内部人减持的影响,能够丰富机构共同持股经济后果及内部人减持套利的相关文献,对于减少内部人减持对资本市场的不良冲击亦具有启示意义与参考价值。

关键词:机构共同持股;内部人减持;监督治理;信息传递;股票;公司治理;上市公司

中图分类号:F272;F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1673-9841(2024)02-0117-14

一、引言

2005年随着我国股权分置改革工作的正式启动,企业内部人(董监高及相关人员)持有的非流通股得以在二级市场流通交易,这项工作完善流通制度安排、释放资本市场活力、更好地发挥资本市场功能等方面起到了重要作用。但是由于内部人具有天然的信息优势,能够准确地对企业价值进行估值判断并预测企业未来业绩^[1];同时具有地位优势,能够通过操控企业盈余管理^[2]、以“高送转”进行市值管理^[3]、隐藏负面信息^[4]等方式,在减持前抬升企业股价以获得超额收益,故内部人减持多被视为内部人利用信息优势谋取私利的机会主义行为^[5],这一行为会侵占外部投资者利益,加大股价崩盘风险^[6],对资本市场健康有序运行产生不利影响。

为规避内部人减持引致的市场风险,2017年证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》,对内部人减持比例、信息披露做出了更严格的要求,旨在约束内部人减持行为。然而内部人的趋利动机使其通过多种方式规避减持规则,进行恶意减持^[7]。如何从内部人减持动机上入手,更加有效地约束内部人的减持行为成为亟待解决的问题。企业真实价值低于市场估值

作者简介:娄靖,西南大学经济管理学院,博士研究生。

通讯作者:杜勇,西南大学经济管理学院,教授,博士生导师。

基金项目:国家自然科学基金面上项目“机构共同持股下的实体企业影子银行化同群效应:表征识别、驱动机理与经济后果”(72072146),项目负责人:杜勇;重庆教委科学技术研究项目重点项目“工业互联网推动重庆市制造企业数字化转型的动力机制与制度创新研究”(KJZD-K202300201),项目负责人:杜勇。

是内部人择时减持获得超额收益的重要前提。如果能够将负面信息及时传递到资本市场,限制内部人蓄意拉高股价的操作空间,理论上能够有效降低内部人减持动机。目前,已有研究表明卖空机制、融资融券制度能够通过抑制股价高估,提升内部人减持成本,进而约束内部人减持行为^[7-8]。除此之外,能否将负面信息传递、抑制内部人自利动机纳入统一分析框架,找到一条双管齐下的作用路径?这值得进一步展开研究。机构投资者作为资本市场的风向标和稳定器,具有较强的专业素养与丰富的投资经验,既能够作为企业与资本市场信息传递的桥梁,又能够对企业管理者进行有效监督。目前少有研究关注机构投资者对内部人减持的影响,姚振晔的研究虽然提到机构投资者有助于提升内部人增持的获利能力,抑制内部人减持时的获利能力^[9],但是对机构投资者究竟如何影响内部人减持行为本身却没有进行说明,相关研究尚待补充。

若要挖掘出内部人刻意隐藏的负面信息,辨别内部人自利行为,需要机构投资者具备准确判断企业真实价值的能力,同时还要充分了解企业所处行业发展环境与发展趋势,因此本文基于同行企业之间相互关联的视角,研究机构共同持股对内部人减持的影响。机构共同持股是指机构投资者同时重仓持股两家及以上同行业企业的投资行为^[10],具有共同持股行为的机构投资者具有更强的治理动机与治理能力,能够更有效地传递信息。具体而言,在内部治理层面,一方面共同机构投资者的目标是实现投资组合价值最大化^[11],一家企业内部人减持可能带来同行业其他企业股价联动下跌,这会使共同机构投资者面临的投资风险成倍增长,因此共同机构投资者具有更强的动机通过反对管理层提案^[12]、退出威胁等方式参与企业治理^[13]。另一方面,共同机构投资者在参与同行企业运营活动时积累的治理经验能够在同行其他企业中实现正向迁移,而且通过共同股权联结的同行企业越多,监督成本也就越低^[14],因此共同机构投资者具有更强的治理能力。在信息传递层面,相较于普通机构投资者,共同机构投资者对行业信息更为敏锐,具有更强的信息搜集和信息处理能力^[12],更有可能发现管理层通过盈余管理隐藏信息的行为^[15],从而抑制管理层通过盈余管理拉升股价实现减持套利的自利倾向。

因此,本文基于2007—2022年沪深A股上市公司数据,实证检验机构共同持股对企业内部人减持行为的影响,从监督治理和信息传递两个方面对作用机制进行分析,研究在企业管理层短视和企业对不确定性的感知程度存在差异时,以及在不同市场行情中,机构共同持股对企业内部人减持的异质性影响。相较于已有相关研究,本文的研究贡献主要体现在:

第一,从机构共同持股的视角对内部人减持影响因素的相关研究进行有益补充。目前关于企业内部人减持影响因素的研究多关注制度设计对内部人减持的约束作用,较少关注机构投资者特别是具有行业治理经验与治理专长的共同机构投资者对内部人减持的影响。本文通过监督治理效应与信息传递效应解析共同机构投资者对内部人减持的约束作用,丰富内部人减持影响因素的相关研究。

第二,从约束内部人自利行为的视角,丰富机构共同持股经济后果的相关研究。相较于普通机构投资者,本文聚焦于共同机构投资者更强的治理动机、治理能力、信息识别与处理能力,研究共同机构投资者能否有效约束内部人减持套利的机会主义行为,能够为共同机构投资者改善企业内部治理提供新的经验证据。

第三,基于经济环境不确定性的视角,为减少内部人减持的不利影响提供了借鉴与启示。当企业所处的外部环境不确定性较高时,企业内部人减持动机更强,为缓解内部人减持对企业股价和资本市场的冲击,需要重视共同机构投资者作为稳定器的作用,稳定市场预期,引导投资者树立价值投资理念。

二、理论分析与研究假设

(一) 监督治理效应

在委托代理的分析框架下,内部人减持可视为内部人凭借其拥有的估值优势谋取私利的机会主义行为^[5],内部人减持后,企业绩效与未来股价表现均明显变差^[16-17],内部人通过减持套现获取超额收益的同时,引致的股价下跌风险会给外部投资者带来损失^[6]。共同机构投资者作为企业外部投资者的典型代表,不仅有动机监督内部人自利行为以降低投资风险,通过参与同行企业经营活动积累的行业专长与监督经验也使其更有能力监督企业内部人行为。

从共同机构投资者监督治理动机来看,当企业实际价值低于市场估值时,内部人出于自利动机减持套现,会极大增加企业股价崩盘风险^[6],对共同机构投资者的投资收益产生不利影响。因此,共同机构投资者有动机监督内部人的减持行为,降低内部人大规模减持对未来股价造成的负面影响。此外,共同机构投资者持股同行业多家企业的投资行为,使得其投资目标不再是单个企业价值最大化,而是投资组合价值最大化^[11]。一家企业内部人减持很可能带来股价联动效应,即内部人减持后,负面信息集中释放可能被其他投资者解读为行业发展前景堪忧,带来行业股价的整体下跌。这种风险释放的乘数效应会使共同机构投资者面临的投资风险倍增,因此相比于普通机构投资者,共同机构投资者具有更强的动机监督内部人投资决策与自利行为,以降低投资组合的风险。

从共同机构投资者监督治理能力来看,一方面,共同机构投资者作为被持股企业的大股东,能够直接参与企业内部治理。共同机构投资者积累的行业经验使其具有一定的话语权^[18],这增加了其在股东大会中反对管理层提案的可能^[12],如果反对意见得不到采纳,共同机构投资者还可以通过减持企业股票威胁管理层,进而影响管理层决策。另一方面,共同机构投资者能够实现更低的监督成本。同行业企业的运营模式、管理模式、发展环境往往较为相似,共同机构投资者在一家企业获取的治理经验能够在同行其他企业中实现正向迁移,而且随着联结的同行企业数量增多,监督成本也会随之下降^[14]。当管理层企图通过减持获利,并在减持之前增加企业投资项目以营造繁荣发展的假象时,共同机构投资者便能够通过发挥治理效应抑制管理层自利动机,从而约束管理层减持行为。

(二) 信息传递效应

企业与投资者之间信息不对称是内部人得以实现减持套现的重要前提,当企业股价被高估或企业未来业绩较差时,内部人会倾向于隐藏“坏消息”,并凭借其对企业真实价值的估值判断与未来业绩预测,择时卖出股票以获取超额收益^[1]。内部人减持后隐藏负面信息的动机减弱,当负面信息的累积超过了企业所能承担的上限,企业将不得不进行信息披露,负面信息集中释放会加大股价波动。共同机构投资者如果能够及时发现并向资本市场传递企业真实价值信息,不仅有助于缓解负面信息集中释放对股价的过度冲击,也有助于引导内部人树立长期价值投资理念,缩小内部人通过减持实现投机套利的空间。事实上,共同机构投资者对行业信息更为敏锐,具有较强的信息搜集和信息处理能力^[12],能够充当企业与外部投资者之间信息传递的桥梁,在将企业私有信息传递出去的同时修正市场预期,使股价能够更好地反映企业真实价值,从而限制企业内部人利用私有信息进行择时交易,有效约束内部人减持行为。

此外,由机构共同持股所形成的企业间网络的联结程度越高,共同机构投资者的信息传递作用越强。一方面,共同机构投资者要想对被持股企业做出准确的估值判断与业绩预测,同时期同行企业的发展状况是重要参考。这就需要共同机构投资者尽可能多地联结同行企业,通过同行企业信息的对比判断管理层是否刻意隐藏负面信息。另一方面,站在企业的角度,当企业同时被

多个共同机构投资者持股时,企业披露的信息与业绩表现受到多方监督,管理层隐藏负面信息的难度加大;当企业内部人企图通过减持获得超额收益时,共同机构投资者若集体减持会加速负面信息的传递,从而影响股价,使内部人难以获得预期的减持收益。因此,当机构共同持股形成的网络联结程度越高时,共同机构投资者越容易向资本市场传递企业真实价值信息,削弱内部人的信息优势,抑制内部人减持行为。

综上,本文提出研究假设:机构共同持股能够有效抑制上市公司内部人减持行为。

三、研究设计与样本选择

(一)数据来源

本文选取中国沪深 A 股上市公司作为研究样本,同时考虑到 2007 年股权分置改革基本完成,绝大部分的非流通股可以进行流通交易,故选择 2007—2022 年为样本观测期,并对全样本按照以下标准进行严格筛选:剔除 ST 和 * ST 公司样本;剔除金融行业上市公司样本;剔除关键变量数据缺失样本。经过上述处理,本文最后得到观测值 35 796 个。为避免极端值对研究内容的干扰,本文对连续型变量在 1%和 99%的水平上进行了 Winsorize 处理,数据来源于 CSMAR 数据库。

(二)模型与变量定义

为了研究机构共同持股是否会对内部人减持行为产生影响,我们构建模型(1)式进行检验:

$$Sell_{it} = \beta_0 + \beta_1 CIO_{it} + \eta Controls_{it} + \sum_t Year_t + \sum_j Industry_j + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量为内部人减持行为(*Sell*),本文参照黄俊威^[8]的做法设置内部人减持哑变量。如果公司在该年度发生内部人减持,*Sell* 取值为 1,否则取值为 0。借鉴杜勇等^[15]、He 和 Huang^[10]、Chen 等^[19]的研究,解释变量机构共同持股用 *CIO* 表示,该变量代表 *i* 公司在第 *t* 年被机构投资者共同持股的情况,分为 *CIO1*、*CIO2*、*CIO3*、*CIO4* 四个变量。考虑到其他可能影响内部人减持的因素,参考黄俊威^[8]、马云飙等^[7]文献,本文选取机构持股比例(*Inst*)、股权集中度(*Top1*)、公司规模(*Size*)、高管薪酬(*Reward3*)、财务杠杆(*Lev*)、权益乘数(*Em*)、盈利能力(*Roa*)、上市年限(*Age*)、个股回报率(*Return*)作为控制变量。模型(1)式中的 *Controls* 为上述控制变量,*Year* 表示控制年度固定效应,*Industry* 表示控制行业固定效应, ε 为随机干扰项, β_0 为常数项, β_1 为 *CIO* 对应的回归系数, η 为各控制变量对应的回归系数, Σ 为求和符号,各变量的具体定义详见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	具体含义
被解释变量	内部人减持行为	<i>Sell</i>	公司在该年是否发生内部人减持,若是则为 1,否则为 0
解释变量	是否存在机构共同持股	<i>CIO1</i>	公司是否存在共同机构投资者,若存在则为 1,否则为 0
	机构共同持股联结程度	<i>CIO2</i>	季度层面拥有同一机构投资者的同行业公司的数量,年度均值,加 1 取对数
	机构共同持股联结程度	<i>CIO3</i>	共同机构投资者数量,年度均值,加 1 取对数
	机构共同持股联结程度	<i>CIO4</i>	每季度每个公司所有机构投资者平均持有的同行业公司的个数,年度均值,加 1 取对数
控制变量	机构持股比例	<i>Inst</i>	机构投资者持股比例
	股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
	公司规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
	高管薪酬	<i>Reward3</i>	前三名高管薪酬总和的自然对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	总负债/总资产
	权益乘数	<i>Em</i>	1/(1-资产负债率)
	盈利能力	<i>Roa</i>	净利润/总资产
	上市年限	<i>Age</i>	公司上市年限的自然对数
	个股回报率	<i>Return</i>	公司股票年回报率

(三)描述性统计

表 2 的 Panel A 为全样本描述性统计情况。可以得出,在本文的样本期内,共有 35 796 个企业观测值,其中内部人发生减持的观测值数量占总样本的 33.93%,说明中国上市公司中,内部人减持现象比较普遍。在解释变量方面,存在机构共同持股(*CIO1*)的观测值数量占总样本的 14.22%,机构共同持股联结程度(*CIO2*、*CIO3*、*CIO4*)的标准差大于均值,表明中国资本市场共同机构投资者联结程度在上市公司之间的差异较大。其余控制变量的统计结果,与已有文献基本一致。

表 2 主要变量描述性统计

Panel A:全样本描述性统计						
变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Sell</i>	35 796	0.339	0.474	0.000	0.000	1.000
<i>CIO1</i>	35 796	0.142	0.349	0.000	0.000	1.000
<i>CIO2</i>	35 796	0.113	0.311	0.000	0.000	1.609
<i>CIO3</i>	35 796	0.086	0.221	0.000	0.000	0.811
<i>CIO4</i>	35 796	0.149	0.387	0.000	0.000	1.609
<i>Inst</i>	35 796	0.468	0.250	0.004	0.485	0.976
<i>Top1</i>	35 796	0.348	0.148	0.087	0.328	0.751
<i>Size</i>	35 796	22.197	1.294	19.723	22.013	26.164
<i>Reward3</i>	35 796	14.363	0.759	12.476	14.363	16.451
<i>Lev</i>	35 796	0.437	0.203	0.051	0.433	0.884
<i>Em</i>	35 796	2.153	1.247	1.054	1.764	8.594
<i>Roa</i>	35 796	0.041	0.062	-0.213	0.038	0.235
<i>Age</i>	35 796	2.025	0.922	0.000	2.197	3.466
<i>Return</i>	35 796	0.197	0.667	-0.682	0.019	2.941
Panel B:按照是否被机构共同持股分组进行差异检验						
变量	<i>CIO1</i> =0	<i>Mean</i> 1	<i>CIO1</i> =1	<i>Mean</i> 2	<i>MeanDiff</i>	
<i>Sell</i>	30 705	0.358	5 091	0.225	0.133 ***	

(四)组间差异检验

本文为进一步探究机构共同持股与内部人减持的关系,将全样本按照是否被机构共同持股进行分组,并检验内部人减持在两组之间的差异。分组及检验结果如表 2 的 Panel B 所示,组间差异检验结果表明没有被机构共同持股的样本组中,内部人减持的均值显著高于被机构共同持股的样本组,这一结果初步支持了机构共同持股抑制内部人减持行为的研究假设。

四、实证结果与分析

(一)基准回归

表 3 为采用 Logit 模型的回归结果,从第(1)~(4)列回归结果可以看出,当未加入控制变量时,机构共同持股的系数均在 1%的水平上显著为负;从第(5)~(8)列回归结果可以看出,当加入控制变量时,机构共同持股的回归系数的绝对值相较于未加入控制变量有所减小,但依然在 1%的水平上显著为负。以上结果表明,机构共同持股能够对内部人减持行为起到抑制作用,支持了前文的研究假设。此外,第(5)~(8)列回归结果中,机构共同持股的联结程度(*CIO2*、*CIO3*、*CIO4*)回归系数均显著为负,且系数绝对值大于是否存在机构共同持股的哑变量(*CIO1*),这表明机构共同持股所构建的关系网络具有增量效应,共同机构投资者数量越多、共同机构投资者联结的同行业公司越多,该增量效应越明显。在本文的研究中具体表现为:机构共同持股带来的企业间联结程度越强,对内部人减持的抑制作用越大。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>
<i>CIO1</i>	-0.586*** (-9.660)				-0.207*** (-3.501)			
<i>CIO2</i>		-0.701*** (-9.169)				-0.256*** (-3.579)		
<i>CIO3</i>			-0.985*** (-9.818)				-0.351*** (-3.616)	
<i>CIO4</i>				-0.572*** (-9.751)				-0.214*** (-3.787)
<i>Inst</i>					-1.875*** (-20.304)	-1.874*** (-20.241)	-1.872*** (-20.260)	-1.872*** (-20.249)
<i>Top 1</i>					-1.309*** (-8.170)	-1.311*** (-8.175)	-1.309*** (-8.172)	-1.309*** (-8.172)
<i>Size</i>					0.041* (1.765)	0.042* (1.792)	0.042* (1.783)	0.043* (1.810)
<i>Reward3</i>					0.280*** (8.210)	0.279*** (8.179)	0.280*** (8.199)	0.280*** (8.200)
<i>Lev</i>					0.130 (0.720)	0.127 (0.703)	0.130 (0.720)	0.126 (0.699)
<i>Em</i>					-0.100*** (-3.195)	-0.100*** (-3.202)	-0.100*** (-3.205)	-0.100*** (-3.194)
<i>Roa</i>					1.441*** (4.623)	1.443*** (4.633)	1.439*** (4.618)	1.439*** (4.619)
<i>Age</i>					-0.485*** (-21.073)	-0.484*** (-21.033)	-0.483*** (-21.001)	-0.483*** (-20.986)
<i>Return</i>					0.327*** (11.976)	0.327*** (11.989)	0.327*** (11.981)	0.327*** (11.971)
<i>Cons</i>	-0.488** (-2.299)	-0.520** (-2.455)	-0.514** (-2.420)	-0.514** (-2.430)	-3.077*** (-5.373)	-3.089*** (-5.394)	-3.096*** (-5.401)	-3.108*** (-5.426)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	35 796	35 796	35 796	35 796	35 796	35 796	35 796	35 796
<i>R²_p</i>	0.054	0.054	0.055	0.055	0.134	0.134	0.134	0.134

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著；括号内为 *z* 值；对所有回归系数的标准误在公司层面上进行了 Cluster 处理（以下各表同）

（二）稳健性检验

1. 替换被解释变量

本文基准回归采用该年度企业是否发生内部人减持的哑变量(*Sell*)作为被解释变量,为检验基准回归结果的稳健性,本文参照黄俊威^[8]的做法,分别采用该年度企业内部人减持累计股份数占企业流通股数的比例(*Sell_n*)、该年度企业内部人减持累计金额占企业流通市值的比例(*Sell_v*)作为被解释变量进行稳健性检验。回归结果如表 4 所示,机构共同持股相关变量的系数均在 1% 的水平上显著为负,表明机构共同持股不仅会对内部人是否减持产生重要影响,还能够显著降低企业内部人减持股份数与减持金额数,表明基准回归结果较为稳健。

表 4 替换被解释变量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Sell_n</i>	<i>Sell_n</i>	<i>Sell_n</i>	<i>Sell_n</i>	<i>Sell_v</i>	<i>Sell_v</i>	<i>Sell_v</i>	<i>Sell_v</i>
<i>CIO1</i>	-0.207*** (-3.501)				-0.213*** (-3.566)			
<i>CIO2</i>		-0.256*** (-3.579)				-0.261*** (-3.612)		
<i>CIO3</i>			-0.351*** (-3.616)				-0.358*** (-3.655)	
<i>CIO4</i>				-0.214*** (-3.787)				-0.220*** (-3.836)
<i>Cons</i>	-3.077*** (-5.373)	-3.089*** (-5.394)	-3.096*** (-5.401)	-3.108*** (-5.426)	-3.242*** (-5.629)	-3.253*** (-5.650)	-3.260*** (-5.656)	-3.273*** (-5.682)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	35 796	35 796	35 796	35 796	35 796	35 796	35 796	35 796
<i>R²_p</i>	0.134	0.134	0.134	0.134	0.135	0.135	0.135	0.135

2. 安慰剂检验

考虑到机构共同持股对企业内部人减持的抑制作用可能由不可观测的因素导致,为了考察结论的稳健性,本文参考潘越等^[20]的研究,采用安慰剂检验(Placebo test)对这一可能性进行排除。具体做法为,采用全样本随机生成是否存在机构共同持股的虚拟解释变量(*Random_CIO1*)进行回归,并将该过程分别重复 100 次和 500 次,观察虚拟解释变量系数是否显著。表 5 列示了回归模拟 100 次与 500 次所得系数的描述性特征,可以看出虚拟解释变量系数平均值及其分位数有正有负,*T* 值在 -1.96 到 1.96 之间为不显著,表明内部人减持确实受到机构共同持股的影响,与前文的结论相符。

表 5 安慰剂检验

	观测值	平均值	标准差	<i>p</i> 5	<i>p</i> 25	<i>p</i> 50	<i>p</i> 75	<i>p</i> 95
系数估计值	100 次	-0.001	0.034	-0.052	-0.027	-0.001	0.025	0.057
<i>T</i> 值	100 次	-0.038	1.003	-1.507	-0.776	-0.022	0.726	1.684
系数估计值	500 次	-0.001	0.036	-0.061	-0.022	-0.001	0.021	0.059
<i>T</i> 值	500 次	-0.014	1.049	-1.806	-0.634	-0.038	0.623	1.747

3. 滞后解释变量

考虑到机构共同持股与内部人减持之间可能存在互为因果的关系,当企业管理层更关注企业长远发展与价值增值、内部人减持动机较弱时,共同机构投资者更愿意持有企业股份,同行企业之间基于共同机构投资者形成的股权关联得以存续,而非机构共同持股抑制了内部人减持。为排除这一影响,本文将机构共同持股滞后 3 期进行回归。回归结果如表 6 所示,滞后 1 期、滞后 2 期、滞后 3 期的机构共同持股对内部人减持的影响均显著为负,但显著性逐渐递减,表明机构共同持股对内部人减持的影响能够延续至少 3 年,但是影响强度会随着时间而逐渐削弱。

表 6 滞后 3 期解释变量

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>
<i>L1.CIO1</i>	-0.183*** (-2.919)		
<i>L2.CIO1</i>		-0.149** (-2.215)	
<i>L3.CIO1</i>			-0.127* (-1.774)
<i>Cons</i>	-3.955*** (-6.053)	-3.876*** (-5.450)	-3.856*** (-5.127)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	31 673	27 938	24 502
<i>R²_p</i>	0.167	0.193	0.193

4. 倾向得分匹配

考虑到前文回归结果可能受样本选择偏差的干扰,即共同机构投资者本身倾向于选择不存在内部人减持倾向的企业,而非机构共同持股之后抑制了内部人的减持行为,本文采用倾向得分匹配进行稳健性检验。具体做法为,将样本期内被机构共同持股的上市公司作为处理组,以前文所述的一系列控制变量作为匹配变量,采用倾向得分匹配(PSM)进行一对一最近邻匹配,采用匹配后样本再进行检验。平衡性检验结果显示,匹配后各变量在处理组与控制组之间的偏差的绝对值均小于 5%,匹配结果较好。表 7 的结果表明,机构共同持股的系数均在 1%的水平上显著为负,机构共同持股依然对内部人减持具有明显的约束作用,采用倾向得分匹配的回归结果与基准回归结果一致。

表 7 倾向得分匹配

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>
<i>CIO1</i>	-0.181*** (-3.059)			
<i>CIO2</i>		-0.226*** (-3.182)		
<i>CIO3</i>			-0.302*** (-3.100)	
<i>CIO4</i>				-0.192*** (-3.383)
<i>Cons</i>	-4.009*** (-5.640)	-4.022*** (-5.664)	-4.028*** (-5.663)	-4.047*** (-5.698)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	20 535	20 535	20 535	20 535
<i>R²_p</i>	0.127	0.128	0.128	0.128

5. 考虑分析师跟踪

考虑到分析师跟踪会对内部人减持行为产生影响^[2],为排除分析师跟踪对回归结果的干扰,

本文在模型中加入分析师跟踪变量,重新进行回归。分析师跟踪(*Anaatt*)采用上市公司被分析师团队跟踪数量的自然对数衡量。实证结果如表 8 所示,在控制分析师跟踪因素后,机构共同持股仍在 1%水平上显著为负,前文的研究结论仍然成立。

表 8 加入分析师跟踪数量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>
<i>CIO1</i>	-0.178*** (-3.037)			
<i>CIO2</i>		-0.229*** (-3.231)		
<i>CIO3</i>			-0.305*** (-3.169)	
<i>CIO4</i>				-0.192*** (-3.413)
<i>Anaatt</i>	0.319*** (17.324)	0.320*** (17.340)	0.319*** (17.314)	0.319*** (17.323)
<i>Cons</i>	0.813 (1.327)	0.801 (1.308)	0.795 (1.297)	0.782 (1.276)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	35 796	35 796	35 796	35 796
<i>R²-p</i>	0.146	0.147	0.147	0.147

6. 2015 年内部人减持检验

2015 年出现了大规模内部人减持潮^[7],内部人向市场传递出来的股价信息,可能对投资者产生影响。因此,为检验回归结果的稳健性,本文单独考察了 2015 年机构共同持股对内部人减持的影响。从表 9 的回归结果可以得出,机构共同持股的回归系数仍显著为负,与前文的研究结果基本一致。

表 9 单独考察 2015 年内部人减持

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>
<i>CIO1</i>	-0.245* (-1.748)			
<i>CIO2</i>		-0.283* (-1.755)		
<i>CIO3</i>			-0.448** (-2.052)	
<i>CIO4</i>				-0.233* (-1.886)
<i>Cons</i>	-5.032*** (-3.844)	-4.991*** (-3.817)	-5.050*** (-3.858)	-5.024*** (-3.841)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	2 332	2 332	2 332	2 332
<i>R²-p</i>	0.116	0.116	0.117	0.116

五、进一步分析

(一) 机制检验

1. 监督治理效应

作为持股比例超过 5% 的企业股东,共同机构投资者为实现投资组合价值最大化,有动机监督并参与企业内部治理,而且相比于普通的机构投资者,共同机构投资者在持股同行企业时积累了行业知识与经验,更有能力发现并解决企业内部治理中存在的问题,进而通过改善企业内部治理,抑制内部人出于自利动机的减持行为。为验证这一猜想,本文参照刘星等^[21]的做法,采用主成分分析法提取公司治理主因子衡量企业内部治理水平。首先,选取 CEO 是否兼任、独立董事比例、是否为国有企业、第一大股东持股数量、第二至十大股东持股数量之和、高管持股数量、是否交叉上市七个子变量分别进行标准化处理;随后,提取第一主成分作为 G 指数衡量企业内部治理水平;最后,依据 G 指数的行业与年度中位数,将全样本划分为企业内部治理水平较高与内部治理水平较低两个样本组,进行分组检验。表 10 的检验结果表明,在内部治理水平较低的样本组中,机构共同持股对内部人减持的抑制作用更明显。这意味着当企业内部治理水平较低时,机构共同持股能够发挥更大的边际作用,通过改善企业内部治理,抑制内部人为获取私利的减持行为。

表 10 监督治理效应检验

变量	内部治理水平较高				内部治理水平较低			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
CIO1	-0.095 (-1.258)				-0.171** (-1.989)			
CIO2		-0.129 (-1.447)				-0.205* (-1.918)		
CIO3			-0.187 (-1.553)				-0.265* (-1.796)	
CIO4				-0.122* (-1.731)				-0.155* (-1.811)
Cons	-3.529*** (-4.264)	-3.528*** (-4.267)	-3.542*** (-4.279)	-3.550*** (-4.293)	-4.666*** (-6.316)	-4.685*** (-6.345)	-4.680*** (-6.337)	-4.686*** (-6.345)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	18 521	18 521	18 521	18 521	17 087	17 087	17 087	17 087
R ² _p	0.125	0.125	0.125	0.126	0.100	0.100	0.100	0.100

2. 信息传递效应

由机构共同持股形成的网络联结可以作为同行业之间、企业与投资者之间、企业与资本市场之间信息传递与沟通的桥梁,有助于将企业内部信息及时、全面、有效地传递给投资者并反映到资本市场,缩小内部人凭借私有信息获利的空间,抑制内部人的减持动机。为验证这一猜想,本文借鉴杜勇等^[15]的思路,采用盈余管理作为企业会计信息质量的代理变量,盈余管理程度越高代表企业所披露的会计信息质量越低,以企业盈余管理的行业一年度中位数进行分组检验。表 11 的检验结果表明,在会计信息质量较低的样本组中,机构共同持股对内部人减持的抑制作用更为显著。即当企业披露的会计信息质量较低时,投资者与企业之间信息不对称程度较大,此时共同机构投资者作为两者信息沟通与传递的桥梁,能够更加有效地传递企业内部信息,进而缩小内部人通过内部私有信息减持获利的空间,约束内部人的减持行为。

表 11 信息传递效应检验

变量	会计信息质量较高				会计信息质量较低			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>CIO1</i>	-0.154** (-2.108)				-0.255*** (-3.542)			
<i>CIO2</i>		-0.208** (-2.290)				-0.296*** (-3.459)		
<i>CIO3</i>			-0.280** (-2.335)				-0.410*** (-3.461)	
<i>CIO4</i>				-0.182** (-2.561)				-0.242*** (-3.569)
<i>Cons</i>	-2.665*** (-3.785)	-2.674*** (-3.800)	-2.682*** (-3.808)	-2.696*** (-3.829)	-3.394*** (-5.209)	-3.413*** (-5.236)	-3.414*** (-5.237)	-3.427*** (-5.257)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	17 658	17 658	17 658	17 658	17 862	17 862	17 862	17 862
<i>R²-p</i>	0.138	0.138	0.138	0.138	0.133	0.133	0.133	0.133

(二) 异质性分析

1. 管理层短视

内部人减持也是其短视的一种体现,内部人所做出的对企业长远发展有利的决策不一定能使企业短时间内获利,而并购重组、“高转送”等热点事件往往能够在短期内提高企业估值,此时内部人具有较强的套现动机^[7]。共同机构投资者的进入有助于改善企业内部治理,帮助企业实现价值增值,这在一定程度上会监督并引导内部人树立长期价值投资的理念。为此,本文参照马云飙等^[7]的思路,采用研发支出与营业收入的比值作为管理层短视程度的代理变量,该值越大,表明管理层越注重企业的长远发展,短视程度相对较低,进而依据该变量的行业与年度中位数进行分组检验。表 12 的检验结果表明,管理层短视程度越高,机构共同持股对内部人减持的抑制作用越强。

表 12 管理层短视的异质性检验

变量	管理层短视程度较高				管理层短视程度较低			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>CIO1</i>	-0.384*** (-4.417)				-0.150* (-1.823)			
<i>CIO2</i>		-0.466*** (-3.958)				-0.156* (-1.696)		
<i>CIO3</i>			-0.631*** (-4.513)				-0.249* (-1.879)	
<i>CIO4</i>				-0.382*** (-4.488)				-0.138* (-1.851)
<i>Cons</i>	-2.422** (-2.256)	-2.465** (-2.299)	-2.467** (-2.298)	-2.485** (-2.317)	-2.141** (-2.079)	-2.143** (-2.079)	-2.152** (-2.088)	-2.156** (-2.093)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	14 246	14 246	14 246	14 246	13 878	13 878	13 878	13 878
<i>R²-p</i>	0.139	0.139	0.139	0.140	0.119	0.119	0.119	0.119

2. 企业对不确定性的感知

从委托代理的视角来看,内部人减持可视为内部人利用信息优势获取私利的机会主义行为^[5]。当企业对外部环境的不确定性较为敏感时,内部人具有更强的减持动机以规避风险,此时共同机构投资者的进入能够为企业发展带来更多资源,帮助企业应对不确定性带来的冲击,降低内部人的减持动机。为此,本文借鉴聂辉华等^[22]的思路,采用文本分析统计“管理层讨论与分

析”部分与“不确定”相关的关键词出现次数占总词数之比作为企业对不确定性感知程度的代理变量,并按照该变量的行业与年度中位数进行分组检验。表 13 的检验结果表明,当企业对不确定性感知程度较高时,机构共同持股对内部人减持的抑制作用更大。

表 13 企业对不确定性感知程度的异质性检验

变量	企业对不确定性感知程度较高				企业对不确定性感知程度较低			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>CIO1</i>	-0.255*** (-3.169)				-0.181** (-2.231)			
<i>CIO2</i>		-0.319*** (-3.282)				-0.204** (-2.218)		
<i>CIO3</i>			-0.448*** (-3.398)				-0.281** (-2.184)	
<i>CIO4</i>				-0.259*** (-3.395)				-0.175** (-2.361)
<i>Cons</i>	-5.193*** (-6.712)	-5.195*** (-6.720)	-5.216*** (-6.738)	-5.222*** (-6.750)	-2.178*** (-2.725)	-2.178*** (-2.725)	-2.178*** (-2.724)	-2.195*** (-2.745)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	16 249	16 249	16 249	16 249	15 653	15 653	15 653	15 653
<i>R²_p</i>	0.140	0.140	0.140	0.140	0.147	0.147	0.147	0.147

3. 市场行情

股票市场行情会对投资者的投资行为产生重要影响,共同机构投资者与企业内部人在不同的市场行情下的投资决策可能存在较大差异,有必要检验在不同的市场行情中,共同机构投资者对内部人减持的影响是否依然存在。本文借鉴许年行等^[23]的方法对牛市和熊市进行判断,分别统计样本期间内上证综指年度收益率,并以此表示“市场平均收益率”,用“一年期银行存款利率”代表“无风险利率”,将两者相减。若差额大于 0,则为牛市,反之为熊市。样本观测期内 2008 年、2010 年、2011 年、2013 年、2016 年、2018 年、2022 年为熊市,其余年份为牛市。分组检验结果表明,无论是在牛市还是在熊市,机构共同持股均能够有效抑制内部人的减持行为。表 14 的第(5)~(8)列回归结果显示,当市场行情处于熊市时,机构共同持股系数的绝对值相对较大,可能的解释是市场行情处于熊市时,企业估值下调的可能性较大,内部人减持动机较强,此时共同机构投资者的进入能够在一定程度上稳定市场预期,抑制内部人的减持行为。

表 14 市场行情的异质性检验

变量	牛市				熊市			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>CIO1</i>	-0.198*** (-3.117)				-0.220*** (-2.870)			
<i>CIO2</i>		-0.231*** (-2.968)				-0.297*** (-3.202)		
<i>CIO3</i>			-0.345*** (-3.297)				-0.362*** (-2.897)	
<i>CIO4</i>				-0.202*** (-3.319)				-0.235*** (-3.244)
<i>Cons</i>	-3.699*** (-6.184)	-3.712*** (-6.205)	-3.726*** (-6.222)	-3.733*** (-6.236)	-3.049*** (-4.073)	-3.038*** (-4.061)	-3.040*** (-4.060)	-3.062*** (-4.091)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	21 800	21 800	21 800	21 800	13 996	13 996	13 996	13 996
<i>R²_p</i>	0.133	0.133	0.133	0.133	0.136	0.136	0.136	0.136

六、结论与启示

本文基于中国资本市场,以 2007—2022 年沪深 A 股上市公司为研究对象,研究机构共同持股与企业内部人减持的关系。研究发现机构共同持股能够有效约束内部人的减持行为;机构共同持股的联结程度越高,对内部人减持的约束作用越明显;机制分析表明,机构共同持股能够通过发挥监督治理效应与信息传递效应抑制内部人减持;异质性分析表明,当管理层短视程度较高、企业对不确定性的感知程度较高或市场行情为熊市时,机构共同持股对内部人减持的约束作用明显。本文从机构共同持股的角度出发,探讨同行企业之间基于机构投资者形成的股权联结关系对公司治理、信息传递以及内部人减持的影响,对企业实现持续健康发展,政府规范内部人投资行为具有重要的借鉴意义与参考价值。

根据上述研究结论,本文得到如下启示:其一,从企业的角度出发,企业应当重视共同机构投资者所发挥的监督治理与信息传递作用,通过引入共同机构投资者缓解管理层代理问题,同时可将外部投资者作为桥梁,向资本市场传递企业真实价值信息,减少内部人出于私利的减持行为对企业发展的不利影响。其二,从政府的角度出发,当企业发展受不确定性的冲击较大,或当资本市场行情走低时,政府可以更加关注共同机构投资者发挥的稳定市场预期的作用,同时也要特别关注内部人的违规减持行为。其三,从外部投资者的角度出发,内部人具有天然的优势,能够对企业进行准确的估值判断与业绩预测。内部人可能因为套利动机出现蓄意减持行为,因此,投资者应当树立价值投资理念,关注企业实际价值与长远发展,降低投资风险。

参考文献:

- [1] 支晓强,王瑶,侯德帅. 并购重组业绩承诺与内部人减持[J]. 南开管理评论,2023(4):191-200.
- [2] 李梅,蔡昌,倪筱楠. 大股东减持、分析师关注与公司盈余管理[J]. 山西财经大学学报,2021(9):111-126.
- [3] 谢德仁,崔宸瑜,廖珂. 上市公司“高送转”与内部人股票减持:“谋定后动”还是“顺水推舟”? [J]. 金融研究,2016(11):158-173.
- [4] 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.
- [5] ALI U,HIRSHLEIFER D. Opportunism as a firm and managerial trait;Predicting insider trading profits and misconduct[J]. Journal of financial economics,2017(3):490-515.
- [6] 孙淑伟,梁上坤,阮刚铭,等. 高管减持、信息压制与股价崩盘风险[J]. 金融研究,2017(11):175-190.
- [7] 马云飙,武艳萍,石贝贝. 卖空机制能够约束内部人减持吗? ——基于融资融券制度的经验证据[J]. 金融研究,2021(2):171-187.
- [8] 黄俊威. 融资融券制度与公司内部人减持——一种市场化治理机制的探索[J]. 管理世界,2020(11):143-167.
- [9] 姚振晔. 机构投资者持股与内部人交易——基于中国 A 股市场的证据[J]. 南方经济,2019(4):62-83.
- [10] HE J,HUANG J K. Product market competition in a world of cross-ownership:Evidence from institutional blockholdings[J]. Review of financial studies,2017(8):2674-2718.
- [11] 杜勇,孙帆,曹磊. 共同机构所有权可以促进企业升级吗? [J]. 数量经济技术经济研究,2023(10):181-201.
- [12] HE J,HUANG J K,ZHAO S. Internalizing governance externalities:The role of institutional cross-ownership[J]. Journal of financial economics,2019(2):400-418.
- [13] HOPE O K,WU H,ZHAO W. Blockholder exit threats in the presence of private benefits of control[J]. Review of accounting studies,2017(2):873-902.
- [14] KANG J K,LUO J,NA H S. Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors[J]. Journal of financial economics,2018(3):576-602.
- [15] 杜勇,孙帆,邓旭. 共同机构所有权与企业盈余管理[J]. 中国工业经济,2021(6):155-173.
- [16] KE B,HUDDART S,PETRONI K. What insiders know about future earnings and how they use it:Evidence from insider trades[J]. Journal of accounting & economics,2003(3):315-346.

- [17] 朱茶芬,姚铮,李志文. 高管交易能预测未来股票收益吗? [J]. 管理世界,2011(9):141-152.
- [18] EDMANS A, LEVIT D, REILLY D. Governance under common ownership[J]. Review of financial studies, 2019(7): 2673-2719.
- [19] CHEN Y Y, LI Q Y, NG J, et al. Corporate financing of investment opportunities in a world of institutional cross-ownership [J]. Journal of corporate finance, 2021(1), 102041.
- [20] 潘越,汤旭东,宁博,等. 连锁股东与企业投资效率:治理协同还是竞争合谋[J]. 中国工业经济, 2020(2):136-164.
- [21] 刘星,谭伟荣,李宁. 半强制分红政策、公司治理与现金股利政策[J]. 南开管理评论, 2016(5):104-114.
- [22] 聂辉华,阮睿,沈吉. 企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置[J]. 世界经济, 2020(6):77-98.
- [23] 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):127-140.

Common Institutional Ownership and Insiders' Stock Selling

LOU Jing, DU Yong, PU Yunxia

(College of Economics and Management, Southwest University, Chongqing 400715, China)

Abstract: The market volatility and wealth transfer resulting from insiders' stock selling have increasingly emerged as a prominent subject of societal concern. The key issue lies in suppressing insiders' motivation to reduce their holdings at the source and restricting their stock selling behavior, which is crucial for promoting a healthy and orderly operation of the capital market. This paper investigates the impact of common institutional ownership on insiders' stock selling, utilizing data from Shanghai and Shenzhen A-share listed companies spanning the period 2007 to 2022. Firstly, the research results show that common institutional ownership can restrain insiders' stock selling, and the higher the degree of linkage formed by common institutional ownership, the stronger the constraint on insiders' stock selling, and the impact is still significant after taking into account missing variables, mutual causality, selection bias and other problems. Secondly, mechanism analysis shows that common institutional ownership weakens the motivation of insiders to reduce their holdings through supervision and governance effects and information transmission effects, and then constrains the behavior of insiders to reduce their holdings. Thirdly, the restraint effect of common institutional ownership on insiders' stock selling becomes more obvious when the management is short-sighted, the enterprise faces heightened uncertainty, or the market experiences a bearish trend. From the perspective of common institutional ownership, this paper explores the impact of this model on corporate governance, information transmission and insiders' stock selling. This analysis contributes to the existing literature on the economic consequences of common institutional ownership and insiders' stock selling arbitrage, providing valuable insights for mitigating the adverse effects of insiders' stock selling on the capital market.

Key words: common institutional ownership; insiders' stock selling; supervision and governance; transmission of information

责任编辑 江娟丽

网 址: <http://xbbjb.swu.edu.cn>