

分类号\_\_\_\_\_

密级\_\_\_\_\_

UDC\_\_\_\_\_

编号\_\_\_\_\_

## 硕 士 学 位 论 文

### 风险视角下“兜底”式增持问题研究

#### ——以暴风科技为例

# 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示

研 究 生 姓 名：

校内导师姓名、职称：

校 外 导 师 姓 名：

学 科 门 类： 会计硕士

专 业 名 称： 会计硕士

研 究 方 向： 公司财务

入 学 时 间： 二〇一四年九月

二〇一六年三月十日

# 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示

Thesis on the "Risk-free" Shareholding  
Increasing in the Perspective of  
Risk——Based on Beijing Baofeng  
Technology Co., Ltd.

2016年全国会计硕士专业学位  
优秀学位论文评选入围论文公示

2016-03-10

# 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示

## 学位论文独创性声明和使用授权声明

### 学位论文独创性声明

本人所呈交的硕士学位论文，是在导师的指导下，独立进行研究所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写的作品。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中标明。

本声明的法律后果由本人承担。

论文作者（签名）：

年 月 日

## 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示

### 学位论文使用授权声明

本人完全了解关于收集、保存、使用硕士学位论文的规定。

本人愿意按照学校要求提交硕士学位论文的印刷本和电子版，同意学校保存学位论文的印刷本和电子版，或采用影印、缩印、数字化或其它复制手段保存论文；同意学校在不以营利为目的的前提下，建立目录检索与阅览服务系统，公布论文的部分或全部内容，允许他人依法合理使用。

（保密论文在解密后遵守此规定）

论文作者（签名）：

年 月 日

# 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示

论文题目：风险视角下“兜底”式增持问题研究——以暴风科技为例

学位类别：会计硕士

学位申请人：

签名：

指导教师：

签名：

## 摘 要

2015 年夏季中国股市短期暴跌引人注目，前期疯狂暴涨的大盘在 6 月 12 日置顶之后急转而下，市场大规模暴跌引发全线崩盘。本轮股灾短期剧烈下跌严重打击了市场信心，也产生了广泛的影响，国家为了防御个股下跌引发系统性风险，防止金融风险和社会风险，紧急出台一系列救市措施，其中国家救市鼓励上市公司积极增持、限制减持，并提供政策便利。在这样的背景下，上市公司增持不断涌现，在一波又一波的增持潮中，“兜底”式增持模式出现，即上市公司实际控制人或董事长鼓励员工增持股票，并以个人名义承诺员工增持所产生的亏损由其个人进行补偿，盈利归员工所有。在本轮股灾期间先后有 14 家上市公司实际控制人或董事长以“兜底”承诺鼓励员工增持公司股份。

“兜底”式增持出现时间和动机的特殊性，以及其对市场可能产生的积极影响和未知风险，使它格外受到社会关注。但目前对于“兜底”式增持的探讨多是社会评论和新闻报道，深入系统的研究尚属空白。本文的创新点在于选题新颖，从风险视角出发，对“兜底”式增持行为的根本动机、市场效应及风险结果等问题进行了有益的探索，为上市公司新兴增持行为提供研究支撑。同时深入分析“兜底”式增持的动机和效果，多角度揭示该行为的风险结果，对大股东、上市公司、投资者以及国家救市都具有参考价值，对于丰富股灾增持模式理论研究、完善相关制度具有重要现实意义和应用价值。

本文基于股灾背景，以有效市场假说、信号传递假说和市场择时假说为理论基础，在阅读国内外相关文献的基础上，从风险角度出发对“兜底”式增持进行研究，并以暴风科技为例，深入探讨“兜底”式增持行为风险动因、市场效应和多角度风险结果。

研究表明，“兜底”式增持行为是股灾背景下国家救市鼓励增持政策推动下的产物，实际上为了防范和控制个股下跌风险所导致的系统性风险以及最终可能导致的金融风险和社会风险，一方面对外推送利好，表现护盘决心；另一方面引入员工资金支持增持潮。但是“兜底”式增持并没有真正化解风险，而是将风险延迟或转移到员工、大股东、上市公司自身和一般投资者身上，甚至增大了风险。“兜底”式增持并不是挽救股价的特效药，该举措无法抵御市场整体下挫，而国家和上市公司不计成本的救市行为，破坏了市场的理性运作，增大了未来股价波动的风险，反而使市场更加脆弱，更容易引发金融危机乃至社会问题。

**关键词：**“兜底”式增持；股灾；救市；风险

**论文类型：**案例分析

# 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示



**Title :** Thesis on the "Risk-free" Shareholding Increasing in the Perspective of Risk——Based on Beijing Baofeng Technology Co., Ltd.

**Professional Fields:** Master of Professional Accounting

**Applicant:**

**Signature:**

**Supervisor:**

**Signature:**

## ABSTRACT

In the summer of 2015, China's stock market experienced a short-term steep fall which cause social concern. Having risen dramatically in the past 11 month, the stock market turned the opposite suddenly on June 12 and then slump to a big collapse. This stock market crash produced such wide influence that the government, in order to defense systemic risk or later financial and social risk caused by stocks fell, took a series of measures to rescue the market. The state rescue encourages increasing holdings and limits reducing, which leads to a boom of shareholdings among listed companies. Under such background, "risk-free" shareholding increasing appears that some company's actual controller or chairman encourage employees to increase stock holdings with additional promise to compensate individually for related loses. A total of 14 listed companies adopt "risk-free" shareholding increasing during the stock market crash.

The specificity of time and motivation, the possible significance or unknown risk to the market, make it the focus of social concern. As the emergence of "risk-free" shareholding increasing is relatively short, the existing discussions mostly are news report or social assessment, so there is a lake of intensive and systematic study. This article, in a perspective of risk, proceeds a beneficial exploration on the motivation, market reaction and risk result of "risk-free" shareholding increasing pattern, making foundations for theoretical study of issues. In-depth analysis on the newly shareholding increasing pattern, multi-angle reveal of risk result, have reference value for major shareholders, listed companies, investors as well

as state rescue, also have important practical significance and application value to enrich relative theoretical study and relevant institution.

Based on the background of stock market crash, this paper analyses the signaling hypothesis, efficient market hypothesis and market timing hypothesis, providing a theoretical base for later research. In a perspective of risk, the article studies select Beijing Baofeng Technology Ltd as case study object to explore in depth the risk motivation, market reaction and multi-angle risk result of "risk-free" shareholding increasing. The result indicates that "risk-free" shareholding increasing pattern is actually the outcome of state rescue and encouragement of increasing holdings under the background of stock market crash, which is intended to control systemic risk, and prevent eventually financial risk and social risk caused by stocks fall. "Risk-free" shareholding increasing pattern is to on the one hand convey a strong promise to the market, and on the other hand support the shareholding increasing. The study shows that the "risk-free" shareholding increasing doesn't really eliminate risks, but to delay or transfer risks to other fields like employees, shareholder, listed companies and general investors, or even increase the risks. It is not an effective method to stabilize share price that could not resist the slump in market as a whole. The government bailout, ignoring cost, undermines the rational operation of the market, and increases share price fluctuating risk in the future. This makes the market more vulnerable, and more likely to trigger financial crisis and social problems.

**KEY WORDS:** "Risk-free" shareholding increasing; Stock market crash; Market rescue; Risk

**TYPE OF THESIS:** Case Study

# 目 录

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>1 导 论.....</b>             | <b>1</b>  |
| 1.1 研究背景.....                 | 1         |
| 1.2 研究目的及意义.....              | 2         |
| 1.2.1 研究目的.....               | 2         |
| 1.2.2 研究意义.....               | 3         |
| 1.3 研究内容、思路与方法.....           | 4         |
| 1.3.1 研究内容.....               | 4         |
| 1.3.2 研究思路.....               | 4         |
| 1.3.3 研究方法.....               | 5         |
| <b>2 理论基础和文献综述.....</b>       | <b>7</b>  |
| 2.1 理论基础.....                 | 7         |
| 2.1.1 有效市场假说.....             | 7         |
| 2.1.2 信号传递假说.....             | 9         |
| 2.1.3 市场择时假说.....             | 10        |
| 2.2 文献综述.....                 | 11        |
| 2.2.1 股票增持行为的动因分析.....        | 11        |
| 2.2.2 股票增持行为的市场效应.....        | 14        |
| 2.2.3 员工持股激励效果.....           | 17        |
| 2.2.4 “兜底”式增持.....            | 19        |
| 2.2.5 文献评述.....               | 19        |
| <b>3 “兜底”式增持现象及其成因分析.....</b> | <b>21</b> |
| 3.1 “兜底”式增持现象.....            | 21        |
| 3.1.1 2015 年股灾开始和演变.....      | 21        |
| 3.1.2 “兜底”式增持现象的产生与发展.....    | 23        |
| 3.2 “兜底”式增持成因分析.....          | 25        |

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| 3.2.1 “兜底”式增持背景角度成因分析.....     | 25        |
| 3.2.2 “兜底”式增持上市公司角度成因分析.....   | 30        |
| <b>4 暴风科技“兜底”式增持的案例分析.....</b> | <b>33</b> |
| 4.1 暴风科技公司背景介绍.....            | 33        |
| 4.1.1 暴风科技公司简介及主营业务发展.....     | 33        |
| 4.1.2 暴风科技上市及股价表现.....         | 34        |
| 4.2 股灾背景下暴风科技“兜底”式增持行为.....    | 35        |
| 4.3 暴风科技“兜底”式增持动机分析.....       | 37        |
| 4.3.1 股灾和救市背景下“兜底”式增持直接动因..... | 37        |
| 4.3.2 暴风科技“兜底”式增持动机分析.....     | 37        |
| 4.4 暴风科技“兜底”式增持风险结果分析.....     | 39        |
| 4.4.1 员工角度风险分析.....            | 40        |
| 4.4.2 大股东角度风险分析.....           | 43        |
| 4.4.3 公司角度风险分析.....            | 45        |
| 4.4.4 市场角度风险分析.....            | 48        |
| 4.4.5 “兜底”式增持风险结果综合分析.....     | 51        |
| <b>5 “兜底”式增持的启示及建议.....</b>    | <b>53</b> |
| 5.1 “兜底”式增持的启示.....            | 53        |
| 5.2 “兜底”式增持的建议.....            | 53        |
| <b>6 结论与展望.....</b>            | <b>57</b> |
| 6.1 本文的研究结论.....               | 57        |
| 6.2 本文的创新点.....                | 58        |
| 6.3 本文的不足与展望.....              | 59        |
| <b>参考文献.....</b>               | <b>61</b> |
| <b>致 谢.....</b>                | <b>67</b> |
| <b>攻读学位期间的研究成果.....</b>        | <b>69</b> |

# CONTENTS

|                                                                                     |           |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1 INTRODUCTION.....</b>                                                          | <b>1</b>  |
| 1.1 Research Background.....                                                        | 1         |
| 1.2 Research Purpose And Significance.....                                          | 2         |
| 1.2.1 Research Purpose.....                                                         | 2         |
| 1.2.2 Research Significance.....                                                    | 3         |
| 1.3 Research Content, Structure and Methodology.....                                | 4         |
| 1.3.1 Research Content.....                                                         | 4         |
| 1.3.2 Research Structure.....                                                       | 4         |
| 1.3.3 Research Methodology.....                                                     | 5         |
| <b>2 THEORETICAL BASIS AND LITERATURE REVIEW.....</b>                               | <b>7</b>  |
| 2.1 Theoretical Basis.....                                                          | 7         |
| 2.1.1 Efficient Market Hypothesis.....                                              | 7         |
| 2.1.2 Signaling Hypothesis.....                                                     | 9         |
| 2.1.3 Market Timing Hypothesis.....                                                 | 10        |
| 2.2 Literature Review.....                                                          | 11        |
| 2.2.1 Motivation Analysis of Shareholding Increasing.....                           | 11        |
| 2.2.2 Market Performance of Shareholding Increasing.....                            | 14        |
| 2.2.3 ESOP incentive effect.....                                                    | 17        |
| 2.2.4 "Risk-free " Shareholding Increasing.....                                     | 19        |
| 2.2.5 Literature Review.....                                                        | 19        |
| <b>3 "RISK-FREE" SHAREHOLDING INCREASING PHENOMENON<br/>AND CAUSE ANALYSIS.....</b> | <b>21</b> |
| 3.1 The "Risk-free" Shareholding Increasing Phenomenon.....                         | 21        |
| 3.1.1 The Occurrence and Evolution of The Newly Stock Market Crash.....             | 21        |
| 3.1.2 The Emergence and Development of "Risk-free" Shareholding Increasing.....     | 23        |
| 3.2 Cause Analysis of "Risk-free " Shareholding Increasing.....                     | 24        |
| 3.2.1 Cause Analysis of "Risk-free" Shareholding Increasing on Background.....      | 25        |

|                                                                                        |           |
|----------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 3.2.2 Cause Analysis of "Risk-free" Shareholding Increasing on Listed Companies.....   | 30        |
| <b>4 CASE ANALYSIS OF BEIJING BAOFENG TECHNOLOGY CO., LTD</b>                          | <b>33</b> |
| 4.1 Background Introduction to Beijing Baofeng Technology Co., Ltd.....                | 33        |
| 4.1.1 Brief Introduction and Major Business Development of Baofeng.....                | 33        |
| 4.1.2 Listing and Stock Price Movement of Beijing Baofeng Technology Co., Ltd.....     | 34        |
| 4.2 The "Risk-free" Shareholding Increasing of Beijing Baofeng Technology Co., Ltd.... | 35        |
| 4.3 Cause Analysis of Baofeng 's "Risk-free" Shareholding Increasing.....              | 37        |
| 4.3.1 Direct Cause of "Risk-free" Shareholding Increasing.....                         | 37        |
| 4.3.2 Cause Analysis of Baofeng 's "Risk-free" Shareholding Increasing.....            | 37        |
| 4.4 Risk Result Analysis of Baofeng 's "Risk-free" Shareholding Increasing.....        | 39        |
| 4.4.1 Risk Analysis on Employees.....                                                  | 40        |
| 4.4.2 Risk Analysis on Big Shareholders.....                                           | 43        |
| 4.4.3 Risk Analysis on Listed Companies.....                                           | 45        |
| 4.4.4 Risk Analysis on Stock Market.....                                               | 48        |
| 4.4.5 Comprehensive Risk Analysis of "Risk-free" Shareholding Increasing.....          | 51        |
| <b>5 ENLIGHTMENT AND SUGGESTIONS OF "RISK-FREE" SHAREHOLDING INCREASING</b>            | <b>53</b> |
| 5.1 Enlightenment of "Risk-free" Shareholding Increasing.....                          | 53        |
| 5.2 Suggestions of "Risk-free" Shareholding Increasing.....                            | 53        |
| <b>6 CONCLUSIONS</b>                                                                   | <b>57</b> |
| 5.1 Findings of the Research.....                                                      | 57        |
| 5.2 Research Innovation.....                                                           | 58        |
| 5.3 Shortcomings and Future Expectations of the Thesis.....                            | 59        |
| <b>REFERENCES</b>                                                                      | <b>61</b> |
| <b>ACKNOWLEDGEMENTS</b>                                                                | <b>67</b> |
| <b>PUBLISHED PAPERS AND OTHER ACHIEVEMENTS DURING SCHOOL PERIOD</b>                    | <b>69</b> |

## 图表索引

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 3-1 上证指数 2014 年 7 月至 2015 年 12 月 K 线图..... | 21 |
| 图 3-2 深证成指 2014 年 7 月至 2015 年 12 月 K 线图..... | 22 |
| 图 3-3 上证指数 2015 年 2 月~9 月的 K 线图.....         | 30 |
| 图 4-1 暴风科技上市以来股价走势图.....                     | 35 |
| 图 4-2 暴风科技“兜底”式增持公告前后股价走势图.....              | 43 |
| 图 4-3 上证指数 2016 年 1 月 K 线图.....              | 51 |
| 表 3-1 “兜底”式员工增持相关公司一览表.....                  | 24 |
| 表 3-2 政府及相关部门救市措施及股价反应一览表.....               | 28 |
| 表 3-3 “兜底”式增持公司公告时间和股价情况一览表.....             | 31 |
| 表 4-1 暴风科技“兜底”公告相关信息一览表.....                 | 36 |
| 表 4-2 “兜底”式员工增持公司限制条件一览表.....                | 40 |
| 表 4-3 暴风科技 2015 年主要财务指标一览表.....              | 45 |
| 表 4-4 互联网和相关服务行业上市公司 2015 年三季度业绩情况.....      | 46 |
| 表 4-5 “兜底”式增持上市公司股价表现.....                   | 48 |

# 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示



## 1 导 论

### 1.1 研究背景

近年来中国股市大起大落引发社会关注，从 2014 年 7 月开始，中国 A 股走出自 2008 年股灾之后的低迷期，进入牛市时期，到 2015 年上半年逐渐演变成一头“疯牛”，一路疯涨。在不到一年的时间里，上证指数由 2050 点附近飙升至 5178.19 点的高位，沪深股指涨幅均超过 150%，A 股总市值从不足 30 万亿元猛增至 78 万亿元。这样的盛况使中国股市成为 2015 年上半年全球表现最佳的市场，股市整体规模超越日本，成为世界第二大规模市场。

可是就在 2015 年 6 月 12 日上证指数和深证成指纷纷登顶最高位后，势头急转而下，市场遭遇整体暴跌，大规模跌停，瞬间引发全线崩盘。从 6 月 15 日到 7 月初，不到一个月的时间里沪指重挫至 3500 点附近，暴跌超过 30%，A 股市值蒸发 20 万亿元，更有超过 1400 家上市公司停牌避灾，占比近五成。之后 8 月中旬的人民币贬值进一步激化股灾超跌幅度，沪指一度跌至 2850.71 点，累计跌幅达 45%。在这轮 A 股非理性暴跌的股灾中，千股跌停、千股停牌成为中国股市有史以来的新奇观，连续暴跌也使得市场信心大挫。

面对 A 股的短期暴跌，国家采取了一系列救市措施，40 多项利好政策先后出台，包括央行降准降息、国家队斥万亿资金护盘、IPO 暂停等，同时证监会 7 月 8 日发布通知提出一系列措施支持上市公司大股东及董监高增持本公司股份，地方证监局纷纷响应，要求上市公司从大股东增持、员工持股计划、董监高增持等方式中“五选一”推送利好，维护股价稳定。自证监会为上市公司增持提供政策便利后，A 股增持行为不断涌现，也正是在这场市场大振荡引起的增持现象中，上市公司实际控制人或董事长以“兜底”承诺鼓励员工增持的新兴模式出现。在 7 月初市场大幅下挫之时，首创者腾邦国际 7 月 8 日发布公告称，公司实际控制人钟百胜先生倡议员工积极增持公司

股票，并承诺为员工增持亏损“兜底”。腾邦国际创造性增持模式获得一定成效，随后 A 股掀起出现“兜底”式增持潮，暴风科技、欧菲光、全通教育、凯美特气、美锦能源等十多家上市公司纷纷仿效，先后发出“兜底”公告，公告内容大致相同，即倡议公司员工积极增持股票，为打消员工对股价波动的顾虑和担忧，公司实际控制人或董事长均承诺，员工在规定买入期间增持公司股份产生的亏损由老板个人承担，盈利直接归员工享有。

上市公司“兜底”式增持行为瞬间引发社会关注，更成为部分外部投资者进行决策的参考指标，可是随着之后市场的进一步深跌，有着“兜底”利好支撑的上市公司也没能扭转下跌的势头，多股早已跌破成本价，陷入被套的困境。“兜底”式增持这一新兴市场举动，直接动因就是为了抑制个股进一步深跌，维护股价稳定，平息市场情绪，化解个股与市场风险。但是，在企业推动“兜底”式增持的过程中，由于老板“兜底”承诺的兑现缺乏法律支撑、执行方案不完善、相关监管和披露不健全等因素

可能给员工、企业以及市场带来风险。及时发现风险苗头、实现风险控制非常有必要。鉴于股灾背景下“兜底”式增持的广泛影响，而目前对该研究尚属空白，本文基于风险视角，从“兜底”式增持的动机、风险结果与风险应对进行探讨，为中国资本市场的健康发展提供绵薄之力。

## 1.2 研究目的及意义

### 1.2.1 研究目的

本轮股灾中，A 股持续大幅下挫的同时也涌现出一些新现象。上市公司实际控制人或大股东为了鼓励员工积极买入公司股票，作出盈利归员工所有、亏损由其个人承担的承诺。但是，看似上市公司老板以实际行动维护员工权益、提振投资者信心的举措，却存在着很多风险和问题，因此及时发现风险苗头、实现风险防范和风险控制非常有必要。本文试图从风险视角出发，对上市公司“兜底”式增持行为进行深入研究，从“兜底”式增持的动机、风险结果和风险应对展开讨论，为防范风险、完善企业“兜底”式增持行为、促进企业和中国资本市场的健康发展提供参考证据。

### 1.2.2 研究意义

第一，有助于拓宽股灾背景下救市举措及市场行为相关领域研究范围，对于促进刚经历急跌后仍处于低迷的中国股市健康发展有着很好的现实意义。在历次股市暴跌的股灾局势中，国家及市场都会实施多项救市措施，维护股价稳定，增强投资者信心，但各项护盘举措成效不尽相同。在这一轮的股灾中更是救市金牌频出，包括：央行降息、国家队斥万亿资金护盘、IPO 暂停、降低印花税、鼓励大股东及董监高增持行为以及创新性“兜底”式员工增持等。本文试图探讨股灾背景下“兜底”式员工增持这一救市举措的市场效应，丰富现有的研究，为国家及上市公司在救市中采取恰当的救市措施提供参考证据。

第二，为上市公司“兜底”式增持行为提供研究支撑。在市场整体暴跌的情况下，具有“兜底”利好支撑的上市公司也没能抵御进一步下跌的势头，多数个股跌破成本价，陷入亏损的境地。“兜底”式增持这一新兴市场举动，其时间和动机的特殊性，对市场可能的积极意义，及其存在的风险问题，使它从一开始就被大家关注。而目前对“兜底”式增持的研究几乎空白，该行为可能存在的风险也未被揭示，上市公司盲目跟风可能存在问题。本文对上市公司“兜底”式增持进行有益的探索，分析其动机和效果，从多角度揭示“兜底”式增持的风险问题，对于开拓创新性“兜底”式增持理论研究、完善有关制度有着积极意义。

第三，从应用价值看，“兜底”式增持在股价急剧下跌的情况下，能起到短期止跌助涨，增强投资者信心的作用，但是长期来看需要合理评价公司的业绩水平和盈利能力，警惕其只是一场“作秀”行为。在“兜底”承诺不受法律约束的情况下，这些上市公司大老板信誓旦旦的倡议背后真实动机值得探究。“兜底”式增持的承诺能否得到实施，以及披露和监管也存在不小的困难。总体而言，“兜底”式增持作为本轮股灾中很有特色的新生现象，还缺少深入、全面、系统的研究。因此，探讨上市公司“兜底”式增持行为的动机，引起的市场反应，从员工、大股东、企业 and 市场角度分析风险问题，对于上市公司自身发展、我国资本市场的健康运行以及投资者在市场上做出正确的选择，都有很重要的参考价值。

## 1.3 研究内容、思路与方法

### 1.3.1 研究内容

本文以 2015 年我国股市急剧下跌形成股灾为研究背景,在阅读国内外文献及相关理论的基础上,深入剖析股票增持行为的动因和市场效应。同时从股灾特殊性的角度出发,阐述本轮股灾形成的原因,“兜底”式增持现象如何兴起,以及救市的市场效应。在充分理论支撑的基础上,本文旨在基于风险视角对“兜底”式增持进行研究,并以暴风科技为例,介绍企业“兜底”式增持行为,分析“兜底”式增持的动机,观察“兜底”式增持引起的市场反应,并从员工、大股东、公司及市场多角度进行风险结果分析,揭示“兜底”式增持的风险,以期完善企业“兜底”式增持行为、促进股票市场正常运行提供建议和参考。

### 1.3.2 研究思路

本文主要运用案例研究方法,对股灾背景下上市公司“兜底”式增持行为的动机、市场效应以及风险结果展开深入分析和研究。全文主要分为五个部分,具体内容如下:

第一部分:导论。主要阐述本文的研究背景,研究目的及意义,介绍研究内容、思路与方法,以及本文的研究创新之处。

第二部分:理论基础和文献综述。本章介绍了相关研究理论,包括有效市场假说、信号传递假说和市场择时假说,为后面的研究提供理论基础。同时系统地阐述了股票增持行为动因和市场效应、员工持股激励效果和“兜底”式增持的国内外研究现状,并进行评述。

第三部分:“兜底”式增持现象及成因分析。首先介绍了本轮股灾的开始和演变过程及“兜底”式增持现象,然后进行“兜底”式增持现象成因分析,主要从背景角度和上市公司角度展开分析,深入剖析“兜底”增持现象背后的形成原因。

第四部分:暴风科技“兜底”式增持的案例分析。以暴风科技为案例研究对象,深入分析在股灾背景下暴风科技“兜底”式增持行为的动机,并从员工、大股东、公司 and 市场多角度揭示“兜底”式增持产生的风险结果。

第五部分：“兜底”式增持的启示与建议。主要归纳了“兜底”式增持研究的启示，并提出几点建议。

第六部分：结论与展望。根据案例研究结果得出本文的研究结论，并指出本文的研究创新点、不足与局限性，以及将来的研究方向。

### 1.3.3 研究方法

#### （1）比较分析法

本文对腾邦国际、欧菲光、暴风科技、全通教育、奋达科技等多家推出“兜底”政策鼓励员工持股的上市公司进行对比分析，从各公司公告内容、市场效应、股价反应等方面对比，发现不同公司“兜底”式增持的差异。通过比较分析，归纳“兜底”式增持的特点，同时找到不同公司“兜底”式增持引起效果差异的原因，分析风险因素，据此提出改善建议。

#### （2）案例分析法

本文选取暴风科技作为“兜底”式增持代表企业进行案例分析，介绍股灾背景下暴风科技的“兜底”式增持行为，运用信息传递理论、市场择时理论、有效市场等理论分析该企业行为动机，讨论暴风“兜底”式增持的市场反应，并从员工、大股东、公司 and 市场多角度进行风险分析，最后得出结论并给出建议。通过案例研究，深入探讨“兜底”式增持的动机、效应和风险，以期上市公司采取恰当有效的救市措施提供参考证据，为公司自身发展和我国股票市场的正常运作提供一些有价值的建议。

# 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示

## 2 理论基础和文献综述

本章主要从有效市场假说、信号传递假说和市场择时假说阐述本文的理论基础。然后从股票增持行为动机分析、股票增持行为市场效应、员工持股激励效果和“兜底”式增持四个方面进行国内外文献综述。

### 2.1 理论基础

传统的股票增持行为多为大股东增持，增持潮基本上逢跌即现。我国大股东增持开始于 2005 年股权分置改革，其大规模兴起源于 2008 年中国股市受国际金融危机的影响陷入熊市大调整，随着大盘不断下挫，出现了大量上市公司大股东增持的现象。大股东增持极大增强了市场信心，也引起众多学者展开了对大股东增持行为的研究。

与传统大股东增持不同的是，本轮股灾中出现了大股东“兜底”员工增持的新模式，但是从其的特点来看，第一“兜底”式增持属于增持行为，第二大股东或实际控制人承诺为增持亏损“兜底”说明增持行为同样与大股东切身利益息息相关，可见“兜底”式增持在一定程度上具有与大股东增持类似的效应。目前，直接关于“兜底”式增持的研究尚属空白，我们可以从大股东增持行为的相关研究中得到启示，包括有效市场理论、信号传递理论以及市场择时理论。

#### 2.1.1 有效市场假说

有效市场理论又称有效市场假说，是西方主流的金融市场理论，该理论对金融学及证券定价研究都产生了重要影响，现代资本市场理论体系中许多重要理论和模型都是在有效市场理论的基础上发展起来的。

有效市场假说是 1970 年美国经济学家尤金·法玛（Eugene Fama）<sup>[1]</sup>在“随机游走”的基础上深化并提出的。该理论认为在有效的资本市场中信息披露是充分有效的，价格能完全反映资产特征。如果信息在证券价格上得到充分反映，那么价格是公平的，

即证券价值的最佳评估，任何时刻投资人都无法获得超额利润。市场有效性主要研究两个关键问题，一个是信息与证券价格之间的关系，另一个是如何对信息和有效市场进行分类。

有效资本市场是指市场上的证券价格能同步且完全地反映所有信息，其具有两个外部标志：一是证券的所有可用信息能得到充分披露和有效传播，使每一个投资人能够同时获得同等的信息；二是所有信息都能在证券价格上得到迅速且充分地反映。有效资本市场是一个理想化的市场，它的实现需要满足一定前提条件，包括：市场交易无障碍，没有交易成本；信息披露充分有效，信息从公开到接受的有效性，每个市场参与者能同时获得同等的信息；投资者对信息作出快速、合理的反应，使股价随之变动；存在大量理性的投资者，追求利益最大化，能不受他人影响独立地对证券进行分析、评估和交易。其中，存在大量理性的投资者的前提条件又包含三个假设：一是理性的投资人，假设市场上所有的投资者都是理性的，因此投资人针对市场信息能理性地评估证券价值；二是独立的理性偏差，市场投资者不全是理性的，但其非理性行为能相抵，证券价格与理性市场一致；三是套利，假设市场上投资者非理性行为并非完全抵消，股价会被市场高估或低估，此时市场上会存在理性的专业投资者进行套利交易，从而抵消业余投资者对价格的影响，市场仍然有效。以上三个假设只需满足一个，市场将是有效的。

市场有效性的第二个关键问题是如何对信息和有效市场进行分类，按照资本市场有效性的衡量标准，不同程度的市场效率下价格可以吸纳的信息范围不同。法玛根据信息的公开程度不同，将与证券价格有关的信息分为历史信息、公开信息和内部信息。历史信息指历史股价、交易量、成交价等市场交易信息；公开信息指公司公开发布的信息，如财务报表、附注、公司公告等，以及政府和有关部门发布的能影响股价的相关信息；内部信息是指内部人员了解和知道的还未对外公布的公司内部信息。由于上市公司的股价会因吸纳的信息范围不同而受到不同影响，法玛根据这三类信息将有效市场相应分为三种：

1、弱式有效市场。这类市场股价只完全反映历史信息，这样过去市场交易的历史信息对股价的变动没用任何影响。证券价格是随机游走的，前后股价相关系数为零。

2、半强势有效市场。半强势有效市场的股价不仅能反映最基本的历史信息，还能



反映公开信息。在这类市场中，投资者无法从公司的公开信息中获取超额利润，因为公开信息已经及时且充分在股价中得到反映，对公开信息的分析预测没有用处。

3、强势有效市场。在强势有效市场中，股价可以充分有效地反映所有信息，包括历史信息、公开信息以及内部信息。一般而言，公司董事，大股东及高级管理人员等往往掌握着未公开的公司内幕信息，这些信息与公司现状和未来发展息息相关。在这类市场中，证券价格是公平的，即证券价值的最佳评估，任何时刻投资人都无法通过公开及非公开信息获得超额收益，这是一种理想化的市场。

实际上做到强势有效市场是很难的，公司实际控制人及董监高往往能掌握公司经营状况及未来发展战略等重要内幕信息，这些内幕信息是外界无法第一时间获得的，可能引起内部人员通过相关行为获得额外收益。内幕信息是否为“兜底”式增持行为的原因之一值得进一步探究。

### 2.1.2 信号传递假说

信号传递假说兴起于上世纪 70 年代，当时受 1929 年美国股灾的普遍影响，美国经济陷入长达十年的大萧条时期，长期低迷的股市使得投资者失去了信心，随着股价不断下挫，许多上市公司发现股票股价已经低于实际价值，于是纷纷回购公司股票，

股票回购行为大大提振了市场信心。在同一时期，信息经济学的发展将信息因素运用到经济学研究当中，提出了信息不对称理论，该理论认为市场交易的参与者所拥有的信息存在不同程度的不对等，一方是掌握更多信息的相对优势方，而另一方则拥有较少的信息，处于劣势。资本市场就是一个信息不对称市场，学者们将信号传递理论运用到资本市场的研究中，以信息不对称为理论前提，研究上市公司股票回购、大股东增持行为的动机和意图。

在国外大股东增持行为一般可以在证券市场直接进行，因而对股票增持行为的研究较少，而对股票回购行为的研究更为丰富。在众多用以解释股票回购动机的理论中，信息传递假说是最著名的一个，目前已得到学术界和实践界的广泛认可。Dann<sup>[2]</sup>（1981）是最早提出要约回购信号传递理论的国外学者，之后，Comment 和 Jarrel<sup>[3]</sup>（1991）提出二级市场的公司股价在被外界低估时，有回购股票的动机。

信息传递假说认为上市公司回购或增持股票是在向外界传递一个信号，不同的投

资人对该信号有不同的解读。大部分人认为股票回购或增持传递的是积极信号，表明该公司的股票被低估了，公司具有较好的发展前景，未来股价很可能上涨。一般情况下，公司大股东及内部人员往往掌握了公司经营状况及未来发展战略等重要内幕信息，而这些内幕信息无法迅速被外界获取，也不能在股价上得到及时的反映，因此当上市公司回购或增持股票时，外部投资人往往认为这是一个股价被低估的信号。另一观点认为，股票回购传递的是一个消极信号，表明公司存在多余的资金，缺乏更好的投资机会，发展前景不乐观，因此回购股票。

上市公司大股东或实际控制人对公司运作起到重要作用，能够掌握公司重要的内幕信息，正是这些内幕信息让大股东比外部投资者更清楚地了解公司经营现状及未来发展前景，也帮助大股东对公司真实价值做出合理的估计。大股东往往将公司内在价值与股价进行比较而做出相应决策，当股票价格低于内在价值时增持公司股票，相反当股票价格高于内在价值时减持。因此，大股东行为能向外界传递明显的信号，信息传递假说能有效说明上市公司决策的动机和意图。

我国大股东增持大规模兴起源于 2008 年，中国股市受国际金融危机的影响陷入熊市大调整，随着大盘不断下挫，出现了大量上市公司大股东增持的现象。大股东增持稳定市场情绪、增强市场信心，因此有理由认为信息传递假说对大股东增持动机提供了解释。这一理论也一定程度上解释了为什么本轮股灾中会涌现出一批承诺为员工增持“兜底”的好老板，这正是为了稳定股价而向外界传递积极信号，表明自身坚定的信心。

### 2.1.3 市场择时假说

市场择时理论是资本结构理论体系的重要组成部分，现代资本结构理论体系是由 MM 理论发展而来。早期 MM 理论有严格的假设条件，许多与现实存在着较大差异，因此 MM 理论提出之后，众多学者在研究公司资本结构问题时，大都放宽 MM 理论假设，并引入其他理论模型从而创新并发展形成了权衡理论、优序融资理论等。权衡理论认为公司通过对负债的抵税效应和破产成本进行权衡，从而选择最佳资本结构。优序融资理论解释了公司融资顺序问题。但是两者均建立在有效市场和理性投资人的前提之上，无法解释非完全有效市场下的公司融资行为，这与实际资本市场上出现的

诸多现象相违背，因此早期的资本结构理论受到越来越多的质疑。

正是由于传统资本结构理论的局限性，西方学者开始放宽有效市场和理性人假设，将行为金融学理论引入到公司融资行为的研究中，于是提出了市场择时理论。行为金融学主要关注资本市场环境对公司决策和行为的影响，认为公司管理者是理性的，而证券市场并非是完全有效的，外部投资者也不是绝对理性，因而市场股价与公司内在价值之间产生偏差，这便为融资提供了机会窗口。理性的公司管理者会利用相应的市场时机选择最有利的融资方式，实现利益最大化。

市场择时假说最早是由 Stein 提出的，Stein<sup>[4]</sup>（1996）在文章《非理性世界的理性资本安排》中指出，代表股东利益的公司管理者将公司价值最大化作为经营目标，面对非理性的资本市场，理性的管理者会根据不同的市场时机选择不同的融资方式，当股价被高估时，管理者倾向于增发股票，利用市场热情获得超额收益，反之则选择回购公司股票。随后该假说也得到了众多学者的研究支持，Graham 和 Harvey<sup>[5]</sup>（2001）通过对美国三百多家上市公司 CFO 的问卷调查发现，市场择时行为是常见现象，多数管理者表示公司股价的高估或低估是影响公司发行股票的重要依据。Baker 和 Wurgler<sup>[6]</sup>（2002）认为，公司资本结构是过去融资行为的累计结果，没有最佳资本结构，公司利用市场上出现的暂时低成本融资机会，实现最大价值。

市场择时理论打破了传统的有效市场和理性投资人限制，是行为金融学在公司融资理论中的成功应用，阐述了市场时机对公司融资行为和决策的重要影响。根据市场择时理论，公司管理者会利用股票市场机会窗口选择不同的融资工具，当股票被高估时发行股票，被低估时回购或增持。因此我们可以从中获得启发，解释为什么增持潮逢跌即现的现象。

## 2.2 文献综述

### 2.2.1 股票增持行为的动因分析

#### （1）国外关于股票增持动机的研究

在国外大股东增持行为一般可以在证券市场直接进行，达到一定比例才需要对外公布，因此对股票增持行为的研究很少，而对股票回购行为的研究更为丰富。学者普

通用信号传递假说、市场择时理论和内部人交易来解释上市公司股票回购的动机。

#### a、信号传递假说

在众多研究股票回购动机的理论中，信息传递假说是最著名的一个，目前已得到学术界和实践界的广泛认可。一般认为，上市公司回购或增持股票是在向市场传递一个正面信号。Dann<sup>[2]</sup>（1981）是首位提出要约回购信号传递理论的学者，指出要约回购可以向外界传递公司运营的有关信息。Vermaelen<sup>[7]</sup>（1981）发现股票回购能给公司带来显著为正的累计超额收益，并指出当上市公司股价被严重低估时，会通过回购公司股票向市场传递积极信号，期望得到市场的正面效应。Wansley<sup>[8]</sup>等（1989）研究表明公司回购股票的第二大重要原因是对外传递企业未来发展乐观的信号。Comment和Jarrel<sup>[3]</sup>（1991）发现当公司股价被严重低估时，管理者有回购股票的动机，希望通过股票回购行为获得市场的正面回应。Ikenberry<sup>[9]</sup>（1994）和Stephens<sup>[10]</sup>等（1998）都发现当上市公司股价低于预计的内在价值时，会选择回购自己的股票。Dittmar<sup>[11]</sup>（2000）对信号传递假说、管理层激励假说、反收购假说等进行对比分析发现，信号传递假说最能解释股票回购的动机。股票回购代表两种信号含义，一是能向市场传递公司股票的定价信息；二是传递了有关管理者对公司未来经营发展和盈利能力的预期信息。

从股票回购动机的理论研究中可以获得启发，“兜底”式增持在股市大幅下跌的背景下出现，与普通的大股东增持相比，老板提出“兜底”承诺倡议增持，不仅仅是价值投资行为，更多的是出于信号传递的动机。因此，本文可以进一步探讨并验证信号传递假说在“兜底”式增持行为上的应用。

#### b、市场择时理论

市场择时理论是行为金融学在公司融资理论中的重要应用，打破了传统的有效市场和理性投资人假设，阐述了市场时机对公司融资行为和决策的重要影响。该理论最早是由Stein提出的，Stein<sup>[4]</sup>（1996）研究表明代表股东利益的公司管理者将公司价值最大化作为经营目标，面对非理性的资本市场，理性的管理者会根据不同的市场时机选择不同的融资方式，当股价被高估时，管理者倾向于增发股票，利用市场热情获得超额收益，反之则回购公司股票。随后该假说也得到了众多学者的研究支持，Graham和Harvey<sup>[5]</sup>（2001）通过对美国三百多家上市公司CFO的问卷调查发现，市场择时

行为在上市公司中很常见，多数管理者表示公司股价的高估或低估是影响公司发行股票的重要依据。Baker 和 Wurgler<sup>[6]</sup>（2002）认为，公司资本结构是过去融资行为的累计结果，公司往往会利用市场上出现的暂时低成本融资机会。

市场择时理论说明了市场时机对企业融资行为和决策重要影响，有助于解释为什么上市公司往往在股价暴跌时选择增持公司股票。而“兜底”式增持行为在增持潮中出现，其时间和动机特殊性，使得市场择时理论对解释“兜底”式增持行为有着重要意义。

### c、内部人交易

公司内部人员作为公司运作的之间参与者，往往能够掌握关于公司经营现状及未来发展前景等重要内幕信息。由于包括公司章程修订、董事会及监事会人员罢免、公司的分立、合并、解散等重大事项都需经过股东大会决议，大股东也经常接触到内幕信息，因此学者多将大股东也视为内部人员。由于大股东所掌握的内幕信息是不能被外界立即获取的，也不能在股价上得到及时反映，所以大股东相对于外界投资人而言能更加准确地了解公司经营状况和未来发展潜力，可以对公司实际价值做出更为合理的估计。为追求利益最大化，大股东往往将公司市场股价与内在价值进行比较而做出最佳决策。

内部人增持时，股价有超常表现的几率更大；内部人减持时，股价更可能下跌，因此内部人能对公司股价走势有较好的预期。Finnerty<sup>[12]</sup>（1976）利用 CAMP 模型对上市公司进行研究，发现内部人交易能够获得超额收益。Elliott 等<sup>[13]</sup>（1984）研究表明，内部人会根据公司实际业绩做出买入或卖出公司股票的决策。Seyhun<sup>[14]</sup>（1986）认为内部人有能力对公司股价走势做出较好的预测，通过内部人交易对股价产生的正面影响，获得超额收益。Seyhun（1992）<sup>[15]</sup>又发现，内部人往往在公司股价大幅上涨时进行减持股票，在公司股价剧烈下跌时进行增持股票。

在“兜底”式增持模式中，主要是上市公司实际控制人或董事长以个人名义作出“兜底”承诺，上市公司实际控制人或董事长属于公司内部人员，掌控着公司运作及未来前景的所有信息。虽然公司实际控制人或董事长为员工增持“兜底”，但其个人也可能从中获利，成为最大的受益者，因此“兜底”式增持行为是否与内部人交易有关需要进一步探讨。

## （2）我国关于股票增持动机的研究

我国大量涌现股票增持现象的时间较晚，主要兴起于 2008 年中国股市受国际金融危机影响陷入熊市大调整之际，大量上市公司大股东纷纷增持自家股票，大股东增持行为极大提振了市场的信心，也引起国内学者展开了对股票增持行为的研究。姜仁荣<sup>[16]</sup>（2010）针对 2008 年内进行大股东增持的 100 多家上市公司展开研究，文章运用多元线性回归模型验证市场择时理论、信号传递假说、激励效应及隧道效应等理论对大股东增持动机的解释作用，结果表明该理论均能显著影响大股东增持行为，构成增持动机，并且大股东增持能对股价价格产生显著影响，且在公告日前一天及当天获得最大超额收益。于海云和王则斌<sup>[17]</sup>（2010）的研究中，对 2008 年大股东增持的动机进行实证研究，发现大股东增持行为与企业绩效和大股东控股能力均呈现显著相关关系，这表明在业绩表现良好的公司中，大股东更有通过增持来巩固控股地位的动机。

随后，国内学者针对股票增持动机进行深入探究，但得到的结论并不一致。李俊峰等<sup>[18]</sup>（2011）通过对 2008~2010 大股东增持样本公司增持前后股价走势分析和多因素分析均未发现支持市场择时假说及信号传递假说的证据。沈艺峰等<sup>[19]</sup>（2011）对 2008 年中国证监会《上市公司收购管理办法》修改决议发布后大股东及高管增持动机进行研究，显示增持更重要的是出于政治目的，而非财务目的。康轶等<sup>[20]</sup>（2012）也发现大股东进行股票增持带有政治动机，并会结合公司财务状况。杨召<sup>[21]</sup>（2012）发现不同公司内部人的增持动机存在显著差异，大股东增持与股权集中度存在显著正相关，而高管的增持行为则与财务绩效有关。姜英兵和张晓丽<sup>[22]</sup>（2013）的研究中证实了大股东增持时存在市场择时的现象，大股东倾向于在股价被低估时增持股票，文章进一步探究发现大股东市场择时能力受股权性质、控股地位及股价走势的影响。唐松等<sup>[23]</sup>（2014）针对国有与非国有企业大股东增持动机进行对比研究发现，股价被低估一般构成了非国有企业大股东增持行为的动机，而与国有企业增持关系不大，且非国有企业大股东增持之后的股价表现优于国有企业，因此非国有企业大股东增持多基于利益最大化目标，国有企业则可能是短期的政策性行为。

### 2.2.2 股票增持行为的市场效应

#### （1）国外关于股票增持市场效应的研究

针对国外文献，本文主要从股票回购的市场效应进行综述。早期研究中，Vermaelen<sup>[7]</sup>（1981）将 1962~1977 年中 374 个股票回购案例公司作为研究对象，指出当股价被严重低估时，上市公司会通过回购公司股票向市场传递积极信号，期望得到市场的正面效应。Comment 和 Jarrel<sup>[3]</sup>（1991）分别对固定价格回归、公开市场回购和荷兰式拍卖回购三种不同得股票回购方式进行研究，发现这三种回购方式都会带来不同程度的超额收益，其中固定价格回购方式产生的超额收益率最大，荷兰式拍卖回购次之，公开市场回购最小。实证结果也表明，当公司股价被严重低估时，管理者有回购股票的动机。

国外学者对不同地区资本市场的研究得到了基本一致的结论：股份回购公告能产生正向的市场效应。Ikenberry<sup>[9]</sup>（1994）的研究发现，在股票回购公告前样本公司的累计超额收益率为负值，而回购公告发布之后的 1~3 年的累计超额收益率均为正值，且第四年的累计超额收益率超过 10%，说明股票回购的短期市场效应不显著，长期效应更明显。Kai Li 等<sup>[24]</sup>（1999）对加拿大市场的股份回购市场效应展开研究，也形成了与美国类似的结论，在股份回购公告公布之前，上市公司股价会出现小幅的下跌，公告期有显著的超额收益，之后股价会大幅上涨。Isagawa<sup>[25]</sup>（2000）运用自由现金流信号模型对股份回购公司股价进行分析，发现公告发布前后股价存在前跌后涨的现象。

Victor M 等<sup>[26]</sup>（2004）利用西班牙数据进行研究也有同样的发现。Hua Zhang<sup>[27]</sup>（2005）在对香港公司股份回购市场效应的研究中，同样证实了回购公告前累计超额收益率为负，公告后为正的结论。Tung 等<sup>[28]</sup>（2005）选取台湾市场中股份回购公司为样本，结果表明股票回购对股价有正向作用。

## （2）我国关于股票增持市场效应的研究

国内的学者也对股票增持的市场效应进行了有益探索，特别是在 2008 年之后，相关研究不断涌现。曹明和陈收<sup>[29]</sup>（2006）对我国股权分置改革中控股股东增持的上市公司股价进行分析，实证结果显示实施股票增持的公司表现并不优于市场平均水平，反而未实施增持的公司比增持公司有更好的股价表现。方天亮<sup>[30]</sup>（2010）研究显示，大股东增持公告传递了股价被低估的信号，刺激股价短期显著上升。杨汉明和向伶双<sup>[31]</sup>（2010）对后股改时代股东增减持现象展开了影响因素分析和影响分析，认为公司股价被低估和公司业绩良好时，大股东会增持股票，同时股东增持传递了积极信号，会

刺激股价上扬。李俊峰等<sup>[18]</sup>（2011）对 2008~2010 年间上市公司增持行为进行研究，发现在公告的事件窗口期内产生了显著的正向公告效应。魏浩<sup>[32]</sup>（2011）以 1494 家 A 股上市公司为研究对象，运用实证研究方法对比分析了股东增持公司与非增持公司此前的能力表现，结果发现股东增持的公司在盈利能力、资产利用率、短期偿债能力、发展潜力等方面都有更好的表现，被增持的股票也被认为更具有投资价值。杨召<sup>[21]</sup>（2012）发现不同公司内部人增持行为的市场效应存在较大差异，大股东的增持信息比高管的增持信息更具有市场影响力。江雪峰<sup>[33]</sup>（2012）总结分析了大股东增持的时机和效应，认为在牛市时大股东增持效应更强烈、更持久，大股东出于顺应市场趋势，只要认为还有获利空间，便有可能增持；而在熊市时增持行为一般在底部进行，能够获得更大的超额收益。文章还阐述了大股东增持多产生的多方面积极效应，包括：信息传递效应、价值判断效应、供需结构效应、利益协同效应、市场预期效应及公司形象效应。尤华和刘容<sup>[34]</sup>（2013）运用事件研究法对 A 股大股东增持案例公司的实证研究发现，在增持事件窗口期内有显著的正向超额收益，市场短期会作出积极反应。章卫东等<sup>[35]</sup>（2014）的研究也表明大股东增持存在正向的短期市场效应，且增持数量与股东获得累计超额收益成正比。唐松等<sup>[23]</sup>（2014）对国有企业与非国有企业大股东增持市场效应的对比研究表明，非国有企业大股东增持之后的股价表现优于国有企业。

也有部分学者的研究中发现大股东增持行为并未产生积极的市场效应。王建文和李蓓<sup>[36]</sup>（2012）针对 2006~2011 年全部重要股东增持案例公司进行实证研究发现，增持行为产生的市场效应不显著，没有明显影响股价走势，可能由于大股东增持数量较小、力量有限，且增持现象一般出现在市场低迷期，此时投资者信心不足，增持行为不足以给予市场有力的预期。高宏海<sup>[37]</sup>（2012）研究“汇金”增持事件带来的市场效应，结果显示“汇金”增持消息并没有带来正向累计超额收益，只能短期止跌，不能阻止市场下跌趋势。王建文和葛磊<sup>[38]</sup>（2012）对大股东增持公告前后上市公司主要业绩情况展开实证研究，发现增持事件之后公司业绩不仅没有显著提高，反而下降了，大股东增持行为损害了股东利益，其原因主要是该行为仅是短期市场行为。孙超等<sup>[39]</sup>（2014）研究了大股东增持的市场反应，发现控股股东增持现象具有短期支持效应，而长期效应反而较差。



### 2.2.3 员工持股激励效果

#### (1) 国外关于员工持股激励效果的研究

员工持股制度是一种有效的员工激励制度，最早起源于美国，在欧美等国家已经有上百年历史，并演变出了诸多具体的形式，目前仍处于不断发展和进步中。

美国是迄今为止实施员工持股最成功的国家之一，最早 18 世纪末阿尔伯特·盖莱丁在玻璃厂首次实施员工持股，从此开启了员工所有制的先河。之后，美国经济迅猛发展，由于贫富差距引起的社会矛盾问题也越来越严重，为了缓解这一矛盾压力，美国西尔斯 Sears Roebuck 公司于 1916 年首创决定用股票资助员工的退休金计划，这也是美国第一个员工持股计划。到 20 世纪 50 年代，美国经济学家路易斯·凯尔索提出了双因素经济论，其观点认为生产要素只有两种：资本与劳动，国家财富过度集中，富人更富，造成了严重的社会分配不公平出现。路易斯·凯尔索是员工所有权运动的精神领袖，为美国员工持股制度的产生与发展奠定了基础，至此美国现代意义上的员工持股概念产生了。1974 年以来，美国推出员工持股计划的公司与日俱增，数据显示，到 2000 年美国员工持股计划涉及的总资产超过美国公司总净值的百分之四。

由于员工持股在国外起步早，发展成熟，因此对员工持股激励效果的相关研究很多。Wagner 和 Rosen<sup>[40]</sup>（1985）指出，员工持股公司在销售增长率等主要业绩指标上的表现比其他公司更好。Conte 和 Svejnar<sup>[41]</sup>（1988）在对美国 40 家厂商的研究中发现，员工分红入股对企业绩效有积极的促进作用，能提高生产效率。Chang<sup>[42]</sup>（1990）运用事件研究法，指出 ESOP 事件窗口期能获得显著的超额收益。Davidson 和 Worell<sup>[43]</sup>（1990）也得到同样的结论，并指出正向超额收益会在两年内消失。Kumbhakar 和 Dunbar<sup>[44]</sup>（1993）对美国上市公司面板数据进行实证研究发现，推行员工持股计划能提高企业生产效率。Derek C.Jones 和 Takao Kato<sup>[45]</sup>（1995）对 106 家日本上市公司的实证研究显示，ESOP 计划能使公司生产率提升 4%~5%，这个提升的过程会在 ESOP 实施后 3~4 年逐步显现。William N.Pugh 等<sup>[46]</sup>（2000）的研究发现，员工持股能在短期内带来积极效应，但长期效应不显著。D'Arcimoles Charles-Henri 和 Trebucq Stephane<sup>[47]</sup>（2002）对法国 2000 年截面数据进行分析，得到员工持股能显著提升公司业绩，同时降低企业个别风险，但会增加系统风险。Pendleton 和 Robinson<sup>[48]</sup>（2010）

也认为员工持股能有效提高劳动生产率。

国外员工持股激励效果的相关研究中也有学者得到了中性结论。Blasi 等<sup>[49]</sup>(1996)研究发现,员工持股与公司盈利能力、生产力等水平相关关系不明显。

## (2) 国内关于员工持股激励效果的研究

我国员工持股制始于上世纪 80 年代,北京天桥百货股份有限公司首次向内部员工发行了 300 万元的股票,占总股本的 1.29%,开创了我国员工持股的先河。我国员工持股一直是在实践中不断地探索,期间曾陷入困境,甚至因种种原因被屡屡叫停。但我国员工持股的发展并没有因此止步不前,国家及相关部门结合已有的经验教训,借鉴发达国家成功经验,相继出台了员工持股管理办法和相关政策,在摸索和实践中推动我国员工持股的发展。

由于员工持股在我国起步较晚,因此国内对员工持股激励效果的研究相对薄弱,多数研究得到正向结论。张小宁<sup>[50]</sup>(2002)通过对沪市上市公司相关数据进行分析,认为员工持股对企业绩效有显著的正向作用,而持股比例对企业绩效不存在显著影响。宁向东和高文瑾<sup>[51]</sup>(2004)将 638 家员工持股上市公司作为样本进行研究,发现相较于非员工持股公司,员工持股公司在财务业绩上有更好的表现,且员工持股比例与企业绩效间存在显著正相关关系。郑海东、徐梅和胡杭<sup>[52]</sup>(2007)案例研究表明,员工持股的激励效果受到员工本身整体素质的影响,如年龄、文化程度、工作岗位等。李士萍<sup>[53]</sup>(2008)采用事件研究法对我国上市公司职工持股进行研究,发现职工持股对公司经济绩效有显著的促进作用,并指出职工持股存在显著的短期财富效应和长期财富效应,给投资者带来超额收益。黄桂田、张悦<sup>[54]</sup>(2008)对 1302 家员工持股公司的实证研究表明,国有企业员工持股对企业绩效有正向影响,同时管理层持股的积极效用显著大于一般职工。罗智渊<sup>[55]</sup>(2011)研究发现,职工持股与企业长期绩效间有明显的正相关关系。刘军<sup>[56]</sup>(2014)认为员工持股是一种长期激励机制。

部分学者的研究得到了不同的结论,王晋斌、李振仲<sup>[57]</sup>(1998)的研究指出内部职工持股与企业绩效不存在显著关系。苏方国<sup>[58]</sup>(2000)通过对福建省上市公司 ESOP 与企业绩效的实证研究发现两者不存在正相关关系。黄敏辉和唐茂怀<sup>[59]</sup>(2013)对 126 家上市公司的实证研究结果显示,职工持股没有对企业绩效产生明显影响。

### 2.2.4 “兜底”式增持

本轮股灾中出现了“兜底”式增持的新模式，由老板为员工在规定期间增持股票所产生的损失进行补偿，而盈利归员工个人所有。“兜底”式增持的特别之处在于，上市公司实际控制人在鼓励员工增持的同时作出了附加承诺。针对附加承诺的相关研究中，许年行<sup>[60]</sup>（2008）探讨了股权分置改革的附加承诺是否带来了信号传递效应，该文选取 2006 年 4 月前已实施股改的 493 家公司为样本，运用事件研究法进行分析和检验，结果显示股改方案“是否存在附加承诺”和“附加承诺种数”与事件窗口期的累计超额收益不存在显著关系，即附加承诺的存在与否和种数不具有明显的信号传递效应，而股改附加承诺的轻重程度具有积极的市场传递效应。

“兜底”式增持现象引发了社会关注，但由于这一创新型增持方式刚刚出现，对该现象的探讨多是社会评论，针对“兜底”式增持动因及市场效应的深入研究几乎空白。少数学者从制度的角度分析，认为真正落实“兜底”式增持需要进一步完善相关审查和监管机制。熊锦秋<sup>[61]</sup>（2015）指出“兜底”式增持属于上市公司自愿性信息披露，但由于自愿性信息披露制度缺陷，造成相关信息披露严重不足，缺乏规范等。该文认为“兜底”式增持后续实施和落实情况信息披露不足必然对投资者产生误导等负面影响，因此需要对执行结果进行披露，如员工是否增持、亏损如何计算、针对亏损老板是否进行补偿等。对此作者提出几点建议：明确上市公司自愿性信息披露的内容、标准和格式；针对自愿性信息披露建立有效的评价机制；建立上市公司强制性信息披露和自愿性披露的连接转换机制；对误导性自愿信息披露给予惩处。

### 2.2.5 文献评述

回顾有关股票增持的文献发现，国内外众多学者主要运用事件研究法对大股东增持动机和市场效应的问题进行探讨。从研究结果看，可大致总结出大股东增持主要是因为股票价格被低估，希望向市场传递积极信号，表现企业有乐观的发展潜力；大股东增持行为基本上会带来正向的市场效应，引起股价上升，并且对企业业绩表现也有促进作用。大股东增持一般会在股价剧烈下跌时进行，而本轮股灾中出现“兜底”式增持模式也属于市场低迷期的维稳增持行为，两者存在一些类似的特征和动机，因此大股东增持对“兜底”式增持的研究有一定借鉴和参考作用。

“兜底”式增持与普通的大股东增持相比，老板的“兜底”承诺更具有信号传递的意义，同时“兜底”式增持在股灾背景下出现，有着特殊的市场时机和动机。因此信号传递假说和市场择时假说都有利于解释“兜底”式增持行为，本文需进行进一步探讨和验证。“兜底”式增持模式中作出“兜底”承诺的上市公司实际控制人或董事长，属于掌控着公司内幕信息的内部人员，内部人员是否利用内幕信息获利，“兜底”式增持是否与内部人交易有关有待探究。

“兜底”式增持是在股灾背景下的一个新生现象，对该行为的探讨多是社会评论，还缺乏深入、系统的研究。鉴于“兜底”式增持出现时间和动机的特殊性，对市场可能的积极意义，及其存在的风险问题，我们应对其进行深入探讨，借鉴相关研究成果，结合实际情况分析。本文试图从风险视角下探讨 A 股“兜底”式增持问题，全面剖析“兜底”式增持背后的真实动机，引起的市场效应及风险。这对于开拓“兜底”式增持理论研究、上市公司及资本市场健康发展以及投资者做出正确决策等方面，都具有重要意义。

## 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示

### 3 “兜底”式增持现象及其成因分析

本章主要分析“兜底”式增持现象及其成因。第一节介绍了“兜底”式增持背景股灾的开始和演变过程，然后阐述了“兜底”式增持现象的产生与发展。第二节分别从背景角度和上市公司角度进行“兜底”式增持成因分析。

#### 3.1 “兜底”式增持现象

##### 3.1.1 2015 年股灾开始和演变

###### (1) 股灾前中国股市一路飙涨

从2014年7月开始中国股市进入牛市时期，2015年上半年中国牛市逐步成为“疯牛”，一路飙涨。如图3-1和图3-2所示，分别是上证指数和深证成指2014年7月至2015年12月的K线图，可见2014年中期之后11个月时间里上证指数由2050点附近一路上涨至5178.19点的高位，涨幅超过150%，深证成指也上涨了近150%到达18211.76点，A股总市值从28万亿元暴增到78万亿元。中国股市成为2015年上半年全球表现最好的股票市场。



图 3-1 上证指数 2014 年 7 月至 2015 年 12 月 K 线图

数据来源：东方财富网。



图 3-2 深证成指 2014 年 7 月至 2015 年 12 月 K 线图

数据来源：东方财富网。

### （2）股灾到来——千股跌停，千股停牌

当 6 月上旬股指突破 5000 大关后，监管部门意识到大幅回调风险加大，于是向券商下发通知要求自查场外配资。6 月 5 日证监会表示将修订融资融券业务管理办法，加大监管力度，并提醒投资者 6 月下半月注意风险。随后 2015 年 6 月 12 日上证指数和深证成指纷纷置顶后瞬间变脸，全线崩盘。首先个股下跌风险显现，市场主动降杠杆，随着杠杆资金不断抽离，大盘进一步下跌，导致高杠杆配资账户开始爆仓，配资平台为自保进行强制清仓使得暴跌局势更加无法控制，更多的股票暴跌，爆仓、强平也加大了市场恐慌，最后连零配资客户也开始抛售股票，于是恶性循环形成股灾。

在 6 月至 7 月短短的一个月时间里，沪指重挫至 3500 点附近，A 股市值蒸发 20 万亿元，8 月中旬的人民币贬值事件更使大盘一度跌至 2850.71，跌幅高达 45%。从 6 月中旬到 9 月中旬，A 股共经历了 16 次千股跌停，更有超过 1400 只股票为了避免股价连续暴跌而停牌避灾，停牌股票数量占比接近 50%。A 股非理性暴跌，千股跌停，千股停牌成为 2015 年夏季中国股市的“新常态”。

### （3）国家采取一系列救市措施——40 多项利好政策先后出台

6 月 A 股股市暴跌，短期内多数个股被腰斩，更有上市公司跌幅达到 60%，面对急剧而下的股市，国家各相关责任方纷纷出手救市，央行、财政部及监管部门等连出多项救市金牌，包括央行降准降息、国家队斥万亿资金护盘、IPO 暂停、降低印花税、养老金入市等。据不完全统计，从 6 月 27 日央行降准降息开始，国家短期推出了一系列救市措施，先后出台了 40 多个利好政策，救市力度之大充分表现了政府维护市场稳定的坚定决心和信心。

#### （4）股灾结束，市场逐渐恢复

在众多利好政策的持续累计和多方合力救市下，A股市场终于停止下跌，在9月展开了恢复之旅。从上证指数走势可以看出9月沪指保持平稳，未创新低，说明下跌局势已经得到控制。中国人民银行行长周小川和副行长易纲分别于9月5日和10月9日先后表示，中国股市经历了数轮调整，调整已经大致到位，中国政府一系列救市举措避免了系统性风险，普遍认为这标志着本次始于2015年6月12日的股灾在9月底基本宣告结束。

11月6日，中国证监会新闻发言人邓舸宣布重启IPO新股发行，并表示目前中国股市已进入了自我恢复和自我调节的阶段。暂缓IPO属于救市临时性措施，IPO的重启意味着市场的融资功能开始恢复。

### 3.1.2 “兜底”式增持现象的产生与发展

从2014年7月开始，中国股市由牛市起步逐步成为“疯牛”，一路上涨，到2015年6月12日大盘置顶后瞬间变脸，全线崩盘。面对急剧下跌的股市，央行、财政部及监管部门救市决心坚定，连续打出多项救市金牌，其中证监会7月8日发布《关于上市公司大股东及董事、监事、高级管理人员增持本公司股票相关事项的通知》<sup>①</sup>，提出一系列措施支持上市公司大股东及董监高增持本公司股份，并提供政策便利。7月9日，各地证监局纷纷响应号召，进一步要求上市公司“五选一”<sup>②</sup>制定具体方案推送利好<sup>③</sup>。该项举措旨在鼓励控股股东、持股5%以上股东及董监高积极增持本公司股票，维护股价稳定，维护广大投资者的权益。

自证监会为增持提供政策便利后，A股上市公司增持潮一波接着一波，7月以来，有近千家上市公司大股东或董监高增持了股票，有累计近六成的上市公司选择了五项措施中至少一项措施来维护股价稳定。在这场由于A股暴跌而引发的增持潮中，上市公司控股股东或董事长以承诺“兜底”来鼓励员工增持本公司股票的方式出现。7月8日腾邦国际最早推出“兜底”式增持，在7月初大盘暴跌34.85%直至3373.54点之时，腾邦国际发布公告称，公司实际控制人钟百胜先生承诺员工在规定期间增持股票所产

<sup>①</sup>证监发[2015]51号，2015年7月8日。

<sup>②</sup>这五项措施包括但不限于大股东增持、员工持股、董监高增持、公司回购股票、股权激励。

<sup>③</sup>中国证监会上海监管局：《关于开展维护公司股价稳定工作的通知》，2015年7月9日。

生亏损由其本人予以补偿。此时腾邦国际的股价已经腰斩，由 6 月 5 日的 62.50 暴跌至 29.92，跌幅高达 52.13%。腾邦国际为稳定股价，首创“兜底”式增持新方式，公告发出后第二日股价便迅速回暖并连拉三个涨停板，两周左右逐步上涨至 37.38。

随后 A 股上市公司纷纷效仿，7 月 16 日具有高股价、高涨幅标志的暴风科技发出公告，董事长冯鑫在公告中提出员工增持倡议，并对亏损“兜底”<sup>①</sup>。7 月 20 日全通教育控股股东陈炽昌也作出“兜底”承诺。欧菲光也在 7 月推出“兜底”增持。

在之后的 8 月底和 9 月，A 股市场再次涌现一大波“兜底”式增持案例公司，奋达科技、金通灵、凯美特气、中利科技、美锦能源等 10 家上市公司先后推出为员工增持进行“兜底”的公告，公告内容大致相同，即倡议公司员工积极增持本公司股票，为打消员工对股价波动的顾虑和亏损的担忧，公司控股股东或董事长作出“兜底”承诺。表 3-1 为 2015 股灾期间推出“兜底”式员工增持公司一览表：

表 3-1 “兜底”式员工增持相关公司一览表

| 序号 | 公司名称 | 承诺人        | 公告时间 | 买入期间<br>(2015 年)         | 复权后买入<br>期成本/元 | 买入期成本<br>均价 | 要求持<br>有期 |
|----|------|------------|------|--------------------------|----------------|-------------|-----------|
| 1  | 腾邦国际 | 公司实际控制人钟百胜 | 7.8  | 7.9~7.15                 | 24.48~39.74    | 34.91 (公告)  | 6 个月      |
| 2  | 欧菲光  | 公司董事长蔡荣军   | 7.10 | 9.14~11.4                | 16.71~23.50    | 19.07 (公告)  | 12 个月     |
| 3  | 暴风科技 | 董事长、总经理冯鑫  | 7.16 | 7.17~7.21                | 79.77~90.41    | 83.66       | 6 个月      |
| 4  | 全通教育 | 控股股东陈炽昌    | 7.20 | 7.20~7.24                | 83.99~110.43   | 99.78       | 6 个月      |
| 5  | 奋达科技 | 控股股东、董事长肖奋 | 8.27 | 8.27~8.31                | 23.54~29.41    | 26.91       | 12 个月     |
| 6  | 科陆电子 | 控股股东饶陆华    | 8.28 | 8.28~9.2                 | 16.33~19.32    | 17.79       | 12 个月     |
| 7  | 金贵银业 | 控股股东曹永贵    | 8.31 | 8.31~9.8                 | 8.60~11.68     | 9.61        | 12 个月     |
| 8  | 金通灵  | 控股股东季伟和季维东 | 9.7  | 9.8~9.15                 | 17.22~21.78    | 20.05       | 12 个月     |
| 9  | 凯美特气 | 实际控制人祝恩福   | 9.7  | 9.8~9.15                 | 8.47~12.72     | 10.39       | 12 个月     |
| 10 | 中利科技 | 实际控制人王柏兴   | 9.7  | 9.7~9.11                 | 13.51~16.10    | 15.21       | 12 个月     |
| 11 | 美锦能源 | 实际控制人姚俊良倡  | 9.10 | 9.10~9.17                | 7.46~10.00     | 8.47        | 12 个月     |
| 12 | 皇氏集团 | 控股股东黄嘉棣    | 9.11 | 9.11~9.16                | 9.05           | 10.06       | 12 个月     |
| 13 | 德威新材 | 公司董事长周建明   | 9.11 | 9.15~10.16               | 8.43           | 10.10       | 12 个月     |
| 14 | 智慧能源 | 大股东远东控股集团  | 9.22 | 2015.9.22<br>~2020.12.31 | 尚在推动中          |             | 24 个月     |

<sup>①</sup>暴风科技：《关于暴风科技员工增持暴风科技股票的倡议书》，2015 年 7 月 16 日。



## 3.2 “兜底”式增持成因分析

### 3.2.1 “兜底”式增持背景角度成因分析

#### (1) 2015 年股灾分析

2015 年 6 月开始的中国股灾来势汹汹，让整个社会猝不及防，千股跌停、千股停牌一度成为中国 A 股夏季的“新常态”，那么这一轮剧烈的股市动荡是怎么产生的，为什么中国股市一夜之间从“疯牛”转变成了股灾，又为何跌跌不休、愈演愈烈，这是非常值得探究的问题。笔者针对本轮股灾的形成原因展开分析，认为有以下多方面原因：

##### ①对利好政策的过度解读造成市场极度膨胀

股市暴跌源于极度上涨。从 2014 年年中开始，低迷了 7 年的中国 A 股终于振作起来，从牛市起步，在“政策牛”的过度煽动下演变为一头“疯牛”，一路飙涨，直冲 5000 点高位。极度膨胀的市场泡沫源于“大数据”、“互联网+”、“大众创业、万众创新”等利好政策刺激，希望通过政策和股市向好拉动经济。但是对利好政策的过度解读，煽动各方资金迅速进入市场，期间“政策牛”、“改革牛”、“国家牛市”等声音不绝于耳，造就全民炒股的景象。

市场对转型改革预期过高，估值严重泡沫化，在“一带一路”、“互联网+”等刺激下，许多概念股股价被严重哄抬，代表新兴成长股的创业板指数 2015 年上半年涨幅高达 174%。这类中小企业转型前景并不明朗，抵御风险的能力有限，整体业绩跟不上，市场的过高预期造成股价明显高于内在价值。同时，与疯涨牛市相对的是中国实体经济困难，股市疯涨缺乏根基，这也违背了股市的正常规律。

##### ②市场过度杠杆化是罪魁祸首

本次股灾是由监管层全面清理场外配资，杠杆资金减仓引起的。杠杆资金极大推动了此前的股市疯涨，据相关数据显示，高峰时杠杆资金几乎占 A 股市值的 10%<sup>①</sup>，这么庞大的规模对于任何一个股票市场来说都是相当危险的。杠杆资金包括券商融资和场外配资，其中场外配资缺乏监管，杠杆率相当高，普遍按 3~10 倍的比例配资，

<sup>①</sup>腾讯财经网：《A 股杠杆率已超过 10%》  
<http://finance.qq.com/a/20150423/046705.htm>

这意味着大盘稍有一下挫，高配资比例的资金将被强行平仓。本次股灾高杠杆率的场外配资是罪魁祸首，场内配资也有责任，巨额的资金过度依赖于融资杠杆造成了本轮下跌翻脸如翻书，场内和场外配资为了保证不亏损，拼命平仓，杠杆资金的加速抽离加剧了下跌压力，也使得恐慌情绪蔓延，更多的人开始抛售手中股票。不得不说，市场过度杠杆化助推了 A 股疯涨，更给市场带来了巨大的风险，下跌时强行平仓所产生的连锁反应最终造成了“践踏式”的暴跌。

### ③恶意做空助推市场暴跌

在股市下跌资金撤离的同时，部分为了止损的投资者和部分投机者看到了空头机会，一方面打压股票现货，一方面期指作空导致指数下跌，因此做空市场开始获利。于是大盘一跌，空方赚钱，就有更多资金参与股指期货的做空，从而加剧了大盘下跌。其次券商、保险等金融机构为了控制风险，或多或少进入股指期货做空，加大了市场抛压。7 月 9 日公安部证监会合查恶意做空，出重拳打击违法违规行为。可以说，股指期货对本轮股灾后期暴跌产生了推波助澜的作用。

### ④监管不力，制度缺陷

从这次股灾来看，无论是对恶意做多和恶意做空，还是对融资融券和场外配资，都存在监管不力、制度缺陷的问题。其一，股灾前的疯涨中就有诸多恶意做多、哄抬股价的现象，但是监管层更没有对此进行有力监管，针对违规内幕交易操纵股价的问题没有给予严厉的打击，进一步放纵了“人造牛市”的不良之风。其二，高杠杆率的场外配资没有受到有效监管，大量 3 到 10 倍的杠杆资金入市助涨股价上涨，极高的杠杆风险未能得到控制，最终为股灾埋下伏笔。其三，监管部门没有防患于未然，未能预料并控制市场的上涨速度和规模，缺乏有效的预警和应急机制，当大盘逼近 5000 点高位时突然决定全面清理场外配资，“一刀切”的做法最终引发股市断崖式暴跌。

### ⑤中国股市散户化倾向

中国股市是散户化的市场，散户市场的特点是跟风盲从，追涨杀跌，这给市场带来了不稳定因素。从 2014 年年底开始大盘大幅上涨，加上主流媒体对牛市的夸大和煽动下，市场逐渐疯狂。面对疯狂上涨的牛市，一些投机散户纷纷入市希望能赚到一笔，却忽视了市场风险。而股市暴跌时，散户恐慌情绪蔓延，跟风抛售手中股票无疑加大了市场抛压，使股市加速下跌。正是由于中国股市散户化倾向，投资者缺乏主见，

跟风盲从，才助推了这一次的暴涨暴跌。

## （2）国家救市的初衷

面对 A 股股市暴跌，股灾愈演愈烈，国家各相关责任方纷纷出手救市，央行、财政部及监管部门等连出多项救市金牌，包括央行降准降息、国家队斥万亿资金护盘、IPO 暂停、降低印花税、养老金入市、鼓励增持等。据不完全统计，从 2015 年 6 月 27 日央行降准降息开始，国家短期内先后推出的 43 个利好政策。国家救市措施出台迅速、力度大，充分表现了政府维护市场稳定的坚定决心和态度。

A 股短期暴跌，国家紧急且密集的救市行动，表现了各方维护资本市场稳定的决心，以及稳定市场情绪和增强市场信心。而国家救市最根本的目的是为了防范个股暴跌引发系统性风险，防止市场恶性循环最终导致金融风险、经济风险甚至社会风险。股票市场是金融体系中很重要的组成部分，因此金融系统的安全正常运行依赖于股市的稳定运行，一旦股市大幅震荡引发市场风险，危机蔓延必然影响到整个金融系统导致金融危机，继而危害国家经济系统，导致破产、失业、社会经济萧条等一系列社会问题。所以，对于股市的剧烈动荡，国家都会高度重视。

本次股灾从 6 月中旬开始，短期下跌得太厉害，从个股暴跌到整体下挫，继而影响到整个市场稳定，引发恐慌情绪蔓延。到 6 月 26 日，沪指已从 5178.19 点暴跌至 4192.87 点，仅 9 个交易日跌幅近 20%<sup>①</sup>。为了金融体系整体安全，国家从 6 月底开始接连采取一系列救市措施，不是为了让股市恢复牛市，而是为了扭转大幅下跌的趋势，稳定市场，恢复市场信心。国家救市的核心是提供流动性和市场维稳，而防范和控制个股下跌导致的系统性风险，防止风险蔓延引发金融危机和社会风险才是国家救市最直接的动因和目的。

## （3）国家救市的市场效应

笔者对本轮股灾中国家一系列救市举措产生的市场效应和效果进行了进一步探究，如表 3-2 所示，为政府及相关部门救市措施及股价反应一览表。

<sup>①</sup> 数据来源：东方财富网

表 3-2 政府及相关部门救市措施及股价反应一览表

| 日期   | 序号 | 救市金牌内容                                   | 沪指收盘价   | 沪指涨幅   |
|------|----|------------------------------------------|---------|--------|
| 6.27 | 1  | 央行降息0.25个百分点，并定向降准。                      | 4192.87 | -7.40% |
|      | 2  | 证监会紧急发布：融资业务规模仍有增长空间。                    |         |        |
| 6.29 | 3  | 中国证券金融公司罕见盘中答问：强制平仓规模很小。                 | 4053.03 | -3.34% |
|      | 4  | 养老金投资办法征求意见：投资股票比例不超30%。                 |         |        |
|      | 5  | 证监会发文，回调过快不利于股市的平稳健康发展。                  |         |        |
| 6.30 | 6  | 基金业协会倡议：不要盲目踩踏。                          | 4277.22 | 5.53%  |
|      | 7  | 证券业协会就场外配资情况答问：强制平仓影响小。                  |         |        |
| 7.1  | 8  | 央行进行500亿元7天逆回购，释放流动性。                    | 4053.70 | -5.23% |
|      | 9  | 中金所称 QFII 与 RQFII 做空 A 股传闻不实。            |         |        |
|      | 10 | 证监会进一步拓宽券商融资渠道，允许券商自主决定强制平仓线。            |         |        |
|      | 11 | 两融允许展期，担保物违约可不强平。                        |         |        |
| 7.2  | 12 | 沪深交易所调降交易结算费用三成。                         | 3912.77 | -3.48% |
|      | 13 | 证监会对涉嫌市场操纵行为进行专项核查。                      |         |        |
| 7.3  | 14 | 李克强表示，培育公开透明长期稳定健康发展的资本市场。               | 3686.92 | -5.77% |
|      | 15 | 四大蓝筹 ETF 四天遭净申购395亿元，汇金出手护盘已获确认。         |         |        |
|      | 16 | 证监会表示，将减少IPO 发行数量和金额。                    |         |        |
|      | 17 | 证金公司将大幅增资扩股，维护资本市场稳定。                    |         |        |
|      | 18 | QFII 额度将从800亿美元增加到1500亿美元。               |         |        |
|      | 19 | 严打造谣传谣行为已集中部署三起案件。                       |         |        |
|      | 20 | 中金所表示，按委托量差异化收取交易费用，打击恶意做空。              |         |        |
| 7.4  | 21 | 21家证券公司出资不低于1200亿元投资蓝筹股ETF。              | 3775.91 | 2.41%  |
|      | 22 | IPO暂停。                                   |         |        |
| 7.5  | 23 | 25家公募基金联合倡议书。                            | 3727.12 | -1.29% |
|      | 24 | 证监会称，央行将协助通过多种形式给予中国证券金融股份有限公司流动性支持。     |         |        |
|      | 25 | 证监会称，江苏160家上市公司承诺积极探索采取股份回购、主要股东增持等措施。   |         |        |
|      | 26 | 中上协发五条倡议，呼吁上市公司积极稳定股价。                   |         |        |
| 7.8  | 27 | 中金所将中证500期指客户日内单向开仓量限制为1200手。            | 3507.19 | -5.90% |
|      | 28 | 中国证监会称，证金公司已获得央行充足流动性支持，将加大对中小市值股票的购买力度。 |         |        |
|      | 29 | 央行表示支持股票市场稳定发展提供流动性支持。                   |         |        |
|      | 30 | 保监会称将提高保险资金投资蓝筹股票的监管比例。                  |         |        |
|      | 31 | 证监会称，21家券商获2600亿信用额度用于增持股票。              |         |        |
|      | 32 | 证监会表示鼓励上市公司增持，大股东6个月内不得减持。               |         |        |
|      | 33 | 国资委要求央企在股市异常波动期不得减持股票。                   |         |        |
|      | 34 | 险资投资蓝筹比例放宽，增量资金达万亿。                      |         |        |
|      | 35 | 中金所大幅提高中证500股指期货交易保证金。                   |         |        |
|      | 36 | 证金公司800亿短期融券发行完毕。                        |         |        |
| 7.9  | 37 | 证监会表示暂停初审会和发审会。                          | 3709.33 | 5.76%  |
|      | 38 | 国务院要求今起每天报送国企二级市场增持情况。                   |         |        |
|      | 39 | 保监会要求保险公司不得单方要求证券公司提前还款。                 |         |        |
|      | 40 | 公安部同证监会排查恶意卖空。                           |         |        |
|      | 41 | 基金协会表示支持大股东等以私募基金方式增持。                   |         |        |
|      | 42 | 中金所：大幅降低股指期货空头杠杆。                        |         |        |
|      | 43 |                                          |         |        |

资料来源：凤凰网财经统计《中国股市近期救市政策一览表》。

从政府及相关部门救市措施一览表可以看出，本轮股灾期间政府对股市的支持力度大，态度坚决，多项救市举措前所未有。这一系列救市措施大致包括：大资金入市，流动性支持；宽松的货币政策；拓宽券商融资渠道，为融资盘解决流动性；鼓励增持股份，限制减持；抑制过度投机和恶意做空。虽然救市大招频出，但对市场止跌回暖并未起到立竿见影的效果，从沪指股价反应看，A股反弹并不明显，只在6月30日和7月6日上涨了5.53%和2.41%，在其他数日里沪指均有不同程度的下跌，其中6月27日、7月1日、7月3日和7月8日更是跌幅超过5%。

从具体政策的救市效果来看，6月29日养老金入市消息虽然从一定程度上对稳定股价有支撑作用，短期能稳定市场波动、增强市投资者信心，消息发出后次日沪指上涨了5.53%，但是养老金入市属于价值投资，关注长远的保值增值，加上养老金资金进入市场将是循序渐进的过程，而非立马生效，因此对于讲究实际效果的资本市场来说，养老金入市的救市效果有限。

本次股灾是由监管层全面清理场外配资，杠杆资金减仓引起的，此前的股市疯涨由杠杆资金推动，杠杆资金的抽离加剧了下跌压力。加上市场前期大涨，股价被哄抬，泡沫严重，为了减少风险，前期盈利的投资者纷纷抽离资金，这也加速股市下跌。针对本次A股非理性暴跌，政府各方出台的各项利好政策首要任务是提振市场信心，抑制跟风做空。但是投资者信心不足，杠杆风险凸显，市场暴跌引发市场恐慌情绪严重，普通投资者加速减仓，逢涨即出，空方力量较大。救市政策中，央行降息降准意在促进稳增长、降低社会融资成本，虽能为增强市场流动性提供便利，但是并不能从本质上解决融资杠杆无序收缩问题。沪深交易所调降交易结算费用力量较小，难以挽回加速减仓的投资者。证监会允许券商自主决定强制平仓线，能缓解爆仓担忧，有助于封锁股价再度深跌的空间，避免融资强平负面循环引起的“踩踏式”暴跌，但是这一政策真正起作用有待时日。

本轮股灾并非是由政策打压引起的，出台的各项利好刺激政策也并非对症下药，因此没有立即平抑市场波动，救市未能起到立竿见影的效果，短期市场表现并不乐观。真正救市需要通过时间去消化融资杠杆，各项利好的释放也需要一定过程，不存在短期特效药。经过十多天的合力救市，在众多利好政策的持续累计下，7月9日A股市场暂时止跌回暖，股灾救市初现成效。



### 3.2.2 “兜底”式增持上市公司角度成因分析

面对 A 股短期暴跌和市场恐慌情绪，为了防止个股暴跌引发系统性金融风险 and 最终可能导致的社会风险，国家积极救市，鼓励增持并限制减持，在这样的背景下，“兜底”式增持模式出现。这一全新的增持模式格外引人注目，是否拥有为增持亏损买单的好老板也成为部分投资者买入的判断标准之一。而在业内人士看来，用自己的钱为员工买单的行为更像是一场表演，因此对“兜底”式增持出现根本原因进行探究是非常有必要的。笔者认为，从上市公司角度“兜底”式增持的形成原因是多方面的，具体来看，分析如下：

#### （1）对外推送利好，控制股价超跌幅度

本次“股灾”来势汹汹，如图 3-3 所示，是上证指数 2015 年 2 月~9 月的 K 线图，由图可见短短三周左右时间上证指数就由 5178.19 的高位跌至 3500 点附近，跌幅达 32.4%，两市市值蒸发 24 万亿。此间超过 1400 家上市公司停牌避跌，98% 的股票下跌，更有近 40% 的股票跌幅超过 50%。6 月中旬到 7 月上旬大盘暴跌幅度超过正常范围，而且一路直线下跌让各方触不及防。虽然央行、财政部及监管部门出台多项救市举措，但收效仍需时间显现，面对“跌跌不休”的股价，上市公司急需对外推送利好消息，控制股价暴跌局面，而“兜底”式增持正是上市公司在危机时刻想出的维护股价稳定的措施之一。



图 3-3 上证指数 2015 年 2 月~9 月的 K 线图

数据来源：东方财富网。

表 3-3 是各案例公司“兜底”式增持公告时间和股价情况一览表，从公告时间来

看,“兜底”式增持潮可大致分为两次,第一次是七月中上旬的4家,第二次是8月底至9月中上旬的10家。将公告时间与图1的上证指数K线图结合起来看可以很明显地发现,两次“兜底”式增持潮前市场都经历了一波大跌,分别是6月至7月上旬的大跌和8月中下旬由人民币贬值引起的大跌。出公告时各股股价相较于6月的相对最高值均有较大跌幅,其中有9家上市公司跌幅超过50%,跌幅最大的是金灵通的67.56%,可见“兜底”式增持是上市公司股价暴跌情况下对外推送的利好信息,为了控制股价超跌幅度,维护股价稳定。在A股股价非理性下跌的背景下,老板承诺“兜底”鼓励员工增持公司股票,一方面能吸引员工资金的注入,另一方面表现护盘决心,彰显投资价值,这样有利于刺激股价止跌回升,从而达到维护股价稳定的目的。

表 3-3 “兜底”式增持公司公告时间和股价情况一览表

|    | 公司名称 | 公司代码   | 公告时间  | 公告日收盘<br>盘价 | 股价最高值日期  | 最高值股价  | 截至公告日<br>累计跌幅 |
|----|------|--------|-------|-------------|----------|--------|---------------|
| 1  | 腾邦国际 | 300178 | 7月8日  | 29.92       | 6月5日     | 62.50  | 52.13%        |
| 2  | 欧菲光  | 002456 | 7月10日 | 34.70       | 6月15日    | 54.38  | 36.19%        |
| 3  | 暴风科技 | 300431 | 7月16日 | 91.72       | 5月21日    | 148.64 | 38.29%        |
| 4  | 全通教育 | 300359 | 7月20日 | 92.20       | 5月18日    | 250.00 | 63.12%        |
| 5  | 奋达科技 | 002681 | 8月27日 | 25.45       | 5月4日     | 51.58  | 50.66%        |
| 6  | 科陆电子 | 002121 | 8月28日 | 18.90       | 6月4日     | 45.22  | 58.20%        |
| 7  | 金贵银业 | 002716 | 8月31日 | 11.01       | 4月8日之后停牌 | 15.61  | 29.47%        |
| 8  | 金通灵  | 300091 | 9月7日  | 18.00       | 6月15日    | 55.49  | 67.56%        |
| 9  | 凯美特气 | 002549 | 9月7日  | 13.09       | 4月1日之后停牌 | 16.27  | 19.55%        |
| 10 | 中利科技 | 002309 | 9月7日  | 13.93       | 5月28日    | 35.19  | 60.41%        |
| 11 | 美锦能源 | 000723 | 9月10日 | 9.60        | 6月10日    | 25.18  | 61.87%        |
| 12 | 皇氏集团 | 002329 | 9月11日 | 11.18       | 6月11日    | 25.13  | 55.51%        |
| 13 | 德威新材 | 300325 | 9月11日 | 9.90        | 6月3日     | 26.16  | 62.16%        |
| 14 | 智慧能源 | 600869 | 9月22日 | 7.49        | 5月8日     | 14.57  | 48.59%        |

## (2) 鼓励员工资金注入,“兜底”承诺支撑增持潮

面对市场的大幅下跌,增持仍然是维护股价稳定的主要举措,上市公司大股东及高级管理人员纷纷出手增持公司股票。每逢大跌,上市公司增持潮便会出现。按照7月9日证监局通知要求,上市公司需要“五选一”制定具体方案推送利好。自证监会

为增持提供政策便利后，A 上市公司增持潮不断涌现。但是 A 股一再下跌，受到巨大损失的除了广大普通股民投资者，还有许多前期拿真金白银增持公司股票的大股东及高管人员，也陷入了被深度套牢的境地。正是在股灾这样的特殊时期，为了维护市场稳定，防止股价大幅下挫，包括上市公司大股东、高管及监管层在内的各方应尽其责任，积极采取措施维护股价稳定，而除了大股东及高管等进场增持外，鼓励员工增持也是方法之一。特别是在股价重挫，大股东及高管也已被深套的情形下，老板利用“兜底”承诺给员工吃下定心丸，呼吁员工增持为市场注入资金支撑股价，从而维护市场稳定，以期能止跌回暖。

### （3）表现护盘决心，增强投资者信心

A 股在一次又一次的下跌后，不仅给股民带来了巨大的损失，更击碎了众多投资者的信心。为了表现护盘的决心，一些上市公司的实际控制人或董事长于是发出了为员工增持“兜底”的护盘强音，既给员工吃下定心丸，也表现了其自身对股价及公司未来发展的信心，凸显公司股票的投资价值，从而更广泛地增强投资者的信心。这些上市公司实际控制人或董事长为增持“兜底”的承诺，也成为了部分投资者进行投资选择的重要参考指标。



## 4 暴风科技“兜底”式增持的案例分析

本章针对暴风科技“兜底”式增持进行案例分析。第一节是案例公司背景介绍，包括公司简介、公司主营业务发展和公司上市及股价表现。第二节详细介绍股灾背景下暴风科技“兜底”式增持行为。第三节是暴风科技“兜底”式增持行为动机分析。第四节从员工、大股东、公司 and 市场角度展开风险结果分析。

### 4.1 暴风科技公司背景介绍

#### 4.1.1 暴风科技公司简介及主营业务发展

##### (1) 暴风科技公司简介

暴风科技全称北京暴风科技股份有限公司，是目前中国具有发展潜力和影响力的互联网视频企业，属于互联网和相关服务行业。暴风科技前身是北京暴风网际科技有限公司，2007年1月18日整体变更设立，并于2011年11月变更为股份有限公司。

自成立以来，暴风科技以“视频技术”为核心，着力于为互联网用户打造便捷舒适的网络音视频播放平台，公司通过“暴风影音”系列软件为用户提供互联网视频相关服务，同时为商业客户提供广告信息等服务。2015年5月18日，暴风科技发布全球“DT（Data Technology，数据科技）大娱乐”新战略扩大业务线，从现有网络视频业务逐步拓展为包括虚拟现实、在线互动、智能娱乐硬件、O2O等多元化增值业务在内的DT时代的互联网娱乐平台，实现企业转型。目前暴风科技主要产品有：暴风影音播放器、暴风TV、暴风魔镜、暴风加油站等。

暴风科技采用典型的“免费+广告”业务模式。一方面，公司运用“视频技术”不断开发“暴风影音”等系列软件，为视频用户提供以免费为主的互联网视频相关服务；另一方面，公司充分利用庞大的用户规模产生的广告投放媒体价值吸引广告商，

为商业客户提供广告信息服务，从而获得广告收益<sup>①</sup>。

## （2）暴风科技主营业务发展

2007 年暴风科技成立，开始主要以免费的方式向视频用户提供暴风影音软件及本地视频播放服务。为满足用户从本地到在线、从 PC 端到无线端的视频需求，公司不断丰富和完善产品的类型及功能，逐步推出“暴风影音”系列产品。

2010 年 1 月 12 日，暴风科技推出“在线高清版”产品，在国内首次实现了 720P 以上高清视频在线播放，具备 1M/2M 带宽点播 720P/1080P 高清视频功能。

2011 年，公司发布“暴风影音 5•神奇左眼键版本”，采用创新左眼技术。

2012 年，暴风影音实现了“3D”及“环绕立体声”功能，为用户提供更佳的观影体验。同年发布了支持手机和平板电脑的暴风无线产品，进一步满足用户“随时随地”、“一站式观看”的视频需求。

2014 年底，暴风科技推出“暴风魔镜”产品，正式进军虚拟现实（VR）新兴领域。公司认为虚拟现实行业是互联网未来的重要形态，尚处于萌芽阶段，有较大的发展前景，暴风魔镜引入华谊兄弟、爱施德、天音和松禾资本，致力于打造“硬件+内容+渠道”的 VR 产业生态。

2015 年 5 月 18 日，公司发布全球“DT（Data Technology，数据科技）大娱乐”新战略，从现有单一的网络视频业务进一步拓展为包括虚拟现实、智能娱乐硬件、互联网电视、在线互动、O2O 等多元化增值业务在内的 DT 时代互联网娱乐平台。

2015 年 8 月 25 日，公司发布创新项目“暴风加油站”，打造全新线下娱乐服务的 O2O 入口。“暴风加油站”利用 Wi-Fi 服务器，在覆盖范围内向用户提供免费的高品质资源（包括：电影、电视剧、游戏、音乐等）的观看及下载服务。

### 4.1.2 暴风科技上市及股价表现

在 2015 年上市的新股中，暴风科技可谓是一只“奇迹股”。2015 年 3 月 24 日，暴风科技以 7.14 元的发行价登录创业板，首日上涨 44%。此后股价连续 29 个“一字”涨停，打破了兰石重装此前创下的 24 个涨停的纪录。暴风科技的疯狂上涨并没有结束，5 月 6 日稍歇过后又连续 5 天涨停，之后仍不断飙升，并在 5 月 21 日创下 327.01 元/

<sup>①</sup>暴风科技：《暴风科技招股说明书》。

股的最高值，市值逼近 400 亿元。自上市以来，不到两个月的时间里，暴风科技从 7.14 元每股的发行价一路暴涨，涨幅逾 44 倍。6 月 10 日，暴风科技宣布因“筹划重大事项”停牌，当日以涨停价 307.56 元每股收盘。如图 4-1 所示，是暴风科技上市以来股价走势图。



图 4-1 暴风科技上市以来股价走势图

数据来源：同花顺。

6 月中旬开始，A 股市场遭遇暴跌，进而全线崩盘，两市呈现千股跌停的惨状，下跌速度之快让所有人猝不及防。暴风科技自 6 月 11 日停牌，至次月 13 日复牌，虽时间上已避开市场大跌并携“10 转 12 的高送转预案”利好消息复牌，但在市场重挫的推力下，复牌后便补跌连续 5 个跌停板，从 307.56 元每股重挫至 181.61 元每股。

## 4.2 股灾背景下暴风科技“兜底”式增持行为

面对与前期股价疯涨截然相反的暴跌，暴风科技开始采取措施维护股价稳定。7 月 13 日，暴风科技复牌后跌停。紧接着暴风科技发出业绩预告，预计公司上半年营业收入增长 20%至 30%，净利润为 343.32~801.08 万元。7 月 15 日晚间，暴风科技发布维稳公告，表示公司控股股东 3 年内不减持公司股票，拟适时运用回购、增持、员工持股等方式维护公司股价稳定。在股价暴跌的局势下，暴风科技陆续发出的利好消息并没有起到止跌维稳的效果，股价仍暴跌不止，于是暴风科技进一步采取措施。

7 月 16 日晚，暴风科技发出《关于暴风科技员工增持暴风科技股票的倡议书》公告，暴风科技实际控制人、董事长冯鑫在公告中表示，对于近期中国市场的非理性下

跌，其本人仍对资本市场和暴风科技的发展充满信心，公司将采取一系列有效措施维护股价稳定，并表示目前公司股价被低估，公司前景良好。公告中，冯鑫一方面表达，由于将导致公司流通股份不足 25%，其本人难以增持公司股票；另一方面鼓励员工积极增持本公司股票，并承诺“在 2015 年 7 月 17 日至 7 月 21 日期间增持暴风科技（300431.SZ）股票，并连续持有 6 个月的，若因增持股票产生亏损，由我个人予以补偿损失；若有股票增值收益则归员工个人所有。针对公司入职三年以上且未持有公司股票的员工，在此期间购买公司股票的款项，我个人资助 50%”<sup>①</sup>。至此，暴风科技成为继腾邦国际和欧菲光之后第三个推出“兜底”式增持的上市公司。表 4-1 为暴风科技“兜底”公告相关信息一览表。

表 4-1 暴风科技“兜底”公告相关信息一览表

| 公司名称/公司代码 | 暴风科技/300431         |
|-----------|---------------------|
| 承诺人       | 董事长、总经理冯鑫           |
| 公告时间      | 7 月 16 日            |
| 公告日收盘价    | 201.79 元/股          |
| 买入期间      | 2015.7.17~2015.7.21 |
| 买入期间股价    | 172.2~198.9 元/股     |
| 要求持有时     | 6 个月                |

数据来源：暴风科技《关于暴风科技员工增持暴风科技股票的倡议书》。

之后在 7 月 17 日的网上投资者交流会上，暴风科技实际控制人冯鑫表示已有员工进行增持，具体数据正在统计中，并再次承诺对于增持产生的全部亏损，由其本人进行补偿。暴风科技董秘毕士钧回应股价虚高质疑时称，当前公司股价实际上被低估了，未来市场会认可公司的内在价值。

根据“兜底”式增持公告要求，员工需在 7 月 17 日~7 月 21 日期间进行增持，该期间暴风科技的股价为 172.2 元到 198.9 元之间，即买入期成本均价为 185.55 元每股。从股价表现看，暴风科技发出“兜底”式增持公告之后的 6 个交易日股价停止下跌，出现回暖的迹象，7 月 20 日甚至大涨 7.37%，但是随后还是进入了下行通道，到 9 月初股价一路暴跌至 80 元附近。如果员工在规定的买入期间进行增持，至 9 月股价已跌去尽六成，亏损严重。

<sup>①</sup>暴风科技：《关于暴风科技员工增持暴风科技股票的倡议书》，2015 年 7 月 16 日。

## 4.3 暴风科技“兜底”式增持动机分析

### 4.3.1 股灾和救市背景下“兜底”式增持直接动因

自6月中旬开始，A股暴跌继而引发全线崩盘，为了稳定股市，防止市场动荡引起整体金融系统风险，国家大力救市，鼓励增持并限制减持。证监会7月8日发布通知鼓励上市公司增持，并提供政策便利。之后各地证监局也纷纷要求上市公司适时从大股东增持、员工增持等方案中选择其一推送利好。正是在国家救市和鼓励增持的背景下，“兜底”式增持模式在增持潮中涌现。

国家救市的直接动因是防范和控制个股下跌导致的市场风险，防止风险蔓延引发大范围金融风险和社会风险，而“兜底”式增持实际上是国家救市鼓励增持政策推动下的产物，在大背景环境下，“兜底”式增持实则一种风险防范和风险控制的手段。

一方面，从上市公司角度看，面对个股股价不断下挫，推出“兜底”式增持利好是为了控制个股下跌风险，抑制股价进一步深跌幅度，稳定投资者情绪；另一方面，从国家救市角度考虑，“兜底”式增持符合国家救市鼓励增持的导向，通过控制个股下跌风险来防范市场风险，恢复市场信心，从而防止最终可能引发的金融风险和社会风险。所以，从股灾和救市大背景进行分析，“兜底”式增持模式的直接动因是防范和控制个股下跌风险导致的一系列风险。

### 4.3.2 暴风科技“兜底”式增持动机分析

在讨论了大背景下“兜底”式增持直接动因的基础上，本文针对暴风科技实施“兜底”式增持的具体动机展开了进一步分析。

#### （1）前期维稳措施未见成效逼出“兜底”式增持

暴风科技自3月24日上市之后股价一路飙涨，最高时达327.01元每股，至6月11日因重大事项停牌之时股价仍高居307.56元。6月中旬至7月上旬，A股市场遭遇一轮暴跌，全线崩盘，7月13日暴风科技虽携高送转利好消息复牌，但仍然未能抵抗住市场整体下挫之势，复牌后接连一字跌停。面对与之前截然相反的暴跌，暴风科技开始陆续对外推送利好消息，期望稳定股价。7月14日晚，暴风科技公布公司2015上半年业绩预告，预计上半年营业收入增长20%至30%，净利润为343.32~801.08万

元，并表示与 2014 年同期相比，公司的品牌价值得到了客户的进一步认可<sup>①</sup>。7 月 15 日，公司发布关于维护公司股价稳定公告：公司控股股东 3 年内不减持，大股东及董监高积极探索股票回购、增持方式，适时导入员工持股计划，加强企业内部管理以提升业绩，加强投资者关系管理<sup>②</sup>。

但是暴风科技的护盘措施丝毫没有起到止跌的效果，维稳举措被指“根本没有实际内容”、“缺乏诚意”，股价仍继续跌停。在这样局势下，暴风科技亟待一项有效的维稳措施，而“兜底”式增持正是暴风科技在危机时刻想出护盘行动。事实上，一方面，在 A 股大幅震荡期间，多数上市公司采取增持、回购等实际行动维护股价，增强投资者信心，不少个股已经止跌。另一方面，腾邦国际在股价重挫之时首推“兜底”式承诺鼓励员工增持的新模式，并取得一定成效，公告发出后第二日股价迅速回暖并连续三日涨停，之后两周左右股价稳步上涨。为稳定市场信心，迅速扭转暴跌局面，暴风科技只能拿出真金白银表示决心，7 月 16 日效仿腾邦国际推出“兜底”式增持公告。

(2) 作为弥补措施回避董监高增持问题

面对股市大幅重挫，上市公司重要股东及董监高纷纷拿出真金白银，增持或回购公司股票，每逢大跌增持潮便是主旋律，但是迟迟未见暴风科技董监高增持行动。7 月 15 日晚，网上开始流传“暴风科技实际控制人冯鑫增持公司股票 100 股”的重大利好消息，次日暴风科技董事长冯鑫发公告否认增持传言。可见暴风科技没有实际增持，而此前推出的多项护盘举措缺乏实质内容，没有诚意。

在 7 月 16 日的“兜底”增持公告中，暴风科技实际控制人冯鑫一方面表示其本人暂难进行增持，另一方面提出员工增持倡议并承诺“兜底”。公告中给出实际控制人及董监高难以增持的理由是增持将导致公司流通股不足 25%，违反相关规定。实际上，暴风科技持有 10% 以上股份的股东及董监高的直接持股比例合计为 23.99%，董监高及家属参股机构共持有 5.44% 股份，两项合计为 29.43%，由此可得暴风科技社会公众股的持股比例为 70.57%，董监高拒绝增持的原因不合理。此后深圳交易所明确指出暴风科技混淆概念，并监督公司重新研究增持的可行性，但是暴风科技依旧没有采取实质

<sup>①</sup>暴风科技：《2015 年度半年度业绩预告》，2015 年 7 月 14 日。

<sup>②</sup>暴风科技：《关于维护公司股价稳定的公告》，2015 年 7 月 15 日。

性维稳措施，也未见董监高增持行动，公司回避增持问题显而易见。暴风科技以错误理由拒绝董监高增持的同时，实际控制人鼓励员工增持的倡议，并承诺“兜底”。显然在股价连续暴跌的情况下，“兜底”式增持成为暴风科技董监高回避增持问题的弥补措施。除了公司大股东、董监高等有责任维护股价稳定之外，呼吁员工增持股票也成为选择之一。

### （3）表现企业价值信心，回应股价虚高质疑

暴风科技此前股价疯涨成为 A 股奇迹，股价由 7.14 元飙升至 300 元以上，市值逼近 400 亿元，股价虚高的质疑之声随之而来。在 7 月 13 日复牌后，公司股价快速下挫，暴跌之势瞬间引发投资者恐慌，高估值“泡沫”风险显现，各方投资人纷纷出逃，进一步加剧股价连续迅速下跌。为了稳定市场情绪，表现护盘的决心，暴风科技发出实际控制人承诺为员工增持“兜底”的护盘强音，实际控制人冯鑫在公告中表示，面对近期中国市场的非理性下跌，公司将采取一系列措施维护股价稳定，并表示公司未来具有很好的发展前景，当前股价被低估。次日在网上投资者交流会上，暴风科技董秘毕士钧回应股价虚高质疑时称，目前公司股价暴跌源于市场的非理性下跌，当前公司股价实际上被低估了，未来公司的内在价值会得到市场认可。从公司负责人的表述中可知，暴风科技极力向外界传递股价被低估的信号，同时表现对股价及公司未来发展的信心，打消投资人对股价虚高的担忧，防止高估值“泡沫”恐慌蔓延加剧股价下挫。因此，“兜底”承诺最主要的目的是给外部投资者吃下定心丸，表示公司良好的发展前景，凸显公司股票的投资价值，进而稳定市场情绪，增强投资者信心，控制股价暴跌局面。

## 4.4 暴风科技“兜底”式增持风险结果分析

在股灾背景下，上市公司推出“兜底”式增持方案对于表现护盘决心、稳定股票价格、增强投资者信心都有裨益。在“兜底”式增持直接动因中已经分析，风险视角下，“兜底”式增持本身是风险防范和风险控制手段，即通过利好信息控制个股下跌风险，从而防范可能导致的市场风险甚至金融风险和社会风险。但是，有着直接风险动因的“兜底”式增持是否化解了风险有待进一步探讨，同时“兜底”式增持本身也

可能转移或产生了其他风险，需要及时发现风险苗头并进行有效防范。本文将从多角度全面剖析“兜底”式增持存在的风险，下面从员工、大股东、公司和市场角度分别展开具体的风险结果分析。

#### 4.4.1 员工角度风险分析

##### (1) “兜底”式增持限制条件多

暴风科技在公告中对员工增持享受“兜底”补偿提出了严格的限制条件，要求在2015年7月17日至7月21日期间增持本公司股票，并连续持有6个月，此外针对公司入职三年以上且首次购买公司股票，暴风科技实际控制人资助50%。除了暴风科技之外，其余上十家“兜底”式增持上市公司也都对兜底亏损提出了附加条件，笔者对“兜底”员工增持案例公司限制条件进行了归纳，如表4-2所示：

表 4-2 “兜底”式员工增持公司限制条件一览表

|    | 公司名称 | 公告时间  | 买入期间                 | 复权后买入期成本区间(元) | 要求持有期 |
|----|------|-------|----------------------|---------------|-------|
| 1  | 腾邦国际 | 7月8日  | 2015.7.9~2015.7.15   | 24.48~39.74   | 6个月   |
| 2  | 欧菲光  | 7月10日 | 2015.9.14~2015.11.4  | 16.71~23.50   | 12个月  |
| 3  | 暴风科技 | 7月16日 | 2015.7.17~2015.7.21  | 79.77~90.41   | 6个月   |
| 4  | 全通教育 | 7月20日 | 2015.7.20~2015.7.24  | 83.99~110.43  | 6个月   |
| 5  | 奋达科技 | 8月27日 | 2015.8.27~2015.8.31  | 23.54~29.41   | 12个月  |
| 6  | 科陆电子 | 8月28日 | 2015.8.28~2015.9.2   | 16.33~19.32   | 12个月  |
| 7  | 金贵银业 | 8月31日 | 2015.8.31~2015.9.8   | 8.60~11.68    | 12个月  |
| 8  | 金通灵  | 9月7日  | 2015.9.8~2015.9.15   | 17.22~21.78   | 12个月  |
| 9  | 凯美特气 | 9月7日  | 2015.9.8~2015.9.15   | 8.47~12.72    | 12个月  |
| 10 | 中利科技 | 9月7日  | 2015.9.7~2015.9.11   | 13.51~16.10   | 12个月  |
| 11 | 美锦能源 | 9月10日 | 2015.9.10~2015.9.17  | 7.46~10.00    | 12个月  |
| 12 | 皇氏集团 | 9月11日 | 2015.9.11~2015.9.16  | 9.05          | 12个月  |
| 13 | 德威新材 | 9月11日 | 2015.9.15~2015.10.16 | 8.43          | 12个月  |
| 14 | 智慧能源 | 9月22日 | 2015.9.22~2020.12.31 | 尚在推动中         | 24个月  |

从表4-2可以看出，上市公司实际控制人或大股东利用“兜底”亏损鼓励员工增持，实际上都附带有严格的限制条件，且必须满足，否则不能享受老板的“兜底”补偿。对限制条件进一步分析，可大致分为三类。其一是买入期间限制，一般都要求在



公告发出后的 3~6 天完成增持，只有在规定时限内增持才有效，这显然带有强制的意味。另外上市公司发出“兜底”式增持公告是股价暴跌时采取的维稳举措，此时股价波动大，要求员工在该时点立即增持公司股票显然让员工承担了巨大的高位增持风险。其二是股票持有期限限制，“兜底”公司一般规定员工增持必须连续持有 6 个月或 12 个月以上，实质上是对员工资金的强制占有，如果在持有期间内员工因急需用钱而提前卖掉股票，那么就视为放弃“兜底”，亏损自担。公司普通员工资金量有限，员工将个人资金投入股市并强制 6~12 个月不得变现，无论盈亏与否都一定程度上损害了员工利益。其三是在职限制，要求员工在此期间必须在职才能享受“兜底”补偿，否则亏损自担，这并不公平。如果公司在期间出现重大变故，难以满足员工正当权益，员工也不能轻易离职，不然增持资金可能血本无归。从“兜底”式增持的种种限制条件可以看出，老板承诺“兜底”的背后并没有公平可言，“兜底”式增持不仅没能有效地维护员工利益，反而一定程度上侵犯了员工的权益。因此对于老板慷慨的“兜底”承诺，职工自身仍应理性对待。

## （2）员工增持可能成为相关责任人逃避责任、牟取暴利的手段

前文在分析暴风科技“兜底”式增持动机时已经提到，暴风科技此前推出的多项护盘措施缺乏实质内容，没有诚意，虽然对外宣称将积极探索股票回购、增持方式，适时导入员工持股计划，但始终没有实际行动。暴风科技在“兜底”式增持公告中同时用错误理由拒绝董监高增持，事后深圳交易所明确指出其理解存在偏差，可是暴风科技仍未就此发布公告进行纠正，也未见后续增持行动，可见公司相关责任人始终回避增持问题。

暴风科技实际控制人冯鑫倡议员工增持，并“兜底”亏损，那么其自身应该首先做好“表率”作用，可是在股价暴跌的情形下，相关负责人始终没有拿出实际行动维护股价稳定。暴风科技董监高逃避责任，或许是认为股价虚高，担心暴跌亏损风险而不敢增持，却让员工拿出血汗钱去承担高位增持风险。虽然员工也有责任维护股价稳定，却不应该成为董监高逃避责任的手段。

再者，“兜底”员工增持或许不会亏损，但最大的受益人不是员工，而是实际控制人或大股东。员工增持公司股份，将对股价形成一定的支撑，或可起到短期止跌的作用，实际上更有利于实际控制人或大股东未来以更高的价格减持套现，从中获取利

益。因此员工拿真金白银增持股票，却为公司相关责任人逃避责任、牟取暴利提供了便利，让实际控制人及大股东成为了最大的获益者，显然是不公平的。

### （3）缺乏执行机制，亏损赔偿不能兑现风险

与“兜底”式增持严格的限制条件不相称的是，包括暴风科技在内的提出为员工增持“兜底”的上市公司并未给出具体的实施方案，只是简单声称公司实际控制人将对员工在规定期限内增持所产生的亏损进行全额补偿，也鲜有公司对后续具体的增持和实施情况进行披露。“兜底”式增持之后上市公司股价走势并不确定，仍然存在大幅下跌的风险，根据倡议员工增持公司股份后可能产生亏损，但是亏损如何计算，实际控制人能否兑现承诺承担亏损，又以何种方式进行补偿，如果未能及时补偿亏损如何处理，这些切实相关的问题在《倡议书》中并未提及，上市公司也没有通过其他渠道对以上问题进行说明。

实际上最早发出“兜底”式增持的几家上市公司在后续市场遭遇进一步暴跌之后，情形不容乐观，腾邦国际和全通教育在今年1月份纷纷到了承诺的兑现期，而股价尚处于亏损状态，其中腾邦国际较平均成本价下跌35.38%，浮亏1281.68万元，全通教育也有32.69%的亏损。但是，目前腾邦国际和全通教育都尚未对员工增持亏损进行补偿，腾邦国际表示“目前还没有出现员工卖掉之前增持的股票”<sup>①</sup>，补偿额需要根据最后卖出股票的实际亏损确定，也就是说如果员工一直不变现股票，公司实际控制人也就不会就此进行赔偿。此前老板倡议员工增持的号召在公司内必然具有一定的影响力，可能存在员工跟风或在不完全自愿的情况下增持了股票，之后出现亏损时，员工也有可能迫于上级压力不敢变现股票索要赔偿。就算员工敢于卖出股票索要赔偿，那么实际控制人是否会兑现承诺也要打一个问号。实际控制人对于员工的“兜底”承诺仅仅是口头承诺，缺乏法律监管机制，只能依靠实际控制人自身的自觉性履行。目前，“兜底”式增持还没有完善的实施方案，没有相应的法律法规和监管机制确保其有效的执行，也没有保护机制维护员工的正当权益，因此，员工作为直接的利益相关人，也就意味着很大的风险。

<sup>①</sup>金融界理财：《中国好老板：买本公司股票赚了自己留着 亏了老板赔》  
<http://money.jrj.com.cn/2016/01/19103920441031-1.shtml>

#### 4.4.2 大股东角度风险分析

##### (1) 可能存在巨额赔偿风险

在本轮 A 股股灾中，大部分股价出现暴跌，在这样的背景下，上市公司董事长或大股东倡议公司职工积极增持，并对增持亏损全额补偿，公司老板能慷慨地作出这样的承诺一定是对公司股价走势较有信心，但是并非所有“兜底”承诺都起到了稳定股价的效果，在市场情绪低迷的情况下，公司股价走势很大程度上受市场影响，跟基本面关系不是很大，一旦碰上较大幅度的震荡，几乎所有的股票都会受到波及，因此公司实际控制人或大股东盲目仿效推出“兜底”式增持方式可能不但没能稳定股价，反而给自己带来巨大的损失。

下面我们来看看暴风科技发出“兜底”式增持公告前后的股价走势，如图 4-2 所示，暴风科技 6 月 9 日收盘价为超过 300 元每股，7 月 13 日复牌后到 7 月 16 日公告时已连续跌停 4 天，跌幅达到 34.39%，暴风科技实际控制人冯鑫在 7 月 16 日公告作出为员工增持“兜底”的承诺，并明确指出当前公司股价未能真实体现暴风科技的内在价值，公司具有相当大的成长空间，可见冯鑫本人对公司未来股价很有信心。

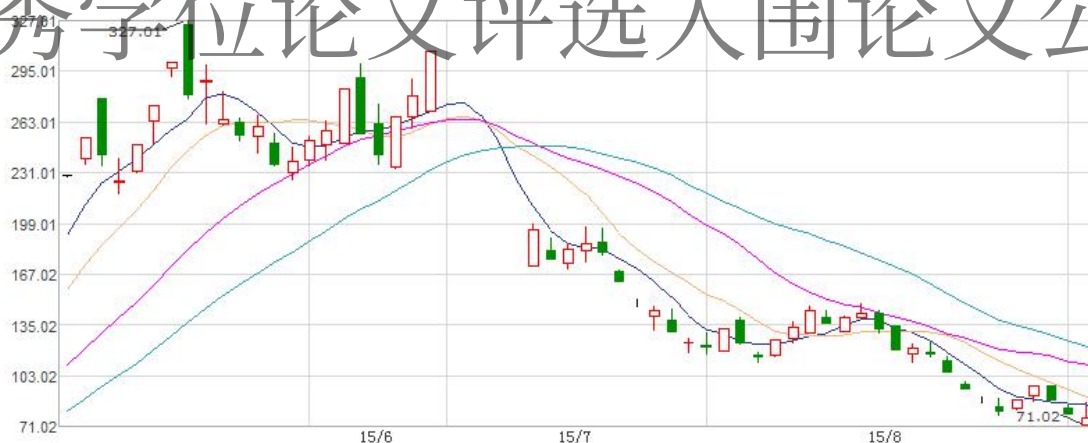


图 4-2 暴风科技“兜底”式增持公告前后股价走势图

数据来源：同花顺。

但是暴风科技之后的股价走势并没有如冯鑫所愿，“兜底”式增持没能抑制股价的再度深跌，除了公告日后的数个交易日出现了短期止跌的迹象，但随后还是进入了下行通道，经历了 7 月下旬和 8 月中下旬两轮暴跌之后，股价一度在 9 月 2 日跌至 71.02 元。如果暴风科技的员工在规定买入期完成增持，那么增持的成本价就在 172.2 元到

198.9 元之间, 如此看来, 至 9 月初最低时亏损近六成。之后暴风科技在实施 10 转 12 的高送转分红方案时止跌回暖, 经历了一波大涨, 目前暴风科技因重大资产重组于 10 月 16 日停牌, 当日收盘价为 95.83 元, 按复权价看已处于盈利。虽然暴风科技员工增持目前尚处盈利, 但从股价的大幅波动来看, 股价走势并不能完全被公司实际控制人预见, 盲目发出“兜底”承诺可能造成巨额损失。

实际上除了暴风科技之外, 最先发出“兜底”公告的几家上市公司在遭遇市场的进一步暴跌之后, 情形都不容乐观。其中腾邦国际统计了去年 7 月 9 日~15 日规定期间内员工共增持 103.78 万股, 增持的平均成本价 34.91 元每股, 到今年 1 月 15 日, 员工增持已满 6 个月的持有期, 而当日收盘价为 22.56 元每股, 较平均成本价下跌 35.38%, 浮亏 1281.68 万元, 也就是说, 如果员工变现股票, 由此产生的巨额亏损将由公司实际控制人补偿。另一家全通教育在去年 7 月 20 日至 7 月 24 日的买入期间内的增持成本均价 99.78 元每股, 到今年 1 月 24 日 6 个月持有期已满, 也出现了 32.69% 的亏损。

与上述公司相比, 在 8 月或 9 月发出“兜底”倡议的公司则表现较好, 因为避开了 7 月和 8 月的市场暴跌, 多数股价已被腰斩, 本身就具备反弹动能, 因此截至去年底没有亏损。所以股价走势受很多因素影响, 也取决于所处的位置。大股东作出“兜底”承诺很大程度上是为了稳定股价, 增强市场信心, 但是在市场情绪低迷、整体下挫的情况下, “兜底”增持作用有限, 一旦护盘失败, 不仅没能止跌, 还可能带来巨额亏损风险。

## (2) 名誉受损的风险

首先“兜底”式增持模式的实施依靠执行方案的制定和相关人员的配合, 其次公司实际控制人承诺对员工增持所产生的亏损“兜底”, 而补偿亏损依赖实际控制人自身的自觉性履行。公司实际控制人以个人名义作出“兜底”承诺, 如果增持方案没有得到有效执行, 或者员工增持出现亏损而实际控制人不愿意进行赔付, 也可能其没有足够的资金进行亏损补偿, 无论哪种情况出现都必然损害实际控制人的个人名誉。不仅如此, 公司实际控制人对员工增持“兜底”的承诺, 极易引起个人纠纷。老板信誓旦旦承诺“兜底”, 但之后可能出现很多主观或客观的因素使承诺难以兑现, 员工为此受到了额外的损失, 容易引起公司内部纷争甚至民事纠纷, 那么公司老板诚信受到质疑, 还要对违约行为承担相应的责任。

#### 4.4.3 公司角度风险分析

##### (1) “兜底”式增持背后缺乏业绩支撑

###### ①公司业绩分析

暴风科技上市之后股价一路飙升，先后出现 39 个涨停板，股价最高时达到 327.01 元每股，是发行价的 45.80 倍，一度创造 A 股奇迹。但是与前期大热的股价表现形成强烈反差的是公司的业绩不升反降，与 2014 年同期相比，多项指标都出现了大幅下降。表 4-3 列示了暴风科技 2015 年一季报、半年报和三季度报的主要财务指标<sup>①</sup>。

表 4-3 暴风科技 2015 年主要财务指标一览表

| 财务指标\年度   | 2015-9-30 |         | 2015-6-30 |         | 2015-3-31 |          |
|-----------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|----------|
|           | 数值        | 同比增长率   | 数值        | 同比增长率   | 数值        | 同比增长率    |
| 基本每股收益(元) | 0.09      | -43.75% | 0.06      | -76.00% | -0.04     | -150.00% |
| 净利润(万元)   | 2387.1    | -23.40% | 669.94    | -70.73% | -320.85   | -146.72% |
| 扣非净利润(万元) | 1747.78   | -43.91% | 87.72     | -95.43% | -399.4    | -158.15% |
| 营业总收入(万元) | 34889.01  | 28.43%  | 21655.21  | 26.12%  | 9240.88   | 24.24%   |

资料来源：暴风科技《2015 年第一季度报告》《2015 年半年度报告》《2015 年第三季度报告》

从表 4-3 可以看出，暴风科技 2015 年前三个季度实现营业总收入 34889.01 万元，同比增长 28.43%；实现净利润 2387.1 万元，较去年同期下滑 23.40%；而扣除非经常性损益后，净利润为 1747.78 万元，同比下滑 43.91%；基本每股收益仅 0.09 元。暴风科技称业绩下滑主要源于公司进一步推进企业转型，不断拓展扩大业务线，研发新技术，虚拟现实业务正处于萌芽阶段，早期大额投入和期间费用对净利润产生很大影响。事实上暴风科技虚拟现实业务前景并不明朗，公司从网络视频起家，去年 5 月宣布全面实施“DT 大娱乐”战略布局，大力打造“暴风魔镜”产品，进军虚拟现实（VR）新兴领域，根据暴风科技 2015 半年报数据显示“暴风魔镜”项目上半年亏损 1846.78 万元。实际控制人冯鑫曾表示“暴风魔镜要想实现盈利，至少还需要 2~3 年时间，还需要烧 10 亿元”<sup>②</sup>，但从“暴风魔镜”销售数量看，截至 2015 年上半年总销量不足 30 万台，显然还没有足够的用户群。

所以在没有基本面支撑的情况下，暴风科技前期的暴涨也就预示着之后的暴跌，

<sup>①</sup>论文准备时暴风科技年报数据只更新到 2015 年第三季度。

<sup>②</sup>凤凰财经：《暴风科技用什么赌未来？》[http://finance.ifeng.com/a/20150905/13955273\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20150905/13955273_0.shtml)

股价短期暴涨 45 倍本身就具有极大的下跌风险，而 7 月的 A 股整体下挫和暴风科技半年报大幅下滑业绩公布便成为了暴跌的导火线，因此 7 月 13 日暴风科技复牌之后连续跌停，短短数日股价和市值双双缩水四成。正是在这样的情况下，暴风科技实际控制人作出为员工增持“兜底”的承诺，并指出公司未来发展前景良好，目前股价低于实际价值。显然实际控制人信誓旦旦的承诺背后并没有足够的业绩支撑。从源头上讲是公司经营觉得企业价值从而影响股价，而股价是利益相关者的风向标。但是暴风科技实际控制人在没有依据公司实际经营水平的情况下，作出“兜底”承诺也无法挽救股价进入下行通道的趋势，但不恰当的“兜底”公告可能误导投资者，股票暴跌之后也会对公司声誉和利益相关者的信任造成不利影响，从而间接影响公司的运营。

暴风科技的盈利模式较为单一，公司在激烈的市场竞争中生存下来，在未来仍面临不小的考验。在没有业绩支撑的情况下，“兜底”式增持利好并不能实际扭转股价下挫的局面，上市公司应更加关注公司的实际经营水平，提升公司业绩，提高盈利水平，才能在未来有好的股价表现。

#### ② 所属行业市盈率分析

根据证监会行业分类，暴风科技属于互联网和相关服务行业，表 4-4 列示了互联网和相关服务行业上市公司 2015 年三季度业绩情况。

表 4-4 互联网和相关服务行业上市公司 2015 年三季度业绩情况

| 公司简称 | 公司代码   | 营业收入/元         | 净利润/元         | 基本每股收益/元 | 市盈率       |
|------|--------|----------------|---------------|----------|-----------|
| 海虹控股 | 000503 | 123968626.31   | -109251239.81 | -0.1080  | -761.4805 |
| 生意宝  | 002095 | 119472938.88   | 20931669.37   | 0.0800   | 325.6040  |
| 游族网络 | 002174 | 1039638131.88  | 332925210.56  | 1.2400   | 52.6679   |
| 焦点科技 | 002315 | 351977970.13   | 133978084.55  | 1.1500   | 44.9804   |
| 天神娱乐 | 002354 | 528693076.45   | 238907298.28  | 1.0700   | 43.9117   |
| 启明星辰 | 002439 | 846059858.17   | 45984222.80   | 0.0600   | 92.6724   |
| 二六三  | 002467 | 494876420.07   | 83484661.21   | 0.1200   | 57.2875   |
| 东方财富 | 300059 | 2294607942.75  | 1475409774.98 | 0.8702   | 52.0521   |
| 乐视网  | 300104 | 8374974349.15  | 150835938.46  | 0.2000   | 162.5169  |
| 顺网科技 | 300113 | 671855433.39   | 197386261.70  | 0.6200   | 58.1094   |
| 上海钢联 | 300226 | 15064284292.15 | -355714383.95 | -1.1795  | -90.8894  |

表 4-4 (续)

| 公司简称  | 公司代码   | 营业收入/元        | 净利润/元        | 基本每股收益/元 | 市盈率      |
|-------|--------|---------------|--------------|----------|----------|
| 三六五网  | 300295 | 434011125.87  | 67799732.45  | 0.8000   | 50.9970  |
| 光环新网  | 300383 | 413988974.63  | 74565703.48  | 0.2700   | 257.0687 |
| 腾信股份  | 300392 | 1033901860.26 | 89716627.04  | 0.2300   | 114.5051 |
| 昆仑万维  | 300418 | 1307469398.31 | 262330399.49 | 0.9600   | 96.6232  |
| 暴风科技  | 300431 | 348890147.09  | 23861657.50  | 0.0900   | 595.7001 |
| 迅游科技  | 300467 | 128269059.07  | 40281293.33  | 0.3300   | 145.2322 |
| 鹏博士   | 600804 | 5753021246.89 | 598026428.48 | 0.4300   | 45.8342  |
| 人民网   | 603000 | 1066451262.84 | 244964379.78 | 0.1300   | 62.5295  |
| 算数平均值 |        | 2126126953.38 | 190338090.51 | 0.3875   | 73.9959  |

资料来源：万德数据库。

从互联网和相关服务行业上市公司 2015 年三季度业绩情况可以发现，暴风科技业绩明显低于行业平均水平，而股价却远高于一般水平。暴风科技前三季度实现每股收益仅 0.09 元，行业平均每股收益为 0.3875 元，而暴风科技的滚动市盈率却高达 595.7001 倍，远远超过行业平均市盈率 73.9959，可见暴风科技股价虚高存在巨大的泡沫风险，去年 5 月暴风科技曾被央视点名为高价股。实际上，暴风科技作为互联网视频企业在激烈的市场竞争中，一直受制于土豆、搜狐、优酷、乐视、爱奇艺等一线视频网站，企业市场占有率并不大。暴风科技一方面没有业绩支撑，另一方面超高股价背后隐藏着巨大的泡沫破裂风险，因此“兜底”式增持的利好无法阻止股价暴跌。

## (2) 容易造成公司内部矛盾

“兜底”式增持容易引起公司内部矛盾。由于上市公司实际控制人对员工增持进行“兜底”的方式在实施的过程中会出现各种问题，如亏损如何计算，公司老板能否兑现承诺承担亏损，又以何种方式进行补偿，如果未能及时补偿亏损如何处理，这些问题都与员工和老板的切身利益息息相关，因此需要处理得当。如果员工认为相关限制条件不公平，或者对实施过程不满意，亦或者增持亏损没有按约定得到补偿而受到额外损失，可能会进一步演变成公司内部矛盾，损害员工对上级甚至公司的信任，这必然会影响公司的凝聚力和正常的运作，对公司的健康发展产生不利影响。所以对于“兜底”式增持模式，公司老板牺牲个人利益维护员工权益仅仅是一个表象，还应明

确“兜底”可能带来内部矛盾或个人纠纷的风险，及时防范。

#### 4.4.4 市场角度风险分析

##### (1) “兜底”式增持市场效应分析

“兜底”式增持是上市公司在股价暴跌时采取的维稳措施，主要是为了向市场传递积极信号，增强投资者信心，期望能起到抑制股价下跌的作用。那么，各“兜底”增持的案例公司在发出“兜底”公告之后又怎样的股价表现，是否起到了止跌的作用，可以看表 4-5。

表 4-5 “兜底”式增持上市公司股价表现

| 公司名称 | 公告时间 | 买入期间<br>(2015 年)         | 复权后买入期<br>成本区间/元 | 买入期成<br>本均价/元    | 股灾最低<br>值日期 | 最低值<br>股价/元 | 要求持<br>有期 | 2015.12.31<br>股价/元 |
|------|------|--------------------------|------------------|------------------|-------------|-------------|-----------|--------------------|
| 腾邦国际 | 7.8  | 7.9~7.15                 | 24.48~39.74      | 34.91 (公<br>告均价) | 9.2         | 15.27       | 6 个月      | 29.10              |
| 欧菲光  | 7.10 | 9.14~11.4                | 16.71~23.50      | 19.07 (公<br>告均价) | 9.15        | 16.71       | 12 个月     | 31.02              |
| 暴风科技 | 7.16 | 7.17~7.21                | 79.77~90.41      | 83.66            | 9.2         | 32.28       | 6 个月      | 95.83              |
| 全通教育 | 7.20 | 7.20~7.24                | 83.99~110.43     | 99.78            | 9.2         | 51.20       | 6 个月      | 86.12              |
| 奋达科技 | 8.27 | 8.27~8.31                | 23.54~29.41      | 26.91            | 9.15        | 22.07       | 12 个月     | 43.70              |
| 科陆电子 | 8.28 | 8.28~9.2                 | 16.33~19.32      | 17.79            | 8.27        | 15.91       | 12 个月     | 29.60              |
| 金贵银业 | 8.31 | 8.31~9.8                 | 8.60~11.68       | 9.61             | 9.15        | 7.81        | 12 个月     | 11.75              |
| 金通灵  | 9.7  | 9.8~9.15                 | 17.22~21.78      | 20.05            | 9.2         | 16.77       | 12 个月     | 37.81              |
| 凯美特气 | 9.7  | 9.8~9.15                 | 8.47~12.72       | 10.39            | 9.16        | 7.84        | 12 个月     | 12.60              |
| 中利科技 | 9.7  | 9.7~9.11                 | 13.51~16.10      | 15.21            | 9.2         | 12.30       | 12 个月     | 18.78              |
| 美锦能源 | 9.10 | 9.10~9.17                | 7.46~10.00       | 8.47             | 9.16        | 7.46        | 12 个月     | 12.59              |
| 皇氏集团 | 9.11 | 9.11~9.16                | 9.05             | 10.06            | 9.2         | 8.67        | 12 个月     | 27.90              |
| 德威新材 | 9.11 | 9.15~10.16               | 8.43             | 10.10            | 9.2         | 8.33        | 12 个月     | 20.81              |
| 智慧能源 | 9.22 | 2015.9.22~<br>2020.12.31 | 尚在推动中            |                  | 9.2         | 5.65        | 24 个月     | 9.55               |

在本轮股灾中“兜底”式增持潮可主要分为两个集中期，一个是在 7 月，另一个在 8 月底至 9 月。从表 4-5 可以看出，早在 7 月份最先推出“兜底”式增持的四家上市公司在发出“兜底”公告后仍然没有抵抗住 A 股 7~8 月的整体下挫，股价暴跌至 9



月初，腾邦国际、暴风科技和全通教育股价最低时股价都不及增持成本均价的 50%，虽然 9 月之后市场基本止跌回暖，但截至 12 月 31 日，腾邦国际和全通教育仍然处于亏损状态。相比之下，在 8 月底至 9 月推出“兜底”式增持的上市公司则有较好的表现，除了奋达科技、金贵银业、凯美特气和美锦能源在 9 月初出现了暂时的小幅亏损，其他公司进行“兜底”增持后股价向好，目前都已盈利。

为什么两波“兜底”式增持潮会有不同的股价表现？实际上，我们观察各上市公司在本轮股灾中股价最低值出现的日期可以看出，上市公司股价在 9 月 2 日和 9 月 15 日左右纷纷见底，可见在股灾背景下，上市公司股价走势与大盘基本保持一直。“兜底”式增持虽然对稳定股价有一定的积极意义，但并不能抵御市场的系统风险，股价是否能触底反弹还受外部因素的影响。大盘对股价的影响不可小视，一旦遇上大幅调整，几乎所有的股票都会受到波及，因此早在 7 月推出“兜底”式增持的上市公司，在之后市场整体下挫的过程中同样经历股价暴跌，而 9 月发出“兜底”公告的公司股价大都已经腰斩，本身就具备反弹功能。实际控制人或大股东倡议员工增持的时间尤为重要，需要考虑股价所处位置，高位号召员工增持肯定不恰当，也会误导外部投资者，造成投资损失，在股价已经经过巨幅调整之后再提出倡议意义无疑要大得多。对于市场投资者来讲，上市公司大股东作出“兜底”承诺可以作为决策的参考指标，但并不是买入信号，要谨防上市公司炒作，避免盲目投资引起损失。

#### （2）容易产生内幕交易、操纵股价

上市公司实际控制人或大股东高调号召员工增持并承诺“兜底”，那么老板真正进行补偿的可能性有多大？截至今年 1 月，推出“兜底”增持公告的上市公司中已有三家到了承诺的兑现期，其中两家员工增持仍然亏损，那么公司实际控制人是否真的愿意拿出个人资金对员工进行补偿呢？上市公司在股价暴跌的情况下，为了稳定股价，增强市场信心，承诺为员工增持“兜底”，这样的利好消息也许能刺激公司股价短期止跌，但上市公司的实际控制人牺牲个人利益慷慨地作出“兜底”承诺或许不会亏损。作为掌握着上市公司一切消息的实际控制人，手中自然不会缺乏刺激股价上涨的“筹码”，例如推出 10 转 20 甚至 10 转 30 的高送转分红方案、投资重大项目、进行重大资产重组等，一旦出现亏损，上市公司可能会公布重大利好消息，刺激股价大幅上涨，那么将不会损害老板自身利益对员工进行补偿了。

就暴风科技而言，在去年 7 月 17 日至 7 月 21 日完成员工“兜底”增持之后，股价走势并不理想，曾一度在 9 月暴跌至 71.02 元每股，亏损近六成。但是值得关注的是，暴风科技在之后实施 10 转 12 高送转分红方案时，股价惊人出现连续 6 个涨停板，从 34.04 元（复权价）上涨到 60.30 元，涨幅达 77%。之后暴风科技股价继续上涨，直到 10 月 16 日因筹划重大资产重组事项停牌，当日收盘价为 95.83 元，按复权价看，员工增持已经扭亏为盈。10 转 12 高送转和重大资产重组事项很可能是用来推动股价上涨的手段，结果也显示在这样利好消息的刺激下，暴风科技股价累计涨幅超过 180%。无独有偶，最先发出“兜底”公告的腾邦国际到今年 1 月 15 日，已满 6 个月的持有期，但截至当日收盘价员工增持仍处于亏损状态，股价较成本均价下跌 35.38%，浮亏 1281.68 万元，数日后腾邦国际因拟披露重大事项于 1 月 19 日停牌。

由此可见，“兜底”式增持容易产生内幕交易，经济人是趋利避害的，当然实际控制人也不例外。虽然公司实际控制人作出“兜底”承诺，但其本身作为上市公司内部信息的掌握者，一定会想办法避免亏损，一旦股价跌破成本价，为了从赔偿中全身而退，可能发布重大利好消息，甚至发布虚假消息、内幕交易、做假账等。“兜底”式增持模式是拿上市公司实际控制人的切身利益作赌注，必定会滋长内幕交易等不良风气。内幕人员利用内幕信息，人为引起股价波动，扰乱了资本市场秩序，也损害了广大投资者的信心和利益。

### （3）相关信息披露的制度不完善

“兜底”式增持倡议发出后最重要的是后续能得到有效的实施和落实。但是“兜底”式增持是一种公司内部鼓励，因而不在于上市公司强制信披范围内，属于自愿性信息披露。实际上，在所有发出“兜底”公告的上市公司中大部分都没有对增持的后续实施情况进行披露。暴风科技相关人员一直以“目前还在统计中”、“正在进行增持后续的工作”、“不属于上市公司信息披露范围”等回答拒绝对“兜底”增持的相关信息披露。截至目前，未能查询到有关暴风科技员工增持的后续实施信息。

在 14 家推出“兜底”式增持的上市公司中，仅有 3 家以公告形式披露了员工增持的进展情况。腾邦国际在 7 月 16 日公告中披露，员工在规定买入期间累计共增持 103.7784 万股股份，占总股本 0.19%，成本均价为 34.91 元。金贵银业 9 月 10 日披露了公司全体董监高人员在 9 月 1 日至 9 月 9 日增持公司股份的具体金额。皇氏集团也

于买入期结束后次日发布公告，披露相关内部人员合计增持 27.03 万股公司股份。

就目前的情况看，大部分“兜底”公司均未对实施的具体情况进行披露，但这些信息会影响投资者决策，缺乏足够的信息披露可能导致不恰当的投资者行为。现在，“兜底”式增持信息披露的制度不完善，缺乏标准要求，上市公司披露过于随意，甚至拒绝披露，相关部门也没有一套行之有效的监管机制，无法确保“兜底”增持的落实，这样很可能损害公司员工及相关投资人的利益。

#### 4.4.5 “兜底”式增持风险结果综合分析

从去年 6 月中旬开始 A 股大幅下跌引发全线崩盘，恐慌情绪蔓延，股民纷纷抛售手中股票，此时市场风险已经很大，但是 6 月底开始国家及相关部门紧急推出一系列举措大力救市，包括国家队万亿资金护盘、提供政策便利鼓励增持并限制减持、上市公司发出“兜底”承诺维稳股价等等，这样不计成本甚至不惜破坏市场机制的非理性救市行为可能带来更大的风险。下面看看 2016 年 1 月以来沪指走势，如图 4-3 所示：



图 4-3 上证指数 2016 年 1 月 K 线图

数据来源：东方财富网。

从图 4-3 可以看出，今年 1 月以来沪指经历了一轮新的暴跌，从 3539.18 点一度跌至 2638.30 点，跌幅达到 25.45%，完全不输于去年 6 月和 8 月的超跌幅度。此轮暴跌是由沪深 300 指数熔断机制于 1 月 1 日开始实施引起，元旦之后的首个交易日沪指下跌 6.86%，两次启动熔断机制，之后 1 月 7 日再次触发两次熔断。虽然随后证监会宣布熔断机制暂停，但是大盘仍然大幅下挫，跌破 3000 点大关，并打破去年 8 月 2850.71 的底位，创下新低。A 股熔断并没有缓解股价波动和增加市场理性，反而放大了恐慌情绪，股价稍有动荡投资者便非理性抛售，于是大盘一跌就是暴跌，市场实际上非常脆弱。之前国家及上市公司救市行为并没有化解市场暴跌风险，只是延迟甚至增加了

风险。

其一，破坏市场机制的救市很难取得实际成效，并且巨额资金护盘也带来了更大的风险，国家队不计成本救市就必须一直托市下去，稍有松懈可能再次暴跌。违背市场机理的救市只不过是暂时缓解暴跌风险，但不能解决根本问题。缺乏宏观经济和基本面支撑的股价，最终泡沫破碎必然下跌。而国家队大力救市反而酿造更大的风险，此前国家斥万亿资金救市，为市场提供了巨额的流动性，相关数据显示，国家队救市资金主要在去年7月7日至9日入市，成本在3500~3600点之间，截至今年1月底沪指跌至2600点附近，浮亏25%。国家鼓励各方大力救市是为了防范系统风险，这样可以短期维稳市场，但长期却给国家、银行、证券等相关方带来了更大的风险。一旦高位救市没有护盘成功，不仅巨额救市资金打了水漂，而且削弱了国家自身抵御风险的能力，大盘继续下跌，国家及救市各方都陷入被套的困境，股市动荡对国家和金融体系产生更大的影响，更容易引发金融危机甚至社会问题。

其二，过度救市破坏了市场的理性运作。股价下跌本身就是大盘前期暴涨的自我调整，没有宏观经济面支撑的疯涨之后，市场发挥作用进行调整，真正恢复无泡沫的价格。国家破坏市场机制的救市，可能导致道德风险，投资者依赖国家及外界力量救助，不用完全为投资行为承担后果。这样违背了风险自担的市场机理，投资人不再通过合理预期进行价值投资，市场盲目跟风和投机行为加剧，助长了追涨杀跌的非理性行为。国家救市想要把股票维持在一个高位，导致市场机制不能发挥作用，对股市的过度干预一定程度上破坏了市场的正常运作。

其三，救市政策到期时市场压力会明显加大，增大了股价波动的风险。本轮股灾中，国家救市鼓励增持、限制减持，并给予政策便利。去年7月8日证监会出台救市公告，明确要求上市公司大股东及董监高6个月内不得减持公司股份，到今年1月8日，上市公司受到的减持禁令到期，并且增持股票的解禁到期。今年1月初应熔断机制的实施引起市场下跌，虽然被立即叫停，但是大盘没有止跌，无疑减持禁令解除增大了市场压力，出现集中的抛售潮。从1月的股价走势可以看出，救市政策解除助推了这一波下跌的趋势，即使上市公司没有真正减持，但市场已经感受到危机，投资者情绪不稳增大了抛压，一定程度上助推了1月股市暴跌。“兜底”式增持也有6个月或12个月的持有期，到期时很可能也会引起股价波动，增大风险。

## 5 “兜底”式增持的启示及建议

### 5.1 “兜底”式增持的启示

#### (1) “兜底”式增持暂时转移风险

“兜底”式增持作为国家救市鼓励增持政策推动下的产物，实际上是防范和控制风险的措施，即通过利好消息控制个股下跌风险，从而防范风险蔓延可能导致的市场风险甚至更严重的金融风险和社会风险。但是从前文的多层面风险结果分析可以看出，“兜底”式增持并没能真正化解系统性风险，只是短期止跌并延迟风险的发生，并将风险转移到了员工、大股东、上市公司和一般投资者的身上。上市公司“兜底”消息短时间刺激股价止跌维稳，但并没有真正控制并化解个股下跌的风险，之后股价仍然遭遇暴跌，甚至跌幅更猛。“兜底”式增持将风险转移，因此引入了更多的利益相关者，这意味着股市剧烈动荡会产生的影响更大，范围更广，股市下跌风险在多层面被放大。

#### (2) 非理性救市可能酿造更大的风险

“兜底”式增持并不是挽救股价的特效药，该举措无法抵御市场的整体下挫，而国家和上市公司不计成本的救市举措，为投资者非理性行为买单，违背了成熟、开放的市场规律，破坏了客观理性的投资环境。同时“兜底”式增持等救市举措期限到期时会加大市场抛压，增大未来股价波动的风险。这样，非理性救市行为不但没能抵御系统性风险，反而增大了股市暴跌对社会和国家的影响，使市场更加脆弱，更容易引起金融危机甚至社会问题。

### 5.2 “兜底”式增持的建议

通过研究发现，“兜底”式增持会带来不同层面影响和风险，为了规范上市公司行为、及时防范相关风险，本文对上市公司、一般投资者、相关监管部门以及股灾国

家救市提出一些建议。

### （1）落实“兜底”方案，合理维稳股价

上市公司实际控制人为员工增持“兜底”固然好，但是后续的实施和落实更重要。公司在发出“兜底”增持倡议的同时，应制定好具体的实施方案，包括员工增持统计、亏损衡量方法、亏损赔付方式、违约处理等，将相关问题做出详细说明，并切实执行增持方案，妥善处理亏损赔付工作，及时和员工进行沟通，避免引起个人纠纷，造成公司内部矛盾。

另一方面，上市公司在面对股价暴跌的情况下，应适时采取恰当的维稳措施。“兜底”式增持方式只能短期止跌、增强市场信心，但不能抵御系统风险。本轮股灾是高杠杆资金抽离进一步恶性循环引起全线崩盘，真正救市需要通过时间去消化杠杆，上市公司在维护股价稳定的同时应尊重市场规律，大股东倡议员工增持的时点尤为重要，需要考虑股价所处位置。高位号召员工增持并不恰当，一旦护盘失败，不仅没能抑制股价下跌，对公司实际控制人而言还会造成巨额的赔偿，反而在股价经历过大幅震荡之后再行“兜底”增持意义则更大。同时，长期来看公司的发展还是得靠自身的业绩和盈利能力，维稳举措无法根本上解决高股价“泡沫”破裂风险问题。

### （2）回归理性投资，学会独立思考

对于一般投资者来讲，要充分甄别上市公司“兜底”式增持的动机，上市公司大股东作出“兜底”承诺可以是决策的参考指标，但不能作为买入信号，要谨防上市公司炒作。此外，在本次股灾中，中国股市散户化倾向，投资者缺乏主见、追涨杀跌，给市场带来了不稳定因素，也助涨了股价的暴涨暴跌。所以，投资者应学会独立思考，可以对上市公司业绩和发展前景进行分析和估值，从而形成对股价的合理预期，避免买入股价和价值相背离的股票，造成投资损失。面对股市动荡和暴跌时，一般投资者更需要调整的是心理预期，而不是恐慌，需要理性地投资而不是盲目投机，避免不理智的投资行为。

### （3）完善法律政策，加强监督指导

要加强“兜底”式增持方面法律法规的制定，完善相关信息披露机制，增强监督管理制度。一方面，为了规范上市公司“兜底”式增持行为，保障公司员工正当权益，有效发挥“兜底”式增持的激励作用，需要进一步制定和完善相关法律法规，指导上

上市公司真正实施员工增持方案并落实亏损赔付工作，对老板“兜底”承诺增加法律约束，防止上市公司实际控制人利用自身优势和内部消息操纵股价，扰乱资本市场秩序。另一方面，为了避免信息披露不足导致不恰当的投资者行为，需要进一步完善“兜底”式增持信息披露制度，明确信息披露的标准、格式和内容，督促上市公司执行员工增持后续工作并有效披露相关信息，使外部投资者能及时、全面且准确地了解相关信息，并据此做出合理的投资决策。除此之外，监管部门和相关中介机构应充分发挥监督作用，设计一套行之有效的监督、评价和奖惩机制，对上市公司违规违约、虚假消息等行为要严格进行责任追究，加大监管力度，维护投资者利益和市场稳定。

#### （4）警惕盲目救市，尊重市场规律

在股灾背景下，国家救市要警惕无底线救市的思维，尊重市场规律，让股市回归理性。此前没有宏观经济和基本面支撑的暴涨预示着之后的暴跌，这也是市场的自我调整，国家过度救市违背了市场机理，也打破了市场的正常运作，导致更大的市场风险，使得市场更加脆弱。实际上，救市不应过度干预市场以将股票维持在高位，而应让市场机制发挥作用，自然回归理性价格，培养一个客观理性的投资环境。救市都是短期的，更重要的是要真正落实各项改革措施，推动宏观经济面增长、发展成熟、开放、健康的资本市场，这样市场的复苏才是实实在在的。

# 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示



## 6 结论与展望

### 6.1 本文的研究结论

本文以我国 A 股市场 2015 年股灾为背景，在研读国内外相关文献及理论的基础上，从风险视角出发，深入剖析上市公司“兜底”式员工增持行为的形成动因和市场效应，并以暴风科技为案例研究对象，进一步探究“兜底”式增持的动机、效果和多角度风险结果，为解释并揭示股灾背景下上市公司“兜底”式增持问题进行了有益的探索。本文结论如下：

第一，上市公司进行“兜底”式增持的动机是多方面的，本文分析了“兜底”式增持现象形成原因，并通过对暴风科技案例分析发现，在股灾和国家救市鼓励增持的背景下，该行为主要是上市公司在股价暴跌、市场低迷情况下采取的一种维稳措施，本身是防御市场风险的手段。一方面，为了对外推送利好，表现护盘决心，增强投资者信心；另一方面，通过“兜底”承诺鼓励员工增持，引入员工资金支撑增持潮，从而抑制股价进一步超跌幅度。本文验证了信号传递假说和市场择时假说在“兜底”式增持动机中的重要作用。同时，“兜底”式增持可能成为部分上市公司董监高人员回避增持问题的弥补措施。

第二，本文对上市公司发出“兜底”式增持公告前后的股价表现进行分析，发现各公司“兜底”式增持产生的市场效应并不相同。对部分公司来说，“兜底”消息起到了一定短期止跌的作用，但从较长趋势看，“兜底”公告无法抵御系统风险，在市场整体下挫的过程中也会遭遇股价暴跌。而经过巨幅调整之后推出“兜底”式增持的上市公司取得了相对更好的股价反应。研究表明，上市公司进行“兜底”增持的时点很重要，需要考虑股价所处位置。

第三，文章从风险视角出发，探究了“兜底”式增持的风险动因，并从多层面对“兜底”式增持的风险结果进行了详细分析。研究发现，该行为作为上市公司维护股

价稳定的举措，本身是为了防范和控制个股下跌风险导致的系统性风险，以及最终可能导致的金融和社会风险。但研究结果发现，“兜底”式增持未能真正化解风险，只是将风险暂时转移到了员工、大股东、上市公司和一般投资者身上，甚至增大了风险。

具体而言，首先对员工来说，“兜底”式增持提出诸如买入期间、持有期等严格的限制条件，是一种不公平的表现，员工增持也可能成为相关责任人逃避责任、牟取暴利的手段，同时由于缺乏法律支撑和相应的监管机制，员工利益没有保障，高位增持所产生的亏损可能得不到赔偿。其次，对于作出“兜底”承诺的上市公司实际控制人而言，“兜底”式增持并不是挽救股价的特效药，该举措无法抵御市场整体下挫，一旦公司股价暴跌，可能给其个人带来巨大的经济损失，如果出现违约情况，还会损害到个人名誉。再者，推出“兜底”式增持的上市公司本身可能并没有良好的业绩支撑，加上股价前期暴涨产生严重“泡沫”，因此股价下跌已成趋势，“兜底”式增持并不能从根本上阻止股价暴跌，反而容易因个人利益引起公司内部矛盾，对公司的运作和健康发展产生不利影响。最后，从市场角度分析风险结果发现：一方面，“兜底”式增持极易产生内幕交易，上市公司实际控制人掌控公司一切信息，为了避免亏损可能利用内幕信息，人为引起股价波动，这样扰乱了市场秩序；另一方面，相关信息披露的制度不完善，上市公司披露过于随意，甚至拒绝披露，缺乏足够的信息披露可能导致不恰当的投资者行为。

“兜底”式增持等救市措施破坏了市场的理性运作，投资人过度依赖于国家和外界救助，市场机制不能发挥作用，最终可能削弱了国家及金融体系自身抵御风险的能力。救市政策虽然短期维稳，但是由于期限等因素也增大了未来股价波动的风险。国家和上市公司救市引入更多利益相关方，股市动荡带来的风险在多层面产生影响，更容易引发金融危机甚至社会问题。

## 6.2 本文的创新点

一、目前“兜底”式增持出现时间较短，一些探讨仅局限于媒体报道和社会评论，缺乏深入研究，因此本文选题新颖。现阶段对企业增持行为的研究主要以大股东增持为研究对象，“兜底”式增持作为新一轮股灾中很有特色的新生现象，其时间和动机

的特殊性，对市场可能的积极意义，及其存在的风险问题，使它从一开始就被大家关注。而目前对“兜底”式增持的研究尚属空白，该行为可能存在的风险也未被揭示，上市公司盲目跟风可能存在问题。本文对上市公司“兜底”式增持进行有益的探索，对于丰富相关理论研究有着积极意义。

二、本文基于风险视角对“兜底”式增持进行研究，视角独特，从员工、大股东、公司和市场对角度进行风险结果分析，充分揭示“兜底”式员工增持的风险和问题，从而提出建议，为完善“兜底”式增持制度和风险防范献计献策。

三、本研究以 2015 年我国股票市场大幅度下跌的过程为研究背景，对于刚经历本轮股灾的中国股市自身健康发展有着很好的现实意义。本文探讨股灾背景下“兜底”式员工增持这一救市举措的市场效应，丰富现有的研究，为国家及上市公司采取恰当的救市措施、促进中国股市走出低迷、健康发展提供参考证据。

### 6.3 本文的不足与展望

由于本文写作时间有限，并且相关“兜底”式增持信息披露严重不足，本文只是对“兜底”式增持行为研究的阶段性成果，未来希望在这方面进行进一步有益的探索：

一、本文主要以暴风科技为案例研究对象，随着“兜底”式增持案例公司不断增多，未来可以进行多案例研究，或运用实证研究方法进一步加强研究结论的准确性和可靠性。

二、目前大部分“兜底”式增持上市公司尚在执行过程中，本文利用目前能收集到的有效证据对部分“兜底”式增持动机和效应进行了一些合理推断，未来可以继续跟进各公司“兜底”式增持实施过程及结果，对研究结论进行佐证，并展开后续研究。

三、本文主要研究了上市公司“兜底”式增持的短期效应，今后可以考察“兜底”式增持对员工的激励作用，对公司未来绩效和股价的影响，探索“兜底”式增持行为的长期效应结果。

# 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示

## 参考文献

- [1] Fama E. F. Efficient Capital markets: a review of theory and empirical work [J]. Journal of Finance, 1970, 25(2):383-417.
- [2] Dann L. Y. Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders [J]. Journal of Financial Economics, 1981, 9(2):113-138.
- [3] Comment R., Jarrell G. A. The relative signaling power of dutch auction and fixed price self-tender offers and open-market share purchases [J]. Journal of Finance, 1991, 46(4):1243-71.
- [4] Stein J. C. Rational capital budgeting in an irrational world [J]. Social Science Electronic Publishing, 1996, 69(4):429-455.
- [5] Graham J. R., Harvey C. R. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field [J]. Journal of Financial Economics, 2001, volume 60(01):187-243(57).
- [6] Baker M., Wurgler J. Market Timing and Capital Structure [J]. Journal of Finance, 2002, 57(1):1-32.
- [7] Vermaelen T. Common stock repurchases and market signalling: An empirical study [J]. Journal of Financial Economics, 1981, 9(2):139-183.
- [8] Wansley J. W., Sarkar S. Managements' view on share repurchase and tender offer premiums [J]. Financial Management, 1989, 18(3):97-110.
- [9] Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T. Market underreaction to open market share repurchases [J]. Journal of Financial Economics, 1994, volume 39(39):181-208.
- [10] Stephens C. P., Weisbach M. S. Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs [J]. Journal of Finance, 1998, 53(1):313-333.
- [11] Dittmar A. K. Why do firms repurchase stocks? [J]. Journal of Business, 2000, 73(3):331-355.
- [12] Finnerty J. E. Insiders and market efficiency [J]. Journal of Finance, 1976, 31(4):1141-1148.
- [13] Elliott J., Richardson G. The Association between insider trading and information announcements [J]. Rand Journal of Economics, 1984, 15(4):521-536.

- [14]Seyhun H. N. Insider profits, cost of trading, and market efficiency [J]. Journal of Financial Economics, 1986, 16(2):189-212.
- [15]Seyhun H. N. The Effectiveness of the insider trading sanctions [J]. Journal of Law & Economics, 1992, 35(1):149-82.
- [16]姜仁荣. 熊市背景下上市公司大股东股份增持的实证研究[D]. 浙江工商大学, 2010.
- [17]于海云, 王则斌. 财务绩效、大股东控股能力与大股东增持行为——来自我国沪深股市大股东增持的经验证据[J]. 财会通讯, 2010 (11) : 72-74.
- [18]李俊峰, 王汀汀. 上市公司大股东增持公告效应及动机分析[J]. 中国社会科学, 2011 (4) : 95-110.
- [19]沈艺峰, 醋卫华, 李培功. 增持股份: 财务动机还是政治动机?[J]. 会计研究, 2011 (01) : 52-59.
- [20]康轶, 陈耿, 吕竹. 上市公司控股股东增持动机[J]. 技术经济, 2012, 31 (11) : 110-114.
- [21]杨召. 上市公司内部人增持行为的实证研究[J]. 生产力研究, 2012 (11) : 85-87.
- [22]姜英兵, 张晓丽. 上市公司大股东增持的市场时机选择能力及其影响因素研究[J]. 经济管理, 2013 (12) : 88-99.
- [23]唐松, 温德尔, 赵良玉等. 大股东股份增持的动机与效应研究[J]. 财经研究, 2014 (12) : 4-14.
- [24]Li K., McNally W. J. Open market versus tender offer share repurchases: A conditional event study [J]. Social Science Electronic Publishing, 1999.
- [25]Isagawa N. Open-market stock repurchase and stock price behavior when management values real investment [J]. Financial Review, 2000, 35(4):95-108.
- [26]V́ctor M., González F. G. Stock repurchases with legal restrictions. Evidence from Spain [J]. European Journal of Finance, 2004, 10(6):526-541.
- [27]Zhang H. Share price performance following actual share repurchases [J]. Journal of Banking & Finance, 2005, 29(7):1887-1901.
- [28]Tung L. L., Mei C. K., Hsiang T. Anomalous price behaviour around stock repurchases on the Taiwan stock exchange [J]. Applied Economics Letters, 2005, volume 12(1): 29-39.
- [29]曹明, 陈收. 股权分置改革中控股股东增持的股价表现及政策含义[J]. 特区经济, 2006 (4) : 17-19.

- [30]方天亮. 大股东增持与公司股价短期波动的实证研究[J]. 统计与决策, 2010 (12): 140-142.
- [31]杨汉明, 向伶双. 后股改时代 A 股市场股东增持和减持现象透视[J]. 财务与会计: 理财版, 2010 (10): 37-39.
- [32]魏浩. 基于股东增持与否的上市公司的比较研究——来自 A 股市场的实证研究[J]. 太原城市职业技术学院学报, 2011 (7): 57-59.
- [33]江雪峰. 大股东增持的时机及效应研究[J]. 中国证券期货, 2012 (3): 51-51.
- [34]尤华, 刘容. 大股东增持的市场效应研究[J]. 财会月刊, 2013 (24): 18-21.
- [35]章卫东, 徐彦筠, 高雪菲. 大股东增持股份的财富效应问题研究——来自我国上市公司大股东增持公告的经验数据[J]. 江西社会科学, 2014 (2).
- [36]王建文, 李蓓. 重要股东增减持行为市场效应及其影响因素分析[J]. 财会月刊, 2012 (24): 9-12.
- [37]高宏海. “汇金增持”对我国 A 股市场超额收益率影响研究——基于事件研究法[J]. 商, 2012 (9): 122-122.
- [38]王建文, 葛磊. 上市公司大股东增持与公司业绩的实证研究[J]. 合肥工业大学学报: 社会科学版, 2012, 26 (1): 9-13.
- [39]孙超, 新夫, 全怡. 股权分置改革对大股东增持行为影响[J]. 财会通讯: 综合, 2014 (15): 41-44.
- [40]Wagner I., Rosen C. Employee ownership - its effects on corporate performance [J]. Employee Relations Today, 1985, 12:73-79.
- [41]Conte M. A., Jampani R. Financial returns of public ESOP companies: investor effects vs. manager effects [J]. Financial Analysts Journal, 1996, 52(4):51-61.
- [42]Chang S. Employee stock ownership plans and shareholder wealth: An empirical investigation [J]. Financial Management, 1990, 19(1):104.
- [43]Davidson W. N., Worrell D. L. A comparison and test of the use of accounting and stock market data in relating corporate social responsibility and financial performance [J]. Akron Business & Economic Review, 1990, 21(3):7-19.
- [44]Kumbhakar S. C., Dunbar A. E. The elusive ESOP—productivity link: Evidence from U.S. firm-level data [J]. Journal of Public Economics, 1993, 52(2):273-283.

- [45] Jones D. C., Kato T. The productivity effects of employee stock-ownership plans and bonuses: Evidence from Japanese panel data [J]. American Economic Review, 1995, 85(3):391-414.
- [46] Pugh W. N., Oswald S. L., Jahera J. S. The effect of ESOP adoptions on corporate performance: are there really performance changes? [J]. Managerial & Decision Economics, 2000, 21(5):167-180.
- [47] Trebucq S., D'arcimoles C. H. The corporate social performance-financial performance link: evidence from France [J]. Ssrn Electronic Journal, 2002.
- [48] Pendleton A., Robinson A. Employee stock ownership, involvement, and productivity: an interaction-based approach [J]. Industrial & Labor Relations Review, 2010, 64(1):3-29.
- [49] Blasi J., Kruse D. Employee stock ownership and corporate performance among public companies [J]. Industrial & Labor Relations Review, 1996, 50(1):60-79.
- [50] 张小宁. 经营者报酬、员工持股与上市公司绩效分析[J]. 世界经济, 2002 (10) : 57-64.
- [51] 宁向东, 高文瑾. 内部职工持股: 目的与结果[J]. 管理世界, 2004 (1) : 130-136.
- [52] 郑海东, 徐梅, 胡杭. 员工个人特征对 ESOP 激励效果的影响——对 HD 公司的案例研究[J]. 技术经济, 2007, 26 (12) , 101-106.
- [53] 李士萍. 我国企业员工持股问题研究[D]. 天津大学, 2008.
- [54] 黄桂田, 张悦. 企业改革 30 年: 管理层激励效应——基于上市公司的样本分析[J]. 金融研究, 2008 (12) : 101-112.
- [55] 罗智渊. 中国员工持股制度研究[D]. 首都经济贸易大学, 2011.
- [56] 刘军. 员工持股计划的激励效应及政策完善[J]. 财会月刊, 2014 (2) : 33-36.
- [57] 王晋斌, 李振仲. 内部职工持股计划与企业绩效——对西方和我国企业案例的考察[J]. 经济研究, 1998 (5) : 65-72.
- [58] 苏方国. 我省上市公司职工持股计划与企业绩效[J]. 福州大学学报: 哲学社会科学版, 2000, 14 (3) : 37-39.
- [59] 黄敏辉, 唐茂怀. 核心员工持股计划与企业绩效的关联性分析[J]. 中国市场, 2013 (17) : 41-42.
- [60] 许年行, 张华, 吴世农. 附加承诺具有信号传递效应吗?[J]. 管理世界, 2008 (3) : 142-151.



[61]熊锦秋. “兜底式”增持不能有头无尾[J]. 董事会, 2015 (10): 22-23.

## 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示

# 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示

致 谢

2016年全国会计硕士专业学位  
优秀学位论文评选入围论文公示

# 2016年全国会计硕士专业学位 优秀学位论文评选入围论文公示

## 攻读学位期间的研究成果

1. 发表论文

2. 科研奖励

2016年全国会计硕士专业学位  
优秀学位论文评选入围论文公示