

# 首发限售股原股东的减持行为及动因研究\*

张程睿<sup>\*1</sup>, 王 华<sup>2</sup>, 梁斯宁<sup>1</sup>

(1. 华南师范大学经济与管理学院, 广东 广州 510006;

2. 广东财经大学会计学院, 广东 广州 510320)

**内容提要:**不同于国内文献聚焦的股改限售股, 本文以首发限售股解禁后原股东的减持事件为样本, 实证分析不同类别的原股东的减持行为、市场影响及其减持动因。研究表明, 原股东存在剥夺外部投资者利益的择机减持行为, 且当减持发生于控股股东、非控股大股东, 以及民营控制公司时尤为如此。控股股东减持的主要原因源于公司业绩走低或所处地区法治水平较低, 当控股股东持股比例降低时, 会增加国有控股公司原股东逐利套现减持的可能性; 非控股大股东的减持与公司市值高估、股权集中度较高、限售股解禁规模大有关, 体现了其规避风险与择机套利的特性, 并且在民营控股的公司中表现得更加显著; 而原中小股东仅在受法律保护较低时才选择减持。根据不同类别原股东的减持动因, 实行分类监管, 提高违法成本, 促进信息透明度, 有助于抑制全流通时代原股东的恶意减持与内幕交易。

**关键词:**首发限售股; 原股东减持; 内幕交易; 减持动因

**中图分类号:**F830.9 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2016)06—0111—14

## 一、引言

我国限售股的类型主要包括: 股权分置改革限售股、首发限售股、再融资股和其他限售股, 前两类是限售股的主要组成部分。股权分置改革限售股是指2006年前已上市的公司中非流通股份股东在股权分置改革中通过支付对价等方式获得上市流通权的限售期股份。首发限售股是指股权分置改革以后新发行股票上市公司的股东持有的在锁定期受到限制流通的股份。随着股权分置改革的结束, 股改限售股逐年减少, 首发限售股大幅增加。解除锁定期后, 原股东减持首发限售股份的现象非常普遍, 并呈现大股东恶意地对中小股东的侵略性减持。但目前国内文献对限售股减持的研究仍主要集中于股权分置改革限售股。在股权分置改革

之后, 新上市公司原股东对首发限售股的减持行为特征及其减持动机必然成为新时期市场监管与投资者保护中值得关注的问题。

根据股东类型, 我国首发限售股可分为四大类: 首发原股东限售股、首发机构限售股、首发一般限售股及首发战略限售股。其中, 首发原股东限售股为原股东在股票首次公开发行前已持有的股份; 后三者分别为机构投资者、一般法人投资者及战略投资者在股票首次公开募股时参与配售获得的股份, 他们一般在解禁后即出售完毕或等待有利时机退出。原股东大多伴随新上市公司的成长与发展, 与其他股东的资本逐利参与本质具有差异。国内多数文献对限售股的分类界定不清, 往往把所有限售股作为一个整体进行研究。不同类别的限售股

**收稿日期:**2015-12-15

\* **基金项目:**中国博士后科学基金项目“国有垄断企业高管薪酬契约的有效性及其优化研究”(2014M560665); 国家自然科学基金项目“中国上市公司真实活动盈余管理行为研究”(71172198)。

**作者简介:**张程睿\*(1973-), 女, 四川泸县人, 管理学博士, 副教授, 研究领域是财务会计、公司治理与资本市场, E-mail: chengruiz@126.com; 王华(1956-), 男, 江西上饶人, 管理学博士, 教授, 博士生导师, 研究领域是会计与资本市场, E-mail: wanghua@gdufe.edu.cn; 梁斯宁(1987-), 女, 广东佛山人, 会计学硕士, 研究领域是财务会计, E-mail: liangsining2013@163.com。\*为通讯作者。

在性质和来源上存在差异,相应地,其持股股东的减持原因也可能不同。因此,为了解公司内部股东减持首发限售股的动因,将首发原股东限售股独立出来研究是有必要的。另外,前人在分析大股东减持动因时,多以全体限售股股东的减持行为作为一个整体研究,为分析不同类型股东减持的动因,本文对全体首发原股东分别按照对公司的影响力以及控股股东的所有权性质进行分组比较研究,这更有利于观察到控股股东与其他股东间的减持差异。

因此,本文对首发限售股原股东的减持行为进行分析,研究内部股东对首发限售股减持的动因,从根源上分析首发限售股原股东的不良减持行为,这对广大中小投资者的保护以及证券市场的健康发展具有重要意义。本文的贡献如下:(1)以首发原股东减持限售股的行为作为研究对象,对内部股东出售限售股的原因进行实证分析,丰富了关于重要投资者出售限售股原因的研究;(2)对全体首发原股东进行分组,按照对公司的影响力分为控股大股东、非控股大股东以及原中小股东三组,以及根据控股股东的所有权性质将样本分为国有控股公司和民营控股公司两组,对原股东减持动因进行比较研究,发现不同原股东减持动因存在差异,为证券监管部门的分类监管以及规范大股东减持行为提供理论参考。

## 二、文献综述与分析

内部人交易涉及到证券市场的公平及投资者保护问题,近半个世纪以来长期占据着西方学者的研究视域。对解禁的限售股减持,是内部人交易的重要部分。大股东与高管是公司典型的内部人,其减持行为及引发的问题必然引起学界及监管部门的关注。但在股权高度分散、经理人控制为主要背景的西方,有关内部人减持的研究大多集中于高管交易,很少涉及大股东的交易行为(朱茶芬等,2011)。而在股权集中的中国证券市场,大部分公司的控制权实质上掌握在大股东手中,大股东的市场交易行为自然不能被忽视,但由于过去长时间对高管权益激励以及大股东股票交易的限制,使得内部人减持的相关研究近年才得以发展,并主要集

中于股权分置改革后的大股东减持。大量研究采用事件研究法,考察交易或公告披露前后一段时间的股价走势,发现内部人在股份出售交易中获取了丰厚的超额收益(Gregory, 1994; Friedrich, 2002; Cheuk, 2006; 曾庆生, 2008; 朱茶芬等, 2011)。这说明,内部人很可能凭借信息优势进行交易,并对交易时机进行了准确的选择。

国外关于限售股的研究主要针对首次公开发行限售股以及公开增发限售股。Zingales(1994)通过对股权结构与控制权收益之间关系的实证分析表明,控股股东不会持有高比例股份,除非存在控制权收益。在有限的对投资者保护的法律制度及大股东拥有控制权收益的前提下,Parigi & Pelizzon(2008)构建分散投资机会与股权集中度关系的理论框架,建立控股股东资产所有权结构均衡模型,指出当股权集中度高、股票收益率高时,控股股东会采取转移利润的手段攫取上市公司的利益,而非控股股东由于控制权收益的存在而会减持手中的股份。一些实证研究也发现,内部人具有天然的信息优势,当业绩出现下滑时,高估值公司的内部人会倾向于出售手中的股份(Rozeff & Zaman, 1998; Piotroski & Roulstone, 2005; Kea & Petroni, 2003)。Johnston等(2005)表明,股价波动性越大,解禁股份数量越大,股东减持行为越严重;Aggarwal等(2002)以在美国交易所从1994—1999年618家IPO公司为样本,对IPO新股发行价格、信息传递及限售期后减持行为的相关关系进行实证分析,发现股东行为具有风险规避性,股东会倾向于降低发行价格以保证IPO成功,同时,为能维持股权分散性,而倾向于在限售期结束时减持更多的股份。发生IPO抑价公司的管理者会倾向于在限售期结束前公布更多研究报告以推高股票价格,从而在限售期满时减持更多的股份。可见,业绩下滑、高估值、股权集中、风险规避是西方市场内部人减持的主要动因。

我国学者对股权分置改革后的大股东减持动因进行了分析,也得出了类似的结果。黄志忠(2009)根据中国上市公司股权结构特色,在Parigi & Pelizzon(2008)模型的基础上建立了我国第一大股

东的最优股权结构模型,指出当公司业绩越差、股票估值越高、风险越大,第一大股东倾向于降低持股比例;曹国华、杜晶(2011)在黄志忠(2009)的基础上,对不同类型股东的大小非减持动因进行了分析;沈红波等(2011)以2006—2009年的大小非减持事件为研究对象,发现大非的减持比例显著低于小非,但控制权市场并不显著影响减持比例;巴曙松等(2008)发现,当个股托宾Q值在行业中所处水平越高时,大股东更愿意减持股份,实现金融资本向产业资本的转移;朱茶芬等(2010)发现,高估值且业绩前景差是大股东减持的最主要原因,而股市的高波动风险是推动大股东减持的另一重要动因。此外,流动性需求、法治水平、解禁规模也影响着股改后的大股东减持。鲁桂华(2007)、王汀汀(2009)指出,当公司出现流动性需求时,限售股股东倾向于通过出售股票以筹集资金,满足偿债及投资需求;黄志忠(2009)实证发现,在法制欠发展的地区,外部投资者受到的保护更弱,上市公司受大股东减持的可能性更大。大股东是否减持与已解禁限售股数量之间呈显著的正相关,这表明,限售股解禁带来股市扩容,股价存在下跌压力,股东为规避风险倾向于在限售股解禁时减持限售股。

综上,目前文献表明,由于存在信息不对称,内部人可以凭借信息优势进行交易时机选择,并从股份减持中获取超额收益。业绩下滑、高估值、股权集中、流动性需求、法治水平低、解禁规模大、风险规避等因素都可能导致内部人减持公司股份。但是,目前国内相关研究仍主要集中于股改限售股,缺乏对首发限售股的研究与分析。两类限售股产生的历史背景不同,可能导致解禁后原股东的减持行为与减持动因存在差异。另外,不同类别的原股东减持动因可能不同,更细致的分类分析有助于有效的分类监管。为此,本文基于股权分置改革后新发行股票上市的公司,对原股东按照对公司的影响力度以及控股股东的的所有权性质进行分类,比较研究首发限售股解禁后不同类别的原股东的减持行为及其动因,以期为新时期的投资者保护与证券市场监管提供理论与经验支持。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择及数据来源

本文选取2009—2012年我国证券市场首发限售股解禁后原股东的减持事件为研究对象。2009—2012年,共有1284次首发限售股解禁事件,涉及公司数达896家。其中,363家公司在首发限售股解禁后发生减持,减持次数达977次。删除有关变量的数据缺失值后,获得281家公司共689次首发限售股原股东减持事件。首发限售股原股东的减持基础数据,来源于Wind数据库中的“重要股东二级市场交易(明细)”与“限售股解禁阶段”统计;发生减持的大股东在减持前的股东地位,根据锐思金融数据库中的“主要股东名单与股权结构”数据以及上市公司对外公布的招股说明书与定期报告确定。上市公司股价、经营、股权等基本信息均来自于国泰安数据库。

#### 2. 研究方法与原股东分类

为比较研究首发限售股解禁后不同类别的原股东的减持行为及其动因,本文首先对原股东根据对公司的影响力度以及控股股东所有权性质进行分类。然后,采用事件研究法考察我国首发限售股解禁后不同类别股东减持的市场影响,并分组实证检验不同类别股东减持的动因。本文按原股东对公司的影响力将原股东划分为控股股东、非控股大股东与原中小股东,并以此将全体减持样本分成三组。如表1所示,原股东若为第一大股东,且持股比例在5%以上并对公司实际经营产生控制,是具有控制权的大股东,定义为控股股东;持股比例在5%以上,但无法控制公司的经营决策的原股东,定义为非控股大股东;剩余的持股比例在5%以下的原股东,定义为原中小股东。可以看到,在减持样本中,非控股大股东的减持程度最严重,而原中小股东的平均减持比例最低,只有0.84%,这与原中小股东本身有限的持股数量有关。此外,根据我国上市公司控股股东的性质,筛选出国有控股公司与民营控股公司(后分别简称国控公司与民营公司),将两组公司比较分析。如表1所示,发生首发限售股减持的公司中,国控公司原股东减持有167次,仅

约占全体样本总数的25%，说明国控公司由于其掌握国家关键领域的资源，国有原股东一般不轻易减

持股份。国控公司原股东的平均减持比例为1.76%，稍低于民营企业原股东减持比例1.98%。

表1 分组样本的原股东减持统计

样本分组	按对公司影响力分组			按控制权性质分组	
	控股股东	非控股大股东	原中小股东	国有控股公司	民营控股公司
样本数量	100	512	77	167	489
减持比例(%)	1.91	2.08	0.84	1.76	1.98

注：原股东减持比例以原股东减持股数占总股本的比例计量，表内值为各组内样本数据的均值

资料来源<sup>①</sup>：根据从 Wind 数据库、锐思金融数据库、国泰安数据库、上市公司对外公布的招股说明书及定期报告中的收集的相关基础数据经整理、计算而得

### 3. 首发限售股原股东减持的市场影响

首发限售股原股东减持市场影响的核心问题是原股东是否拥有并利用信息优势进行了交易，研究的切入点是考察交易的超额收益问题。本文采用事件研究法研究首发限售股减持前后的股价走势，观察首发限售股原股东减持的市场影响。以2009—2012年的首发限售股原股东减持事件为样本，涉及上市公司363家，共977次减持事件。以减持公告日  $T = 0$  作为基准日，采用公告日前后  $(-30, 30)$  区间作为研究首发限售股原股东减持公司股价变动的事件窗。具体计算如下：

(1) 个股超额收益率  $AR_{i,t}$ 。其中， $R_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  日的个股日收益率； $R_{m,t}$  为  $t$  日流通市值加权平均的市场日收益率； $ER_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  日的个股期望收益率，用事件窗前 200 天的  $R_{i,t}$  和  $R_{m,t}$  通过市场模型(1) 回归获得系数  $\alpha_i, \beta_i$  的估计值  $\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_i$ ，再代入模型(2) 计算所得； $AR_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  日的超额收益率，以模型(3) 计算可得。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \times R_{m,t} \quad (1)$$

$$ER_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{m,t} \quad (2)$$

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - ER_{i,t} \quad (3)$$

(2) 样本的平均超额收益率  $AAR$ 。计算公式如下：

$$AAR = \left( \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \right) / N \quad (4)$$

(3) 公司  $i$  的股票累计超额收益率  $CAR_{i,t}$  及样本的平均累计超额收益率  $CAAR$ 。其中， $N$  是样本

股票的数目。

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=-30}^t AR_{i,t} \quad (5)$$

$$CAAR = \left( \sum_{i=1}^N CAR_{i,t} \right) / N \quad (6)$$

以上述计算的  $AAR$  与  $CAAR$  为基础，分组比较首发限售股解禁后不同类别原股东减持的市场影响。

### 4. 首发限售股原股东减持动因模型

如前，根据国内外已有文献分析，业绩下滑、高估值、股权集中、流动性需求、法治水平低、解禁规模大等因素都可能导致内部人减持股份。本文以上述因素作为我国首发限售股原股东减持动因的因素集，并建立模型(7)，对各类原股东样本采用逐步回归分析，以甄别出不同类型原股东减持的重要原因。

$$SUMCPP = \beta_0 + \beta_{1i} \times X_1 + \beta_{2i} \times X_2 + \varepsilon \quad (7)$$

其中，被解释变量  $SUMCPP$  为原股东的减持比例，以原股东减持股数占总股本的比例计量。原股东减持比例越大，代表股东减持倾向性越大，越愿意减持，反之，则越不愿意减持。

解释变量向量  $X_1$ ，代表限售股原股东减持的动因向量，本文选取了现有文献研究中典型的六项减持动因变量，包括： $ROE$ ，限售股股东减持时当季末的净资产收益率，以其检验股东减持的业绩动因； $ONCAP$ ，限售股股东减持当月的经营活动现金净流量与总股数的比值，考察公司短期现金流量能力，检验限售股股东减持的资金需求动机； $PEINPE$ ，限售

<sup>①</sup>本文中所有图、表均是作者根据从 Wind 数据库、锐思金融数据库、国泰安数据库、上市公司对外公布的招股说明书及定期报告中的收集的相关基础数据进行整理、计算而得，并对部分来自于数据库的数据与公司的招股说明书及定期报告进行核对。后文不再对此一一标注。

股东减持时的个股月均市盈率对行业月均市盈率的比值,以其检验原股东减持的估值动因;*TOP5*,减持前一年年末的前五大股东持股比例之和;*Z*,第一大股东持股比例与第二大股东持股比例之比值;*TOP5*与*Z*综合检验原股东的股权集中度,以及大股东之间的内部制衡对原股东减持的影响;*UNLOADPP*,解禁规模,本期首发原股东限售股解禁数量占公司总股本的比例,以其检验限售股解禁数量对原股东减持水平的影响程度;*LAW*,地区法制水平,采用樊纲、王小鲁(2011)“市场中介组织发育和法律制度环境”指标衡量,以其检验法制监管对原股东减持水平的影响。其中,业绩、资金短缺与管理者的管理才能相关,股权集中度与制衡度反映公司股权结构的合理性,故*ROE*、*ONCAP*、*TOP5*、*Z*代表被减持公司的内部原因;市值高估、解禁规模体现原股东减持的市场原因,地区法制水平反映外部法律监管与对投资者的保护水平,故*PEINPE*、*UNLOADPP*、*LAW*代表原股东减持的外部原因。

控制变量向量  $X_2$ ,包括:*LNDSMVLL*,上市公司总市值的自然对数;*NATURE*,控制权性质,若上市公司为国控企业,则*NATURE*取值1;若上市公司为

民营控制,则为0;*SHAREHOLDER*,是否第一大股东减持股份,若是,*SHAREHOLDER*取值1;否则为0;*IYEAR\_YEAR*,是年份的虚拟变量,以2009年为基准年份,2010—2012年共产生三个虚拟变量,即*IYEAR\_2010*、*IYEAR\_2011*、*IYEAR\_2012*。

#### 四、首发限售股原股东减持行为及市场影响

##### 1. 首发限售股原股东的减持行为分析

如表2所示,2009—2012年,首发限售股解禁后原股东发生减持的公司绝对数量是逐年上升的,说明随着首发限售股被解禁的数量逐年增大,锁定期结束后有更多的原股东加入减持限售股的队伍。2009年、2010年和2012年,发生控股股东减持的公司家数维持于14~17家,而在2011年发生控股股东减持的公司家数最多,达到31家。国有控股公司发生原股东减持的公司家数在2009—2011年维持于21~24家,到了2012年下降到14家。但是,发生控股股东减持或国有控股公司原股东减持的公司,不管是占解禁家数的比例,还是占总体减持家数的比例均逐年下降,说明控股股东和国控公司原股东在决定是否减持时显得越来越谨慎了。

表2 首发限售股原股东减持公司数及年度变化

	公司家数	占解禁公司总数比例(%)	占减持公司总数比例(%)	公司家数	占解禁公司总数比例(%)	占减持公司总数比例(%)
	2009			2010		
发生减持公司	66	51%		75	33%	
其中:控股股东	16	12%	24%	17	7%	22%
国控公司	22	17%	33%	24	10%	32%
	2011			2012		
发生减持公司	138	35%		152	37%	
其中:控股股东	31	8%	22%	14	3%	9%
国控公司	21	5%	15%	14	3%	9%

资料来源:本文整理

在表3中,以首发限售股的减持股数、减持比例以及单年内减持次数三个指标作为原股东减持水平的衡量指标,分析首发限售股原股东2009—2012年的减持力度及其变化。总体而言,原股东减持股数及减持比例从2010年起大幅度减少,原因是由于我国证券市场2008年9月—2009年7月的新

股发行暂停导致2010—2012年首发限售股解禁的数量大大低于2009年的规模,因而原股东减持股数也随之减少。国有控股公司原股东在2009—2012年的减持股数均值都高于民营控股公司,但减持比例低于民营控股公司。按原股东影响力分组,从横向比较可见,在各年中非控股大股东与控股股东的

平均减持力度相当,而原中小股东减持比例最低;控股股东在2009年与2012年的减持数量以及减持比例均高于2010年和2011年,说明控股股东在等待36个月限售期结束时就大幅度减持股份,减持意愿较大。另外,本文还采用了减持次数这一指标作为衡量原股东减持频率,原股东的减持次数在2010—2012年的平均值及最高值均普遍高于之前

的三年,而原股东的减持股数及减持比例则自2010—2012逐年下降,说明原股东的减持行为出现了新的趋势,从单次集中减持转为多次少量减持,原因可能是为了避免达到1%的减持比例规制线,而无须对外发布公告,降低单次减持比例并多次减持。

表3 首发限售股原股东减持力度统计

样本分组		(1) 全体减持股东			(2) 按控股股东性质分组					
					国有控股公司			民营控股公司		
		均值	最小值	最大值	均值	最小值	最大值	均值	最小值	最大值
2009	减持股数(万股)	1170	9	14734	1935	9	14734	491	20	1997
	减持比例(%)	2.49	0.07	6.55	2.05	0.09	6.55	2.92	0.07	5.25
	单年减持次数	1	1	3	1	1	3	1	1	2
2010	减持股数(万股)	402	5	4224	476	25	4224	384	5	2685
	减持比例(%)	1.66	0.06	5.00	1.58	0.11	5	1.66	0.06	5.00
	单年减持次数	2	1	5	2	1	4	2	1	6
2011	减持股数(万股)	381	2	3500	501	3	3500	350	2	2900
	减持比例(%)	1.79	0.01	5.11	1.43	1.15	5.03	1.60	0.02	5.11
	单年减持次数	2	1	9	3	1	9	2	1	8
样本分组		(3) 按原股东影响力分组								
		控股股东			非控股大股东			原中小股东		
		均值	最小值	最大值	均值	最小值	最大值	均值	最小值	最大值
2009	减持股数(万股)	753	100	1997	663	9	12121	4423	59	14734
	减持比例(%)	2.86	0.71	5.16	2.64	0.07	6.55	1.24	0.17	2.61
	单年减持次数	1	1	3	1	1	3	1	1	3
2010	减持股数(万股)	293	30	927	445	8	2685	364	4	595
	减持比例(%)	1.47	0.11	4.99	1.94	0.07	5.00	0.75	0.06	3.13
	单年减持次数	3	1	4	2	1	6	2	1	6
2011	减持股数(万股)	345	25	1260	426	2	3500	156	4	595
	减持比例(%)	1.77	0.05	5.11	1.95	0.03	5.03	0.70	0.01	3.23
	单年减持次数	3	1	9	2	1	9	2	1	9
2012	减持股数(万股)	833	21	4750	419	2	2749	317	16	3625
	减持比例(%)	2.12	0.04	5.00	1.82	0.01	5.00	0.88	0.14	4.58
	单年减持次数	2	1	4	2	1	6	2	1	6

资料来源:本文整理

2. 首发限售股原股东减持的市场影响

利用事件研究法计算原股东减持公告前后的平均超额收益率  $AAR$  及平均累计超额收益率  $CAAR$ , 观察首发限售股原股东减持的市场影响。

如图 1 所示, 减持公告前后股价出现明显的异

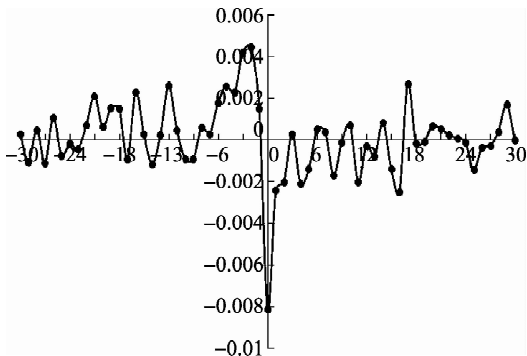


图 1 首发限售股减持公告前后  $AAR$

资料来源: 本文绘制

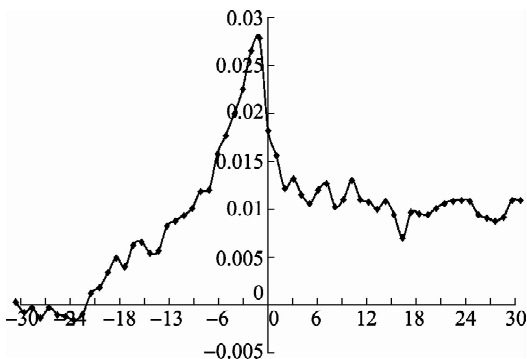


图 2 首发限售股减持公告前后 30 天  $CAAR$

常波动, 公告前第六天开始平均非正常收益率  $AAR$  开始大幅上升, 到公告前两天达到峰值, 公告当日降到最低。证券交易所规定, 若限售股原股东减持股份比例达到 1% 或以上时, 需在变动后两天内对外进行报告和公布。结合图 1 的  $AAR$  走势, 本文认为, 首发限售股原股东减持当天就已获得了超额收益, 该减持事件对股价产生了异常影响。

表 4 列示了对首发限售股减持公告前后  $(-10, 10)$  的非正常收益率的显著性检验结果。该结果表明, 股价在  $(-6, -2)$  以及  $(0, 2)$  内的每一天均存在显著的非正常收益率, 且减持前个股超额收益率显著为正, 而减持公告后个股股价显著下跌。从累计超额收益率  $CAAR$  的均值来看, 窗口期  $(-10, -1)$  及  $(-5, -2)$  的  $CAAR$  均值皆显著为正, 但公告前第一天开始, 股价便开始产生显著负向非正常收益率, 意味着从上市公司自减持当天后股价便开始下滑, 而减持当天原股东获得了最高的正向超额收益。表 5 进一步列示了首发限售股原股东减持公告前后  $CAAR$  的差异及其  $T$  检验, 该结果表明, 所有减持公告前窗口期内的  $CAAR$  的均值均显著高于公告后的相应值。以上证据表明, 原股东的股份减持存在明显的时间选择与操控, 于减持当日获得了最大的超额收益, 减持公告后股价显著下跌; 原股东在限售股解除锁定后存在恶性减持行为, 有损外部投资者的利益。

表 4 公告前后非正常收益率的均值  $T$  检验

A:AR					
时间窗口	均值	T 检验	时间窗口	均值	T 检验
-10	-0.09%	-1.24	+1	-0.24% **	-2.48
-9	-0.09%	1.37	+2	-0.20% **	-2.31
-8	0.06%	0.76	+3	0.03%	0.38
-7	0.03%	0.44	+4	-0.21% **	-2.54
-6	0.18% **	2.10	+5	-0.14%	-1.70
-5	0.26% ***	2.74	+6	0.05%	0.53
-4	0.23% ***	2.59	+7	0.04%	0.55
-3	0.42% ***	4.26	+8	-0.17% *	-2.06
-2	0.45% ***	4.59	+9	-0.01%	-0.10
-1	0.15%	1.51	+10	0.07%	0.82
0	-0.81% ***	-8.15			

B: CAR

时间窗口	均值	T 检验	时间窗口	均值	T 检验
(-10, -1)	9.84% ***	34.21	(+2, +5)	-2.06% ***	-10.19
(-5, -2)	7.80% ***	20.96	(+1, +20)	-1.36% ***	-4.19
(-1, +1)	-4.82% ***	-12.27			

注: \*  $p < 0.1$ ; \*\*  $p < 0.05$ ; \*\*\*  $p < 0.01$

资料来源: 本文整理

表5 公告前后累计非正常收益率 CAR

累计非正常收益率 CAR(均值)		均值差异	T 检验值
(-20, -10)	(+10, +20)		
4.23%	1.98%	2.25% *	1.84
(-10, -5)	(+5, +10)		
3.85%	-0.92%	4.77% ***	6.26
(-5, -2)	(-1, +2)		
7.99%	-5.22%	13.22% ***	11.26
(-5, -1)	(0, +5)		
8.26%	-7.14%	15.41% ***	15.14

注: \*  $p < 0.1$ ; \*\*  $p < 0.05$ ; \*\*\*  $p < 0.01$

资料来源: 本文整理

进一步对原股东进行分组,分析不同类别股东减持对市场的影响。图3是按对公司影响力分组的不同类型原股东在减持公告前后的累计超额收益均值图,可以看出,控股股东在减持后股价大幅下跌,这是由于控股股东减持可能使公众产生恐慌,进而减持股份;非控股大股东减持后,股价经历短期下降后逐渐恢复平稳;而原中小股东减持后,股价不降反升。图4表明,民营控股公司原股东在减持前,股价便开始上升,并在公告前达到峰值,在公告后股价急速下降,原股东的减持导致外部投资者信心降低,对市场产生负面影响;国有控股公司原股东在减持前,股价也大幅上升,但与民营企业不同的是,国有控股公司原股东减持公告后股价继续上升,这意味着,国控公司原股东减持的股份受到外部投资者追捧,“国”姓上市公司对中国投资者依然被视为具有保障作用;与国有控股公司比较,民营企业原股东减持的逐利套现与市场操纵迹象显得更加明显。由此可见,对公司不同影响力的

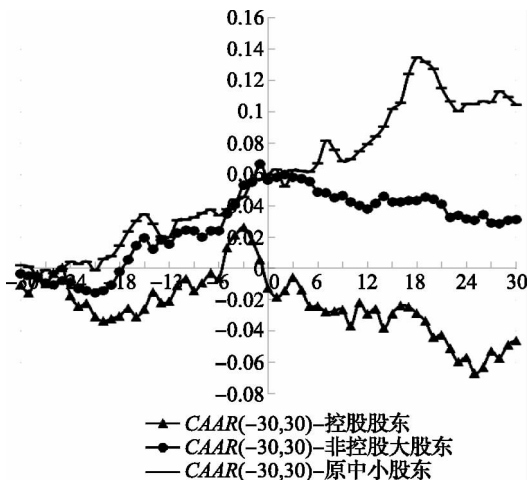


图3 控股股东、非控股大股东及原中小股东 CAAR

资料来源: 本文绘制

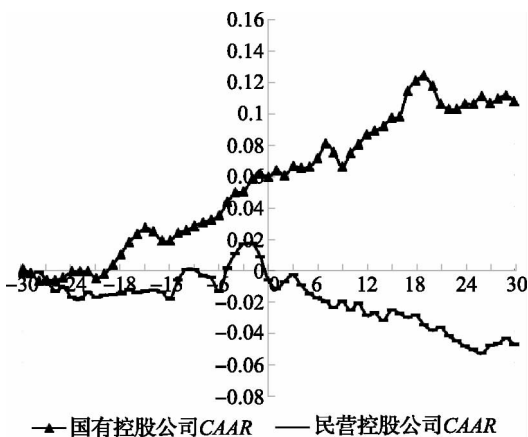


图4 国有控股公司与民营控股公司 CAAR

原股东及不同控制权性质公司的原股东的减持行为对股票市场的影响表现不同,因此,有必要对原股东的减持动因进行进一步地分组比较分析。

五、首发限售股原始股东减持动因的实证分析

1. 描述性统计与组间差异检验

表6列示了总体样本变量的描述性统计。可



见,在689次首发限售股原股东减持事件中,原股东减持比例的均值(中位数)为1.92%(1.39%),单次最大减持比例达到6.55%。减持样本公司的净资产收益率ROE与每股经营现金净流量ONCAP水平偏低,其均值(中位数)分别为5%(4%)、0.05(0.06);前五大股东持股比例TOP5均值与中位数均超过63%,说明被原股东减持的公司股权较为集中;约24%的被减持样本公司为国有控股。此外,本文根据减持比例在1%以下与减持比例在5%以上,将所有减持样本分为轻度减持及重度减持,分

析两组样本间的数据特点及差异。结果发现,重度减持公司的业绩(4%)和现金流量能力(-0.02)均低于轻度减持的公司的业绩(6%)和现金流量能力(0.28),说明业绩与现金流量越差的公司的解禁限售股容易受到原股东减持;重度减持样本的市盈率均值(1.27)比轻度减持样本的市盈率(0.95)稍高;重度减持样本的前五大股东持有股份的比例之和高于轻度减持样本,但Z值却较低,这表明,股权集中度高但第一大股东持股占比较低的公司容易受到原股东的减持。

表6 变量的描述性统计

变量	全体样本(N=689)					减持比例低于1% (N=222)	减持比例超过5% (N=33)	差异检验
	均值	最小值	最大值	中位数	标准差	均值	均值	T值
SUMCPP	1.92	.01	6.55	1.39	1.55			
ROE	0.05	-0.14	0.25	0.04	0.05	0.06	0.04	2.19**
ONCAP	0.05	-2.65	11.63	0.06	1.05	0.28	-0.02	1.08
PEINPE	1.20	-21.78	60.85	0.71	4.66	0.95	1.27	-0.53
TOP5	63.46	32.48	89.02	63.66	9.64	62.67	66.43	-2.02**
Z	3.39	1.00	36.32	2.31	3.90	4.11	2.53	1.59*
LAW	13.10	3.51	19.89	13.99	5.15	13.68	12.68	1.04
UNLOADPP	0.24	0.00	0.75	0.22	0.16	0.23	0.24	-0.21
LNDSMVTLL	14.99	13.02	18.55	14.88	0.79	15.13	14.34	4.83***
NATURE	0.24	0	1	0	0.43	0.27	0.33	-0.69

注: \* p < 0.1; \*\* p < 0.05; \*\*\* p < 0.01

资料来源:本文整理

表7 变量分组均值及其组间差异检验

变量	按原股东影响力分组							控股股东性质分组		
	(1) 控股股东	(2) 非控股 大股东	(3) 原中小 股东	单因素 方差分 析F值	Scheffe 检验			(4) 国有 控股	(5) 民营 控股	(4)~(5) T检验
					(1)~(2)	(1)~(3)	(2)~(3)			
SUMCPP	1.91	2.09	0.84	23.02***	-0.18	1.07***	1.25***	1.75	1.97	-0.21*
ROE	0.06	0.04	0.07	10.12***	0.01**	-0.01	-0.02***	0.06	0.05	0.01**
ONCAP	-0.03	-0.02	0.74	19.48***	-0.01	-0.77***	-0.77***	0.46	-0.08	0.54***
PEINPE	0.48	1.43	0.63	2.38*	-0.94	-0.15	0.79	0.86	1.33	-0.47
TOP5	62.97	64.17	59.37	8.66***	-1.20	3.59**	4.80***	64.03	62.95	1.08
Z	5.09	2.73	5.61	31.95***	2.36***	-0.52	-2.88***	5.10	2.84	2.26***
LAW	11.81	13.25	13.76	4.03**	-1.44**	-1.95**	-0.51	11.70	13.53	-1.83***

变量	按原股东影响力分组							控股股东性质分组		
	(1) 控股股东	(2) 非控股 大股东	(3) 原中小 股东	单因素 方差分 析 F 值	Scheffe 检验			(4) 国有 控股	(5) 民营 控股	(4)~(5) T 检验
					(1)~(2)	(1)~(3)	(2)~(3)			
UNLOADPP	0.29	0.23	0.20	7.68***	0.05***	0.08***	0.02	0.27	0.22	0.05***
LNDSMVTL	15.08	14.90	15.45	17.48***	0.17	-0.37***	-0.55***	15.41	14.86	0.55***
NATURE	0.33	0.20	0.38	8.97***	0.13**	-0.05	-0.18***			
SHARECONTROL								0.20	0.13	0.06*

注：\*  $p < 0.1$ ；\*\*  $p < 0.05$ ；\*\*\*  $p < 0.01$

资料来源：本文整理

表7分别列示了按原股东影响力分组与控股股东性质分组的变量均值及其组间差异检验。根据原股东的影响力分组中,单因素方差分析表明,各变量整体上在控股股东、非控股大股东以及原中小股东之间存在显著差异。进一步进行 Scheffe 检验,分析各组间的两两差异,发现:(1)控股股东与非控股大股东的减持比例均显著大于原中小股东,非控股大股东的减持比例稍高于控股股东,但不显著;(2)被控股股东与非控股大股东减持的样本,通常经营活动现金流量(ONCAP)更低,股权集中度(TOP5)更高;(3)比较被控股股东与非控股大股东减持的两组样本,被控股股东减持公司的Z值较高,地区法制水平更低,解禁规模更大,国有性质企业较多,而且ROE较高,但现金流量却吃紧;(4)比较被非控股大股东与原中小股东减持的两组样本,被非控股大股东减持公司的ROE与ONCAP均较低, TOP5较大但Z值却较小,公司市值规模较小,民营企业较多。按照对控股股东性质分组,发现国有控股公司的原股东减持比例显著低于民营控股公司的原股东减持比例,而且被减持民营控股公司的ROE与ONCAP均较低,被减持国有控股公司的Z值较大,第一大股东减持概率较高,解禁规模更大,公司市值更高,所处地区法制水平较低。后文将通过多元回归分析进一步研究不同减持动因对原股东减持力度的影响。此外,对各变量进行相关性分析,发现自变量与被解释变量之间是存在显著相关关系的,而且所有自变量之间不存在相关性高于60%的情况,因此,可以认

为后文的多元回归模型不存在严重的多重共线性问题。

## 2. 首发限售股减持动因的多元回归分析

(1) 全样本分析。基于全样本的首发限售股减持动因的回归结果如表8所示,其中,(1)列~(6)列是各减持动因分别与原股东减持比例的回归结果,(7)列列示了所有动因对原股东减持的综合作用。由(1)列~(6)列可知,除法制水平外,业绩、资金需求、公司估值、股权集中与制衡以及解禁规模等对首发限售股原股东的减持水平产生了显著影响。其中,原股东限售股减持当季度末的净资产收益率ROE的系数在1%的置信水平下显著为负,表明当原股东预测业绩即将下跌时,选择提前减持限售股以规避风险<sup>①</sup>;ONCAP系数显著为负,表明当公司内部出现资金短缺无法满足短期流动性需求时,原股东会倾向于通过二级市场减持限售股变现股份;PEINPE系数显著为正,意味着股价估值越高,原股东越倾向减持;TPO5显著为正而Z值系数显著为负,表明前五大股东的股权集中度越高,但第一大股东的绝对控制地位较低时,原股东越倾向减持首发限售股;UNLOADPP的系数显著为正,说明当解禁规模越大,限售股上市流通对股价的打压程度越严重,原股东出于规避风险的考虑,会选择在首发限售股解禁后减持股份,这与国外学者的看法一致。由(7)列可知,在综合模型中,ROE、PEINPE、TOP5、UNLOADPP仍然表现显著,意味着在控制其他变量的基础上,公司的业绩越差、股价高估程度越严重、股权集中度越高、首发限售股解

<sup>①</sup>本文曾尝试用限售股减持前一年年末的净资产收益率作为业绩动因,但是,回归时结果并不显著,说明原股东利用其信息优势,能较为准确地预测未来的业绩情况。

禁规模越大,原股东越倾向减持限售股。对于其他控制变量,原股东减持比例与公司规模负相关;国

有公司遭受原股东减持的比例较民营企业低。

表 8 全体样本减持动因的回归结果

变量	(1) 业绩动因	(2) 资金需求动因	(3) 估值动因	(4) 股权制衡	(5) 解禁规模	(6) 法律保护	(7) 所有动因
截距项	5.163 ***	5.888 ***	6.308 ***	5.021 ***	6.094 ***	6.596 ***	4.226 ***
ROE	-3.728 ***						-3.001 **
ONCAP		-0.131 **					-0.400
PEINPE			0.037 ***				0.027 **
TOP5				0.019 ***			0.020 ***
Z				-0.035 **			-0.027
UNLOADPP					1.447 ***		1.475 ***
LAW						-0.016	-0.012
LNDMSVLL	-0.139 *	-0.202 ***	-0.235 ***	-0.223 ***	-0.234 ***	-0.235 ***	-0.168 **
NATURE	-0.368 **	-0.284 *	-0.309 **	-0.269 *	-0.399 ***	-0.368 **	-0.353 **
IYEAR_2010	-1.047 ***	-1.137 ***	-1.124 ***	-1.052 ***	-1.282 ***	-1.132 ***	-1.110 ***
IYEAR_2011	-1.002 ***	-0.967 ***	-0.936 ***	-0.894 ***	-1.282 ***	-0.959 ***	-1.002 ***
IYEAR_2012	-1.172 ***	-1.083 ***	-1.047 ***	-1.046 ***	-1.112 ***	-1.102 ***	-1.442 ***
Adj_R <sup>2</sup>	0.095	0.102	0.106	0.112	0.117	0.097	0.138
F	12.990 ***	12.420 ***	13.120 ***	12.160 ***	14.290 ***	11.770 ***	10.140 ***

注: \*  $p < 0.1$ ; \*\*  $p < 0.05$ ; \*\*\*  $p < 0.01$ 。

资料来源:本文整理

考虑到不同类型原股东在减持限售股时关注的因素不同,后文分别按原股东影响力及控股股东性质进行分组,通过分组实证回归分析考察不同类型股东的限售股减持动因。

(2)按原股东影响力与控股股东性质分组的回归分析。表9分别列示了根据原股东影响力与控股股东性质对被减持样本分组的回归分析结果。在各组子样本中,本文首先针对所有自变量进行了普通的多元回归分析,然后采用逐步回归(向后)的方法筛选出对各类型原股东减持产生重要影响的因素。

按原股东影响力分组的回归结果列示于表9的A部。在被控股股东减持的样本中,逐步回归结果显示,ROE、LAW对控股股东减持比例具有显著影响,且各系数符号为负,表明公司业绩走低、公司所处地法治水平低是控股股东减持的主要原因;普通回归结果中显示,ONCAP的系数显著为负,但该变量在逐步回

归中没有被保留下来,本文认为,这是由于被控股股东减持公司的现金流量吃紧与业绩走低是相关联的,但造成这些公司现金流量吃紧以及遭到控股股东减持的根本原因是其业绩下滑。在被非控股大股东减持的样本中,逐步回归结果显示,PEINPE、TPO5、UNLOADPP对非控股大股东减持比例具有显著影响,且各系数符号为正,表明公司被市场估值越高、股权集中度越大、解禁限售股的规模越大,非控股大股东的减持比例越大。在被原中小股东减持的样本中,逐步回归结果显示,只有LAW是显著的,且系数符号为负,表明公司所在地法治水平越低,原中小股东减持的可能性越大,即当法律不能有效保护原中小股东利益时,他们倾向于“用脚投票”。此外,控制变量LNDMSVTLL分别与控股股东、非控股大股东的减持比例负相关,意味着市值规模小的公司容易遭到控股股东、非控股大股东的减持。

表 9 分组回归分析

变量	A 按原股东影响力分组						B 按控股股东性质分组			
	控股股东		非控股大股东		原中小股东		国有控股		民营控股	
	普通回归	逐步回归	普通回归	逐步回归	普通回归	逐步回归	普通回归	逐步回归	普通回归	逐步回归
截距项	13.546 ***	11.137 ***	3.053 *	4.124 ***	1.841	1.480 ***	1.921	2.043 ***	5.261 ***	4.911 ***
ROE	-1.328	-5.434 **	-1.722		-4.431		-3.561		-2.964 *	-3.705 **

变量	A 按原股东影响力分组						B 按控股股东性质分组			
	控股股东		非控股大股东		原中小股东		国有控股		民营控股	
	普通回归	逐步回归	普通回归	逐步回归	普通回归	逐步回归	普通回归	逐步回归	普通回归	逐步回归
ONCAP	-0.645**		-0.007		-0.017		0.077		-0.179	
PEINPE	0.037		0.027*	0.033***	0.011		-0.034		0.030**	0.029**
TOP5	-0.021		0.019**	0.017**	0.018		0.027**		0.013*	0.015**
Z	0.047		-0.056		0.008		-0.061*	-0.056***	-0.012	
UNLOADPP	0.489		1.439***	1.440***	1.040		1.718**	1.736**	1.395***	1.340***
LAW	-0.059*	-0.064**	0.003		-0.070**	-0.046**	-0.033		-0.011	
LNDSMVTLL	-0.580***	-0.539***	-0.089	-0.178*	-0.019		-0.068		-0.204*	-0.199*
NATURE	-0.049		-0.282		-0.832**					
IYEAR_2010	-1.639***		-1.205***	-1.112***	-0.434		-0.668*	-0.911***	-1.33***	-1.283***
IYEAR_2011	-1.457***		-1.174***	-1.026***	-0.232		-0.726**	-0.799***	-1.262***	-1.191***
IYEAR_2012	-0.519		-1.268***	-1.118***	-1.117**		-0.525		-1.394***	-1.361***
Adj_R <sup>2</sup>	0.251	0.151	0.115	0.113	0.080	0.067	0.135	0.118	0.137	0.137
F	4.297***	6.890***	6.096***	10.349***	2.971***	6.518***	8.405***	6.556***	7.863***	11.365***

注: \*  $p < 0.1$ ; \*\*  $p < 0.05$ ; \*\*\*  $p < 0.01$

资料来源:本文整理

按控股股东性质分组的回归结果列示于表9的B部。在国有控股的样本中,逐步回归结果显示,Z的系数显著为负,UNLOADPP的系数显著为正,表明对于国有控股的公司,当其他条件一定时,国有控股比例越低、限售股解禁规模越大,越容易遭到原股东的减持。在民营控股的样本中,PEINPE、TOP5、UNLOADPP、ROE、LNDSMVTLL表现出对原股东的减持具有显著影响,其中,前三者的系数符号为正,后两者为负,表明当其他条件一定时,当民营控股公司的市场估值越高、股权越集中、限售股解禁规模越大、业绩表现越差、市值规模越低时,原股东越倾向于减持。

## 六、结论与启示

### 1. 研究结论

本文以2009—2012年首发限售股解禁后原股东的减持事件为样本,并按照原股东对公司的影响力度以及控股股东的所有权性质对原股东减持事件进行分类比较研究,实证分析了首发限售股解禁后不同类别的原股东的减持行为、市场影响及其减持动因。得到以下结论:

(1)从2009—2012年,随着首发限售股被解禁规模的增大,被原股东减持的公司数量逐年上升,但是,控股股东和国控企业原股东的减持行为却越来越谨慎,体现为被控股股东或国有控股公司原股

东减持的公司比例逐年下降。总体而言,国有控股公司原股东的减持比例低于民营控股公司;控股股东与非控股大股东的平均减持力度相当,而原中小股东减持比例最低;为规避管制,原股东的减持行为出现了新的趋势,从单次集中减持转为多次少量减持。

(2)首发限售股原股东减持存在明显的时间选择与操控,减持公告前后股价出现显著的异常波动,在原股东减持前,股价显著地上升并达到峰值,而原股东减持后,股价则大幅度下跌。这说明,原股东在限售股解除锁定后存在恶性减持行为与内幕交易,有损外部投资者的利益。不同类型的原股东的减持行为对市场的影响表现有异,控股股东在减持后股价大幅下跌;非控股大股东减持后,股价经历短期下降后逐渐恢复平稳;而原中小股东减持后,股价不降反升。与国有控股公司相比较,民营控股公司原股东减持产生的市场负面影响以及操控迹象更加严重。

(3)虽然业绩、资金需求、股价高估、股权集中、解禁规模、法治水平等都是影响原股东减持首发限售股的原因,但不同类型原股东的减持动因却具有差异。分组研究表明,控股股东减持的主要原因来自于公司业绩走低及其所处地区法治水平较低;非控股大股东减持的主要原因更多地与规避风险和择机套利有关,如公司市值高估、股权集中度高、限售股解禁规模大;而原中小股东减持的重要原因却

是公司所在地法治水平较低。国有控股公司原股东减持的主要原因是 Z 值较低、限售股解禁规模较大,这意味着,控股股东持股比例的降低会导致更大概率的逐利套现;而民营控股公司的原股东减持的主要原因在于公司市值高估、股权集中度高、限售股解禁规模大、业绩走低、市值规模较低,这显然更多地与择机套利与规避风险相关。

## 2. 启示

由此可见,首发限售股的原股东确实存在剥夺外部投资者利益的择机减持与市场操纵行为,并且当减持发生于控股股东、非控股大股东,以及民营控制公司时尤为如此。因此,根据不同类别原股东

减持的动因,实行分类监管,加强对首发公司控股股东、非控股大股东,以及民营控制公司原股东的减持与恶意套现行为的监管尤为重要。根据本文的研究,提高地区法制水平与违法成本,有助于抑制控股股东的恶意减持,并稳定原中小股东,建议在导入股东集体诉讼上做出更大的努力;增强对业绩下滑、市盈率高、股权集中、解禁规模大的公司的大股东以及民营控制公司原股东的减持行为监管,促进信息及时、准确披露,抑制原股东的违规内幕交易。本文的研究为全流通时代抑制大股东内幕交易、增进对公司外部投资者保护与证券市场监管提供了理论与经验支持。

## 参考文献:

- [1] Aggarwal R K, Krigman L, Womack K L. Strategic IPO under Pricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling [J]. Journal of Financial Economics, 2002, 66, (1): 105 - 137.
- [2] Cheuk M Y, Fan D K, So R W. Insider Trading in Hong Kong: Some Stylized Facts [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2006, 14, (1): 73 - 90.
- [3] Friedrich S, Gregory A, Matatko J, et al. Short-run Returns around the Trades of Corporate Insiders on the London Stock Exchange [J]. European Financial Management, 2002, 8, (1): 7 - 30.
- [4] Gregory A, Matatko J, Tonks I, et al. UK Directors' Trading: The Impact of Dealings in Smaller Firms [J]. The Economic Journal, 1994, 104, (1): 37 - 53.
- [5] Johnston J, Madura J, Harper J T. Interaction between Short Selling and Potential Insider Selling In the IPO Aftermarket [J]. Journal of Financial Services Research, 2005, 27, (3): 283 - 302.
- [6] Kea B, Huddarta S, Prtrnib K. What Insiders Know about Future Earnings and How They Use It: Evidence from Insider Trades [J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 35, (3): 315 - 346.
- [7] Parigi B M, Pelizzon L. Diversification and Ownership Concentration [J]. Journal Of Banking & Finance, 2008, 32, (9): 1743 - 1753.
- [8] Piotroski J D, Roulstone D T. Do Insider Trades Reflect both Contrarian Beliefs and Superior Knowledge about Future Cash Flow Realizations [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 39, (1): 55 - 81.
- [9] Rozeff M, Zaman M. Overreaction and Insider Trading Evidence from Growth and Value Portfolios [J]. The Journal of Finance, 1998, 53, (2): 701 - 716.
- [10] ZIngales L. The Value of The Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange [J]. The Review Of Financial Studies, 1994, 7, (1): 125 - 148.
- [11] 巴曙松, 朱元倩, 郑弘. 全流通市场下的估值中枢为何呈现下移趋势 [J]. 济南: 金融发展研究, 2008, (4).
- [12] 曹国华, 杜晶. 上市公司不同类型股东的大小非减持动因探究——基于最优股权结构模型的研究 [J]. 广州: 南方金融, 2011, (10).
- [13] 曾庆生. 公司内部人具有交易时机的选择能力吗? ——来自中国上市公司内部人卖出股票的证据 [J]. 北京: 金融研究, 2008, (10).
- [14] 黄志忠, 周炜, 谢文丽. 大股东减持股份的动因: 理论和证据 [J]. 武汉: 经济评论, 2009, (6).
- [15] 鲁桂华. 限售股的减持动机和市场反应透析 [J]. 北京: 财务与会计, 2007, (14).
- [16] 沈红波, 酆金梁, 屠亦婷. 上市公司大小非减持影响因素的实证分析 [J]. 北京: 中国工业经济, 2011, (1).
- [17] 王汀汀. 减持: 流动性需要还是信号发送——基于中信证券的案例分析 [J]. 北京: 经济管理, 2009, (7).
- [18] 朱茶芬, 陈超, 李志文. 信息优势、波动风险与大股东的选择性减持行为 [J]. 杭州: 浙江大学学报(人文社会科学版), 2010, (2).
- [19] 朱茶芬, 李志文, 陈超. A 股市场上大股东减持的时机选择和市场反应研究 [J]. 杭州: 浙江大学学报(人文社会科学版), 2011, (3).

## A Study on the Reduction and Motivation of Original Shareholders Holding IPO's Restricted Shares

ZHANG Cheng-rui<sup>1</sup>, WANG Hua<sup>2</sup>, LIANG Si-ning<sup>1</sup>

(1. Economic and Management School of South China Normal University, Guangzhou, Guangdong, 510006, China;

2. Accounting School of Guangdong University of Finance and Economics, Guangzhou, Guangdong, 510320, China)

**Abstract:** With the end of the reform of non-tradable shares in China, restricted shares from the reform is reduced year by year, however the IPO's restricted shares increased significantly. After the IPO's restricted shares are released from its lock-up period, the original shareholders selling and reducing the released shares is very common, and it appears that the inside large shareholders deprive the outside small and medium shareholders' interests by malicious reduction of shares. However, the current domestic literature on the restricted stock is still focused on the one from non-tradable shares reform. After the reform of non-tradable shares has ended, the reduction behavior character and motivations of the IPO's original shareholders deserve special attention in the new era of market supervision and investor protection. Therefore, this paper takes the reduction events of the original shareholders after the IPO's restricted shares' lock-up period ending from 2009 to 2012 as samples, groups the original shareholders according to their influence power to the company and the property of controlling shareholder's ownership, and comparatively and empirically analyze the reduction behavior, market impacts and selling motivations of different types of original shareholders.

The results show: (1) From 2009 to 2012, with the release scale of IPO's restricted shares increasing, the number of companies which shares are reduced by the original shareholders rises. However, That the controlling shareholder and the original shareholders of the state controlled enterprises reduce shares becomes gradually cautiously. In order to avoid regulations, the reduction behavior of the original shareholders arises new trend, from heavy reduction at a time to small amount but time after time. (2) The stock price fluctuates unusually around the reduction announcement, and we find that the original shareholders has vicious reduction behavior after the IPO's restricted shares released. They time sales successfully and make abnormal profit from the deprivation of outside investors by reduction of IPO's restricted shares. The reduction of shares by different type of original shareholders has different market impacts, the signs of artificial control and negative influence on market are especially seriously when reduction occurred by the controlling shareholders, non-controlling substantial shareholders, as well as in private control companies. (3) The reduction motivations of different type of original shareholders are dissimilar. The main reason for the reduction of controlling shareholders is of company performance decline and the low local law level, and the possibility of pursuing profit and cash by original shareholders of state-owned companies would increase when the proportion of controlling shareholders reduces. The causes of non-controlling large shareholders' sales is related to avoid risk and choose time to arbitrage, such as company overvalued, high concentration of shareholding, big size of lockup expiration, particularly in the private controlled companies. However, the small and medium original shareholders reduce shares mainly because of the poor investor protection of local law.

The results implicate that it is highly important for outside small and medium investor protection to implement classification supervision according to the reduction reasons of different categories of the original shareholders, increase costs of the illegal, improve information transparency, and strengthen the supervision of malicious reduction and cash withdrawing respectively by the controlling shareholders, non-controlling large shareholders of IPO's firms, and those original shareholders in private controlled companies. Our study provides solid theoretical and empirical support for the suppression of insider trading, promotion of investor protection and securities market supervision in the full circulation era.

**Key Words:** IPO's restricted shares; reduction by original shareholders; insider trading; motivation of reduction