

Reduction of Large
Non-tradable Shares and the
Stock Market Stability

林川 陈伟 著

大股东减持与 股市稳定

国际经验借鉴与中国A股市场的实证检验

International Experience for
Reference and Empirical
Test of Chinese A-share Market



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

Reduction of Large
Non-tradable Shares and the
Stock Market Stability

林川 陈伟 著

大股东减持与 股市稳定

国际经验借鉴与中国A股市场的实证检验

International Experience for
Reference and Empirical
Test of Chinese A-share Market



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

大股东减持与股市稳定: 国际经验借鉴与中国 A 股市场的实证检验/林川, 陈伟著. —北京: 经济管理出版社, 2016. 7
ISBN 978 - 7 - 5096 - 4408 - 9

I. ①大… II. ①林…②陈… III. ①股票市场—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 102064 号

组稿编辑: 陆雅丽

责任编辑: 陆雅丽 杜 菲

责任印制: 黄章平

责任校对: 张 青

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京九州迅驰传媒文化有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 710mm × 1000mm/16

印 张: 15.5

字 数: 233 千字

版 次: 2016 年 7 月第 1 版 2016 年 7 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 4408 - 9

定 价: 63.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

股权分置问题是长期制约中国资本市场发展的重要因素，尤其是随着资本市场的不断成熟，非流通股与流通股的矛盾越来越突出。中国证监会从2005年开始实施股权分置改革，在一定程度上改变了中国上市公司中同股不同权及“一股独大”等问题，使中国证券市场逐渐步入全流通时代。然而，随着股权分置改革中解禁股的逐步上市交易，股票市场也迎来了大扩容时代，尤其是解禁股的大幅度减持，给证券市场带来了巨大冲击。大股东减持行为一方面增加了流通股的供给，使市场价格压力增大；另一方面向市场传递出内部人的信息优势，导致了其他流通股股东的进一步减持。因此，大股东减持行为成为股权分置改革后影响证券市场稳定发展的核心因素，也与证券市场的平稳发展绑定在一起。

其实，大股东减持一直是中国A股市场的话题。2015年中国A股市场经历了暴涨暴跌，证监会于2015年7月8日发布《上市公司控股股东和大股东及董事、监事、高级管理人员减持本公司股票相关事项公告》，希望以此稳定股票市场，提升市场投资者的信心。2016年1月8日，证监会又一次紧急出台了《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》，以防止大股东的减持行为对股市产生巨大冲击。在当前中国经济快速发展而金融风险 and 脆弱性逐渐累积的背景下，对大股东的减持行为进行相关研究，在对成熟资本市场中抑制大股东减持以及维护资本市场稳定的相关经验进行借鉴的基础上，讨论大股东减持行为的影响因素、经济后果及对股票市场产生的冲击等问题，寻找治理与规范大股东减持的机制与路径，对降低中国股票市场风险，提升

投资者信心，促进股票市场长期平稳健康发展，具有重要的意义。

基于后股权分置改革时期的特定背景，本书在中国上市公司特有的股权结构特征及大股东减持行为格局下，以个人利益最大化及减持利益最大化这两个紧密关联的大股东行为问题作为展开分析的依据，将成熟资本市场的大股东减持及维护资本市场经验借鉴、中国上市公司大股东减持的制度背景、大股东减持的影响因素及其所带来的经济后果纳入统一的分析框架，从公司治理理论和公司财务理论相融合的层面深入探讨大股东减持的具体行为问题。全书共分为八章，主要内容如下：

第一章：绪论。作为开篇，提出研究背景及理论价值与现实意义；阐述研究目的及主要研究内容；对研究方法及思路进行界定；提出了研究的主要创新之处；对相关概念进行界定。

第二章：大股东减持的理论借鉴与文献回顾。作为研究的理论基础，概括涉及的主要理论，包括代理理论、控制权私有理论及利益侵占理论。同时，回顾大股东减持行为的已有文献，主要评述涉及内容包括大股东减持的市场冲击、影响因素以及减持带来的经济后果。

第三章：大股东减持与股市稳定的国际经验借鉴。对成熟资本市场如美国、中国香港等国家和地区对于大股东减持监管及其对股市的影响，维护股市稳定制定的一些规定进行总结归纳，在此基础上提出可供中国股票市场借鉴的经验。

第四章：大股东减持的制度背景与现状分析。分析大股东减持的制度背景，从微观上讲，大股东减持是股权分置改革的产物，是股权分置改革使得拥有非流通股的大股东在解禁后开始减持；从宏观上讲，无论大股东减持还是股权分置改革，都是产权制度改革的产物，因为在不成熟的市场经济下，才出现了中国特色的非流通股状况。同时对大股东减持的股份数量及减持事件和减持公司的现状进行分析。

第五章：大股东减持影响因素的理论与实证研究。利用主成分分析对大股东减持的水平进行整体的影响因素寻找，构建包括宏观、中观及微观的研

究框架，从理论和实证的视角研究大股东减持的影响因素。其中，宏观因素部分主要研究地区市场化进程与大股东减持的关系，包括对地区市场化进程总视角及将地区市场化进程剖析为各个子指标进行的具体理论与实证分析；中观因素部分主要研究行业特征与大股东减持的关系，分析具体导致大股东减持行业差异的原因；微观因素部分从公司财务与公司治理两个视角进行相应的理论与实证研究，并进一步基于股东视角，深入讨论股权属性对大股东减持产生的影响。

第六章：基于股东侵占模型的大股东减持行为研究。基于 La Porta 等（2002）的股东侵占模型，在修正原始模型的基础上讨论大股东的减持行为，以观察大股东减持带来的经济后果之一，即大股东在减持过程中对其他股东利益的侵占。首先，将原始模型拓展为两期投资模型，在此基础上讨论控股股东的跨期侵占及跨期减持问题；其次，在原始模型基础上，将原单一股东存在的模式扩展为多个股东存在的模式，分别讨论单一股东侵占模式下和多个股东侵占模式下的大股东减持行为。

第七章：盈余管理与大股东减持。讨论大股东减持的另一个经济后果，即伴随讨论大股东减持过程中产生的真实盈余管理行为以及大股东为了获得更多减持收益而使用的盈余管理手段。讨论盈余管理对大股东减持的影响，并从公司操弄盈余的“年报效应”和“非年报效应”视角进行分析，以观察大股东是否会利用某个季度的公告而操弄盈余以获得更多减持利益；进一步从减持日期与定期公告差距的视角，观察大股东通过操弄盈余而获得减持收益更大化的具体时期。

第八章：规范与管理大股东减持的政策建议。针对以上各章节的研究结论，从深化市场改革、完善公司治理机制及提高市场监督机制等方面提出规范大股东减持行为的对策建议。

本书的编写和出版得到重庆市重点人文社科研究基地“国别经济与国际商务研究中心”、四川外国语大学国际商学院、经济管理出版社的大力支持，在此一并表示衷心的感谢。

此外，本书在研究、写作过程中参考了大量文献，由于篇幅限制，不能一一罗列，这里特向未被罗列的作者表示歉意，并向所有的作者表示诚挚的谢意。

由于时间仓促及作者水平有限，本书错误之处在所难免，敬望读者批评指正。

林 川

目 录

第一章 绪 论	1
一、研究背景与研究意义	1
二、研究目的与主要内容	6
三、研究方法与研究思路	8
四、创新之处	11
五、相关概念界定	12
第二章 大股东减持的理论借鉴与文献回顾	15
一、理论借鉴	16
二、文献回顾	28
第三章 大股东减持与股市稳定的国际经验借鉴	39
一、美国股票市场的经验借鉴	39
二、香港股票市场的经验借鉴	44
三、其他股票市场大股东减持与股市稳定的国际经验借鉴	47
四、可供中国股市借鉴的国际经验	52
第四章 大股东减持的制度背景与现状分析	55
一、大股东减持的制度背景分析	55

二、大股东减持的现状分析	66
第五章 大股东减持影响因素的理论与实证研究	71
一、基于主成分分析的大股东减持水平影响因素分析	72
二、地区市场化进程与大股东减持	84
三、行业差异与大股东减持	96
四、财务特征、公司治理与大股东减持	108
五、控股属性、股东关系与大股东减持	123
六、本章小结	134
第六章 基于股东侵占模型的大股东减持行为研究	137
一、基于跨期侵占视角的控股股东跨期减持行为研究	137
二、基于多个股东侵占视角的大股东减持行为研究	150
三、本章小结	156
第七章 盈余管理与大股东减持	159
一、大股东减持与真实盈余管理	159
二、盈余管理、非年报效应与大股东减持	170
三、盈余管理、时间效应与大股东减持	197
四、本章小结	210
第八章 规范与管理大股东减持的政策建议	211
一、明确监管主体，深化现代企业制度改革	211
二、完善信息披露机制，规避大股东减持的投机行为	214
三、保持监管持续性，因人制宜制定监管政策	217
参考文献	221

第一章 绪 论

一、研究背景与研究意义

（一）研究背景

在十一届三中全会确立了改革开放的大政方针政策下，市场经济逐步取代计划经济，开启了中国经济快速发展的新局面，当代证券市场适应市场经济发展的需求也应运而生。1981年，财政部首次发行国库券，揭开了新时期中国证券市场新发展的序幕。1990年11月，上海证券交易所经国务院授权、人民银行批准，正式宣告成立，次年4月深圳证券交易所也被批准成立。沪、深交易所成立后，本地发行的股票可以进入二级市场交易，之后国内其他地区发行的股票也陆续在沪深证券交易所上市交易，由此国内证券交易开始逐步规范化。但是，早期的证券市场处于宏观经济的转轨时期以及资本市场发展初期的不成熟阶段，与西方发达国家成熟的证券市场相比，存在许多差异性与特殊性。在证券市场发展初期，一方面，股票市场早期的管理是计划经济管理体系，如严格的交易价格、交易涨跌幅的管制以及股份发行管理等，由于当时股票发行量被纳入政府信贷计划与货币管理体系，因此股票与银行贷款及债券发行一样，成为中国货币供给的一部分；另一方面，早期的上市

公司多由大中型国有企业股份制改革而来，为避免国有资产流失，保证公有制地位，防止国外资本冲击，因此在早期上市公司中，本该全流通的股份被人为地分为了流通股与非流通股，所以股权分置这一具有中国特色的证券市场特殊状况便相应而生。

按当时企业上市的相关规定，上市公司在发行新股时，总股本在4亿股以下的，流通股本达到25%即可，总股本在4亿以上的，流通股本可低至15%。可见，在当时的股票市场中，流通股比例非常低。整个股票市场中，有2/3的股份是不可流通的非流通股。股权分置虽然在早期的证券市场中起到了一定作用，巩固了公有制地位，但是随着市场经济的发展以及证券市场的不断成熟，股权分置遗留的问题逐渐显现。从上市公司看，一方面，由于存在非流通股股东的“一股独大”问题，使得非流通股股东很容易操控公司决策；另一方面，非流通股与流通股也存在严重的利益不一致状况。而从股票市场的表现看，由于存在大量的非流通股，使得流通股相对稀缺，真正希望投资的市场参与者无法购买足够的股份，而少数投资者却可以利用流通股操纵市场，股票市场存在严重的供不应求状况，从而造成了股票市场的剧烈波动，也对实体经济造成了一定冲击。在这种情况下，国务院相继出台相关规定，开始对国有股东持有的非流通股减持行为进行规定和规范，但却未收到理想效果，反而引发市场投资者对于股票市场中股权分置的内在结构性缺陷的担忧。

在这种情况下，为了解决中国证券市场中的二元股权问题，改变股票市场中同股不同权及上市公司“一股独大”等问题，从2005年4月开始，以三一重工为首的4只股票的停牌为标志的股权分置改革，采用支付对价的方式使得非流通股获得流通权，从而中国证券市场逐渐步入全流通时代。股权分置改革对于中国股票市场的发展而言，具有划时代的意义，它既是对之前制度漏洞的自我修正，也是一种制度的自我创新。股权分置改革在当时像一剂强心针，使得股票市场进入了新一轮牛市。然而任何一项制度的改革均有利弊。股权分置改革虽然带来了股票市场短暂的高涨，但是资本市场却存在

严重的泡沫，从2006年中国股票市场的表现来看，市场总体市盈率已经逼近50倍左右，在A+H的上市公司中，A股股价明显高于H股股价（朱宏伟，2007）。市场中存在更多的追逐资本利润的股权投资，而并非追逐经营利润的企业投资。所以，在股权分置改革期间，非流通股还在禁售期时，大股东的账面价值一直上涨，而在解禁后，当大股东希望将账面价值转换为真正的经济价值从而开始将解禁股大量抛售时，带来的就是股票市场泡沫的破碎，股市整体瞬间大幅度跌落。由于在中国股市从高到低的剧烈波动期间，正好与非流通股解禁后被抛售的时期吻合，因此很多人将中国股票市场的低迷归结于大股东的减持行为。所以在资本市场改革进入后股权分置并逐步过渡到股份全流通阶段的时期，这一阶段所面临的核心任务就是如何有效地解决大股东出售解禁股冲击资本市场的问题。

其实，大股东减持的话题一直围绕在中国A股市场中。2015年上半年，A股沪指在65天内飙升56%，一度突破5000点，让很多市场投资者认为中国股市的大牛市再次到来，很多人都对中国股市再次充满信心，认为突破之前的6124点只是时间问题。但是，在2015年下半年，却在52天就暴跌超过40%，下跌速度创新了中国股票市场之最。2015年6月与8月的股灾让很多市场投资者都终生难忘，上证指数与创业板指数分别自高点回落超过40%与50%以上，而且暴跌导致了超过10次的千股跌停，指数日跌幅也是动辄超过5%，在不到一个月的时间内，约有3.9万亿美元的市值就此蒸发，从而引发了市场投资者的恐慌，让中国股票市场积累的信心瞬间消失。为了维护股票市场的稳定，控制股市暴跌过程中的进一步非理性下跌的恶性蔓延，证监会于2015年7月8日发布《上市公司控股股东和大股东及董事、监事、高级管理人员减持本公司股票相关事项公告》，规定自7月8日起6个月内，上市公司控股股东和持股5%以上股东及董事、监事、高级管理人员不得通过二级市场减持本公司股份。这一公告的发布说明，大股东减持再次被认为是股票市场暴跌中的不确定因素。这一政策的发布虽然对急剧下跌的中国股市产生了一定的遏制作用，但在2016年初禁售期到期时，超过万亿元的解禁规模再

一次冲击了市场投资者的信心。于是，2016年1月8日，证监会又一次紧急出台了《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》，以防止大股东的减持行为对股市产生巨大的冲击。因此，在当前中国经济快速发展而金融风险 and 脆弱性逐渐累积的背景下，对大股东的减持行为进行相关研究，在对成熟资本市场中抑制大股东减持以及维护资本市场稳定的相关经验进行借鉴的基础上，讨论大股东减持行为的影响因素、经济后果及对股票市场产生的冲击等问题，寻找治理与规范大股东减持的机制与路径，对降低中国股票市场风险，提升投资者信心，促进股票市场长期平稳健康发展，具有重要的意义。

（二）研究意义

1. 理论意义

从理论视角来看，非流通股的解禁在一定程度上解决了二元股权结构问题，优化了上市公司股权结构，但也使得大股东获利方式发生了重大变化，带来了大股东减持问题，从而对证券市场产生了负面影响。这是因为一方面非流通股解禁导致的流通股供给增加造成了市场价格压力增大，另一方面减持向市场传递的内部人信息优势进一步刺激了其他股东的减持行为。在所持股份并不能流通时，大股东只能通过侵占公司利益或中小股东利益获得更多个人收益；当可以流通时，大股东可以继续持有获得更多个人侵占利益与未来股价上涨的收益，也可以在二级市场减持获得当前的直接收益。这就使得减持成为大股东获取更多控制权私有的新途径（刘亚莉、李静静，2010），市场中依然存在大股东通过操控公司重大信息披露以掏空中小股东利益的事实（吴育辉、吴世农，2010），而且股东间的合谋行为使得大股东拥有更多的减持方式以获得个人利益最大化，如择时减持、信息公告配合、关联交易配合甚至盈余管理等方式（蔡宁、魏明海，2009）。因此从理论上分析大股东减持行为并探索减持带来的经济后果，有利于从源头遏制大股东对于公司及中小股东利益的侵占行为，更好地保护中小股东利益。这正是本书的理论

价值所在。

同时,对成熟资本市场中的大股东减持及股市危机处理方法进行相应的讨论与研究,从中借鉴相关经验,对依然处于发展中的中国股市具有重要意义。通过对其他国家资本市场中的政策、制度以及相关管理方法进行学习,弥补当前中国股票市场中监管制度存在的漏洞,同样是对中国股票市场稳定具有极大帮助的,也是本书的理论意义所在。

2. 现实意义

从实际视角来看,根据中国证券登记所披露的数据,股权分置改革共涉及解禁股合计 8178.40 亿股,而截止到 2010 年底,非流通股解禁后被大股东减持的累计数量已经达到 479.51 亿股,减持比例已经达到解禁股的 5.86%。由于大股东的解禁股数量及减持股数量非常大,大股东减持的影响必定迥异于常规性扩容,会冲击股票市场。上证综指在 2005 年 6 月 6 日仅为 998 点,到 2007 年 10 月 16 日已达到 6124 点,相应的 A 股市场平均市盈率由 16 倍激增到 71 倍。但随后市场持续下跌,到 2008 年 10 月,在仅一年的时间里,上证综指仅剩 1664 点。而到 2010 年底,上证综指依旧未能重回 3000 点。中国股票市场在这几年时间内的急剧变化以及持续的低迷状况,一方面是受到国家宏观经济环境的影响;另一方面股权分置改革所解禁的非流通股也极大地增加了股票市场的供给,冲击着市场稳定。虽然证监会先后发布多项规定以控制大股东减持的冲击,如强制披露机制、大宗交易机制、二次发售、可交换债券甚至征税等方式,但是收效甚微,未能起到预期的效果,大股东减持行为依旧继续,对股票市场的冲击也依旧存在。所以,在从二元股权结构向全流通市场转型的过程中,大股东减持与资本市场平稳发展绑定在一起。研究大股东的减持行为,有利于为监管部门提供更加行之有效的政策建议,以有效地遏制大股东的减持行为,并将减持行为带来的影响降至最低。同时,大股东减持股份原本是正常的行为,但是具有某些特殊意义的减持行为便是一种非正常行为,因此研究股权分置改革后的大股东减持行为,剖析大股东

减持的真实目的，也有利于还原正常减持的真实面目。

同时，结合中国经济发展与中国股票市场发展的特殊现象，吸取西方成熟资本市场的经验教训，总结中国股票市场暴跌中存在的问题及原因，完善已有的监管政策与制度，提出行之有效的预警与治理机制，完善中国股票市场已有制度的漏洞，同样是本书研究存在的现实意义，从而对中国股票市场的长期稳定健康发展，以及提升股票市场投资者的信心都有重要意义。

二、研究目的与主要内容

（一）研究目的

首先，将对成熟资本市场中对大股东减持以及股市稳定的相关经验进行总结，以提出中国股票市场中可以借鉴的内容，从而为中国股票市场更好地稳定大股东减持及股票市场长期健康稳定发展提供国际经验借鉴。

其次，构建包括宏观、中观及微观在内的研究大股东减持影响因素的整体框架，从而有利于发掘大股东行为在不同层面受到的内外影响以及从不同视角寻找大股东减持的影响因素。

再次，讨论大股东减持带来的经济后果，揭示减持行为对中小股东及公司利益的攫取过程，以及大股东通过操弄公司盈余管理以获得减持利益最大化的过程，以发现大股东减持会对股票市场产生什么样的后果，减持行为从什么层面造成股票市场的不稳定性。

最后，提出行之有效的政策建议，从而为证监会监管大股东减持以及维护中国股票市场的稳定提供有益的帮助。

(二) 主要内容

基于后股权分置改革时期的特定背景，本书在中国上市公司特有的股权结构特征及大股东减持行为格局下，以个人利益最大化及减持利益最大化这两个紧密关联的大股东行为问题作为展开分析的依据，将成熟资本市场的大股东减持及维护资本市场经验借鉴、中国上市公司大股东减持的制度背景、大股东减持的影响因素及其所带来的经济后果纳入统一的分析框架，从公司治理理论和公司财务理论相融合的层面深入探讨大股东减持的具体行为问题。

全书共分为八章，主要内容如下：

第一章：绪论。作为本书的开篇，在提出本书研究背景及相应意义的基础上，阐述本书的研究方法及创新点等，并对本书涉及概念进行定义。

第二章：大股东减持的理论借鉴与文献回顾。本章为本书的理论基础，即对本书内容涉及的相应理论——代理理论、控制权私有理论及利益侵占理论进行阐述，同时对本书所涉及的相应文献进行归纳与总结。

第三章：大股东减持与股市稳定的国际经验借鉴。将对成熟资本市场中的大股东减持及股市问题进行相应的分析，如对美国、中国香港等国家或地区的资本市场状况进行分析，从而获得可供中国资本市场借鉴的经验。

第四章：大股东减持的制度背景与现状分析。对大股东减持过程中的股权分置改革以及产权改革的制度背景进行相应的分析，同时对大股东减持的股份数量及减持事件和减持公司的现状进行统计分析。

第五章：大股东减持影响因素的理论与实证研究。在利用主成分分析方法寻找大股东减持影响因素的基础上，在宏观因素方面分析地区市场化进程对大股东减持行为的影响，在中观因素方面分析行业差异对大股东减持行为的影响，在微观方面分析公司财务与公司治理对大股东减持行为的影响，以及重点分析控股属性对大股东减持产生的影响。

第六章：基于股东侵占模型的大股东减持行为研究。基于 La Porta 等（2002）的股东侵占模型，首先将原始模型扩展为两期投资模型，分析控股

股东的跨期侵占与跨期减持问题；其次将原始模型扩展为多个股东存在的模型，分析单一股东侵占与多股东侵占模式下的大股东减持行为。

第七章：盈余管理与大股东减持。本章首先分析大股东减持过程中产生的真实盈余管理行为，其次分析大股东减持过程中产生的年报效应和非年报效应，最后分析大股东利用减持日期与定期公告差距所操弄的盈余管理行为。

第八章：规范与管理大股东减持的政策建议。从深化市场改革、完善公司治理机制及提高市场监督机制等方面，提出规范大股东减持行为的对策建议。

三、研究方法与研究思路

（一）研究方法

1. 多学科理论交叉融合的研究方法

本书综合运用经济学、管理学、法学等多学科知识与理论交叉融合的方法进行研究，在进行理论分析与实证检验过程中，既需要公司金融的相关知识，也需要计量经济学的检验方法；在政策建议的提出过程中，既需要经济学、管理学的理论，也需要法学、制度经济学的规范。

2. 定性分析与定量分析相结合的研究方法

定性分析主要是凭借分析者的直觉和经验，根据分析对象过去、现在的延续状况以及最新资料，判断分析对象的性质、特点、发展规律变化的一种方法，一般是利用文字语言进行描述。定量分析则是依据统计数据，建立数学模型，并用数学模型计算出分析对象的各项指标及其数值的一种方法。在