



百家文库

BAIJIA WENKU

限售股解禁与减持对股票市场 影响的实证研究

XIANSHOUGU JIEJIN YU JIANCHI DUI GUPIAO SHICHANG
YINGXIANG DE SHIZHENG YANJIU

潘焕焕 著

湖南大学出版社

限售股解禁与减持对股票 市场影响的实证研究

潘焕焕 著

湖南大学出版社

2010年·长沙

内 容 简 介

本书通过描述性统计与事件研究等多种量化分析方法,多角度对限售股解禁与减持压力来源进行较为系统的比较研究,并利用行为金融学相关理论分析了不同投资者的行为特征,进而提出化解市场冲击的政策建议。适合广大股民及有志金融方面研究人士参阅。

图书在版编目(CIP)数据

限售股解禁与减持对股票市场影响的实证研究/潘焕焕著.
—长沙:湖南大学出版社,2010.11

ISBN 978-7-81113-912-9

I. ①限… II. ①潘… III. ①股票—资本市场—研究—中国

IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 227782 号

限售股解禁与减持对股票市场影响的实证研究

Xianshougu Jiejin yu Jianchi dui Gupiao Shichang Yingxiang
de Shizheng Yanjiu

作 者: 潘焕焕 著

责任编辑: 全 健

出版发行: 湖南大学出版社

责任印制: 陈 燕

社 址: 湖南·长沙·岳麓山

邮 编: 410082

电 话: 0731-88822559(发行部), 88821094(编辑室), 88821006(出版部)

传 真: 0731-88649312(发行部), 88822264(总编室)

电子邮箱: pressquanj@hnu.cn

网 址: <http://press.hnu.cn>

印 装: 长沙瑞和印务有限公司

开本: 730×960 16 开

印张: 8.5

字数: 110 千

版次: 2010 年 11 月第 1 版

印次: 2010 年 11 月第 1 次印刷

书号: ISBN 978-7-81113-912-9/F·26

定价: 17.50 元

版权所有, 盗版必究

湖南大学版图书凡有印装差错, 请与发行部联系

目 次

第 1 章 绪 论

1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	4
1.2 我国股改限售股解禁问题历史沿革	6
1.3 相关文献评述	13
1.3.1 解禁相关实证研究	13
1.3.2 减持相关实证研究	17
1.3.3 观点综述	18
1.3.4 现有研究存在的问题	19
1.4 本研究的创新之处	20
1.5 内容安排	21

第 2 章 限售股解禁与减持的数据统计分析

2.1 限售股类别分析及其解禁规模的时间分布	23
2.1.1 股改限售股	24
2.1.2 IPO 限售股	25
2.1.3 增发限售股	26
2.1.4 分析结论	27
2.2 限售股解禁前后的市场表现	28
2.2.1 2007—2009 年限售股解禁前后的表现	28
2.2.2 不同时期内限售股解禁前后的分类表现	30

2.2.3 分析结论	33
2.3 限售股减持前后的市场表现	34
2.3.1 不同股东类型的限售股减持数量的分时间段统计	35
2.3.2 不同股东类型限售股减持和市场反应对比	37
2.3.3 不同减持规模市场反应对比	40
2.3.4 分析结论	42
第3章 限售股解禁与减持对股价走势的影响	
3.1 限售股解禁对股价走势的影响	45
3.1.1 研究假设	45
3.1.2 数据准备	45
3.1.3 回归分析结果	47
3.2 限售股减持对股价走势的影响	49
3.2.1 研究假设	49
3.2.2 数据准备	49
3.2.3 回归分析结果	50
3.3 小结	52
第4章 限售股解禁与减持对大盘的影响	
4.1 研究方法步骤	54
4.1.1 协整分析	54
4.1.2 Granger 因果关系检验	57
4.2 限售股解禁对大盘影响的实证分析	57
4.2.1 样本量化指标及数据的选取	57
4.2.2 实证检验结果与分析	59
4.3 限售股减持对大盘影响的实证分析	63
4.3.1 样本量化指标及数据的选取	64
4.3.2 实证检验结果与分析	66

4.4 小 结.....	70
第 5 章 限售股解禁与减持的市场冲击效应研究	
5.1 事件研究法(event study)的基本原理.....	72
5.2 限售股解禁冲击的事件研究模型.....	75
5.3 限售股解禁冲击效应的实证分析.....	78
5.3.1 解禁冲击效应的总体特征.....	78
5.3.2 市场冲击效应的结构性分析.....	79
5.4 限售股减持冲击的事件研究模型.....	85
5.5 限售股减持冲击效应的实证分析.....	87
5.5.1 减持冲击效应的总体特征.....	87
5.5.2 减持冲击事件研究结果及分析.....	88
5.6 小 结.....	94
第 6 章 限售股解禁对投资者行为的影响分析	
6.1 限售股解禁背景下中国股市的“羊群行为”分析.....	97
6.2 限售股解禁对基金行为影响的实证检验	100
6.2.1 假设	101
6.2.2 样本选取和研究变量说明	101
6.2.3 描述性样本统计分析	102
6.2.4 回归分析	103
第 7 章 总结与政策建议	
7.1 实证研究结论	105
7.2 政策建议	107
7.2.1 境外市场应对限售股解禁冲击的经验考察 ...	107
7.2.2 化解我国限售股解禁与减持冲击的建议	114
参考文献	121
后 记	128

第 1 章 绪 论

本部分首先阐述本研究的背景与意义,然后对我国股改限售股解禁问题的历史沿革进行介绍,接着对限售股解禁与减持问题的相关研究文献进行综述,总结现有研究所存在的问题,最后介绍本研究所做的主要工作及章节安排。

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

20 世纪 80 年代末至 90 年代初,中国证券市场创立。因其与国际市场不接轨,所以是具有中国特色的股票市场。其特色之一就是股权分置。股权分置是我国上市公司特有的企业所有权制度,上市公司的股权由三类股份构成,包括国有股、法人股和流通股。其中大约占总股本 1/3 的流通股可以在二级市场上交易,其他的股份暂时不允许进入市场流通。这些非流通股就是我们今天市场上“大小非”的由来。这一制度在其后的新股发行与上市实践中被固定下来,从而形成了我国股票场所特有的股权分置问题:①股权分置造成“股价分置”,扭曲了资本市场的定价机制;②股权分置造成“利益分置”,使上市公司治理缺乏共同的利益基础;③股权分置助长市场投机;④股权分置损害了流通股股东的权益等。

基于股权分置的上述弊端,股改势在必行。

为了解决这一制度性问题,2005年4月29日,我国发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,此举正式拉开了以对价为主要标志的股权分置改革的序幕。但由于非流通股股份所占份额太大,中国证监会于2005年9月4日颁布了《上市公司股权分置改革管理办法》。然而以少量送股为主要方式的股权分置改革遗留了大量等待解禁的限售股。

在股权分置改革有关制度的设计中,为了减缓非流通股获得流通权后集中上市对股票市场造成进一步的打压,管理层为非流通股解禁制定了相应的时间和比例限制。规定股权分置改革后公司的原非流通股股份出售,自改革方案实施之日起在12个月内不得上市交易或者转让;持有上市公司股份总数5%以上的原非流通股股东,在前项规定期满后通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份,出售数量占该公司股份总数的比例在12个月内不得超过5%,在24个月内不得超过10%。

股权分置改革完成后,我国股票市场进入了一个全新的时代。2006年6月19日,“G三一”股改限售股份解除流通限制,进入二级市场流通,我国上市公司股改限售股“爬行上市”的大幕正式拉开,过去16年累积形成的非流通股不上市流通的格局被打破。与此同时,我国资本市场的运行机制因股改的成功而发生根本性变化,全流通市场融资模式开始建立,包括中国银行、工商银行、中国石油等大型国企在内的一大批企业,纷纷按照全流通定价方式集中发行上市,增量的限售股份也由此密集问世。据统计,从2006年6月到2007年12月,上市公司通过IPO、配股、增发等合计募集资金10663亿元,产生增量限售股份9386亿股,远超股改前17年间中国股票市场的累计募集资金8753亿元和累计限售A股规模2489亿股(图1.1)。

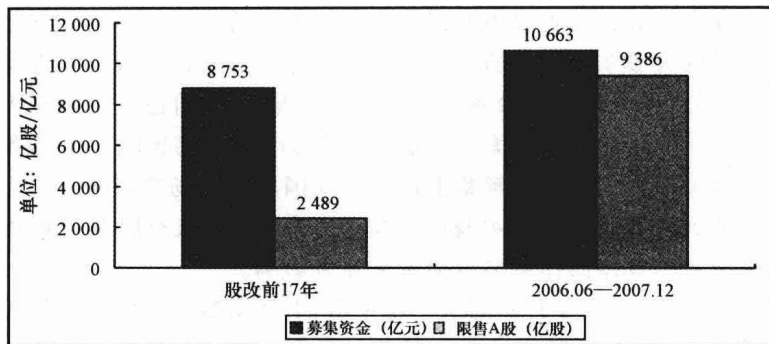


图 1.1 全流通模式下的融资额和增量限售股远超此前 17 年的累计额

资料来源:WIND 资讯

股权分置改革的顺利完成和全流通市场融资模式的建立,在解决了长期困扰我国资本市场发展的根本问题的同时,其产生的数量庞大的限售股在近几年集中解禁上市流通问题,又成为影响我国证券市场发展的一个重要因素。截至 2008 年 6 月底,我国证券市场有流通 A 股 6 111 亿股,限售 A 股 12 093 亿股,这些近两倍于现有市场流通数量的限售 A 股会在近 3 年内井喷式集中解禁上市(图 1.2)。

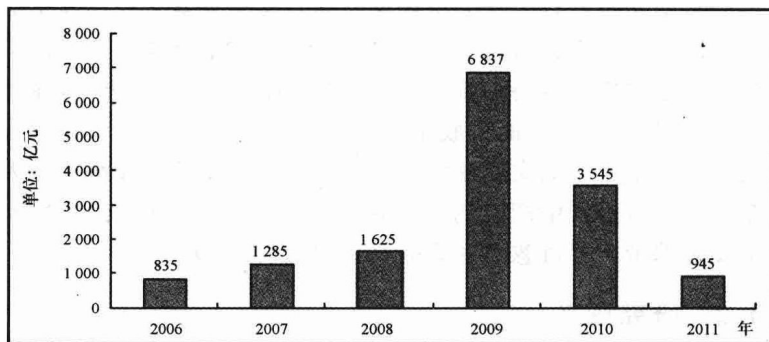


图 1.2 数量庞大的限售股会在近 3 年内集中解禁上市

资料来源:WIND 资讯

在完成股权分置改革和满足股份解禁的条件下,原先持有非流通股的大股东可以将所持的全部或部分股份通过二级市场进行转让,即所谓大股东股份减持。在这种情况下,股价已成为影响大股东财富效用的直接因素,从而对其行为产生重要影响。市场各方非常关注限售股集中解禁上市后对我国股票市场的影响。这不仅涉及到限售股持有者本身的投资收益状况,而且对股票市场现有投资者的具体操作策略也会带来显著影响。

回顾从 2006 年开始的这一轮牛市,上证指数仅仅用了两年四个月时间,就从 2005 年 6 月 6 日的 998 点上涨到 2007 年 10 月 16 日的历史最高 6 124 点。接着,在美国“次贷危机”引发全球金融市场剧烈动荡的背景下,我国股票市场也出现深度调整。中国股市下跌幅度之大、调整之迅速,为国内国际股票场所罕见。不可否认,行情的下跌一方面是对 2007 年巨大涨幅的一个修正,但如此大的跌幅已超出了市场各方的预计。

短时间内股票市场大幅度下跌的原因,不仅与美国次级债危机的负面影响、我国加强宏观调控力度、上市公司业绩下滑有关,也和“大小非”解禁及再融资压力等关系密切。不少研究人员认为限售股解禁与减持行为成为市场调整的直接导火索之一。这里面包括了限售股的实际减持行为对股票价格下跌的影响,又包括了投资者担心限售股减持而造成的股票市场的恐慌。据统计,在此过程中,大量上市公司的大股东开始减持股票。仅在 2007 年就有超过百家上市公司的大股东实施了股份减持。在限售股解禁与大股东股份减持过程中产生的一系列问题,对资本市场的公平性和稳定发展都带来不可忽视的影响,值得我们特别关注。

1.1.2 研究意义

从 2001 年 6 月的 2 245 点开始,到 2005 年 11 月底管理层暂停国有股市价减持的 1 350 点的那轮大熊市,上证指数跌幅为

40%左右;从2004年反弹的高点1740点算起,跌到998点,跌幅也只不过40%。而自2007年10月6124点至2008年10月1664点,上证指数在短短的不到12个月的时间里下跌的幅度达到72.83%,如果从998点的牛市起点算,那么跌去了所有涨幅的75%以上。究其原因,国际市场动荡以及国内经济面临的困难无疑都是重要影响因素,然而我们发现A股市场在随着国际市场下跌之后并未随之反弹且同向运行,同时偏低的货币市场利率则表明流动性总体水平依然过剩,那么是否有另外的因素推动了本次市场的超调?为了探寻这一因素,我们首先必须梳理是什么因素造就了998点到6124点的大牛市?答案是显然的,除人民币升值、上市公司业绩的超预期增长以外,最大的动力来自于股权分置改革。但是,股权分置改革所产生的问题和矛盾正伴随着股市的大幅下跌而被市场各界所关注,随着时间的推移,外加IPO和战略配售股的解禁所带来的大规模扩容被认为是市场运行的重要压力。

不同公司限售股解禁之后的市场反应差别非常明显,一些公司的股价在解禁之后不断上升,市场反应为正,同时也有不少公司股价则不断下落。限售股解禁虽然已在所有投资者的预期当中,但影响市场走势的因素十分复杂,很有必要考察限售股解禁前后市场是如何反应的,分析其影响方式与程度对证券市场参与各方都具有重要的参考作用,进而提出正确的决策依据对当前市场更具有重大的现实指导意义。针对问题寻找对策,使投资者理性面对限售股解禁,消除市场不安因素,避免引发股价大幅波动并进一步产生预期偏差等,有利于保护所有投资者利益、稳定投资者队伍,也有利于上市公司法人治理结构的完善,推动资本市场其他各项改革,增强资本市场资源优化配置功能,使我国证券市场更加成熟和有效。

但是,限售股解禁和减持对市场所产生的影响有多大,如何给出相对合理的解释,有待在理论与实证上进行系统研究。

1.2 我国股改限售股解禁问题历史沿革

20 世纪 80 年代末期至 90 年代初期,在经济改革与对外开放进程中,中国开始对国有企业进行股份制改造,目的在于建立完善的现代企业制度,改善国有企业的公司治理结构。这一初衷是好的,但是在 90 年代初期,人们对股份制改革存在“三大担心”:第一,发行股票会不会产生私有化的问题?第二,发行股票是否会出现国有资产流失的问题?第三,发行股票后是否会影响到公有经济的主导地位问题?由于对这三大问题的担心,故最初发行股票时采用了一个折中方案,即将原有存量的国有企业资产界定为非流通股(包括国家股、国有法人股),同时股票的发行采取增量发行方式,新发行的股票才能上市,原有股票不能上市,也就是在原来界定资产的基础上再溢价增发一些股票,增发股票则变成流通股。这一制度在其后的新股发行与上市实践中被固定下来,形成了中国股市发行与上市交易的二元股权结构,并延续至今。这就是中国证券市场独有的股权分置问题的由来。本文所定义的非流通股包括国有股、法人股以及内部职工股,而流通股包括 A 股、B 股、H 股。根据《中国证券期货统计年鉴·2005》统计数据显示,截至 2004 年年底,沪深两市所有登记在册并正常存续的所有上市公司的股权结构为:上市公司股本总额为 7 149.43 亿股,其中,非流通股股份为 457 223 亿股,占 64%,流通股股份 2 577.18 亿股,占 36%。从中国上市公司的总体结构来看,近年来中国股市流通股的比重略有增加,但非流通股的比重仍然很大。在非流通股中,国有股及国有法人股为 33 442 亿股,占 47%,即国资背景的股份占绝对控股地位,国有股仍然是一股独大。

作为一个带有浓厚计划经济色彩的市场,中国证券市场最为突出的特征就是将上市公司的股权按投资主体的不同划分为国有

股、法人股、公众股及外资股等,并人为地分割它们的权利与义务,导致在同一个市场内同股不同权、同股不同利、同股不同价。2005年,温家宝总理在一次记者招待会上指出,股权分置作为历史遗留问题,已经制约了证券市场的稳定发展,使公司治理缺乏共同的利益基础,也不利于国有资产管理体制改革的深化,已经成为完善资本市场基础制度的一个重大障碍,需要积极稳妥地加以解决。

(1)从国有股减持到全流通、股改

国有股减持有广义和狭义之分。广义的国有股减持是指政府通过各种渠道出售其持有的国有股股份,既包括通过证券交易所的市场内出售,也包括市场外的协议转让。狭义的国有股减持则是指政府通过证券交易所在证券市场上向社会公众出售国有企业股份。自2001年6月国务院出台国有股减持办法以来,只有17家企业通过新发或增发减持部分国有股,筹集社保资金23.15亿元,而代价是股指连跌四成,市场蒸发5400多亿元。2001年10月22日,迫于市场各方压力,证监会对实施仅四个月的国有股减持突然叫停,宣布暂停减持当天,大盘强劲反弹。

全流通则是通过一种机制,将非流通股转变为流通股。是对中国股市的流动性变革,从而改变股权分置的现状,从根本上解决同股不同权的市场难题,这是全流通与国有股减持的根本不同之处。但由于国有股减持曾采取配售的方案,全流通在股市中一度被认为是非流通股要在证券市场上全部出售,从而引起恐慌和排斥。2001年11月13日,中国证监会规划委向社会公开征集国有股减持方案,共收到4000多件建议和提案,这是我国第一次对一项与社会公众有重大利益关系的政策在出台前进行广泛的公开咨询。2002年1月26日晚,证监会公布了国有股减持阶段性成果,主要是采用折让销售方案,即国有股减持部分向全体投资者公开竞价发售,在全流通的预期下竞价产生全流通股票的价格,非流通股股东应向流通股股东补偿差价。2002年1月28日,股市开盘

大跌,两市股指跌幅均超过6%,当日跌停股票超过200只,宣布的“阶段性成果”实质上已被废弃。由于全流通的概念被股市许多人所曲解,2004年2月初,国务院在《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中提出“解决股权分置问题”,其实就是要推进市场的全流通,赋予非流通股可流通的性质和权利,从根本上解决中国股市的股权分置问题,所以实现全流通与股权分置改革在目标上是一致的。

(2)从试点到股权分置改革的全面展开

2005年,投资者对中国股市的信心极度低落,上证综指一度击穿1000点,为了解决股市的多重矛盾,股权分置改革不得不再次展开。2005年4月29日,中国证监会在多方协调和周密部署下发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,股权分置改革的序幕正式拉开,中国证监会主席尚福林公开表示“股权分置改革开弓没有回头箭,必须搞好”。根据股改的实施情况,其实施过程大致可分为试点阶段、全面启动阶段、攻坚阶段和基本完成阶段。

① 试点阶段。2005年5月9日至2005年7月29日,首批改革试点工作完成,4家试点企业的基本情况见表1.1。

表 1.1 第一批股权分置改革试点企业基本情况

企业名称	第一大股东持股比例	财务状况	企业性质	对价支付水平	对价股份是否来自转增	股改通过情况	股权结构
三一重工	72.72%	业绩一般	民营企业	每10股送3.5股+8元现金	否	通过	简单,大股东单一,不存在股权被质押、冻结等情况
紫江企业	36.83%	业绩较差	民营企业	每10股送2.5股	否	通过	
清华同方	50.40%	业绩较差	国有企业	每10股送3.56股	是	失败	
金牛能源	76.47%	业绩很好	国有企业	每10股送3股	否	通过	

数据来源:根据证券之星网站数据整理获得

对于这4家首批试点的上市公司,有市场人士认为,证监会做出的这种选择可谓用心良苦。因为这4家公司自上市以来均未出现过亏损,而且在治理结构方面似乎也都较为规范,不存在大股东占用资金、委托理财、违规担保等情况。另外,这四家公司的非流通股均非常集中,金牛能源、三一重工和清华同方的第一大股东持股比例分别为76.47%、72.72%和50.40%;而紫江企业的第一大股东紫江集团尽管持股比例略低,为36.83%,但第二大股东坤氏达投资(香港)有限公司持有的非流通股比例达到了21.30%,两者合计超过50%。而从流通股的股权结构看,这4家试点公司都云集了众多基金以及实力机构,如其中的金牛能源,仅前10名流通股股东的持股量就占据了该股流通股本的30%以上。同时,三一重工与紫江企业还承诺当股价低于一定水平时,大股东将在一定范围内在二级市场上回购股票。这样,市场既能在短期内实现全流通,又解决了国有股减持给市场带来的扩容危机。

2005年6月20日,第二批42家上市公司股改试点启动,试点公司已经涵盖了大型中央企业、地方国有企业、民营企业 and 中小企业等不同类型的企业,量大面广,股改试点方案呈现多样化。至股改试点结束时,46家股改公司中除清华同方外,其他45家公司的股改方案获得股东大会通过,实施股改。

②全面启动阶段。2005年9月,中国证监会发布了《上市公司股权分置改革管理办法》。新的管理办法对股改实质性操作具有指导意义,为全面股改的开展奠定了制度和政策基础。2005年9月12日上海汽车、民生银行等40家公司宣布进入股权分置改革程序,从此拉开了股权分置改革全面启动的序幕。2005年11月21日,中小企业板最后一家股改公司黔源电力股改方案在股东大会上表决通过。至此,中小企业板50家上市公司股改全部完成,成为中国资本市场第一个全流通板块。截至2005年11月21日,沪深两市先后有10批共203家公司进行了股改。

③攻坚阶段。尽管股改全面铺开进展较为顺利,但仍存在一些问题:一是占市值较大的国有控股上市公司(如中国石化、工商银行等)的股改相对缓慢;二是随着股改的不断推进,未股改公司中存在亏损、担保、占用资金等问题的较多;三是一些地方政府或部门对股改采取观望的态度;四是一些公司非流通股控股股东与流通股股东在股改对价上难以协商达成共识,股改方案未获股东大会通过的现象增多。为妥善解决上述问题,加快股改进程,2005年11月10日中国证监会、国资委等五部委在北京召开“股权分置改革工作座谈会”。会议指出,股权分置改革是解决资本市场历史遗留问题的一项重大制度改革,股权分置改革进入了关键时期,改革的方向不能变、信心不能变、基本政策不能变。2006年4月24日中国证监会召开进一步推进股改工作视频会议,中国证监会主席尚福林强调,目前股改已进入攻坚阶段,任务非常艰巨。在各方努力下,相当多的ST公司和存在担保或关联交易的“问题”公司进入了股改程序。

④基本完成阶段。这一阶段的主要工作是推进未股改公司股改,解决前期股改的后续问题和恢复资本市场的融资功能。2006年5月之后,未进入股改程序的上市公司主要有两类:一是以中石化为代表的大型国有企业;二是一些“问题”上市公司,主要是业绩较差,资金被控股股东占用、违规担保的公司,这些“问题”公司数量虽较多,但市值不高。在地方政府部门的共同努力下,2006年10月9日G股公司摘去“G”标记。2006年10月10日,中国石化完成股改后复牌。至此,中国证券市场市值排名前10位的公司全部完成股改。

(3)“大小非”的由来

中国证监会于2005年9月4日颁布的《上市公司股权分置改革管理办法》规定,改革后公司原非流通股股份的出售,自改革方案实施之日起,12个月内不得上市交易或者转让;持有上市公司

股份总数5%以上的原非流通股股东,在前项规定期满后,通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份,出售数量占该公司股份总数的比例在12个月内不得超过5%,在24个月内不得超过10%。这意味着持股在5%以下的非流通股份在股改方案实施后12个月即可上市流通。因此,“小非”是指持股量在5%以下的非流通股股东所持股份。与“小非”相对应,“大非”则是指持股量5%以上非流通股股东所持股份。解禁期一到,大股东在二级市场上就可以抛售这部分股票,人们形象地将之称为“大小非解禁”。

2006年6月19日“G三一”限售股份解除流通限制,进入二级市场流通,成为第一只“小非”解禁的个股,至此中国资本市场股份全流通正式开启,改变了中国资本市场过去16年非流通股不上市流通的格局。2006年8月24日G恒生发布公告,称公司第二大股东已通过上海证券交易所出售了公司股票。这是限售股上市流通以来,第一家就限售股解禁后减持发布公告的G股。

自2005年股权分置改革启动以来,到2008年已是第三个年头,随着第一批股改的股票在2008年实现全部股份解禁,股市欣然步入全流通时代。但是股改中原非流通股股东给予流通股的对价总体偏低,使得原非流通股的成本大大低于流通股成本,而在这两年牛市行情中,众多上市公司的股价都已实现翻倍增长。市场对2008年股市行情预期谨慎,获利丰厚的解禁股东会选择减持套现,“大非”、“小非”减持意愿强烈,伴随着时间的逐渐推移,中国上市企业的解禁规模会与日俱增。

股权分置改革通过对制度羁绊的突破,成功地沉寂了长达五年之久的国内股市注入了活力。市场赚钱效应的逐步显现、股改对价的短期利益以及人民币升值引起的流动性过剩使资金不断涌入市场,正是制度的革新和资金的推动促使股指不断攀升。

尽管制度建设思路的成熟、政府公信力的提升以及因定价机制改变而效率提高的资源配置功能都为A股市场的本轮上涨提