

# 基于股东侵占模型的大股东减持行为研究

曹国华, 林 川

(重庆大学 经济与工商管理学院, 重庆 400044)

**[摘要]**通过构建单个股东和多个股东侵占模型,分析大股东减持问题,发现影响大股东减持的因素包括大股东持股比例、大股东属性、外部法律保护程度、减持价格、投资收益率分离度及股权制衡程度;再通过实证检验,发现大股东持股比例及大股东属性对大股东减持产生显著的正向影响,股权制衡程度对大股东减持产生负向影响,而外部法律保护程度、减持价格及投资收益率分离度与大股东减持的关系则并不显著。

**[关键词]**大股东减持;股东侵占模型;大股东持股比例;大股东属性;股权制衡程度

**[中图分类号]**F235.99 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2012)04-0097-08

## 一、引言

为了促进证券市场制度和上市公司治理结构的改善,实现证券市场真实的供求关系和定价机制,解决上市公司同股不同权等现象,中国证监会实施了股权分置改革,使股权全流通逐渐成为现实。股权分置改革虽然优化了公司股权结构,但它所带来的大股东减持问题却对证券市场产生了负面效应。这些负面效应主要有两个方面:一方面导致流通股供给增加,给股票市场带来价格压力;另一方面导致非流通股股东与流通股股东间存在信息不对称,使得流通股股东攫取更多利益<sup>[1]</sup>。近年来大股东减持的高峰期正好与股票市场低迷期相符,这导致很多人将股票市场低迷归结于大股东减持的冲击,也使得大股东减持问题引起更多关注。

由于股权分置改革在中国股票市场上史无前例,因此没有既成经验可供借鉴,加上随后出现的大股东减持问题具有普遍性且影响深度也是其他国家不曾有的,这样使得相关文献稀缺<sup>[2]</sup>。现有的相关研究多数集中于大股东减持对股票市场的冲击及大股东减持影响因素等方面,较少关注减持过程中的大股东行为及揭示大股东减持的内在机制<sup>[3-4]</sup>。虽然黄志忠、吴育辉、吴世农、俞红海和徐龙炳等对减持过程中的大股东行为进行了一定研究,发现大股东减持是持续动态过程,掏空是减持的重要原因,但是这些文献多从控股股东或第一大股东的视角出发,而忽视了其他大股东行为<sup>[2,5,6]</sup>。由于在中国上市公司中,大股东侵占中小股东利益的现象十分普遍,大股东常常利用股权优势谋取私人收益,在二级市场上择时减持<sup>[7]</sup>。因此,本文希望从大股东侵占其他股东利益的视角出发,并考虑大股东对减持价格的选择,揭示大股东减持过程中的真实行为。与以往文献不同,本文在Porta等模型的基础上,一方面将侵占模型分为单个股东侵占和多个股东侵占两种;另一方面在模型中加入大股东减持及减持价格等变量,分析大股东减持及减持过程中对于减持价格的选择<sup>[8]</sup>。

**[收稿日期]**2012-03-07

**[基金项目]**中央高校基本科研业务一般项目(CDJXS11021113);中央高校基本科研业务重大自主项目(CDJSK1001)

**[作者简介]**曹国华(1967—),男,安徽宣城人,重庆大学经济与工商管理学院教授,博士生导师,从事证券投资研究;林川(1985—),男,山东青岛人,重庆大学经济与工商管理学院博士研究生,从事公司金融研究。

## 二、理论分析与假说发展

### (一) 基本假设

本文在 Porta 等建立的大股东侵占模型基础上,认为上市公司存在多个大股东,且大股东均可以攫取公司及中小股东利益,同时本文引入大股东减持变量,讨论大股东在获得侵占利益、公司正常收益及减持收益时的最优选择<sup>[8]</sup>。在构建模型前,本文先提出以下基本假设。

假设 1:公司存在一个投资机会,单位投资额为  $I$ ,公司管理层会将所有投资全部投入且不需进行外部融资,即投资成本费用为 0,投资收益率为  $R$ 。

假设 2:公司存在  $n$  个大股东,分别为大股东 1、大股东 2、……大股东  $n$ ,持有公司股份比例分别为  $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$ 、…… $\alpha_n$ ,大股东可以根据个人意愿做出选择。

假设 3:大股东具有侵占公司利益及中小股东利益的倾向,各大股东侵占水平分别为  $s_1$ 、 $s_2$ 、…… $s_n$ ,大股东侵占水平由个人意愿决定,若大股东不侵占,则  $s = 0$ 。

假设 4:不同性质的大股东具有不同侵占意愿,即个人满足程度不同,各大股东性质分别为  $m_1$ 、 $m_2$ 、…… $m_n$ 。

假设 5:大股东获得攫取利益时会付出成本,即中小投资者被侵占时会得到保护,根据 Johnson 等定义,将大股东侵占成本函数写为  $c(k, s) = (ks^2)/2$ <sup>[9]</sup>。其中,  $k$  为外部法律保护力度,即大股东侵占的制约程度,而且侵占成本函数会满足  $C_k > 0$ 、 $C_s > 0$ 、 $C_{ss} > 0$  及  $C_{ks} > 0$ 。

假设 6:股权分置改革使得非流通股被解禁,大股东可以选择持有或减持,当大股东减持时,减持股份比例分别为  $x_1$ 、 $x_2$ 、…… $x_n$ ,减持价格分别为  $P_1$ 、 $P_2$ 、…… $P_n$ ,那么大股东减持收益分别为  $x_1P_1$ 、 $x_2P_2$ 、…… $x_nP_n$ ,若大股东不减持,则  $x = 0$  且  $xP = 0$ 。

### (二) 单个股东侵占模型

在上述假设的基础上,本文首先分析单个大股东侵占的模式。当单个大股东侵占时,大股东可获利益包括侵占利益及终期正常收益,所以大股东总收益( $TR$ )为:

$$TR = smRI - \frac{1}{2}ks^2RI + \alpha(1 - s)RI \quad (1)$$

对(1)式求关于  $s$  的一阶偏导,并使其等于 0,以求得大股东最优侵占水平  $s^*$ 。

$$s^* = \frac{1}{k}(m - \alpha) \quad (2)$$

(2)式表明,大股东持股比例会影响侵占水平,这样减持后的侵占水平变为:

$$s^* = \frac{1}{k}[m - (\alpha - x)] \quad (3)$$

同时,由于减持后大股东持股比例变为  $(\alpha - x)$ ,这也会影响到正常收益,所以将  $(\alpha - x)$  及(3)式分别代入(1)式,得到减持后大股东总收益模型( $TR_r$ ):

$$TR_r = \left( \begin{aligned} &\frac{1}{k}[\alpha - x]mRI - \frac{1}{2}k\left(\frac{1}{k}[m - (\alpha - x)]\right)^2RI \\ &+ (\alpha - x)\left(1 - \frac{1}{k}[m - (\alpha - x)]\right)RI + xP \end{aligned} \right) \quad (4)$$

其中,  $xP$  为大股东减持的直接收益。所以对(4)式求关于  $x$  的一阶偏导,并使其等于 0,以求得大股东最优减持比例  $x^*$ :

$$x^* = \alpha - m + k + \frac{Pk}{IR} \quad (5)$$

从(5)式来看,当公司单个大股东侵占时,大股东初始持股比例、属性及外部法律保护力度会直

接影响减持行为,同时减持行为还会受到减持价格与投资收益分离度的影响,投资收益分离度越大,大股东从二级市场获得收益就越高,大股东就越可能减持。

### (三) 多个股东侵占模型

在单个股东侵占模型的基础上,本文进一步讨论多个大股东侵占时的任意大股东减持行为。当多个大股东均侵占时,大股东  $n$  的收益仍为个人侵占收益及终期正常收益,但公司可分配利益因被其他大股东侵占而变少。所以当多个股东侵占时,大股东  $n$  总收益( $TR_n$ )为:

$$TR_n = s_n m_n RI - \frac{1}{2} k s_n^2 RI + \alpha_n (1 - s_1 - s_2 - \dots - s_n) RI \quad (6)$$

同样,对(6)式求关于  $s_n$  的一阶偏导,并使其等于0,求得大股东  $n$  最优侵占水平  $s_n^*$ 。

$$s_n^* = \frac{1}{k} (m_n - \alpha_n) \quad (7)$$

观察(2)式与(7)式可以发现,未减持时大股东最优侵占比例并不会受其他股东侵占的影响。但是,大股东  $n$  减持时,持股比例变为  $(\alpha_n - x_n)$ ,其最优侵占水平变为:

$$s_n^* = \frac{1}{k} [m_n - (\alpha_n - x_n)] \quad (8)$$

因此,大股东  $n$  减持后总收益( $TR_{nr}$ )为:

$$TR_{nr} = \left( \begin{aligned} & \frac{1}{k} [m_n (\alpha_n - x_n)] m_n RI - \frac{1}{2} k \left( \frac{1}{k} [m_n - (\alpha_n - x_n)] \right)^2 RI \\ & + (\alpha_n - x_n) \left( 1 - s_1 - s_2 - \dots - \frac{1}{k} [m_n - (\alpha_n - x_n)] \right) RI + x_n P_n \end{aligned} \right) \quad (9)$$

所以,对(9)式求关于  $x_n$  一阶偏导,并使其等于0,以求得大股东  $n$  最优减持比例  $x_n^*$ :

$$x_n^* = \alpha_n - m_n + k - k(s_1 + s_2 + \dots + s_{n-1}) + \frac{P_n k}{IR} \quad (10)$$

从(10)式可以看出,当多个大股东侵占时,大股东  $n$  减持行为同样会受到初始持股比例、股东属性、外部法律保护力度及减持价格与投资收益分离度的影响,另外还会受到其他股东股权制衡的影响,因为股权制衡力度越大,减持力度越小。

### (四) 研究假说

根据前文分析,对大股东减持产生影响的因素包括:大股东持股比例、股东属性、股东侵占时受到的外部法律制衡力度、减持价格与投资收益分离度及股东间股权制衡程度。其中,大股东初始持股比例越高,减持空间和减持力度就越大。当大股东为国有性质时,其侵占不仅有货币收入效应,而且存在政治性效应,因此相对于非国有股东,国有股东并不倾向减持<sup>[6]</sup>。在外部法律保护程度较好的地区,大股东减持的阻碍更少,减持成本更低,有减持倾向的大股东就会更轻易放弃股权。当减持价格与投资收益分离度越大时,大股东可以从二级市场获得的收益越大,而从公司获得的正常收益越小,这样大股东便越倾向从二级市场获益。当其他股东对大股东产生股权制衡时,大股东随意改变持股数量的成本便更高,而且出售股份会使得大股东在公司中的话语权被虚弱,这样也会因代理成本的增大危害自身利益<sup>[10]</sup>。所以,本文提出研究假说。

假说1:若大股东未减持前的持股比例越高,则减持比例越高。

假说2:若大股东属性为国有性质,则减持比例低。

假说3:若上市公司所在地的外部法律保护程度越高,则大股东减持比例越高。

假说4:若减持价格与投资收益的分离度越高,则大股东减持比例越高。

假说5:若大股东被其他股东的股权制衡程度越高,则大股东减持比例越低。

### 三、研究设计

#### (一) 变量定义与实证模型设计

##### 1. 被解释变量

大股东减持( $x$ ):由于公司股本规模存在差异,使得不同公司的大股东减持绝对值有较大差距,因此本文以大股东减持股份实际值与公司总股本比值衡量大股东减持力度。

##### 2. 解释变量

大股东持股比例( $\alpha$ ):以大股东减持前的持股比例衡量大股东持股比例。

大股东属性( $m$ ):以大股东属性类别的虚拟变量衡量大股东属性,若大股东属性为国有性质,那么  $m = 1$ , 否则  $m = 0$ 。

外部法律保护程度( $k$ ):以樊纲等发布的《中国市场化指数》中各省市市场化指数总体评分衡量外部法律保护程度<sup>[11]</sup>。

减持价格与投资收益分离度( $pn$ ):以大股东二级市场减持的市场价格与上市公司每股净资产比值衡量减持价格与收益分离度,其中每股净资产为大股东减持前最近一期的公告披露值。

大股东股权制衡( $BP$ ):以大股东持股比例平方减去其他大股东持股比例和的平方衡量大股东股权制衡力度。

##### 3. 控制变量

参考 Helwege 等的研究,本文加入资产规模( $Size$ )、资产增长率( $Growth$ )及资产负债率( $Debt$ )作为控制变量<sup>[12]</sup>。

资产规模( $Size$ ):以年末总资产衡量控制公司资产规模。

资产增长率( $Growth$ ):以年资产增长率衡量控制公司未来发展状况。

资产负债率( $Debt$ ):以年末总负债与总资产比值衡量控制公司资本结构。

##### 4. 实证模型

根据所选变量,为检验研究假说,本文构建多元线性回归模型:

$$x = \beta_1 \alpha + \beta_2 m + \beta_3 k + \beta_4 pn + \alpha_5 BP + \beta_6 Size + \beta_7 Growth + \beta_8 Debt + C + \varepsilon \quad (11)$$

其中, $\beta$  为各变量待估系数, $C$  为常数项, $\varepsilon$  为残差项。

#### (二) 样本选择与数据说明

为检验前文理论分析在现实证券市场中的真实性,本文选择中国证券市场的实际数据进行检验,以更好地判断所研究的变量对大股东减持的实际影响。为解决二元股权结构的问题,证监会于 2005 年 4 月开始股权分置改革,并规定于 2006 年底完成,所以自 2007 年中国上市公司大股东减持行为才更加普遍。而且根据相关规定,持有或控制公司股份 5% 以上的原非流通股股东,通过证券交易所挂牌交易出售的股份数量,每达到该公司股份总数 1% 时,需要进行信息披露,股东通过证券交易所系统出售股份达到 5% 时,也需信息披露。另外,深圳证券交易所网站对在该交易所上市的所有公司进行减持的信息进行了相应统计。考虑到数据准确性,本文选择 2007—2010 年期间所有在深圳证券交易所上市且发生大股东减持的公司为原始样本,并按照以下原则进行删选:(1)剔除金融、保险行业公司样本;(2)剔除 ST 或 \*ST 公司样本;(3)剔除含有 B 股或 H 股公司样本;(4)剔除控制权发生变化的公司样本;(5)剔除样本期间缺失数据较多且无法补充的公司样本。最终本文得到 199 家上市公司的 753 个减持事件样本,其中 2007 年 253 个样本,2008 年 128 个样本,2009 年 206 个样本,2010 年 166 个样本。本文大股东减持数据来自于深圳证券交易所(www.szse.cn),其他数据来自于锐思金融数据库(www.resset.cn)。

## 四、实证分析

### (一) 统计性分析

表1为变量描述性统计结果。 $x$ 均值为0.015,说明从平均值来看大股东减持股份比例为1.5%,该比例符合大股东减持过程中进行披露的相关要求。解释变量中, $\alpha$ 均值为0.151,说明大股东减持前的持股比例平均值为15.1%。 $m$ 均值为0.297,说明样本内近三成的大股东为国有性质。 $k$ 均值为8.650,最大值为11.710,最小值为4.250,说明不同地区投资者的外部法律保护程度差距较大。 $pn$ 均值为

表1 变量描述性统计分析

	均值	中位数	标准差	最大值	最小值
$x$	0.015	0.012	0.020	0.378	0.000
$\alpha$	0.151	0.098	0.145	0.838	0.000
$m$	0.297	0.000	0.457	1.000	0.000
$k$	8.650	8.060	1.980	11.710	4.250
$pn$	7.228	4.885	14.449	276.000	0.872
$BP$	-0.076	-0.074	0.166	0.702	-0.691
$Size$	21.319	21.208	0.986	24.391	19.073
$Growth$	0.144	0.092	0.266	2.092	-0.778
$Debt$	0.497	0.497	0.186	1.173	0.011

7.228,说明大股东减持价格与每股净资产间存在7倍左右的差距,大股东减持收益大于公司正常收益,而 $pn$ 最大值为276.000,最小值仅为0.872,说明不同公司大股东减持时的减持价格与投资收益分离度相差较大。 $BP$ 均值为-0.076,说明大股东受到的股权制约程度较大,尤其是非第一大股东减持时,受到的制约程度更大。控制变量中, $Size$ 均值为21.319,说明样本公司规模均值约18亿元。 $Growth$ 均值为0.144,说明样本公司增长率并不高。 $Debt$ 均值为0.497,说明样本公司负债率较高,总负债约占总资产一半左右。

另外,从各变量标准差值来看,只有 $k$ 和 $pn$ 的标准差值大于1,这是因为不同地区外部法律保护程度存在一定差距,且不同股东减持价格差距较大,不过其他变量标准差值较小,说明其他各变量值较为集中,差距并不大。

### (二) 相关性检验

表2 相关性检验结果

	$x$	$\alpha$	$m$	$k$	$pn$	$BP$	$Size$	$Growth$	$Debt$
$x$	1								
$\alpha$	0.104***	1							
$m$	0.072**	0.348***	1						
$k$	-0.042	0.036	-0.029	1					
$Pn$	-0.011	-0.029	-0.041	-0.078**	1				
$BP$	-0.091**	0.794***	0.262***	-0.046	0.032	1			
$Size$	-0.050	0.020	0.062*	0.229***	-0.054	-0.216***	1		
$Growth$	-0.026	0.069*	-0.012	-0.006	-0.069*	-0.042	0.281***	1	
$Debt$	0.001	-0.019	-0.027	0.036	-0.029	0.241***	0.305***	-0.038	1

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%置信水平上通过显著性检验。

表2给出变量间相关系数及相关系数显著程度。从解释变量及控制变量间的相关系数来看,除持股比例与股权制衡间的相关系数较高外,其他各变量间相关系数值均较小,基本都在0.30以下。这说明解释变量及控制变量间的共线性问题较弱,变量间并不存在多重共线性,这也使得后文实证研究结果具有现实意义。

### (三) 实证结果

表3(见下页)列出各变量的检验结果。从各 $R^2$ 值来看,虽然出现了低 $R^2$ 的特征,但陈小悦等认

为,在上市公司的研究中,当样本容量较大(样本数量>30)时,拟合优度  $R^2$  可以较低,不过需要对模型进行 F 检验,因为合理的经济解释虽然是最重要的,但不能片面强调拟合优度<sup>[13]</sup>。而从各回归结果的 F 值来看,所有检验结果均通过常规置信水平上的显著性检验,说明被解释变量实际值与预测值的分布并没有显著地差异,各模型的拟合效果较好。

从各变量的具体检验结果来看,并非所有变量检验结果均与理论预期相符。具体而言,回归结果(1)显示持股比例与减持间存在正相关关系,且在常规置信水平上通过显著性检验,表明持股比例越高的大股东,减持力度越大,这与理论预期一致。该结果验证了假说 1,说明当大股东持股数量越大时,减持预留的空间越大,而且减持后并不影响其在公司中的地位。对于大股东而言,持股多减持动机就大,当大股东持股较多时,一方面其拥有减持的资本,可以通过减持获得一部分现金收益,另一方面在其他大股东减持时,会选择跟随减持,因为跟随减持是一种降低自身受到外界监管压力的有效途径。

回归结果(2)表明大股东属性与减持间存在正相关关系,且在常规置信水平上通过显著性检验,表明国有性质大股东减持力度更大,而这与理论预期相反,也与俞红海和徐龙炳结论相反<sup>[6]</sup>。究其原因,一方面是其他学者研究的对象多为第一大股东或控股股东,这说明国有的非第一大股东或非控股股东更倾向减持;另一方面国有股权并未对公司绩效产生优于非国有股权的影响,所以迫于外界压力,国有大股东更倾向减持<sup>[14]</sup>。另外,从现实因素来看,早期的中国上市公司中,更多的是改制后的原国有企业,在证券市场成立的初期积累了大量的非流通股,所以在股权分置改革之后,当大量非流通股解禁后,就存在很多的国有股东减持行为。

回归结果(3)表明外部法律保护程度与减持间存在负相关关系,但未能通过显著性检验,这说明投资者的保护措施不能对大股东减持产生显著影响,假说 3 未能得到验证,外部法律保护程度高与低对公司大股东减持并没有显著影响。在投资者法律保护弱的环境里,大股东可能实施严重的掏空行为而损害中小股东利益,但由于中国证券市场对投资者保护力度不强,不存在对于所有类型公司均发挥作用的监督方式<sup>[15-16]</sup>。可见,在中国证券市场中,外部治理对于中小股东的保护程度依旧较弱,外部治理并不能制约大股东的减持行为。

回归结果(4)表明减持价格、投资收益分离度与减持之间存在负相关关系,且在常规置信水平上未能通过显著性检验,假说 4 无法得到验证,这说明减持价格与投资收益分离度对大股东减持的影响不显著。这也说明减持价格并非大股东减持主要因素,大股东不会简单为了二级市场收益而盲目减持,而公司特性及股东特性才是大股东减持的内在因素。对于大股东而言,虽然二级市场股票价格的高涨是一个利好因素,但是股票价格的上涨意味着公司经营良好,意味着大股东能够通过公司获得更多正常利益,另外由于大股东具有持股的优越性,拥有公司的发言权,因此可以通过盈余管理等手段操纵公司股价,因此大股东并不会仅仅为一时的股价过高而选择减持更多股份。

表 3 回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$\alpha$	0.015 ** (0.008)				
$m$		0.003 ** (0.002)			
$k$			-0.001 (0.001)		
$pn$				-0.001 (0.001)	
$BP$					-0.011 ** (0.006)
$Size$	-0.001 **	-0.001 **	-0.001 **	-0.001 **	-0.001 **
$Growth$	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
$Debt$	0.002	0.002	0.001	0.003	0.002
$C$	0.035 ***	0.038 ***	0.036 ***	0.041 ***	0.036 ***
$R^2$	0.014	0.009	0.004	0.004	0.011
$F$	2.679 **	2.621 **	2.724 **	2.691 **	2.999 ***

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%置信水平上通过显著性检验,括号内为各系数标准误差值。

回归结果(5)表明大股东股权制衡与减持间存在显著的负相关关系,假说5得到验证,这说明大股东受到制衡程度越强减持力度越弱。当大股东受到制衡时,部分利益会被其他股东侵占,因此大股东会选择持股以保证在公司内的地位。当大股东受到很强制衡时,为了保证自身利益,大股东还可能增持股份来制衡其他股东,因为股权的优势是大股东制衡其他股东的最大优势,所以他们并不会轻易丢掉这个优势。

从控制变量来看,Size与大股东减持为负相关关系,Growth与大股东减持关系为负相关关系,而Debt与大股东减持为正相关关系,不过仅变量Size在常规置信水平上通过了显著性检验,而其他变量未能通过检验,这说明财务特征并非大股东减持内在因素。

为了检验上述结论的稳健性,本文进行了相应的稳健性检验。在控制样本公司的行业因素及年度因素的基础上,为了消除端值影响,本文对处于0%至1%和99%至100%之间的极端值样本进行winsorize处理,处理之后,又对(11)式的回归方程进行稳健性检验,检验的结果与前文相似,并无实质性差异,因此认为前文的研究结论是可靠的。

## 五、研究结论

大股东减持问题是当前投资者、学者及监管部门面临的新问题。股权分置改革之后,虽然监管机构加强了监督管理力度,使得一些严重危害上市公司价值的掏空行为得到控制,但是大股东掏空中小股东利益的行为依旧存在。因此本文构建单个股东和多个股东侵占模型,从理论方面分析了大股东减持行为,并利用2007—2010年间199家深圳证券交易所上市公司的753个减持样本事件,从实证方面对理论分析的结果进行检验。研究发现:大股东持股比例、大股东属性、公司所在地外部法律保护程度、减持价格与投资收益分离度、大股东受到的股权制衡程度会影响大股东减持行为;大股东持股比例、大股东属性与大股东减持之间存在显著的正相关关系,大股东持股比例越高及国有背景越重减持力度越大,股权制衡程度与大股东减持间存在显著的负相关关系,受到股权制衡程度越高的大股东减持力度越小,外部法律保护程度、减持价格与投资收益间分离度对大股东减持的影响并不确定。

减持价格与投资收益间分离度及公司财务特征等因素对大股东减持的影响不确定,这说明大股东并不会简单因为可以从二级市场获得收益而放弃股份,股东自身特征性质才是减持内在影响因素。另外,大股东在减持过程中依旧会侵占中小股东利益,而且大股东之间也存在互相侵占利益的现象,尤其是在当前中国上市公司治理水平及对投资者保护力度并不能达到抑制大股东侵占及以侵占为目的的减持行为,所以如何提高公司治理水平、改善外部法制环境、减少公司代理成本、保护中小股东利益是进一步研究的重点。

基于这些研究结论,为了规范大股东减持行为,保护中小股东利益,本文认为应从以下几方面加强监管力度:第一,根据不同性质股东的行为变化特点制定不同监管政策。如加强监管国有股东在二级市场的交易行为及整合并购行为是否违法,是否存在国有资产流失等现象;加强监管民营股东是否有通过操纵信息披露交易内幕的行为,是否有通过特殊行为在二级市场减持套现行为等。第二,加强监管大股东减持行为的各环节以及大股东减持行为的信息披露,降低大股东违法交易概率。第三,加强各部门合作,提高对投资者的保护力度,完善地区法制环境。各地方政府应出台相应规章制度,保障各类股东间的市场制衡机制,从而在本质上消除大股东对中小股东的利益侵害行为。

### 参考文献:

- [1]沈红波,郇金梁,屠奕婷.上市公司大小非减持影响因素的实证分析[J].中国工业经济,2011(1):109-119.
- [2]黄志忠,周炜,谢文丽.大股东减持股份的动因:理论和证据[J].经济评论,2009(6):67-83.
- [3]吴宗法,张英丽.基于法律环境和两权分离的利益侵占研究[J].审计与经济研究,2012(1):90-98.

- [4] 曹国华,赵晰. 基于 BP 神经网络的大非减持影响因素实证分析[J]. 软科学,2010(5):129-134.
- [5] 吴育辉,吴世农. 股票简称过程中的大股东掏空行为研究[J]. 中国工业经济,2010(5):121-130.
- [6] 俞红海,徐龙炳. 终极控股股东控制权与全流通背景下的大股东减持[J]. 财经研究,2010(1):123-133.
- [7] 沈坤荣,孙文杰. 为什么大股东选择侵占而不是保护中小股东的权益[J]. 南大商学评论,2006(9):56-73.
- [8] La Porta, Florencio L S, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate valuation[J]. Journal of Finance,2002,57(3):1147-1170.
- [9] Johnson S, Peter B, Alasdair B, et al. Corporate governance in the Asian financial crisis[J]. Journal of Financial Economics,2000,58(1):141-186.
- [10] 贾明,张喆,万迪昉. 股改方案、代理成本与大股东解禁股出售[J]. 管理世界,2009(9):148-165.
- [11] 樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数:各地区市场化相对进程 2009 年报告[M]. 北京:经济科学出版社,2010.
- [12] Helwege J, Pirinsky C, Stulz R M. Why do firms become widely held? An analysis of the dynamics of corporate ownership [J]. Journal of Finance,2007,45(3):995-1028.
- [13] 陈小悦,肖星,过晓艳. 配股权与上市公司利润操纵[J]. 经济研究,2000(1):30-36.
- [14] 程建伟. 上市公司大股东非经营性资金占用影响因素的实证研究[J]. 南京审计学院学报,2007(1):53-57.
- [15] Parigi B, Pelizzon L. Diversification and ownership concentration[J]. Journal of Banking and Finance,2008,32(2):1743-1753.
- [16] 吕峻,李朝霞,胡洁. 基于公司治理视角的上市公司经营者监督实证研究[J]. 数量经济技术经济研究,2008(9):101-116.

[责任编辑:杨志辉]

## Large Scale Limited Tradable Stock Based on Shareholders Occupation Model

CAO Guohua, LIN Chuan

(School of Economics and Industrial and Business Management, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

**Abstract:** This article analyzes the large scale limited tradable stock issues. By building single and multiple shareholders occupation models, we found that the factors influenced the large scale limited tradable stock include such elements as the proportion of large shareholders, the characteristics of major shareholders, the degree of external legal protection, the prices of reduction and the separating degree of investment returns and the degree of stock equity balance. Through the empirical testing, we also found that the proportion of large shareholders and the characteristics of major shareholders have a positive effect on the large scale limited tradable stock, while the degree of stock equity balance has a negative effect on the above stock, and other factors' influence remains uncertain.

**Key Words:** large scale limited tradable stock; shareholders occupation model; proportion of large shareholders; characteristics of major shareholders; degree of stock equity balance