

“减持规定”规范了大股东减持行为吗？

吴先聪¹, 陈鑫¹, 张健²

(1. 西南政法大学 商学院, 重庆 401120; 2. 重庆交通大学 经济与管理学院, 重庆 400074)

[摘要]证监会2016—2017年连续两年发布了“减持规定”。为了验证减持规定的实施效果,研究了“减持规定”颁布前后大股东违规减持行为发生的次数、比例和数量的变化,以探讨监管法规的颁布对大股东减持行为的规范作用。实证分析表明,“减持规定”对大股东违规减持的比例和数量有显著的抑制作用,但没有降低违规减持发生的次数。“减持规定”对非控股大股东违规减持比例和减持数量有显著的约束作用,但没能有效降低控股大股东违规减持的比例和数量。“减持规定”能大大降低中小板公司的大股东违规减持的比例和数量,但在主板和创业板公司未能发挥积极的作用。进一步研究发现,只有微弱的证据表明2017年的“新规”比2016年的“旧规”效果更好。

[关键词]大股东; 违规减持; 减持规定; 多层次资本市场; 股东减持行为

[中图分类号]F270 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2020)03-0058-12

一、引言

与成熟的资本市场相比,中国限售股数量庞大,其来源包括股权分置限售股份、首次公开发行原股东限售股份、定向增发机构配售股份及股权激励限售股份等。因此,一旦这些限售股达到了解禁的条件,市场便会承受股东减持的压力。自2007年股权分置改革基本完成开始,种种因素引致我国证券市场大股东减持热潮持续升温。特别是作为原始大股东们,其初始持有成本较低,套现欲望强烈,有时候甚至不惜砸盘卖出。2015年股灾的发生致使市场投资信心不足,在满足解禁条件下,原本持有非流通股的大股东将其所持有的全部或者部分股份在二级市场上进行转让。近几年,不仅大股东减持的上市公司数量越来越多,而且减持的规模越来越大,减持的频率越来越高,仅2015年A股上市公司大股东减持1322次,累计减持金额高达4566亿元,创下历史新高,引起市场的巨大震动。而2016年A股上市公司大股东减持941次,累计减持3609亿元,超过同期首次公开发行1600亿元的融资规模。非流通股的解禁,为大股东减持套现提供了机会,改变了他们的获利方式。一些自利的大股东,由此萌生了违规减持动机,他们的掏空方式从侵占公司内部资产转向在资本市场进行投机交易,严重影响了资本市场的健康发展。近年来,为规范大股东减持行为,市场监管部门不断探索,出台了一系列规章制度,以期在制度层面阻断大股东利用违规减持获利的通道。目前针对控股股东、持股5%以上股东及董事、监事、高级管理人员减持公司股份的行为,《公司法》《证券法》对转让时间和转让份额做出了相关规定,证监会于2008年4月20日以及2014年11月23日分别颁布《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》《上市公司收购管理办法》,从减持比例、数量以及时间方面对大股东减持做出了制度安排,并强化了减持必须向公众披露信息的义务。2015年“股灾”的出现,导致股市出现非理性的下跌,大股东的减持行为对此起到了推波助澜的作用。就此情况,2015年7月8日证监会发布《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》(以下简称《18号文》),明令禁止大股东及董、监、高自公告日起六个月内实施减持股份的行为。2016年1月9日,证监会颁布了《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》(以下简称“旧规”)从减持禁止情形、信息披露要求、减持额度、责任规定等多角度对股东减持行为做出了规定。2017年5月27日,证监会出台的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(以下简称“新规”),在“旧规”的基础上完善了大宗交易“过桥减持”监管安排以及非公开发行股份解禁

[收稿日期]2019-08-17

[基金项目]教育部人文社会科学规划项目(19YJA630089);国家自然科学基金项目(71802169);国家社会科学基金项目(19BGL059)

[作者简介]吴先聪(1975—),女,重庆人,西南政法大学商学院副教授,硕士生导师,从事资本市场、公司治理、财务与审计研究, E-mail: chris-tiewu@126.com;陈鑫(1994—),男,湖北安陆人,西南政法大学商学院硕士研究生,从事内部审计研究;张健(1972—),女,重庆人,重庆交通大学经济与管理学院副教授,硕士生导师,从事资本市场、公司治理与财务研究。

后的减持规范等。这些规章、规范性文件和证券交易所自律规则等一整套规章制度,初步确立了我国以锁定期安排和后续减持比例限制、信息披露要求为基础的减持制度。然而,随着市场情况的不断变化,现行减持制度的问题逐渐暴露。在证监会严厉打击“过桥减持”的影响下,大股东减持市值和减持股数都有所下降,但不少大股东却转而采用五花八门的减持方式以规避监管规定。大股东之所以能够通过减持股票的方式侵占中小股东利益,其根源在于规范大股东减持的法律法规不完善。然而,纵观当前学术界关于大股东减持问题的研究,主要从大股东减持动机^[1]、减持对公司盈余影响^[2]、减持后的市场反应^[3]等方面展开,鲜有讨论监管法规对大股东减持行为如何“规范”以及“规范”效果方面的文献。基于此,本文拟从“减持规定”颁布前后的大股东减持现状入手,实证检验“减持规定”的颁布对大股东减持行为的影响效果,以探讨监管政策对大股东违规减持行为的抑制作用,进而为优化法规政策提出有针对性的建议,为进一步完善大股东“减持规定”提供自然实验证据。

本文可能的贡献在于:第一,已有文献主要研究大股东减持动机和时机选择等,本文主要讨论“减持规定”对大股东违规减持的政策效果;第二,已有研究主要是从理论上分析大股东减持行为,本文利用实证研究方法,从大股东违规减持次数、比例和数量三个维度检验了我国现行的“减持规定”在实践中的作用效果。第三,论文从多个角度深入分析“减持规定”的效果,不仅从时间角度对比分析了2017年的“新规”与2016年的“旧规”的政策效果,还从大股东的特征深入讨论了“减持规定”对控股大股东和非控股大股东违规减持行为的约束作用,以及从市场特征深入剖析“减持规定”在主板市场、中小板市场和创业板市场发挥作用的差异。

二、文献综述

(一) 大股东减持行为

1. 大股东减持动机

大股东减持股份的动机主要有四个:一是流动性和套现的需要。大股东可能由于资金周转、新项目投入、战略调整等因素有现金流的需求,但是短期内不能通过再融资手段筹集到资金,因此会进行相应的股份减持行为^[1,4]。二是在信息的不对称情况下内部控制人采取机会主义的行为动机。正如Cohen等认为,只有存在投机交易动机时才能获得超额收益,一些大股东为了获得超额收益而不择手段进行投机减持^[5]。这种机会主义动机主要有以下几种原因:公司股票估值过高,且业绩水平较低,股票的价值远高于公司价值,持有股票存在较大的投资风险^[1],而最主要的原因是内部大股东利用信息优势获取超额收益^[6]、高价套现获取资本利差的投机性动机^[7],以期尽可能降低发生的掏空成本^[4]。三是出于公司盈余管理的需要,自2005年国家开始进行股权分置改革后,我国证券市场上上市公司进行正向盈余管理的行为明显增多,主要是一些大股东为了配合减持股份的目的而进行正向盈余管理。因此,与没有发生大小非减持公司相比较,发生大小非减持公司的正盈余管理特别显著^[8]。蔡宁和魏明海也认为非流通股解禁或减持前公司可操控性应计显著为正,而且股票减持的规模与盈余管理正相关、盈余管理程度与对应时期公司股票的市场表现正相关,即减持期间股票的市场收益显著高于市场整体水平^[2]。四是公司治理结构的需要。大股东通过抛售股票,增加股市的交易量,可以达到稀释股权以降低控制成本的目的^[9]。

2. 大股东减持时机

大股东在减持中表现出精准的时机选择能力,并获利丰厚^[3]。大股东凭借其天然的信息优势,在上市公司年度业绩预告从首次披露到修正的时间段完成减持,即先发布能够刺激股价上涨的诸如业绩预期大幅提升之类的利好信息,然后在股价上涨过程中逐步完成减持,或者在利空消息发布之前提前减持,实施精准减持。大股东主要通过盈余管理^[8]、高送转政策^[10]、定向增发以及策略性股票更名^[11]等方式拉升股价,缔造减持时机。最典型的是通过采取向上盈余管理的方式,粉饰公司业绩,使得股价上升从而达到高位减持套现的目的。由此,公司盈余管理的程度越高,大股东减持的力度越大^[8];但朱朝晖发现这种基于盈余管理创造减持良机的行为只发生在熊市^[12]。此外,一些大股东还采用“高送转”的策略构造减持时机,通过“高送转”的假象向市场释放利好消息拉升股价,从而提高减持的收益^[10]。大股东能够利用各种手段选择高位减持以获取丰厚私利,从侧面反映了我国现有监管政策存在不少疏漏。

3. 大股东减持方式

据本文统计分析发现,“减持规定”出台前,大股东减持(无论是正常减持还是违规减持)均以大宗交易方式为主,“减持规定”出台后,为了规避“减持规定”的限制,大股东减持方式呈现出以协议转让、集中竞价、大宗交易方式并行的“多管齐下”的特征。具体来说,正常减持以大宗交易为主,违规减持以集中竞价为主。同时,一

些上市公司为规避“减持规定”，减持方式诡异多端，比如采用高送转、战略调整、降比减持（即大股东将拟减持股份降至5%以下）等，由此规避减持方式、信息披露等方面的强制性制度要求。上市公司大股东先采用“策略”拉升股价实现高位减持套利，然后参与定向增发低价回购股权，或者是先低价参与定向增发，再在股价逢高时进行减持^[13]。一些公司以“高送转”为名实现减持套利^[10]，已有实证表明存在“高送转”的公司其减持比例更高^[14]。还有一些公司打着战略转型的幌子，采用策略性股票更名的举措实现高价减持套现^[11]。此外，为规避“减持规定”带来的时间限制，通过锁定风险和收益为目的的所谓金融创新成为减持的新手段，这为现有规则下的大宗交易提供了延续原有路径的可能性。

（二）大股东减持的影响因素及后果

1. 影响大股东减持的因素

从宏观层面看，减持总量主要受解禁政策、市场流动性、经济因素、法律环境和市场估值等因素的影响。从公司个体层面看，大股东减持主要受产权性质、绩效水平、公司治理、控制权和市场时机等因素的影响。控股股东现金流权水平与第一大股东减持显著正相关，但是控制权与现金流权分离度对第一大股东减持的影响不显著^[15]。相对于政府控股，私人控股时第一大股东更倾向于减持^[4]。地区法制水平与第一大股东减持比例呈显著的负相关关系^[16]。公司的托宾Q值、公司在同行业上市公司中所处的估值水平对大股东的减持数量具有显著的正向影响，公司在整个市场中所处的估值水平越高，大股东的减持数量越大，限售股解禁数量^[14]、控股股东持股比例和前五大股东的持股比例对大股东的减持数量具有显著的正向影响^[15]。公司在实际经营业绩下滑的前提下，管理层动用盈余管理手段虚增利润以配合大股东减持的现象，已成为我国资本市场的常态。而且通常在大股东减持之前，上市公司进行正向的盈余管理，以推高股价，达到高位减持的目的^[8]。在大股东减持前45日内，上市公司自愿地披露积极性业绩预告的概率显著更高；在减持年度内，积极的自愿性业绩预告的发布频率显著更高；大股东减持前管理层发布的自愿性积极业绩预告具有显著更高的超额回报^[17]。股票发行溢价越高，发起人股东越可能在股票上市流通后减持股份，而且，股东减持股票的决策具有溢出效应，发起人股东减持股票会促进非发起人股东减持股票^[18]。

2. 大股东减持的后果

当前对大股东减持后果的研究主要集中在减持行为的市场反应方面。吴育辉和吴世农以我国深交所2007—2009年发生大股东减持的公司为样本，发现在减持前30个交易日有显著的正累计超常收益，在减持事件发生后的30个交易日出现显著的负累计超常收益^[19]。朱茶芬等的研究也验证了大股东减持公告日前后公司股价的累计超额收益率呈现出先升后降的倒“V”趋势^[3]。尤其是非国有公司中大股东减持使得投资者获得更低的异常收益^[20]。Antoniadis等基于希腊市场的研究和Chauhan等对印度市场的研究均得出大股东减持后出现负的超额收益率的结论^[21-22]。创业板市场的大股东的减持行为对资本市场有非常显著的负面影响，而且大股东减持的比例越大，市场负面反应越强烈^[23]。大股东借助资本运作提高股价，通过高位减持获取高额收益，其经济后果是加剧了股价崩盘风险^[24]，甚至成为2015年股灾的推手^[25]。大股东减持引起股份崩盘的原因并不是隐藏了坏消息，而是减持加大了中小投资者对市场预期的不确定性，导致大股东与外部中小股东之间的利益冲突加剧^[24]。大股东减持不仅影响市场反应，还会影响公司经营决策，降低公司的投资效率^[26]。

（三）“减持规定”对大股东减持的影响

就美国资本市场而言，萨班斯法案（SOX）颁布后高级管理人员减持行为明显减少，表明“法案”的实施抑制了高管人员通过违规减持获利的动机和行为^[6]。我国“减持规定”颁布前，上市公司大股东二级市场交易法规缺乏对大股东减持交易数量、交易时间、信息披露等方面的约束，大股东违规减持成本较低，导致减持行为频繁发生^[27]。“减持规定”颁布后，已有文献主要聚焦减持“新规”对大宗交易的选股能力^[28]、股价波动^[29]和定期增发的市场反应^[30]等方面的研究，这些研究认为减持规定对资本市场已发挥了一定的积极作用。

三、理论分析与假设提出

根据公司治理理论，股权的相对集中使得大股东与中小股东之间的利益冲突问题突出。当股权向实际控制人单方向集中时，作为企业的大股东，利用其控制权掌控股东大会，并能够通过董事会、监事会以及管理者的任免而集控制权、执行权和监督权于一身，使自身的行为凌驾于公司内部监督机制之上，从而实施违规减持套现，损害其他利益相关者的利益^[19]。超额收益是大股东违规减持的最大诱因，加大对违规行为的惩处力度可以

增加违规减持成本,从源头上抑制违规减持事件发生^[31]。因此,只有完善减持规定,提高违法成本,强化大股东减持的法律责任才能稳定市场和保护投资者^[25]。

(一)“减持规定”的实施与大股东违规减持行为

投资者保护越弱,大股东越可能减持股份^[1];减持规范越不完善,大股东越有机会实施违规减持^[32]。刘运国等从信息披露的角度,结合 Fama 有效市场假说和 Spence 的信号传递理论,通过事件研究法研究了市场对大股东违规减持信息披露的反应,结果表明市场对大股东违规减持信息是关注的,而投资者可能对预测性、指示性更强的信息反应更迅速^[33]。大股东频繁减持给证券市场带来利空的信号,导致市场逐步走向低迷。为保障市场正常运行、重振投资者对证券市场的信心,防止过度减持就显得至关重要。当监管部门采取强监管策略时,大股东会选择合法减持^[31]。因此,制定法规让公司大股东明确减持时所必须履行的基本义务和法律责任,可以规范大股东正常减持行为、防止大股东通过违规减持非法获利,从而减少市场波动、保护中小投资者的利益^[32]。

为了强化中小投资者的保护力度,缓解大股东通过违规减持获取私利的局面,证监会在 2016 年、2017 年相继颁布了“减持规定”。“减持规定”自实施以来,对市场的稳定发展和实体经济的持续经营发挥了积极的作用。减持“新规”的实施提高了大宗交易市场筛选股票的能力,但是没有改善公司盈利能力^[28]。同时,减持“新规”出台对 A 股股价整体波动性有显著增强作用,但在不同市场其作用方向不同,在沪市减持“新规”的实施对股价波动性有显著的正向推动作用;在深市减持“新规”的实施对股价波动性有显著的抑制作用^[29]。阮永平等通过事件研究考察了减持“新规”期间定向增发的市场反应,结果发现,减持“新规”导致了公司未来定向增发的不确定性提高,减少了大股东利用定向增发手段构造减持机会的行为。同时,减持“新规”的颁布提升了定向增发的质量,增加了投资者对定向增发事项的认可程度^[30]。以上的分析表明“减持规定”对证券市场发挥了一定的积极作用,因此,我们可以预期,“减持规定”的实施会抑制大股东违法减持行为,于是提出以下假设。

H_{1a}:与“减持规定”实施前相比,“减持规定”实施后大股东违规减持次数有所下降。

H_{1b}:与“减持规定”实施前相比,“减持规定”实施后大股东违规减持比例有所下降。

H_{1c}:与“减持规定”实施前相比,“减持规定”实施后大股东违规减持数量有所下降。

(二)“减持规定”的实施与不同控制权大股东的违规减持行为

由于控股股东比非控股股东更具有内部信息获取的地位优势,操纵信息披露的能力也更强,为了攫取超额收益,一些控股股东采取违规手段进行减持,甚至不顾及法律和道德底线违规减持^[19]。控股股东为了获取控制权私人收益,他们常常利用内幕消息套取超额收益^[16]。已有实证结果也表明,控股大股东在减持过程中获取的股权转让溢价远远高于非控股大股东^[34]。控股大股东和非控股大股东在公司中拥有不同的话语权,与非控股股东相比,控股股东持股比例较高,对公司重大决策起决定作用,如果没有完善的监督机制,控股股东会有更多的掏空机会^[35]。而且,基于股权制衡理论,非控股大股东通常与控股股东形成股权制衡,起到监督控股股东的作用。因此,相比之下,非控股大股东违规减持的能力不是很强,更容易受到法规约束。

一方面,控股股东不会总是扮演着“掏空者”的角色。控股股东享受股权带来的控制权同时,被赋予了保护其他利益相关者的社会责任,相比非控股股东,他们的行为更可能受到监管者和其他利益相关者的监督 and 关注,由此,他们的行为更可能遵守法律法规。另一方面,很多控股大股东是公司原始股东,对公司有较强的归属感和责任感,企业的成功与否与其自身的声誉和前途高度相关,为了维持声誉和长远利益,这些控股股东更可能遵守规章制度,减少违规行为。相反,非控股股东可能会为了获取自身短期的利益以身试法进行违规减持。

基于以上分析,本文提出以下竞争性假设。

H_{2a}:与非控股股东相比,“减持规定”更可能约束控股股东的违规减持行为。

H_{2b}:与非控股股东相比,“减持规定”更不可能约束控股股东的违规减持行为。

(三)“减持规定”的实施与不同层次市场中大股东违规减持行为

多样化的投资和融资需求决定了我国多层次资本市场的特征。从 IPO 制度来看,主板市场对发行人的营业期限、股本大小、盈利水平、最低市值等方面的要求标准较高,在主板上市的公司多为大型成熟企业,具有较大的资本规模以及稳定的盈利能力。相对来讲,中小板专为中小企业上市融资提供服务,是创业板的一种过渡,对发行人各方面要求都要低一些。创业板市场在准入条件、公司治理要求和信息披露制度方面的要求都低于主板市场,并且创业板的各项财务要求也更为宽松。创业板上市公司由高成长性的高科技企业构成,以高发行价、高市

市盈率、高投机性和股价高波动性为特征的创业板公司,大股东减持以 IPO 前的原始股份和控股股东减持为主^[23]。从治理机制来看,因为外部法规监督作用的发挥需要内部治理机制相配合才能实现。主板市场诞生最早,经历了近 30 年的发展,逐渐趋于成熟,公司治理机制相对健全。中小板也走过了 15 年的风雨之路,公司治理机制比较完善。创业板刚刚创建 10 年时间,各方面的机制都不够健全。从其他特征来看,主板公司是资本市场最重要的组成部分,素有“国民经济晴雨表”之称,而且很多是国有公司,担负了更多社会和经济责任,倍受投资者和监管者的关注。处于成长期的中小板公司多为新兴企业,是创业板公司的前奏,为了能完成其历史使命——成长为创业板公司,更可能遵守法律法规的要求。然而,创业板公司普遍存在高溢价发行的现象,高发行价产生了反作用力,点燃了大股东减持的动机^[36]。而且,高科技创新型创业板公司,其特点是高投资、高风险、高回报,但其产品回报周期长,谋取短期利益的大股东更可能进行违规减持。此外,绝大多数创业板公司上市前身是民营企业或者是家族企业,原有大股东往往是公司的技术骨干或者对该领域较为了解,这种特征加剧了大小股东之间的信息不对称性,增加了大股东利用违规减持获取私人收益的机会。

综上,由于不同层次证券市场的准入机制、监管要求等方面存在差异,加上各板块的治理机制完善程度和公司特征与使命的不同,减持规定的颁布在不同板块资本市场可能发挥着不同的作用。因此,本文提出假设 3。

H₃:“减持规定”对不同层次市场的公司大股东违规减持的约束力不同。

四、研究设计

(一)模型构建

根据前文的研究假设,参考以往学者的研究方法^[28-30],本文设计相关研究变量,构建模型(1)以实证检验“减持规定”对大股东是否违规减持、违规减持比例和违规减持数量的影响。

$$IR \text{ or } Ratio \text{ or } Num = \beta_0 + \beta_1 ReRu + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Indr + \beta_5 Supvs + \beta_6 Dual + \beta_7 First + \beta_8 ZH + \beta_9 Insh + \beta_{10} Roa + \beta_{11} Growth + \beta_{12} Turnover + \beta_{13} State + \beta_{14} AH + \beta_{15} MarkDg + Year\&Industry + \varepsilon \quad (1)$$

基于以往学者的研究^[28-30],本文在控制变量中增加了反映公司财务状况和公司能力的相关指标,以控制公司财务层面和治理结构的不同对实证结果的干扰。其中,财务指标包括公司规模(*Size*,用公司总资产的账面价值的自然对数来衡量)、盈利能力(*Roa*,用资产收益率来衡量)、偿债能力(*Lev*,用资产负债率来衡量)、股票流通性强弱(*Turnover*,用总股数平均日换手率来衡量)、公司成长性(*Growth*,用营业收入增长率来衡量)。公司治理指标包括独立董事规模(*Indr*)、监事会规模(*Supvs*)、两权合一(*Dual*)、股权制衡度(*ZH*)、是否交叉持股(*AH*)。这些用于控制公司内部治理能力的不同对回归分析结果的干扰。

(二)变量定义

1. 被解释变量:是否违规减持(*IR*)、违规减持比例(*Ratio*)和违规减持数量(*Num*)。是否违规减持为虚拟变量,有违规现象取 1,否则为 0;违规减持比例是指超过减持法规规定违规减持股数占公司总股本的比例;违规减持数量是指大股东违规减持转让所涉及的股份总数,对其取自然对数。

2. 解释变量:是否颁布“减持规定”虚拟变量,颁布之后则取 1,否则为 0,即大股东减持事件如果发生在 2016 年前取 0,减持事件如果发生在 2016 年后取 1。

具体变量描述如表 1 所示。

(三)样本选择与数据来源

本文以“减持规定”实施前后各三年的数据为研究对象,即以 2013 年至 2018 年间沪深 A 股上市公司发生的大股东减持事件作为初始研究样本,结合本文研究的需要对样本进行以下的处理:(1)本文所指大股东为每一家公司持有流通股股数占比 5% 及以上的股东,因此剔除了股东持股比例低于 5% 以下的样本;(2)为尽可能消除大股东正常减持因素的影响,剔除减持股数占流通股数比例小于 1% 的样本;(3)合并样本期间相同主体年度减持事件,即如果在研究年一家上市公司有几次减持行为,将其合并为一个样本;(4)剔除金融类和 ST 类公司。经过筛选处理后,用于多元回归分析的样本数为 2430 个样本年。数据来源:机构投资者持股数据来源于 WIND 数据库;大股东违规减持相关数据一部分从百度新闻上报道的证监会、深交所、沪交所发布的通报信息中用爬虫软件采集,另一部分来源于 CSMAR 数据库;其余数据均来源于 CSMAR 和 RESSET 数据库。本文利用 STATA14 进行数据筛选、计算以及统计分析。

五、实证结果与分析

(一)描述统计分析

1. 总样本的描述性分析

本文主要研究了法律法规颁布与大股东违规减持之间的关系。以证监会发布“减持规定”为事件发生的时间分界点,2016—2018 为事件发生后,2013—2015 年为事件发生前。本文选择了大股东是否违规减持 (*IR*)、大股东违规减持比例 (*Ratio*) 以及违规减持数量 (*Num*) 作为大股东违规减持的替代变量,另外还引入了资产规模 (*Size*)、资产负债率 (*Lev*)、机构持股比例 (*Insh*)、樊纲市场化指数 (*MarkDg*) 等变量作为控制变量,相关变量的描述性统计分析如下表 2 所示。

从表 2 可知,在总体 2430 个减持样本中有 194 个违规减持样本,是否违规减持 (*IR*) 变量的均值为 0.08,即违规减持样本占总样本的比例为 8%,整体来看违规减持事件发生的概率很大。大股东减持股数占公司总股数比例 (*Ratio*) 最大值为 7.96%,其中违规减持比例均值为 0.455%,最大为 7.96%。大股东减持数量 (*Num*) 的均值为 3583 万股,最大值为 189976 万股,最小值为 0.265 万股,其中违规减持均值为 903 万股,最大为 41626 万股,最小为 0.265 万股,说明不同公司大股东减持数量存在较大的差异。在是否颁布“减持规定”变量 *ReRu* 中,有 1630 个样本是颁布之后发生的减持事件,均值为 0.616,表明样本数据中大股东减持行为大部分发生在“减持规定”颁布之后。公司规模 (*Size*) 取对数后的最大值为 27.146,最小值为 18.287,标准差为 1.106,说明样本公司的资产规模差异很大。财务杠杆 (*Lev*) 均值 0.391,但最大值为 1.01,这说明绝大部分样本公司债务资产比处于合理水平,有较好的偿债能力,但也有资不抵债的公司。独立董事规模 (*Indr*) 最多的为一家公司 6 个,最少为 2 个。监事会规模 (*Supvs*) 最多为一家公司 9 个,最少为 2 个。第一大股东持股比例 (*First*) 最大值为 89.4%,最小值为 5%,平均值为 33.4%,绝对控股股东占比不大。减持样本中有 966 个是控股股东减持,1464 个非控股股东减持。营业增长率 (*Growth*) 的最大值为 17.995,最小值为 -0.999,说明不同样本公司间发展潜力区别很大。研究样本中有 507 个国有公司样本,1923 个非国有公司样本,说明经过一系列国有企业改革后国有控股公司数量远远少于非国有控股公

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述
被解释变量	是否违规减持	<i>IR</i>	违规减持取 1,否则取 0
	违规减持比例	<i>Ratio</i>	违规减持部分占总股本的比例
	违规减持数量	<i>Num</i>	违规减持股份数量的自然对数
解释变量	是否颁布“减持规定”	<i>ReRu</i>	虚拟变量:大股东违规减持事件是否在监管法规颁布之后,是为 1,否为 0
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	公司总资产的账面价值的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	上市公司上年末负债/总资产
	独立董事规模	<i>Indr</i>	上市公司公布的独立董事人数
	监事会规模	<i>Supvs</i>	监事会组成人数
	两职合一	<i>Dual</i>	当公司董事长兼任总经理取值为 1,否则取 0
	第一大股东持股比例	<i>First</i>	第一大股东持股数量与总股本之间的比例
	股权制衡度	<i>ZH</i>	第 2 到第 10 大股东持股比例之和与第一大股东持股比例之比
	机构持股比例	<i>Insh</i>	机构投资者占公司总股本的比例
	资产收益率	<i>Roa</i>	上市公司上年末总资产收益率
	营业收入增长率	<i>Growth</i>	衡量公司业务的增长性
	换手率	<i>Turnover</i>	总股数平均日换手率
	是否为国有企业	<i>State</i>	虚拟变量,是取 1,否取 0,衡量公司的所有权性质
	是否在 A 加 H 股上市	<i>AH</i>	虚拟变量,当样本公司在 A 加 H 股上市时取 1,否则为 0
	樊纲指数	<i>MarkDg</i>	反映市场化程度,2011—2014 数据摘自《中国市场化指数:各地区市场化相对进程》一书,2015—2017 的数据则根据 2011—2014 数据进行指数拟合测算得出
	年度虚拟变量	<i>Year</i>	年度哑变量,控制不同年份宏观经济因素的影响,共 5 个年度哑变量
行业虚拟变量	<i>Ind</i>	以证监会行业分类标准分为六大类。	

注:资产负债率、资产收益率、樊纲指数选取的为滞后一期的数据。

表 2 相关变量描述性统计分析表

variable	N	Mean	SD	Min	Max
<i>Ratio</i> (总样本)	2430	0.083	0.321	0.00002	7.960
<i>Num</i> (总/万股)	2430	3583	9078	0.265	189976
<i>Ratio</i> (违规)	194	0.455	1.117	0.00002	7.960
<i>Num</i> (违规/万股)	194	903	3291	0.265	41626
<i>Size</i>	2430	21.748	1.106	18.287	27.146
<i>Lev</i>	2430	0.391	0.213	0.008	1.010
<i>Indr</i>	2430	3.123	0.513	2.000	6.000
<i>Supvs</i>	2430	3.386	0.912	2.000	9.000
<i>First</i>	2430	0.334	0.138	5.000	0.894
<i>Zh</i>	2430	1.067	0.806	0.015	5.398
<i>Insh</i>	2430	0.248	0.222	0.000	0.921
<i>Roa</i>	2430	0.034	0.063	-0.523	0.590
<i>Growth</i>	2430	0.495	1.784	-0.999	17.995
<i>Turnover</i>	2430	1.794	1.230	0.086	8.260
<i>MarkDg</i>	2430	8.357	1.816	0.060	11.760
0/1 变量	观测值	1 的个数	0 的个数	平均值	中位数
<i>IR</i>	2430	194	2236	0.080	0
<i>ReRu</i>	2430	1017	1413	0.419	0
<i>AH</i>	2430	65	2365	0.027	0
<i>Ctrholder</i>	2430	966	1464	0.398	0
<i>Dual</i>	2430	809	1621	0.333	0
<i>State</i>	2430	507	1923	0.209	0

司的数量。此外,有65个样本公司在A股和H股市场交叉上市,说明样本公司绝大多数是在单一市场上市融资。市场化程度(*MarkDg*)方面,最大值为11.76,最小值为0.06,标准差为1.842,说明样本公司地区的市场化水平差异较大。

2. 大股东违规减持方式

表3 2013—2018 大股东违规减持方式情况统计表

年份	协议转让		集中竞价		大宗交易		合计	
	减持次数	股数 (千万股)	减持次数	股数 (千万股)	减持次数	股数 (千万股)	减持次数	股数 (千万股)
2013	0		4	3.07	6	2.42	10	5.49
2014	0		12	4.48	12	15.23	24	19.71
2015	1	3.62	21	9.70	29	59.75	51	73.07
2016	6	6.99	28	12.28	12	27.91	46	47.18
2017	2	0.59	21	6.18	8	5.38	31	12.15
2018	5	0.38	19	14.74	8	2.48	32	17.6
合计	14	11.58	105	50.45	75	113.17	194	175.20

表3展示了2013—2018年度协议转让、集中竞价和大宗交易三种大股东主要减持方式的描述统计情况。一般来讲,集中竞价时间成本较高,需要预先披露,大宗交易以获取短期价差为主,而协议转让则以长期持股居多。从表3可知,“减持规定”除了影响大股东进行是否违规减持的决策外,还影响减持方式。具体来讲:减持方式由以大宗交易

为主向协议转让方式转变,尤其是“新规”颁布后,减持方式呈现集中竞价、大宗交易、协议转让“多管齐下”的特点。这一变化趋势一方面表明“减持规定”弥补了大宗交易制度的缺陷,减少了大股东减持的套利机会,在一定程度上限制了大股东违规减持行为,促使市场逐渐趋于稳定和理性。另一方面,通过大宗交易系统股份交易转让,违规行为更易被监管层识别和发现,而协议转让方式涉及主体多,且多为非公开方式进行,给监管层的监管带来更大的挑战。由此,减持方式的转变很可能表明大股东出于规避监管的动机,为违规减持另辟蹊径。

(二) 变量相关性分析

模型中两两变量的相关分析如表4所示。从表4可以看出,在减持样本中解释变量是否颁布“减持规定”(ReRu)与大股东是否违规减持(IR)为不显著的正相关关系。监事会成员(Supvs)、公司资产规模(Size)、公司成长性(Growth)、资产回报率(ROA)、第一大股东持股比例(First)、是否国有公司(State)、是否在其他市场上市(AH)等变量与是否违规减持(IR)负相关,表明企业经营绩效好或是公司成长前景好的公司大股东更不会违规减持,国有公司中大股东违规减持行为比非国有公司也更少一些。换手率(Turnover)、机构投资者持股比例(Insh)与是否违规减持(IR)显著正相关,表明换手率高的公司中更可能存在股东违规减持行为,在大股东减持过程中持股比例较大的机构投资者可能与大股东合谋违规。其他变量之间的两两相关方向基本合乎常理,系数均在0.55以下。同时,利用BG检验发现变量之间不存在“无序列自相关”情况。

表4 变量相关性分析表

	IR	ReRu	Size	Lev	Indr	Supvs	Dual	First	ZH	Insh	Roa	Growth	Turnover	State	AH
IR	1														
ReRu	0.085***	1													
Size	-0.02	0.137***	1												
Lev	0.023	-0.0149	0.528***	1											
Indr	0.0061	-0.007***	0.225***	0.170***	1										
Supvs	-0.018	-0.092***	0.221***	0.191***	0.234***	1									
Dual	0.043**	0.071***	-0.128***	-0.120***	-0.112***	-0.118***	1								
First	-0.036*	-0.150***	0.154***	0.054***	0.019	0.033*	0.011	1							
ZH	0.029	0.127***	-0.077***	-0.133***	-0.015	-0.02	-0.009	-0.740***	1						
Insh	0.036*	0.261***	0.203***	0.047**	0.037*	0.049	-0.008	0.100*	0.016	1					
Roa	-0.005	0.007	-0.026	-0.345***	-0.021	-0.037*	0.036*	0.070***	0.054***	0.111***	1				
Growth	0.006	-0.003	0.058***	0.116***	-0.010	-0.005	-0.028	-0.015	0.059***	0.025	0.026	1			
Turnover	0.055***	0.260***	-0.234***	-0.012	-0.060***	-0.044	0.065***	-0.214***	-0.029	-0.160***	-0.165***	-0.01	1		
State	-0.035	-0.078***	0.279***	0.304***	0.239***	0.378***	-0.231***	0.113***	-0.156***	0.128***	-0.127***	0.046	-0.033	1	
AH	-0.03	0.009	0.184***	0.089***	0.059***	0.108***	-0.063***	0.011	0.017	0.036*	-0.032	0.034*	-0.042**	0.178***	1
MarkDg	0.015	0.207***	-0.055***	-0.140***	-0.088***	-0.179***	0.088***	-0.023	0.082***	0.065***	0.087***	-0.018	-0.007	-0.189***	0.038*

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平下显著,下同。

(三) 回归分析

1. “减持规定”对大股东违规减持行为的影响

2016年证监会开始颁布正式的“减持规定”,为了验证“减持规定”在实践中的政策效果,本文从大股东是否违规减持、违规减持比例和违规减持数量三个维度进行了实证分析。本文以2013—2018年有减持行为的公司为研究样本,将2013年、2014年、2015年的数据作为“减持规定”颁布前的样本,将2016年、2017年、2018年的数据作为“减持规定”颁布后的样本。本文利用模型(1)对“减持规定”对大股东违规减持行为的影响进行回归分析。由于是否违规(*IR*)变量为0、1虚拟变量,因此对其进行Logit回归,违规减持比例(*Ratio*)以及违规减持数量(*Num*)为连续变量,则使用OLS回归,结果如表5所示。

表5第(1)列是以所有发生大股东减持的样本为研究对象,考察“减持规定”颁布前后违规减持行为发生的情况。回归结果显示,“减持规定”颁布与大股东是否违规减持成不显著的正相关关系(回归系数为11.72,t值为0.025),说明“减持规定”的实施对大股东违规减持行为的发生没有发挥应有的约束作用,假设 H_{1a} 未得到验证。表5第(2)列、第(3)列是以发生了大股东违规减持的公司为研究样本,考察“减持规定”对违规减持的比例和数量的影响。回归结果显示,“减持规定”颁布与大股东违规减持比例在1%的水平上显著负相关(系数为-1.644,t值为-5.549),“减持规定”与违规减持数量负相关,但不显著(系数为-0.980,t值为-1.535)。这些结果说明,虽然“减持规定”没有减少大股东违规减持的次数,但大大降低了大股东违规减持的比例,并在一定程度上能够减少大股东违规减持的数量。回归结果验证了假设 H_{1b} 和 H_{1c} 。

研究结果表明“减持规定”无法抑制大股东是否进行违规减持的决策,但有效约束了其违规减持的比例和数量。可能的原因是“减持规定”主要约束了减持比例、“窗口期”内减持和信息披露等问题,没有触及减持问题的本质,没有严格禁止违规减持,造成一些大股东违背“减持规定”的本意而进行了“精准减持”“变相减持”。同时,由于违规成本低,大股东通过积极的业绩预告吸引投资者,从而拉升股价构造减持机会,获得超额收益^[17]。这些原因均促使大股东违规减持事件仍然屡次发生。

2. “减持规定”对不同股权性质大股东违规减持行为的影响

本文按减持发生的主体将样本分为控股股东减持和非控股股东减持两组。控股股东的定义参照证监会的标准,是指持股占比大到足以影响公司的日常经营运作和重大事情的决策的股东,包括绝对控股股东(持股比例超过50%)和相对控股股东(持股比例低于50%,但大于30%)。持股比例大于5%小于30%的为非控股大股东。本文利用模型(1)对两组样本分别进行回归分析,其结果如表6所示。

表5 “减持规定”对大股东违规减持行为的影响

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	IR	Ratio	Num
<i>ReRu</i>	11.72 (0.025)	-1.644 *** (-5.549)	-0.980 (-1.535)
<i>Size</i>	-0.278 *** (-2.948)	-0.0218 (-0.290)	0.344 ** (2.120)
<i>Lev</i>	0.301 (0.624)	0.259 (0.671)	0.286 (0.344)
<i>Indr</i>	0.121 (0.743)	-0.070 (-0.596)	-0.154 (-0.601)
<i>Supns</i>	-0.006 (-0.061)	-0.037 (-0.465)	-0.119 (-0.676)
<i>Dual</i>	0.320 * (1.899)	-0.133 (-0.987)	-0.493 * (-1.696)
<i>First</i>	-0.004 (-0.383)	0.001 (0.203)	-0.010 (-0.682)
<i>ZH</i>	0.077 (0.503)	0.032 (0.302)	-0.119 (-0.514)
<i>Insh</i>	0.575 (1.469)	0.315 (0.998)	0.197 (0.290)
<i>Roa</i>	0.965 (0.649)	0.551 (0.479)	-4.383 * (-1.770)
<i>Growth</i>	0.006 (0.151)	0.008 (0.212)	0.066 (0.814)
<i>Turnover</i>	0.021 (0.252)	-0.026 (-0.346)	-0.210 (-1.273)
<i>State</i>	-0.189 (-0.774)	0.051 (0.256)	-0.246 (-0.579)
<i>AH</i>	-1.443 * (-1.833)	-0.267 (-0.420)	0.806 (0.588)
<i>MarkDg</i>	0.015 (0.323)	0.001 (0.017)	-0.071 (-0.798)
<i>Year & Industry</i>	control	control	control
<i>Constant</i>	-9.389 (-0.020)	2.198 (1.269)	9.593 ** (2.571)
<i>Observations</i>	2430	194	194
<i>R-squared</i>	0.121	0.465	0.208

表6 “减持规定”对不同股权性质大股东违规减持的影响

VARIABLES	控股股东			非控股大股东		
	(1) <i>IR</i>	(2) <i>Ratio</i>	(3) <i>Num</i>	(4) <i>IR</i>	(5) <i>Ratio</i>	(6) <i>Num</i>
<i>ReRu</i>	-0.459 (-0.391)	-0.396 (-0.286)	-0.485 (-0.349)	0.936 * (1.766)	-0.847 *** (-3.380)	-3.260 *** (-4.037)
<i>Control Variables</i>	Control	Control	Control	Control	Control	Control
<i>Constant</i>	-4.789 (-0.941)	7.408 (1.033)	16.98 ** (2.349)	2.033 (0.810)	1.604 (1.192)	9.051 ** (2.089)
<i>Observations</i>	891	56	56	1464	138	138
<i>R-squared</i>	0.204	0.615	0.535	0.110	0.569	0.362

表 6 第(1)列至第(3)列为“减持规定”颁布对控股大股东违规减持影响的回归分析。其结果显示,“减持规定”(ReRu)颁布与控股大股东是否违规减持(IR)、违规减持比例(Ratio)和违规减持数量(Num)均为负相关关系,但均不显著,表明“减持规定”对控股大股东的违规减持行为的约束力很小;对控股大股东的违规减持行为、比例、数量的约束作用均不显著,其原因可能是控股股东具有控制权及信息优势,更有能力通过择机减持套利获取超额收益;而且,控股股东一般交易数量较大,其违规减持收益大于违规成本,他们愿意铤而走险去违反规定。表 6 第(4)列至第(6)列为“减持规定”对非控股大股东违规减持的影响分析。在非控股大股东减持的样本中,“减持规定”(ReRu)颁布与大股东是否违规减持(IR)显著正相关,但是“减持规定”(ReRu)颁布与违规减持比例(Ratio)和违规减持数量(Num)的均为负相关关系,且在 1% 的水平上显著(回归系数分别为 -0.847 和 -3.260, *t* 值分别为 -3.380 和 -4.037)。而且非控股大股东违规减持比例(Ratio)和违规减持数量(Num)的回归系数和 *t* 值明显大于控股大股东组对应的值。由此,“减持规定”的实施虽然没有减少非控股大股东的违规减持的次数,但是能有效降低非控股大股东违规减持的比例和数量。这一结果从侧面印证了大股东“精准减持”的现象,即非控股大股东存在精准减持行为。综合来看,减持规定更能抑制非控股大股东的违规减持程度。实证结果支持 H_{2b}。

3. “减持规定”对不同板块大股东减持行为的影响

我国资本市场以多层次为特征,股票市场主要分为主板、中小板、创业板和三板市场,但由于三板市场是“代办股份转让系统”,为退市后的上市公司股份等提供流通场所,本研究没有包括三板市场的样本。论文将样本分为主板、中小板和创业板三大板块分别进行回归分析,以期通过对比“减持规定”的颁布对不同板块上市公司大股东违规减持行为的影响差异,来探析“减持规定”发挥政策效应是否受公司所处市场环境的影响,为合理制定政策、促进资本市场良序发展提供经验证据。

本文以是否违规减持(IR)、违规减持比例(Ratio)以及违规减持数量(Num)作为因变量利用模型(1)进行回归,其中对是否违规减持(IR)进行 logit 回归,而其余变量(Ratio、Num)则使用 OLS 回归,表 7 和表 8 列示了回归结果(由于表 8 控制变量回归结果与表 7 基本一致,为了缩小篇幅,论文未列示表 8 的控制变量回归结果)。从表 7 可知,对大股东是否违规减持的分析中,“减持规定”只对主板上市公司大股东违规减持有一定的抑制作用,即在主板市场上,减持规定的实施与是否违规减持负相关,但不显著。对中小板和创业板公司大股东是否违规减持没有约束作用。而表 8 显示在对违规减持比例和数量的分析中,“减持规定”只对中小板上市公司的大股东违规减持比例和数量均有显著的抑制作用,而对主板和创业板公司的大股东违规减持比例没有任何约束作用,对其违规减持的数量有一定的抑制作用,但不显著。出现这些结果可能的原因是,相较于中小板和创业板公司,在主板上市的公司多为市场占有率高、规模较大、风险低的大型优秀企业,市场更为成熟稳健,为了保护公司声誉在决策是否违规减持时更谨慎。但是由于违法成本低,当一些大股东选择了违规减持,为了获取高额收益,就不顾减持比例和数量的限制了。而处于成长期的中小板公司是创业板公司的前奏,其历史使命就是要使公司能够在创业板得到发展,更可能遵守“减持规定”的要求。相对而言,创业板的上市公司具有收入增长性强、盈利能力强的特点,迎合了部分大股东对市场的投机性需求。实证结果支持 H₃。

(四)稳健性检验

本文以 2015 年 7 月 8 日证监会颁布的 18 号公告为时间窗,由于“减持规定”对大股东减持行为有 6 个月的禁售期,并且由于股灾的发生导致许多干扰因素的存在,故将 2015 年作为过渡年,回归分析中剔除这一年的数

表 7 不同板块变量回归分析表

VARIABLES	(1) 主板 IR	(2) 中小板 IR	(7) 创业板 IR
ReRu	-0.011 (-0.014)	0.863 (1.181)	1.795 (1.377)
Control Variables	Control	Control	Control
Constant	-0.278 (-0.087)	4.680 (0.965)	9.152 (1.361)
Observations	876	878	642
R-squared	0.102	0.140	0.347

表 8 不同板块变量回归分析表

VARIABLES	主板		中小板		创业板	
	Ratio	Num	Ratio	Num	Ratio	Num
ReRu	0.202 (0.255)	-1.672 (-1.121)	-1.420** (-2.643)	-5.057*** (-4.990)	0.278 (0.461)	-0.885 (-0.594)
Control Variables	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Constant	2.464 (0.814)	6.001 (1.051)	4.130 (0.959)	29.34*** (3.612)	-4.167 (-0.956)	20.06* (1.861)
Observations	64	64	76	76	54	54
R-squared	0.582	0.438	0.503	0.520	0.757	0.497

据,以2012年、2013年、2014年作为“减持规定”颁布前的数据,2016年、2017年、2018年作为“减持规定”颁布后的数据重复了上面的回归分析,其结果与前面的研究基本一致,由于篇幅所限,在此未列示回归结果。

六、进一步研究——“旧规”与“新规”的政策效应比较

前文实证检验了“减持规定”的实施效果,总体来看“减持规定”在一定程度上抑制了大股东违规减持行为,但不是很显著。为了探究不显著是否因为“旧规”的漏洞造成的,因此,论文进一步检验2017年的“新规”是否比2016年的“旧规”更有效。“旧规”的实施缓解了大股东通过“集中竞价交易”方式进行减持,但是大宗交易和协议转方式使大股东仍旧频繁减持。为了强化对中小投资者的保护力度,弥补“旧规”的漏洞,证监会于2017年5月27日颁布“新规”,更严苛地规定了大股东减持比例与频率、限制了大宗交易“过桥减持”和非公开发行股份减持、强化了信息披露要求、提高了违规减持成本等,以期更有效地规范大股东减持行为,避免集中、大幅、无序减持扰乱二级市场秩序、冲击市场投资者的信心。无论是《18号文》还是“旧规”,约束的重点均为上市公司大股东在二级市场中的减持行为,给大股东利用大宗交易进行减持套现提供了机会^[32]。唐齐鸣等的实证结果显示,减持新规的实施提高了大宗交易市场筛选股票的能力,减少了“过桥减持”的行为^[28]。“新规”引导持有上市公司非公开发行股份的股东在股份锁定期届满后规范、理性、有序减持,减少了市场波动^[29]。而且,减持新规的颁布提升了投资者对定向增发事项的认可程度^[30]。

基于上述两次“减持规定”内容和效果的对比分析,本文认为:相对于2016年的“旧规”,2017年“新规”可能更有效约束大股东违规减持行为。

本文分别选取2016年“旧规”和2017年“新规”颁布的时间作为事件发生的起点,“旧规”颁布的政策效应观察期是自2016年1月8日起至2017年5月26日止(505天),“新规”的政策效应观察期为2017年5月28日至2018年10月15日(505天)。从2016年1月8日至2018年10月15日,一共有905个样本发生了减持,其中发生了违规减持的样本有105个^①。回归分析时以“旧规”颁布为基期,用差分方法研究“新规”对大股东违规减持的政策效应是否强于“旧规”。

表9 2017年的“新规”与2016年的“旧规”政策效果比较

VARIABLES	(1) IR	(2) Ratio	(3) Num
<i>ReRu17</i>	-0.268 (-0.682)	-0.010 (-1.127)	-0.397 (-0.565)
<i>Control Variables</i>	control	control	control
<i>Constant</i>	2.705 (0.947)	0.036 (0.461)	8.513 (1.461)
<i>Observations</i>	905	105	105
<i>R-squared</i>	0.030	0.187	0.265

本文分别运用Logit和OLS方法对模型(1)进行回归,其结果如表9所示。表9第(1)列是利用发生大股东减持的样本分析2017年“新规”颁布后违规减持行为是否比2016年“旧规”颁布后有所减少。回归结果显示,是否颁布“新规”(ReRu17)与大股东是否违规减持(IR)之间呈负相关关系,但不显著(回归系数为-0.268,t值为-0.682)。表9第(2)、第(3)列是以大股东违规减持的样本为研究对象,分析其违规减持比例和减持数量在“新规”颁布后是否有下降。回归结果显示,是否颁布“新规”(ReRu17)与违规减持比例(Ration)和违规减持数量(Num)负相关,但不显著(回归系数分别为-0.010和-0.397,t值分别为-1.127和-0.565)。这些结果说明,只有微弱的证据表明“新规”比“旧规”更能有效抑制大股东违规减持行为。其原因可能是,由于政策效果的滞后性,“新规”实施时间太短,效果还没有显现,也有可能是规则变更频繁不利于稳定市场参与者的预期^[37]。

七、研究结论与建议

本文以2016年和2017年颁布的“减持规定”以应对“股灾”发生带给市场的震动为研究背景,选取沪深两市2013年至2018年发生的大股东减持事件作为样本,研究分析了监管法规对大股东减持行为的威慑作用。本文从大股东是否违规减持、违规减持比例以及违规减持数量三个维度实证检验了监管法规对大股东违规减持的抑制作用。通过实证分析可以得出以下结论。

^①在此期间由于没有A+H公司发生减持,回归分析时去掉AH这个变量。

(1)“减持规定”发挥了一定的积极作用,但还没有达到预期效果。从总体样本回归结果发现,“减持规定”的颁布显著降低了大股东违规减持的比例和数量,但没有减少大股东违规减持的次数。(2)“减持规定”对非控股大股东违规减持比例和减持数量有显著的约束作用,但没能有效降低非控股股东的减持次数,也没能有效抑制控股大股东的违规减持行为。(3)“减持规定”在中小板上市公司中发挥了积极作用,大大降低了大股东违规减持的比例和数量,但在主板和创业板公司没有发挥相同作用。(4)2017年颁布的减持“新规”比2016年颁布的减持“旧规”抑制大股东违规减持的效果稍好,但是差别不显著。“新规”主要是从减持信息披露制度、诚信义务和一致行动人减持的合并计算等方面进行了规范,但对于违规减持处罚力度规定较轻,达不到威慑的效果。

大股东频繁违规减持向公众传递了企业发展动力不足的利空信号,使得中小股东盲目跟风抛售手中的股票,引起市场动荡。尤其是控股股东大规模减持股份会导致股权结构发生变化,从而引发控制权之争,造成经营动荡不安。总之,大股东违规减持不管是造成资本市场股价动荡还是造成上市公司绩效动荡都会给中小投资者造成伤害。为了规范大股东减持行为,保护中小投资者的利益,论文提出以下几点建议:

(1)提高“减持规定”的法律效力层级。目前我国涉及大股东减持股份的相关规定大部分都属于证监会、深交所的规范性文件 and 行业指南,法律位阶较低。《公司法》《证券法》对大股东减持股份并没有直接的规定,仅仅只有一些股份转让的原则性规定,很难在实践中操作。建议在《公司法》、《证券法》中细化规范大股东减持的相关内容,提高法律效力。(2)进一步完善“减持规定”细节内容,规避大股东钻政策空子精准减持。现有制度规定是从宏观层面考虑的,在落地实施过程中有大量主观操作空间,一些投机大股东利用政策空子变换手段减持套现。为了从根本上规范大股东减持行为,政策制定需要更微观、更全面。根据木桶原理,相关部门要对各种交易方式进行堵漏,防止大股东通过更为隐蔽的途径变相违规减持,侵害中小投资者的利益。(3)加强“减持规定”内容的宣传,培训。通过广泛宣传和培训,强化大股东合规减持意识,培养公司自觉遵守各项规章制度的习惯,营造良好的市场经济氛围。(4)加大违规减持处罚力度,提高违规成本。现有的违规减持案例表明,违规减持收益大、成本低,监管难以起到警示和威慑作用,无法有效抑制其减持获利的强烈冲动。同时,由于违法违规行为的复杂性和隐蔽性,违规减持行为查实认定难度大,难以查出所有违规行为,无法对违规者形成有效的威慑作用,尤其是对那些心存侥幸的大股东。因此,呼吁监管部门对于未按规定披露减持信息或发布带有欺骗性和误导性经营信息的公司一律零容忍,对于利用各种花招变相违规减持的行为严惩不贷,将这些违规者纳入国家征信体系黑名单,加大声誉处罚。

本论文也存在一定的局限性。第一,由于数据获取的有限,在研究时没有区分原始大股东和非原始大股东的减持行为。第二,由于政策效果的滞后性,减持规定实施的时间不长,短期的政策效果不佳不能推论出长期政策效果不佳的结论。因此,未来可以跟踪研究政策效果,可以进一步探讨“减持规定”对原始大股东和非原始大股东违规减持的作用差异,可以用问卷调查法从人的感知视角研究“减持规定”的政策效果。

参考文献:

- [1] 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):67-73+120.
- [2] 蔡宁,魏明海. “大小非”减持中的盈余管理[J]. 审计研究,2009(2):40-49.
- [3] 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]. 浙江大学学报:人文社会科学版,2011(3):1-11.
- [4] 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]. 南方金融,2011(10):55-59.
- [5] Cohen L, Malloy C, Pomorski L. Decoding inside information[J]. Journal of Finance,2012,67(3):1009-1044.
- [6] Agrawal A, Cooper T. Insider trading before accounting scandals[J]. Journal of Corporate Finance,2015,34(10):169-190.
- [7] Lee E, Piqueira N. Behavioral biases of informed traders: Evidence from insider trading on the 52-week high[J]. Journal of Empirical Finance,2019,52(6):56-75.
- [8] 李宁,刘玉红. 大小非减持过程中的盈余管理行为及监管策略[J]. 财经问题研究,2009(11):56-60.
- [9] Hellstrom J, Kallunki J P, Nilsson H. Why do insiders trade? Evidence based on unique data on Swedish insiders[J]. Journal of Accounting and Economics,2009,48(1):37-53.
- [10] 谢德仁,崔宸瑜,廖珂. 上市公司“高送转”与内部人股票减持:“谋定后动”还是“顺水推舟”? [J]. 金融研究,2016(11):158-173.
- [11] 郑志刚,刘思敏,黄继承. 我国上市公司策略性股票更名:战略转型还是高位套现? [J]. 金融研究,2018(10):158-173.
- [12] 朱朝晖,张亚妮. 控股股东减持与盈余管理选择时机分析[J]. 商业研究,2014(4):166-173.
- [13] 邓鸣茂. 大股东减持时机与定向增发套利行为研究[J]. 审计与经济研究,2016(3):73-82.

- [14] 蔡海静,汪祥,耀谭超. 高送转、财务业绩与大股东减持规模[J]. 会计研究,2017(12):45-51.
- [15] 张大勇,傅利平. 基于股权结构与公司价值的大股东减持行为实证研究[J]. 西北农林科技大学学报(社会科学版),2010(3):56-61.
- [16] 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.
- [17] 鲁桂华,张静,刘保良. 中国上市公司自愿性积极业绩预告:利公还是利私——基于大股东减持的经验证据[J]. 南开管理评论,2017(2):133-143.
- [18] 李翔,张一璇,周梦雅,等. 股票发行定价与发行后股东减持——基于中国股权分置改革后股票发行的经验证据[J]. 经济问题,2018(1):82-90.
- [19] 吴育辉,吴世农. 股票减持过程中的大股东掏空行为研究[J]. 中国工业经济,2010(5):121-130.
- [20] 黄张凯,赵龙凯,祖国鹏. 限售股解禁的价格效应研究[J]. 金融研究,2010(9):129-146.
- [21] Antoniadis I, Gkasis S, Sormas A. Insider trading and stock market prices in the greek technology sector[J]. Procedia Economics and Finance, 2015, 24(7):60-67.
- [22] Chauhan Y, Kumar K K, Chaturvedula C. Information asymmetry and the information content of insider trades: Evidence from the Indian stock market[J]. Journal of Multinational Financial Management, 2016, 34(3):65-79.
- [23] 于忠泊,杨星. 创业板限售股减持及市场效应分析[J]. 证券市场导报,2016(1):56-61.
- [24] 张晓宇,徐龙炳. 限售股解禁、资本运作与股价崩盘风险[J]. 金融研究,2017(11):158-174.
- [25] 黎四奇. 对我国上市公司股份减持法律制度的检讨与反思[J]. 中南大学学报,2016(2):33-41.
- [26] 吴战麓,吴伟立. 大股东减持伤害了实体经济吗[J]. 南开管理评论,2018(21):99-108.
- [27] 吴敏晓. 中国上市公司控股股东二级市场交易法规分析[J]. 东疆学刊,2012(29):93-97.
- [28] 唐齐鸣,赵传玺,赵袁军. 减持新规对大宗交易市场筛选股票能力的影响——基于双重差分模型的实证检验[J]. 证券市场导报,2018(12):41-47.
- [29] 章晟,景辛辛,苏姣. 规范大股东减持能有效抑制股价波动吗? ——基于《减持新规》[9号文]的自然实验[J]. 证券市场导报,2019(3):13-23.
- [30] 阮永平,吕可夫,郑凯. 减持新规有效果吗? ——基于定向增发市场反应的实证分析[J]. 金融发展研究,2018(10):55-62.
- [31] 秦军,居佳欢. 违规减持大股东与监管者之间的演化博弈研究[J]. 金融与经济,2018(10):39-44+8.
- [32] 郑佳宁. 证券市场大宗交易减持行为的规制疏失与校正[J]. 北京社会科学,2016(11):57-65.
- [33] 刘运国,龙彦行,曾昭坤. 大股东违规减持信息披露市场反应研究[J]. 财务研究,2017(4):17-27.
- [34] 刘亚莉,李静静. 大股东减持、股权转让溢价与控制权私利[J]. 经济问题探索,2010(8):92-98.
- [35] 李姝,翟士运,古朴. 非控股股东参与决策的积极性与企业技术创新[J]. 中国工业经济,2018(7):155-173.
- [36] 陈维,吴世农. 我国创业板上市公司高管和大股东减持股份的动因及后果——从风险偏好转向风险规避的“偏好逆转”行为研究[J]. 经济管理,2013(6):43-53.
- [37] 罗文钦. 对限售股解禁制度的构想——兼论证监会2017年减持新规[J]. 统计与管理,2017(8):90-91.

[责任编辑:杨志辉]

Do the “Reduction Regulations” Regulate Large Shareholders’ Selling?

WU Xiancong¹, CHEN Xin¹, ZHANG Jian²

(1. Business School, Southwest University of Political Science and Law, Chongqing 401120, China;

2. School of Economics and Management, Chongqing Jiaotong University, Chongqing 400074, China)

Abstract: In order to regulate the behavior of large shareholders’ selling, the CSRC issued the ‘Reduce Regulations’ for two consecutive years in 2016 and 2017. In order to verify the implementation effect of the ‘Reduce Regulations’, the changes in the probability, proportion and quantity of the large shareholder’s illegal selling before and after the promulgation of the ‘Reduce Regulations’ were studied to explore the regulatory role of the issuance of regulatory regulations on the shareholder’s selling behavior. The empirical analysis shows that the ‘Reduce Regulations’ has a significant inhibitory effect on the proportion and quantity of large shareholders’ illegal selling, but does not reduce the probability of illegal selling. Reviewing the policy effects of the two ‘Reduction Regulations’ in 2016 and 2017, it is found that the effect of the ‘New Regulations’ in 2017 are slightly more significant than that of the regulation in 2016. Further research found that the ‘Reduction Regulations’ has a significant restraining effect on the proportion and quantity of non-controlling large shareholders’ illegal selling, but failed to effectively reduce the proportion and quantity of controlling large shareholders’ illegal selling. The ‘Reduction Regulations’ can also greatly reduce the proportion and quantity of large shareholders’ illegal selling of companies in Small and Medium market, but it has not played a positive role in companies of Main Board Market and Growth Enterprises Market. Further study reveals that only a little evidence proves that the new regulation of 2017 is more effective than the old regulation of 2016 in the above reduction.

Key Words: block-holders; illegal selling; Reduction Regulations; Multi-level Capital Market; behavior of stockholders’ reduction