

重要股东增减持行为市场效应 及其影响因素分析

王建文 李蓓

(合肥工业大学管理学院 合肥 230001)

【摘要】 作为掌握公司经营决策权与成长关键要素的重要股东,其市场行为备受实务及理论界关注。国内学者针对重要股东增减持事件公告前后的市场反应作了许多实证研究,但因存在各种具体原因,研究结论尚不统一。本文以横跨 2006~2011 年的全部增减持事件为样本,对上述两种市场效应进行研究,发现增持事件无显著的市场效应,而减持事件的市场效应明显,并从多元回归分析中发现了市场效应的关键影响因素。

【关键词】 重要股东增减持 市场行为 超额收益率

一、研究问题的提出

Scholes(1972)的价格压力假说认为股票供应的增加将导致其价格下跌,因为股票需求曲线向下倾斜,供给的上升必然伴随价格的下降;Asquit 和 Mullins(1984)也验证了股价的变化和发行规模的负关联,并从另一个侧面验证了价格压力和需求曲线向下倾斜的理论。那么,重要股东增减持股票是否存在类似的股价效应呢?

陈耿和陈秋(2009)、林丽贞(2009)等分别通过实证研究得出结论:重要股东减持前的一定时期,公司的股价在整体上出现了统计上显著的正向超额收益,即产生了正的市场财富效应,而在股份减持完成后,财富效应不再产生,且减持前正的超额收益率不足以弥补减持后的收益率损失,减持在总体上使投资者价值遭受损失。对这一现象的主要解释是:价格的变动过程以及变动的程度会因商品的特征而不同。然而,这种解释存在明显的不足,减持的实际发生(直接效应)是在公告前,而间接效应则发生在公告后,为何直接效应与间接效应会出现明显反差,理论上仍得不到恰当的解释。

尽管 K.R.French(1980)、K.French 和 R.Roll(1986)认为:虚拟资本具有自身的运行特征,其价格的形成往往脱离价值,股票价格的形成机制与商品价格的形成机制不同,但股票价格体现了投资者行为的结果,应更易受供需的影响。高敏感性的股票价格在重要股东增减持时还会受到哪种因素的影响,这正是本文需要研究的问题。

二、市场行为对股价影响机制分析

重要股东增减持股票的市场反应是指存在增减持股票事件的个股股价对实际增减持的反应与相关价值信息反应之和。对市场可能产生的冲击可以分为两个阶段:增减持公告前和公告后。公告前通常是重要股东实际增减持行为的产生期,通常在增减持发生后的 3~5 日公告增减持的数量与价格;公告后的增减持信息将影响投资者的持股信心和投资欲望,对股价造成间接冲击。基于公司价值与是否继续增减持的预期

会影响投资者行为,对股价造成冲击,股价效应就可分“增减持直接效应”与“增减持引致效应”,两者在时间上可较明确区分为公告前和公告后,合称为“减持效应”。前者是基于供求关系的直接影响或冲击,本质上是由于重要股东向流通的市场吞吐了股票,进而使除重要股东外的剩余市场供求关系改变,引起股价变化。后者是基于剩余市场的预期改变而导致的股价效应,它包括两方面的预期:①对重要股东是否继续增减持的预期;②公司成长性与价值改变的预期。预期与重要股东的增减持承诺会存在一定的关系,也应与公司经营业务的稳定性存在联系。

另外,重要股东增减持股票的市场反应可能包含“累积效应”,持续的增持会加重向上的预期,持续减持会加重向下预期,股权分置改革后,大量增加股票供给(这既来源于解禁股减持,更来源于失去持股信心的流通股股东的抛售)事实上抑制了市场投资需求,导致市场供求失衡且不断加剧,出现了具有“累积效应”的恶性循环:大规模解禁及减持→供求失衡→股价下跌→供求失衡加剧→股价暴跌→解禁及更大规模减持→供求失衡持续加剧→持续暴跌,最终体现为整个市场持续下跌。

三、研究假设

无论公告前还是公告后,重要股东增减持股票将会导致股价变化,而其变化的程度取决于以下几方面:①与价格压力相关的因素;②与价值投资相关的因素;③与重要股东成本及公司经营稳定性相关的因素。根据各方面因素优选出具有代表性的指标,特提出以下五点假设:

H1:基金持仓变动比例越大,引发的市场效应越明显。对重要股东增减持与基金持仓比例整体上的描述性统计发现,基金持仓变动与重要股东的增减持行为关联较大,基金增持比例越大时,重要股东减持比例就越高。这种奇特的现象仍找不出合乎逻辑的正面解释,但由于基金投资者与基金管理者之间没有良好的委托代理以及约束与激励关系,其背后重要

股东与基金管理者的默契是要高度注意的。为证明这一点,作此假设,即基金增仓越多,引起的市场效应越明显。

H2:公司规模越大,引起的市场效应越小。规模越大的上市公司,经营状况越稳定,重要股东对其业绩与股价的操控空间越小,同时公司规模越大,重要股东市场行为更加理性化,套利动机越不显著,而且规模越大的公司,市场上的透明度也相对较好,股票流通性较好,引起市场恐慌的可能性也较小。故公司规模能对重要股东减持后较长时期的波动起到稳定作用。

H3:二级市场估值指标越高,引起的市场效应越大。在二级市场估值指标中,市净率是分析股价高低的重要指标。当公司的市净率过高时,说明公司的股价被高估;当公司的市净率过低时,说明公司的股价被低估。市净率的高低既是影响重要股东市场行为的重要依据,同时也是普通投资者买卖股票的重要依据。

H4:增减持股数占流通股的比例越大,引起的市场效应越明显。增减比例体现了改变供求关系的程度,不仅影响“增减持直接效应”,还会影响“增减持引致效应”,重要股东对上市公司实际价值的认知程度远超过普通投资者,他们更能把握买卖时机,中小投资者会跟随这一行为。重要股东增减持的比例越大,引起的市场跟随效应越大。

H5:重要股东持股成本越低,减持后引起的市场效应越明显。持股成本会影响处置效应,我国学者赵学军、王永宏(2001)使用 Odean(1998)的方法研究了处置效应,发现中国的处置效比国外更加严重。吕岚和李学(2002)通过考察某证券营业部共 9 945 个股票账户在 1998~2000 年的交易数据库,也进一步验证了处置效应的存在。处置效应影响的是减持比例而非市场效应,但当他们存在复合的、连续的减持行为时,就构成对其他投资者的引致效应,使他们趋于较早卖出盈利股票。故持股成本越低,引发的市场效应越明显。

四、研究模型

(一)重要股东增减持市场效应的衡量

本文采用事件研究法研究重要股东增减持行为对市场的影响,以上市公司发布增减持公告日作为事件发生日,以此为基准分别取 100 个交易日的估计期和 41 个交易日的窗口期,计算样本个股的超额收益率。

1. 超额收益率的计算。市场模型理论认为任何证券的收益与市场投资组合的收益存在相关性,采用市场模型法计算各样本公司事件期的超额收益率。①假设个股的收益率与大盘的收益率线性相关,即: $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$, 其中, R_{it} 表示第 i 只股票在第 t 日的收益率, R_{mt} 为市场组合在第 t 日的收益率, ε_{it} 是回归残差项。根据 100 个交易日的估计期数据,利用最小二乘法来估计 α_i 和 β_i ; ②计算个股在事件期的正常期望收益率,代入事件期的 R_{mt} , 即: $E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$; ③计算超额收益率,用各样本公司在事件期内的实际收益率减去预期收益率,即 $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$ 。

2. 平均超额收益和累积超额收益及其检验。整个样本中所有 N 种股票在 t 时刻(日)的平均超额收益率为:

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

其中, i 为某样本公司, N 为样本公司总数。

在事件窗内,在时间段 $T \in [T_1, T_2]$, 其累积超额收益率为: $CAR_t = \sum_{i=T_1}^{T_2} AAR_{it}$ 。采用 SPSS17.0 统计软件的 T 统计量检验 AR 和 CAR 的值是否显著为零,在假设检验时,假设各样本相互独立且 AR 和 CAR 服从正态分布(因为是大样本),采用单样本 T 检验。

(二)重要股东减持行为影响因素的回归分析

根据前文的综述及理论假设,回归分析模型中以累积超额报酬率作为因变量,来衡量重要股东减持行为的市场效应,选取 5 个假设变量为:基金持仓、公司规模、估值水平、减持量占流通股比例及持股成本。

具体模型如下:

$$CAR_{ij} = c + \lambda_{1j} X_{1j} + \lambda_{2j} X_{2j} + \lambda_{3j} X_{3j} + \lambda_{4j} X_{4j} + \lambda_{5j} X_{5j} + \varepsilon_{ij}$$

其中, j 为所选取的样本公司。

表 1 各假设变量的说明及预期符号

变量符号	变量名称	说明	预期符号
X1	基金持仓变动比例	基金持仓变动比例=(本季度末基金资产净值-前一季度末基金资产净值)/本季度末基金资产净值	-
X2	公司规模	取前一季度末公司资产总额的自然对数	+
X3	市净率	取前一季度末数	-
X4	减持量占流通股的比例	取减持量占总股本的比例以及流通股占总股本的比例求商	-
X5	持股成本	持股成本=(公司上市前原始投入+限售股股东参与配股等后续投入资金-历年分红)/限售股股数,忽略时间价值	+

(三)数据的来源与样本选择

1. 数据的来源。本文研究所用数据来源于国泰安数据中心的 CSMAR 交易数据库、WIND 金融数据库和财汇金融分析平台,其中上市公司的交易数据来自于 CSMAR 交易数据库;重要股东增减持的信息如增减持日期、股东类型、增减持股数及比例来自于 WIND 金融数据库;基金资产净值、市净率等数据来自于财汇金融分析平台。本文从上述数据库中收集整理出以下数据:

(1)沪、深两市 2006 年 1 月 5 日到 2011 年 10 月 25 日之间上市公司重要股东增持事件共 1 086 次,增持信息包括增持股东名称及类型、增持股数及比例、增持部分市值;沪、深两市 2006 年 2 月 11 日到 2011 年 10 月 25 日之间上市公司限售股减持事件共 19 976 次,减持信息包括减持股东名称及类型、减持股数及比例、减持部分市值。

(2)重要股东增减持公告日前 110 个到后 30 个交易日的日个股回报率 and 日市场回报率。本文以 CSMAR 交易数据库提供的考虑现金红利再投资的日个股回报率、上证指数回报率和深圳成指回报率作为计算依据。

(3)从财汇金融分析平台的基金财务数据库中提取了 2005

~2011年各季度末的基金资产净值,在股票的股本结构数据库中提取了2006~2011年各季度末市净率。

2. 样本选择。

(1)考虑到第一次增减持事件会对第二次增减持事件时的股价产生影响,对于同一上市公司多次发生重要股东增减持,只选择第一次增减持公告日作为研究样本;

(2)减持部分只选取减持量占流通股比例大于0.5%的事件;

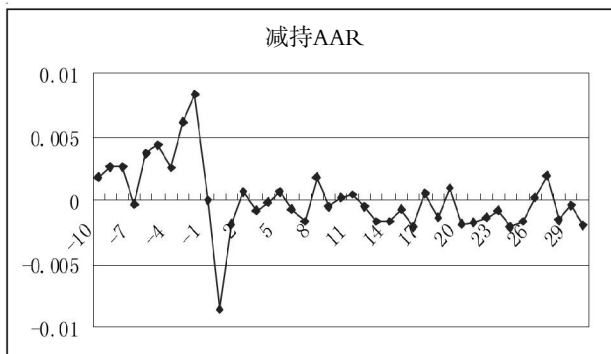
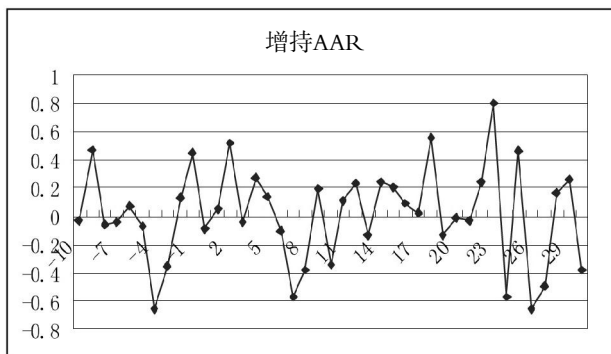
(3)考虑到数据的可得性,在计算公司的超额收益率时,若缺少相应的交易数据,对这类样本进行剔除。

根据上述原则对样本进行剔除,最终得到有效样本增持156家,减持592家。

五、实证结果与分析

(一)重要股东增减持行为的市场效应分析

1. 重要股东增持的市场效应分析。如下图和表2,增持事件前10天以及后30天无异常波动,增持的市场效应不显著,即增持并未导致股价出现异常波动,对此我们作出如下解释:重要股东每次增持的数量相对于可减持的股票,数量过小,既不能大幅度改变供求关系,又无法改变流通股东的预期,只有持续的增持且其中不产生减持行为才能产生明显的市场财富效应;增持大多发生在指数低位区,是股指长期下跌后重要股东表现的市场行为,增持的力量不足以抵挡股指的下跌,而且增持被认为是象征意义,是为更大幅度的减持做准备;市场有效程度过低,投资者无法理解其中的估价意义,或对这种行为作出了错误的预期;增持股票的背后存在着异常的减持或抛售的力量,如存在其他的利益集团需要减持或抛售股票时,以增持为诱饵,吸引一般投资者跟进,从而达到出售股票的目的。



重要股增减持平均超常收益变动趋势图

表2 重要股东增减持的市场效应分析表

项目	增持			减持		
	均值	标准差	t值	均值	标准差	T值
AR(0)	-0.0008	0.0294	-0.3504	-0.0086	0.0359	-5.8575***
CAR(-10,-1)	-0.0001	0.0094	-0.1408	0.0032	0.012	6.4089***
CAR(1,30)	0.0001	0.0059	0.3028	-0.0007	0.007	-2.3731**

注:***、**、*分别代表在1%、5%和10%的水平上显著。

2. 重要股东减持的市场效应分析。

(1)减持公告前后CAR差距显著。减持公告发布前,CAR显著为正,公告发布后,CAR显著为负。如右图及表2,在减持公告日前10天,平均超常收益率显著大于0,在公告日当日,平均超常收益率出现明显波动,且显著小于0。造成这种后果的原因可能是:上交所和深交所对于控股股东在减持方面的信息披露要求不严,使得公告日和减持行为实际发生日的间隔差异较大,控股股东在公告日之前利用信息披露的滞后性,发布其他利好信息,诱使机构和散户购买其股票,等到减持公告发布,股价才开始下跌。

(2)重要股东减持的市场套利空间较大,减持信息的发布对其他投资者行为有明显的影晌。如表2,减持公告前10天的累积超常收益率显著大于0,后30天的显著小于0,这表明在减持期间,重要股东不仅获得了超出市场的收益水平,而减持后股价下跌,又获得了较大的空头利润,从减持公告发布前的正CAR到减持公告发布后的负CAR,说明重要股东减持中存在明显的市场套利空间,中小投资者如果根据公开信息操作,则要蒙受巨大的损失。如果重要股东减持公告发布后无继续减持行为,则说明其后负的CAR是其他投资者造成的,重要股东减持信息对其他股东的行为产生了实质性影响。

(3)减持信息发布当天股价所受冲击最大,但在随后一段时间也表现较为平稳的市场压力,这一结果说明受重要股东减持给股价带来的压力不仅有短期的,还有中长期的,减持公告引发股价下跌的市场效应显著。

(二)重要股东减持行为的市场效应影响因素分析

对CAR(1,30)及5个假设变量作相关性分析,结果如表3,公告日后30天的超常累计收益率与基金持仓变动比例、公司规模、市净率、持股成本、减持量占流通量的比例等变量显著性相关。

表3 重要股东减持市场效应模型假设变量间的相关性分析

项目	CAR(1,30)	减持量占流通股比例	重要股东持股成本	市净率	公司规模	基金持仓变动比例
CAR(1,30)	1					
减持量占流通股比例	-0.264**	1				
重要股东持股成本	-0.268**	0.087	1			
市净率	-0.176*	0.174*	0.054	1		
公司规模	0.258**	-0.045	-0.012	-0.085	1	
基金持仓变动比例	-0.188*	0.055	0.038	-0.060	-0.228**	1

注:***、**、*分别代表在5%和10%的水平上显著。

表4为重要股东减持市场效应影响因素的回归分析结果。从模型的整体状况看,虽然拟合优度 R^2 偏低,但F值显著,可能是因为我国证券市场受国家的经济政策、货币政策、上市公司内在价值、投资者心理状况及突发事件等多方面因素的影响,模型中遗漏了一些其他相对重要的变量,这里对没有考虑的变量仍作为残差处理。

表4 重要股东减持市场效应的影响因素分析表

项目	CAR(1,30)	
	系数	T值
(常量)	-0.018	-2.447**
减持量占流通股比(%)	-0.0004	-2.780***
重要股东持股成本	-0.0005	-3.223***
市净率	-0.00003	-1.561
公司规模	0.001	2.744***
基金持仓变动比例	-0.003	-1.683*
R^2	0.216	
F值	8.097***	

注:***、**、*分别代表在1%、5%和10%的水平上显著。

从表中可以看出,模型中各变量的解释力虽然不强,但有些自变量在统计意义上显著,且CAR(1,30)与这些假设变量之间存在显著的相关关系。实证结果表明:

(1)基金持仓变动比例与CAR显著负相关,即基金增仓比例越大,CAR越小,反之,基金减仓比例越大,CAR越大。从重要股东减持引起的股价变动方向看,基金越增仓,减持事件引发的市场效应越明显,与假设一致。

(2)市净率与CAR负相关,但不显著,即公司估值越高,累计超常收益率越小,市场效应越明显,与假设一致。

(3)减持量占流通股的比例与CAR显著负相关,即减持股份越多,市场效应越明显,与假设一致。

(4)公司规模与CAR显著正相关,即公司规模越大,市场效应越小,与假设一致。

(5)持股成本与CAR的关系显著,但是符号和预期不一致,即重要股东的持股成本越低,CAR反而越高,市场效应越小。

对这种状况可以进行如下解释:一是经营状况良好且成长性较好的上市公司在限售期内价值增值较一般上市公司大,从而使成本价格比下降;二是业绩越好的公司往往分红较多,送股也多,导致绝对成本也下降。上述两个因素导致重要股东的持股成本与公司业绩及成长性存在某种负相关关系,这种负相关不仅抵消了成本因素带来的价格压力,同时使重要股东持股成本越低,引发的市场效应越小。

六、主要分析结论及政策建议

1. 重要股东增减持股票的市场反应具有明显的不对称性,增持无明显市场效应,减持市场效应明显,并表明有一定的市场价格压力。

2. 重要股东增持股票无明显市场反应的原因可能是:增持量过小;增持时处于过低的指数区间,投资者信心不足;增

持信息被利用;市场有效性不高等。对此建议提高市场透明度,对利用重要股东少量增持而使另一内幕投机者卖出的行为重点监控。从长期市场建设上也应以提升市场有效性为目标,并保持市场有合理的流动性。

3. 重要股东在减持上市公司股票时(减持公告发布前)获得正的超常收益,“减持直接效应”为负,不符合假设,但减持公告发布后,超常收益率显著为负,“减持引致效应”明显,减持公告前后存在较大的套利空间,可使中小投资者产生短期损失,而整体超常收益率为负,说明中小投资者长期利益受损。建议重要股东所持限售股要进入二级流通市场,预先登记并公告后再减持,以防止重要股东与其他机构投资者在减持前恶意操纵股价,损害中小投资者的利益。

4. 重要股东的减持量占流通股比例越高,“减持引致效应”越强,中小投资者跟随的行为越强烈,股票价格的下跌幅度越大。建议通过征收资本利得税,来调节重要股东减持的限售股数量,如减持量占流通股比例越高,规定的税率越高等等。

5. 上市公司股价估值水平越高,减持公告引起的市场效应——主要是“减持引致效应”越大。应该努力提高上市公司质量,提升股票投资价值,以此来坚定投资者特别是中小股东长期投资的信心,从根本上减缓或消除重要股东减持的动力和市场压力。

6. 基金投资行为与重要股东减持行为导致的CAR变动负相关,说明基金行为不能影响CAR的变动方向,同时也从一个侧面说明了基金存在有意为重要股东减持接盘的可能。虽无明确证据证明这种行为存在,但由于有其可能,监管部门应在深入了解的基础上进行重点监控,如果的确存在制度上的漏洞,单靠监控难度太大,应加紧修订相关基金管理制度。

主要参考文献

1. 陈耿,陈秋.大股东股份减持过程中的市场财富效应检验.商场现代化,2009;2
2. 林丽贞.我国上市公司大股东减持的市场反应及其对上市公司经营绩效的影响研究.厦门大学博硕论文数据库,2009
3. 黄建欢,尹筑嘉.中国股市限售股解禁的减持效应研究.管理科学,2009;8
4. 赵学军,王永宏.中国股市“处置效应”的实证分析.金融研究,2001;7
5. 吕岚,李学.中国股市投资者的处置效应.中国证券报,2002-04-22
6. Scholes, Myron S.. The Market for Securities; Substitution versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices. Journal of Business, 1972;45
7. Asquith, Paul, Mullins, David W.. Equity Issues and Offering Dilution. Journal of Financial Economics, 1984;15
8. K.R.French. Stock Returns and Weekend Effect. Journal of Financial Economics, 1980;55