

# 限售股流通与股价效应关系的实证研究

冯 玲

(福州大学财金系,福州 350002)

**摘 要:**本文运用事件研究法对限售股上市流通的股价效应进行了实证研究。研究结果表明:限售股的上市流通带来负的股价效应;样本公司的特征及股票的交易特性显著影响股价效应;在累积超额收益率为正的样本中,累积超额收益率与净资产收益率负相关,与区间日均股票换手率、股票每股收益正相关;在累积超额收益率为负的样本中,累积超额收益率与 IPO 到限售流通股上市流通的时间、账面市值比、区间日均成交量负相关。

**关键词:**限售股;股票流通;股价效应;事件研究法

**中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-980X(2008)09-0098-07

在 2005 年 5 月正式启动的我国股权分置改革中,非流通股股东向流通股股东支付一定的对价,使其持有的非流通股获得在二级市场上自由流通的权力。但是,为了维持市场的稳定性,我国证监会规定,这些非流通股在锁定一定的时间期限之后才能按照不同的比例上市流通,从而转化成了“限售流通股”。第一批限售股于 2006 年 6 月 19 日开始上市流通,2006 年度限售股解禁数量总计为 114.09 亿股,2007 年度限售股解禁数量总计为 302.67 亿股,而从 2008 年 6 月开始,将迎来限售股更大规模的解禁流通。

虽然上市公司的股权分置改革已经基本完成,但实际上中国的资本市场改革刚刚进入攻坚阶段,股权分置改革导致的“大小非”解禁才刚刚开始。随着解禁的非流通股的逐步全流通,其影响将迥异于以往股市历史中任何一次常规性大扩容,它具有规模大、涉及公司范围广、时间集中等特征,只有限售股全部顺利平稳地实现全流通,股权分置改革才算取得了最终的成功。虽然我国证监会采取了一系列措施(如限售股的大宗交易平台、限售股转投券商市值管理等)试图减轻市场压力,但在此过程中,限售股上市交易所带来的扩容压力依然不容忽视。那

么,限售股上市交易会给出原有流动性市场的资产价格造成怎样的影响?有哪些因素会显著影响股价效应呢?

Shleifer 发现,股票需求曲线是下倾的,即增加股票供应量会使股票价格降低<sup>[1]</sup>。Field 和 Hanka 通过检测美国《144 规则》下的非流通股,发现非流通股“锁定协议期满”时,交易量上升了 40%,而事件日前 3 天的异常收益率为 -1.5%<sup>[2]</sup>。Ofek 和 Richardson 利用 1998 年 1 月至 2000 年 11 月这一期间的网络股价格变化进行实证研究,发现在锁定协议到期时,超额收益率低至 -33%<sup>[3]</sup>。Brav 和 Gompers<sup>[4]</sup>,Cao、Field 和 Hanka<sup>[5]</sup>都对非流通股在锁定协议到期时的股票价格反应进行了研究,并一致认为,非流通股的上市流通将带来超额收益率的下降。Ertimur、Sletten 和 Sunder<sup>[6]</sup>,Field 和 Hanka<sup>[2]</sup>,Hong、Scheinkman 和 Xiong<sup>[7]</sup>,Chen 和 Yuan<sup>[8]</sup>等则从理论上研究了非流通股的锁定协议到期时的股价反应。陈蛇、陈朝龙<sup>[9]</sup>运用事件研究方法解释“股改”引发的个股价格上涨和整体股价下跌的股市波动现象,认为“股改”存在机制设计缺陷。唐国正等<sup>[10]</sup>应用不对称信息理论和行为金融学理论解释首批 4 个试点公司“股改”方案的公众投资者

收稿日期:2008-07-15

基金项目:国家教育部人文社科研究 2005 年度规划基金项目(05JA790016);福建省科技厅 2006 年软科学重点项目(2006R0023);福建省 2007 年度新世纪优秀人才支持计划(闽教科文[2007]20 号)

作者简介:冯玲(1963—),女,福建宁德人,福州大学管理学院财金系副教授,硕士生导师,金融学博士,研究方向:资产定价、金融工程。

根据中国证监会发布的《上市公司股权分置改革管理办法》第二十七条的规定:自改革方案实施之日起,原公司非流通股在 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%。

支持率差异,并研究了股改“对价”比例的合理性及其流通股股东的权益保护问题。何诚颖、李翔<sup>[11]</sup>也运用事件分析模型对已完成股权分置改革的一批样本公司股价效应进行实证检验,认为股改作为一个完整事件,在股改前后的30个交易日内,股价效应应具有统计意义上的显著性;但在股改方案实施后,随着时间的推移,上市公司股改效应呈现逐步弱化的趋势。赵俊强、李湛<sup>[12]</sup>基于需求价格理论,通过构建数学模型,对股权分置改革后受限股票全流通问题进行了理论分析,并提出了相应的解决对策。

本文在国内外学者研究的基础上,实证检验限售股上市流通的股价效应。本文的结构安排如下:首先说明样本选择及研究方法的设计;其次对限售股上市流通的股价效应进行实证检验;然后构建股价效应的因素分析模型,并归纳主要结果;最后给出结论并提出建议。

## 1 样本选择与研究设计

### 1.1 样本数据

本文以上海证券交易所在2006年6月19日至2007年3月15日期间存在限售股上市流通的207家上市公司为初始样本,剔除ST上市公司9家、限售股上市流通次数为2次及2次以上的公司20家,得到最终样本为178家。股票价格及相关变量数据来自Wind数据库。

### 1.2 研究方法

本文采用事件研究法<sup>[13,14]</sup>研究限售股上市流通对原有流通市场股票价格的影响。把限售股上市流通的前后30个交易日作为事件窗口,把限售股上市流通的前150个到前31个交易日作为观察窗口,观察窗口的长度为120个交易日(见图1)。在事件研究中,本文采用市场模型计算资产收益率,通过超额收益率(AR)和累积超额收益率(ACAR)来描述限售股上市流通事件对资产收益(股价效应)的影响。

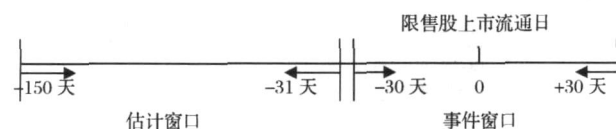


图1 事件窗口的定义

在参数检验方法的选择中,由于日超额收益率基本服从正态分布,因此对其采用参数检验中的检验方法;而累积超额收益率不服从正态分布,我们不

清楚其分布函数,因此对累积超额收益率采用非参数检验中的秩检验法。

### 1.3 参数设定

本文将样本依据其不同的参数变量进行分组,通过其累积超额收益率的变化来观察股价效应,其中参数变量包括公司经营业绩和财务表现(净资产收益率、债务权益比)、公司生存能力(价格波动、公司规模)、股权结构和交易特性(前10大股东持股比例、区间日均成交量)、股票实际价值(每股净资产)。

我们选定一个参数变量,并假定其他参数不变,把样本公司分为3组。以净资产收益率为例,按净资产收益率从小到大排序,将公司样本分成3组。由于样本公司为178家,所以我们设定第一组、第二组和第三组分别为59家、59家和60家。第一组上市公司的净资产收益率最低,第三组上市公司的净资产收益率最高。用同样的方法,可基于其他参数变量进行分组。

## 2 限售股上市流通的股价效应

### 2.1 总样本的平均日超额收益率和平均累积超额收益率

图2显示了总样本的平均日超额收益率的分布情况。以事件日为分界观察样本的平均日超额收益率,可发现,从事件发生前30日至事件发生日,出现负的平均日超额收益率的交易日要明显多于出现正的平均日超额收益率的交易日,并且在事件发生前18日到事件发生日期间存在一个较为明显的平均日超额收益率为负的分布,在其他交易日呈现较为随机的分布状况。从图2还可以看出,在事件日的前14天、前3天和前2天的平均日超额收益率为负,分别为-0.00776(即-0.776%)、-0.00650(即

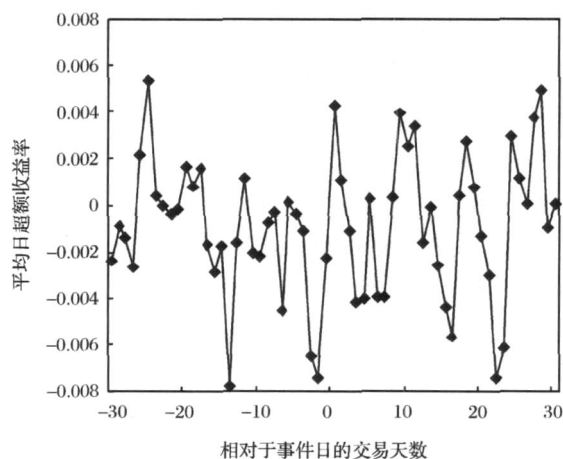


图2 总样本的平均日超额收益率的分布情况

- 0.650 %)和 - 0.00746(即 - 0.746 %) ,这显示了股价在限售股上市流通日前已经产生了异常下跌的情形。

图 3 显示了从事件发生前 30 日至事件发生后 30 日总样本平均累积超额收益率的变化情况。总样本的平均累积超额收益率在限售股上市流通前

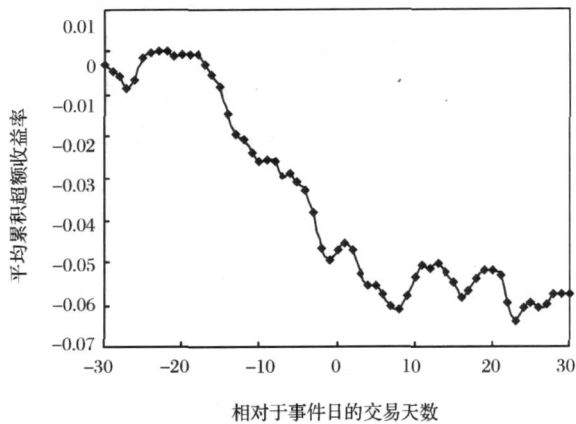


图 3 总样本的平均累积超额收益率的变化情况

18 天左右开始下降,在限售股上市流通的 10 天后开始保持稳定。图 3 显示在限售股上市流通的研究期间(相对于事件日 - 30 天至 + 30 天)市场基本表现为负的股价效应,总样本的平均累积超额收益率在事件日前 30 天约为 0 值,至事件发生后 10 日下降为 - 0.0574(- 5.74 %)。

下面,我们通过改变累积超额收益率的累积期间来观察限售股上市流通带来的股价效应。从表 1 可以看出,累积期间不同,限售股上市流通对平均累积超额收益率的影响结果存在细微不同,总体而言,上市公司在限售股上市流通期间表现为负的股价效应。将平均累积超额收益率的累积期间定为从事件发生前 30 天到事件发生后 30 天,在 178 家样本公司中,有 72 家(40.4 %)上市公司在限售股上市流通期间表现出较大的负股价效应,有 106 家(59.55 %)上市公司在限售股上市流通期间表现出较小的正股价效应;将平均累积超额收益率的累积期间定为从事件发生前 20 天到事件发生后 10 天,在研究期间表现为负的股价效应的上市公司增加至 82 家(46 %)。

表 1 不同累积期间的平均累积超额收益率

| 累积期间         | 总样本均值        | z 检验值   | 平均累积超额收益率<br>小于 0 样本数(均值) | 平均累积超额收益率<br>大于 0 样本数(均值) | 最大值    | 最小值      |
|--------------|--------------|---------|---------------------------|---------------------------|--------|----------|
| [- 20,+ 5]   | - 0.04127 ** | - 2.210 | 78(- 0.367)               | 100(0.212)                | 0.6375 | - 7.3603 |
| [- 20,0]     | - 0.03339 ** | - 1.920 | 83(- 0.296)               | 95(0.196)                 | 0.4969 | - 5.8497 |
| [[- 20,+ 10] | - 0.04234 ** | - 2.562 | 82(- 0.394)               | 96(0.258)                 | 0.6142 | - 8.0604 |
| [- 15,+ 10]  | - 0.04192 ** | - 2.637 | 77(- 0.371)               | 101(0.209)                | 0.5134 | - 7.5985 |
| [- 30,+ 30]  | - 0.05527 ** | - 2.210 | 72(- 0.696)               | 106(0.380)                | 0.9633 | - 9.4776 |

注:“\*”“\*\*”“\*\*\*”分别表示在 0.1、0.05、0.01 水平下双尾检验显著;Z 为非参数秩和检验中的统计显著性指标;最大值表示样本累积超额收益率最大值;最小值表示样本累积超额收益率最小值。

2.2 参数分组分析结果

2.2.1 公司经营业绩和财务表现

图 4 显示了不同的净资产收益率(ROE)对样本公司股价效应的影响。从图 4 可以看出:在[- 30,+ 30]的累积期间内,净资产收益率最小组的平均累积超额收益率在限售股上市流通的前 20 天开始下降,在此期间最低至 - 0.21,呈现出负的股价效应;而在此期间,净资产收益率最大组和中间组的平均累积超额收益率基本保持不变。

可见,投资者喜欢购买业绩优良公司的股票,且在面临一定的流动性冲击(限售股上市流通)时,投资者愿意继续持有这些股票,从而这些股票不存在很大的需求下降压力。

图 5 显示了债务权益比对样本公司股价效应的影响。从图 5 可以看出:在[- 30,+ 30]的累积期间内,债务权益比最大组的平均累积超额收益率出现

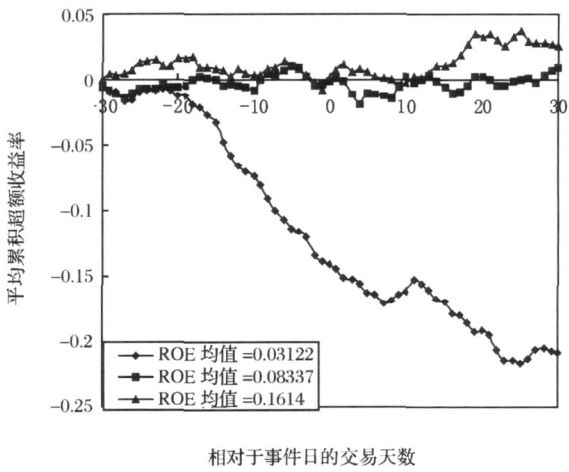


图 4 净资产收益率对平均累积超额收益率的影响

了大幅度的下降,在此累积期间最低至 - 0.22;相反,债务权益比最小组的平均累积超额收益率在此累积期间不仅没有下降,反而存在一定程度的上升

趋势。

这是因为上市公司的债务权益比越大,意味着该上市公司存在破产或资金链断裂的可能性越大,从而说明该公司价值存在不稳定性,当面临限售股上市流通冲击时,投资者将在事件发生前减少其对这些上市公司股票的持有量,从而导致该上市公司股票的累积超额收益率大幅度下降。

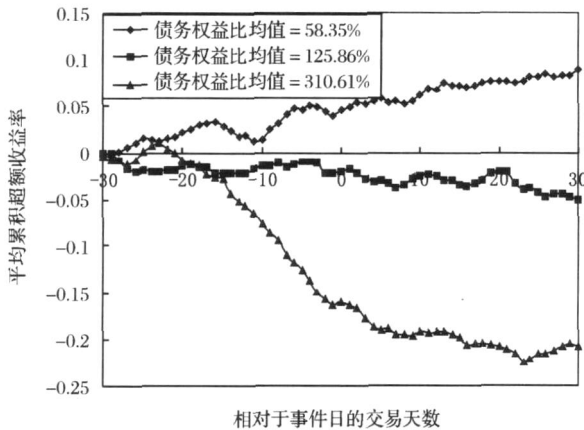


图5 债务权益比对平均累积超额收益率的影响

## 2.2.2 公司生存能力

图6和图7分别显示了股价波动率和公司规模(即公司生存能力)对平均累积超额收益率的影响。图6显示:在 $[-30, +30]$ 的累积期间内,价格波动率最大组的股票累积超额收益率在限售流通股上市流通前20天左右开始出现大幅度下降,到限售股上市流通后30天,平均累积超额收益率低至 $-0.22$ ;而价格波动率中间组的股票累积超额收益率在限售股上市流通前15天左右开始出现下降,对比价格波动率最大组,价格波动率中间组在限售流通股上市流通后5天左右开始上升;价格波动率最小组的股票累积超额收益率不仅没有下降,反而上升。可见,价格波动率越小,上市公司价值越稳定,投资者更愿意持有这些上市公司的股票。

从图7可以看出:在 $[-30, +30]$ 的累积期间内,公司规模最大组和中间组的股票累积超额收益率不仅没有下降,反而存在小幅度的上升趋势;而公司规模最小组的股票累积超额收益率出现了大幅度下降,在此期间内最低至 $-0.45$ 。在限售股上市流通过程中,由于小规模上市公司的股票发生了较大的价格下跌现象,从而导致总样本的平均累积超额收益率呈负的市场表现(见图3)。上市公司的规模越大,越能够承受限售股上市流通带来的流动性变化压力,这表现为股票的累积超额收益率持续小幅度上升。

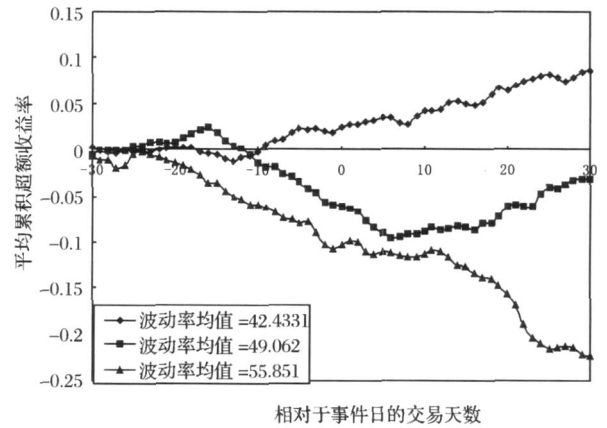


图6 波动率对平均累积超额收益率的影响

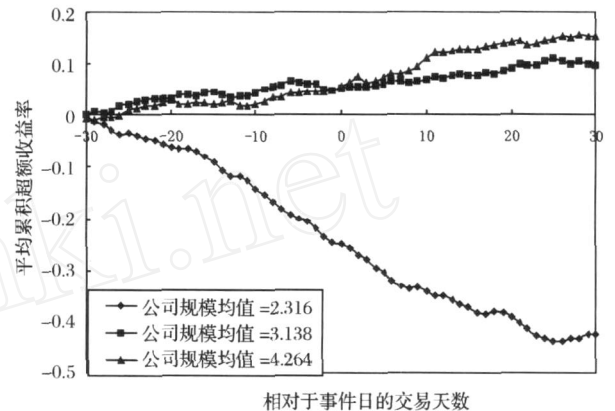


图7 公司规模对平均累积超额收益率的影响

## 2.2.3 股权结构和交易特性

图8显示了前10大股东持股比例不同的样本公司其限售股上市流通对股价效应的影响。

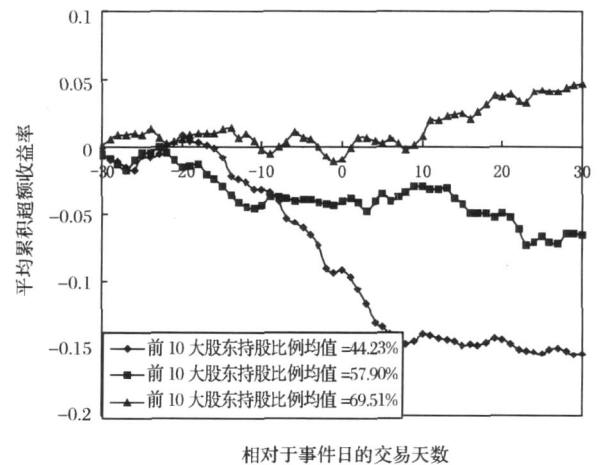


图8 前10大股东持股比例对平均累积超额收益率的影响

从图8可以看出:在 $[-30, +30]$ 的累积期间内,前10大股东持股比例最大组在限售流通股上市流通的研究期间内累积超额收益率没有下降,组内上市公司的前10大股东持股比例均值达到了69.51%,即组内上市公司的近70%的股票由前10

大股东持有,投资者组合具有较好的稳定性,因此呈现较稳定的股价效应。我国企业缺乏合理的公司治理结构,金字塔型的企业集团正在兴起,因此取得上市公司控股权变得很重要。

从一定意义上说,日均成交量越大,上市公司股票的流动性越大,投资者对其持有的组合比例变化越大。图 9 显示了股票的交易特性对股价效应的影响。从图 9 可以看出,在  $[-30,+30]$  的累积期间内,日均成交量最大组的股票累积超额收益率出现了较大下降,平均累积超额收益率在事件发生日的前 30 天的 0 下降到事件日后 30 天的  $-0.35$ 。

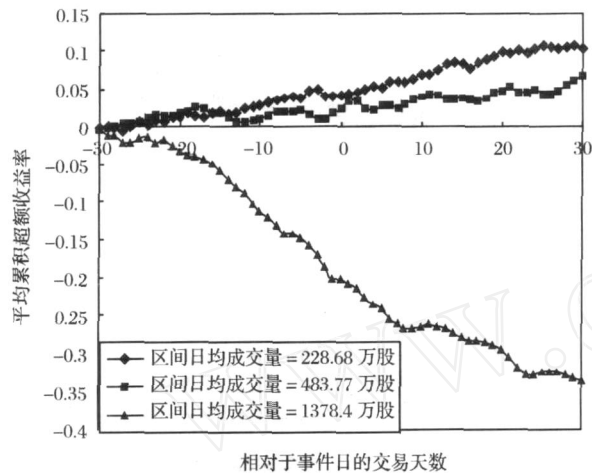


图 9 股票交易特性对平均累积超额收益率的影响

2.2.4 股票实际价值

本文用每股净资产来代表股票的实际价值,每股净资产值越大,表明上市公司每股股票代表的财富越丰厚,通常创造利润的能力和抵御外来因素影响的能力越强。

图 10 显示了股票实际价值对股价效应的影响。从图 10 可以看出:在  $[-30,+30]$  的累积期间内,每

股净资产最小组的股票在限售股上市流通因素的影响下呈现较大程度的下降趋势,平均累积超额收益率最低至  $-0.25$ ;每股净资产中间组的股票累积超额收益率也呈现下降趋势,但下降幅度较小,且在事件日发生后 6 天开始上升;每股净资产最大组的股票累积超额收益率没有下降,基本保持不变。

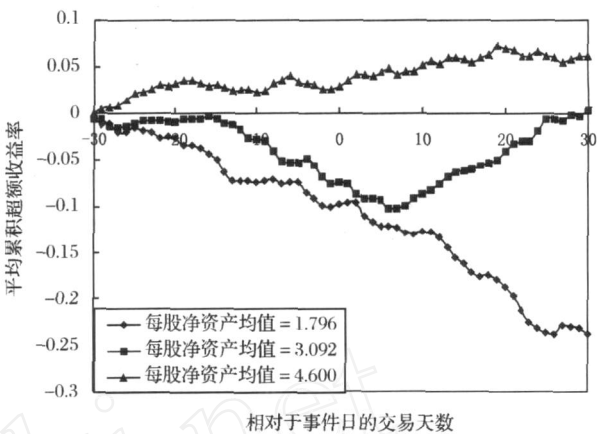


图 10 股票实际价值对平均累积超额收益率的影响

3 股价效应的因素分析模型与结果

从以上参数分组分析中可以看出,不同上市公司的限售股上市流通的股价效应存在较大差异。为了进一步分析限售股上市流通所引起的股价效应的内在原因,本文采用多元回归方法进行分析。将样本按照累积超额收益率为正和为负分为两组样本,对这两组样本分别进行线性回归分析,找出其中的异同之处。本文将累积超额收益率作为股价效应的被解释变量,解释变量包括有关公司特征、股票交易特征、限售股上市流通特征的相关变量(见表 2)。研究期间分别为限售股上市流通日的  $[-20,+10]$  和  $[-30,+30]$  区间。

表 2 变量符号及其含义

| 变量             | 含义                                                 |
|----------------|----------------------------------------------------|
| CAR            | 累积超额收益率(不同模型采用不同的样本及不同的累积期间)                       |
| ROE            | 净资产收益率(取 2006 年年报中的净资产收益率,用以表示公司业绩)                |
| DE             | 债务权益比(采用产权比例,取 2006 年年报中的产权比例)                     |
| SG             | 价格波动(区间采用 2006 年 6 月 19 日至 2007 年 3 月 15 日,即为样本区间) |
| S <sub>1</sub> | 公司规模(取公司资产的对数值,其中公司资产为 2006 年年报中的数据)               |
| LR             | 前 10 大股东持股比例(取 2006 年年报中的前 10 大股东持股比例)             |
| VOL            | 区间日均成交量(区间采用样本区间)                                  |
| NA             | 每股净资产(取 2006 年年报中的每股净资产)                           |
| S <sub>2</sub> | 上市流通的限售流通股数目                                       |
| T              | IPO 到限售流通股上市流通的时间                                  |
| BP             | 账面市值比                                              |
| EPS            | 每股收益(采用 2006 年年报的每股收益)                             |
| CH             | 区间日均股票换手率(区间采用样本区间)                                |

对不同的被解释变量进行多元线性回归分析,模型构建如下:

$$CAR = C_0 + C_2 \times LR + C_3 \times SG + C_4 \times NA + C_5 \times VOL + C_6 \times DE + C_7 \times S_1 + C_8 \times ROE + C_9 \times$$

$$T + C_{10} \times BP + C_{11} \times EPS + C_{12} \times CH + C_{13} \times S_2 + \varepsilon。$$

其中, $\varepsilon$ 为随机误差项。对上市公司样本的回归结果见表 3。

表 3 多元线性回归结果

| 变量                 | 模型(1)<br>总样本         | 累积期间                 |                     |                       |                     |
|--------------------|----------------------|----------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|
|                    |                      | [- 20 , + 10 ]       |                     | [- 30 , + 30 ]        |                     |
|                    |                      | 模型(2)<br>CAR < 0     | 模型(3)<br>CAR > 0    | 模型(4)<br>CAR < 0      | 模型(5)<br>CAR > 0    |
| 样本数                | 174                  | 78                   | 96                  | 68                    | 106                 |
| C <sub>0</sub>     | 0.2660(0.630)        | 0.1155(0.683)        | 0.3397(1.270)       | 0.2865(0.967)         | 0.2755(0.741)       |
| LR                 | - 0.0031(- 1.037)    | - 0.0003(- 0.200)    | 0.0011(0.629)       | - 0.0037(- 1.589)     | 0.0026(1.009)       |
| SG                 | 0.0002(0.025)        | - 0.0015(- 0.489)    | - 0.0079*(- 1.957)  | 0.0004(0.087)         | - 0.0063(- 1.079)   |
| NA                 | 0.0126(0.378)        | 0.0049(0.312)        | 0.0241(1.275)       | - 0.0108(- 0.369)     | - 0.0011(- 0.039)   |
| VOL                | - 5.95E- 05(- 1.234) | - 5.95E- 05(- 0.665) | - 0.000014(- 0.306) | - 1.25E- 05*(- 1.762) | - 0.000056(- 1.196) |
| DE                 | 1.67E- 06(0.011)     | 1.67E- 06(- 0.982)   | 0.00033**(2.095)    | - 5.77E- 05(0.241)    | 0.00024(1.075)      |
| S <sub>1</sub>     | - 0.0145(- 0.459)    | - 0.0066(- 0.555)    | 0.0124(0.551)       | 0.0112(0.524)         | 0.0071(0.247)       |
| ROE                | 0.2829(0.389)        | - 0.0295(- 0.109)    | - 1.1451**(- 2.240) | - 0.1268(- 0.278)     | - 1.4328**(- 2.020) |
| T                  | 0.0005(0.045)        | - 0.0073*(- 1.623)   | 0.0018(0.298)       | - 0.0134*(- 1.680)    | 0.0095(1.108)       |
| BP                 | 0.1991(0.543)        | - 0.1453(- 0.972)    | - 0.1548(- 0.659)   | - 0.7249**(- 2.610)   | - 0.2133(- 0.682)   |
| EPS                | - 0.2112(- 0.068)    | - 1.9758(- 1.260)    | 1.8028(1.018)       | 3.4105(1.078)         | 4.5112*(1.855)      |
| CH                 | 0.0039(0.099)        | - 0.0167(- 0.892)    | 0.0587***(2.577)    | - 0.0411(- 1.359)     | 0.0940*(2.831)      |
| S <sub>2</sub>     | 0.0201(0.239)        | 0.0041(0.119)        | - 0.0378(- 0.686)   | 0.0021(0.036)         | - 0.0272(- 0.375)   |
| R <sup>2</sup> (%) | 3.52                 | 3.5                  | 19.5                | 24.4                  | 18.2                |

注:括号内数值为检验显著性的 t 统计值;“\*”表示在 10 %水平下显著,“\*\*\*”表示在 5 %水平下显著。

从表 3 可以看出,累积超额收益率的累积期间为[- 30 , + 30 ]的总体回归结果较为理想,因此我们基于累积期间为[- 30 , + 30 ]的回归结果进行分析。

从模型(4)的回归结果可以看出,对于累积超额收益率为负的上市公司样本,累积超额收益率与账面市值比(BP)在 5 %的显著性水平下负相关,与区间日均成交量(VOL)及 IPO 到限售股上市流通的时间(T)在 5 %的显著性水平下负相关。

从模型(5)的回归结果可以看出,对于累积超额收益率为正的上市公司样本,累积超额收益率与净资产收益率(ROE)在 5 %的显著性水平下负相关。这一结果与一般的预期不同,可能是因为在限售股上市流通期间,小公司产生了过度反应。累积超额收益率在 10 %的显著性水平下与区间日均换手率(CH)和股票每股收益(EPS)正相关。

从表 3 中模型(4)和模型(5)的回归结果还可看出,对于平均累积超额收益率为正和为负的样本,具有显著性的影响因素是不同。此外,在平均累积超额收益率与前 10 大股东持股比例、IPO 到限售股上市流通的时间、区间日均换手率、上市流通的限售股

数目等变量的关系上,两组样本表现出完全相反的相关性。

4 结论与建议

股权分置改革基本完成后,股权分置市场转变为全流通市场,是我国股票市场基础制度环境的重大变化。随着股权分置改革中解禁的非流通股的逐步全流通,其对原有流通市场带来的巨大的流动性冲击势必成为中国证券业界和学界关注的重点。基于本文的研究结果,可得到以下结论:

第一,从总体样本看,限售股的上市流通带来负的股价效应。

第二,参数分组比较分析结果表明,样本公司的特征及股票的交易特性对股价效应产生显著的影响。

第三,通过多元线性回归分析,在累积超额收益率为正的样本中,公司的累积超额收益率与净资产收益率负相关,与区间日均换手率、股票每股收益正相关;在累积超额收益率为负的样本中,累积超额收益率与 IPO 到限售股上市流通的时间、账面市值比、区间日均成交量负相关。

由于总样本中有 4 支股票在[- 30 , + 30 ]上的累积超额收益率远大于一般股票的累积超额收益率,因此在多元线性回归中将这 4 支股票作为异常情况而剔除。

我们认为,目前中国股市的运行与发展正处于一个极为特殊也极为复杂的时期,这种特殊性和复杂性的最集中反映就是股权分置改革所带来的占到市场股本总额近 67% 的逐步解禁的非流通股。本文的分析对象为第一批解禁的限售股,分析结果表明,限售股的上市流通带来负的股价效应。可以预期,随着这些规模巨大、上市时间集中且成本低廉的限售股的解禁流通,其对原有流通市场股票价格的影响将是巨大的,这种变化已经可以被投资者用于套利,并可能逆转中国股市的供求关系。虽然不能说限售股解禁及预期是这一轮股市暴跌的惟一因素,但无疑是重要的影响因素。因此,本文下一步的研究方向将是限售股上市流通对中国股市估值体系的影响。本文认为,为使股权分置改革最终成功,必须控制限售股上市流通带来的负面效应,缓解限售股流通带给市场的巨大流动性冲击,可从以下方面加强控制。

1) 我国证监会应该细化限售股流通规则,限制上市公司大规模减持限售股,使市场的解禁行为和减持行为能够在时间上错开,从而缓解限售股流通带给市场的供求矛盾。引入市场机制,建立科学的、健全的上市流通体系。股权在实现全流通的过程中,为了规范操作程序,应及时披露限售股上市流通的相关信息,构筑良好的沟通渠道,发挥中小投资者的监督作用。

2) 完善相关的法律规范。限售股的持有人已成为市场上最大的股票持有者,同时也是内幕人,应针对关联方交易和内幕交易等进行法律规定,防止内幕交易对投资者和整个市场造成的损害。

致谢:感谢福州大学管理学院财金系硕士研究生钟仁香同学为本文所做的大量工作。

## 参考文献

- [1] SHLEIFER A. Do demand curves for stocks slope down? [J]. *Journal of Finance*, 1986, 41: 579-590.
- [2] FIELD C L, HANKA G R. The expiration of IPO share lockups[J]. *Journal of Finance*, 2001, 56(2): 471-500.
- [3] OFEK E, RICHARDSON M. Dotcom mania: the rise and fall of internet stock prices[J]. *Journal of Finance*, 2003, 58: 1113-1137.
- [4] BRAV A, GOMPERS P A. The role of lockups in initial public offerings[J]. *Review of Financial Studies*, 2003, 16: 1-29.
- [5] CAO C, FIELD L C, HANKA G R. Does insider trading impair market liquidity? Evidence from IPO lockup expirations[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2002(5): 256-312.
- [6] ERTIMUR Y, SLETTEN E, SUNDER J. Voluntary disclosure strategy around IPO lockup expirations [R]. Working paper, 2007.
- [7] HONG H G, SCHEINKMAN J A, XIONG W. Asset float and speculative bubbles[R]. Working paper, Princeton University, 2004.
- [8] CHEN K C W, YUAN Hongqi. Government involvement, market forces, and the pricing of earnings: a comparison of China's marketable and non-marketable shares[R]. Working paper, 2001.
- [9] 陈蛇, 陈朝龙. 股权分置改革的表决机制为何引发市场异常波动[J]. *财经科学*, 2005(4): 58-63.
- [10] 唐国正, 熊德华, 巫和懋. 股权分置改革中的投资者保护与投资者理性[J]. *金融研究*, 2005(9): 26-35.
- [11] 何诚颖, 李翔. 股权分置改革、扩容预期及其市场反应的实证研究[J]. *金融研究*, 2007(4): 56-63.
- [12] 赵俊强, 李湛. 股权分置改革与股票全流通: 一个基于需求价格理论的分析[J]. *生产力研究*, 2007(11): 12-18.
- [13] 袁显平, 柯大钢. 事件研究方法及其在金融经济研究中的应用[J]. *统计研究*, 2006(10): 31-39.
- [14] BROWN S, WARNER J. Using daily stock returns: the case of event studies[J]. *Journal of Financial Economics*, 1985(14): 3-31.

## Empirical Study on Relationship between Restricted Share's Circulation and Stock Price Effect

Feng Ling

(Department of Finance, Fuzhou University, Fuzhou 350002, China)

**Abstract:** This paper empirically studies the stock price effect of restricted share's circulation by using the event study. The result shows that, the circulation of restricted share causes a negative effect of stock price; firm-specific and stock's trading features have significant effect on the stock price effect; in the samples of listed companies with positive cumulative abnormal return, cumulative average abnormal return is negative correlation with return on equity, and is positive correlation with the inter-zone average turnover ratio and book to price ratio; in the samples of listed companies with negative cumulative abnormal return, cumulative average abnormal return is negative correlation with time, book to price ratio and inter-zone average trading volume.

**Key words:** restricted share; stock circulation; stock price effect; event study