

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 32120101150567

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

**IPO 折价、限售解禁及高派现倾向：
基于 IPO 限售规定的实证研究**

**IPO Underpricing, Lockup Expiration and The
Tendency of High Cash Dividends: The Empirical Evidence
Based on The Limited-sale Provisions of IPO**

陈冰冰

指导教师姓名：肖 珉 副教授

专业名称：财 务 学

论文提交日期：2013 年 4 月

论文答辩时间：2013 年 月

学位授予日期：2013 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2013 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

公司进行 IPO 存在着大量的限售股东，这些限售股东持股比例大，多数情况下是大股东。根据 IPO 限售期的规定，IPO 过程可分为：IPO 上市时，IPO 上市后至 IPO 限售股解禁期满前，IPO 解禁期满时等几个阶段。那么 IPO 限售股东在每个阶段的行为如何？

IPO 折价现象普遍存在，本文研究的第一个问题是通过论证 IPO 折价率与限售股东之间是否存在着关系，以探讨 IPO 时限售股东的行为。本文研究的第二个问题是在 IPO 之后，限售股解禁时，限售股东是否对限售股解禁的市场反应产生影响。本文研究的第三个问题是，在 IPO 之后，解禁期满前，由于限售政策的约束，限售股东无法通过减持获利，那么限售股东是否会通过其他方式，以更早地获得利益？

本文以 2006 年 6 月 1 日后上市的中小板公司为样本对首发上市原股东限售股东进行研究。原股东限售数据为手工收集。实证分析发现限售股东与 IPO 折价存在正相关关系，限售制度的稳定效果不明显。研究发现样本公司在限售股解禁日的异常收益显著为负，限售一年的股东样本在窗口期 $(-1, 1)$ 日的累积超额收益率为-1.47%，限售三年的股东样本在窗口期 $(-1, 1)$ 日的累积超额收益率为-1.65%。通过横截面回归分析，发现 CAR 与异常换手率、各类型限售股东呈相关关系，限售股东对 CAR 产生了消极的影响。风险投资在对限售股的解禁也产生了影响，有 VC 限售股东的公司和没有 VC 限售股东的公司的累积超额收益存在显著性差异。从高派现角度分析，结果发现限售股东与每股现金分红存在显著正相关关系，且这一情况在超募的情况下也显著。

关键词： IPO 限售 IPO 折价 限售解禁

ABSTRACT

There is a large number of restricted shareholders in initial public offering, a large proportion of them is the majority shareholder generally. According to the provision of IPO lockup period, the IPO process can be divided into several periods: the time when shares listed, after IPO listed and prior to the lockup expiration, the time when lockup expires. Then how do the IPO restricted shareholders behave at each stage?

The initial public offering underpricing is widespread in capital markets around the world. Through examining the relationship between the IPO underpricing rate and restricted shareholders to discuss the behavior of restricted shareholders in the time of initial public offering, which is the first question of this paper. The second problem is whether restricted shareholders make impact on the market reaction or not when lockup expires. The third problem of this paper is that, whether restricted shareholders realized gains earlier by circumventing the restrictions on selling shares before lockup expiration.

This paper collects data of restricted shareholders in the IPO from Small and Medium Enterprise Board manually. The empirical analysis found that restricted shareholders have positive correlation with the IPO underpricing rate, shows that the limited-sale provisions of IPO do not have a stabilizing effect on the market. The study found firms' abnormal returns on lockup expiration, is significantly negative. The CAR (cumulative abnormal return) of firms restricted to 12 months lockup is -1.47% in the window period of (-1,1). The CAR (cumulative abnormal return) of firms restricted to 36 months lockup is -1.65% in the window period of (-1,1). Using cross-sectional regression analysis, we found that CAR (cumulative abnormal return) has a association with abnormal turnover rate, various types of restricted shareholders and restricted shareholders have negative impact on CAR. Venture capital has an effect on the market when lockup expires, there are significant differences on CAR (cumulative abnormal return) in the window period of (-1,1) between venture backed firms and non-venture backed firms. Analysis from the angle of the cash dividend, we found that restricted shareholders have a positive relationship with cash dividends per share, and the

situation also significantly when firms have excess fund .

Key Words: IPO lockup, IPO underpricing, Lockup expiration

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究对象及意义	2
第三节 主要内容和结构安排	5
第四节 本文的研究创新与贡献	6
第二章 文献回顾	8
第一节 IPO 折价相关研究	8
第二节 IPO 限售股解禁相关研究	12
第三节 IPO 中的风险投资相关研究	14
第四节 股票发行中的利益输送行为相关研究	16
第三章 制度背景	20
第一节 中小企业板的创立与发展	20
第二节 关于 IPO 首发限售的规定	21
第四章 研究设计	23
第一节 实证研究假设	23
第二节 样本选择与数据来源	27
第三节 模型构建与研究变量设计	27
一、IPO 折价与限售股东研究.....	28
二、IPO 限售股解禁的市场反应.....	29
三、解禁前公司的高派现倾向.....	30
第五章 样本描述性统计与实证结果	31
第一节 限售股东对 IPO 抑价的影响	31
一、变量描述性统计及分析.....	31
二、实证结果分析.....	32
第二节 限售股东对解禁市场反应的影响	33
一、变量描述性统计及分析.....	33

二、实证结果分析	38
第三节 限售解禁前的高派现倾向	40
一、总体样本描述性统计	40
二、实证结果分析	40
第四节 稳健性检验	42
第六章 结论与启示	45
第一节 研究结论	45
第二节 研究意义与政策建议	46
第三节 研究局限性与展望	48
参考文献	49
致谢	57

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Catalogue

Chapter1: Introduction	1
Section1: Background	1
Section2: Object and Significance	2
Section3: Framework and Contents	5
Section4: Innovation and Lack	6
Chapter2: Literature	8
Section1: Research on the Intial Public Offering Under-pricing	8
Section2: Research on the IPO and the Lockup Expiration	12
Section3: Research on the IPO and Venture	14
Section4: Research on the Tunneling in the stock issue	16
Chapter3: Institution Background	20
Section1: The Market reaction of Lockup Expiration	20
Section2: The Provisions of Lockup Shares in the Intial Public Offering	21
Chapter4: Empirical Design	23
Section1: Empirical Hypotheses	23
Section2: Data Process and Description	27
Section3: Models and Variables	27
1.1 Research on the Restricted shareholders and IPO Under-pricing	27
1.2 The Effect of Restricted shareholders on market reaction of Lockup Expiration	29
1.3 The Preference for high cash dividend before Lockup Expiration	30
Chapter5: Empirical Research	31
Section1: Researchon the IPO Under-pricing and Restricted shareholders ..	31
1.1 Variables and Description.....	31
1.2 Empirical Result and Analysis.....	32
Section2: The Effect of Restricted shareholders on market reaction of Lockup Expiration	33

1.1 Variables and Description.....	33
1.2 Empirical Result and Analysis.....	38
Section3: The Preference for high cash dividend before Lockup Expiration	40
1.1 Variables and Description.....	40
1.2 Empirical Result and Analysis.....	40
Section4:Empirical Robustness Testing	42
Chapter6: Conclusion and Suggestion	45
Section1: Conclusion	45
Section2: Suggestion	46
Section3: Limitation and Prospect	48
Reference	49
Acknowledgment	57

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 导论

第一节 研究背景

IPO 也称作首次公开发行，是指一家公司第一次面向公众发行其公司股票。首次公开发行的主要目的是为公司筹集资金。世界各国对首次公开上市前的公司内部股东持有的股份均有限售的规定。

根据 Wind 资讯统计，2012 年，我国 A 股市场有 150 家公司进行 IPO、实际募集资金 926.951 亿元，为 2010 年以来的最低点，与去年相比分别下降了 45.2% 和 63.4%。虽然 2012 年 A 股市场整体缩水，但是中小企业板共有 55 家公司发行上市，分别占 A 股市场 IPO 发行公司数量的 36.7%；中小企业板共募集资金 346.9 亿元（人民币），占 A 股市场 IPO 募集资金的 37.42%。从以上数据可以看出，中小企业板是企业进行新股发行筹集资金的重要场所。

按照 IPO 上市前、IPO 上市时和 IPO 上市后三个期间，以及 IPO 限售期间的规定，具体地可以把 IPO 的过程分解为：IPO 上市时，IPO 上市后至 IPO 限售股解禁期满前，IPO 解禁期满时。

IPO 上市时的折价现象是 IPO 三大异象之一。IPO 折价现象在世界发达国家和新兴国家的股票市场中均普遍存在，并且已经是 IPO 市场上一直存在的备受关注的问题。发达国家的折价率大致在 15%，而部分新兴发展中国家折价率 60% 左右^①，高出发达国家折价率的三倍。而我国的新股发行折价率更高。短期来看，新股发行折价的好处是发行公司更顺利地发行新股和投资者从新股发行中获得低定价的收益。但从长期来看，新股发行折价加重了市场的波动，损害了中小投资者的利益，降低了资本市场的资金配置效率；大额资金追逐新股发行的短期获利行为可能对股票市场的平稳运转带来消极影响。新股发行高折价影响资本市场的健康发展，进而对整个金融市场造成冲击，影响国民经济的健康、可持续发展。

股权分置改革而形成的“大小非”限售股数量逐渐减少，其对市场冲击压力也不断减小。但中小板和创业板的首发上市限售原始股东解禁对市场带来了一定

^①发达国家15%和部分新兴国家60%的 IPO 折价率引用自：Loughran T, Ritter J R, Rydqvist K. Initial public offerings: International insights[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 1994, 2(2): 165-199.

程度的压力。根据 Wind 资讯数据的显示，截至 2011 年 12 月 28 日，2012 年主板、中小板和创业板三个板块的限售解禁股共有 1550.71 亿股，其中中小板的解禁总股数为 191.54 亿股，占有所有板块解禁股数的 12.35%。虽然中小板的解禁股占板块解禁股数比例不大，但是其占中小板流通股股数的比重为 16.91%，大于主板解禁股与其流通股的比重（为 6.17%）；解禁公司总数为 689 家，其中中小板解禁公司数量有 241 家，约占解禁公司总数的 35%。中小板的限售股比重较大，一旦解禁，限售股东大量减持，会对市场带来不小的压力。海通证券研究报告中归纳出了中小板上市公司限售解禁股票的抛售的三个规律：“一是减持高峰往往紧跟着解禁高峰，解禁之后马上减持的动力很强；二是发行市盈率超过 80 倍的个股减持力度明显高于均值；三是高管减持对市场的干扰越来越大，直接影响到相关个股的表现。”^①

在新股首发上市后，限售股东在限售期满之前无法通过减持股份以获得收益。为了更早实现上市收益，许多限售股东利用其他手段，如现金分红、辞职等获得现金收益或者避开限售规定，更早地减持。2010 年 6 月 16 日，深交所副总经理周明在中小企业板监管与发展座谈会上指出，中小企业板存在高送转、高派现等利润分配随意、大股东存在高位套现的倾向等问题^②。现金分红是一种易于操作、获利最直接的方式。因此，在解禁期满前，许多上市公司的高派现倾向明显。

第二节 研究对象及意义

一、研究对象

限售股，即卖出受限制的股份，主要是对限售股份数和限售期间作出规定。几乎世界各地国家的市场都存在限售股。中国股票市场的限售股的形成与股权分置改革的背景有关。为了保护流通股股东的利益，证监会进行股权分置改革，从上市交易的期限和上市交易的比例两方面对非流通股的上市交易进行限制。2004 年 9 月，中国证监会制定了《上市公司股权分置改革管理办法》，该办法的第 27 条规定对改革后公司原非流通股股份的出售作出了下列规定：“（一）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；（二）持有上市公司股份总数

^① 引用自：<http://stock.cnstock.com/report/clyj/201112/1744024.htm>

^② 引用自：李樟喆编著. 中国股市发展报告·2011 年. [A]. 北京：中国经济出版社，2012 年

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%。”^①其中（二）就是针对非流通股股份股改后的“限售”规定。股权分置改革，形成具有中国特色的四大类限售股：与股改有关的限售股，即股改限售股份和股改对价限售股；与 IPO 有关的限售股，主要是首发原股东限售股和首发机构配售股等；与再融资有关的限售股，如公开增发或定向增发而形成的限售股；其他限售股，具体包括内部职工股、配售限售股、股权激励限售股等其他限售股份。

表 1.1 中国股票市场限售股分类表

限售股份	股改限售股	大非	—	
		小非	—	
	股改对价股份	—	—	
	非股改限售股	首发限售股	首发原股东限售股	
			首发机构配售股份	
			首发一般股份	
		增发限售股份	公开增发机构配售股份	
			定向增发机构配售股份	
			公开增发一般股份	
其它限售股	—	—		

注：表中限售股东的分类参考：何诚颖，卢宗辉. 沪深股市限售股制度安排和流通效应分析[J]. 管理世界，2009，(4)：180-181.

本文研究的限售股是首发原股东限售股。2006 年 5 月 25 日，我国股票上市开始实行新老划断。为剔除“大小非”限售股的影响，本文的样本公司为 2006 年 6 月 1 日后上市的中小板上市公司。按照相关限售规定，根据限售期间，将首发原股东限售股分为限售三年和限售一年的股东；再根据股东的性质，限售三年和限售一年的股东分别分出限售国家股、限售国有股、限售法人股、限售自然人股、限售 VC 股等。

本文研究的第一个主题是 IPO 折价与限售股东的关系。中国 A 股市场 IPO 首日价格存在极高的泡沫，公司价值被严重高估。新股首发上市中的限售股东在

^① 详参考：中国证券监督管理委员会. 《上市公司股权分置改革管理办法》（2005 年）. http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/scb/gqfzg/200610/t20061031_70036.htm

多数情况下为大股东，他们的行为对 IPO 折价是否产生影响，是本文要讨论的首要问题。

本文研究的第二个主题是 IPO 限售股解禁时的市场反应，IPO 限售股解禁事件具有信息提前公开性、限售数量信息可获取、解禁时间相对集中等特征。这些特征为本文研究 IPO 限售股解禁的市场反应提供了天然的条件。因此，我们采用事件研究法研究 IPO 限售股解禁的市场反应。2005 年 6 月开始，中小企业板大量首发原股东限售股份解禁，股票的解禁增加了市场的供应，但是理论上认为股票解禁期限、数量、时间均是事先公开的，如果市场是完全有效的话，市场已充分消化这部分信息，解禁日前后股价不应该产生异常波动，平均异常收益应该为 0。因此，本文研究的第二个研究主题是确定 IPO 限售股的解禁是否会对市场造成冲击，不同限售股股东是否对市场的影响一样。

本文研究的另一个主题是限售期内限售股东的行为，在各种限售规定和政策中，限售股东是否有“上有政策，下有对策”行为的存在？深圳证券交易所针对不同类型的发行前股东均做出了一年或者三年限售期规定，限售期内无法通过减持获利，限售股东是否存在着其他的获利方式？

综上，本文以 IPO 限售规定为前提，研究 IPO 限售股东的行为，具体包括 IPO 折价与 IPO 限售股东关系、IPO 限售解禁的市场反应和解禁前限售股东的利益实现方式。

二、研究意义

IPO 限售制度的设计初衷是缓解大量新股上市带来的市场冲击，稳定市场。那么在实践中，IPO 限售制度是否起到了向市场传递信号，稳定市场的作用呢？另外，限售股的到期解禁意味着股票开始进入市场流通，市场的供应量会增加，市场扩容，这一现象是否对市场造成冲击，如果有，对市场的冲击程度如何，是否长久。其实，对限售股的解禁，在美国的学者也做了大量的讨论和研究，但是由于其限售的规定与中国不尽相同，美国的限售时间有一个基准的限售期，上市公司在这一基础上选择合适公司的限售期限。在中国，也有许多学者对股权分置改革而产生的限售股解禁问题，发现股权分置改革限售股解禁对市场造成了消极的影响，但是目前对 IPO 限售股的研究相对缺乏，因此本文以 IPO 限售股为研究对象，从限售股东的角度出发研究 IPO 折价现象和 IPO 限售规定的影响，一

方面为理解中国股市异常的 IPO 折价之谜提供新的视角和证据，一方面为“IPO 限售解禁的价格效应”问题提供新的解释和新的证据，和通过识别制度约束之下的内部人行为，研究实践中制度规范的现实有效性。

第三节 主要内容和结构安排

本文主要内容包括导论共六章。具体安排如下：

第一章为导论。导论部分首先介绍了论文的研究背景，然后明确了本文的研究对象以及研究意义，将 IPO 折价与限售股东关系、IPO 限售解禁的市场反应和解禁前限售股东利益的实现方式作为研究对象。接着梳理了文章的主要内容和结构，最后提出本文的特色和贡献。

第二章为文献回顾。这部分主要从以下四个方面对国内外的相关研究进行总结和概括：IPO 折价相关研究、IPO 限售股解禁相关研究、IPO 中风险投资相关研究、股票发行中的利益输送行为相关研究。总结发现：学者多数证实了 IPO 折价现象的广泛存在；对限售股的解禁研究，大部分得出了比较一致的结论，即限售股解禁日都造成了股价的下跌，同时带来交易量的上升；关于 IPO 与 VC 的相关研究很多，但是关于 IPO 限售与 VC 的作用机制研究较少。国内外文献均详细地探讨了利益输送问题，包括利益输送的原因、方式、影响因素、结果等。

第三章为制度背景。该部分主要介绍了我国新股发行制度的变迁、中小企业板的创立背景和发展情况、股票首发上市限售的相关规定等方面的内容。

第四章为研究设计。本部分通过背景的分析 and 文献的回顾，提出了五个实证研究假设；构建样本，选择 2006 年 6 月 1 日-2010 年 12 月 31 日在中国深证证券交易所上市的中小企业板的公司作为研究样本；选取变量，进行统计分析和实证研究。

第五章为实证结果与分析。本文对实证结果进行了全面的分析。首先将限售股东与 IPO 折价关系进行分析，发现限售股东的持股比例与 IPO 折价率存在显著正相关关系，仅限售 VC 股东与限售国有法人股东与 IPO 折价率存在显著负相关关系。然后按限售年限分样本研究了市场反应 CAR 与限售股数比例和异常换手率之间的关系，发现在个人实际控制子样本中，消极的市场反应与限售股数比例和异常换手率之间存在相关关系。最后从现金分红的角度，研究限售股东的利

益实现方式，发现超募的限售股东与现金分红行为存在相关关系。最后，通过重新选取指标等进行稳健性检验。

第六章为结论与启示。概括本文的研究结论并提出政策建议，同时总结本文研究存在的局限性以及今后研究的方向。

为了更直观地体现本文篇章内容安排，将研究结构框架图列示如下图：

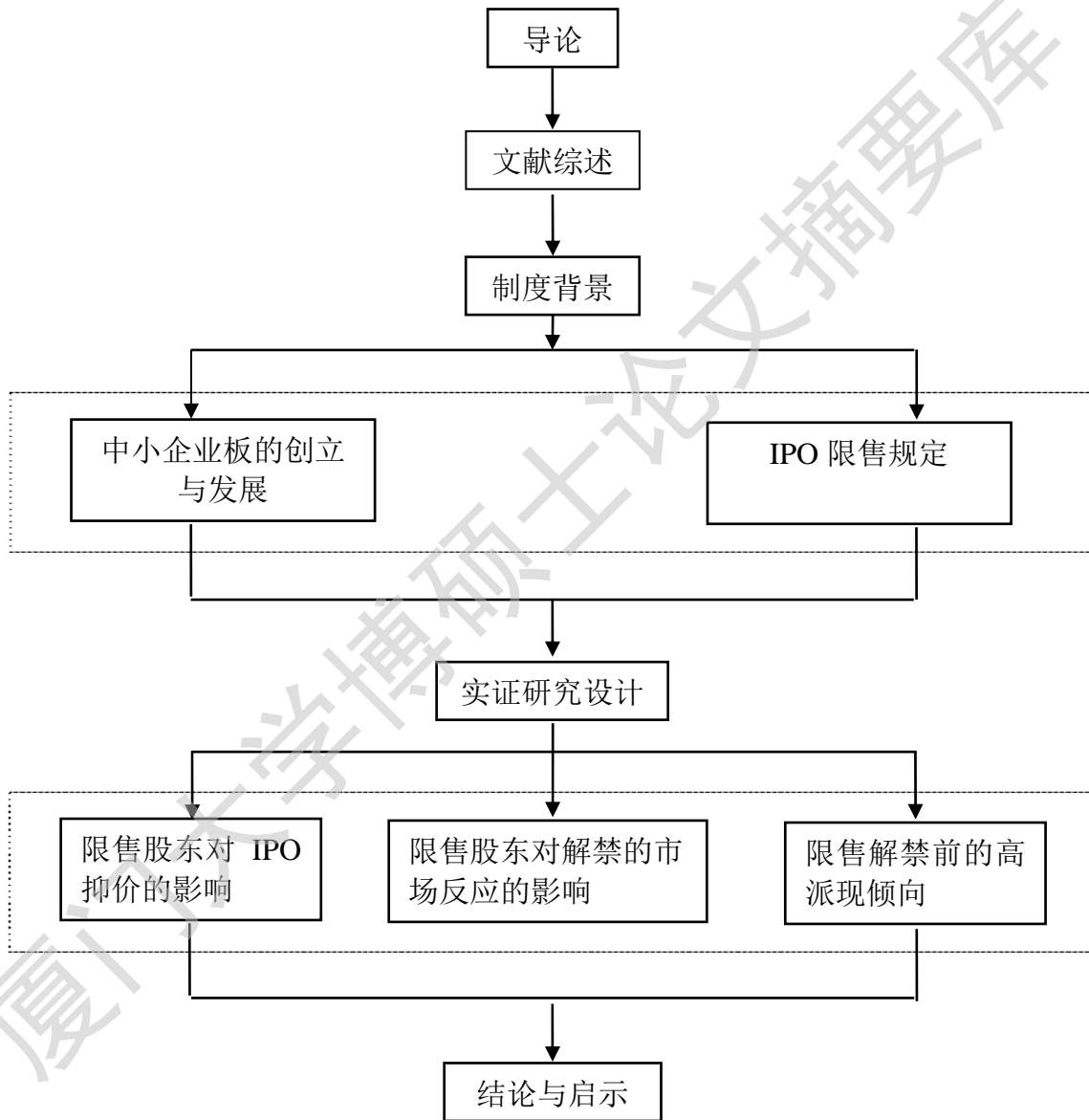


图 1.1 文章框架图

第四节 本文的研究创新与贡献

相对于前人相关方面的研究，本文有以下几个方面的创新：

第一，本文的研究样本是中小企业板 IPO 限售公司，手工收集了不同类别

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库