

## 内部股东减持预披露规则实施 效果研究

张欣然\*

**摘要:**监管部门创设的减持预披露规则旨在打击内部股东减持套利行为,并为外部投资者率先减仓避险提供窗口。目前针对该规则有效性的研究较少。通过对沪市全部减持事件的定性统计与定量分析,可发现该规则的信号传递功能在市场中得到较好的实现,降低了内部股东择时减持获利的可能。同时,预披露规则改变了内部股东减持交易计划与节奏。建议通过适当缩短减持预披露期与设置“预披露—利好信息”联合披露机制,进一步提高监管效率。

**关键词:** 股东减持 信息披露 内幕交易 监管效率

### 一、问题的提出——减持预披露规则是否有效

2016年以前,证券监管部门主要通过禁止内幕

---

\* 北京大学法学院经济法博士研究生。

交易与要求减持后信息披露两种规制手段,规范内部股东〔1〕择时减持行为。由于上述手段柔和且间接,治理力度相对有限,内部股东操纵信息披露配合减持套现状况依旧频发,严重损害中小投资者的利益。因此,2016年1月,证监会出台了以减持预披露规则为代表的《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》及后续相关规定,旨在控制内部股东通过减持套现的获利空间,增加投资者信心并活跃资本市场。这标志着我国针对内部股东减持行为的监管进入了一个全新的纪元。〔2〕

减持预披露规则要求内部股东减持股份时应将相关信息提前至少15个交易日向投资者披露。该规则将减持信息披露事项的监管范围由事后推及事件全流程,颇具中国资本市场特色。政策尝试以较小的监管成本为对价,大幅降低内部人交易的可能,同时压缩其不当得利的空间,在世界范围内第一次实现了对“事前披露”理论〔3〕的市场应用。一方面,减持预披露规则的市场实践提供了独特且翔实的实证经验数据,对证明并进一步扩展事前披露理论具有重要的支持意义。另一方面,随着新《证券法》第36条第2款的增添,〔4〕我国证券市场的减持预披露最终由运动式治理策略转型为常规化治理策略,因而当实际条件相对成熟时,有必要对其进行有效性评估。

具体来说,在预披露规则设定之初,尽管监管部门知悉该规则的执行并非无成本的,然而由于在衡量预披露规则对投资者(包括内部投

---

〔1〕 内部股东,即在证券市场中可被视为或推定为上市公司内部人的公司股东。《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》第2条第1款:上市公司控股股东和持股5%以上股东(以下统称大股东)、董监高减持股份,以及股东减持其持有的公司首次公开发行前发行的股份、上市公司非公开发行的股份,适用本规定。

〔2〕 2013年证监会在《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》中提出“持股5%以上股东减持时,须提前三个交易日予以公告”。该条可被视作《减持规定》中有关减持预披露规则的雏形,然则其法律位阶过低而效力不足。

〔3〕 See Stephen L. Lenkey, *Advance Disclosure of Insider Trading*, *Review of Financial Studies*, Vol. 27, 2014.

〔4〕 2019年《证券法》第36条第2款规定:“上市公司持有百分之五以上股份的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员,以及其他持有发行人首次公开发行前发行的股份或者上市公司向特定对象发行的股份的股东,转让其持有的本公司股份的,不得违反法律、行政法规和国务院证券监督管理机构关于持有期限、卖出时间、卖出数量、卖出方式、信息披露等规定,并应当遵守证券交易所的业务规则。”

投资者与外部投资者)信心、投资氛围、市场环境、法规协调性等要素的影响效果时,想要严谨地比较该规则的监管成本与立法收益,的确存在一定难度。因此,当市场研究数据日益丰厚时,采用定量手段评估预披露规则对经济、社会 and 环境的实际影响,并衡量规则的公正和效率,[5]有助于监管部门进一步完善减持预披露及其配套规则,更高效地保护股东合法权益,保障资本市场投融资功能的良好实现。

减持预披露及其配套规则至今已经落地执行了5年有余。本文拟对规则出台至2022年3月,上证全部减持事件进行定性统计与定量分析,全面地考察减持新规下内部股东与政策的博弈轨迹,发现政策执行效益及运行成本,总结其效率意义并尝试提出相应的改进方案,以期对证券交易监管的完善提供有益参考。

## 二、实证分析方法

### (一) 样本数据

为了相对客观地评估减持预披露规则在证券市场中的推行成本与实施效果,研究系统地收集了自政策推行以来至2022年3月,在上海证券交易所A股上市并存在以集中竞价或大宗交易方式进行或试图进行减持交易的减持事件(以下简称减持事件)为原始样本。在剔除了包含:(1)重复;(2)被减持公司为金融公司;(3)关键数据缺失;(4)减持披露及减持交易流程违规;(5)减持期间,被减持公司存在退市风险;(6)截至减持预披露日,被减持公司上市未满半年六项影响因素的事件后,研究样本数量确定为4553个。[6]

---

[5] 参见席涛:《立法评估:评估什么和如何评估(上)——以中国立法评估为例》,载《政法论坛》2012年第5期。

[6] 本研究采用的原始样本收集方法如下:在上海证券交易所官方网站([www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn))信息披露栏中以“减持股份结果公告”为关键词进行检索,共计4973个结果。网址链接:<http://www.sse.com.cn/home/search/?webswd=减持股份结果公告>,数据读取日期:2022年3月16日。内部股东减持计划披露的时间及内容、减持交易起止日,交易方式,交易数量等数据,来源于上海证券交易所网站公开披露文件。

## (二) 研究方法

首先对样本进行描述性统计分析。随后,文章以标准的事件研究法<sup>[7]</sup>为基础,检验减持计划披露日至减持结果披露日之间某些交易日的超额收益模式。研究计划进行两组不同的分析。

第一组为披露期市场反应分析,简称披露期分析,拟采用标准的事件研究法。该组事件期 A(event window A)以减持计划披露日为起始,顺延至第 15 个交易日,表示为  $[0, 14]$ 。估计期 A(estimation window A)由减持计划披露日之前的 120 个交易日(约半年)构成,表示为  $[-120, -1]$ 。

第一步,计算估计期 A 被减持股票的市场收益  $R_{i,t}$ <sup>[8]</sup>。以上证行业指数为标准,计算一般行业收益率  $R_{m,t}$ <sup>[9]</sup>,对二者进行线性回归,得出回归系数  $\alpha_i$  和  $\beta_i$ ,同时得到相关系数  $r_i$ 。

$$R_{i,t} = \beta_i R_{m,t} \quad t = [-120, -1] \quad \text{式(1)}$$

第二步,基于  $r_i^2$  对样本事件进行数据质量控制,排除  $r_i^2$  小于 0.055 的样本事件。<sup>[10]</sup> 该步骤旨在进行数据筛选,属于改进措施。当  $r_i^2$  过小时,  $R_{i,t}$  与  $R_{m,t}$  不具备统计学上的线性相关性,在事件期 A 使用  $R_{m,t}$  预测  $R_{i,t}$ ,存在极大概率产生较高的误差。

第三步,计算事件期 A 中 i 股票在第 t 天的正常收益率的数学期望  $E(R_{i,t})$ 。

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} \quad t = [0, 14] \quad \text{式(2)}$$

第四步,计算事件期 A 中 i 股票在第 t 天的超额收益率(abnormal

[7] 参见[美]约翰·Y.坎贝尔等:《金融市场计量经济学》,朱平芳等译,上海财经大学出版社2003年版,第119~144页。事件研究法,即选取金融市场中某一特定的事件,观测该事件对上市公司股价产生的影响,并评价事件带来的超额收益率(或异常报酬率)。

[8]  $R_{i,t}$ 表示i股票在第t天的市场收益率,市场收益率=(收盘价格-开盘价格)/开盘价格。

[9] 一般行业收益率=(收盘指数-开盘指数)/开盘指数。

[10] 0.055是根据样本相关系数检验公式计算而得到的:当样本数量(N)为120时( $t = [-120, -1]$ ),在99%的显著性水平下,计算对应  $r_i^2 > 0.055$ 。参见茆诗松、程依明、濮晓龙等编:《概率论与数理统计教程》(第3版),高等教育出版社2019年版,第251~253页。

return)  $AR_{it}$ 。

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad t = [0, 14] \quad \text{式(3)}$$

第五步,基于  $AR_{it}$  的分布,再次进行数据质量控制。研究以  $AR_{it}$  的均值加减 3 倍标准差为上下阈值,排除  $AR_{it}$  落在限制区域外的样本事件。<sup>[11]</sup>

第六步,计算事件期 A 第 t 日平均超额收益率  $\overline{AR}_t$  与累计超额收益 (cumulative abnormal return)  $\overline{CAR}_t$  并进行检验。

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad t = [0, 14] \quad \text{式(4)}$$

$$\overline{CAR}_t = \sum_{\tau=0}^t \overline{AR}_\tau \quad t = [0, 14] \quad \text{式(5)}$$

窗口期与减持期的研究分析如图 1 所示:

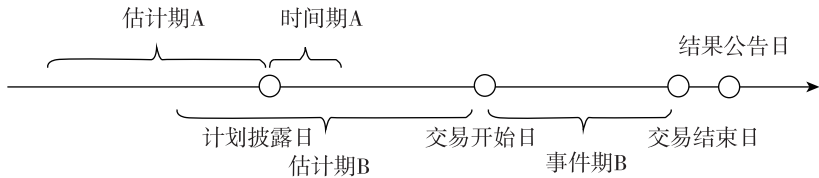


图 1 研究分析窗口期与减持期选择

第二组为减持期内内部股东超额收益率预测(简称收益预测)。预测参照标准的事件研究法作为基本思路,但对计算步骤进行了必要的调整。在标准的事件研究法中,使用 CAR 作为衡量指标是因为在窗口日,相关股东已经实现了全部交易的增值或避损;而在收益预测中,股东是在整个减持期间内逐步将股份变现的,且各样本事件的减持交易时长(计作 K)不同,因此研究选择将个股的平均累计超额收益作为对减持期内内部股东超额收益率的预测。该组事件期 B 以减持交易开始日为起始,至减持交易结束日终止,表示为  $[X, Y]$ 。估计期 B 由减持交易开始日之前的 120 个交易日(约半年)构成,表示为  $[X - 120, X - 1]$ 。在减持收益预测分析中,第一步至第四步与披露期分析的处理方式相同,仅变

[11] 由于使用线性回归方式预测股价本身就存在一定的误差,因此  $AR_{it}$  明显的偏高或偏低,可能是因为  $E(R_{it})$  预测存在较大偏差引起的,需要被排除。

化  $t$  的范围。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad t = [X - 120, X - 1] \quad \text{式(6)}$$

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad t = [X, Y] \quad \text{式(7)}$$

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad t = [X, Y] \quad \text{式(8)}$$

第五步,计算事件期 B 第 T 日累计超额收益率  $CAR_{iT}$ , 作为股东如果在第 T 天减持全部股票获得的超额收益。

$$\overline{CAR}_{iT} = \sum_{t=X}^{X+T-1} \overline{AR}_{it} \quad T = [1, Y - X + 1] \quad \text{式(9)}$$

第六步,计算个股的平均累计超额收益  $\overline{CAR}_i$ , 作为对减持期内部股东超额收益率的估计结果。

$$\overline{CAR}_i = \frac{1}{Y - X + 1} \sum_{T=1}^{Y-X+1} \overline{CAR}_{iT} \quad \text{式(10)}$$

第七步,选定  $K \leq 1, 2, 3, 4, 5, 10$  的  $\overline{CAR}_i$ , 分别计算平均值, 表示为  $\overline{CAR}_K$  并进行检验。使用  $\overline{CAR}_i$  对减持期内部股东超额收益率进行预测时, 预测准确度将会随着 K 值的增大而逐渐降低, 因此研究仅讨论  $K \leq 10$  的情况。

### (三) 创新质量控制手段

基于标准的事件研究法, 研究引入数据质量控制方案以降低因预测失误而带来的结果误差。以减持计划披露日 ( $t = 0$ ) 为例, 图 2 展示了每个样本事件的超额收益率 ( $AR_{0t}$ ) 与  $r_t^2$  的分布关系。设定均值上下三个标准差为限制区域。当  $r_t^2 > 0.055$  时,  $AR_{0t}$  的分布较为集中, 事件几乎全部落在限制区域内。当  $r_t^2 < 0.055$  时,  $AR_{0t}$  的分布较为弥散, 且存在大量超额收益率明显偏高或偏低的异常值, 必须对该部分予以排除。当  $r_t^2 > 0.055$  时, 依旧存在少量的事件(约 2.5%) 落在限制区域以外, 对该部分也予以排除。

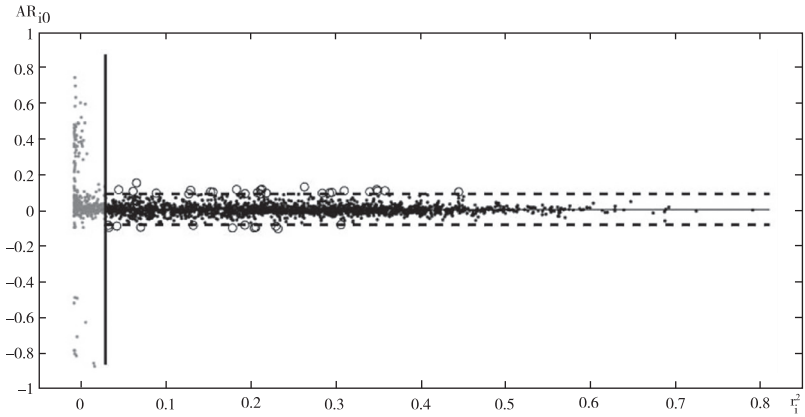


图2 减持计划披露日的个股AR分布

注:黑色竖线为  $r_i^2 = 0.055$ ;黑色虚线为限制区域的上下阈值;灰点为  $r_i^2 < 0.055$  的样本事件,共计 842 个;黑点为  $r_i^2 > 0.055$  且落在限制区域内的样本事件,共计 3246 个;黑色空心圆圈为  $r_i^2 > 0.055$  且落在限制区域外的样本事件,共计 56 个。

实际数据同样验证了进行数据质量控制的必要性。在表 1 中,质量控制组标准差最小,均值显著为负,数据集中度高;对照组二标准差极大,数据弥散。这是因为  $r_i^2 < 0.055$  时,使用线性回归方法预测超额收益率容易产生较大的误差。而全部样本组,因为包含了对照组二的数据,标准差较大,均值虽然为负但是大于质量控制组。对照组一相对于质量控制组仅多纳入了 2.5% 的样本,但其平均值提高了 9%,这说明尽管使用  $r_i^2$  已经排除了大部分异常数值,但使用 3 倍标准差进行进一步的质量控制仍然是有意义的。

表 1 数据质量控制对照

类型	全部样本组 (全部点)	质量控制组 (黑点)	对照组一(黑点 + 黑色空心圆圈)	对照组二 (灰点)
样本数量	4144	3246	3302	842
平均值	-1.21%	-1.93%	-1.78%	1.01%
标准差	0.0764	0.0322	0.0360	0.1519
P 值	0	0	0	0.97

### 三、减持预披露规则市场效率分析

通过定性与定量分析可以发现,减持预披露规则能够快速有效地缓解信息不对称问题,并降低内部股东通过择时减持获利的可能。与此同时,预披露规则在很大程度上约束了内部股东的股份处置自由,改变了他们的减持交易计划与减持交易节奏。市场统计数据暗示了现行规则可能给内部股东带来更高的出逃压力。总的来说,减持规则通过限制内部股东减持的方式,实现了对中小投资者的保护。

#### (一) 高效实现信号传递

表 2 和图 3 展示了披露期分析的结果。在减持计划披露当日( $t = 0$ ), $\overline{AR}_t$  为  $-1.93\%$ ,且 T 值极高。由此可见,减持计划的披露对当日股价会造成强烈的影响,市场对内部股东披露减持计划会立即作出高度负面反馈,披露日超额跌幅占整个披露期  $CAR_t$  的  $2/3$ 。自第二个交易日开始, $\overline{AR}_t$  回升并在接下来的整个期间内在  $-0.1\%$  附近小幅波动。 $CAR_t$  持续下降,说明市场并不会在很短的时间(约两周)内遗忘这一利空消息,外部投资者将在整个披露期内温和但持续地看空宣布减持计划的个股。

表 2 披露期窗口的 AR 与 CAR

t	$\overline{AR}_t$	T 值	P 值	$CAR_t$	T 值	P 值
0	-1.93% * * *	-33.10	0	-1.93% * * *	-33.10	0
1	-0.24% * * *	-5.30	0	-2.17% * * *	-29.74	0
2	-0.01%	-0.26	0.40	-2.18% * * *	-24.77	0
3	-0.08% * *	-1.91	0.03	-2.26% * * *	-24.02	0
4	-0.06% *	-1.49	0.07	-2.32% * * *	-22.72	0
5	-0.07% *	-1.61	0.05	-2.39% * * *	-22.05	0
6	-0.02%	-0.46	0.32	-2.41% * * *	-20.33	0



续表

t	$\overline{AR}_t$	T 值	P 值	$CAR_t$	T 值	P 值
7	-0.14% * * *	-3.22	0.00	-2.54% * * *	-19.71	0
8	-0.04%	-0.93	0.18	-2.58% * * *	-19.20	0
9	-0.14% * * *	-3.21	0.00	-2.71% * * *	-19.34	0
10	-0.19% * * *	-4.73	0.00	-2.90% * * *	-20.16	0
11	-0.05%	-1.20	0.12	-2.95% * * *	-19.73	0
12	-0.06% *	-1.35	0.09	-3.01% * * *	-19.23	0
13	-0.10% * *	-2.48	0.01	-3.11% * * *	-19.01	0
14	0.01%	0.22	0.59	-3.10% * * *	-18.29	0

注: \* \* \*, \* \* \*, \* 分别代表在 1%, 5%, 10% 的水平上显著。

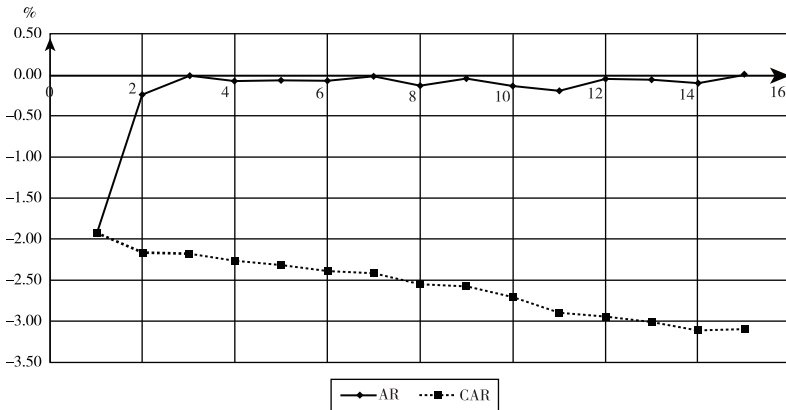


图3 披露期窗口的 AR 与 CAR

根据减持计划中披露的最高减持比例,以 1% 为界,将表 2 采纳的样本事件继续分为两组:低计划减持组(含 1%, 约占整体样本数量的 75%)和高计划减持组。表 3 展示了两组数据的  $\overline{AR}_t$  结果。在减持计划披露当日,低计划减持组  $\overline{AR}_t$  为 -1.73%, 而高减持计划组  $\overline{AR}_t$  为 -2.56%, 较前者高出近一半。可见,除了“减持”这一表象,市场对于内部股东的减持力度同样予以关注。更高的计划减持比例意味着更强烈的市场负反馈。

表3 减持期窗口的CAR

项目	低计划减持组			高计划减持组		
	$\overline{AR}_t$	T 值	P 值	$\overline{AR}_t$	T 值	P 值
0	-1.73% * * *	-27.20	0	-2.56% * * *	-21.76	0
1	-0.20% * * *	-3.92	0	-0.10%	-1.08	0.14
2	0.01%	0.15	0.56	-0.15% * *	-1.74	0.04
3	-0.09% * *	-1.93	0.03	-0.02%	-0.25	0.4
4	0.0%	0.08	0.53	-0.07%	-0.89	0.81

总的来说,减持预披露规则直接地实现了信号传递功能,缓解了存在于内外部股东间的信息不对称问题,是投资者投资决策的重要参考资讯。第一,减持预披露规则的信号传递功能在市场中得到了较好的实现。披露减持计划非常明确地向市场传递了利空信号,且内部股东计划减持强度越大,利空信号作用越明显。15个交易日的窗口设置,的确能够为投资者提供调整投资的额外机会。第二,市场对该信号的反应速度快、强度大。市场基本能够在一天交易日内高效地消化“内部股东计划减持股份”这一利空信息。大部分外部投资者在接收到该利空信号后,倾向于立即作出继续持有还是售出避险的判断。第三,该信号对于投资者投资决策具有重要参考价值。一方面,从信息层级理论角度来说,由于内部股东占据公司信息层级的顶端位置,且减持股份与其自身利益的联系十分紧密,因此外部投资者倾向于认为该信号的信息浓度与可信程度均较高。另一方面,从信息有效性角度来说,该信号因指向性明确而易于被投资者接收、解读并采纳。详言之,年季报与财务报表等公开及自愿信息披露当然同样可以为投资者提供有效信息。但是,上述披露文件往往晦涩难懂,有效信息提取难度高,对市场情绪的影响效果可能不如减持预披露显著;同时,内部股东有动机进行误导性或欺诈性披露,扭曲或掩盖公司的真实境况,从而降低了上述信息披露的可靠程度。因此,减持预披露为外部投资者创设了一个观察内部股东交易行为的“直接窗口”,该窗口能够较为真实可靠地反应内部股东对公司营业能力、业绩前景的真实态度。如果外部投资者通过分析预披露公告,认为内部股东明确传递了悲观的情绪或消极的判断,则投资者尚有机会及时调整投

资决策,提前减持避损。

## (二) 压缩内部股东减持获利空间

表4展示了收益预测结果。<sup>[12]</sup>从数据上看,内部股东减持超额收益率预测值趋近于零,结果显著性水平一般。总体而言,当内部股东减持交易区间较短(不超过10个交易日,即两周)时,其已经很难从交易中获取超额收益。由于收益预测的准确度本身随着时间的拉长而降低,本文仅分析了股东短期内择时减持获利之可能。尽管该部分做出了有益的尝试,但具体严肃结论仍有待后续研究的讨论印证。

表4 减持期窗口的CAR

K	$CA R_k$	T 值	P 值	N
1	0.16%	0.78	0.78	237
2	-0.11%	-0.53	0.30	395
3	-0.05%	-0.30	0.40	461
4	0.03%	0.18	0.57	504
5	0.02%	0.10	0.54	542
10	0.11%	0.76	0.77	687

注:表格仅展示了K=1,2,3,4,5,10的结果。

减持预披露及其配套规则实施前,事后信息披露是规制内部股东减持行为的主要手段。内部股东可能在公司发布消极业绩预告或利空消息前,积极业绩预告或利好消息后卖出股票;控制性股东可以通过操纵利好信息披露、配合进行“高送转”等行为,将股票市场估值推高后再进行减持抛售;占领绝对优势地位的大股东甚至可能通过篡改、虚构年报或半年报等财务信息,发布虚假的利好公告推高股价,随后在短时间内连续减持套现。<sup>[13]</sup>上述侵害中小股东权益,扰乱投融资秩序的违规减

[12] 该分析剔除了减持交易数量为0的样本事件。

[13] 参见黄志忠、周炜、谢文丽:《大股东减持股份的动因:理论和证据》,载《经济评论》2009年第6期。以永大集团为例,2014年10月董事会连续两次推动公司实行“高送转”,以推动公司股价不断走高。2015年3月,公司股价由最低点的约8元/股升至近100元/股,永大集团创始股东及其一致行动人以集中竞价、大宗交易方式,持续对其所持股份在二级市场上进行减持。2016年7月,创始股东及其亲属共套现约67.6亿元,与此同时永大集团股价已跌至12.49元/股,公司总资产不到13亿元。

持行为是减持预披露及其配套规则的重点打击对象。经验数据显示,对比2007年前后A股市场上大股东能够在减持交易中获取约3%的超额收益,<sup>[14]</sup>可以认为在减持预披露规则落地后,内部股东短期内择时减持获利之可能与空间明显下降。以打击内幕交易,保护中小股东权益这一结果为导向,预披露规则具有较强的现实意义。

但同时需要补充的是,以集中竞价方式一次性披露的减持区间最长可达6个月。因此,内部股东仍然可以通过“在预披露期结束后,再行发布利好消息推高股价,随后减持股份”这一通路,利用时间跨度与利好消息掩盖此前发布的减持预告,规避预披露规则之约束。况且,当公司配合内部股东减持的手段极其隐蔽且没有明显违规的情况下,监管部门与投资者都很难意识到这一问题。<sup>[15]</sup>从这个角度来说,对内部股东长期内择时减持的规制,仍需要依靠公司治理手段的丰富与证券市场基础制度建设的完善。

### (三) 改变内部股东减持交易节奏

表5反映了全部样本事件的交易完成率。内部股东平均减持完成率为69.21%,其中16.25%的内部股东直至减持计划期限届满,实际都未采取任何减持行为;31.83%的内部股东实际减持数量不超过其披露的减持计划的一半;51.75%内部股东能够按照事先披露的减持计划,在规定的期限内减持既定数量的股份。表6则描述了全部样本事件的减持期长度。<sup>[16]</sup>除去完成度为0%和减持期长度超过6个月的样本事件,减持期平均长度为63个交易日,标准差为50个交易日。17.09%的内

[14] 参见朱茶芬、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》,载《浙江大学学报(人文社会科学版)》2011年第3期。文章利用2006~2008年公开披露的公告及交易数据,发现大股东累计超额收益率在股东权益变动公告日前20日为4.12%,前10日为2.67%。

[15] 参见戚拥军、张晓宇:《高管减持、投资者情绪与公司送转行为:基于政府监管前后的比较》,载《科学决策》2022年第1期。

[16] 《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》第13条:“大股东、董监高通过集中竞价交易减持股份的,应当在首次卖出股份的15个交易日前向本所报告备案减持计划,并予以公告。……且每次披露的减持时间区间不得超过6个月。”需要进行补充解释的是,样本中存在减持期长度超过6个月的事件,研究猜测这可能是由于内部股东同时采用了集中竞价和大宗交易方式进行减持,而未在披露减持结果公告时予以区分而引发的。

部股东会于5个交易日(即约1周)之内完成减持交易,行动较为迅速;同时,约1/3的内部股东(30.71%)直至最后1个月方完成(47.93%)或仍未完成(52.07%)减持交易。

表5 减持事件的完成率分析

完成率区间	0%	(0%, 25%]	(25%, 50%]	(50%, 75%]	(75%, 100%)	100%
事件个数 (个)*	740	334	375	275	473	2356
占比	16.25%	7.34%	8.24%	6.04%	10.39%	51.75%

注: N=4553。表6同。

表6 减持期长度的描述性统计

减持 时长	[1, 5]	(5, 20]	(20, 40]	(40, 60]	(60, 80]	(80, 100]	(100, 140]	> 140	未减持
事件 个数 (个)	778	486	314	315	282	233	1398	7	740
占比	17.09%	10.67%	6.90%	6.92%	6.19%	5.12%	30.71%	0.15%	16.25%

数据显示,减持预披露规则限制下,内部股东交易呈现两个突出特征:第一,交易区间长。相当数量的内部股东会选择充分利用政策允许的一次披露所能覆盖的最大减持区间(6个月)来寻找合适的交易节点。第二,计划完成率低。尽管交易区间较长,但仍有半数内部股东未在预期的时间内按照既定计划售出股份。本文推测,随着减持预披露规则的执行,部分内部股东的交易节奏及交易计划发生了改变。一方面,结合股东超额收益空间被大幅压缩这一背景,当内部股东发现很难从减持交易中获取足量超额收益时,可能会放弃在披露减持计划公告时拟定的减持交易策略,转而选择拉长战线静待时机,灵活推进后续交易进展。另一方面,如上文所讨论,控制性股东可能选择在披露信号被市场缓慢遗忘后,补充发布利好消息抬高股价,随后完成交易。这一路径选择与既往的择时减持策略存在一定的区别,主要体现为交易用时将明显增长。上述行为在数据上则反应为减持期长度分布十分离散不集中,且减持期总体偏长。另外,若整体市场行情最终仍低于股东心理预期价格,则其

可能会转而压缩减持规模或放弃减持行为,各种主客观因素共同造成导致了减持计划实际完成率不高这一现象。

#### 四、提高减持预披露规则效率的改进措施

综上所述,对比其他柔性限制政策,减持预披露规则能够在实际市场交易中削减股东获取超额收益的可能,并在一定程度上保护外部投资者利益;与收益相伴而生的一系列政策成本,包括股份处置自由的缩减、投资预期回报水平的下降则将由内部股东支付。具备强监管特征的减持预披露规则以限制内部股东的部分股份转让权利为代价,为外部股东提供额外的权益保护,亦即其制度本意在于实现卡尔多—希克斯效率。<sup>[17]</sup>鉴于我国证券市场目前并非强势有效,成本与收益相较之下,该政策在目前市场中仍然具备相当的效率意义。当然,通过明确制度成本,适当缩短预披露期时长,设置“减持预披露—利好信息”联合披露机制,减持预披露及其配套规则能够在尽量降低对内部股东股权处分权之约束的前提下,尽量在更高水平上保护中小股东合法权益,实现对于政策效率的进一步优化。

##### (一) 明确减持预披露规则的制度成本

对内部股东减持的限制当然具备其正当性:其一,择时减持具备较强的负外部性,外部投资者事实上承担了内部股东择时减持所带来的经济成本与社会成本;其二,私人执法效率低,内部股东能够通过违反契约攫取巨额私利,而外部投资者难以仅凭成本过高、风险巨大且冗长滞后的司法诉讼与之抗衡。<sup>[18]</sup> 但应当明确的是,使用预披露规则保护中小

---

[17] 参见[美]罗伯特·考特、托马斯·尤伦:《法和经济学》(第6版),史晋川、董雪兵等译,格致出版社、上海三联书店、上海人民出版社2012年版,第38页。卡尔多—希克斯效率,也称潜“在的帕累托改进”。其允许存在受益者和受损者,但要求受益者的收益要大于受损者的损失。如果这种情况出现,从理论上讲,并不一定要求实际支付损失,但在理论上它必须能够支付损失。

[18] See Rafael La Porta, et al., *What Works in Securities Law*, *The Journal of Finance*, Vol 1, 2006.

股东并非无成本,其属于卡尔多—希克斯而非帕累托改进。

实际上,美国作为境外成熟市场在其证券市场发展的历程中也面临着类似的问题。美国使用 Rule 144 及配套解释限制“受限证券”及“控制性股份”的转售行为,<sup>[19]</sup>同时要求股东于减持后进行信息披露。但是,一方面,Rule 144 中设计的“安全港”之真实目的在于为相关股东进行股票交易提供登记豁免之便,以期提高证券流通度;如果股东在 SEC 完成了控制性股份注册程序,其在公开市场上减持时便可不受 Rule 144 的约束。其旨在规范注册豁免行为并强化对投资者的保护,<sup>[20]</sup>而非通过要求内部股东让渡部分股份转让权利而保护投资者利益。另一方面,尽管美国同样存在所谓的“减持前预先披露”制度,但其往往被视为内幕交易的抗辩事由而非减持股份的前置条件。因此,我国监管部门创设并执行的“减持预披露规则”仍属世界首例。尽管实证分析证明了该政策的有效性,但根据公权力的基本分类标准,监管权是基于政府机构履行微观监管的职能而赋予证监会行使的一种行政权,<sup>[21]</sup>同样应当遵循行政比例原则。因此,建议在减持预披露规则的后续实施及修订中,监管应当留意评估规则之适当性、必要性和均衡性,进行监管规则的成本效益分析,明确理解预披露规则可能给内部股东及资本市场带来的影响。

## (二) 缩短减持计划披露预告期

建议减持计划披露的预告期可以由 15 个交易日适当缩短,例如缩短至 5 个或 7 个交易日。披露期分析表明,减持计划对外部投资者的冲击集中于披露后的第一个交易日内。作为突出的市场信号,减持预披露计划的信息含量与被接受程度均较高,一经公布便能够迅速督促投资者作出投资决策。因此,在保留该信号机制的前提下适当缩短披露期长度,既能够继续为投资者提供观察内部股东行为的优质窗口,又能够尽

---

[19] 参见丛怀挺:《美国证券转售限制制度基础问题研究》,载桂敏杰总编、黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第 15 卷),法律出版社 2015 年版。

[20] 参见郭雳:《美国股市“减持”规则的沿革和政策考量》,载吴清总编、黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第 21 卷),法律出版社 2017 年版。

[21] 参见李东方:《证券监管机构及其监管权的独立性研究——兼论中国证券监管机构的法律变革》,载《政法论坛》2017 年第 1 期。

可能地缩减对于内部股东股份转让自由的限制程度。

### (三) 设置“减持预披露—利好信息”联合披露机制

为了打击内部股东利用利好消息遮盖预披露计划从而获取长期内择时减持超额收益的可能,更好地实现减持预披露规则之目的,建议设置“减持预披露—利好信息”联合披露机制。具体来说,当上市公司发布年季报、技术进步、关联交易、股权激励、政策补贴、个股分红、高额定向增发等指向性明显的利好信息及自愿性披露信息时,应当同时向外部投资者披露公司是否存在内部股东尚未履行完毕的减持披露计划,公告计划减持剩余时间及股份数量,并展示预披露文件时间及查阅地址等信息。尽管进一步限缩减持计划的弹性选择空间,同样能够削弱“在预披露期结束后,再行发布利好消息推高股价,随后减持股份”这一通路的获利可能,<sup>[22]</sup>但上述做法同时意味着内部股东的股份处分权将受到更为严格的约束,即产生更高的政策成本。因此,设立联合披露机制,允许投资者在获取充分信息的情况下自由作出投资决定,不失为一个适宜的解决方案。

(编辑:姜沅伯)

---

[22] 参见朱茶芬、陈俊、郑柳:《大股东减持计划新规的经济影响与新交易模式研究》,载《会计研究》2021年第6期。