

# 锁定制度与机构投资行为

熊维勤

(重庆工商大学 经济贸易学院,重庆 400067)

**摘要:**文章以1996-2005年在沪、深两市上市的A股IPO作为样本,研究了锁定制度对机构投资者交易行为的影响。实证检验结果表明,机构投资力量的存在加剧了IPO上市初期的价格波动,而锁定制度能有效抑制机构投资者对新股的炒作,从而有利于IPO价格的稳定。但在锁定期结束时,机构投资者会集中抛售其所持IPO股份,并对IPO价格和成交量形成短期冲击。这表明锁定制度并未达到培育机构投资者长期投资理念的目的。

**关键词:**锁定制度;机构投资者;收益分布检验;异常成交量;累计异常收益

**中图分类号:**F831.5      **文献标志码:**A      **文章编号:**1008-5831(2009)03-0027-07

## 一、引言

自中国证券市场成立以来,股市经历了多次大起大落。学术和实务界都认为,证券市场的这种剧烈波动主要是由散户投资者的过度投机行为所引起的,因此,大力发展机构投资力量,改善投资者结构就成为了各方的共识。尽管发展机构投资力量存在多重目的,但培育价值投资观念,减少股市波动无疑是其中一个最直接的目标。在此指导思想下,从1998年开始,在管理层的大力支持下,中国的机构投资力量开始了超常规的发展。然而,从这一措施实施的效果上看,本应该是保障股市健康运行的机构投资者出现了《基金黑幕》(平湖和李筲,2000)<sup>[1]</sup>中所描述的大量违规行为,从而引发了一场关于机构投资力量作用的大讨论。

机构投资力量的壮大是否一定能起到消除投机、稳定市场的作用?迄今为止,国内外众多学者的研究结论仍然莫衷一是。一种观点认为,机构投资者的存在会加剧股市的波动,其原因有二:第一,机构投资者具有比散户投资者更强的羊群行为,从而使市场的波动更加剧烈(Scharfstein and Stein,1990<sup>[2]</sup>;施东晖,2001<sup>[3]</sup>)。第二,短视的机构投资者经常会采用正反馈交易策略,由此将进一步加剧股市的波动(Culter et al.,1990<sup>[4]</sup>;林秀敏和方毅,2004<sup>[5]</sup>)。另一种观点则认为,羊群行为和正反馈交易并不必然加剧股市的波动。例如,当所有机构投资者都对市场基本面的变化作出迅速反应,或者对散户投资者的非理性行为进行反向操作时,这样的羊群行为就能起到稳定股市的作用;同时,对价值被低估并已开始上涨的股票采取正反馈交易策略也有利于股票价格的快速回归(Lakonishok et al.,1992;张羽和李黎,2005)<sup>[6-7]</sup>。

然而,何基报和王霞(2005)在其研究报告中指出,机构投资力量是否具有稳定市场的作用,还与投资者结构、产品结构、制度设计和外部环境等密切相关,而现有的研究几乎都忽略了这些因素<sup>[8]</sup>。有鉴于此,在该问题的研究中,他们加入了投资者结构这一因素,并从理论和实证上证明了机构投资力量的壮大与稳定股价之间并无必然联系。宋冬林等(2007)的研究也支持这一结果<sup>[9]</sup>。

收稿日期:2008-12-23

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70473107);重庆工商大学科研启动项目

作者简介:熊维勤(1969-),男,重庆万州人,重庆工商大学经济贸易学院讲师,博士,主要从事证券投资

由此得到的一个结论是,如果只注重机构投资者数量的发展,而不辅以必要的监管措施和制度设计,则机构投资者反而有可能利用他们所掌握的资源优势和信息优势操纵市场,加剧股价的波动。

事实上,除投资者结构外,交易制度的设计对机构投资者行为的影响可能更为直接。在中国新股发行市场上,锁定限制无疑是针对机构投资者最为直接的一种制度安排。自证券市场成立以来,中国新股发行市场上的 IPO 抑价远高于成熟资本市场,且新股上市之初的价格波动也异常明显。一直以来,人们都认为机构投资者在其中起到了推波助澜的作用,因此,从 1998 年起,管理层在 IPO 申购中对机构投资者进行优待的同时,也配套实施了一种独特的制度安排,即对机构投资者配售的 IPO 股份规定了持股锁定期。实施锁定限制的主要目的有二,一是树立机构投资者的长期投资理念;二是抑制机构投资者在 IPO 上市之初的炒作,降低新股价格波动。那么,机构投资力量的存在是否加剧了新股的价格波动? 锁定制度是否达到了管理层的预期目的? 这将是笔者所要研究的主要问题。

## 二、锁定限制与 IPO 上市初期的机构投资行为

在 IPO 发行过程中,机构投资者凭借强大的资金实力和政策支持,能够获得远高于散户投资者的 IPO 配售份额。人们总是希望,这些代表着市场理性力量的投资者能够在投机氛围浓厚的 IPO 发行市场上树立起价值投资理念,减轻对新股的非理性炒作,维持股价稳定。然而事实是否如此? 锁定规则的存在为这一问题的研究提供了可能。从直觉上看,当不存在锁定限制时,面对新股上市初期的高抑价,机构投资者会理性地抛售其所持股份获利出局,并利用散户投资者对新股的狂热情绪操纵股价从中谋利;而锁定规则的存在将限制机构投资者的抛售行为,并抑制其对新股的炒作,从而达到维持股价稳定的目的。以下将利用相关数据实证检验这一猜测的合理性。

### (一) 研究方法

研究机构投资者交易行为最直接的方法莫过于对详细交易数据进行分析,然而,基于数据的可获得性,以及因多帐户交易等原因所导致的对机构投资者识别上的困难,笔者将采用 Ruud(1993)<sup>[10]</sup>在研究承销商托市时所使用的收益分布检验法。按照 Ruud 的分析,在新股上市初期,散户投资者因其持股份额很低,只能是价格的接受者。而机构投资者

却能够利用其交易行为影响市场价格。当他们重仓购入时,可以将 IPO 交易价格维持在某一水平不致过度下跌,从而使其上市初期的收益出现正偏现象,形成所谓的“IPO 托市”现象;反之,当机构投资者大力抛售其配售股份时,则会对新股价格形成打压,从而使新股收益出现负偏。

在运用收益分布检验法时,Ruud 使用了一个潜在假定,即样本收益的截面数据服从于同一正态分布。当样本之间的抑价差异并不显著时,这一假定是可以接受的。然而在中国的 IPO 市场上,样本抑价的差异非常显著,这一假定无法满足,故在使用这一方法时,必须对 Ruud 模型进行修正。

对某一新股  $i(i = 1, 2, \dots, N)$  而言,假定  $\hat{P}_i$  是事前对其第  $t$  期真实市场价格  $P_{it}$  的一个无偏估计,即  $\hat{P}_i = P_{it} \times \varepsilon_{it}$ 。其中  $\varepsilon_{it}$  为误差项,服从均值为 0 方差为  $\sigma_i^2$  的对数正态分布,即  $\ln \varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma_i^2)$ 。若 IPO 不存在折价,那么可假定其发行价格  $P_{i0}$  等于上述无偏估计  $\hat{P}_i$ 。当 IPO 折价发行时,不妨设折价幅度为  $\theta_i \in (0, 1)$ ,则有  $P_{i0} = \theta_i \times \hat{P}_i = \theta_i \times P_{it} \times \varepsilon_{it}$ ,故在上市后第  $t$  日的连续复利收益为  $R_{it} = \ln(P_{it}/P_{i0}) = -\ln \theta_i - \ln \varepsilon_{it} \sim (-\ln \theta_i, \sigma_i^2)$ 。对  $R_{it}$  进行标准化,令  $R_{it}^* = (R_{it} - \sum_{\tau=1}^T R_{it}^*/T)/\sigma_i$ (其中  $T$  为样本考察期),则  $R_{it}^*/N(0, 1)$ 。即对  $i$  而言,其标准化后的收益序列服从标准正态分布。当假定 IPO 样本间的收益相互独立时,则对任一考察期  $\tau$ ,样本的截面标准化收益  $R_{it}^*$  同样服从标准正态分布。根据前文的分析,如果机构投资者并未长期持有其配售的 IPO 股份,而是在上市之初选择了抛售,那么  $R_{it}^*$  应该出现显著负偏现象。鉴于笔者所分析的是机构投资者的短期交易行为,因此所选择的窗口期为上市之后的 20 个交易日。

### (二) 样本选择和数据来源

笔者以 1996 至 2005 年在沪、深两市发行上市的 1 082 只 A 股 IPO 作为研究对象,剔除其中锁定期过短的样本 3 个,有效样本容量为 1 079。其中沪市样本总量 653 个,锁定子样本 78 个,非锁定子样本 575 个;深市样本总量为 426 个,其中锁定子样本 78 个,非锁定子样本 348 个。文中所用的 IPO 发行数据、交易数据和市场指数等均来源于深圳国泰安公司开发的 CSMAR 研究数据库,锁定期相关数据则来源于各 IPO 公司的上市公告书和解锁公告。

表 1 给出了沪、深两市锁定子样本的相关描述性统计。表中的锁定期是指首次解锁日与上市日之间的日历间隔。其中的  $t$  检验  $P$  值用于检验沪、深两市样本统计量的均值是否存在显著差异。

表 1 沪、深两市锁定样本描述性统计

统计量	沪市(78)				深市(78)				$t$ 检验 $P$ 值(%)
	均值	中值	最大	最小	均值	中值	最大	最小	
首日净抑价	96.70	78.71	296.35	3.78	100.79	95.55	286.71	2.52	70.1
发行数量(万股)	28 158.97	8 100	500 000	4 000	8 167.31	6 000	35 000	2 200	1.54
锁定期	98.71	65	360	56	96.24	65	529	60	81.71
锁定期内的交易日	66	46	238	30	66.08	45	356	30	99.15
锁定比例	23.82	20	76.03	4.06	19.57	13.75	61.43	3.25	10.97
首次解锁数量占当前流通股比例	26.45	12.5	209.53	2.32	20.01	12.5	143.64	2.5	15.95

由表 1 可以看出,沪、深两市锁定样本在发行数量上存在显著差异,沪市的平均发行规模要显著高于深市。此外,两市 IPO 在锁定比例上的差异也边际显著,其中沪市的锁定比例要略高于深市。正由于沪市两市 IPO 市场具有不同的特征,因此以下的分析将就两市分别进行。

### (三) 实证检验结果及分析

表 2 给出了沪、深两市锁定和非锁定样本在上市 20 个交易日的标准化收益分布检验结果(表中的  $P$  值为 Jarque - Bera 正态性检验统计量所对应的  $P$  值,原假设为样本收益服从正态分布)。

表 2 沪、深两市锁定和非锁定样本收益分布检验结果

时间	沪市样本(653)				深市样本(426)			
	非锁定样本(575)		锁定样本(78)		非锁定样本(348)		锁定样本(78)	
	偏度	$P$ 值(%)	偏度	$P$ 值(%)	偏度	$P$ 值(%)	偏度	$P$ 值(%)
T01	-0.18	0.00	-0.27	11.66	-0.02	0.03	-0.33	15.37
T02	-0.21	0.00	-0.19	14.37	-0.04	0.07	-0.32	12.03
T03	-0.17	0.00	0.03	13.52	-0.01	0.05	-0.13	37.45
T04	-0.13	0.14	0.01	32.77	-0.11	0.04	-0.18	37.35
T05	-0.18	0.64	0.14	27.51	-0.06	0.64	0.00	41.51
T06	-0.09	1.32	0.07	28.68	-0.07	0.50	0.22	39.27
T07	0.02	37.61	0.21	65.19	-0.06	26.10	0.22	45.82
T08	0.09	62.47	0.01	87.09	-0.01	93.51	0.06	60.50
T09	0.21	11.11	0.30	46.92	-0.10	31.06	0.19	55.70
T10	0.14	27.41	0.22	67.66	0.32	3.80	0.15	85.54
T11	0.03	50.45	0.53	10.57	0.08	67.19	0.65	5.33
T12	0.25	4.34	0.14	28.21	0.21	24.22	0.41	28.71
T13	0.13	31.70	-0.06	26.16	0.30	6.58	0.17	75.35
T14	0.14	12.14	0.25	38.18	0.24	8.86	0.27	46.61
T15	0.21	1.27	0.28	49.89	0.25	3.09	0.31	17.18
T16	0.37	0.02	-0.07	43.41	0.36	1.17	0.24	31.68
T17	0.32	0.00	0.01	15.20	0.21	0.32	0.06	12.98
T18	0.28	0.00	0.11	18.94	0.16	1.30	0.09	12.45
T19	0.18	0.00	0.27	22.89	0.23	1.42	0.33	19.67
T20	0.27	0.30	0.18	19.36	0.28	4.05	0.22	72.71

进一步分析可以发现,两市的非锁定样本在经历了短暂的价格稳定之后,分别出现了 7 个和 9 个收益正偏的交易日。出现这种情况的一个可能原因是,在中国 IPO 市场上同样还存在着“炒新股”的习惯,机构投资者往往会在新股上市之初、价格遭受打压时逢低吸筹,之后再拉高出货,因此这种收益正偏现象很可能是一种价格操纵行为。而在两市的锁定样本中,仅深市有 1 个交易日出现了收益正偏情形,这表明在 IPO 上市后的价格炒作中,机构投资者确实起到了主导作用。徐龙炳等(2008)对新股上市前 3 日的交易行为研究也可以从侧面印证这一结论<sup>[11]</sup>。同时,表 2 的检验结果也暗示,锁定规则的存在有助于降低新股上市初期的价格波动。表 3 以 IPO 上市后 20 个交易日价格序列的标准差作为衡量价格波动的指标,给出了相关的统计检验结果。其中均值检验使用  $t$  检验,中值检验使用 Wilcoxon/Mann-Whitney 检验。

从表 2 可以看出,当不存在锁定期限制时,沪、深两市 IPO 在上市后前 6 个交易日内的收益分布均出现了显著负偏现象。按照前文的分析,这表明机构投资者并未长期持有 IPO 股份,而是选择在上市之初就进行了抛售,且这种抛售行为主要集中在新股上市时的前 6 个交易日。而当存在锁定期限制时,这种负偏现象并未出现,这就进一步表明,IPO 收益分布的负偏现象是由机构投资者抛售行为所引起的。尽管散户投资者也存在同样的集中抛售行为,然而由于持股高度分散,他们的交易行为并不能冲击 IPO 价格。

从表 3 可以看出,无论是沪市还是深市,非锁定样本的均值和中值均显著大于锁定样本(1% 显著性水平),即锁定规则有效抑制了机构投资者对 IPO 价格的炒作。同时,表 3 的结果还表明,深市 IPO 价格的波动性要显著高于沪市,即深市新股发行市场上的投机氛围更浓。

### 三、锁定期结束时的机构投资行为

由前面的分析所知,当不存在锁定限制时,机构投资者会在 IPO 上市之初抛售其所持股份,因此实行锁定期规定的目的之一,就是试图培育机构投资者的长期投资理念。当锁定期结束时,分析机构投资者是继续持有还是抛售所配售的 IPO 股份,可以检验锁定限制是否实现了这一目的。

#### (一) 锁定期结束后 IPO 成交量的变化

##### 1. 研究方法

分析锁定期结束后 IPO 成交量的变化可以间接检验机构投资者的行为。如果 IPO 成交量较锁定期

结束前一段时间的平均成交量有显著放大,则可以判定机构投资者进行了IPO抛售。定义为锁定期结束日,以  $T = -25$  至  $T = -6$  共 20 个交易日的平均成交量作为分析基准。之所以只选择 20 个基准交易日,是因为在所考察的样本中,约 60% 在锁定期内

的交易日不超过 50 天,为尽可能排除 IPO 上市这一事件的影响,基准交易日的选择无法过长。将  $T = -5$  至  $T = -1$  排除在基准交易日之外的原因在于,锁定期到期日的临近可能会影响投资者的决策,从而影响 IPO 交易。

表 3 锁定规则与 IPO 价格波动关系的统计检验

	非锁定样本			锁定样本			均值检验 P 值(%)	中值检验 P 值(%)
	样本容量	均值	中值	样本容量	均值	中值		
沪深	575	0.716	0.573	78	0.468	0.376	0.01	0
深市	348	1.131	0.840	78	0.645	0.440	0.01	0
均值和中值检验 P 值(%)		0	0		4.1	2.43		

故笔者将  $T = -5$  至  $T = 50$  定义为事件分析窗口。为比较该时间段内 IPO 成交量的变化,按照 Fild and Hanka(2001)<sup>[12]</sup> 的研究方法,定义如下异常成交量指标:

$$AV_{it} = \frac{V_{it}}{\frac{1}{20} \sum_{i=-25}^{-6} V_{it}} - 1, AV_T = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AV_{it}$$

式中  $V_{it}$  表示股票  $i$  在第  $T$  日的成交量,  $AV_{it}$  表示  $i$  在第  $T$  日的异常成交量,即第  $T$  日成交量偏离基准成交量的幅度,  $AV_T$  表示样本异常成交量的均值。

## 2. 实证检验结果及分析

图 1、图 2 描绘了沪、深两市在锁定期结束前 5 日至结束后 50 日内异常成交量及其显著性检验结果(双尾  $t$  检验  $P$  值)。

结合图 1、图 2 可以发现,沪市在锁定期结束前 1 日开始对这一事件产生反应,市场成交量显著增加 41%,而深市的反应时间更提前到在锁定期结束前 2 日,其日均成交量分别显著放大 48%,57%。在锁定期结束当日,两市成交量发生突变,分别显著增加 280% 和 240%,但从锁定期解除第二日开始,成交量的增加就迅速下降,其中深市更是从  $T + 3$  日开始,

成交量的增加就基本控制在了 50% 之内,而沪市异常成交量的下降速度虽然要慢于深市,但从  $T + 28$  日开始,成交量的增加更是控制在了 20% 以内(23 个交易日的平均异常成交量仅为 5.9%),且在随后的交易日中,在 10% 的显著性水平上,其成交量的增加已不具统计显著性。而深市尽管在  $T + 29$  至  $T + 50$  这 22 个交易日中的平均异常成交量高达 28.8%,但只有  $T + 38$  和  $T + 40$  两个交易日成交量的增加在 10% 显著性水平下具有统计显著性。(事实上,少数样本的极值数据导致了上述高达 28.8% 的平均异常成交量,而从  $T + 3$  日开始,样本中值已全部小于零。即对多数股票而言,在经历了锁定期结束时成交量的短暂放大后,其后续交易活跃程度甚至低于锁定期结束前的平均水平)。也就是说,在锁定期结束 30 个交易日后,沪、深两市 IPO 成交量基本恢复到了锁定期结束前的平均水平,亦即解除锁定期限制后, IPO 供给的增加对市场成交量的冲击是短暂的,其持续时间大约为 30 个交易日。

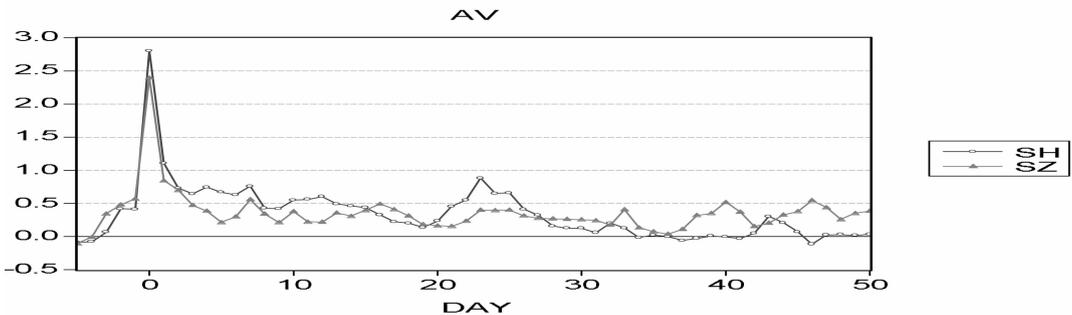


图 1 锁定期结束前后的异常成交量

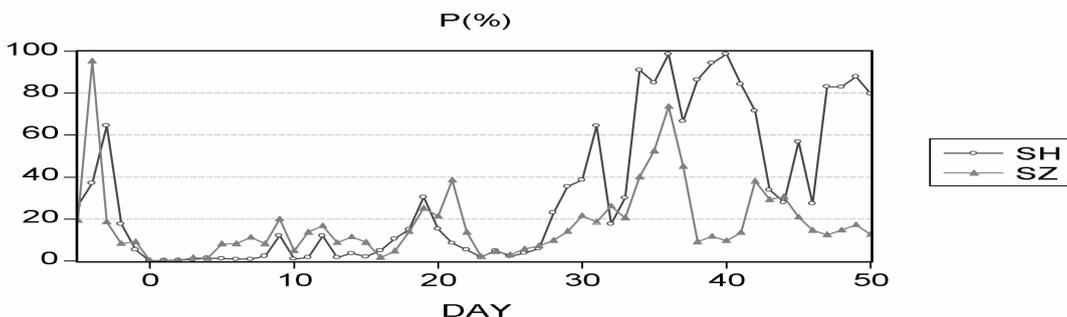


图 2 锁定期结束前后异常成交量的显著性检验

锁定期限制解除当日成交量的巨幅放大表明,机构投资者并未长期持有其所配售的 IPO 股份,而是在锁定期结束后选择了抛售,且抛售的时间主要集中在解除锁定的前 7 个交易日内,这与不存在锁定期限制时机构投资者在 IPO 上市之初的抛售行为为类似。这说明锁定规则并未使机构投资者真正树立长期投资的理念,只是将其获利套现的时间强制延迟到了锁定期结束之后。产生这一现象的根本原因在于 IPO 发行中的高抑价并未在锁定期内得到缓解,在所考察的 156 只 IPO 中,锁定期结束之日的平均抑价仍高达 107%,较之其上市首日 99% 的平均抑价还略有增加。面对如此之高的收益,也就不难理解机构投资者在锁定期结束后的抛售行为。

## (二) 锁定期结束时的股价变化

既然机构投资者在锁定期结束时存在明显的抛售行为,那么供给的增加是否会对 IPO 价格形成冲击?且这种冲击是否会长期持续?

### 1. 研究方法

在事件研究中,分析股价变动最常用的方法是

研究事件窗口期内累计异常收益率(CAR)的变化。CAR 有多种定义方法,笔者采用 Michaley et al. (1995)<sup>[13]</sup> 等的定义,令:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}, AR_{iv} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iv}; CAR_{it} = \prod_{t=t_0}^{t_1} (1 + R_{it}) - \prod_{t=t_0}^{t_1} (1 + R_{mt}), CAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{it}$$

其中:  $[t_0, t_1]$  为事件分析选用的窗口期,  $R_{it}$  为股票  $i$  在第  $t$  日的收益率,  $R_{mt}$  为第  $t$  日的市场指数收益率。由于沪、深两市尚无统一指数,因此分别以沪市 A 股综合指数和深市成份指数代替。 $AR_{it}$  和  $CAR_{it}$  分别表示  $i$  在第  $t$  日的异常收益率和累计异常收益率,  $AR_t$  和  $CAR_t$  则表示相应指标的样本均值。

### 2. 实证检验结果及分析

图 3 和图 4 描绘了锁定期结束前后各 20 个交易日沪、深两市日均异常收益率及其显著性检验结果(双尾  $t$  检验  $P$  值)。

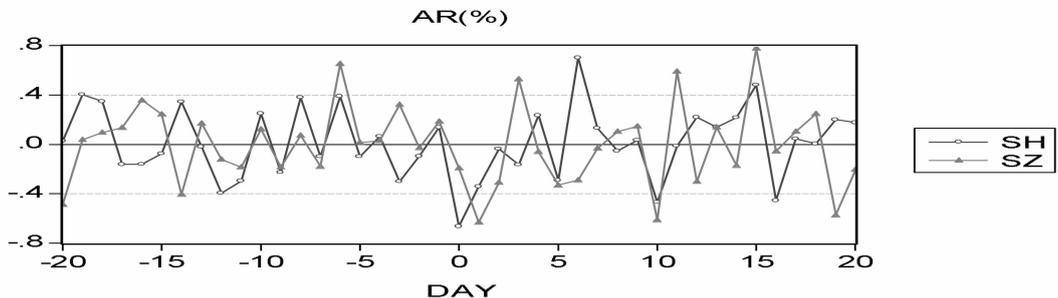


图 3 锁定期结束前后的异常收益率

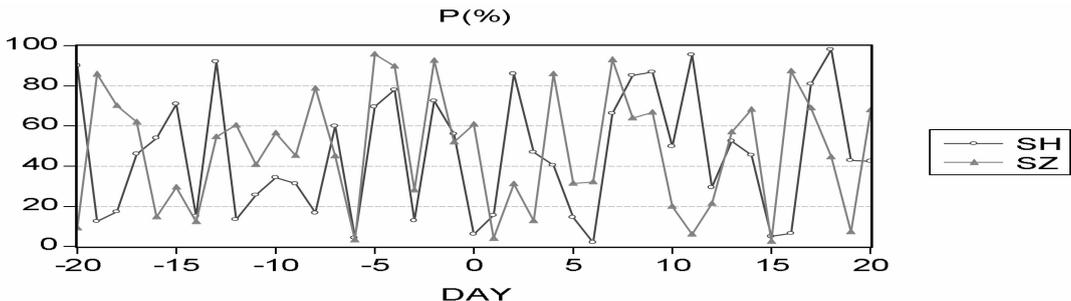


图 4 锁定期结束前后异常收益率的显著性检验

由图 3 和图 4 可以看出,在  $t=6$  日,沪、深两市的 IPO 股价出现了显著上升,其幅度分别达到了 0.39% 和 0.65%。出现这种股价上升现象的一个可能原因在于,机构投资者在锁定期结束前进行了股价拉升,以期能在锁定期结束时以更高的价格抛售其所持股份。在锁定期结束当日,沪市股价显著下降了 0.66%,而深市股价的显著下跌则发生在锁定期结束后的第 2 日,其下跌幅度也达到了 0.63%。此后,沪市在  $t=6$  和  $t=15$  两个交易日的股价出现显著回升,其幅度分别为 0.7% 和 0.48%,在  $t=16$  日又显著回调了 0.45%;而深市也出现了类似的股价调整过程,在  $t=11$  和  $t=15$  两日,其股价分别显著上升了 0.59% 和 0.78%,而在  $t=19$  日又显著下跌了 0.57%。

两市在锁定期结束时的股价下跌和随后的上升变动模式暗示,锁定期事件对股价的冲击可能只是

一种短期现象,这种猜测可以从图 5 和图 6 得到进一步的证实。

图 5 和图 6 给出了锁定期结束前后各 20 个交易日沪、深两市累计异常收益率及其显著性检验结果(双尾  $t$  检验  $P$  值)。从两图可以看出,在所考察的时间窗口内,两市 CAR 的变动均不具有统计显著性,这就表明锁定期事件并未对股价的变动形成长期冲击。

然而,图 5 和图 6 所给出的结果是以  $t=-20$  日的股价作为分析基准的,也就是说,该结果是否具有稳健性与事件窗口的选择有关。为此笔者进一步计算了  $[t_0, 20]$ ,  $t_0 = -19, -18, \dots, -1$  共 20 个窗口期内 CAR 的变动情况及其显著性检验,相关结果见表 4。其中表中“显著区间” $[t_0, t_1]$  的含义是,在  $t=t_1$  日后, CAR 的值均不再具有统计显著性,如果在所考察的整个时间窗口内 CAR 均不具有统计显著性,则以

NA 表示。

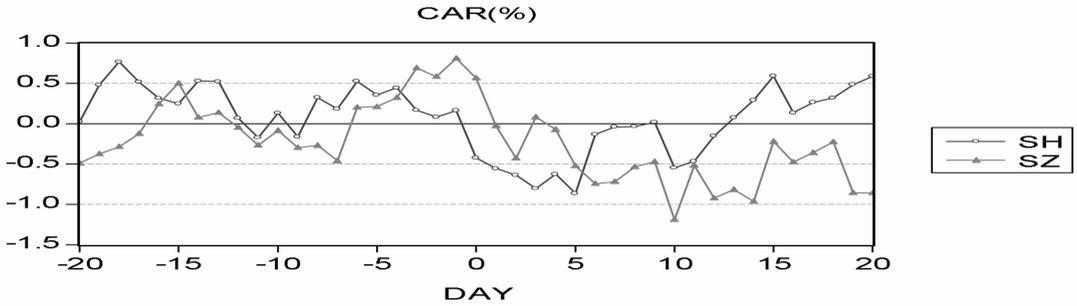


图5 锁定期结束前后的累计异常收益率

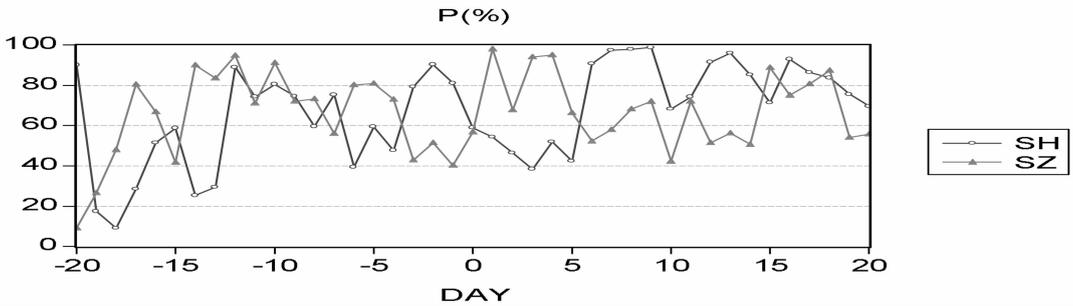


图6 锁定期结束前后累计异常收益率的显著性检验

从表4可以看出,无论锁定期结束前的基准时点选择如何,沪市的CAR值最迟在锁定期结束6个交易日后不再具有统计显著性,而深市CAR值甚至

在锁定期结束前3日后就不再具有统计显著性。这就进一步表明,解除锁定限制对IPO价格的冲击是短期的。

表4 不同窗口期下的CAR值及其显著性分析

起始时点	沪市			深市		
	显著区间	CAR (%)	P 值 (%)	显著区间	CAR (%)	P 值 (%)
-19	[-19, -18]	0.74	3.81	NA	NA	NA
-18	NA	NA	NA	[-18, -15]	0.82	6.52
-17	[-17, 5]	-1.70	9.06	[-17, -15]	0.72	8.38
-16	[-16, 3]	-1.51	5.26	[-16, -15]	0.59	6.87
-15 ~ -14	NA	NA	NA	NA	NA	NA
-13	[-13, 3]	-1.51	4.43	NA	NA	NA
-12	[-12, 3]	-1.47	4.75	NA	NA	NA
-11 ~ -9	NA	NA	NA	NA	NA	NA
-8	[-8, -6]	0.66	5.09	NA	NA	NA
-7	NA	NA	NA	NA	NA	NA
-6	NA	NA	NA	[-6, -3]	1.05	5.31
-5	[-5, 3]	-1.42	3.65	NA	NA	NA
-4	[-4, 3]	-1.34	3.55	NA	NA	NA
-3	[-3, 3]	-1.39	2.54	NA	NA	NA
-2	[-2, 3]	-1.12	5.77	NA	NA	NA
-1	[-1, 3]	-1.42	3.65	NA	NA	NA

上述研究结果表明,当锁定期限制解除时,机构投资者会抛售他们所配售的IPO股价,并对IPO成交量和价格形成冲击,然而这种冲击只是短期的,无论是成交量还价格,市场都会很快恢复到锁定期解除前的水平。这一研究结果与 Fild and Hanka(2001)<sup>[12]</sup>和 Brav and Gompers(2003)<sup>[14]</sup>等

对美国股市的研究结论相反,他们发现,解除锁定期这一事件将对IPO价格和成交量产生长期冲击。出现这一差异的根本原因在于两国IPO锁定比例不同,解除锁定后供给增加的比例也不一样。在美国的新股发行市场上,IPO锁定比例通常高达2/3,而在笔者所研究的样本中,这一比例平均仅为

23% ,且 86% 的样本锁定比例低于 30% 。

#### 四、结论

机构投资力量的壮大是否能够起到稳定市场的作用,这一直是一个颇具争议的问题。已有的研究表明,这一问题的解答与复杂的市场环境和制度背景等诸多因素有关。笔者以 1996 - 2005 年在沪、深两市上市的 A 股 IPO 作为样本,实证检验了锁定限制这一制度安排对机构投资者交易行为的影响,得到了以下主要结论。

第一,当不存在锁定期限制时,机构投资者会在新股上市之初抛售其所持 IPO 股份,且这种抛售行为主要集中在新股上市的前 6 个交易日;在随后的交易日中,机构投资者又会对 IPO 股价进行拉升。而锁定规则的存在不但阻止了机构投资者对所持 IPO 股份的抛售行为,而且还有效抑制了他们对新股的炒作,从而有利于维持 IPO 股价的稳定。

第二,当锁定期结束时,机构投资者会在解除锁定后的前 7 个交易日内集中抛售其锁定股份,说明锁定规则并未使机构投资者真正树立长期投资理念,只是将其获利套现的时间强制延迟到了锁定期结束之后。同时,供给的增加会对 IPO 成交量和价格形成冲击,但由于锁定比例较小,这种冲击并不具有长期性,IPO 成交水平和价格均会在短期内恢复到锁定期结束前的水平。

笔者的研究从一个侧面表明,就新股发行市场而言,机构投资力量的存在不但没有起到稳定市场的作用,反而加剧了 IPO 价格的波动。因此,通过锁定规则限制机构投资者在新股上市初期的交易具有积极意义。

#### 参考文献:

[1] 平湖,李菁. 基金黑幕——关于基金行为的研究报告解析[J]. 财经, 2000, 10: 2 - 8.

- [2] SCHARFSTEIN D S, STEIN J C. Herd behavior and investment [J]. American Economic Review, 1990, 80(3): 465 - 479.
- [3] 施东晖. 证券投资基金的交易行为及其市场影响[J]. 世界经济, 2001, 10: 26 - 31.
- [4] CULTER D, POTERBA J, SUMMERS L. Speculative dynamics and the role of feedback traders [J]. American Economic Review, 1990, 80(1): 63 - 68.
- [5] 林秀敏, 方毅. 中国股市动量投资策略和逆向投资策略的实证研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2004, 10: 141 - 152.
- [6] LAKONISHOK J, SHLEIFER A, VISHNY R W. The impact of institutional trading on stock price [J]. Journal of Financial Economics, 1992, 32(1): 23 - 43.
- [7] 张羽, 李黎. 证券投资基金交易行为及其对股价的影响 [J]. 管理科学, 2005, 18(4): 77 - 85.
- [8] 何基报, 王霞. 机构投资者一定能稳定股市吗? [R]. 深交所研究报告, 2005, 深证综研字第 0121 号.
- [9] 宋冬林, 毕子男, 沈正阳. 机构投资者与市场波动性关系的研究 [J]. 经济科学, 2007(3): 97 - 103.
- [10] RUUD J S. Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle [J]. Journal of Financial Economics, 1993, 34(1): 135 - 151.
- [11] 徐龙炳, 徐智斌, 陆蓉. IPO 股票上市初期机构投资者的交易行为研究 [J]. 财经研究, 2008, 34(3): 61 - 72.
- [12] FIELD L, HANKA G. The expiration of IPO share lockups [J]. Journal of Finance, 2001, 56(2): 471 - 500.
- [13] MICHALEY R, THALER R, WOMACK K. Price reactions to dividend omission: Overreaction or drift? [J]. Journal of Finance, 1995, 50(2): 573 - 608.
- [14] BRAV A, GOMPERT P A. The role of lockups in initial public offerings [J]. The Review of Financial Studies, 2003, 16(1): 1 - 29.

## Lockup Regulation and Institutional Investors' Behaviors

XIONG Wei-qin

(School of Economics and Trade, Chongqing Technology and Business University, Chongqing 400067, China)

**Abstract:** Using the data from IPOs issued in Shanghai and Shenzhen a share markets from 1996 to 2005, this paper studies the effects of lockup regulation on the institutional investors' behaviors. The empirical tests indicate that the institutional investors exacerbated the IPOs' price fluctuation, but the lockup regulation restrained their speculations effectively and rebound to stabilize IPOs price. At the expiration of lockup, the institutional investors sold their IPOs shares intensively which impacted IPOs' price and trading volume temporarily. It shows that lockup regulation did not attain its object, that is, the institutional investors did not hold their IPO shares chronically.

**Key words:** lockup regulation; institutional investors; revenue distribution test; abnormal volume; cumulative abnormal revenue

(责任编辑 傅旭东)