
我国 IPO 控股股东限售政策的长期效应研究

周焱¹

【摘要】：我国 IPO 控股股东限售政策始于 2006 年下半年，选取 2007—2014 年 A 股 IPO 的上市公司，基于它们上市前一年到上市后六年的基本面数据和股价数据（截至 2020 年底），研究 IPO 控股股东限售政策的长期效应。结果表明：IPO 控股股东限售政策存在长期市场效应，公司上市后的第三年到第四年，相对其他时段，股价存在显著为正的异常超额收益；控股股东可以利用对公司的控制权，采取多种方式影响公司股价，从而有利于自身股份解禁后的减持，采取的具体方式包括投资者关系管理、公司负面事件控制、公司正面事件操作、经营业绩管理等。

【关键词】：限售股 股价扭曲 限售政策 监管悖论

【中图分类号】 F830.91 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1006-169X (2021) 10-0012-08

一、引言与文献综述

在我国股市发展过程中，出现过不少“发展中的问题”，限售股的解禁就是代表。上市公司的股份，按照是否可以自由流通，分为限售股与非限售股。限售股在限售期之内，股份持有人不得卖出，满足限售政策有关规定之后，方可自由买卖，即解禁。从 2005 年股权分置改革开始的“大小非”解禁，到首次公开发行（简称：首发或 IPO）控股股东股份的解禁，曾经在早些年，尤其是 2010 年以前，引发部分投资者的悲观情绪，担心二级市场的股票供给增加会压制股市价格。相应地，监管政策方面，始于 2006 年的 IPO 控股股东限售政策十分严格。

根据《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》规定，我国针对 IPO 控股股东限售股的锁定期长达 3 年，远高于美国等发达市场 6 到 12 个月的锁定期，并且前者为强制性限售，后者一般为约定限售。随着陆港通等制度的建立和完善，境内外资本市场双向流动大幅增加，要求我国限售股相关政策与时俱进，扬长避短。

限售股在解禁日前后，相关股票的二级市场价格可能出现异动，即表现为解禁的市场效应。对此，国内外学者进行了大量研究，一般采用事件研究法（Event Study）。这些研究中的“事件窗口”一般是解禁日前后一个月以内，具体从 1 天到一周或几周不等，分析了解禁日当天或者前后几天股价是否存在超额收益。

国外文献主要研究 IPO 限售股解禁的市场效应。早期研究中，Field & Hanka(2001) 研究了美国从 1988—1997 年的 1948 起 IPO 样本，发现解禁日前后三天会出现-1.5%的累计异常收益。Yung & Zender(2010) 从道德风险的视角分析发现，限售股解禁后总体上存在显著的负向超额收益。国内文献方面，大致区分为对股改“大小非”限售股的研究以及 IPO 限售股的研究。

关于早期多为股改“大小非”限售股解禁的市场效应研究。黄张凯等（2010）针对 2008 年 9 月底前股改公司的首次解禁事件进行实证研究，发现（-3, 0）的事件窗口内，累计异常收益显著为负，达到-1.58%的水平。储小俊和刘思峰（2012）针对深交所主板中发生股改的上市公司，使用 2007—2009 年的数据，发现在（-10, 20）的事件窗口内，限售股解禁带来了显著为负的价格冲击效应，累计超额收益为-7.51%。

近年来，我国证券市场快速发展，随着陆港通等制度的建立，境内外资本市场双向流动加快，国内相关监管政策正在逐渐完

作者简介：周焱（1988-），安徽池州人，中国社会科学院世界经济与政治研究所，博士研究生，研究方向为国际投资。

善。关于限售股的监管政策，一些学者提出了自己的建议。陈彬等（2014）梳理了国外发达市场的限售股制度，并对我国限售政策的制度建设进行了分析。他们认为，我国的限售政策未能妥善解决发行人利益与投资者权益之间的平衡问题，例如在新股发行限售规定中存在着限售股比例过高、限售期过长的问题，并且在限售股解禁、减持的细节安排上也存在问题，建议要在尊重市场的基础上设计多元化的限售股减持制度，提高信息披露透明度，并完善相应的配套制度。

针对强制性限售与约定限售，郑冠群和徐妍（2016）进行了对比分析，鉴于我国已有限售政策以强制限售为主，他们认为约定限售制度的推行对完善我国股票上市发行制度具有重大意义，建议实行渐进式、梯度式的限售制度改革。另外，秦军和居佳欢（2018）从大股东与监管机构两者的演化博弈角度，对大股东违规减持进行了动态分析，并在此基础上提出了对策建议，包括提高监管技术等。

从已有研究可知，关于限售股的实证研究主要集中在对解禁前后的短期市场效应，缺乏对长期效应的研究。由于我国对 IPO 控股股东限售股设置了长达三年的锁定期，因此短期市场效应难以充分反映控股股东的行为特点，从而难以对限售政策进行客观评价。

为此，本文从以下两个方面拓展已有研究：第一，既有研究基本上集中在限售股解禁或者减持的短期效应研究上，本文基于 IPO 控股股东的自身特点，重点考察、研究限售政策的中长期效应，从而对监管政策进行科学评判。第二，已有研究大多是对限售股解禁或者减持前后的短期市场量价数据的分析，某些文献也对基本面数据的某一方面有所切入，但缺乏对我国限售股个性特征的深入把握。本文立足于我国股票市场个性特征，结合大量基本面数据、公司事件数据，对 IPO 控股股东限售政策进行了逻辑分析和数据论证，具有更强的现实意义。

二、研究假设

（一）IPO 控股股东限售政策的长期市场效应

我国 IPO 控股股东限售股具有自身特殊性，解禁前后的短期市场效应难以反映全貌，有必要研究在年度级别以上股价是否存在异常。

第一，自 2006 年 5 月上海证券交易所发布《上海证券交易所股票上市规则（2006 年 5 月修订稿）》至今，监管要求自股票上市首日起，IPO 控股股东股份需在前三年锁定。我国长达三年的 IPO 控股股东限售股锁定，远长于国外成熟资本市场半年到一年的锁定期，对公司股价的影响难以在解禁当日前后集中反映。

第二，IPO 控股股东限售股在解禁后，依然会受到监管政策的限制，并不能集中在单次完成减持目标。例如 2017 年 5 月修订的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，就对减持前预披露、单次减持的上限以及减持的方式做了诸多规定。

第三，从控股股东行为动机来讲，我国股票市场具有一定特殊性，有减持意愿的公司控股股东往往在较早时间就开始谋划布局，并在解禁后通过多批次实施减持。鉴于 IPO 控股股东限售股规模相对较大，且相关的解禁时间、解禁数量等信息被市场广泛提前知悉，因此控股股东难以通过集中式操作在短期内处置解禁后的股份。实际来看，某些控股股东甚至从上市首日起就开始与各方机构提前谋划股份减持步骤和方式，并采取各种方式实施所谓的“伪市值管理”。

针对三年的股份锁定期，假设控股股东可以通过控制权来扭曲股价，从而为自身股份解禁后分批减持服务，则合理的扭曲时间段是上市日起第三年到第四年，即控股股东在股价相对高点时开始减持，并在股价开始相对回落之前完成减持目标。根据数据统计，我国限售股解禁之后 80%以上在解禁日起一年内完成减持目标，一年之后控股股东一般要么很少减持股份，要么采取控制权转让等方式套现。

因此，从相同时间长度对比看，在上述假设成立的情况下，股票上市后，第三年到第四年（即第 2 阶段）的收益率应显著高于第一年到第二年（即第 1 阶段），同时也高于第五年到六年（即第 3 阶段）。基于此，本文提出如下假设：

H1：针对限售政策，IPO 控股股东可以通过控制权来扭曲股价，监管政策存在长期市场效应。股票上市后，第三年到第四年（即第 2 阶段）的收益率应显著高于第一年到第二年（即第 1 阶段），同时也高于第五年到六年（即第 3 阶段）。

（二）IPO 控股股东扭曲股价的方式

由于控股股东不是公司一般股东，而是拥有上市公司控制权的股东。因此，上市公司控股股东掌握了调整公司战略方向、做出重大公司事件决策、影响公司外部舆情以及直接或间接操纵公司财务报表的能力，即控股股东拥有控制权，具备“内部人”优势。基于控股股东的上述特点，本文提出如下假设：

H2：针对限售政策，IPO 控股股东可以采取多种方式来扭曲股价，谋取私利。具体方式包括投资者关系管理、公司负面事件控制、公司正面事件操作、经营业绩管理等。

三、模型设定与数据来源

（一）数据来源

鉴于 IPO 控股股东限售政策始于 2006 年下半年，本文的样本公司为 2007 年 1 月—2014 年 12 月期间 A 股 IPO 的上市公司，覆盖了 2006 年 1 月—2020 年 12 月的公司基本面数据、公司事件数据和市场交易数据，涉及样本公司上市前一年到上市后六年。数据来源于同花顺 iFinD 数据库、上海证券交易所、深圳证券交易所及巨潮资讯。2007 年 1 月—2014 年 12 月期间，共计 1215 家公司在 A 股 IPO 上市，其中主板上市 179 家、创业板上市 406 家、中小板 630 家，覆盖了所有行业大类。

（二）IPO 控股股东限售政策的长期市场效应检验

根据上文的分析，如果假设 H1 成立，即 IPO 控股股东限售政策存在长期效应。则股票上市后，第三年到第四年（即第 2 阶段）的收益率应显著高于第一年到第二年（即第 1 阶段），同时也高于第五年到六年（即第 3 阶段）。为剔除不同阶段内股市整体行情的影响，下文分析中扣除了期间市场指数的涨跌幅。因此，以上市日为基准，将每家公司上市后的前六年分割为三个阶段。

在上市后第 t 阶段内，令股票 i 价格相对市场（以沪深 300 指数为基准）而言的相对收益率为 $R_hs_i^{(t)}$ 。为衡量上市后股价在第 2 阶段与第 1 阶段、第 3 阶段的收益率差异，定义股票 i 在第 2 阶段的“股价扭曲” RC_hs_i 指标如下：

$$RC_hs_i = R_hs_i^{(2)} - (R_hs_i^{(1)} + R_hs_i^{(3)}) / 2 \quad (1)$$

针对样本公司，即 2007 年 1 月—2014 年 12 月期间 A 股上市的 1215 家公司。为检验股票上市后，第三年到第四年（即第 2 阶段）的收益率是否显著高于第一年到第二年（即第 1 阶段）、第五年到六年（即第 3 阶段）。首先对相关指标进行描述性统计。

第 2 阶段的收益率 $R_hs_i^{(2)}$ 均值和中位数分别为 29.88%、59.71%，大于第 1 阶段收益率 $R_hs_i^{(1)}$ 的均值和中位数（分别为 -2.73%、25.36%），也大于第 3 阶段收益率 $R_hs_i^{(3)}$ 的均值和中位数（分别为 -1.48%、23.66%）。第 2 阶段的“股价扭曲”指标 RC_hs_i 均值和中位数分别为 22.00%、35.2%，均远大于 0。

基于稳健性考虑，同时进行均值差异检验和中位数差异检验，所有的检验假设均通过了 1% 的显著性水平。上市后的第三年到第四年（即第 2 阶段），相对第一年到第二年（即第 1 阶段）、第五年到第六年（即第 3 阶段）而言，股价存在显著为正的异常超额收益。从而假设 H1 成立，IPO 控股股东限售政策存在长期市场效应。

（三）IPO 控股股东扭曲股价的方式研究

1. 模型设计

由上文可知，假设 H1 是成立的，即控股股东可以通过控制权来扭曲股价，监管政策存在长期效应，下文进一步研究控股股东扭曲股价的方式，从而对假设 H2 进行证实或证伪。由于控股股东掌握了对上市公司的控制权，具备“内部人”优势，本文针对控股股东的特点，结合既有研究，从投资者关系管理、公司负面事件控制、公司正面事件操作、经营业绩管理等方面进行考察。

（1）投资者关系管理。上市公司与机构投资者之间的沟通交流，对公司股价有一定程度的影响。基于上市公司公告的《投资者关系活动记录表》进行数据解析。统计公司在上市后，参与机构投资者见面的次数以及会议信息含量，来辨识公司主动披露信息、维护投资者关系的积极性。鉴于近年来，我国上市公司在信息披露方面持续改进，单个公司的相关指标需要经过市场总体调整后使用。

为剔除股票市场总体信息披露质量变化的影响，定义阶段 t 之内，上市公司的投资者活动开展次数（调整后）为：

$$\text{invConf}_i^{(t)} = \text{invConf}_i - \text{invConf}_{\text{tm}} \quad (2)$$

类似于式（1）对“股价扭曲”的定义，公司在上市后第 2 阶段（第三年到第四年）相对第 1 阶段（第一年到第二年）、第 3 阶段（第五年到第六年）的“投资者活动开展次数扭曲”，可表示为如下公式：

$$\Delta \text{invConf}_i = \text{invConf}_i^{(2)} - (\text{invConf}_i^{(1)} + \text{invConf}_i^{(3)}) / 2 \quad (3)$$

类似式（3）的定义，可得“投资者活动信息量扭曲” $\Delta \text{wordNumLog}_i$ 。

（2）公司负面事件控制、正面事件操作。上市公司控股股东具有做出重大公司事件决策的权利，由于我国股市题材炒作盛行，中小投资者趋于“追涨杀跌”，上市公司事件往往显著影响相关股票价格。既有文献也针对单个公司事件（如并购事件）与限售股解禁的关系进行了研究（戚拥军和刘安心，2019），根据上市公司主要负面和正面事件类型，设置典型指标。

类似式（3）的定义，可得公司 i 在上市后第 2 阶段的“证券违规次数扭曲” $\Delta \text{regulaNum}_i$ 、“重要利好停牌的次数扭曲” $\Delta \text{suspendNum}_i$ 、“资产并购次数扭曲” $\Delta \text{mergNum}_i$ 以及“重大资产并购次数扭曲” $\Delta \text{mergbigNum}_i$ 。

（3）经营业绩管理。中长期来看，公司股价与经营业绩高度相关。既有研究表明，上市公司普遍存在盈余管理行为，并且在限售股解禁前后也存在一定程度上的盈利管理（贺欣和刘青，2012）。不失一般性，以下从公司微观层面出发，对经营业绩相关的核心指标进行分析。

类似式（3）的定义，可得股票 i 在上市后第 2 阶段的“净利润增长率扭曲” $\Delta \text{netIncom}_i$ 、“营业收入增长率扭

曲” $\Delta netIncom_i$ 。

以上述变量为自变量，针对上文中（定义参见式（1））的“股价扭曲”指标 RC_hs_i ，建立回归模型（4）。

$$\begin{aligned} RC_hs_i = & \beta_0 + \beta_1 \Delta invConf_i + \beta_2 \Delta wordNumLog_i \\ & + \beta_3 \Delta regulaNum_i + \beta_4 \Delta suspendNum_i \\ & + \beta_5 \Delta mergNum_i + \beta_6 \Delta mergbigNum_i \\ & + \beta_7 \Delta netIncom_i + \beta_8 \Delta Incom_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4)$$

2. 实证结果

控股股东为应对限售政策，可以利用控制权，通过多种方式显著影响股价，从而达到扭曲股价、获取自身利益的目的，假设 H2 成立。具体分析如下。

第一，投资者关系管理方面。 $\Delta invConf_i$ 、 $\Delta wordNumLog_i$ 的回归系数均为正，且在 1% 的水平下显著。说明在上市后的第三年到第四年（即第 2 阶段），公司可以通过加强与机构投资者的沟通交流来影响股价。例如，增加与机构投资者见面次数，投资者活动内容相对更加丰富，两者均可以显著正向影响股价。

第二，公司负面事件控制、正面事件操作方面。 $\Delta regulaNum_i$ 的回归系数为负，且在 5% 的水平下显著，说明在上市后的第三年到第四年（即第 2 阶段），减少证券违规次数可以显著避免股价下跌； $\Delta suspendNum_i$ 、 $\Delta mergbigNum_i$ 的回归系数均为正，且在 1% 的水平下显著，说明增加利好消息的公告次数、筹划重大资产并购事件，可以显著抬升公司股价。但 $\Delta mergNum_i$ 的回归系数没有通过显著性水平检验，说明普通的资产并购事件（即非重大事件）对股价的影响不显著，表明规模相对较小的并购行为对股价影响不大。

第三，经营业绩管理方面。 $\Delta netIncom_i$ 的回归系数为正，且在 1% 的水平下显著，说明在上市后的第三年到第四年（即第 2 阶段），提高公司净利润增长率可以显著正向影响股价；但 $\Delta Incom_i$ 的回归系数没有通过显著性水平检验，说明提高营业收入增长率对股价的影响并不显著，这也表明我国股市投资者对上市公司净利润的关注要远大于对营业收入的关注。

综上所述，针对三年的股份锁定期，上市公司控股股东可以通过多种方式来扭曲股价，导致上市后的第三年到第四年，相对其他时段，股价存在显著为正的异常超额收益。从而有利于控股股东自身股份解禁后的减持，即控股股东可以在股价相对高点时开始减持，并在股价开始相对回落之前完成减持目标。

3. 稳健性检验¹

在前文研究 IPO 控股股东限售政策的长期市场效应时，为剔除不同阶段内股市整体行情的影响，扣除了市场指数的涨跌幅。为进一步消除行业属性的影响，以行业指数为基准进行测试，即扣除股票所在行业指数的涨跌幅。

类似上文的定义，按照三个阶段划分，可得到在上市后第 t 阶段内，股票 i 价格相对行业指数（以申万一级行业指数为基准）而言的相对收益率 $R_sw_i^{(t)}$ 。参照式（1），可得股票 i 在第 2 阶段的“股价扭曲”指标 RC_sw_i 。针对假设 H1，做进一步检验，结果显示即使消除了股票所在行业指数的影响，IPO 控股股东限售政策依然存在显著的长期市场效应，上市后的第三年到第

四年（即第2阶段），相对其他时段，股价存在显著为正的异常超额收益。另外，针对假设H2，使用新的“股价扭曲”指标 RC_{sw_i} 替代式（4）中的 RC_{hs_i} ，实证结论与上文类似，不再累述。因此，本文的实证分析具有较好的稳健性。

四、进一步讨论

本文的实证研究表明限售政策存在长期效应，控股股东可以采取多种方式应对限售政策，从而达到扭曲股价、谋取私利的目的。鉴于限售政策具有广泛而深远的现实影响，结合我国股票市场的实际运作情况和违规处罚案例，进一步讨论控股股东扭曲股价的具体手法和影响因素。

第一，投资者关系管理方面。根据深圳证券交易所公布的2020年深市上市公司投资者关系管理状况调查报告，95%的上市公司制定了投资者关系管理工作专项制度，这些制度理论上有利于公司向投资者传递企业价值。然而在实际中，某些上市公司往往选择在特定时期“突击式”地增加与投资者（尤其是机构投资者）的接触，释放乐观信号，从而阶段性地抬升股价，为控股股东或实际控制人的股份减持服务。更为严重的是，一些上市公司与所谓的“专业市值管理机构”合作，形成利益共同体，操纵股票价格，为减持服务，严重损害中小投资者利益。2021年5月，媒体报道了数十家上市公司涉嫌联合中介、私募和公募基金实施操纵股价，形成所谓的“叶飞概念股”，证监会针对上述公司进行了立案调查，案件牵涉到一些知名的机构投资者。

第二，公司负面事件控制、正面事件操作方面。上市公司控股股东的权利远高于其他股东，尤其体现在对公司重大事项的控制方面，与自身股份减持“打配合”的情况屡见不鲜。例如，在2018年以前，我国上市公司流行“高送转”（高比例的送红股和资本公积金转增股本），利用高送转配合重要股东减持套现的手法可谓层出不穷。有的上市公司实际控制人或控股股东为了高价减持，有“节奏”地发布高送转等“利好”消息抬高股价。直到2018年11月证券交易所发布相关指引后，上述现象才有所遏制。然而，封锁公司负面消息、“忽悠式重组”“炒概念”等行为屡禁不止，尽管控股股东等重要股东在每一次减持前都进行信息披露，但其“利好”消息的释放行为经常伴随着自身股份的减持，从中长期看其动机值得怀疑。

第三，经营业绩管理方面。理论和实践均表明，公司可以通过多种方式“调节”年度报表之间的利润指标（即盈余管理），一般可以分为应计盈余管理和真实盈余管理两种类型（龚启辉等，2015）。就我国上市公司而言，资产价值重估与资产减值是常见的业绩管理手段，对公司持有的土地房产、采矿权或者某项长期股权投资进行重新评估，有可能大幅度增加评估价值，从而提高该年度的利润指标，抬升股价，有利于控股股东或者其他重要股东的股份减持。相反，重大资产减值将大幅降低该年度的利润指标。事实上，在重要股东完成股份减持之后，上市公司发布商誉减值等“业绩变脸”公告的情况屡屡发生。

总体而言，近年来，相关监管制度日趋完善，但仍然没有从根本上彻底抑制上述扭曲股价的行为以及股份违规减持。其中的原因是复杂的，但至少存在两方面因素。

第一，由于历史原因，我国股票市场监管政策“重上市、轻退市”的特点明显，不能从根本上对上市公司进行优胜劣汰。因此，公司一旦上市之后，面临的强制退市压力不够大，不足以彻底抑制控股股东扭曲股价、配合股份减持的行为，加上限售股锁定期长达三年，期间有比较充足的操作时间。

第二，证券交易所的一线监管职能定位不够明确，受到权限影响，针对上市公司违规减持等行为，执法力度偏弱。例如，针对控股股东违规减持行为，除非案情重大，证券交易所下发的监管函一般只要求相关主体“吸取教训，杜绝此问题的再次发生”。吴燕妮（2019）认为我国证券交易所应借鉴发达市场，从完善顶层设计入手，对一线监管体系进行全面的制度建设。

五、结论与政策建议

本文立足于我国股票市场个性特征，结合大量基本面和公司事件数据，重点考察了IPO控股股东限售政策的长期效应，并对

限售政策进行科学评判。本文的研究结果是：第一，IPO 控股股东限售政策存在长期市场效应，上市后的第三年到第四年，相对于其他时段，股价存在显著为正的异常超额收益。第二，控股股东可以通过多种方式扭曲股价，例如投资者关系管理、公司负面事件控制、公司正面事件操作、经营业绩管理等。这类扭曲有利于控股股东自身股份解禁后的减持，即控股股东可以在股价相对高点时开始减持，并在股价开始相对回落之前完成减持目标。研究结果表明，我国 IPO 控股股东限售政策具有多面性，应该根据我国股市发展阶段的变化进行相应调整，防止限售政策过时僵化，导致控股股东利用控制权扭曲股价，最终损害广大投资者利益，反而违背监管的初衷，形成“监管悖论”。结合上述研究结论，对 IPO 限售政策提出以下建议：

第一，适当缩短 IPO 控股股东限售股锁定期，可分批解禁。在国外发达市场，上市公司 IPO 之前的原股东一般会在承销商的建议和要求下，主动承诺在一定时期内不卖出股份，从而形成半年到一年左右的限售期。考虑到我国与国外发达市场的接轨，针对我国上市公司 IPO 控股股东的限售股，建议将目前的三年强制锁定期缩短至一年到两年，并鼓励上市公司股东主动承诺限售。

第二，继续完善包括股东减持等上市公司信息披露制度。当前我国资本市场各项制度逐渐完善，例如，2020 年 3 月 1 日起施行的新《证券法》对股份减持制度进行了完善。然而，我国上市公司信息披露质量仍有待提高。针对公司控股股东等利益相关人，监管部门应建立和完善信息披露指引，例如利益相关人对上市公司成长性的看法、股份解禁后的减持预计方案等，提高限售股解禁、减持前后关键信息披露的透明度，从而增强限售股减持行为的可预期性。

第三，加大对恶意减持的处罚力度。由于历史原因，针对上市公司及其控股股东、实际控制人的违法违规行为，监管层的执法力度总体偏弱，且证券交易所的一线监管职能有待进一步完善。为维护法律法规的严肃性，亟需提高相关主体的“犯错”成本。

参考文献：

- [1]陈彬，陈娟，张子炜.从域外经验看我国限售股制度的问题与改革[J].证券市场导报，2014，(12):12~19.
- [2]储小俊，刘思峰.股份解禁的微观市场结构效应研究——流动性的观点[J].南开经济研究，2012，(2):85~99.
- [3]龚启辉，吴联生，王亚平.两类盈余管理之间的部分替代[J].经济研究，2015，(6):175~188+192.
- [4]贺欣，刘青.限售股解禁的盈余管理行为研究[J].宏观经济研究，2012，(11):96~102.
- [5]黄张凯，赵龙凯，祖国鹏.限售股解禁的价格效应研究[J].金融研究，2010，(9):123~143.
- [6]戚拥军，刘安心.限售股解禁与公司并购行为——基于创业板公司的经验证据[J].财会通讯，2019，(11):25~28.
- [7]秦军，居佳欢.违规减持大股东与监管者之间的演化博弈研究[J].金融与经济，2018，(10):39~44.
- [8]吴燕妮.证券交易所一线监管的渊源、属性及应用[J].金融与经济，2019，(5):63~69.
- [9]郑冠群，徐妍.强制性限售与约定限售的信号价值与市场效应比较[J].南方经济，2016，(2):56~72.
- [10]Field C L,Hanka G.The Expiration of IPO Share Lockups[J].Journal of Finance,2001,56(2):471~500.
- [11]Yung C,Zender J F.Moral Hazard,Asymmetric Information and IPO Lockups[J].Journal of Corporate Finance,

2010, 16 (3) : 320~332.

注释:

1 限于篇幅, 结果留存备索。