

清華大學

中國經濟研究中心



學術論文

股票市场对上市公司流通股本
规模及结构的反应

朱武祥 郭志江

清华大学经济管理学院金融系

No. 200017 2000年5月

Working Paper

National Center for Economic Research

At

Tsinghua University, Beijing

股票市场对上市公司流通股本规模及结构的反应¹

The Market's Response to the Volume and Structure of Circulating Common Stocks
in China Listed Companies

朱武祥² 郭志江³ 清华大学经济管理学院金融系

电话: 62789873, 电子邮件: zhuwx@em.tsinghua.edu.cn, 邮政编码: 100084

【摘要】我国上市公司具有独特的股权流通性结构：非流通的国有股和法人股占绝对控股地位。这种特性影响股票价格。本文构造了一个计量模型，以 1997—1999 年期间在沪深股票市场上市的 389 家公司为样本，分析 A 股市场股价与上市公司流通股本规模和比例等的相关性。主要计量结果包括：股票价格对公司成长前景(市盈率)和每股收益有非常显著的正相关；对流通股本规模有非常显著的负相关；对流通股比例的负相关也比较显著；对第一大股东国有股还是法人股的正相关不显著。本文结果可为非流通股上市流通政策提供参考。

关键字：股票市场，上市公司，流通股本规模，流通股比例

【Abstract】China listed companies have a characteristic structure of equity ownership, which non-circulating equity ownership owned by state and companies have the large fraction. It effects stock price. We develop a model to analysis A share stock market's responding to the volume and structure of circulating equity ownership. Our analysis is based on the data of 389 IPOs listed at shanghai and shenzhen stock markets during 1997-1999. We find a significant positive relation between stock price and two factors of EPS and PE ratio; Stock price has very significant negative relation to the volume of circulating common stocks. The structure of circulating common stock has a negative effect on stock price. We also find no positive significant relation between stock price and the first controlling non-circulating shareholder. The results provide useful information to circulate non-circulating equity ownership.

Key Words: Stock Market, Listed Companies, the Volume of Circulating Common Stocks, the Structure of Circulating Common Stocks

一、问题提出

传统金融理论假定公司内部股东和外部公众股东同股同权(表决权、收益权等), 利益一致, 在公司价值创造中的作用相同, 企业价值与股权结构无关。股票价值由

¹ 本文受清华大学经济管理学院小林实中国经济研究基金资助

² 朱武祥 清华大学经济管理学院金融系, 公司财务与投资银行学副教授。

³ 郭志江 清华大学经济管理学院金融系研究生

投资者对公司未来成长价值的预期所决定，投资者并不在意股权结构。但随着公司治理理论日益得到认同，金融经济学理论和大量得的实证研究均证实股权结构反映公司治理质量(例如，Holderness 和 Sheehan[1988], Jensen[1993], Kahn 和 Winton[1998] , Bolton 和 Thadden. [1998])，影响公司投融资行为和公司价值分配，进而与公司价值有关 (McConnell 和 Servaes[1990])。因此，股票价格受公司股权结构(包括股权集中或者分散度，内部股东与外部股东结构，第一大股东性质—机构投资者还是家族等)影响，或者说股票价格中含有公司股权结构信息。

众所周知，在我国上市公司股权结构中，上市公司设立时的国有股或法人股占绝对控股地位，但不能上市流通(可以通过协议转让等有限制的方式在法人之间进行交易，简称为非流通股)；而公开发行的社会公众股占少数股权，但可以在股票市场上自由流通。形成我国上市公司高度集中的股权结构和流通性结构⁴并存的独特景象。截止 1999 年 12 月 31 日，沪深证券交易所上市公司 947 家(其中沪市 484 家，深市 463 家)，总股本 3110.63 亿股。其中，国有股和法人股等非流通股 2259.01 亿股，占上市公司全部股本的 68.24%，流通股占 31.76%。1997—1999 年新上市公司股权流通性结构并没有明显变化。

表 1 1997-1999 年期间上市的公司非流通股比例

		1997 年	1998 年	1999 年
流通股比例	最高	0.9243	0.9009	0.6696
	最低	0.0234	0.0308	0.0758
	平均	0.2810	0.3253	0.3169
	方差	0.1062	0.1274	0.1016

股权集中于大股东的现象并非我国独有。Holderness 和 Sheehan(1988)发现，美国仍然有相当多公司的最大股东所持股份超过 51%。Rafael La Porta 等(1999)的研究表明，各国公司股权结构只是集中程度不同。即使在法律较为完备、小股东的利益可以得到充分保护，股权结构最为分散的美国和英国，相当部分公司股权依然集中在家族和机构投资者手中。

但国外上市公司一般不存在股权的流通性结构问题。当然，控股股东在股票市场上出售股票套现，往往被股票市场视为反映控股股东对公司预期的重要信号。因此，控股股东，特别是如果控股股东为公司重要的价值创造者，例如，微软的盖茨，在股票市场上出售股票套现面临限制。说明控股股东与非控股股东股份流通的自由程度并不相同。只不过流通的自由度和对公司价值影响的显著差异是由市场因素而不是行政规定所导致。

我国上市公司特有的股权流通性结构产生了众所周知的诸多现象，例如：同一上市公司非流通股与股票市场流通股在交易价格的定价规则和水平上存在显著差异。

⁴ 流通性(Circulation)以股份能否在股票市场上交易来衡量，流动性(Liquidity)是指在股票市场上流通的股份

股票市场上主要采用常规的市盈率定价模型，以当前收益和成长预期为主要估价考虑因素。非流通股占绝对控制地位的股权结构使股票市场上的收购难以获得控制权，因此，除少数公司股份全部流通外，绝大多数上市公司股票的市场价格不含控制权溢价。非流通但含有控制权的国有股或者国有法人股主要通过协议转让交易，转让价格普遍采用净资产溢价方式。协议转让价格从 1997 年的净资产平均溢价 34.7% 下降到 1998 年的 4%，转让价格远远低于股票二级市场价格。这与国际股票市场上表决权溢价现象不符。即有控制权的股票价格超过无控制权股票，或者表决权多的股票价格超过表决权少的股票；控制权收购出价超过被收购公司股票市场价格，即控制权收购溢价。股权的流通性结构形成了中国特色的控制权收购价低于流通股市场价的独特现象。另外，不同流通股结构和流通股本的上市公司股票价格存在差异，流通股本小的上市公司股票价格高于流通股本大的股票。

以上事实说明，我国上市公司股票市场价格是在国有股和法人股不能上市流通的前提下所形成的供求平衡价格，隐含这一价格大大高于如果全部股票流通的市场均衡价格。上市公司股权流通性限制结构带来了相应的问题。例如：

1. 解决非流通的国有股高度集中的股权结构缺陷与非流通股上市流通难题

人们一方面强调非流通的国有股和法人股占绝对控股地位的弊端。包括：公司治理问题严重；妨碍了股票二级市场兼并收购，不能有效实现股票市场公司控制权转移功能等。另一方面，又担心非流通股上市流通后将大大增加可流通股的供给，对股市形成难以承受的冲击，甚至引起股市崩盘。1994 年以前，国家股、法人股上市流通的多次传闻确实使股票市场产生了价格下跌和股市低迷现象。因此，二级市场上的公众股投资者和政府部门对非流通股上市流通问题一直心存余悸，非常敏感。非流通股上市流通问题成为股票市场的一把悬剑。

2. 难以计算和比较公司股票市值

股票市值西方商业界用以评价公司价值的一项重要指标。例如，《商业周刊》每年按股票市值评选最有价值的公司。但股权流通性特征带来的价格差异使流通股比例和规模不同的上市公司股票市值很难直接按股票市价比较，也增加了股票市场兼并收购以及目前实施的股票抵押融资中的股票价值评估的难度。例如，如果两家上市公司换股，在评估双方股票价值时，需要考虑流通股本规模和流通股比例差异引起的溢价问题。

上市公司股权流通性特征成为影响股票价格的一项因素这一事实已为业界所共

交易活跃程度。如 A、B 股分别在 A、B 股市场上交易，无流通性问题，但 B 股流动性显著低于 A 股。

知，但其影响程度到目前为止并不十分清楚。另外，尽管有研究表明，A 股上市公司股权结构与会计标准核算的经营业绩有关(Xiaonian Xu 等[1997], 孙永祥和黄祖辉.[1999]); 学界及业界不少人士认为非流通的国有股占绝对控股地位导致公司治理问题严重。但股票市场是否关注或者股票价格中是否包含上市公司以国有股为主的非流通股结构所体现的公司治理问题尚无实证结果。因此，有必要实证研究我国上市公司股权流通性特征对股票价格的影响状况，或者说，解构股票价格中含有的股权流通性特征信息。这一方面可为解决上述估价问题提供参考，另一方面有助于为制定国有股流通政策提供依据。

唐国正等(1998)以沪深股票市场 1997 年及以前上市的 626 家 A 股公司 1998 年 4 月年报业绩披露后的平均股价作为被解释变量，1997 年每股收益和流通股比例作为解释变量，采用残差序列法分析流通股比例对上市公司股票市价的影响。但唐文有两个缺陷：(1) 解释变量中没有选择对股票价格有重大影响、反映公司成长预期的市盈率，不合乎股票估价原理和股票市场实际估价行为。(2) 股票价格以 1998 年 4 月份为样本失真严重。因为上市公司年报披露时间跨越 2—4 月，越早披露年报的公司股票价格越受多种因素影响。而且，年报信息往往提前泄露。表现在上市公司正式披露年报业绩前一周左右，股票市场即开始价量反应。朱武祥、郭志江(1999)的估算中，以 1997—1998 年上市的 293 家 A 股公司为样本，选择了每股收益、行业平均市盈率和流通股在上市公司总股本中所占的比例作为解释变量，被解释变量股票价格选择了公司上市后十天内收盘价的平均值。由于上市时，信息披露即使提前泄露，也不存在股票价格提前反应问题。因此，该文解决了唐文的上述两个缺陷。但该模型解释变量没有考虑流通股本规模，可能高估了股票市场对流通股比例的反应程度。Eichenseher(1999)在研究上海 A、B 股市场中股票价格差异时认为，A 股市场投资者显著偏好于市值低的小规模企业。

本文构造了一个计量模型，除每股收益、市盈率这两个重要的估价因素以及非流通股比例等三个解释变量外，增加了流通股本规模，以及反映公司治理信号的第一大股东性质(国有股、法人股)以及非流通股比例是否超过 51%等解释变量，以 1997—1999 年在上海深圳证券交易所上市的 389 家公司为样本，希望更好地解构我国股票市场上市公司股权流通性特征的价格反应信息。

二. 模型方法及结果

1. 模型方法与变量选择

$$PRICE = c + \alpha_1 EPS + \alpha_2 IPE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 CP + \sum_{i=1}^3 \beta_i Dum_i + \varepsilon$$

PRICE—股票价格自然对数

EPS—公司上市时披露的每股收益的自然对数

IPE—上市公司所在行业平均市盈率的自然对数

SIZE—上市公司流通股股本的自然对数

CP—上市公司流通股比例，即流通股股数/总股本。

Dum1—上市地点，上海证券交易所为 1，深圳证券交易所为 0。

Dum2—上市公司第一大非流通股股东特征，法人股为 1，国家股为 0。

Dum3—上市公司流通股比例超过 51%时为 1，否则为 0。

2. 样本、变量及数据选择

● 样本时期及数据来源

选取 1997—1999 年在沪深证券交易所新上市的 389 家公司为样本。原因在于我国股票市场在发展初期股票供给需求矛盾突出，导致股票价格中不合理的成分较高。近几年来，随着市场规模扩大，供需矛盾有所缓解，股价更为合理。数据来源除特别标明外均来自《中国证券报》、《证券时报》和乾隆股票分析系统。

表 2 样本概况

	1997 年	1998 年	1999 年	总计
样本分年数量(个)	193	98	98	389
样本上市地点分布：上海/深圳交易所	83/110	49/49	46/52	178/211
样本第一大股东性质分布：国有股/法人股	92/101	34/64	29/69	155/234

● 股票价格(PRICE)

股票价格选择上市后十天内的收盘价的平均值。因为在上市后较短的时间内，公司信息披露比较充分，宏观经济环境比较明朗，公司状况及市场环境不会发生明显变化，有助于选择符合价值原理的估价因素考察股票市场流通性状况的反应。

● 行业市盈率(IPE)

将上市公司按纺织、服装、电子、钢铁、高科技、化工、化纤、机械、建材、建筑、交通、旅游、煤炭、能源、酿酒、农业、汽车、轻工、商业、通讯、有色、造纸、制药、综合等分为 24 个行业，分别计算行业市盈率。

● 流通股股本规模(SIZE)、流通股比例(CP) 以及每股收益(EPS)

流通股股本规模、流通股比例以及每股收益以公司股票发行时招股说明书披露的数据为准，其中流通股股本为向社会公众股东发行的股票，不包括国家股、法人股、内部职工股及在上市半年内不能流通的基金配售股票。

3. 参数估计结果

$$Price=2.323+0.520EPS+0.729IPE-0.210SIZE-0.306CF-0.08Dum1+0.033Dum2-0.039Dum3$$

t -检验值 5.80 12.87 8.74 -9.38 -1.80 -2.65 1.06 -0.35

$$R^2 = 0.525$$

三. 估计结果分析与结论

1. 股票上市后 10 天内的股票收盘平均价格对公司上市时披露的每股收益和所在行业平均市盈率的反应相当显著, 对股票价格的弹性分别为 0.52 和 0.729。即每股收益增加 1%, 股票价格上涨 0.52%; 市盈率每增加 1%, 股票价格上涨 0.729%。说明股票市场投资者越来越关注和重视上市公司实际经营业绩和成长前景。

2. 流通股本在 99%的水平上显著。上市后 10 天内的股票收盘平均价格对上市公司流通股本规模的弹性为-0.21, 证实股票市场上市公司流通股本规模有较强的负面反应, 说明确实存在流通股本规模溢价现象。假设 A、B 两家公司为同行, 盈利水平相当, 但 A 公司流通股本为 B 公司的两倍, 则 A 公司股票价格可能只有 B 公司的 79%。理论上, 股票的流动性与每一股份对应的市场参与者的多寡相关。市场参与者, 即潜在的购买者越多, 流动性越好。在我国股票市场的坐庄制下, 流通股本规模小的股票, 庄家更容易炒作, 包括投入的炒作资金更少、时间更短, 反过来诱导中小股民更为积极地参与, 增强了对该股票的需求和流动性。因此, 流通股本小的股票具有流动性上的优势, 价格也相对较高。

3. 流通股比例在 90%水平上与股票价格显著负相关。在股本相同的情形下, 流通股比例低(或非流通股比例高), 流通股股本小, 股票价格高。说明非流通股上市流通的风险在股价中没有得到反映, 或者说股票市场预期非流通股至少在较长的时期内不会上市流通。因为非流通股比例反应非流通股潜在上市流通规模的信号。如果股票市场非流通股上市流通有预期, 非流通股比例高(流通股比例低)的公司非流通股潜在上市流通的规模更大, 对股票价格的潜在威胁相应更大, 当前股价也应该更低, 但估算结果与此正好相反。这一点与我们 1999 年的估计结论相同。但由于本文的估计模型增加了流通股本规模等解释变量, 非流通股比例的相关性和反应程度均有所下降。这一结果更合乎实际, 而我们 1999 年的估计模型没有考虑流通股本规模, 相应高估了股票市场流通股比例的反应程度。

4. 上市公司第一大股东是国有股还是法人股与股票价格有不显著的正相关性。说明股票市场上市公司大股东是国有股还是法人股这一反映公司治理问题的信息并不十分在意。实际上, 国内上市公司内部治理特征相似, 差异不大。反应在股票市场上, 用手投票的积极投资者并不多见。另外, 在迄今为止的 160 多起上市公司第一大股东控制权转让中, 股票市场更关注新的第一大股东宣称能够注入的业务成长性和盈利能力。

5. 股票市场上市公司流通股比例是否大于 51%这一变量也不显著, 说明我国投资者对于发生在股票二级市场上的控制权并购并没有太大的预期。理论上, 如果可流通部分的股票超过总股本的 51%, 有可能通过二级市场发生控制权转移, 流通股

股东相应有可能通过收购溢价获利。所以，这类公司的流通股中应含有所谓的控制权溢价。实际上，自 1993 年宝安收购延中以来，上市公司发生了 160 多起第一大股东股权并购事件，但主要是协议转让。通过股票二级市场收购控制权的只有 9 起(包括同一家公司控制权多次被并购)，均发生在股份全盘流通的延中、申华、爱使等五家所谓三无概念股公司。

6. 上市地点在 95%的水平下显著。但被估计参数的大小表明，1997 年以来，上市地点因素(上海和深圳证券交易所)对上市初期的股票价格影响微弱。

四、实际意义

上述估价结果及分析结论对非流通股上市流通具有以下实际意义。

1. 由于 A 股市场看重上市公司成长前景、每股收益等所有股票市场都重视的重要估价因素，因此，国有股上市流通应尽量选择成长性好的绩优公司。
2. 股票市场对上市公司流通股本规模、流通股比例等我国上市公司特有的股权流通性因素相当敏感。因此，如果非流通股上市流通(例如，通过配售上市)，尽管不会稀释每股收益和改变净资产收益率等股票市场关注的上市公司会计业绩指标，但由于目前上市公司股票市价是在国有股和法人股不能上市流通的前提下形成的，这一价格大大高于如果全部股票流通的市场价格。因此，非流通股上市流通必然引起股票价格不同程度的下降，或者说流通股本规模溢价幅度明显减少。非流通股上市流通的规模和比例越大，股票价格下降的幅度也越大。非流通股上市流通定价时，比上市流通前的公司股票价格的折扣幅度相应越高。具体折扣水平、上市流通规模和比例最好通过市场化的方式确定，例如，通过路演等价格发现机制，找到为股票市场投资者和非流通股股东双方都能够接受的方案。

参考文献

- [1] 唐国正 许宁等，“利用可交换债券变现国家股为国家财政融资”，《经济研究》1998 年第 10 期
- [2] 朱武祥 郭志江，“股票市场对非流通股比例的价格反应”，《经济研究》1999 年第 5 期
- [3] 孙永祥 黄祖辉，“上市公司的股权结构与绩效”，《经济研究》1999 年第 12 期
- [4] Bolton, Patrick and Ernst-Ludwig Von Thadden. 1998. “Blocks, liquidity and corporate control.,” *Journal of Finance* 53
- [5] Eichenseher, John W. 1999, “ Fundamental demand differentials in security pricing in China’s dual capital markets: Evidence from the Shanghai Stock Exchange, ” Working paper, University of Wisconsin-Madison
- [6] Holderness, Clifford G. and Dennis P. Sheehan, 1988, " The role of majority shareholders in publicly held corporations"
- [7] Jensen, Michael C. 1993., " The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems," *Journal of Finance* 48, July
- [8] Kahn, Charles and Andrew Winton.1998., " Ownership structure, speculation, and shareholder intervention," *Journal of Finance* 53, February
- [9] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, 1999, “Corporate ownership around the world, ” *Journal of Finance* 54, April

- [10] McConnell, John J. ,and Henri Servaes, 1990, "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics* 27
- [11] Xu , Xiaonian and Yan Wang.1997,"Ownership Structure, Corporate Governance and Corporate Performance", Policy Research Working Paper, The World Bank, Economic Development Institute, Office of the Director, June

通信地址:

北京 清华大学
中国经济研究中心
电话: 86-10-62789695 传真: 86-10-62789697
邮编: 100084
网址: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>
E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn

Adress:

**National Center for Economic Research
Tsinghua University
Beijing 100084
China
Tel: 86-10-62789695 Fax: 86-10-62789697
Web site: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>
E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn**