

E

rYuan

JieGou XiaDe LiuTongQuan

JiaZhi

二元结构下的 流通权价值

王汀汀 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

二元结构下的 流通权价值

王汀汀 著

经济科学出版社

责任编辑：李 雪
责任校对：张春艳
版式设计：代小卫
技术编辑：董永亭

二元结构下的流通权价值

王汀汀 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天宇星印刷厂印刷

永明装订厂装订

880 × 1230 32 开 9.25 印张 240000 字

2006 年 7 月第一版 2006 年 7 月第一次印刷

ISBN 7 - 5058 - 5678 - 2/F · 4937 定价：19.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘

要

流动性作为金融资产的基本特性，在定价中是不能忽视的。理论和实证都表明，流动性差异会体现在资产价格当中，持有流动性欠佳资产的投资者要求有更高的投资回报，这就是流动性溢价。中国证券市场上的流动性问题表现为一种极端的形式：流通股和非流通股在流通性和价值方面存在根本差异，集中体现在流通股比非流通股多出一部分流通权价值。同时，非流通股股东掌握了上市公司控制权，使得大小股东之间的利益冲突与非流通股和流通股之间的对立结合在一起，形成中国市场上特殊的治理结构。二元股权结构下流通权价值的存在以及非流通股股东掌握控制权的现实构成了中国上市公司的治理现状，这是进行上市公司财务行为分析的出发点。

本书对流通权价值进行了较为系统的分析，深入剖析了流通权框架下二元股权的价值，并在此基础上分析股权分置改革中如何对流通股投资者进行有效补偿。本书对股权分置改革的影响进行了定性与定量分析。第四章回顾了二元结构形成的历史，以及国有股减持的两次尝试，分析减持失败的原因，并基于流通权概念提出股权分置改革应当遵循非流通股股东有偿获得流通权，以及对流通股股东进行合理补偿的原则。第五章考察流通权价值在股改前后的变化，对之前的讨论进行实证。对流动性和波动率的分析显示，股权分置改革使得股票流动性有所增强，但波动性减弱，因此，全流通造成的流通权价值损失主要体现为投机价值下降和流通特权价值

消失。

由于二元股权结构造成的特殊治理结构，使得上市公司财务行为表现出一些异常的特征。作者分析了二元结构下，由于两种股权内在价值差异导致的再融资行为变异，提出了基于二元结构下流通权价值的增发模型。模型显示：由于增发价格中含有的流通权价值，增发会增加非流通股股东的财富，而造成流通股股东的财富损失；而且，这种增发决策从资源配置的角度来看很可能是无效率的，在某些情况下，增发项目净现值小于零，但增发仍有可能实施。本书提出上市公司增发的另一种动机，从而对国内现有的关于公司股权融资偏好的文献提供了重要的补充。

利用 1998~2003 年间的增发公告样本和增发公司样本，我们考察了增发公告效应和增发折价，以此作为对基于流通权价值的增发模型的检验。我们发现，增发公告伴随着明显的负市场反应，公告前日和公告当日样本公司平均股价反应为 -2.7%，表明投资者对上市公司利用增发侵占流通股股东利益的圈钱动机的认识。时间序列上的趋势显示，投资者对增发的认识有一个从不确定到否定或不欢迎的过程，从而在投资实际中逐渐做出了负面评价。非流通股比例对公告效应有负向的影响，表明基于流通权价值的圈钱动机越强，公告负效应越强烈。而来自 B 股市场的证据也对我们的圈钱模型提供了间接的支持。二元股权结构下流通股与非流通股存在明显的价值差异，这种特殊的市场结构造成了全流通市场上不存在的增发折价因素。本书对 A 股市场增发折价现象的研究发现增发公司的发行存在显著的折价现象。增发新股上市首日收益平均为 13%，大大高于美国市场的增发折价水平。横截面分析进一步证实了流通权价值的存在性，表明我们基于流通权对增发的描述是基本正确的。在实证中，我们还对国外相关研究中提出的公告效应解释和增发折价解释进行了检验，结果显示只有部分假说在中国市场上具备解释能力。对增发样本的考察还表明，增发大大提高了上市公司的每股净资产价值，而每股净资产是非流通股股东价值的一个重

要代理变量。

本书的创新性主要体现在两个方面：第一，在二元结构下研究流动性问题，将全流通市场上的理论应用于中国市场，提出流通特权的概念。在此基础上分析股权分置改革和全流通对流通股价值的影响，从流动性角度出发理解流通股价值的稀释和对价的经济学基础，并利用股改公司样本对股改前后的流动性进行实证研究，寻求流通权价值稀释的根源。第二，本书从中国上市公司的实际出发，提出二元结构下流通权价值的分析框架，并发展了一种新的对股权融资偏好的解释。本书利用增发来对所提出的理论框架进行验证，实证结果支持基于二元结构下流通权价值提出的增发公告效应解释和增发折价解释，证实了作者提出的流通权价值的存在性，表明二元结构下流通权价值分析框架在上市公司财务行为分析中具有不可忽视的作用。

关键词：二元结构 流通权 股权分置改革 再融资

Abstract

As one of the fundamental characteristics of financial asset, liquidity should not be overlooked in asset pricing. Theoretic and empirical works show that difference in liquidity among securities leads to difference in asset prices. Investors require higher return from illiquid asset in their portfolio, and this part of return above normal return is called liquidity premium.

Liquidity on Chinese stock market takes on an extreme form: there are two types of shares for one company. Liquid shares (mainly A shares) are bought and sold freely on market, but illiquid shares (institutional shares and state shares) are not. This difference in marketability creates a dramatic gap between the values of these two types. We define this value difference as the value of "liquidity power" .

On the other hand, illiquid shareholders control the company at large; as a result the governance problems caused by controlling stockholder combine tightly with the conflicts between liquid shareholders and illiquid shareholders. This corporate governance structure is specific to Chinese stock market. The existence of the value of liquidity power under this dual ownership structure and the fact that illiquid shareholders is controlling shareholder constitute a general picture of corporate governance in China. This is the starting point for corporate finance analysis.

In this book, we present a systematic analysis of the value of "liq-

liquidity power”, which we think is one of the key factors to shareholder structure reform, and one important determination of consideration. Qualitative and quantitative analysis are presented in this book. In chapter 4, we recall the history of this dual ownership structure and two failed attempts to solve this problem. Based on these analyses, the author put forward the principles of shareholder structure reform. One of which is that illiquid shareholders should pay for the liquidity power, and liquid shareholders get compensation for liquidity value dilution. Empirical analysis on liquidity and volatility in Chapter 5 shows that liquidity is improved after the reform, but volatility decreases. This indicates that liquidity value dilution results mainly from decline in speculating value and vanishment of liquidity privilege.

The author also develops a SEO (seasoned equity offering) model based on the dual ownership structure. The result shows that SEO can increase value of illiquid shares but erode the value of liquid shares because of the liquidity power imbedded in offering price. Furthermore, the offering decision may be inefficient from the perspective of society. In some extreme cases, SEOs would be carried out even when the project has negative NPV. By providing a new explanation for SEO motives, this book contributes to the present research on the equity financing preference among Chinese public firms.

With samples of SEO announcement and seasoned offerings during 1998 to 2003, we investigate the SEO announcement effects and offering underpricing. This empirical analysis serves as a test for the SEO model based on liquidity power. We find that the announcements of SEOs are associated with significant negative stock price reaction. The average price reaction to SEO announcement during the two days interval of the day before announcement and the announcement day is -2.7% , which indicates investors take SEO as an important signal of exploiting liquid shareholders' interests. Time

series trend shows that investors' attitude toward SEO change from uncertain to negative, and then they give negative assessment in their investment decision. This negative reaction from liquid shareholders to SEO announcement indicates that the stronger the motive to exploit liquid shareholder's interests is, the more significant the announcement effects are. Evidence from B-share market also supports our argument indirectly.

The price difference between liquid and illiquid shares under the dual ownership structure results in the SEO underpricing, which does not exist in a highly liquid market. The SEO underpricing phenomenon is very significant in the SEOs of A-shares. The first day return of SEO stocks averages at 13%, which is much higher than that of SEO in U. S. market. Cross section analysis confirms the existence of the value of liquidity power, and it also shows our description about SEO based on the liquidity power is basically correct. We also check the announcement effect and SEO underpricing effects proposed by researchers overseas, and result shows that only a few of them are valid in Chinese market. SEO samples also indicate that SEO boost greatly the net asset per share, while the latter is an essential proxy for liquid shareholder's wealth.

This book makes contribution in two ways. First, it proposes a framework to analyze the value of liquidity power under current dual ownership structure of Chinese public companies, and put forward the new concept of liquidity power in Chinese market, based on which the author analyzes theoretically and empirically on shareholder structure reform. Secondly, it offers a new explanation for equity financing preference. In domestic research field this is the most thorough analysis of the *SEO announcement effects* and *SEO underpricing*.

Key words: Dual Ownership Structure; Liquidity Power; Ownership Structure Reform; Refinancing

目 录

第一章 导论：研究背景和选题意义	1
一、二元结构的历史和现状.....	1
二、选题依据和创新性	11
三、结构和各章内容	15
第二章 流动性与流动性价值	18
一、流动性与流动性的度量	18
二、流动性价值的理论分析	25
三、流动性价值的实证研究	31
四、理论与实证之间的调和	37
五、国内关于流动性的研究	39
第三章 二元股权结构下的流通权价值与股权 价值分析	43
一、二元结构下的流通权价值	43
二、流通股与非流通股的价值分析	47
三、流通权价值概念对于上市公司相关研究的意义	50
四、不可忽视的控制权价值	53

第四章 流通权价值与股权分置改革	60
一、股权分置改革过程回顾	60
二、国有股减持和全流通方案的总结	70
三、国有股减持阶段性成果	80
四、对价及其经济学基础	87
五、本轮股改情况介绍	94
第五章 流动性与流通权价值的实证研究	105
一、流动性度量方法总结	105
二、波动率度量方法总结	124
三、研究思路与数据介绍	129
四、股权分置改革对流动性的影响分析	135
第六章 基于流通权价值的再融资模型分析	143
一、相关研究	143
二、增发动机分析	146
三、配股行为分析	151
第七章 增发公告效应的实证研究	158
一、基于二元股权结构的增发公告效应分析	159
二、对增发公告效应的其他假设	161
三、数据和方法	171
四、增发公告效应的描述	174
五、相关因素分析	185
六、一个间接检验——来自 B 股市场的证据	196
第八章 增发折价实证研究	208
一、增发折价的理论分析与研究假设	208

二、数据和样本·····	217
三、实证结果及分析·····	220
第九章 增发对非流通股股东的财富影响·····	236
一、对增发规模的考察·····	236
二、非流通股价值变化与增发规模的相关性·····	239
三、非流通股股东财富变化的间接证明·····	240
四、研究中的困难和可行之解决方案·····	244
第十章 结论和后续研究方向·····	252
一、研究结论·····	252
二、研究中的不足·····	255
三、后续研究方向·····	257
参考文献·····	264
后 记·····	276

第一章 导论：研究背景和选题意义

一、二元结构的历史和现状

中国的股份制形成于企业改革的过程之中。1987年，中共第13次全国代表大会肯定公有制本身也可以存在多种形式，指出改革中出现的股份制企业是社会主义企业财产的一种组织方式，可以继续试行。此后，股份制试点企业迅速增长。

1990年12月上海证券交易所成立，1991年7月深圳证券交易所成立，中国证券市场迅速发展起来。随着证券市场规模的迅速扩大和国企改革不断深入，一些国有大中型企业也开始进行股份制改造，当时这些企业进行股份制改造的重要出发点就是在证券交易所上市通过股市筹集资金。当时，出于保持国有经济控制地位的考虑，规定国有股和法人股暂时不能流通，但并未对这部分股份日后的流通作任何明确的规定。这种股权分裂的状态一直延续至今，形成流通股和非流通股分割的二元结构。

按照中国证监会颁发的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号（年度报告的内容与格式）》（2003年修订稿）中规定我国上市公司的股份分为未上市流通股份和已上市流通股份，其中未上市流通股份分为：发起人股份（包括国家持有股份、境内法人持有股份、境外法人持有股份）、募集法人股份、内部职

工股、优先股和其他未流通股份；而已上市流通股份包括：人民币普通股（A股）、境内上市的外资股（B股）、境外上市的外资股、其他流通股等。非流通股的主要形式是国有股和法人股，都属于发起人股份。

（一）股份制推行初期的股权结构分析

1. 股权结构的界定

对国有股和法人股的法律界定最早出现在1992年5月15日由国家体改委、国家计委、财政部、中国人民银行、国务院生产办联合发布的《股份制企业试点办法》（以下简称《试点办法》）。《试点办法》中规定：“根据投资主体的不同，股权设置有四种形式：国家股、法人股、个人股、外资股。”其中，“国家股为有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向公司投资形成的股份”；“法人股为企业法人以其依法可支配的资产向公司投资形成的股份，或具有法人资格的事业单位和社会团体以国家允许用于经营的资产向公司投资形成的股份”；“个人股为以个人合法财产向公司投资形成的股份”。

国家体改委1992年颁布的《股份有限公司规范意见》再次确认了《股份制企业试点办法》有关股权设置的基本内容，明确了国务院在国家股权管理中的核心地位。1994年3月11日原国家国有资产管理局下发的《股份制试点企业国有股权管理的实施意见》和1994年11月3日原国家国有资产管理局、国家体改委联合颁布的《股份有限公司国有股权管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》）对国有股权作了进一步界定，将其划分为国家股和国有法人股。《暂行办法》第二条规定：“组建股份公司，视投资主体和产权管理主体的不同情况，分别构成‘国家股’和‘国有法人股’。国家股是指有权代表国家投资的机构或部门向股份公司出资或以法定程序取得的股份。在股份公司股权登记上记名为该机构或部门持

有的股份。国有法人股是指具有法人资格的国有企业、事业以及其他单位以其依法占有的法人资产向独立于自己的股份公司出资形成或以法定程序取得的股份，在股份公司股权登记上记名为该国有企业及其他单位持有的股份。国家股和国有法人股统称为国有股权。”

2. 国有股和法人股的流通问题

《股份制试点企业国有股权管理的实施意见》指出，“对于证券交易与证券市场管理而言，国家股、法人股与其他类别股应当享有同等权力，从长远看其间没有差别，无须加以区分。”

我国法律对国有股和法人股的转让又做出了相关限制。1992年，国家国有资产管理局、国家体改委颁布的《股份制试点企业国有资产管理暂行规定》第十二条指出：“国有股股权有偿转让给非国有经济成分时，须由国有资产管理部门审批或由国有资产管理部门报请政府批准。”该暂行规定还规定了国有股份转让的程序，规定国家股权转让应符合的四个条件。1993年4月22日，国务院第112号令发布的《股票发行与交易管理暂行条例》第三十六条规定：“国家拥有的股份转让必须经国家有关部门批准，具体办法另行规定。”该条例没有规定国家股不可转让，更没有规定法人股不能转让，具体办法也一直没有出台。1997年3月，国家国有资产管理局、国家体改委联合颁布《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》，对国有股份的转让对象和转让价格做出了规定。其中第十六条规定：“国有股股东可以依法将其持有的国有股份转让给境内、外法人和自然人。”第十七条规定：“转让股份的价格必须依据公司的每股净资产值、净资产收益率、实际投资价值（投资回报率），近期市场价格以及合理的市盈率等因素来确定，但不得低于每股净资产值。”从这些规定来看，国家在政策上还是给予了国有股有限的流动空间。国有股在一定条件下可以转让给境内外的法人和自然人，但只能进行场外转让，而不能上市流通，因此国有股的流动是十分有限的。

对于非流通股在配股中形成的增量，根据中国证监会《关于1996年上市公司配股工作的通知》的规定：“在国务院作出新的规定前，国家拥有的未流通股份，以及这些股份的配股权和红股出让后，受让者由此增加的股份暂不上市流通。”

如上所述，国有股和法人股的不流通，是在经济改革和证券市场发展中形成的，属于历史遗留问题，这一问题的解决也应当“在社会主义经济体制的建立与完善过程中，随着股份制试点和股票市场试验的推进，结合国有资产管理体制的改革和完善”，“结合股权结构的调整和改革，在认真研究可行性方案的前提下，精心准备、审时度势、循序渐进地加以解决。”^①

《证券法》中没有规定国有股和法人股不能流通，但规定：“依法发行的股票、公司债券及其他证券，法律对其转让期限有限制性规定的，在限定的期限内，不得买卖。”而对于发起人股的流动性问题，《公司法》给出了比较明确的说明，第一百三十三条规定：“股份的发行，实行公开、公平、公正的原则，必须同股同权，同股同利。同次发行的股票，每股的发行条件和价格应当相同。任何单位或者个人所认购的股份，每股应当支付相同价额。”第一百四十七条规定：“发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起三年内不得转让”，也就是说，发起人股份在公司成立之日起三年后可以转让。但是第一百五十三条规定：“股份有限公司申请其股票上市交易，应当报经国务院或者国务院授权证券管理部门批准”，而“国务院或者国务院授权证券管理部门对符合本法规定条件的股票上市交易申请，予以批准；对不符合本法规定条件的，不予批准。”因此，政府自然有这样的选择权，即选择在适当的时候推动非流通股的流通，实现上市公司股票全流通。但事实上，到目前为止，国务院或证监会都没有正式地发表过任何发起人股上市的批准公告。长期以来，股票发行和定价都是以国有股和法人股无限

^① 周正庆主编：《证券知识读本》，中国金融出版社1998年版。

期地不流通为前提的，而市场也正是在这样的默认前提下运行的，因此，国有股和法人股作为大多数上市公司发起人股，暂不上市流通，在很大程度上是政府和上市公司向股票市场发出的公开承诺。

3. 流通股不流通的解释

关于国家股和法人股暂不上市的原因，周正庆（1998）给出了如下的分析：

（1）目前国有股和法人股的数量非常巨大，如果简单地允许国有股和法人股大量上市流通，相当于股市扩容数倍，市场无力承受，可能引起股价大幅下跌，造成市场恐慌，影响我国证券市场的健康发展和社会稳定。

（2）目前我国的国有资产管理体制尚处于改革阶段，国有股运作的股权代表和操作制度尚未完全建立，在这种情况下，国有股匆匆上市，有可能导致国有资产的大量流失和被侵占。

（3）上市公司的行业涉及面较广，其中有些行业，如重点原材料产业、公用事业、高科技产业等，属于关系国民经济命脉的重要行业，国有股和法人股暂不上市流通有利于保持国有经济的主导作用，保证国家对关键行业的控股地位。

基于上面的理由，如果国家股和法人股不得不从非流通状态转入流通状态，就必须处理好两个问题：一是对市场的冲击和对流通股股东的影响；二是对国家控制经济的能力的影响。

（二）二元结构的现状

非流通股和流通股二元结构中，非流通股居于主导地位，这可以从市场股份总额中非流通股的比例看出。到2005年6月底，我国沪深股市的流通股仅占股本总额的36.42%，流通股市值仅占市价总值的31.67%。因此，从总体上可以看出，流通股和非流通股的二元结构中，非流通股占了超过60%的比重，在股份总额中居于优势地