

中国股票市场流通性价值研究

——基于非流通股协议转让与限售股转让的证据

王 旻¹, 杨朝军¹, 廖士光²

(1. 上海交通大学 安泰经济与管理学院 上海 200052;

2. 上海证券交易所 研究中心 上海 200120)

摘要:文章利用股权分置改革前的非流通股协议转让样本与股权分置改革后的限售股票转让样本研究中国股票市场的流通性价值水平。研究结果表明,流通性存在价值,股权分置改革前,股票流通性价值水平均值约为66%,流通股市场的流动性显著影响股票流通性价值,但流通股的流动性与流通股价格波动率对股票流通性价值没有显著影响;股改后的股票流通性价值水平约为56%,流通股的流动性与波动性水平显著影响流通性价值。

关键词:流通性价值;非流通股;限售股票;流动性

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2008)03-0081-14

一、引言

在正常的股票市场中,绝大多数上市公司股票都是全流通的。与国际股票市场不同,在2005年股权分置改革(下文简称“股改”)前,中国上市公司的股权结构比较独特。中国股票市场发展的初衷是为了帮助国有企业“脱贫致富”,国有企业从股份制改造到公开募集资金上市时,国家(或国有法人)投资兴建的企业经资产评估后按一定比例折股,在符合上市条件后向社会公众溢价发行,改制企业股票上市后,发行在外的股票则分为可流通部分(即公众股)和不可流通部分(国家股、国有法人股或社会法人股)。在这种情形下,公司的总股本就人为地划分为流通股与非流通股,呈现流通股与非流通股共存的股权分置状态,且非流通股在总股本中比重一直占据较大份额。同时,尽管流通股与非流通股在名义上是同股同权,但股权分置的现实状况导致事实上的同股不同权、同股不同价,流通股与非流通股的价格存在显著差异。

流通股与非流通股的差异仅在于是否具有流通性。流通性(Marketabili-

收稿日期:2007-08-22

基金项目:国家自然科学基金(70773075)

作者简介:王 旻(1970—),女,山东济南人,上海交通大学安泰经济与管理学院博士生;

杨朝军(1960—),男,江苏宜兴人,上海交通大学安泰经济与管理学院教授,博士生导师;

廖士光(1977—),男,江苏阜宁人,上海证券交易所研究中心研究人员。

ty)通常指资产可以出售的权力,因为某些法律条款规定某些资产不能自由转让或出售,即无法自由流通,由此可见,流通性表明可以发生交易的可能性。缺乏流通性的资产通常暗含两类成本,一是在非流通资产持有期内承受资产贬值的成本(因为该资产无法通过对冲方式进行套期保值);二是无法将非流通资产迅速转换成资本并进行再投资的机会成本。流通性与流动性既有差异又有联系,流动性是指将资产以合理的价格迅速转让给交易对方的能力,反映的是资产以最优价格迅速变现的能力;流通性则指资产持有者可以以某一价格转让资产,但这一价格不一定是最优转让价格,且资产转让的速度也不一定最快。因此,流通性强调的是资产的可交易性,而流动性则在可交易性的基础上进一步强调资产的交易价格与交易速度。同时,流通性又是流动性的前提与基础,无流通性就无流动性可言,流通性与流动性通常又纠缠在一起,流通性资产在交易时,同时体现了资产的流通性与流动性,因此,境外学者也常将流通性与流动性等同起来,如 Hamilton(1978)。

从理论上分析,流通股与非流通股的收益请求权相同,因此,根据公司基本面信息测算出来的内在价值应该相同,但由于两者的流通权限并不相同,由此带来交易价格的显著差异。流通股可以在二级市场中自由转让,流通股的交易价格是其内在价值(公司未来现金流现值)与流通性价值的外在货币表现,即此类股份拥有流通权且流通权价值内化到流通股交易价格中。而非流通股无法在二级市场中自由流动,几乎不具备流通性,没有流通性价值,只能采取协议转让方式进行场外转让交易,这种交易的成本相对较高,其转让价格只体现股票内在价值。由此可知,流通股与非流通股的价格差异即为股票流通性价值。在实践中,由于中国证券市场中上市公司股改已基本完成,中国股票市场中的流通股与非流通股对峙格局也相应转变成流通股与流通受限股(对于完成股改的上市公司而言,非流通股仅获得流通权,必须在承诺的时间内有安排地转成流通股,在承诺的时间内,这些非流通股便成为流通受限股票或限售股票)并存。目前,这些完成股改的全流通上市公司限售股票在进入二级市场流通前已经在场外市场进行协议转让,因此,限售股票协议转让的价格与二级市场交易价格之间的差异同样可以视为股改完成后的股票流通性价值。

流通性是流动性的基础,流通性与流动性又都是影响股票价格溢价水平的重要因素。当金融资产进入流通领域,其流通性与流动性便具有一定的价值,并内化为金融资产投资价值的重要组成部分(廖士光,2007)。由于流动性与流通性通常纠缠在一起,从而导致流通性价值与流动性价值也纠结在一起并主要以流动性价值的形式出现。但是,流通性与流动性又存在显著差异,因此,如何利用特殊的样本将流动性与流通性区分开来测算流通性价值,并进一步探讨影响流通性价值的内在因素,便成为一个非常有意义的课题,同时,这类研究也会为金融资产定价研究提供一个新的理论视角,从而具有较强的理

论价值与实践意义。

二、文献综述

境外学者通常利用“流通受限股票”(Letter Stock)^①与自由流通股票的价格差异探讨股票流通性价值问题。在美国,由于在 SEC(证券交易委员会)注册证券需要一定的时间和成本,因此,有股票公开上市交易的公司出于便利的考虑,通常会私下发行无需公开上市交易的股票,即流通受限股票,这些股票未被正式登记。尽管这些股票不能公开上市交易,但可进行私下交易,一般只需要向 SEC 报告。1990 年前,SEC144 规则规定投资者持有受限股票的最低持有期为二年^②,而且受限股票出售时必须向 SEC 登记注册。对于同家上市公司而言,公开上市交易股票与只允许私下交易股票的差异仅在于各自流通性以及流通性差异衍生出来的流动性,即两类股票的价格差异反映流通性差异,因此,对比公开上市股票价格与私下交易股票价格,就可得到流通性的价值。

SEC 机构投资者研究(Institutional Investor Study)在 1971 年采用案例方式对比研究美国股市中流通受限股票和自由流通股票之间的价格差异,交易所上市公司以及未报告的场外交易市场公司(Nonreporting OTC Companies)股票转让价格的对比研究表明,流通性对股票价格有较大影响。对于交易所上市公司而言,流通受限股票的价格要比自由流通股票的价格低 30%—40%(即流通性价值),流通性价值的均值和中值分别为 25.6%和 24.0%;对于未报告的场外交易市场公司而言,流通性价值的均值和中值分别为 32.6%和 33.0%,同时,流通性价值与公司收入及净利润相关,收入与净利润水平越高,流通性价值水平越低。随后, Gelman (1972)、Moroney (1973)、Maher (1976)和 Trout(1977)分别利用流通受限股票的投资案例展开类似研究,各自的研究结果大体相似,流通性价值的均值依次为 33.0%、35.6%、35.4%和 33.5%。从早期的研究中还发现,研究样本中也存在受限股票价格高于自由流通股票价格的情形(具体表现为流通性折价水平为负值),如 SEC 机构投资研究、Moroney 等。之所以存在这种情形,可能因为股票在转让过程中涉及控制权(Control Right)问题,一旦受限股票的转让份额比较大从而导致公司的控制权发生变更,则受限股票的转让价格中会暗含控制权溢价,如 Bradley (1980)对美国 161 起控制权交易事件进行研究,发现股票转让价格高出市价 13%,这部分溢价体现出控制权价值。

Longstaff(1995a)利用期权定价思想构造出流通性折价模型,将自由流通股票的投资收益与流通受限股票的价格差额视为流通性价值上限,推导出流通受限股票的流通性价值上限,价值上限是流通受限股票受限期限和自由流通股票价格波动性的函数。Longstaff(1995b, 2001)还发展出一个价值模型对非流动性(Illiquidity)证券进行定价,结果表明,相对于流动性证券,非流

动性证券的折价水平最高达到 90%，并且折价水平随着流动性证券价格波动性的增加而扩大，证券价格的波动性越大，证券无法交易的机会成本就越高。

在中国国内，学者们对流通性价值的研究大多集中在比较流通股与非流通股之间的价格差异方面。陈志武、熊鹏(2001)研究 2000 年 8 月至 2001 年 7 月间中国上市公司法人股拍卖及法人股协议转让的案例，结果发现，拍卖和协议转让的法人股价格分别是相应流通股价格的 22% 和 14%；法人股流通性折价水平与相应流通股收益波幅正相关，同时也与公司规模、净资产收益率和市净率(P/B)等公司特征紧密相关。吴翰(2002)对 1997 年以来 600 多宗非流通股交易实例的研究表明，非流通股平均交易价格与每股净资产价值密切相关，非流通股平均交易价格走势趋向于每股净资产，每股净资产价值成为估价的重要参考。赵强、苏一纯(2002)分别研究 1998 年、2000 年和 2001 年中国上市公司法人股转让和拍卖案例，研究结果表明，法人股因流通性受到限制，存在显著的流通性折价且流通性折价水平主要受销售收入、利润质量、红利分配政策、股权转让规模和股票交易限制等因素影响。王磊(2003)对 2003 年深圳股市上市公司非流通股转让案例进行研究，发现非流通转让价格仅是流通股价格的 16.05%，其中 ST 公司的非流通股转让价格为流通股价格的 7.9%。汪昌云、汪勇祥(2004)的研究表明，股权分置结构引发的众多问题要求对国有股和法人股进行流动性变革，流动性变革的关键在于国有股的合理定价，国有股定价要充分考虑非流通股的控制权溢价、非流通股在投资者财富中所占比重、限制流通时间及股价波动性等因素。赵俊强、廖士光等(2006)利用已经完成股改的 807 家上市公司数据，探讨非流通股对流通股支付实际对价水平的影响因素，研究结果表明流通性溢价^③未能起到关键性作用。

本文认为，上述利用流通股与非流通股价格差异来研究流通性价值的部分文献存在一定的局限性，即未能将控股权价值与流通性价值分离开来，由于研究样本中涉及的非流通股大宗转让份额会影响公司的控股权，因此，导致公司控股权变更的非流通股转让价格与流通股价格的差异并非是流通性价值，而是流通性价值与控股权价值的差额^④，因此，传统研究方法常常会低估股票的流通性价值。同时，对于已经完成股改的上市公司的限售股票转让价格与二级市场交易价格差异的问题，目前尚没有学者对此展开系统性研究。有鉴于此，本文拟利用两类样本研究股票的流通性价值：一类是利用股改前的上市公司非流通股协议转让交易为样本，并在研究样本上进行控制，剔除引发公司控股权发生变更的非流通股转让交易，着重研究流通性价值，即基于非流通股协议转让交易的流通性价值研究；另一类是利用股改后的全流通上市公司限售股票转让交易作为样本^⑤，研究股改后的股票流通性价值，即基于限售股票转让交易的流通性价值研究。

三、中国证券市场流通性价值水平实证

在 1998 年 1 月至 2005 年 12 月期间,上海证券交易所(简称“上交所”)与深圳证券交易所(简称“深交所”)A 股上市公司非流通股(包括国有股、法人股、个人股及外资股)场外以协议方式转让且已经实施的交易总数达到 658 宗(见表 1 第一部分),但其中有 326 宗非流通股转让交易导致上市公司第一大股东发生变更,由于转让交易导致公司控股权发生变更,因此,这类非流通股转让价格中必然包含控制权溢价。同时,由于此处利用流通股与非流通股的价格差额研究股改前股票流通性价值,为了剔除控制权溢价对流通性价值的影响,此处将导致公司第一大股东发生变更的 326 宗非流通股协议转让交易从样本中剔除,

最后得到 332 宗研究样本(见表 2),共涉及 184 家上市公司。对于股改后的限售股票转让交易情况,从表 1 的第二部分可知,截至 2007 年 10 月 12 日,共发生 119 宗全流通上市公司限售股票的转让交易,其中,2006 年与 2007 年的交易宗数分别为 45 件与 74 件,上交所与深交所的限售股票转让宗数分别为 70,49 件。

对股改前上市公司股票流通性价值而言,其计算方法为:非流通股场外协议转让前一个交易日流通股的收盘价格与非流通股转让价格的差额,即 $MV_N = (P_D - P_{N(D+1)}) / P_D$,其中 MV_N 为流通性价值, P_D 为第 D 日流通股的交易价格, $P_{N(D+1)}$ 为第 D+1 日非流通股的转让价格。同理,对股改后全流通上市公司的股票流通性价值而言,其计算方法同样可以表述为: $MV_N = (P_D - P_{R(D+1)}) / P_D$,其中 $P_{R(D+1)}$ 为

表 1 上市公司非流通股协议转让宗数与限售股转让宗数一览

Panel A 非流通股协议转让宗数			
年份	上交所	深交所	合 计
1998	2	0	2
1999	2	0	2
2000	6	0	6
2001	11	16	27
2002	60	34	94
2003	138	96	234
2004	102	96	198
2005	55	40	95
合 计	376 (57.14%)	282 (42.86%)	658 (100%)
Panel B 限售股票转让宗数			
年份	上交所	深交所	合 计
2006	27	18	45
2007	43	31	74
合 计	70	49	119

注:括号内数字表示非流通股协议转让数目占总数目的比重;2007 年数据截至 10 月 12 日;根据 Wind 资讯数据库与财汇金融分析平台中相关信息整理而成。

表 2 研究样本分布及各年度股票流通性价值

年 份	上交所		深交所	
	转让宗数	流通性价值均值	转让宗数	流通性价值均值
1998	1	83.16	0	0
1999	1	88.93	0	0
2000	2	74.86	0	0
2001	8	85.14	8	78.32
2002	26	77.23	16	78.97
2003	64	66.43	49	73.37
2004	46	58.06	59	63.64
2005	31	41.99	21	67.87
2006	27	62.66	18	38.43
2007	43	60.46	31	55.10
合 计	249	—	202	—

注:流通性价值的数量级为%。

第 D+1 日限售股票的转让价格。根据测算,可以得到不同年份以及不同交易市场股改前后的流通性价值水平均值(见表 2)。

从分年度数据考察,在 1998—2005 年期间,基于非流通股协议转让样本的研究结果表明,股票流通性价值水平均值呈现递减态势,上交所的流通性价值水平均值从 1998 年的 83.16%下降至 2005 年的 41.99%,深交所的流通性价值水平均值从 2001 年的 78.32%下降至 2005 年 67.87%,之所以呈现这种趋势,可能是由于 2001 至 2004 年期间流通股市场不景气,结果导致流通股价格出现大幅下跌。从交易所角度考察,深交所股票流通性价值水平均值略高于上交所上市公司,上交所股票流通性价值水平均值为 62.81%,最大值为 98.03%(ST 联华非流通股转让)、最小值为 5.08%(三峡新材非流通股转让);深交所股票流通性价值水平均值为 69.71%,最大值为 98.14%(康达尔 A 非流通股转让)、最小值为 2.81%(深康佳 A 非流通股转让),对两个交易所的上市公司而言,流通性价值水平均值为 65.99%(见表 3 第一部分)。

同时,考察基于股改后全流通上市公司限售股票转让样本的研究结果,可以发现,股票流通性价值仍然较高,上交所的流通性价值均值从 2006 年的 62.66%略微降至 2007 年的 60.46%,而深交所的流动性价值均值则从 2006 年的 38.43%上升至 2007 年的 55.10%(见表 2)。从流通性价值的描述性统计结果可知,上交所的流通性价值均值为 61.31%,最大值为 98.28%(中天科技限售股票转让),最小值为 0(方正科技限售股票转让);深交所的流通性价值均值为 48.97%,最大值为 87.42%(宁波华翔限售股票转让),最小值为 0.15%(中捷股份限售股票转让)(见表 3 第二部分)。

由此可知,对非流通股协议转让样本与限售股票转让样本而言,无论从分年度角度分析,还是从不同交易市场视角考察,其转让价格均低于二级市场交易价格,表明非流通股由于缺乏在二级市场中自由交易的流通权,非流通股出售方只能通过压低交易价格方式从价格上对非流通股购买方作出补偿,即非流通股在转让过程中已经考虑到流通性价值问题。同时,尽管完成股改后的限售股票通过“对价”方式获得流通权,但在规定的限售期内仍无法在二级市场上自由流通,其协议转让价格同样也会低于二级市场价格以作为限售期内无法自由流通的补偿,因此,通过对比流通股交易价格与非流通股转让价格、流通股交易价格与限售股票转让价格,可以发现,股

表 3 股票流通性价值描述性统计

Panel A 基于非流通股协议转让交易的样本			
统计指标	上交所	深交所	全样本
均 值	62.81	69.71	65.99
最大值	98.03	98.14	98.14
最小值	5.08	2.81	2.81
样本数	179	153	332
Panel B 基于限售股票转让交易的样本			
统计指标	上交所	深交所	全样本
均 值	61.31	48.97	56.23
最大值	98.28	87.42	98.28
最小值	0	0.15	0
样本数	70	49	119

注:流通性价值的数量级为%。

票的流通性具有价值,同时,通过对比发现,基于非流通股协议转让样本的流通性价值高于基于限售股票转让样本的流通性价值(参见表 3),即由于股改通过支付对价的方式使非流通股获得流通权,从而导致股改后的流通性价值显著小于股改前的流通性价值,表现为限售股票的转让价格显著高于非流通股协议转让价格。

四、中国证券市场流通性价值影响因素分析

非流通股发生协议转让时,根据已有的规定,其交易价格不得低于每股净资产^⑥,这一点可以从表 4 中得到印证,非流通协议转让价格($P_{N(D+1)}$)的均值为 2.81 元/股,而每股净资产(Asset Per Share,APS)的均值为 2.76 元,协议转让价格的均值略高于每股净资产,表明非流通股的定价基础是每股净资产价格。另外,非流通股协议转让价格的最大值、最小值也分别高于每股净资产的最大值与最小值。但非流通股协议转让价格远远小于流通股的交易价格,流通股交易价格(P_D)的均值为 9.31 元/股,是非流通股转让价格的 3.3 倍,这就进一步揭示流通股交易价格中已经暗含股票的流通性价值,通过对比流通股交易价格与非流通股转让价格可以得到股票流通性价值,即 $MV_N = (P_D - P_{N(D+1)})/P_D$ 。

表 4 流通股价格、非流通股转让价格及每股净资产对比

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值	偏度	峰度
P_D	332	9.31	4.68	1.49	32.12	1.52	3.07
$P_{N(D+1)}$	332	2.81	1.55	0.13	10.50	1.17	2.66
APS	332	2.76	1.47	-0.67	7.61	0.59	0.50

注:非流通股转让价格、流通股交易价格及每股净资产的单位为元/股。

对于非流通股而言,流通股的交易价格可能会对其转让价格产生影响。虽然非流通股上市流通没有确切的时间,但由于非流通股购买者购入非流通股的价格相对较低(略高于每股净资产),相当于低成本(非流通股较低的转让价格)获取一个期权(该期权的行权时间不确定),即一旦在某一时间点监管部门着力推行股改(如 2005 年 4 月 29 日,中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,正式启动股改试点工作),则非流通股可以获得流通权并转换成流通股,最终实现同股同权同价,非流通股股东会获得额外的收益^⑦。同时,对限售股票转让而言,由于已经获得流通权,并且在既定的限售期结束后就可以上市流通,限售股票的转让价格应该相对较高(其中已经包含了股改的对价水平)。因此,流通股在二级市场中的具体表现可能会影响到非流通股的转让价格,而且也会影响到限售股票的转让价格。流通股的流动性较好,则非流通股与限售股票的转让价格会相对较高,即股票流通性价值水平相对较低;流通股市场的流动性较好,则非流通股与限售股票的转让价格也会较高,即股票流通性价值水平相对较小;另外,根据 Longstaff(1995a)的研

究可知,股票流通性价值水平还受流通股的价格波动率影响,流通股的波动性相对较大,则非流通股与限售股票的转让价格会相对较低,即股票流通性价值水平相对较高。同时,非流通股与限售股票的转让数量也会影响到转让价格,由于非流通股与限售股票的转让数量相对较大,非流通股与限售股票的出售者想要一次性售出巨额股票,从购买者的资金占用角度考察,出售者会以相对较低的协议价格转让非流通股与限售股票,即非流通股与限售股票的转让数量相对较大,则其转让价格相对较低,股票流通性价值水平相对较高。

因此,根据上述内容,我们可以作出如下假设:

- 假设 1:股票流通性价值水平与流通股的流动性水平负相关;
- 假设 2:股票流通性价值水平与流通股市场的流动性水平负相关;
- 假设 3:股票流通性价值水平与流通股的价格波动性水平正相关;
- 假设 4:股票流通性价值水平与非流通股票或限售股票的转让数量正相关。

另外,当非流通股或限售股票购买者购入的股票数量不足以改变上市公司控股权,即无法通过非流通股或限售股票的购买获得控制权收益时,其购买行为的初衷可能在于上市公司的基本面相对较好(如公司经营规模较大、经营业绩相对较好),可以从公司的实体运营过程中获利(如获得红利收益)。同时,也有学者利用非流通股转让样本研究公司控制权收益,研究结果表明,非

表 5 模型中相关变量定义

变量类型	变量名称	符号及含义
解释变量	个股非流动性	$ILLIQ_D = \frac{ R_D }{P_D Q_D}$, 发生非流通股或限售股票转让前一日的上市公司流通股非流动性水平, 其中 R_D 表示以开盘价与收盘价计算的流通股收益率, $P_D Q_D$ 表示流通股的成交金额。
	市场非流动性	$ILLIQ_{MD} = \frac{ R_{MD} }{V_{MD}}$, 发生非流通股或限售股票转让前一日的上市公司流通股所在市场的非流动性水平, R_{MD} 表示以开盘价与收盘价计算的市场收益率, V_{MD} 表示市场的总成交金额。
	个股价格波动率	$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}$, 发生非流通股转让或限售股票转让前一年上市公司流通股日收益率的标准差, R_i 为流通股日收益率, $\bar{R}$ 为日收益率均值, n 为年交易日数。
	交易数量	q_N , 非流通股或限售股票的转让数量。
控制变量	公司规模	SCALE, 发生非流通股或限售股票转让前一年上市公司主营业务收入。
	经营业绩	ROE, 发生非流通股或限售股票转让前一年上市公司净资产收益率。
	公司分红	DIVID, 发生非流通股或限售股票转让前一年上市公司税前股利水平。

流通股的折价水平(即流通性价值水平)受公司规模和经营业绩影响,且影响是负向的(江峰,2005),由于此处着重研究流通股在二级市场中的表现对股票流通性价值的影响,因此,我们将上市公司基本面因素作为控制变量引入到研究中。

根据上述 4 个假设,此处以股票流通性价值 MV_N 为被解释变量,流通股非流动性水平 $ILLIQ_D$ 、流通股市场非流动性水平 $ILLIQ_{MD}$ 、流通股价格波动率 σ 与非流通股协议转让数量或限售股票转让数量 q_N 为解释变量,以上市公司规模 $SCALE$ 、经营业绩 ROE 与分红水平 $DIVID$ 为控制变量,构建如下计量模型验证股票流通性价值的影响因素,相关变量的符号及含义见表 5。

$$MV_N = \gamma_0 + \gamma_1 ILLIQ_D + \gamma_2 ILLIQ_{MD} + \gamma_3 \sigma + \gamma_4 q_N + \gamma_5 SCALE + \gamma_6 ROE + \gamma_7 DIVID + \xi$$

表 6 中列示了被解释变量、解释变量与控制变量的描述性统计结果^⑧,从表中第一部分可知,基于非流通股协议转让样本的各变量描述性统计结果显示,流通股非流动性水平 $ILLIQ_D$ 与流通股市场非流动性水平 $ILLIQ_{MD}$ 的均值分别为 0.71 和 0.53(计算流通股与流通股市场非流动性水平的成交金额单位分别为百万元与十亿元)。

表 6 相关变量描述性统计结果

Panel A 基于非流通股协议转让交易的样本							
变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值	偏度	峰度
MV_N	332	65.99	19.31	2.81	98.14	-0.84	0.35
$ILLIQ_D$	332	0.71	1.10	0.00	9.04	4.10	23.28
$ILLIQ_{MD}$	332	0.53	0.74	0.00	3.85	2.31	5.40
σ	2.57	0.91	0.03	5.25	0.79	0.30	
q_N	332	2.38	4.09	0.01	64.74	11.03	163.42
$SCALE$	332	9.26	19.16	0.25	237.86	7.21	70.23
ROE	332	-1.11	30.43	-209.70	29.14	-4.54	23.18
$DIVID$	332	0.05	0.08	0.00	0.60	3.00	12.55
Panel B 基于限售股票转让交易的样本							
变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值	偏度	峰度
MV_N	119	56.23	24.43	0.00	98.28	-0.68	-0.28
$ILLIQ_D$	119	0.07	0.11	0.00	0.92	4.84	29.10
$ILLIQ_{MD}$	119	0.11	0.19	0.00	0.80	2.40	5.55
σ	119	3.10	0.51	1.18	4.20	-0.11	1.22
q_N	119	3.44	6.67	0.02	61.74	6.19	50.15
$SCALE$	119	18.71	31.70	0.19	238.03	4.11	21.18
ROE	119	5.11	16.30	-62.83	45.20	-1.55	6.10
$DIVID$	119	0.05	0.08	0.00	0.40	2.07	5.50

注:流通性价值水平 MV_N 的数量级为%,交易数量 q_N 单位为千万股,计算流通股非流动性水平 $ILLIQ_D$ 和流通股市场非流动性水平 $ILLIQ_{MD}$ 的成交金额单位分别为百万元和十亿元,规模 $SCALE$ 的单位为亿元,价格波动率 σ 和净资产收益 ROE 率的数量级为%,税前股利 $DIVID$ 的单位为元/股。

表 7 是模型的统计结果,从基于非流通股协议转让样本的回归结果中可

知,各变量的系数符号均与预期假设符号一致,但对解释变量而言,仅流通股市场非流动性水平 $ILLIQ_{MD}$ 系数在 10% 置信水平下显著异于 0,而流通股非流动性水平 $ILLIQ_D$ 、流通股价格波动率 σ 及非流通股转让数量 q_N 系数均不显著,表明对非流通股而言,由于协议转让市场与流通股自由交易市场之间存在分割,非流通股无法自由流通,从而导致流通股在二级市场中的具体表现无法显著影响到非流通股的转让价格。另外,控制变量公司规模 $SCALE$ 、经营业绩 ROE 与分红水平 $DIVID$ 的系数分别在 1%、1% 与 5% 的置信水平下显著异于 0,表明公司规模、经营业绩与分红水平确实显著影响非流通股协议转让价格,非流通股购买者在购入非流通股时已经充分考虑到上市公司的基本面信息,这也与预期假设相符。同时,模型的拟合度较好,调整后的 R^2 达到 13.6%,表明所选取的影响因素对股票流通性价值水平的解释能力达到 13.6%。整个模型在统计上也是显著的(F 值在 1% 的置信水平下显著), VIF 值均小于 10,表明解释变量之间不存在共线性问题。

表 7 回归方程统计结果

变 量	基于非流通股协议转让交易的样本			基于限售股票转让交易的样本		
	预期符号	系数	VIF	预期符号	系数	VIF
CONSTANT	+	63.96*** (19.28)	0	+	37.15*** (2.64)	0
$ILLIQ_D$	+	0.31(0.34)	1.07	+	26.88** (2.50)	1.24
$ILLIQ_{MD}$	+	2.46* (1.78)	1.07	+	29.96(1.31)	1.16
σ	+	1.55(1.42)	1.04	+	8.16* (1.77)	1.22
q_N	+	0.20(0.63)	1.80	+	0.27(0.80)	1.16
$SCALE$	—	-0.29*** (-4.25)	1.80	—	-0.08(-1.18)	1.06
ROE	—	-0.09*** (-2.75)	1.07	—	-0.19(-1.39)	1.12
$DIVID$	—	-29.36** (-2.42)	1.06	—	-47.80(-1.56)	1.29
拟合度分析	F 值	8.459*** [0.0001]		F 值	3.184*** [0.0041]	
	Adj-R ²	0.136		Adj-R ²	0.115	

注:1. 圆括号内数字表示 T 统计值,方括号内数字表示 p 统计值;

2. *,** 与 *** 分别表示统计结果在 10%、5% 与 1% 的置信水平下显著。

同时,从基于限售股票转让样本的回归结果中可以发现,各变量的系数符号也均与预期假设符号一致,但仅流通股非流动性水平 $ILLIQ_D$ 与流通股价格波动率 σ 的系数符号分别在 5% 与 10% 的置信水平下显著异于 0,而其他变量的系数均不显著,表明对购买限售股票的投资者而言,由于限售股票已经获得流通权,在限售期结束后就可以上市并在二级市场自由流通,因此,他们会更多地关注此类限售股票的流通股在二级市场中的具体表现,如果二级市场中流通股的流动性水平较强(表现为非流动性水平较小),则限售股票的转让价格就相对较高,由此推算的流通性价值就较小;如果流通股的波动性较大,则限售股票的转让价格就较低,限售股票的流通性价值就较大。另外,由于投资者过多地关注于流通股在二级市场中的股价,而二级市场股价并非在任何时刻均能反映其基本面信息(如公司规模与经营业绩等),从而导致限售股票的转让价格与全流通上市公司基本面信息之间的关联度较小,即通常表现为

限售股票的购买者在关注流通股二级市场特性的同时会忽视其基本面信息。另外,该计量模型的拟合结果也相对较好,调整后 R^2 达到 11.5%,整个模型在统计上是显著的(F 值在 1%的置信水平下显著),VIF 值也均小于 10,表明解释变量之间也不存在共线性现象。

五、研究结论与启示

本文利用股改前的非流通股协议转让样本与股改后的限售股票转让样本对比研究股票流通性价值水平,研究结果表明,在股改前的 1998 年至 2005 年期间内,股票流通性价值水平呈现递减趋势,上交所股票流通性价值水平介于 42%与 83%之间,均值约为 63%;深交所股票流通性价值水平介于 64%与 78%之间,均值为 70%左右。对两个交易所的上市股票而言,流通性价值水平均值约为 66%;在股改后的 2006 年至 2007 年期间内,股票流通性价值水平仍然较高,上交所股票流通性价值水平在 60%左右,均值约为 61%;深交所股票流通性价值水平在 38%至 55%之间,均值为 48.97%。

由此可见,在证券市场中,股票流通性存在价值,并且股改的完成促使非流通股获得流通权限,非流通股转变为限售股票,限售股票中已经暗含股改所支付的对价水平,从而使股改后的股票流通性价值显著低于股改前的流通性价值。

同时,股票流通性价值影响因素的实证结果表明,对股改前的非流通股协议转让样本而言,解释变量中仅流通股市场流动性水平显著影响股票流通性价值水平,流通股流动性水平与流通股价格波动率对股票流通性价值水平没有显著影响;另外,公司规模、经营业绩与红利状况等控制变量显著影响股票流通性价值水平,这进一步表明,在股改前,因流通股与非流通股市场存在分割,流通股在二级市场中的交易特性无法显著影响非流通股的转让价格,但非流通股购买者在购入非流通股时已经充分考虑到上市公司的基本面信息。

但对股改后的限售股票转让样本而言,由于限售股票已经获得流通权,“解禁”后可以在二级市场自由流通,因此,流通股在二级市场中的具体表现会影响到限售股票转让价格与股票流通性价值,实证结果也表明,流通股二级市场的个股流动性与波动性水平显著影响股票流通性价值,而全流通上市公司基本面信息对股票流通性价值则没有显著影响。

对中国股票市场而言,随着股改的基本完成,股票流通性价值更多地体现在股票价格上并成为股票投资价值的重要组成部分,并且二级市场股票的流动性与波动性水平已经成为股票流通性价值与股票交易价格的重要影响因素。目前,由于中国境内宏观流动性(主要指经济运行体系中的流量货币)相对过剩,过剩的流动性进入股票市场并引发巨额的成交金额(2007 年第三季度,沪深交易所的日平均成交金额高达 2 500 亿元),在这种巨额成交金额的

带动下,市场的波动性水平异常放大(见本文表 6 第一与第二部分的价格波动率对比),由于高流动性是高成交金额与低价格波动的结合体,因而,这种异常放大的波动率在某种程度上抵消了巨额成交金额对市场流动性的积极影响。由此可见,在宏观流动性相对过剩的背景下,中国证券监管机构如何采取相关措施在保证市场巨额成交金额的同时降低市场的波动性水平,最终实现股票市场流动性水平的提升,并提高股票市场的投资价值,已经成为当务之急,同时,这也是关系到中国证券市场可持续发展的重要命题。

注释:

- ①“流通受限股票”是指持有该股票的投资者在规定的期限内(通常为一年或二年的冻结期)不能在公开市场自由转让的股票。
- ②1990 年,SEC 取消了流通受限股票登记注册的规定。1997 年,SEC 将流通受限股票的最低持有期从二年减少至一年。
- ③流通性溢价=(股改前流通股价格-每股净资产)/每股净资产。
- ④非流通股大宗转让价格(转让交易导致控股股东发生变更)=非流通股价格+控股权价值,流通股价格=非流通股价格+流通性价值,因此,流通股价格-非流通股大宗转让价格=流通性价值-控股权价值。
- ⑤这些限售股份的转让数量相对较小,因此,并不会引致上市公司控股权发生变更。
- ⑥1997 年国资委颁布的《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》第十七条规定,股份有限公司的国有股(非流通股)转让价格不得低于每股净资产价值,即每股净资产是非流通股的定价基础。
- ⑦股改的实质是流通股东与非流通股东之间的利益分配,尽管非流通股东要向流通股东支付对价以作为非流通股上市流通的成本,但已有的实证结果表明,非流通股东在股改中可以获得相对较高的增量收益(赵俊强、廖士光等,2006)。
- ⑧由于部分年份研究样本过少,此处将 1998 年至 2005 年的数据以及 2006 年与 2007 年的数据分别混合(pooled)起来进行回归,同时,我们采取对样本数相对较多的 2003 年、2004 年、2005 年、2006 年与 2007 年数据进行逐年回归的方式检验模型的稳健性,逐年研究结果与混合数据的结果相同,即此处基于混合数据的研究结果具有稳健性。

参考文献

- [1]廖士光. 流动性价值研究综述[J]. 当代经济管理,2007,(2):5-11.
- [2]汪昌云,汪勇祥. 股权分裂与国有股流动性溢价:基于流动性的经济学分析[J]. 中国人民大学学报,2004,(6):23-28.
- [3]王磊. 非流通股转让折价多[N]. 证券时报,2003-09-18.
- [4]吴翰. 上市公司非流通 A 股转让问题的实证分析[R]. 广东证券研究,2002 年 2 月 10 日.
- [5]赵俊强,廖士光,李湛. 中国上市公司股权分置改革中的利益分配研究[J]. 经济研究,2006,(11):112-122.
- [6]赵强,苏一纯. 企业价值评估中股权缺乏流通性减值折扣研究[J]. 中国资产评估,2002,(1):25-28.

- [7]Bradley M. Interfirm tender offers and the market for corporate control [J]. Journal of Business, 1980, 53: 345—376.
- [8]Chen Zhiwu, Xiong Peng. Discounts on illiquidity stocks; Evidence from China[R]. Yale International Center for Finance, Yale ICF Working Paper, No. 00-56, September 2001.
- [9]Gelman, Milton. An economist financial analyst's approach to valuing stock of a closely held company [J]. Journal of Taxation, 1972, 6: 353—354.
- [10]Grossman S J, O D Hart. One share-one vote and the market for corporate control [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 175—202.
- [11]Hamilton, James L. Marketplace organization and marketability: NASDAQ, the stock exchange and the national market system [J]. Journal of Finance, 1978, 5: 487—503.
- [12]Longstaff F A. How much can mrketability affect security values? [J]. Journal of Finance, 1995a, 50: 1767—1774.
- [13]Longstaff F A. Placing no arbitrage bounds on the value of nonmarketable and thinly traded securities [J]. Advances in Futures and Options Research, 1995b, 8: 203—228.
- [14]Longstaff F A. Optimal portfolio choice and the valuation of illiquid securities [J]. The Review of Financial Studies, 2001, 14: 407—431.
- [15]Maher, Michael J. Discounts for lack-of-marketability for closely held business interests [J]. Taxes, 1976, 9: 562—571.
- [16]Moroney, Robert E. Most courts overvalue closely held stocks [J]. Taxes, 1973, 3: 144—154.
- [17]Trout, Robert R. Estimation of the discount associated with the transfer of restricted securities [J]. Taxes, 1977, 6: 381—384.
- [18]U. S. Congress, House. Discounts involved in purchases of common stock (1966—1969)[M]. Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission. H. R. Doc. No. 64, Part 5, 92nd Congress, 1st Session, 1971: 2444—2456.

The Study on the Marketability Value in China's Stock Market: Evidence from the Non-Tradable Shares Transfer and Restricted Shares Transfer

WANG Min¹, YANG Chao-jun¹, LIAO Shi-guang²

(1. *Antai College of Economics and Management, Shanghai Jiaotong University, Shanghai 200052, China*; 2. *Research Center, Shanghai Stock Exchange, Shanghai 200120, China*)

Abstract: This paper discusses the marketability value in China's stock market with the sample of non-tradable shares transfer before share structure reform (SSR) and the sample of restricted shares transfer after SSR.

(责任编辑 喜 雯)

(上接第 80 页)

A Comparative Research between the Behavior of Open-end Funds and QFII: An Empirical Analysis on Trading Strategy

LI Xue-feng, ZHANG Jian, MAO Yong-feng

(Department of Finance, School of Economics, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: Applying the modified GTW model, this paper makes an empirical study on the trading strategy choices of domestic open-end funds and qualified foreign institutional investors (QFII) from the perspective of momentum and contrarian strategy and further analyzes the results from a dynamic comparative view. We find that the institutional investors in our security market generally adopt momentum strategy, while the foreign investors' momentum strategy is less obvious than that of domestic investors. Although foreign institutional investors do play a positive role in the stabilization of the market, the positive effect they make is limited.

Key words: open-end funds; QFII; trading strategy; comparison

(责任编辑 喜 雯)