

摘 要

自股权分置改革以来,我国股票市场的基本格局发生了重大的变化。从 2006 年起,非流通股开始解禁流通,按照《上市公司股权分置改革管理办法》的规定,随着时间的推移,将有越来越多的非流通股解禁进入股票市场。在 2008 年,伴随着股票市场的大跌,非流通股解禁越来越成为投资者关注的焦点。非流通股解禁使股票市场供给大幅增加,给投资者带来了扩容预期和恐慌心理,股票市场也变得很不稳定。因此研究非流通股解禁对股价的影响,既关系到市场的稳定,也有利于市场的长期发展。

本文首先分析了非流通股解禁的时间分布、类型分布以及相应的市场表现,得出非流通股解禁可能会改变股票市场的供求关系和估值体系,抑制宏观经济增长,使公司股价分化。然后通过实证研究,选取了 55 家上市公司作为样本,以非流通股解禁日前后各 30 个交易日为事件窗,采取事件研究和多元线性回归相结合的方法,分别研究了在事件窗内总样本公司股价的变化和样本公司特征与股价变化的关系。

最后得出以下结论:(1)在非流通股解禁期间,非流通股解禁使股价下跌。(2)相对于解禁日后,在解禁日前,股价下跌较多。(3)上市公司的特征对股价有显著的影响。其中上市公司的净资产收益率、市净率和股权集中度与股价正相关,并且净资产收益率对股价影响最大。

关键词: 非流通股解禁, 股权分置改革, 股价, 超常收益率

The Research on the Impact of Ban-lifting of China's Non-tradable Shares to Share Price

Abstract

The basic pattern of stock market has changed a lot in China from the share-separating reform. According to the regulations of the Share-separating Reform Management of Listed Companies, there will be more and more non-tradable shares entering the stock market since they were allowed to re-circulate in 2006. With the stock market crash in 2008, the investors have paid more and more attention to the ban-lifting of non-tradable shares, which highly increase the market supply. This brings about not only expansion expectation and panic for investors but instability for stock market. So it is good for the market's stability and its long-term development to study the impact of the non-tradable shares re-circulation on share price.

We can draw a solution from analyzing the time distribution, types and the corresponding market performance that the non-tradable shares re-circulation can change the supply and demand and the stock market valuation system. Besides, it restrains the macroeconomic growth and polarizes the company share price. Then this thesis studies the relation between the total samples' share prices changes and the changes of the feature of selected companies and the share prices by selecting 55 listed companies as samples and 30 days before and after the ban lifting day with a combination method of case studies and multiple linear regressions.

Finally, we get three solutions below: Firstly, the ban-lifting of the non-tradable shares causes the fall of the share price within the empirical days; Secondly, the share price falls more after the ban-lifting day than before that; Thirdly, listed companies have a significant influence upon the share price: the return on equity and price to book ratio positively correlated with the stockownership concentration share price, and the ROE affects the share price most.

Key words: ban-lifting of the non-tradable shares; share-separating reform; Share price; abnormal return

西北大学学位论文知识产权声明书

本人完全了解西北大学关于收集、保存、使用学位论文的规定。学校有权保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和电子版。本人允许论文被查阅和借阅。本人授权西北大学可以将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。同时授权中国科学技术信息研究所等机构将本学位论文收录到《中国学位论文全文数据库》或其它相关数据库。

保密论文待解密后适用本声明。

学位论文作者签名：薛宇博 指导教师签名：高志W

2009年6月17日 2009年6月17日

西北大学学位论文独创性声明

本人声明：所呈交的学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的成果。据我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，本论文不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得西北大学或其它教育机构的学位或证书而使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示谢意。

学位论文作者签名：薛宇博

2009年6月17日

第一章 绪论

1.1 研究背景

我国的股票市场自二十世纪九十年代建立以来,由于其处于特殊的历史背景下,股票市场制度的设计存在着极大的缺陷,其中最主要的表现就是股权分置。所谓的股权分置是我国上市公司特有的企业所有权制度,上市公司的股权由三类股份构成,包括国有股、法人股和流通股。其中大约占到总股本 1/3 的流通股可以在二级市场上交易,其他的股份暂时不允许进入市场流通。随着我国市场经济体制的确立和股票市场的发展,股权分置逐渐成为制约我国股票市场进一步健康发展的根本性的制度问题。

为了解决这一制度性的问题,2005 年 4 月 29 日,我国发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,此举正式拉开了以对价为主要标志的股权分置改革的序幕。但由于非流通股股份所占份额太大,证监会 2005 年 9 月 4 日颁布了《上市公司股权分置改革管理办法》。规定股权分置改革后公司的原非流通股股份出售,自改革方案实施之日起在十二个月内不得上市交易或者转让;持有上市公司股份总数百分之五以上的原非流通股股东,在前项规定期满后通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份,出售数量占该公司股份总数的比例在十二个月份内不得超过百分之五,在二十四个月内不得超过百分之十。

2006 年 6 月 17 日,三一重工作为股改试点拉开了非流通股解禁的序幕。从此非流通股陆续进入了可以流通的状态。随着时间的推移,非流通股的解禁规模将呈现出逐步增加的趋势。数据统计显示,2006 年有 834.58 亿股非流通股解禁,市值约为 4318.4 亿元;在 2007 年的解禁规模为 1288.51 亿股,市值约为 22509.99 亿元;在 2008 年的解禁规模为 1537.16 亿股,市值约为 23529.72 亿元;而在 2009 年将会达到解禁的高峰,解禁规模至 6858.83 亿股,市值大约为 46383.85 亿元。

股权分置改革开始后,我国 A 股市场也走出了一波前所未有的大牛市,上证指数从 2005 年 6 月 6 日的 998 点上涨到 2007 年的 10 月 16 的历史最高 6124 点,仅仅用了两年四个月。随后股指掉头转下,截止到 2008 年 12 月 31 日上证指数已经跌至 1820 点,接近 2/3 的跌幅完成仅仅用了 14 个月,在此期间,人们也将注意力越来越多的转向了非流通股解禁,把非流通股解禁看做是我国股票市场下跌的主要原因。

1.2 研究意义

如果把股权分置改革作为一个完整事件,那么大多数上市公司的非流通股股东向流通股股东支付一定对价来换取其所持股票流通权方案的实施就是股权分置改革的上半场。股改方案的实施解决了股权分置这种低效制度造成的弊端;解决了上市公司股东之间权利、义务、收益和风险的不同,使得股东成为利益共同体;改善了资本市场的定价问题,促进了资本市场的重组并购;也有利于上市公司建立长期的、发展的、科学的考核标准和激励机制。同时,股权分置改革也使我国股票市场逐步的进入了全流通时代。回顾股权分置改革的历史,从 2005 年到 2006 年的股票市场表现来看,股权分置改革的上半场无疑是成功的。我们把 2006 年之后的非流通股解禁看做是股权分置改革的下半场。按照股权分置改革的协议,在 2007 年后非流通股解禁速度将大幅增长,而且随着时间的推移,外加 IPO 和战略配售股解禁,流通量将会越来越大。非流通股解禁将会打破股票市场原有的供求关系,并且给投资者造成一定的扩容预期,改变股票市场原有的估值体系。在非流通股解禁的过程中,市场的各个利益主体都将受到考验,如果不能处理好其中的关系,我国股票市场将会受到很大的影响。因此,研究和解决非流通股解禁对股价的影响,既关系到我国股权分置改革的成功与否,也有利于我国股票市场的长远发展。一旦消除了非流通股解禁对股票市场的影响,我国股票市场的功能、效率也将得到全面的优化。

1.3 研究内容

本文的主要框架如图 1-1 所示,各部分的内容具体如下:

第一部分,绪论部分主要介绍本文的背景意义、文章框架、研究方法以及创新之处。

第二部分,对股票定价理论和股权分置改革理论进行回顾,并对相关的文献进行总结评价。

第三部分,分析我国非流通股解禁的时间分布、非流通股类型和相应市场表现。并指出其对股市供求关系、估值体系、公司特征和宏观经济的影响。

第四部分,运用实证方法研究我国非流通股解禁对股价影响,其中包括模型的构建、基本假设、指标的选择以及样本公司和数据的选取,并对实证结果进行分析。

第五部分,针对实证结果提出相对应的政策建议。

第六部分,对本文的研究内容进行总结,并提出需要进一步研究的问题。

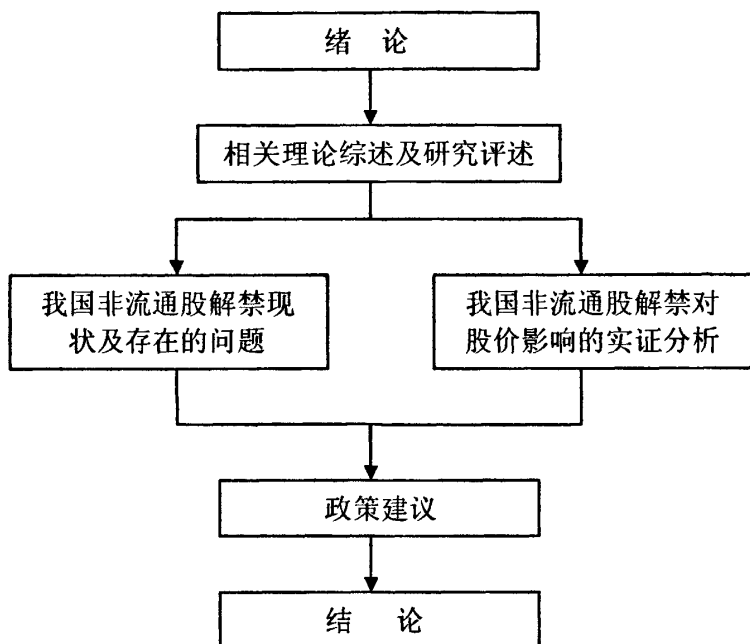


图 1-1 研究框架图

1.4 研究思路及主要方法

(1) 研究思路。本文首先回顾了股票定价理论和股权分置改革的相关理论，并以这些理论为基础，对我国非流通股解禁的现状进行了分析，指出了非流通股解禁可能存在的问题。然后针对存在的问题，对解禁公司股价在非流通股解禁期间的变化进行实证研究，最后根据研究结果提出相应的政策建议。

(2) 研究方法。本文采用事件研究和多元线性回归相结合的方法。文中用超常收益率和累积超常收益率作为股票价格的指标。运用事件研究模型，将所选取的样本公司作为整体，分析了总样本上市公司在解禁日前后各 30 个交易日中总样本平均超常收益率和平均累积超常收益率的变化，以此来反映在非流通股解禁期间总样本公司股价的变化。

然后运用多元线性回归模型，以每个样本公司在整个解禁事件窗内的最后一个交易日的累积超常收益率作为因变量，同时以公司的净资产收益率、股权集中度、总资产、市净率等作为自变量，进行多元线性回归。以此反映在非流通股解禁的影响下，样本公司特征与股票价格之间的关系。

1.5 文章的创新之处

第一，研究角度的创新。目前，国内在分析非流通股解禁问题时，主要针对非流通股解禁对于整个股票市场的影响。本文更侧重于分析非流通股解禁对于解禁公司股价所产生的影响，由其对解禁公司股价的影响从侧面反映对股票市场的影响。

第二，研究方法的创新。目前，国内对于非流通股解禁所带来影响的研究大多停留在规范分析和评论，很少从实证角度出发为非流通股解禁对股价的影响提供科学依据。本文在研究中首先采用事件研究模型，研究了样本公司在非流通股解禁期间的股价变化。然后运用多元线性回归分析了样本公司的净资产收益率、每股净资产、资产负债率、总资产、市净率、股权集中度、非流通股解禁比例和非流通股类型对股价的影响。最后在实证结果的基础上，提出了减轻非流通股解禁对股价影响的政策建议。

当然，本文在研究角度和研究方法方面的这些创新之处，都是对已有研究成果的继承性发展，是在已有研究成果的启发下产生的。笔者希望本文的研究角度和研究方法也能给后来的研究者提供一些启示，以起到抛砖引玉的效果。

第二章 相关理论综述

2.1 股票定价理论

在资本市场理论中,股票定价理论有着非常重要的作用。在微观层面上,投资者在科学的股票定价理论指导下有利于提高决策的科学性、降低投资者的投资风险。在宏观层面上,股票市场对经济增长和上市公司的发展是通过资本的集中和最优配置来实现其积极作用的,而股票市场又依赖于上市公司的股票价格能够真实的反映公司的价值,这样才能使价格机制充分的发挥其“看不见的手”的作用。

西方发达国家在股票定价理论的研究比较早,理论也发展的比较完善。一般来说,股票定价理论分为两个阶段,以哈里·马柯威茨(Markowitz)的资产组合理论为界限,之前的股票定价理论称为传统的股票定价理论,之后的股票定价理论称为现代股票定价理论。

2.1.1 传统股票定价理论

传统的股票定价理论侧重于对某个股票价格行为的分析。主要思想是股票具有内在价值,股票价格以股票的内在价值为基础,围绕着内在价值上下波动。格雷厄姆和多德在《证券分析》中指出,公司未来的盈利能力决定了股票的内在价值,各种非理性的因素会影响股票价格,使股票价格偏离其内在价值。但是随着时间的推移,股票价格会回归到股票的内在价值。

(1) 红利贴现模型

红利贴现模型是传统股票定价模型的代表之一,威廉姆斯(Williams)在《投资价值论》书中创立了红利贴现模型,并提出了一个著名的公式,就是以公司的无穷股息流通过贴现来得出股票的价值。在红利贴现模型中,股票的内在价值应该等于拥有股票的投资者在未来时期所接受的股息决定,但由于股息是未来时期的预期值,所以必须按照一定的贴现率返还成现值。红利贴现模型的一般公式如下:

$$V_0 = \frac{D_1}{1+K} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t} \quad (2.1)$$

式中: V_0 ——股票在初期的内在价值;

D_t ——时期 t 末以现金形式表示的每股股息;

K ——一定风险程度下现金流的合适贴现率。

上式只是一个模型原理的表达式,认为股票初期的内在价值是由无限多项代数式之和得出的。但事实上我们做不到对无限期股息的预测,即使是有限多项之和,我们也无法对每年的股息作出准确的预测。所以西方的一些经济学家通过对股息预期的增长率和股息的支付率作出一些假设,也就是假定一个股息的未来增长率和股息的支付率,并且以后每年的股息都是有规律的增长。根据对未来增长率的不同假设可以构造出不同形式的红利贴现模型。

①零增长模型

零增长模型假定股息的增长率等于零,即 $g=0$ 。也就是说,未来公司的股息按照一个固定的数量进行支付。根据假定,用 D_0 来代替 D_t 。

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0}{(1+K)^t} \quad (2.2)$$

零增长模型的应用受到的限制比较多,因为假定一种股票的股息永远是固定不变是不合理的。但是在某些特定的情况下,对普通股的价值决定仍有作用。零增长模型在对优先股的内在价值计算当中相当有效,因为优先股的股息大多数是固定不变的。

②不变增长模型

不变增长模型又被称作戈登(Gordon)增长模型。该模型假定股息以不变的速度 g 增长,因此可以得出未来时期 t 的股息为:

$$D_t = D_{t-1}(1+g) = D_0(1+g)^t \quad (2.3)$$

在式(2.4)中使用这些股息预测,得出内在价值为:

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{1+K} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+K)^\infty} \quad (2.4)$$

简化得出:

$$V_0 = \frac{D_1}{K-g} \quad (2.5)$$

在不变增长模型中如果预期的股息的增长速度 g 永远大于贴现率 K 时,此时股票的价值将为无穷大,模型是无效的。因为从长远来看这个增长率是无法维持的。在现实中不变增长模型只能运用在一些以稳定增长率增长的公司。在许多情况下不变增长模型仍然受到了限制,但是不变增长模型是多元增长模型的基础,因此不变增长模型也是极为

重要的。

③二元增长模型

二元增长模型假定在时间 N 以前, 股息都是以一个不变的增长 g_1 速度增长; 而在时间 N 以后, 股息又以另一个不变的增长速度 g_2 增长。在这个假定条件下, 得出二元增长模型如下:

$$D_{N+1} = D_0(1+g_1)^N(1+g_2) \quad \text{式中 } t=N \quad (2.6)$$

$$V_0 = \sum_{t=1}^N D_0 \frac{(1+g_1)^t}{(1+K)^t} + \frac{1}{(1+K)^N} \times \frac{D_{N+1}}{K-g_2} \quad (2.7)$$

相对于零增长模型和不变增长模型而言, 二元增长模型更接近现实。特别是针对一些高科技的公司, 高科技公司在公司成立的一段时间由于没有竞争者的介入, 而且产品对于市场来说是新颖的, 所以将迅速的占领市场, 销售收入也会迅速增加。而在经过一段时期的高速增长后, 高科技公司将会进入稳定增长的时期。这样二元增长模型就非常适用这种公司。

上式中的后半部分就是不变增长模型, 所以在不变增长模型中对增长率和贴现率的约束同样适用于二元增长模型中第二个阶段的增长率和贴现率。另外虽然从理论上, 高速增长阶段的时间可以和产品的生命周期联系在一起, 但把这些定性因素变成定量因素时还是很困难的。

(2) 市盈率估价法

市盈率也被称为“价格收益比”。就是上市公司每股价格和每股收益之间的比率。市盈率的含义是在忽略资金的时间价值的前提下, 按照公司现在的收益水平, 投资者回收其投资本金的年数。

投资者在估算出上市公司股票的每股收益和该股票可以接受的市盈率的水平后就可以按照公式估算出该公司股票的价格。

公式为: 每股价格=每股收益×市盈率。

一般来说, 用市盈率估计股票价格的关键就是如何确定比较合理的市盈率水平。在这个问题上没有统一的答案, 但对于股票市盈率的估算主要有简单估计法和回归分析法两种:

①简单估计法

如果用历史数据进行估计, 在公司的股票表现比较稳定时, 可以将上市公司股票过

去各年的市盈率数据排成序列,将其中过高或者过低的异常数据去除,算出算术平均数,用这一数据作为公司未来市盈率的预算。如果公司股票表现为时间序列的变化趋势,则排出公司历史市盈率数据,然后再画出趋势线和时间的关系,求出公司现在合理的市盈率数据。

在缺乏历史数据的条件下则可以根据公司的性质,选择行业相同,风险结构类似的同类公司作为基准,把同类公司的平均市盈率作为公司市盈率的估计值。

②回归分析法

回归分析法运用回归分析的统计方法,在考察了公司的股票价格、收益、风险和股息政策等因素和市盈率之间的关系后,得出公司市盈率和相关变量间线性关系的最具解释力的方程,然后根据给定的变量对市盈率的数值进行预测。但是由于股票市场的变化比较大,各个变量之间的权重会随着市场的变化而变化,而且还会存在模型并未考虑到的其他的重要因素,所以也导致了根据回归分析法测算出的模型仅仅能解释短时间内股票价格的变化,却很少能够解释长时间的变化。

2.1.2 现代股票定价理论

传统的股票定价理论主要以单个股票价格行为为主要研究对象,但在现实中大多数的投资都不会将所有的投资放在单一股票上。在 1932 年,费雪首次发表了在不确定的条件下可以用概率分布来描述未来资产收益的观点。之后,希克斯、马夏克等经济学家都进行了大量的研究,得出均方差空间的无差异曲线可以用来表示投资者对投资于未来收益概率分布的偏好,并且提出了风险溢价这一重要的概念。在 1952 年,经济学家马科维茨在论文《证券组合的选择》中提出了著名的现代证券组合理论。他分别用了期望收益率和收益率的方差作为衡量投资收益水平和不确定性的量化指标,指出投资者进行投资决策时希望能够使收益水平和不确定性达到某种平衡,并通过建立均值方差模型阐述在考虑了收益与不确定性的情况下如何进行决策。但马科维茨的证券组合理论是一种纯理论模型,能够说明投资者的最优资产选择行为,却不能直接去指导投资。

(1) 资本资产定价模型 (CAPM)

在 1964 年、1965 年和 1966 年夏普、特雷诺和詹森分别提出了著名的资本资产定价模型。资本资产定价模型的数学公式为:

$$E(r_i) = r_f + [E(r_M) - r_f] \beta_i \quad (2.8)$$

式中: $E(r_i)$ ——股票(组合) i 的预期收益率;

r_f ——无风险资产收益率；

$E(r_M)$ ——市场组合的预期收益率；

β_i ——股票（组合）收益率变动对市场组合收益的敏感性。

资本资产定价模型是投资资产的预期收益与预期风险之间在理论上的权衡。对于任意证券或者组合的期望收益率都由两部分组成：一部分为无风险利率，这是对投资者放弃即期消费的补偿，由时间创造；另一部分是对风险的补偿，一般称为“风险溢价”，其中证券或者证券组合的预期收益率与其所承担的风险成正比。另外资本资产定价模型表示系统风险是决定股票价格的唯一因素，通过持有充分分散的股票组合可以使非系统风险趋于零。

资本资产定价模型的建立，必须符合若干的假设条件。脱离了这些基本的假设，资本资产定价模型可能就不会成立，这些假设可以概括为以下四项：

第一：市场存在大量的投资者，投资者都是价格的接收者，单个投资者的交易行为不会对证券价格发生影响。

第二：投资者根据期望收益率作为评判证券组合的收益水平，根据方差作为证券组合的风险水平，并且投资者都是理性的。在风险相同时选择收益水平高的证券组合，在收益水平相同时选择风险小的证券组合。

第三：资本市场是没有摩擦的，即市场对资本和信息自由流动没有阻碍，而且不考虑交易成本和对股息、资本利得的征税等。市场只有一个无风险借贷利率，在借贷和卖空上没有限制。

第四：投资者对于证券的收益水平、风险水平和证券之间的关联性都具有一致的预期。

（2）套利定价模型（APT）

在 20 世纪 70 年代中期，经济学家罗斯创立了套利定价模型，描述了资产的合理定价方法，并且和资本资产定价模型不同。套利定价模型指出了在均衡市场状况下，在所有证券的收益都受到某些共同因素影响的情况下，导致各个证券具有不同收益的原因，从而指出了均衡价格形成的套利驱动动机和均衡价格的决定因素。

套利定价模型的数学公式表示如下：

$$r_i = E_i + \beta_{i1}F_1 + \beta_{i2}F_2 + \cdots + \beta_{ij}F_j + \varepsilon_i \quad (2.9)$$

式中： r_i ——证券 i 的随机收益率；

E_i ——证券 i 的期望收益率；

F_j ——系统的共同因子 ($j=1, 2, \dots, K$)；

β_{ij} ——证券 i 对因子 F_j 的敏感性度量；

ε_i ——残差项。

套利定价模型的基本假设比资本资产定价模型的基本假设要少，大概可以归纳为以下三点：

第一：所有的投资者都是追求收益的，但却是厌恶风险的。

第二：所有的证券组合都受到一些共同因素的影响。

第三：投资者能够发现市场上的套利机会，并利用该机会进行套利。

(3) 因素定价模型

因素定价模型主要分为单因素定价模型和多因素定价模型。单因素定价模型认为股票的收益不仅受到系统风险的影响，还受到公司特征的影响。而多因素定价模型认为单一因素并不能对系统风险做出全面的描述，而应该考虑更多因素的模型考虑股票收益。

在这里简单介绍一个两因素模型。假设有两个最重要的宏观经济风险，但是由于经济周期的原因而不能确定风险的来源，用 GDP 增长和利率 IR 变化来衡量风险，任何股票的收益同时受到宏观经济风险和公司特有条件的影响，可得到两因素模型表示股票 I 的收益率^①。

$$r_i = E(r_i) + \beta_{iGDP}GDP + \beta_{iIR}IR + \varepsilon_i \quad (2.10)$$

在式 (2.10) 中系数 β 被称为因素敏感度。

在运用因素定价模型时一般仅考虑与证券收益有关的宏观变量，而且要选择一些重要的风险因素。

2.2 股权分置改革理论

2.2.1 股权分置的缺陷

(1) 股权分置对股票市场反映宏观经济的影响。从理论上讲宏观经济与股票市场

^①投资学，(美)博迪、凯恩、马库斯著，朱宝宪等译，机械工业出版社，20005，P191

的波动之间应该存着这密切的联系,宏观经济周期决定着股票市场的波动周期。从历史研究的实证结果上看,股票市场作为宏观经济的“晴雨表”,它的波动周期往往要比宏观经济周期提前大约半年的时间,也就是说股票市场的波动能够反映宏观经济运行的状况。但是股票市场作为宏观经济的“晴雨表”的前提是股票市场能够反映上市公司的盈利能力,股票市场是完善的,而我国的股权分置从以下几个方面导致了股票市场不能反映宏观经济的状况:第一,股权分置导致非流通股股东并不能真正从公司的成长中获利,从而使非流通股股东的财富收入并不能随宏观经济和公司绩效的提升而增加,反而使得股票市场的价格不能真正的反映国民经济的运行状况。第二,由于非流通股股东在股东中占多数,非流通股股东不能在股票市场的涨跌之中获利,这就导致了非流通股股东不重视股价的现象。流通股股东仅仅能从股票的资本利得之中获利,流通股股东也就只能通过股票的涨跌幅度来判断收益的情况,而不是根据公司长期的增长评估来股票的价值。这必然会导致流通股股东进行短线投机操作,而短线投机的市场是不能反映宏观经济长期增长的。

(2) 股权分置对股票市场的影响。股票市场的主要功能应该是:融资功能、定价功能和资源配置功能。但在我国的股票市场中,市场的再融资能力较差。上市公司在融资后,也并不能改变经营理念,提高公司的绩效,反而融资的资金被大股东以各种各样的方式挪用。而在定价功能方面,在股权分置时代,股票市场的定价只是少数股权交易的价格,股票市场的交易量大约只占到全部股份的 1%乃至更少。非流通股和流通股的产权界定模糊,股票市场缺乏基本的真实的供求关系,所以市场的价格发现功能也必然是扭曲的。从市场的微观机制来看,股票市场的一级市场和二级市场的双重套利机制使得股票市场的定价功能有效,而股权分置使一级市场整个套利功能缺失,从而造成股票市场的定价功能缺失。

(3) 股权分置对上市公司的影响。股权分置使上市公司的财务目标并不是成熟资本市场中的股东财富最大化,或者上市公司的价值最大化。由于非流通股股东所持有的非流通股并不能在二级市场上买卖,非流通股股东无法从股价的上涨中获取好处,也不会在股价下跌中受到损失,所以他们不关心他们所控制上市公司的股票价格、经营绩效。即使是在进行场外的转让、拍卖时,上市公司的价格也仅仅是取决于上市公司的每股净资产,所以非流通股股东的经营目标是上市公司的每股净资产最大化。而流通股股东所持有的股票能够在二级市场买卖,上市公司的股价取决于公司价值,这与上市公司的经营绩效、股票回报率关系紧密。非流通股股东与流通股股东之间存在着利益的冲突,那

么拥有公司主导控制权的非流通股股东就会产生使自身利益最大化的动机,通过不停的溢价进行发行、增发以及配股,非流通股股东就可以使得每股净资产不断的增值,从而获得巨大的利益。

2.2.2 股权分置改革的历程

第一阶段,通过国有股变现解决国有企业改革和发展资金需求的尝试,开始触动股权分置问题。

1998年下半年到1999年上半年,为了推进国有企业改革发展的资金需求和完善社会保障机制,开始国有股减持的探索性尝试。但由于实施方案与市场预期存在差距,试点被停止。

2001年6月12日,国务院颁布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》再次尝试解决股权分置问题。但由于市场效果不理想,于2001年10月22日宣布暂停。

第二阶段,国务院在2004年1月31日发布了《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,明确指出“要积极稳妥的解决股权分置问题,规范上市公司非流通股份的转让行为,并且在解决股权分置问题时要尊重市场的规律,有利于市场的稳定和发展,切实的保护投资者的合法权益^②”。解决股权分置的问题得到了国务院正式文件的确认,表明股权分置改革已经提上日程。

2005年4月12日,中国证监会负责人表示股权分置改革已经具备了启动试点的条件。

2005年4月29日,证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》标志着股权分置改革正式开始。

2005年5月9日,证监会公布了首批4家试点公司的名单,分别是金牛能源、紫江企业、三一重工和清华同方。

2005年6月20日,证监会公布了第二批进行股权分置改革的42家试点公司。8月23日和9月5日,又相继发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》和《上市公司股权改革管理办法》,这两项文件的发表标志着股权分置改革进入了全面推动阶段。

截至到2007年12月21日,上海证券交易所和深圳证券交易所完成股权分置改革程序的公司1268家,股权分置改革已经基本完成。股权分置改革虽然已经完成,但由于《上市公司股权分置改革管理办法》的规定,股票市场还没有真正进入到全流通时代,

^②国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见,国务院,2004(1)

非流通股解禁也将在股权分置改革完成后的一段时间拉开序幕。

2.3 研究述评

2.3.1 股权分置改革的研究述评

郑祖玄(2004)通过对我国股权现状进行研究发现：在股权分置下，非流通股的定价以净资产为基础，不符合资本市场对资产定价的基本原理，而公司在投融资的决策中也没有按照净现值的理论标准，导致了我国上市公司在融资中过度依赖股权融资。赵涛(2005)认为在股权分置的情况下，由于股东之间的利益不统一，公司新发行的股权融资不会带来未来的现金流，控股股东可能会为了自己的利益转移公司资产和利润从而侵犯中小股东的利益，这会造成上市公司较多依靠股权融资。研究表明，股权分置下的过度股权融资规模要大于不存在股权分置下的过度融资规模。陈建梁，叶护华(2005)指出，在股改完成后，无论全流通后的股权结构能否改善公司的业绩，只有加强法制化建设，强化监督机制才能从根本上改变上市公司融资问题。

刘纪鹏(2005)指出，随着股权分置问题的解决，在发行市场上，企业拥挤申请上市的局面将得到一定程度的改观。在交易市场上，上市公司通过重组并购，激励企业积极解决企业本身存在问题，加强企业竞争力。同时也打开了一个买壳、借壳上市的并购市场。杜海鸥(2007)认为，股权分置改革优化了我国上市公司的股权结构，改善了公司的控制权结构，改变了上市公司国有股“一股独大”的现象，加速了股权结构的分散化和多元化；降低了单个股东对上市公司的控制权，完善了公司治理结构，改善了员工的绩效激励制度；使管理人员的利益与上市公司利益趋于一致。张兆亮，乔永军(2007)针对股权结构分散化后可能导致的经理层控制董事会等负面影响进行分析，提出了一些具体的方法，如完善董事会选举制度，缩短董事会的任期，加强独立董事的职能，减少职工董事等。刘玉敏，任广乾(2008)通过分析认为股权分置的制度导致了上市公司的治理结构长期缺乏共同的利益基础，扭曲了资本市场发挥作用的机制。股权分置改革有利于上市公司逐步形成共同的治理基础。并且指出股权分置改革通过上市公司股东行为、董事会作用以及经营者的激励约束机制等内部治理因素和资本市场的定价机制、控制权市场、并购重组机制及其监督约束机制等外部治理因素影响上市公司整体治理的优化，从而促进后股权分置时代上市公司治理结构优化。以上文献阐明了股权分置改革的背景意义，并且基本的得出了一致性结论：股权分置改革可以完善上市公司的治理结构，改善上市公司的经营绩效。

李琪琦(2006)运用实证研究发现,股权分置改革后,股价有明显上扬,股改的正面效应十分突出。说明市场把股权分置改革作为一个利好处理的,从侧面也反映了流通股股东在股改过程中受益的可能性比较大。廖旗平(2007)认为伴随着股权分置改革进程的加快,股权分置改革对于市场的影响也正在慢慢显现出来。通过股权分置改革对我国股票市场影响的实证研究发现,股权分置改革对我国股票市场的市盈率影响不大,股票市场的流动性是影响股票市场的主要因素。所以应该制定切实可行的保护上市公司投资者利益的政策,提高市场的信心是稳定市场预期以及发展股票市场的根本。戎如香(2007)通过事件分析模型对股改事件进行研究,认为在短时期内股改上市公司的波动性指标和流动性指标不显著,在较长的时间段内,股改影响比短期有显著提高。何诚颖,李翔(2007)运用事件分析模型对已完成股权分置改革的一批样本公司的股价效应进行实证检验,他把股权分置改革作为一个完整的事件,针对股改前后的30个交易日进行分析,发现股价在统计意义上具有显著性,但在此之后随着时间的推移,上市公司的股改效应有逐步弱化的趋势。在股权分置改革对股价影响方面,国内学者进行了较多的研究,在研究结果上并未得出一致性结论。但在研究股改对股价影响时,大多都采用了事件研究方法,对本文的模型构建和研究思路上有了一定的启发作用。

2.3.2 供求关系对股价影响的研究述评

股票作为一种特殊的商品,其价格也受到供求关系的影响。

王成进,黄德权(2007)通过分析股票供求关系,解释了我国股票市场发展历程,从而提出我国股市向前发展的最大阻碍是投资者的收益率过低,最后指出上市公司非竞争性获得股票市场的资金是我国股市发展的最终症结所在。张启智(2006)认为股票市场的供求关系决定了股票的价格;反过来股票价格的变动又调节和影响着股票的供求关系。但股票的内在价值又决定了供求关系,进而影响股票价格。

K.R.French(1980)指出股票具有其自身的运行规律,其价格可能往往脱离价值,具有与实物商品价格不同的特性。这是因为股票价格的形成机制不同,其更容易受到投资者供需的影响。Shleifer(1986)研究得出股票供给的增加将会导致供给曲线向下移动,而需求曲线向下倾斜,这会引起股票价格的下降。Masulis、Korwar(1986)认为公司的股票是一种独特的商品,不存在其他类似的替代品,它的需求曲线向下倾斜,所以,供给的增加必然会伴随着价格的下降。Asquit、Mullins(1986)把1963年到1981年美国进行一级市场发行与二级市场发行及其二者都有的上市公司作为研究对象,通过对每

日收益的超常收益率来衡量股票价格对再融资公告的反应,得出股票价格的变化与公司的发行规模呈负相关。Cao、Field 和 Hanka (2002) 对非流通股在锁定协议期满后的股价进行了研究,并且得出了一致结论,非流通股的解禁将会带来上市公司股价超额收益率的下降。Ofek、Richardson (2003) 通过利用网络股票价格的变化进行实证分析,发现在锁定协议期满后,上市公司的超额收益率低至-33%,与发行规模呈负相关。

国内外学者在研究供求关系对股价影响方面基本得出了一致性结论:供给增加将会导致股价下降。

针对非流通股解禁改变股票市场供求关系,对股价造成影响,我国学者也进行了一些研究。曹建新,黄佳蕾(2007)通过实证研究发现每股收益与股票价格之间具有显著的正相关性;而非流通股解禁对股价没有通过显著性检验,认为非流通股解禁对股价几乎没有影响。冯玲(2008)运用事件分析方法对限售股流通对股票价格效应进行了实证研究得出:限售股流通给市场带来了负的股价效应,在累积超额收益率为正的限售股流通公司中,累积超额收益率与净资产收益率负相关,与区间日均股票换手率、每股收益正相关;在累积超额收益率为负的限售股流通公司中,累积超额收益率与 IPO 到限售流通股上市流通的时间、账面市值比、区间日均成交量负相关。赵震宇,潘慧峰(2008)通过对非流通股解禁的历史回顾和 2008 年已经解禁的非流通股进行分析,发现非流通股解禁后短期内并没有发生大股东大量抛售股份的情况,股票市场低迷的表现更多来自于投资者的信心不足,从而提出了一系列针对非流通股解禁安排的政策建议,其中包括大股东交易要申报转让,“特别税”的追收,大宗交易平台的完善等等。曲卫彬(2008)认为非流通股股东在解禁后的减持是影响我国股票市场走强的最大的利空因素。只有通过完善非流通股股东在解禁后的减持制度、实现其减持行为规范、透明和有序才能化解这一利空。应当加强减持行为信息披露、节制投机炒作行为和规范再转让行为的规定。高鹏冲(2008)认为大股东减持限售股与第一大股东持股比例、董事会规模、Z 指数以及除第一大股东外是否还存在其它大股东持股比例超过 10%这四个因素有着十分显著的关系。第二大股东至第五大股东的持股比例之和、国有股比例、法人股比例以及在经理层任职的董事占董事会总人数的比例也影响着大股东对解禁限售股减持的态度。最后得出必须从改善公司控制权结构出发,不断改善公司的运作效率。一家拥有科学的、合理的、富有竞争力和发展潜力的控制权结构的公司,大股东也会对公司的前景充满信心,在二级市场减持解禁限售股的动机就会变得比较弱,这能从根本上解决市场对限售股解禁带来的种种问题的担忧。

在非流通股解禁对股价影响方面,国内学者进行了许多研究,但大多运用规范分析,并没有运用实证方法进行验证。在少数运用实证方法检验非流通股解禁对股价影响时,也没有得出一致性结论。笔者认为非流通股解禁是我国在 2006 年才产生的新问题,而且随着时间和其他外部环境的变化,也会对非流通股解禁和股价间的关系产生影响,所以应该在新的环境背景下,进一步研究非流通股解禁对股价的影响。

2.3.3 股票的流动性对股价影响的研究述评

Silber (1992) 通过分析得出,在 1981 年至 1988 年,不能流通的股份在私人场合进行交易的价格比在交易所交易的流通股的价格有 34% 的折扣。Longstaff (1995) 通过研究发现股票的流动性约束对股票的价值的影响很大,即便是在流动性约束很短的情况下,股票的价值也会有很大的折价。Field、Hanka 在检测了美国《144 规则》下的非流通股后,得出非流通股在协议锁定期满之后,股票的交易量上涨了 40%,而在事件日的前三天超常收益率为负值。

朱武祥,郭志江(1999)分析了股票市场对非流通股比例的价格反应,认为一次性的通过股票市场释放所有的非流通股会对股价产生巨大的影响。因此,不应该在短时间内大规模的通过股票市场释放非流通股。但如果仅仅释放 15% 左右的非流通股,就不会对股价造成大幅影响。陆静,唐小我(2004)运用 FM 两阶段截面回归方法分析了股票的流动性与股票收益之间的关系。发现我国的股票流动性与收益率的异常波动在周内不存在系统系差异,其主要受到政策的影响;而且上市公司的市值与股票的收益没有关系。张志鹏,杨朝军(2006)分析了我国股票市场的流动性和收益之间的时间序列动态关系。在建立模型后,得出非流动性和收益率互为因果关系,当期非流动性和当期收益为负相关,滞后一期的非流动性与当期收益正相关。然后将日非流动性分为预期外非流动性和期望非流动性,得出期望收益对预期外非流动性负效应,而对期望非流动性有正效应。陈新宏(2006)认为我国股票市场的系统性风险的根源是市场流通制度的缺陷。只有赋予股票市场的非流通股以流通权,并且给出全流动下股票的合理价格,才能解决系统性风险。彭莉,张鼎祖和伍建筑(2006)认为在股权分置改革之前,非流通股的限售期不确定,所以相对流通股的市场价格折价较大,非流通股股价与流通股股价之间的比例大约是 0.4:1;而在股改之后,非流通股的限售期确定,这会引发非流通股股价与流通股股价之间的折价缩小,大约为 0.58:1。徐信忠,黄张凯,刘寅和薛彤(2006)通过对 2002 年到 2003 年间我国上市公司协议转让的 233 笔非流通股进行研究得出:流动性约

束会对非流通股的定价产生负面的影响。任梦,陈玉新(2008)认为股票价格受到多种因素影响,将上市公司的流通股比例、每股净资产、每股收益以及公司规模作为决定股价的重要指标,用 Feltham-Ohlson 模型进行分析,结果表明,流通股的比例与股票价格之间存在着显著的负相关关系,但是其他的指标也对股票价格有非常重要的作用。通过研究上市公司流通股比例对股价的影响,可以帮助短期投资者从流通角度进行合理的选择。

上述文献对股票的流动性与股价之间的关系进行了研究,基本都得出一致性结论,股票流动性与股价正相关。

2.3.4 股票市场估值体系的研究述评

宋逢明(1999)认为资本市场独特的套利机制使其能够快速重建均衡。在市场处于不均衡的情况下,就会出现套利的机会,套利的力量会使市场重新均衡,此时套利的机会就会消失。一般来说,市场的效率越高,重新构建均衡的速度也就会更快。张慧明,朱涛(2005)通过分析发现,在西方发达国家的股票市场中,高市盈率的股票收益低于低市盈率股票的收益率。并在研究我国 A 股市盈率和二级市场收益率后得出,我国的股票市场已经有投资价值。黄向臻(2005)认为证券市场投资价值的必须依靠正确的估值标准。而我国股市的估值标准是相对的,不能合理的反映我国股市的真实估值水平。投资者必须从我国股市的实情出发,周全的考虑我国经济的发展状况和公司的业绩等因素,才能全面的、科学的对股市进行估值。尹鹏,李仲明(2008)认为我国 A 股市场的加权平均市盈率数字并不是市场市盈率的真实反映,因为在加权平均市盈率公式中对非流通股的定价并不合理,这会导致市盈率的计算结果偏高。如果考虑到我国上市公司的成长性,我国 A 股市场的估值是合理的。

针对非流通股解禁改变股票市场估值水平,我国学者也进行了大量的研究。巴曙松,储怀英,郑弘(2008)用一个动态不完全信息信号博弈模型的视角分析了当前我国股票市场解禁的非流通股股东和普通流通股股东之间的博弈行为,得出加强大小非减持的信息披露机制具有极其积极地意义,不仅会使我国股票市场的经济晴雨表和价格发现功能,而且流动性也将逐步增强。罗高升,陈卫平(2008)通过托宾 Q 值理论对非流通股解禁对市场估值水平的影响进行实证研究。通过研究发现在我国上市公司的 Q 值偏高,这也加大了市场的抛售的压力,供给的增加打破了市场的均衡,加剧股票市场价格波动,将使市场估值中枢向下移。屈波(2008)从我国股票市场非流通股解禁的背景

下出发,分析了由于非流通股的解禁造成的市场估值体系的困惑和混乱,从总体上阐明了金融资本与产业资本的市场估值体系以及差异,提出建立新的市场估值体系的关键是金融资本跟产业资本两者不同估值体系的博弈,同时新的估值体系的建立也标志这金融资本和产业资本的紧密结合。

以上文献研究了非流通股解禁对我国股票市场估值体系的影响,并得出一致性结论,非流通股解禁后我国股票市场的估值体系将会重建,并且在套利机制的推动下,估值体系将趋于合理。笔者认为非流通股解禁首先是赋予了非流通股以流通权,而我国股票市场估值水平则是影响非流通股股东在其所持股票解禁后是否会进行减持的重要因素之一。反过来,非流通股股东在其所持股票解禁后的减持行为也将对我国股票市场的估值体系产生重要的影响。

通过对相关理论和文献的研究,使笔者对非流通股解禁产生的原因和背景、以及其对我国股票市场的影响和冲击、并且包括其他学者对论文相关问题的研究有了深入和详实的了解。目前这些研究有待进一步发展的地方在于:

首先,非流通股解禁在我国是 2006 年才产生的新问题,目前对于非流通股解禁所带来影响的研究大多停留在规范分析和评论,很少有从实证角度出发为非流通股解禁对股价的影响提供科学依据,而且对此问题的研究要求数据的时效性很强,这会对研究的结论产生很大影响。

其次,国内对非流通股解禁对股价影响多集中于对整个股票市场的影响,而在实际中非流通股解禁对于不同特征的上市公司所产生的影响也是不同的,因此对于研究非流通股解禁对股价影响的问题时,应该按照上市公司的不同特征加以区分。

第三章 我国非流通股解禁现状及存在的问题

3.1 我国非流通股解禁现状

3.1.1 我国非流通股解禁的时间分布

在大多数上市公司完成股权分置改革之后,非流通股的解禁时间和具体数据也基本处于稳定状态。根据数据统计,截止到2008年6月30日,并且假定在2008年6月30日之后没有新股发行,没有还未进行股改的公司进行股改。上海证券交易所和深圳证券交易所大约还有各类非流通股11143亿股,大约占到总股本的62.7%。而从解禁的时间来看,非流通股解禁最主要集中在2009年和2010年,分别解禁6858.83亿股和3523.12亿股,占到总股本的比例为38.7%和19.7%,这种情况可能会给2009年和2010年造成比较大的解禁压力。具体数据如表3-1所示:

表 3-1 非流通股解禁的年分布

时间	解禁规模(亿股)	与总股本的比例
2006	834.58	0.074
2007	1288.51	0.081
2008	1537.16	0.088
2009	6858.83	0.387
2010	3523.12	0.197
2011	734.52	0.041

数据来源:上海证券交易所(<http://www.szse.cn/>)

从非流通股解禁的月份上看,一共有3个月的解禁规模相对较大。分别是2009年7月、10月和2010年的11月,解禁规模分别为1854.4亿股、3123.2亿股、1638.4亿股,分别占非流通股解禁总量的16%、27%和14%,总计约为非流通股解禁总量的57%。其解禁规模均超过了2007年和2008年全年的解禁总量1288.51亿股和1537.16亿股。因此,在这三个月中,非流通股解禁的规模非常大,可能会对股票市场产生巨大的压力。

随着非流通股的解禁,我国股票市场的也越来越接近全流通时代。数据统计到2010年末流通股的比例约占到总股本的92.5%,而到了2011年的6月末流通股的比例将会达到98.6%。而且非流通股的解禁在时间的分布上看是很不均衡的。在年份上来看,2009年和2010年是解禁的高峰,解禁的规模远远大于其他各解禁年份,从月份上来看,各

个月份的解禁规模也有着明显的差异，存在一些巨量解禁的月份。

3.1.2 我国非流通股解禁的类型分布

从非流通股的类型来看，大约可以分为以下类型：股权分置改革限售股、首发限售股、增发限售股份等，具体如图 3-1 所示。

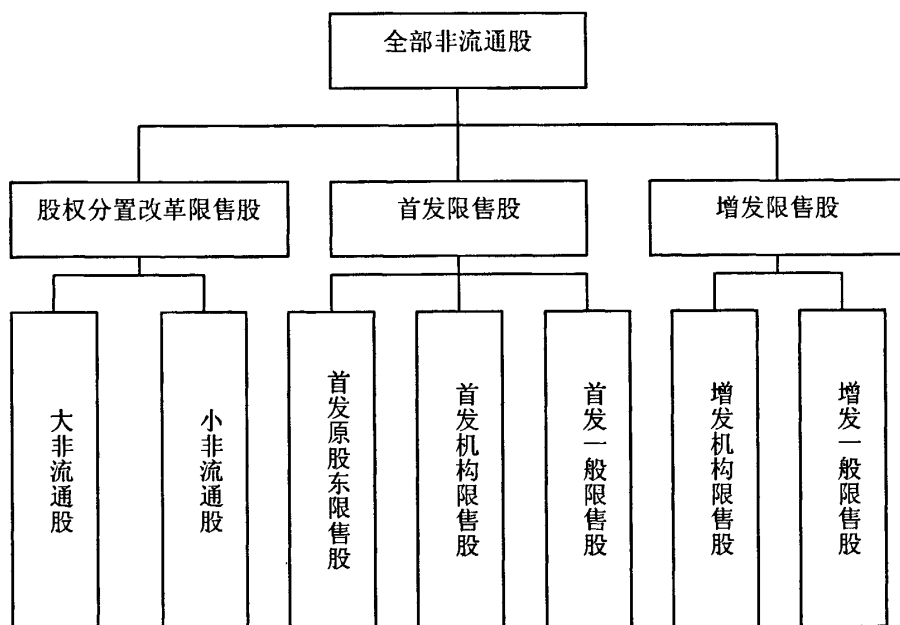


图 3-1 非流通股类型结构图

股权分置改革限售股是由于股权分置改革所造成的非流通股向流通股的转变而形成的，其中持有上市公司股份总数百分之五以上的原非流通股股东在自方案实施之日起一年之后可以通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股，股份出售数量占该公司股份总数的比例在十二个月份内不得超过百分之五，在两年内不得超过百分之十。首发限售股是在 2006 年 6 月我国股票的发行制度进行改革以后发行新股时暂时不能流通的股份，规定指出首发限售股一般的限售期限为三个月、六个月、一年或者三年不等。由于非流通股的形成时间和限售期限不同，所以两种主要类型的非流通股在解禁的时间段上也不同。

通过对 2006 年 6 月至 2011 年 6 月之间的各类非流通股与解禁总股本之间的比例进行比较分析，发现这个时间段内共有非流通股约为 14456.7 亿股解禁。其中股权分置改革限售股约为 4572.5 亿股，约占解禁总股本的 31.6%；首发限售股约为 8663.8 亿股，约占到解禁总股本的 59.9%。股权分置改革限售股和首发限售股共计约占解禁总股本的

91.5%。因此，股权分置改革限售股和首发限售股占了全部非流通股的绝大部分，而且首发限售股的解禁规模要明显大于股权分置改革限售股的规模。

在股权分置改革限售股解禁方面，从 2006 年开始股权分置改革限售股的规模开始不断的扩大，直到 2009 年开始到达最高。而首发限售股则是在 2009 年开始突然增加，并且解禁规模比前三年的解禁规模之和还大，超过了股权分置改革限售股，而 2011 年之后的解禁规模随着时间的推移而增加。由此可见，随着股权分置改革的最终完成，非流通股将会由首发限售股代替股权分置改革限售股。具体数据如表 3-2 所示：

表 3-2 各年各类解禁限售股的构成

时间	解禁量（亿股）	股权分置改革限售股		首发限售股		其他限售股	
		股本	比例	股本	比例	股本	比例
2006	834.58	568.38	67.74%	223.02	26.72%	46.17	5.54%
2007	1288.51	589.41	45.74%	479.76	37.23%	219.55	17.03%
2008	1537.16	845.63	55.01%	252.86	16.45%	438.67	28.54%
2009	6858.83	2106.66	30.71%	4580.26	66.78%	171.9	2.51%
2010	3523.12	440.59	12.51%	2859.87	81.17%	222.66	6.32%
2011	734.52	334.89	45.59%	268.87	36.49%	131.58	17.92%
2012	28.59	28.27	97.88%	268.04	1.94%	0.05	0.18%
合计	14805.31	4910.83	33.17%	8664.37	58.52%	1230.38	8.31%

数据来源：上海证券交易所（<http://www.szse.cn/>）

3.1.3 我国非流通股的解禁规模与股票市场的表现

伴随着非流通股的解禁，上证指数从 2007 年 1 月初期的 2728 点到 2007 年 12 月底的 5261 点，涨幅为 92.85%；而在 2008 年上证指数从 5265 点到 2008 年 12 月底时达到 1820 点，跌了 65.43%。从表 3-3 中可以看出，在整个 2007 年，股票市场表现较好，在解禁规模较大的 4 月、9 月、10 月、11 月和 12 月，除了 11 月上证指数跌了-18.19%外，其他月份都有较好的表现。而在 2008 年股票市场则表现较差，在解禁规模较大的 5 月、8 月和 12 月，上证指数分别下跌-7.03%、-13.63%、-2.72%；而在解禁规模较小的 1 月、3 月和 6 月，上证指数下跌明显，分别达到了-16.69%、-20.14%、-20.31%。

表 3-3 各月的解禁规模和股市表现

时间	解禁规模（亿股）	上证指数涨跌幅
2007 年 1 月	81.22	4.14%
2007 年 2 月	48.42	3.40%
2007 年 3 月	71.23	10.51%
2007 年 4 月	135.18	20.64%
2007 年 5 月	92.52	6.99%
2007 年 6 月	58.35	-7.03%
2007 年 7 月	64.00	17.02%
2007 年 8 月	78.87	16.73%
2007 年 9 月	122.58	6.39%
2007 年 10 月	253.44	7.25%
2007 年 11 月	103.82	-18.19%
2007 年 12 月	192.03	8.00%
2008 年 1 月	85.55	-16.69%
2008 年 2 月	129.97	0.80%
2008 年 3 月	124.40	-20.14%
2008 年 4 月	98.92	6.35%
2008 年 5 月	213.30	-7.03%
2008 年 6 月	75.14	-20.31%
2008 年 7 月	72.78	1.45%
2008 年 8 月	273.17	-13.63%
2008 年 9 月	54.42	-4.32%
2008 年 10 月	101.38	-24.60%
2008 年 11 月	162.17	8.20%
2008 年 12 月	218.62	-2.72%

数据来源：和讯股票网（<http://stock.hexun.com>）

3.2 我国非流通股解禁存在的问题

3.2.1 我国非流通股解禁打破了市场原有的供求均衡

非流通股解禁上市流通,使股票市场中的流通股股本增加,并且会对流通股股东造成一定的扩容预期,减少其对股票的需求,这必然会打破股票市场原有的供求均衡关系。投资者对股票市场的预期因素又会使非流通股解禁对股票市场产生不同的影响。

①预期股票市场上涨时:以图 3-2 来分析,图中的横轴代表股票市场的流通量和交易量 Q ,纵轴代表了股票价格 P 。可以看出,股票市场原有供给曲线为 S_0 ,需求曲线为 D_0 。在投资者预期股票市场上涨的情况下,市场的需求曲线将会由 D_0 移动至 D_1 ,此时如果没有发生非流通股解禁,则供给曲线仍为 S_0 不变;而当非流通股解禁发生时,流通股股本的供给将会增加,供给曲线移动由 S_0 移动至 S_1 ,此时流通股股东也会受到扩容预期的影响,减少对股票的需求,需求曲线又由 D_1 移动至 D_2 ,最终股票市场的供给曲线为 S_1 ,需求曲线为 D_2 。在市场预期上涨时,与没有非流通股解禁的股票市场相比,非流通股解禁将会减少股票市场涨幅。

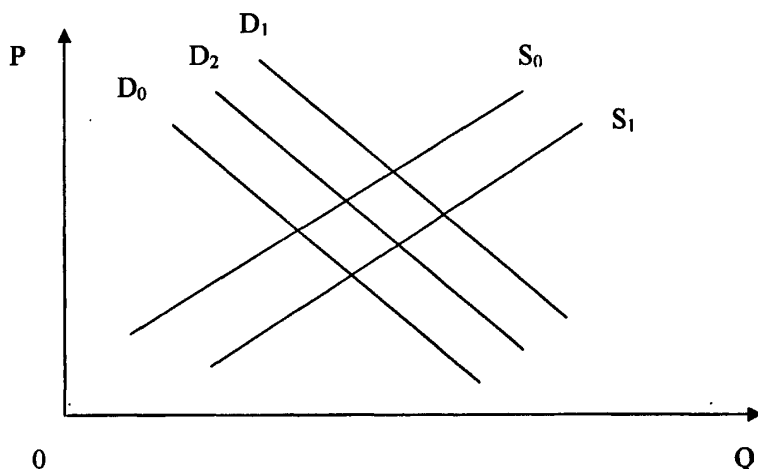


图 3-2 预期股票市场上涨时,市场供求关系图

②预期股票市场下跌时:以图 3-3 来分析,从图中可以看出,在投资者预期股票市场下跌时,股票市场的需求曲线将会由原来的 D_0 移动至 D_1 ,如果没有非流通股解禁,则市场的供给曲线不变仍为 S_0 不变;当非流通股解禁发生时,流通股股本将会增加,股票市场的供给曲线将由 S_0 移动至 S_1 。由于扩容预期的影响,需求曲线由 D_1 移动至 D_2 。在市场预期下跌时,由于非流通股股东在解禁后可能会加速减持所持有的股票,会引起流通股股东的抛售,这会加速股票市场的下跌趋势。而股票市场的加速下跌又会引

起市场的恐慌，又会造成市场进一步的下行。因此，在市场预期下跌时，与没有非流通股解禁的股票市场相比，非流通股解禁会导致股票价格加速下降。

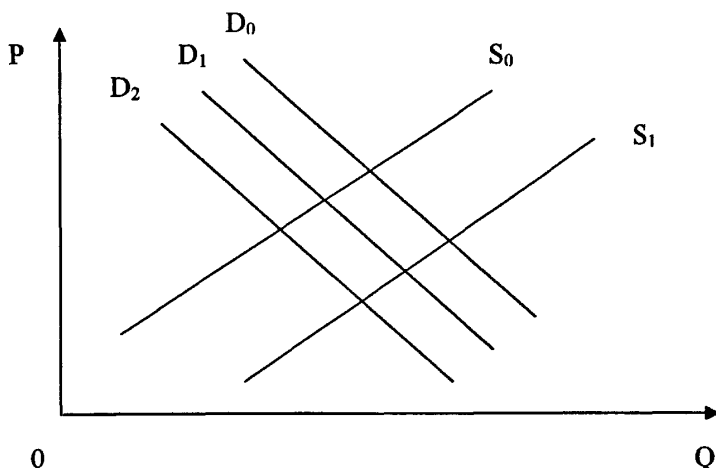


图 3-3 预期股票市场下跌时，市场供求关系图

2008 年以来，面对国际金融危机、我国宏观经济增长增速放缓和大量的非流通股解禁，我国的股票市场陷入了一个越跌越抛、越抛越跌的恶性循环当中。非流通股股东在解禁之后的抛售，导致了机构投资者和中小投资者的跟风杀跌，股票市场由此逐步下行。而这种下跌的趋势一旦形成，又会造成非流通股股东在解禁后更加坚决的减持。持续的暴跌又使投资者的信心受到了严重的创伤，由此我国股票市场也进入了漫漫熊市。

3.2.2 我国非流通股解禁改变了市场原有的估值体系

伴随着非流通股解禁，非流通股股东在解禁后会逐步参与到股票市场当中。在此之前我国的股票市场主要由基金、其他机构投资者和散户构成。代表产业资本的非流通股股东在进入股票市场后必然会改变我国股票市场原有的估值体系。

(1) 在股权分置时代，我国的股票只是少部分能够流通，这与发达国家经常使用的估值模型中全流通的基本假设不一致。在此情况下，我国主要采用的是相对估值模型中的乘数估值法，如使用市净率、市盈率等指标与其他相关的股票进行对比，并没有按照公司的内在驱动因素出来进行评估。这种方法无法确定所选取的相关股票价值是否是正确的，所以也无法准确的确定被估值公司的内在价值。因此，我国股票市场的股价遭到了一定的扭曲，流通股价值不能够真实的反映上市公司的价值，并且股价与公司经营业绩的相关度不高。

(2) 在非流通股解禁以后，我国的股票市场将逐渐的迈向“全流通”，这就打开了

以非流通股为代表的产业资本和以流通股为代表的金融资本的通道。以非流通股为代表产业资本进入二级市场流通,使得产业资本和金融资本之间的套利机制得以形成。在实现全流通后,产业资本可以参与股票的定价,这将改变我国股票市场以往的博弈结构,新的市场的估值体系也将在产业资本和金融资本两种不同估值体系的共同博弈下回归到更合理的状态。

目前,我国股票市场正处于旧的估值体系打破,而新的估值体系还未建立的阶段。非流通股解禁后,由于我国股票市场的托宾 Q 值^③偏高,非流通股股东在拥有投资实物资产机会的情况下,会更倾向于减持其所持有的股票,因此非流通股解禁会使我国股票市场的估值中枢逐步下降。

3.2.3 我国非流通股解禁使上市公司股价分化

非流通股解禁对于不同的上市公司会产生不同的影响。对于基本面较好、成长性较高、估值合理的上市公司,解禁可能并不会对公司股价造成大的影响。反而市场的恐慌抛售可能会给投资者提供新的投资机会。因为虽然较低的持股成本会使非流通股股东产生抛售股票的动机,但对于公司股价未来的预期更会影响到非流通股股东的行为。基本面良好的上市公司在股票市场较好的表现会增强投资者的信心,从而提高上市公司的经营绩效,这又会促进上市公司股价进一步上升。

而基本面较差、成长性不高、估值明显偏高的上市公司,非流通股解禁将会对其产生巨大的冲击。非流通股股东会在解禁后加快抛售其所持股票,从而造成股价加速下跌。由于在股票市场上表现较差可能会导致上市公司融资更加困难,从而对公司的经营产生影响,使公司业绩更差,这又会使上市公司的股票在股票市场上遭到进一步的抛售,从而使其股价持续下跌。

3.2.4 我国非流通股解禁抑制宏观经济增长

在非流通股解禁之后,股票市场的供给将会增加,估值中枢也会趋于向下移动,这可能会造成我国股票市场在长时间内处于持续的下跌趋势中。而股价长期的持续下跌又会抑制我国宏观经济增长。

(1) 股票市场的长期下跌会导致我国居民股票投资下降,储蓄率提高。股票市场以其高流动性和高获利性吸引了大量闲置和零散资金,这些资金由此可以投入到实体经

^③托宾 Q 值是一项资产的市场价值与其重置成本的比值,可以衡量一项资产的市场价值是否被高估或低估。当 Q 值大于 1 时会刺激投资。当 Q 值小于 1 时会抑制投资。Q 比率在 1 处获得均衡,是无套利原则的要求。

济中，满足实体经济发展过程中的资金需求。但是当股票市场长期处于熊市，不能反映宏观经济增长和财富效应下降时，又会导致资金由股票市场转向银行储蓄。在我国储蓄率基数很高的情况下，储蓄率的增加会限制生产投资的增长，许多生产过程会因为缺乏投资而被困在没有经济效益的规模上。

(2)股票市场的长期下跌会导致我国消费和投资的下降。在消费方面，截止到2008年底，我国大约有1亿多居民参与到股票投资当中。也就是说，股票市场的表现与我国居民的收入有很大的关系。股票市场长时间的下跌，会使我国居民财富减少，居民的收入下降，会引起消费支出的下降。在投资方面，股票市场长时间下跌，导致股票市场的市场价值下降。根据托宾Q值理论，在企业的市场价值小于其重置成本时，企业的经营者更倾向于通过收购来建立企业，实现企业扩张，企业不会购买新的投资品，因此投资支出会下降。消费需求与投资需求的下降，必然会拉低我国经济增长的速度。

此处对于上述的问题的提出仅仅是通过一般理论推理而来，本文将在下一章运用实证方法，通过对解禁公司在非流通股解禁期间的股价表现对上述问题进行检验。其中包括：第一，在非流通股解禁期间，非流通股解禁是否会使公司股价下跌；第二，在非流通股解禁后，非流通股股东是否进行了大规模的减持使公司股价下降；第三，对于不同的上市公司，在非流通股解禁期间其公司特征对股价是否存在影响。

第四章 我国非流通股解禁对股价影响的实证分析

4.1 模型构建

4.1.1 事件研究模型

(1) 模型的简介

事件研究方法是一种统计方法。研究市场上某一事件发生后，股票价格是否会产生异常波动，以及是否会产生“超常收益率”，可以得出股价的波动与该事件是否相关。

此方法的机制如下：

第一，确定事件发生的日期，确定该事件影响的考察时期，也就是确定“事件窗口”，事件窗口时间长短的选择并没有定论，一般来说对于那些非常明确的并且几乎没有泄露的事件，只需要取大概前后 10 天左右即可。对于那些事件不是很明确，或者消息很早就发生了泄露的时间，可以采取前后各 30 天。原则上事件窗口应该尽量覆盖事件造成影响的整个时期，但又要尽可能的小。

第二，对样本的选择。在选择的过程中既要考虑数据的可获得性、收集的成本、还要尽量避免误差。

第三，计算平均超常收益率（AAR）和平均累积超常收益率（CAR）。通过统计方法比较事件发生前后的平均超常收益率和平均累积超常收益率得出结论。

(2) 指标的计算

假定我们按照一定的标准选择了一组样本容量为 N 的非流通股解禁的上市公司作为样本公司。同时将公司的非流通股解禁日记为 0，由于非流通股解禁的时间在该公司签订股改方案时就已确定，所以本文将事件的窗口期设定为解禁日前后各 30 个交易日。各上市公司非流通股解禁前后的 30 个交易日的股票收盘价格记为 p_{jt} ，这里 j 代表了第 j 家样本公司的股票； t 代表第 t 个观察；其中 $t = -30, -29, \dots, -1, 0, 1, \dots, 30$ 。

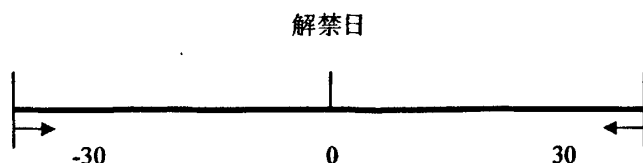


图 4-1 事件窗口图

股票的日收益率为：

$$r_{jt} = \frac{p_{j,t} - p_{j,t-1}}{p_{j,t-1}} \quad (4.1)$$

$p_{j,t}$ 代表了 j 样本公司股票在第 t 观察日的股票价格, r_{jt} 代表了 j 样本公司股票在第 t 观察日的日收益率, 其中上述的股票价格为调整后的股票价格, 即对除权公司股票按照复权价格计算, 并且消除了观察期内上市公司分红、配股派发现金股息和资本公积金转增股本等影响。

行业收益率, 同期行业日收益率为：

$$I_{kt} = \frac{i_{kt} - i_{k,t-1}}{i_{k,t-1}} \quad (4.2)$$

其中 i_{kt} 为行业 k 第 t 观察日的指数, I_{kt} 为行业 k 第 t 观察日的收益率。

在计算超常收益率时, 有很多的不同的方法可以使用。如基于资本资产定价模型 (CAPM) 的方法、基于行业价格指数的方式、大盘价格指数的方式等。

在有效市场^④条件下, 上市公司的股票期望日收益率为：

$$e_{jt} = \alpha_j + \beta_j i \quad (4.3)$$

其中, α_j 和 β_j 均根据经典的资本资产定价模型回归得到。

股票的超常收益率为：

$$AR_{jt} = r_{jt} - e_{jt} \quad (4.4)$$

但是即使是在西方成熟的股票市场也还不能满足有效市场 (Fama, 1970) 的假设条件, 我国股票市场发展时间较短, 还有很多不规范及不完善的地方, 股票的投机性大于投资性, α 值和 β 值呈不规则大幅波动, 因此必须对上述的计算予以修正。本文在进行实际计算时, 是基于行业指数的计算模型。

与资本资产定价模型不同, 该方式直接用行业日收益率 I_{kt} 代替 e_{jt} , 得：

$$AR_{jt} = r_{jt} - I_{kt} \quad (4.5)$$

I_{kt} 为 J 上市公司所在行业 K 的日收益率。

④当证券价格能够充分地反映投资者可以获得的信息时, 证券市场就是有效市场, 即无论随机选择的何种证券, 投资者都只能获得与投资风险相当的收益。

则可以得出平均超常收益率 AAR_t 和平均累计超常收益率 CAR_t

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{jt} \quad (4.6)$$

$$CAR_t = \sum_{i=-30}^t AAR_i \quad (4.7)$$

AAR_t 是所有样本公司第 t 日的平均超常收益率。而 CAR_t 是截止到第 t 日所有样本公司的平均累积超常收益率。

从有效市场理论得出, 假如一个股票市场是有效市场, 则意味着市场不应该存在非正常收益或者超常收益, 也就是说 AAR_t 和 CAR_t 均应该为零。由于 CAR_t 的总体均值和总体标准差都是未知的, 所以根据数理统计学的有关定理, AAR_t 和 CAR_t 都适合 T 检验。

4.1.2 多元线性回归模型

(1) 多元线性回归模型简介^⑤

多元线性回归模型是通过对两个或者两个以上的自变量和一个因变量进行相关分析, 建立模型得出自变量与因变量之间线性关系。对多元线性回归模型进行检验的方法主要是: 回归方程显著性检验 (F 检验), 回归系数显著性检验 (T 检验), 判定系数检验 (R^2 检验)。

其中回归方程的显著性检验是检验所有自变量作为一个整体因素与因变量之间是否有显著的线性关系, 检验模型的整体效果。显著性检验是通过 F 检验进行的。

回归系数显著性检验是检验每一个自变量与因变量之间的线性关系是不是显著。显著性检验是通过计算各回归系数的 T 检验值进行的。如果某个自变量回归系数的 T 检验值没有通过检验, 说明该自变量与因变量之间并不存在显著的线性相关关系, 在回归分析时可以剔除掉该自变量, 或根据实际情况作出适当的调整, 然后用剩下的自变量再进行回归。

判定系数检验是通过判定系数 R^2 进行检测的, 它反映了回归效果的好坏。当 R^2 接近于 1 表明自变量与应变量之间的线性关系程度比较密切; 而当 R^2 接近于 0 表明自变量与应变量之间的线性关系程度不密切。

(2) 研究假设

⑤高铁梅, 计量经济分析方法与建模, 清华大学出版社, 2006, P 68-71

综合相关文献的理论分析,结合我国股票市场的实际情况,为了进一步研究非流通股解禁对相关上市公司股价的影响,从多元角度进行分析,本文选择了一些相关变量,拟进行多元线性回归,基本假设如下:

假设一:净资产收益率与累积超常收益率正相关。净资产收益率是反映上市公司盈利能力的重要指标,可以衡量公司对于股东投入资本的利用效率。当净资产收益率高时,表明公司的盈利能力强,此时投资者更愿意投资该股票或者购买该公司股票,看好公司长期的发展趋势,从而会使股票价格上涨,累积超常收益率变大。而当公司的净资产收益率低时,表明公司的盈利能力较弱,公司对股东投入资本利用率低,投资者可能会抛售该公司股票,使股票价格下跌,累积超常收益率变小。

假设二:每股净资产与累积超常收益率正相关。每股净资产代表了公司净资产的价值,是支撑股票市场价格的最重要的基础。每股净资产越大,表明公司每股股票代表的财富越雄厚,公司创造利润的能力和抵御外来因素影响的能力越强,公司的股票价格也就会越高,累积超常收益率也就会增加。而每股净资产低则表示公司每股股票代表的财富比较少,公司创造利润的能力以及抵御外来因素影响的能力越低,公司的股票价格相应的就会比较低,累积超常收益率也就会下降。

假设三:资产负债率与累积超常收益率负相关。上市公司通过举债筹集的资金和股东提供的资金在生产经营中的发挥着同样的作用。在公司所得的全部资金利润率超过因为借款而支付的利息来的时候,股东所得到的利润就会加大。相反运用全部资金所得的利润弱低于借款利息率就会造成股东的损失。但是资产负债率越高,公司的资金链断裂的可能就会越大,抵御风险的能力就会减弱,这会使公司的股票价格下跌,累积超常收益率减少。而资产负债率越低,公司的自有资本所占比例就越多,抵御风险的能力较强,这会使公司的股票价格上涨,累积超常收益率增加。

假设四:非流通股的解禁比例与累积超常收益率负相关。非流通股的解禁比例越大,股票的供给增加越多,也越容易引起投资者的扩容预期,这会对股价造成一定的影响,从而使累积超常收益率下降。

假设五:股权集中度与累积超常收益率正相关。当股权集中度较高时,上市公司股东能够更好的加强对经理层的监督,降低经理层成本,并且在关系到公司长远利益的决策中更容易有利于公司发展的决策,这会使累积超常收益率增加。而股权集中度较低时,单一股东无法积极参与公司治理的激励,导致公司治理结构失效产生管理层内部人控制问题,从而使累积超常收益率减少。

(3) 被解释变量

本文在多元线性回归模型中设计的被解释变量是样本公司在非流通解禁的事件窗口内解禁日后的第 30 个交易日的累积超常收益率，用 CAR 表示。

$$CAR_j = \sum_{t=-30}^{30} AR_{j,t} \quad (4.8)$$

其中 $AR_{j,t}$ 是指第 j 个样本公司第 t 日的超常收益率。 CAR_j 是指第 j 个样本公司在非流通股解禁日后的第 30 个交易日的累积超常收益率。

(4) 解释变量

本文选取的解释变量包括，净资产收益率、每股净资产、资产负债率、总资产、市净率、股权集中度、虚拟变量。

①净资产收益率，本文中用 ROE 表示。是公司的税后利润除以净资产的百分比率，可以衡量公司运用自有资本的效率。数值越高说明投资带来的收益越高；数值越低说明投资带来的收益越低。

②每股净资产，用 NA 表示。是公司股东权益与股本总额的比率，每股净资产反映了每股股票所拥有的资产现值。每股净资产越多，股东拥有的净资产现值越高；每股净资产越低，股东拥有的净资产现值越少。

③资产负债率，用 LA 表示。资产负债率是公司的负债总额除以资产总额的百分比，反映了总资产中有多大的比例是通过借债来筹资的，衡量了企业在清算时保护债权人利益的程度。资产负债率越高说明公司存在破产或者资金链断裂的可能性比较大，公司的价值存在不稳定性；而资产负债率越低说明公司存在破产或者资金链断裂的可能性比较小，公司的价值比较稳定。

④总资产，用 A 表示。是指公司所拥有或者能控制的能够带来经济利益的全部资产总额。总资产越大说明公司的生存能力越强；总资产越小说明公司的生存能力越弱。

⑤市净率，用 PB 表示。市净率是公司每股股票价格和每股净资产的比率。市净率高说明企业的资产质量比较好，有发展潜力，而市净率低说明资产质量比较差，公司没有发展前景。但是市净率低时也说明公司的风险比较小；而市净率高时也说明公司风险较大。

⑥股权集中度，用 LR 表示。本文中用上市公司前十大股东持股比例之和表示股权集中度。股权集中度低，将会使单一股东缺乏积极参与公司治理的激励，导致公司绩效下降；而股权集中度高，将使股东有积极的谋取自身利益行为的动机，更加有效的监督

经理层的行为,增强公司的绩效。

⑦非流通股的解禁比例,用 P 表示。非流通股的解禁股本与公司总股本的比率。

⑧虚拟变量 D , $D = \begin{cases} 0, & \text{其它} \\ 1, & \text{股权分置改革限售股} \end{cases}$ 。其中 $D=1$ 代表了由于股权分

置改革所形成的非流通股;而 $D=0$ 代表了其他类型非流通股,其中包括首发限售股和增发限售股等。

4.2 样本选取与数据来源

(1) 样本的选择

本文选取上海证券交易所 2008 年 7 月 1 日至 2008 年 7 月 31 日期间存在非流通股解禁的上市公司为原始样本。剔除在这段时间中非流通股解禁两次及两次以上的上市公司、在此期间有重要公告发布的上市公司、ST 上市公司,最终得到样本公司 55 家。其中按行业划分为:制造业有 28 家、房地产行业 3 家、交通运输业 3 家、信息技术行业 4 家、医药行业 2 家、建筑行业 2 家、电力行业 2 家、农林牧渔业 3 家、零售业 2 家、采掘业 2 家、金融业 2 家、公共服务行业和综合类各一家。基本覆盖了上海证券交易所的所有行业。具体样本如表 4-1 所示:

(2) 数据来源

本文实证部分的数据主要涉及上市公司的股票交易价格和财务报表数据,笔者收集了样本公司在解禁日前后各 30 个交易日的股票交易价格、相关行业的指数以及样本公司的年度财务报表。数据主要来源于中国经济研究服务中心色诺芬(SINOFIN)数据库(<http://www.ccerdate.com/>)、和讯股票网(<http://stock.hexun.com/>)、巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn/>)。并且将其中数据与中国证券监督管理委员会网站(<http://www.csrc.gov.cn/>)公布的上市公司 2008 年中报以及上海证券交易所网站(<http://www.szse.cn/>)等权威机构公布的数据进行了抽样对照,确保其真实性。最后对获取的样本数据经处理后采用 Eviews 5.0 软件进行分析。

表 4-1 研究样本公司

公司名称	股票代码	解禁时间	公司名称	股票代码	解禁时间
厦门空港	600897	2008-07-03	金地集团	600383	2008-07-04
时代出版	600551	2008-07-04	金种子酒	600199	2008-07-04
亿阳信通	600289	2008-07-04	亚星客车	600213	2008-07-07
桂冠电力	600236	2008-07-07	贵绳股份	600992	2008-07-07
鹏博士	600804	2008-07-07	五洲交通	600368	2008-07-07
惠泉啤酒	600573	2008-07-07	博闻科技	600883	2008-07-07
天目药业	600671	2008-07-08	上海辅仁	600781	2008-07-08
东安动力	600178	2008-07-09	天富热电	600509	2008-07-10
莫高股份	600543	2008-07-17	福成五丰	600965	2008-07-21
第一医药	600833	2008-07-16	金宇集团	600201	2008-07-14
西部矿业	601168	2008-07-15	欣网视讯	600403	2008-07-14
双良股份	600481	2008-07-14	太化股份	600281	2008-07-16
巢东股份	600318	2008-07-21	东阳光铝	600673	2008-07-16
运盛实业	600767	2008-07-16	金钼股份	601958	2008-07-17
航天晨光	600501	2008-07-18	香梨股份	600506	2008-07-18
方兴科技	600552	2008-07-18	山西焦化	600740	2008-07-23
南京银行	601009	2008-07-21	南纺股份	600250	2008-07-21
保税科技	600794	2008-07-21	皖维高新	600063	2008-07-21
大众交通	600611	2008-07-21	祁连山	600720	2008-07-21
上海医药	600849	2008-07-23	民生银行	600016	2008-07-30
中纺投资	600061	2008-07-24	上海家化	600315	2008-07-24
新农开发	600359	2008-07-24	康缘药业	600557	2008-07-25
东方通信	600776	2008-07-28	中科英华	600110	2008-07-28
上海普天	600680	2008-07-28	中油化建	600546	2008-07-28
永生数据	600613	2008-07-28	万业企业	600641	2008-07-28
紫江企业	600210	2008-07-30	福田汽车	600166	2008-07-30
彩虹股份	600707	2008-07-31	天业股份	600807	2008-07-31

新疆城建	600545	2008-07-31			
------	--------	------------	--	--	--

数据来源：巨潮资讯网 (<http://www.cninfo.com.cn/>)

4.3 分析结果

4.3.1 事件研究模型分析结果

图 4-2 显示了总样本日平均超常收益率的分布情况。横轴代表了相对事件日的交易天数，纵轴代表总样本平均日超常收益率。可以发现在整个事件窗内总样本平均日超常收益率为负的交易日比总样本平均日超常收益率为正的交易日多。而且总样本日平均超常收益率为负值时，样本点多分布于-0.004 与-0.008 之间。而总样本日平均超常收益率为正值时，样本点多分布于 0 与 0.004 之间。

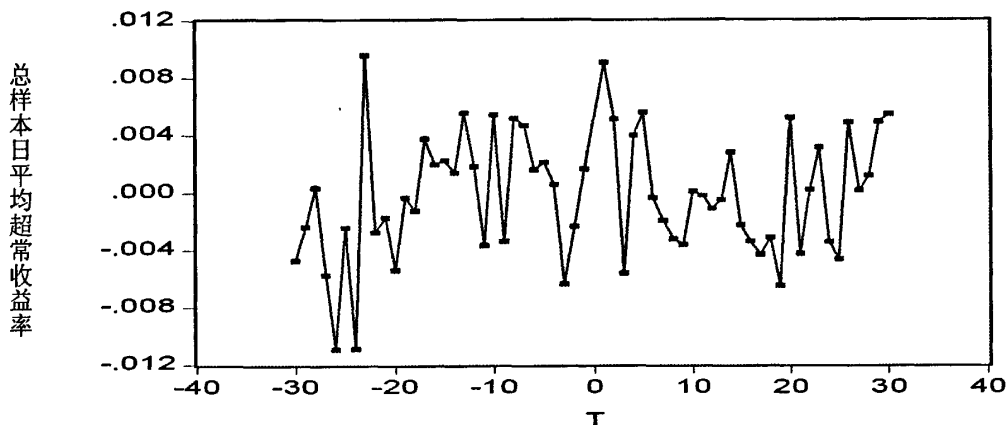


图 4-2 总样本日平均超常收益率的分布情况

图 4-3 显示了总样本平均累积超常收益率的分布情况。横轴代表了相对事件日的交易天数，纵轴代表总样本平均累积超常收益率。可以看出在非流通解禁日之前的大约第 30 个交易日至第 20 个交易日总样本平均累积超常收益率有一个明显的下降，说明在解禁发生以前样本公司股价发生了异常下跌。而在解禁日之前的第 20 个交易日至解禁后的第 7 个交易日总样本平均累积超常收益率又开始上升，这可能是由于之前的下跌使投资者对样本公司的股票价格得到了一定的认可。但整个事件窗内总样本平均累积超常收益率基本都为负值，显示了非流通股解禁给市场带来了负的股票价格效应。但在解禁之后的总样本平均超常收益率比解禁前的总样本平均超常收益率跌幅要小，说明非流通股股东在解禁后并未对所持股票进行大规模的减持。

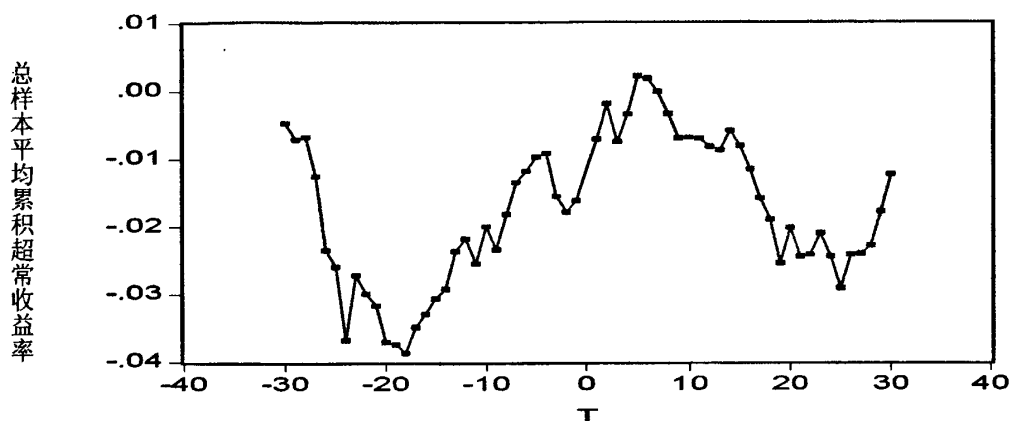


图 4-3 总样本平均累积超常收益率的分布情况

表 4-2 显示了对解禁日前后的总样本平均累积超常收益率进行检验的结果。变量 C_1 为在解禁日之前 30 个交易日的总样本平均累积超常收益率，得出为 $C_1=-0.022423$ ，P 值为显著。说明在非流通股解禁之前，总样本平均累积超常收益率为-0.022423。变量 C_2 为解禁日之后 30 个交易日总样本平均累积超常收益率的变化值，得出 $C_2=0.009542$ ，且 P 值显著。说明在非流通股解禁之后 30 个交易日总样本平均累积超常收益率较解禁之前 30 个交易日总样本平均累积超常收益率增加了 0.009542。

造成这种原因的可能是，在非流通股解禁之前，由于股票供给增加的预期以及投资者的恐慌心理，流通股股东提前对所持有的股票进行了一定的抛售。而在解禁日后总样本累积超常收益率相对解禁前增加，是由于非流通股股东解禁后并没有进行大规模的减持。非流通股股东可能对公司股票的后市发展有所期待，希望将来能在更合适的阶段进行减持。

表 4-2 解禁前后总样本平均累积超常收益率的检验

变量	系数	标准差	T统计量	P值
C_1	-0.022423	0.001787	-12.55037	0.0000
C_2	0.009542	0.002527	3.776324	0.0004
Adjusted R-squared	0.183511	F-statistic		14.26062
Durbin-Watson stat	0.186340	Prob(F-statistic)		0.000377

注：表中的***、**、*分别表示相应的 t 检验值在 1%、5%和 10%的水平上显著

表 4-3 是按照不同的累积期间，对总样本平均累积超常收益率进行检验。从结果可

以看出,非流通股解禁从总体上对上市公司股价在各个累积期间总样本平均超常收益都是负值,而且各个累积区间从统计上检验都是显著有效的。

表 4-3 不同累积期间的总样本平均累积超常收益率

时间段	CAR _i	T 统计量	P 值
(-30,-1)	-0.022423	-12.03339***	0.0000
(-20,-1)	-0.023334	-10.92850***	0.0000
(-10,-1)	-0.015525	-10.78026***	0.0000
(+1,+10)	-0.003315	-2.803836*	0.0206
(+1,+20)	-0.008129	-5.032079***	0.0001
(+1,+30)	-0.012881	-7.548728***	0.0000

注:表中的***、**、*分别表示相应的 t 检验值在 1%、5%和 10%的水平上显著

4.3.2 多元线性回归模型分析结果

事件研究模型只是将非流通股解禁作为一个完整事件,把所有样本公司作为一个整体,检验了非流通股解禁对总体样本公司股价影响是否具有统计学意义上的显著性差异。为了进一步研究非流通股解禁对于不同特征的上市公司股价影响的内在因素,本文采用多元线性回归方法进行分析。变量选取如表 4-4 所示:

表 4-4 变量符号及其含义

变量	含义
CAR	累积超常收益率(解禁后第 30 个交易日的累积超常收益率)
ROE	净资产收益率(取 2008 年年报中的净资产收益率)
NA	每股净资产(取 2008 年年报中的每股净资产)
LA	资产负债率(取 2008 年年报中的资产负债率)
A	总资产(取公司资产的对数值,用 2008 年年报中的公司资产)
PB	市净率(取 2008 年年报中的市净率)
LR	股权集中度(取 2008 年年报中前十大股东的持股比例之和)
P	非流通股的解禁比例(非流通股解禁量所占公司总股本的比例)
D	虚拟变量(非流通股的类型)

对不同的解释变量进行多元线性回归分析,模型构建如下:

$$CAR = C + \beta_1 ROE + \beta_2 NA + \beta_3 LA + \beta_4 A + \beta_5 PB + \beta_6 LR + \beta_7 P + \beta_8 D + \varepsilon \quad (4.9)$$

其中 C 为常数项, β_i 为自变量的系数, ε 为随机误差项。

由于在模型中采用了多个变量来解释非流通股解禁对股价的影响, 因此各个自变量之间可能会产生多重共线性的问题。本文对各自变量进行了多重共线性分析, 从表 4-5 中可以看出, 各自变量的 TOL (容许度) 均大于 0.1, 而 VIF (方差膨胀因子) 均小于 10^⑥。结果表明模型各变量之间多重共线性问题不明显。

表 4-5 多重共线性检验结果

变量	TOL(容许度)	VIF (方差膨胀因子)
ROE	0.603	1.658
NA	0.609	1.642
LA	0.488	2.049
A	0.279	3.585
PB	0.631	1.584
LR	0.916	1.092
P	0.647	1.547
D	0.441	2.266

对模型的回归结果如下:

从表 4-6 中可以看出, 因变量 CAR 与各自变量的回归结果。模型的 F 值为 4.78, 可以看出模型本身在 1%的水平上是显著有效地。而且模型的判定系数 R² 值为 0.57, 显示了模型的整体拟合程度较好。

另外可以看出在整个事件窗期间累积超常收益率与样本公司净资产收益率正相关, 并且在 10%的置信水平上是显著的。净资产收益率的系数为 1.017, 说明样本公司的净资产收益率的单位变化对累积超常收益率会造成 1.017 单位的影响。也就是说在整个解禁的事件窗内, 样本公司的净资产收益率越高, 累积超常收益率也就越多; 而净资产收益率越低, 累积超常收益率也就越低。

在整个事件窗期内累积超常收益率与样本公司的市净率正相关, 并且在 10%的置信水平上是显著的。市净率的系数为 0.029, 说明样本公司的市净率的单位变化对累积超常收益率会造成 0.029 单位的影响。也就是说整个解禁的事件窗内, 样本公司的市净率

⑥王文博, 计量经济学, 西安交通大学出版社, 第一版, 2004 (10), P104

越高,累积超常收益率也就越多;而市净率越低,累积超常收益率也会越低。

在整个事件窗期内累积超常收益率与样本公司的股权集中度正相关,且在 5%的置信水平上是显著的。股权集中度的系数为 0.367,说明股权集中度的单位变化会引起累积超常收益率 0.367 单位的影响。也就是说样本公司的股权集中度越高,累积超常收益率也就越多;而股权集中度越低,累积超常收益率也会越低。

表 4-6 多元线性回归模型的回归结果

自变量	β_i	T 检验值
C	-1.019	-2.577**
ROE	1.017	1.791*
NA	0.021	1.119
LA	0.137	1.081
A	0.078	1.334
PB	0.029	1.802*
LR	0.367	2.024**
P	0.572	1.259
D	0.169	1.279
样本容量	55	
R^2	0.57	
F	4.78***	

注:表中的***、**、*分别表示相应的 t 检验值在 1%、5%和 10%的水平上显著。

4.4 小结

对于本章的研究结果大致可总结为以下三点:

(1) 在非流通股解禁的事件窗内(非流通股解禁日前 30 个交易日和后 30 个交易日),总样本公司的总样本平均累积超常收益率均为负值,并且在 1%的置信水平下检验显著。即非流通股解禁使股价下跌。

(2) 以非流通股解禁日的时点作为界限,非流通股解禁前 30 个交易日的总样本平均累积超常收益率为-0.022423,并且在 1%的置信水平上检验显著;解禁后 30 个交易日的总样本平均累积超常收益率比解禁前增加了 0.009542,并且在 1%的置信水平上检

验显著。即非流通股在解禁之前股价下跌较多，而在解禁之后股价反而有所上升。说明非流通股股东在其所持股票解禁之后并未进行大规模的减持。

(3) 累积超常收益率与样本公司净资产收益率正相关，系数为 1.017，并且在 10% 的置信水平上显著有效；累积超常收益率与样本公司市净率正相关，系数为 0.029，并且在 10% 的置信水平上显著有效；累积超常收益率与样本公司股权集中度正相关，系数为 0.367，并且在 5% 的置信水平上显著有效。即上市公司的特征对股价有显著的影响，其中公司的净资产收益率、市净率和股权集中度与股价正相关，并且净资产收益率对股价影响最大。

第五章 减轻非流通股解禁对股价影响的政策建议

根据前文的分析结果,结合非流通股解禁和股票市场的现状,为了更好的处理非流通股解禁所带来的问题及其挑战,使我国股票市场和上市公司能够平稳的度过非流通股解禁造成的冲击,本文提出以下建议:

5.1 完善非流通股解禁后的减持制度

(1) 完善非流通股解禁后减持制度的设计。在 2008 年 4 月 20 日,证监会发布的《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》的制度设计就存在一定缺陷:如非流通股股东可以借助大宗交易对股份进行倒手,由接盘的下家公司在竞价交易系统中转售,用此来规避“通过竞价交易系统减持限售股份数量在一个月内不能超过公司股份综述 1%”的规定。因此,证监会在设计非流通股解禁后减持制度时应该遵循合法性和可行性的原则,即让非流通股在解禁后减持时能够依据充足法律规则,平衡市场各参与主体的利益。并且制定的规则应该全面系统,能够对各方面的问题统筹调整,切实发挥作用。

(2) 提高非流通股减持行为的信息披露。如非流通股股东在解禁后通过大宗交易系统在一个月内减持所持股份超过上市公司股份总数 1%,或者在竞价交易系统一个交易日内减持超过上市公司股份 1%,应该公开进行信息披露。另外非流通股股东及其公司的董事、监事、高级管理人员在报告期内要向上市公司申报所持有公司股票和变动情况。实证结果显示非流通股解禁后市场并没有大幅度的下跌,说明非流通股股东在解禁后并没有进行大规模的减持。因此通过加强对非流通股股东解禁后减持行为的信息披露,反而可能会增强市场的信心,减轻投资者对解禁后市场下跌的预期。

(3) 对非流通股股东在解禁后的减持行为征收资本利得税。所征收的税率与非流通股股东解禁之后所持有的时间相关。在解禁后短时间内减持的税率较高,而在远期减持则可以享受较低的税收。这样做可以增加非流通股股东减持的成本,遏制非流通股股东的投机炒作行为,减小非流通股解禁对市场造成的影响。

(4) 发挥国有股在流通股解禁中的积极作用。在上海证券交易所,国有非流通股解禁股份占全部非流通股解禁股份的 86%。由此可以看出,国有股份在非流通股解禁中具有非常重要的地位。如果国有非流通股在解禁后的减持能够平稳有序,那么将能有效的稳定股票市场。从另一方面来看,国有股也应该在促进股市发展中发挥积极地作用。这是由于国有资本的性质所决定的。国有股的股权应该归全民所有,因此在管理运营的

过程中应该将社会的公共利益放在第一位，而将资本的增值目标放在第二位。

5.2 提高上市公司质量

上述的政策建议虽然能够起到一定的作用，但这是建立在破坏股权分置改革关于非流通股股东和流通股股东的利益分配方案的基础上的，对政府的信誉有所损害，为政府后续推出种种改革会造成意想不到的障碍。减轻非流通股解禁对市场影响最核心的问题是如何提高上市公司的质量。前文的实证结果也证实了经营绩效较好的公司受到的非流通股解禁的冲击是最小的。因此提高上市公司的质量能够很好的减轻非流通股解禁的冲击。

(1) 完善上市公司的法人治理结构。完善股东大会、董事会、监事会与高层管理人员之间的组成结构，使其能够体现责权利的划分，并且用公司章程和法律加以强化。通过股东大会和董事会之间的委托关系、董事会和高层管理人员的代理关系、监事会对董事会的监督关系形成科学的法人治理结构。这样就能从制度上强化股东对经营者的约束，保证股东在不失去其对经营者控制的前提下，使经营者能够有足够的权利对上市公司实行全面的经营管理。

(2) 提高上市公司运营的透明度。上市公司应该严格遵守信息披露规则，保证信息披露真实性、完整性、准确性以及及时性，明确上市公司及其相关人员的信息披露职责和保密责任。这样可以保障投资者能够平等获得信息的权利，使投资者可以根据所获取的信息作出决策。

(3) 加强对高层管理人员和员工的激励和约束机制。上市公司的高层管理人员和员工的素质是上市公司发展的重要因素，因此上市公司应该规范激励机制，充分运用股权激励的方式，调动上市公司高层管理人员以及员工的工作的积极性，使上市公司高层管理人员和公司股东的利益趋于一致。从而在利益的驱动下积极的提高上市公司经营业绩。

(4) 增强上市公司的核心竞争力以及盈利能力。上市公司在风险可控的前提下，应该优化其产品结构，提高创新能力和技术优势，不断的提升上市公司的竞争力。还应大力提高上市公司的管理水平和管理效率，不断的提高市场份额和盈利的能力，使上市公司能够为其股东提供良好投资回报。

5.3 改善新股首次公开发行的定价机制

在 2012 年之后，首发限售股将取代股权分置改革限售股成为最大的非流通股，因此改善我国新股首次公开发行的定价机制，可以从源头上缓解我国非流通股解禁所带来的冲击。

(1) 改变我国目前所使用的网下向机构投资者配售和网上竞价相结合的发行方式。新股发行应该全部采用向一级市场网上定价发行，或者按照发行公司和主承销商协商的发行价格在一定的发行区间网上发行，这样既促使拥有大资金的机构投资者与中小股东拥有公平竞购新股的权利，也避免了机构投资者以过低的成本取得股票。

(2) 在采用市盈率法确定发行价格时，要确定合理的市盈率。市盈率的确定要充分考虑到上市公司的发行规模、盈利能力以及行业地位，与股票市场的市盈率保持一致。上市公司股票的发行价格如果能够真实的反映上市公司的基本面，就会有效的减少股东对二级市场的套利行为，也能降低非流通股股东在解禁后的减持行为。

(3) 加强对发行公司及主承销商的监管，防止发行公司与主承销商通过协商确定过低的价格，解禁后在二级市场上进行抛售，从而减小今后市场的压力。

5.4 缓解非流通股解禁期间的供求矛盾

非流通股解禁上市流通，使股票市场中的流通股股本增加，增加了股票的供给。如果能够引入各类资金进入股市，就可以有效的缓解市场的供求矛盾。

(1) 在股票市场估值相对合理的情况下推出平准基金，缓解非流通股解禁对市场造成的影响，保持市场稳定。而且通过平准基金对股票市场进行逆向操作，在股票市场暴跌、股票投资价值低估时买进；在市场投资气氛狂热，估值过高时卖出。可以熨平股票市场的波动，稳定股票市场。

(2) 运用积极的财政政策和较为宽松的货币政策，在进一步完善股票市场监管制度的情况下，引导各类资金进场。提高保险资金、企业年金和社保资金的入市比例、扩大机构投资者的规模。

5.5 推进资本市场重组并购

非流通股解禁既是挑战也是机遇，如果能利用非流通股解禁的机会加速推进资本市场的重组并购，就能强化公司大股东的股权意识，使其重视股权的价值而不随意的套现。

并且使大股东和经理层在股权可以被收购的市场压力下不断的加强经营，提升公司业绩。也可以促使非流通解禁股进入到资本运作的平台中，成为控股股权的交易筹码，在做出有利于公司长远发展的制度安排时，通过资本市场的收购兼并机制来替换低劣公司或低效产业的整合，从而提高我国资本市场的资源优化配置的功能。

结论

主要结论

本文在对我国非流通股解禁问题产生的历史沿革进行了系统回顾的基础上,分析了我国非流通股解禁的现状和存在的问题,针对问题利用 55 家非流通股解禁的上市公司作为样本展开了实证研究,然后根据实证研究的结果提出相应的政策建议。现在对本文的研究归纳总结如下:

(1) 非流通股解禁增加了股票供给,给投资者带来了扩容预期,对股票二级市场存在着明显的价格压力,股价在非流通股解禁期间产生了明显的下跌。但在非流通股解禁日前股价下跌较多,而解禁日后股价反而有所上涨,非流通股股东基于其在公司控股地位以及其他方面因素的考虑,其并未对所持股票进行大规模的减持。

非流通股解禁对上市公司股价的影响与上市公司的特征有显著的关系:其中净资产收益率、市净率和股权集中度与公司股价正相关,并且净资产收益率对股价的影响最大。

(2) 针对非流通股解禁对股价的影响,通过完善非流通股解禁后的减持制度、提高上市公司质量、改善新股首次公开发行定价机制、缓解非流通股解禁期间的供求关系、推进资本市场重组并购,可以有效地减轻非流通股解禁对股价的影响。

需进一步研究的问题

本文在总结相关理论及前人的研究后,进一步分析了我国非流通股解禁对股价的影响,并且得出了一些有意义的结论。但由于篇幅和时间等客观原因的限制,本文的研究存在一些缺陷,有待进一步研究和完善。

(1) 非流通股解禁从 2006 年开始,解禁的上市公司数量很多,而且很多上市公司已经有过多次非流通股解禁事件,数据量太大。本文只选取了 2008 年 7 月 1 日至 7 月 31 日的相关数值进行研究,得出的结论可能会存在一定的局限性。非流通股解禁将会持续很长时间,在以后的时间,笔者将积极关注非流通股解禁与股票市场的相关情况,并将作出进一步研究。

(2) 在对股价影响的方面,本文选取了超常收益率和累积超常收益率作为股价的衡量指标,并未对股票价格的波动性和流动性进行分析。随着全流通时代的来临,还需要针对非流通股解禁对股价的波动性和流动性方面进行深层次的研究。

参考文献

- [1] 巴曙松, 储怀英, 郑弘, 全流通过程中股票市场格局的变化趋势, [J], 财经科学, 2008 (9): 42-49 .
- [2] 巴曙松, 朱元倩, 郑弘, 全流通市场下估值中枢为何呈现下移趋势, [J], 金融发展研究, 2008 (4): 3-8 .
- [3] 博迪, 凯恩, 马库斯, 投资学, [M], 机械工业出版社, 20005: 191 .
- [4] 陈海明, 许琳, 股票定价理论的发展及其对我国的适用性研究, [J], 中央财经大学学报, 2003 : 40-43 .
- [5] 陈建梁, 叶护华, 保护公众投资者是股市稳定发展之根本, [J], 南方金融, 2005 (12): 45-47 .
- [6] 达摩达尔·N·古扎拉蒂, 计量经济学基础, [M], 中国人民大学出版社, 修订第四版 .
- [7] 杜海鸥, 股权分置改革后股权结构优化问题的研究, [J], 工业技术经济, 2007 (7): 154-156 .
- [8] 冯玲, 限售股流通与股价效应关系的实证研究, [J], 技术经济, 2008 (9): 98-104 .
- [9] 高铁梅, 计量经济分析方法与建模, [M], 清华大学出版社, 2006 (1): 68-71 .
- [10] 何诚颖, 李翔, 股权分置改革、扩容预期及其市场反应的实证研究, [J], 金融研究, 2007 (4): 157-170 .
- [11] 何双喜, 唐小我, 股票定价理论及其评价与我国的研究现状, [J], 价值工程 2003 (2): 63-66 .
- [12] 黄向臻, 中国股市估值的探讨, [J], 福建师范大学学报, 2005 (2) .
- [13] 霍学文, 赵军, 关于股票定价理论的发展脉络, [J], 南开经济研究, 1998 (1): 48-53 .
- [14] 黎璞, 陈晓红, 刘剑峰, 对股权分置改革的事件法研究, [J], 系统工程, 2006 (7) .
- [15] 李琪琦, 对股权分置改革市场效应的探讨, [J], 贵州财经学院学报 2006 (1) .
- [16] 廖旗平, 关于股权分置改革对我国股市影响的分析, [J], 河南金融管理干部学院学报, 2007(1): 95-99 .
- [17] 刘纪鹏, 中国资本市场的“后股权分置时代”, [J], 经济导刊, 2005 (10): 22-27 .
- [18] 刘玉敏, 任广乾, 股权分置改革对上市公司治理优化的影响研究, [J], 商业研究, 2008 (5): 156-159 .
- [19] 陆静, 唐小我, 股票流动性与期望收益的关系研究, [J], 管理工程学报, 2004 (2): 109-111 .
- [20] 罗高升, 陈卫平, 基于托宾 Q 值的股市实证分析, [J], 当代经济, 2008 (10): 151-153 .
- [21] 彭莉, 张鼎祖, 伍建筑, 限售股定价的实证检验, [J], 财经理论与实践, 2007 (1): 51-55 .
- [22] 曲卫彬, 完善大小非减持制度规则: 股市走强的重要保障, [J], 今日南国, 2008 (5): 63-69 .

- [23] 屈波, “大小非”减持下市场估值体系的困惑, [J], 证券市场 2008 (10): 82-84 .
- [24] 任梦, 陈玉新, 流通股比例对股票价格影响的实证研究, [J], 辽宁石油化工大学学报, 2008 (3): 92-95 .
- [25] 戎如香, 论股权分置改革对上市公司股价的影响, [J], 广东金融学院学报, 2007 (9): 23-30 .
- [26] 宋逢明, 《金融工程原理——无套利均衡分析》, [M], 清华大学出版社, 1999 (10) .
- [27] 宋健, 股权分置改革对股票二级市场的影响, [J], 统计与咨询, 2005 (6) .
- [28] 王成进, 黄德权, 从股票供求角度看我国股市发展, [J], 商业时代, 2007 (18): 74-75 .
- [29] 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 (2) .
- [30] 吴晓求, 关于当前我国金融改革和资本市场发展若干重要问题看法, [J], 金融研究, 2006 (6): 55-64 .
- [31] 徐信忠, 黄张凯, 刘寅, 薛彤, 大宗股权定价的实证检验, [J], 经济研究 2006 (1): 101-108 .
- [32] 杨善林, 杨模荣, 姚禄仕, 股权分置改革与股票市场的相关性研究, [J], 会计研究, 2006 (12) .
- [33] 杨兴君, 于立婷, 许雯, 中小企业板块股改扩容效应研究, [J], 金信证券研究, 2006 (3) .
- [34] 尹鹏, 李仲明, 中国股市估值合理性研究, [J], 江苏经贸职业技术学院学报, 2008 (1): 6-8 .
- [35] 张鼎祖, 股权分置改革中上市公司价值评估问题研究, [J], 财会月刊 2006 (4): 38-39 .
- [36] 张晖, 赵涛, 制约大股东侵害小股东利益的模式比较及启示, [J], 中州学刊, 2005 (3) .
- [37] 张慧明, 朱涛, 上海证券市场 A 股市盈率与收益率相关性分析, [J], 合肥工业大学学报, 2005: 53-56 .
- [38] 张启智, 股票供求曲线变动与理性投资决策, [J], 内蒙古财经学院学报, 2006 (3): 55-58 .
- [39] 张兆亮, 乔永军, 论股权分置改革后上市公司董事会制度的完善, [J], 集团经济研究, 2007 (7): 238 .
- [40] 赵俊强, 李湛, 股权分置改革与股票全流通, [J], 生产力研究, 2007 (10) .
- [41] 郑祖玄, 周晔, 李达, 非流通股与过渡股权融资, [J], 世界经济文汇, 2004 (4): 41-50 .
- [42] 朱武祥, 郭志江, 股票市场对非流通股比例的价格反应, [J], 经济研究, 1999 (5): 32-38 .
- [43] Asquith, Equity Issues and Offering Dilution, [J], Journal of Financial Economics, 1984 (15) .
- [44] Cao C, Field L C, Hanka G R, Does insider trading impair market liquidity? Evidence from IPO lockup expira-tions, [J], Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2002 (5): 256-312 .
- [45] E F Fama and Kenneth R French, The Cross Section on of Expected Stock Return, [J], Journal of Financial, 1992 (3): 427-466 .
- [46] Field L C, Hanka G R, The expiration of IPO share lockups., [J], Journal of Finance, 2001 .

- [47] K R French, Stock Returns and Weekend Effect, [J] , Journal of Finacial Economics, 1980 .
- [48] Longstaff A, Optimal portfolio choice and the valuation of illiquid securities, [J], The Review of Financial Studies, 2001 (1) .
- [49] Longstaff, A, How much Can Marketability Affect Security Values, [J] , Journal of Finance, 1995.
- [50] Ofek E, Richardson M Dotcom mania: the rise and fall of internet stock prices., [J] , Journal of Finance, 2003 .
- [51] Stephen J Brown, Using daily returns: the case of event study, [J], Journal of Financial Economics, 1985 (14): 3-31 .
- [52] Shleifer A, Do demand curves for stocks slope down?, [J], Journal of Finance, 1986 .
- [53] Silber W, Discounts on restricted stock: the impact of illiquidity on stock Pries, [J], Financial Analyst Journal, 1991 .

附录、图、表索引

图 1-1 研究框架图.....	3
图 3-1 非流通股类型结构图.....	20
图 3-2 预期股票市场上涨时, 市场供求关系图.....	23
图 3-3 预期股票市场下跌时, 市场供求关系图.....	24
图 4-1 事件窗口图.....	27
图 4-2 总样本日平均超常收益率的分布情况.....	34
图 4-3 总样本平均累积超常收益率的分布情况.....	35
表 3-1 非流通股解禁的年分布.....	19
表 3-2 各年各类解禁限售股的构成.....	21
表 3-3 各月的解禁规模和市场表现.....	22
表 4-1 研究样本公司.....	33
表 4-2 解禁前后总样本平均累积超常收益率的检验.....	35
表 4-3 不同累积期间的总样本平均累积超常收益率.....	36
表 4-4 变量符号及其含义.....	36
表 4-5 多重共线性检验结果.....	37
表 4-6 多元线性模型的回归结果.....	38

致 谢

时光如梭，两年的研究生生活恍若一瞬，回首过去两年的生活和学习，不禁感慨万千。各位老师的谆谆教导和同学间真挚的友谊使得两年的生活之中充满了欢声笑语，这一切仿佛刚刚发生在昨天。

在这里，我首先要特别感谢我的导师韦省民副教授。韦老师敏锐的学术洞察力、渊博的学术知识和一丝不苟的治学态度都令我受益匪浅；而他在生活中积极乐观的人生态度也将使我受益终身。在论文的写作过程中，韦老师在论文选题、提纲拟定和论文正式写作的每一个环节都给了我悉心指导和帮助，使本文能够非常顺利的完成。

还要感谢两年来母校西北大学对我的培育！感谢两年来西北大学经济管理学院为我提供了良好的学习条件！我在白永秀教授、任保平教授、常云昆教授、孙万贵教授、陈希敏教授等各位老师的课堂上，听到了很多精妙的讲解，给了我很多启发。我的同学李娟伟、苏波、薛振华、石阳、朱美兰等对我的论文提出了很多宝贵的修改意见。在此一并表示深深地感谢。

最后，感谢父母在生活中和学习中给予我无私的关心和支持，没有他们的支持与鼓励，就没有现在的我。父母永远是我不断前行的坚强后盾和动力源泉。

薛宇博

2009年4月