

“大小非解禁”对我国 A 股上市企业股价的影响

夏清华,李文斌

(武汉大学 经济与管理学院,武汉 430072)

摘要: 本文从理论和实证两方面研究“大小非解禁”对我国 A 股市场的负面影响及影响程度。结果发现:“大小非解禁”上市公司的股价在公告日具有显著的负异常收益表现,其市场负异常收益与企业业绩相关度不大,与流通盘大小无关;解禁时其市场负异常收益与解禁比例、市场预期表现显著负相关,与换手率、企业每股净资产显著正相关,与市净率、企业当季每股收益没有表现出显著的相关性。据此,本文提出一些研究建议和对策。

关键词: 大小非;股权分置改革;异常收益

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-980X(2009)05-0064-07

股权分置是指我国上市公司中流通股与非流通股处于分割的状态。这种制度设计严重损害了中国资本市场持续发展的基础,使中国资本市场的发展缺乏一个具有共同利益趋向的制度平台。2005 年 4 月 29 日中国证监会宣布股权分置改革试点启动,随着两批上市公司进入试点,标志着中国证券市场进入后股改时代。在这个过程中,限售股解禁也成了股改中所遗留下来的最重要的问题之一(“限售股解禁”俗称为“大小非解禁”),伴随着时间的逐渐推移,中国上市企业的解禁规模将会俱增(见图 1)。同时伴随着“大小非解禁”进入大家的视野,对其市场影响、影响程度及影响因素等问题也开始得到广泛讨论。

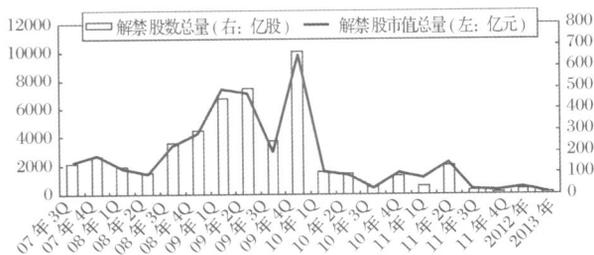


图 1 2007 - 2013 年各季度解禁情况一览表

注:数据来源于 Wind 资讯,并由数据作图而得。

2008 年以来,中国资本市场出现了显著调整,中国股市下跌幅度之大、调整之迅速,为国内国际股票市场所罕见。对于短时间内股票市场大幅度下跌的原因,业界人士众说纷纭,从市场估值角度看,不

少研究人员注意到“大小非解禁”与减持行为成为市场调整的直接导火索之一,同时认为“大小非解禁”在目前来看,短期内会给市场带来巨大冲击。在弱势的市场里,“大小非解禁”巨大的流通量如果超过了市场的承受能力,股市就只能下跌,而在这一过程中,大小非减持将可能引起中国股市估值体系的重新构建,股市经历震荡下跌是不可避免的,同时也使中国 A 股市场趋向合理^[1]。

1 文献综述

从 2005 年开始实施股权分置改革到 2006 年 6 月 17 日第一家进行股改的 G 三一(600031)限售股正式获得流通权,继而拉开股改“大小非解禁”的上市序幕。目前有关“大小非解禁”的研究基本围绕以下 3 个问题展开:第一,对大小非是否会套现问题的分析;第二,讨论“大小非解禁”对股价的影响;第三,研究如何化解减持压力问题^[2]。

近年来,我国许多学者将焦点聚集在“大非”、“小非”的盘面影响上。张冬云^[3]、张刚^[4-5]、刘振华^[6]认为“小非”由于盘面相对较小,对市场只是产生一定压力,并不会带来太大冲击。但是“大非”解禁股集中上市流通,很可能对当期市场资金面供求关系产生显著影响,同时,解禁市值越大、解禁股份占已流通股股份比例越多、基本面越差的解禁企业,其个股所面临的股价压力也都越大。周丹茜^[7]、马薪婷^[8]、石建勋^[9]则认为在市场风云变幻中,“小非”

收稿日期:2009-02-16

作者简介:夏清华(1963—),女,湖北武汉人,武汉大学经济与管理学院教授,博士生导师,研究方向:企业成长与创业管理;李文斌(1987—),男,江西鹰潭人,武汉大学经济与管理学院企业管理硕士研究生,研究方向:投资、融资与战略管理。

冲击影响十分复杂,2007 年数据也显示“小非”减持的比例明显要高于“大非”。一是由于“大非”往往要更多地考虑控制权的问题;二是由于“大非”股东的背景大多是国有股控股或国有法人,减持限制比“小非”严格。

实证方面:吴翰^[10]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;李先明^[11]、翟敬勇^[12]从供需平衡的角度,研究最近 2 年“大小非解禁”情形,认为自然界的“二八定律”会让优秀企业的股权在未来变得稀缺,坚持以“企业价值为导向的股权投资”将迎来明媚的春天;张刚^[13]的实证表明,多数情况下解禁并

未对股价造成实质性的负面影响,同时指出市场将面临着越来越大的限售股解禁后的套现压力,而持股比例较大的控股股东的操作意向尤为重要,值得监督部门和投资者深入研究;楚林^[14]认为,股改后那些上市已久公司的非流通股经过长期的派现和送股,有些成本已趋零,沽售冲动可想而知。

本文力求从理论和实证两方面探讨研究“大小非解禁”对我国 A 股市场的负面影响及影响程度。

2 市场影响的实证研究

2.1 样本选取

本文选取 2007 年—2008 年 6 月期间“大小非解禁”规模和市值处于高峰的 3 个月的数据作为样本数据。表 1 对样本情况进行了简单描述。

表 1 “大小非解禁”样本的基本情况

时间	上市企业解禁数(家)	解禁股数(亿股)	解禁股占其已流通 A 股比例(%)	样本选取数(家)	样本股数(亿股)	样本企业解禁股占其流通 A 股比例(%)
2007 年 4 月	60	87.89	48.09	49	66.74	40.87
2007 年 10 月	45	113.27	56.61	30	60.93	53.10
2008 年 3 月	132	112.83	23.72	59	22.95	18.95
合计	237	313.99	36.57	138	150.62	37.73

注:由中国证券网(2007 年 4 月)、中国财经信息网(2007 年 10 月)、Wind 资讯(2008 年 3 月)公布的数据计算得出。

样本企业选择: 仅限 A 股企业; 非金融类上市企业,删除武汉中商、民生银行、中国平安和中国太保 4 家; 非 ST 企业,删除 ST 惠天、ST 三元等 15 家公司; 删除数据不足(上市未达 180 天)、公告前后出现重大停牌事件及停牌超过 1 个月以上的企业,因此剔除中国中铁、中海集运、包头铝业等 51 家不符合条件的公司; 删除解禁公告前后同时发生有公开增发机构配售股份、定向增发机构配售股份、内部职工股、认沽权证行权以及认购权证等事件的企业,因此剔除云南铜业、建投能源、大亚科技等 19 家不符合条件的公司。

2.2 研究方法

本文采用事件研究法来度量,定义事件日($t=0$)为事件发生当日。事件研究法最早由 Dolley^[15]使用,Ball 和 Brown^[16]及 Fama^[17]对其加以拓展,之后开始广泛用于证券市场的研究。本文同时借鉴 Brown 和 Warner^[18]的研究,采用市场模型法和市场调整法来估计企业的异常回报率。市场模型法的参数估计的区间设定为事件发生前 170 个交易日到事件发生前 21 个交易日。本文采用不同的时间窗口 $[0,0]$ 、 $[0,+1]$ 、 $[-5,+5]$ 和 $[-10,+10]$ 来度量“大小非解禁”对市场的影响。本文的零假设是:“大

小非解禁”公告对市场无异常影响,即市场异常回报率为零。采用 t 检验来分析其市场回报率是否显著的异于零^[19](使用软件为 Eviews5.0 和 Windows Excel 2003)。

2.3 研究假设

这里首先作如下基本假定:

1)在“大小非解禁”期间,企业仍按照原来的经营目的、经营方式持续地经营下去,不会被强制拆零或清算。

2)非流通股份每股价格以其每股净资产来衡量。

3)在“大小非解禁”期,非流通股股东支付给流通股股东的流通对价小于市场价格减去每股净资产(否则非流通股股东完全没有动力去选择解禁),暂不考虑股改对价问题。

并且对一些变量进行假定: Q 、 Q_1 、 Q_2 和 Q_{21} 分别表示解禁前企业的在 A 股上市的总股本、流通股本数、非流通股数和本次解禁抛售股数; P_1 、 P_2 、和 \bar{P} 分别表示企业的解禁前每股市场价值(股价)、每股净资产、非流通股股东支付的对价和解禁后市场的理论价格(股价); V 、 V_1 、 V_2 分别代表企业的价值、解禁前企业市场价值和解禁后企业市场

价值。

解禁前：

$$V = P_1 Q_1 + P_2 Q_2 \quad (1)$$

根据假定 3)，

$$+ P_2 < P_1 \quad (2)$$

解禁后：

$$V = P(Q_1 + Q_{21}) + P_2(Q_2 - Q_{21}) - Q_{21} \quad (3)$$

$$V_1 = P_1 Q \quad (4)$$

$$V_2 = P Q \quad (5)$$

将式(1)、式(2)和式(3)综合整理可得解禁后股票的理论价格 \bar{P} ：

$$\bar{P} = \frac{P_1 Q_1 + P_2 Q_{21} + Q_{21}}{Q_1 + Q_{21}} \quad (6)$$

由式(2)和式(6)可得出：解禁前股价应该高于解禁时的理论价格，即 $P_1 > \bar{P}$ 。

这样我们可以认为，“大小非解禁”给企业带来了损失，使其股价下降，产生了负异常收益。在这个理论上我们提出本文的实证研究假设 1。

假设 1：“大小非解禁”过程中，企业股价随着其公告解禁表现为负异常收益。

2.4 实证分析

根据表 2 的结果，我们发现一个问题：解禁日在 [0,0]、[0,1]，市场不表现负异常收益，但长期内却表现为负收益。按照我们的假设，市场应该不管在短期的 [0,0]、[0,+1]，还是 [-5,+5]、[-10,+10]，都应该表现为显著性负异常收益。那么究竟是什么导致了与预期有差异的结果呢？我们将逐月对样本进行市场研究，找出原因。

从表 3 我们发现，企业不管是在长时间还是短时间内，都表现为高度显著的正异常收益。为什么会与假设如此大的反差呢？我们从供求角度来看待这个问题(如图 2)：

表 2 综合样数据异常收益显著性检验

区间	公告日[平均值(%)]		解禁日[平均值(%)]	
	市场模型法	市场调整法	市场模型法	市场调整法
[0,0]	-0.877 (-3.052)***	-0.838 (-3.009)***	0.379 (1.163)	0.405 (1.234)
[0,+1]	-0.587 (-2.555)**	-0.551 (-2.495)**	0.0197 (0.084)	0.082 (0.345)
[-5,+5]	-0.183 (-1.797)*	-0.093 (-0.991)	-0.258 (-2.875)***	-0.163 (-1.930)**
[-10,+10]	-0.148 (-1.902)**	-0.055 (-0.764)	-0.128 (-1.817)**	-0.034 (-0.542)

注：括号内的数值为 t 值；“***”、“**”、“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著；N=138。

供给上，由于市场整体维持上涨走势，部分大小非股东获利持续增加，使其一度看好后市而惜售，真

表 3 2007 年 4 月异常收益显著性检验

区间	公告日[平均值(%)]		解禁日[平均值(%)]	
	市场模型法	市场调整法	市场模型法	市场调整法
[0,0]	0.438 (0.936)	0.322 (0.729)	1.600 (3.201)***	1.556 (3.081)***
[0,+1]	0.648 (2.079)**	0.524 (1.742)*	0.879 (2.319)**	0.855 (2.249)**
[-5,+5]	0.527 (3.644)***	0.529 (3.725)***	0.471 (3.211)***	0.453 (3.098)***
[-10,+10]	0.396 (3.873)***	0.393 (3.825)***	0.443 (4.892)***	0.446 (5.203)***

注：括号内的数值为 t 值；“***”、“**”、“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著；N=49。

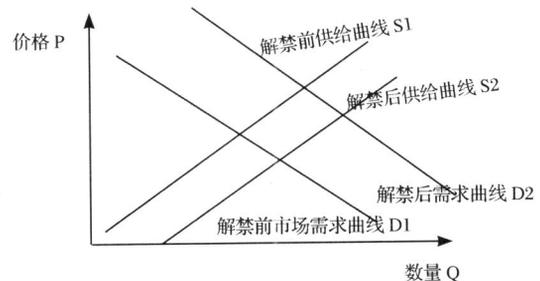


图 2 “大小非解禁”前后的股票市场供需变化示意图

正通过二级市场减持的幅度，仅占同期获准流通部分的 26%，股票供给增加的速度有限^[2]。需求上，市场长期上涨造成财富效应，吸引增量资金持续涌入。供给增加较慢，需求上涨较快，自然对股价难以构成打压。2007 年 5 月以前，A 股基本呈现资金持续净流入的状态。限售股减持后，相关个股不跌反涨，反映出投资者对股票的需求，远超过因减持给市场带来的压力。广州万隆^[20]也指出：非流通股解禁实际上已经成为刺激股价上涨的导火索。根据统计资料显示，大部分“大小非解禁”后的个股往往不跌反涨，供求相宜缓冲了解禁压力。

从表 4 可以看出，无论公告日还是解禁日的市场结果均表现为负异常收益，不过解禁日的负显著作用表现在长期。我们可以从图 3、图 4 更直观地看出“大小非解禁”时市场的异常反应。同时，我们还加上一些限制指标对总样本数据再做一个分类讨论，这里只讨论其公告日的市场反应，结果见表 5。

由表 5 得出：那些在解禁时季度收益表现“良好”的企业，市场异常影响并没有相对减轻，反而出现了较之更严重的股价下跌；解禁比例越大，表现出的负面影响与总样本相比反而相对越小，这与我们的预期相反，不过倒与马薪婷^[8]的实证研究结论不谋而合。

表 4 2007 年 10 月及 2008 年 3 月异常收益显著性检验

时间	区间	公告日[平均值(%)]		解禁日[平均值(%)]	
		市场模型法	市场调整法	市场模型法	市场调整法
2007 年 10 月	[0,0]	- 1.140 (- 1.651) *	- 1.016 (- 1.538)	- 0.701 (- 0.894)	- 0.643 (- 0.803)
	[0,+1]	- 1.326 (- 2.445) **	- 1.211 (- 2.300) **	- 0.600 (- 1.120)	- 0.579 (- 1.075)
	[-5,+5]	- 1.074 (- 5.509) ***	- 0.956 (- 5.272) ***	- 0.806 (- 4.553) ***	- 0.697 (- 4.114) ***
	[-10,+10]	- 0.949 (- 6.154) ***	- 0.806 (- 5.803) ***	- 0.617 (- 4.299) ***	- 0.509 (- 4.005) ***
2008 年 3 月	[0,0]	- 1.836 (- 4.852) ***	- 1.710 (- 4.409) ***	- 0.071 (- 0.152)	0.005 (0.011)
	[0,+1]	- 1.238 (- 3.629) ***	- 1.109 (- 3.321) ***	- 0.364 (- 1.088)	- 0.211 (- 6.079) ***
	[-5,+5]	- 0.320 (- 2.337) **	- 0.170 (- 1.427)	- 0.572 (- 5.759) ***	- 0.392 (- 4.215) ***
	[-10,+10]	- 0.192 (- 1.898) *	- 0.044 (- 0.4839)	- 0.343 (- 3.671) **	- 0.183 (- 2.146) *

注:括号内的数值为 t 值;“***”、“**”、“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著;N = 59。

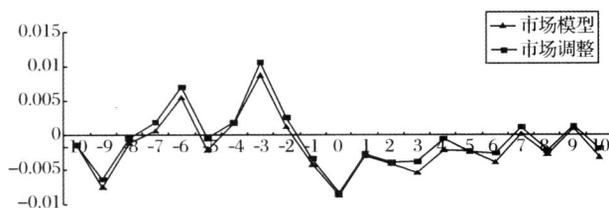


图 3 公告日平均异常收益(AAR)变化示意图

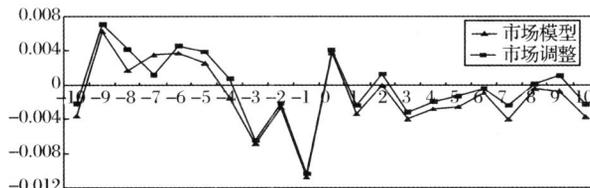


图 4 解禁日平均异常收益(AAR)变化示意图

表 5 分类样本数据公告日异常收益(平均值(%))显著性检验

区间	总样本	“业绩良好”企业	解禁比例大企业
[0,0]	- 0.877(- 3.052) ***	- 1.066(- 4.875) ***	- 0.606(- 1.937) *
[0,+1]	- 0.587(- 2.555) **	- 0.853(- 5.459) ***	- 0.483(- 2.366) **
[-5,+5]	- 0.183(- 1.797) *	- 0.702(- 8.330) ***	- 0.028(- 0.329)
[-10,+10]	- 0.148(- 1.902) **	- 0.449(- 6.306) ***	- 0.012(- 0.154)
样本个数	N = 138	N = 40	N = 31

注:括号内的数值为 t 值;“***”、“**”、“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著;N = 138 为总样本数据,即本文所有样本总量企业;N = 40 为小样本,选取当季度 EPS > 0.2 元的业绩“良好”企业;N = 31 为小样本,选取解禁股占其已流通 A 股比例大于 50% 的企业。

2.5 实证小结

本节从供求理论和实证角度,对符合条件的 138 家“大小非解禁”企业进行了研究,发现企业在公告日前后表现为显著的负异常收益,在解禁日却没有表现为显著的负异常收益。这是因为市场在公告日之时,已经出现了恐慌性的心理效应,导致了股价异动,而一般解禁日在公告日之后,此时市场已开始调节股价。

一般企业解禁时会造成企业股票供过于求的情况出现,而对于一个原先平衡的市场,在资金没有出现相应的供给回应时(需求变动不大),会出现股票供给“溢流”,市场要恢复平衡,就会出现股价下跌,以使现有资金能够满足超量的解禁供给。在股市维

持上涨趋势,市场资金的供给有所保障的情况下,市场并不会因“大小非解禁”的公告而出现太大影响而导致负异常收益,反而会跟随大盘走势出现正异常收益。反之,在市场走势低落时,还是会由于市场均衡破坏导致显著的负异常收益。

同时实证还表明,“大小非解禁”的市场负异常收益与市场预期有关,与业绩相关不大,与流通盘大小无关,企业估值越高,市场负面影响也越大。“大小非解禁”最大的影响,是会造成股价“滞涨”和市场的负面心理影响,而且其所带来的心理影响大于市场影响,从而导致市场的投资信心不足。但是,“大小非解禁”并不是造成中国股市急剧下跌的主要缘由。

3 影响因素的多变量实证分析

3.1 样本选取

多变量回归实证分析研究采用的样本,仍然是第二节中所采用的 138 个“大小非解禁”企业,并且以此作为全样本数据。本节所选用的变量数据来源于 CCER 经济金融研究数据库、大智慧、yahoo 财经以及新浪财经网站,部分数据下载后由个人处理而得。

3.2 研究假设

基于本文前面实证结果以及现有的市场信号理论的研究分析,可以提出如下 4 个假设:

假设 2:解禁比例与解禁时市场异常收益负相关,即解禁比例(解禁股占已流通 A 股比例)越大,市场表现出极其强烈的反方向的负异常收益变动。

假设 3:换手率与解禁时市场异常收益负相关,即市场负异常收益变动越大将导致换手率反方向变动越大。

假设 4:市场预期与解禁时市场异常收益负相关,市场预期越良好,市场负异常收益越小,反之,市场负异常收益越大。

假设 5:企业每股净资产与解禁时市场异常收益正相关,即企业负异常收益与企业每股净资产的异常变动呈正比。

3.3 变量描述

为了考察“大小非解禁”的市场影响,并以此来探讨其影响因素,对其影响因素进行多变量的回归分析。多元回归模型为:

$$AAR_i = \beta_0 + \beta_1 Percent_i + \beta_2 Issueprice_i + \beta_3 Changeratio_i + \beta_4 Expect_i + \beta_5 SES_i + \beta_6 MB_i + \beta_7 EPS_i + \epsilon_i$$

其中: i 代表样本企业; AAR 为平均异常收益,即解禁企业在公告日(解禁日)前后 21 个交易日($[-10, +10]$)的平均异常收益, $AAR_i(t1, t2) = \frac{1}{N} \sum_{t=t1}^{t2} AAR_{it}$,其中 $AAR_i(t1, t2)$ 为样本企业 i 在 $(t1, t2)$ 期间的平均异常收益,平均异常收益可以通过这样截面和时间序列加总表示,通过上节的实证我们得出 AAR 为负,即负异常收益; $Percent$ 为解禁相对比例,即解禁股占其已流通 A 股市场股数比例的变量; $Issueprice$ 为解禁相对价格,研究时采用公告日(解禁日)前 10 个交易日的企业股票市场价格

均值; $Changeratio$ 为换手率,即企业在公告日(解禁日) $[-10, +10]$ 的每个交易日的股票换手率的加权平均; $Expect$ 为投资者对于样本企业的市场预期的虚拟变量,即股市投资者对于企业的走势的预期,基于样本企业在公告日(解禁日)前一个月的市场收益率表现,如果为正收益率取值为 1,否则为 0; SES 为每股净资产(shareholder's equity per share); MB 为市净率,即企业市场价值资产账面价值比; EPS 为每股收益,即样本企业在公告日(解禁日)当季度的每股收益表现。

3.4 实证分析

对于表 6 所显示的结果,我们推测出各自变量之间存在高度共线性的可能性不高。然后我们对样本数据进行回归分析检验,得出的结果见表 7。

结合表 7 的实证结果以及我们的假设分析,可以得出以下的结论:

1) 解禁比例与市场异常收益负相关。在市场模型法和市场调整法下,公告日 $[-10, +10]$ 与解禁日 $[-10, +10]$ 的解禁比例表现均为负相关,即市场解禁比例越大,解禁的市场表现越糟糕,投资者对市场缺乏信心,担心这时最大的投机者是解禁股股东,结果与假设 2 相符。但是并没有出现我们预期的高显著性。

2) 发行相对价格与市场异常收益之间没有表现出太大的关联性。本文采用的发行相对价格是公告日(或解禁日)前 10 天市场股价的平均值,而每个企业的市场价格差异很大,并不存在高度显著,从这个角度我们可以理解这个结果。

3) 换手率与市场异常收益正相关而且高度显著。即,市场负异常收益越大,换手率却越小。这样,假设 3 不成立。在市场出现较大负异常收益时,解禁股东以及股票市场投资者选择待市,以期望收益回复,并没有出现我们假设的大量减持或抛售的现象。

4) 市场预期与市场异常收益负相关。这表明解禁时投资者对市场的预期,显著影响企业股价的异常收益。市场预期是投资者对股改企业未来收益的一个估值,投资者对其预期越好,市场负异常收益越小,反之越大。这与假设 4 相符。

5) 每股净资产与市场异常收益正相关。在企业

市场信号理论主要包括信号传递和信号甄别两大方面。信号传递(signaling model)指通过可观察的行为传递商品价值或质量的确切信息;信号甄别(screening model)指通过不同的合同甄别真实信息。

市场负异常收益的基础上,企业的每股净资产出现了下跌,而且显著,企业每出现 1%左右的负收益,企业每股净资产将相应减少 0.0035 元(市场模型法)和 0.0032 元(市场调整法)。这与假设 5 正好相符合。

6) 变量 *MB* 与市场异常收益负相关, *EPS* 与市场异常收益正相关,但是显著性都不高。

3.5 实证小结

本节主要是对“大小非解禁”的市场负异常收益的影响因素进行实证探讨。虽然在 2007 年的牛市中,“大小非解禁”对企业股价没有产生太大的负面效应冲击,但是从 2008 年 3 月的实证可以看出,其

影响已经逐渐展露出来。而且,在 2007 年末,A 股市场的高估值风险是舆论中经常讨论的话题,它的平均市盈率大大超越了周边以及国际主要证券市场的水平。企业估值越高,市场负异常收益也越大。在上节我们证实“大小非解禁”的公告具有显著的负异常收益表现,而且得出其负异常收益与企业业绩相关不大、与流通盘大小无关等结论。本节我们在此基础上继续探讨解禁时市场负异常收益的关联影响因素及其关联性表现,发现解禁时市场负异常收益与解禁比例、市场预期显著负相关,与换手率、企业每股净资产显著正相关,而与市净率、企业当季每股收益没有表现出显著的相关性。

表 6 自变量相关性检验结果

变量	<i>Percent</i>	<i>Issueprice</i>	<i>Changeratio</i>	<i>Expect</i>	<i>SES</i>	<i>MB</i>	<i>EPS</i>
<i>Percent</i>	1.000000	0.001721	0.066150	0.064398	0.129658	0.062983	-0.119227
<i>Issueprice</i>	0.001721	1.000000	-0.146051	-0.109351	0.108306	0.237237	0.003136
<i>Changeratio</i>	0.066150	-0.146051	1.000000	0.303004	-0.277536	-0.197053	-0.226238
<i>Expect</i>	0.064398	-0.109351	0.303004	1.000000	-0.166794	-0.076509	0.026921
<i>SES</i>	0.129658	0.108306	-0.277536	-0.166794	1.000000	-0.120008	0.296400
<i>MB</i>	0.062983	0.237237	-0.197053	-0.076509	-0.120008	1.000000	0.206887
<i>EPS</i>	-0.119227	0.003136	-0.226238	0.026921	0.296400	0.206887	1.000000

表 7 多变量影响因素的实证结果

解释变量	公告日		解禁日	
	市场模型法	市场调整法	市场模型法	市场调整法
	-0.0065(-3.082)***	-0.0058(-3.071)***	-0.0321(-6.942)***	-0.0311(-6.805)***
<i>Percent</i>	-0.0027(-1.865)*	-0.0020(-1.701)*	-0.0030(-0.774)	-0.0027(-0.698)
<i>Issueprice</i>	-0.0006(-0.9939)	0.00001(0.116)	0.0024(1.669)*	0.0031(1.771)*
<i>Changeratio</i>	0.1459(5.738)***	0.1479(6.444)***	0.8011(8.707)***	0.8012(8.827)***
<i>Expect</i>	-0.0034(-2.143)**	-0.0039(-2.785)***	-0.0013(-3.423)***	-0.0014(-3.702)***
<i>SES</i>	0.0035(1.784)*	0.0032(1.717)*	0.0007(0.683)	0.0004(0.3708)
<i>MB</i>	-0.0003(-0.769)	-0.0004(-1.209)	-0.0002(-0.4214)	-0.0000(-0.0286)
<i>EPS</i>	0.0097(1.880)*	0.0091(1.938)*	0.0114(2.503)**	0.0095(2.364)**
<i>F</i> 值	8.048###	9.408###	12.358###	12.783###
Δ <i>adj. R</i> ²	0.205	0.235	0.351	0.373
<i>N</i>	138	138	137	137

注:括号内的数值为 *t* 值;“***”、“**”、“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著;“###”表示 *F* 检验在 1% 水平下显著。

4 研究建议及对策

目前,我国股票市场存在不少不良现象,如投机、股价脱离上市公司的经济效益、部分企业管理者缺乏责任心、管理水平没有得到改善等。这些导致了投资者的投资信心不足以及股市的低迷,不利于我国的金融体系走向成熟。在前面分析的基础上,本文对“大小非解禁”给出以下建议:

1) 企业管理层要加以引导,出台一系列政策对“大小非解禁”进行制度安排,加以规范。对于解禁条件、比例和时间等要求细化,这样可以减缓股价“滞涨”和市场的巨大负面心理影响。当市场表现不好时,可以适当减少解禁数,以此来稳定其企业股票市场。

2) 作为市场监管部门,证监会应出台相应规定,建立大小非减持信息披露制度,以利于市场公正、透明。可以适当限制一些企业的 IPO 步伐,减缓其上市速度,以利于市场资金的合理吸收。对于市场的增发行为,应推出一些规范性法律法规,区别合理增发和恶意圈钱,防止恶意圈钱扰乱市场秩序,使投资者的投资信心不足。对于违规减持的行为进行高成本惩罚,大小非不惜违规减持股票,说明对其减持处罚过轻。另外,大小非减持的限制政策还要进一步细化和完善,以提高其可行性和操作性。目前已有的《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》和《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》,尽管对上市公司解禁限售存量股进行了明确规定,但不完善,缺乏可操作性,不足以鼓励长期投资,有待

于进一步细化以提高其可操作性。

3) 政府要加强对市场的引导。中国股市是一个不完善的市场,并没有达到高度市场化,政府要加大力度对市场做合理引导,使市场运行基础进一步改善,市场法律、法规不断健全,上市公司质量逐步提高,投资者结构和行为模式发生积极变化,资本市场在国民经济中的影响不断扩大,让投资者充满信心。

参考文献

- [1] 李宏根. 大小非解禁将带来的变化[N]. 中国证券报, 2008-04-08.
- [2] 倪克勤,吴妮. 大小非解禁时机选择问题的探讨[J]. 西南金融,2008(3):39-41.
- [3] 张冬云. 小非不足惧,大非要提防[J]. 证券导刊,2007(29):69-70.
- [4] 张刚. 从大非减持看市场政策动向[J]. 新财经,2007(4):107.
- [5] 张刚. 震荡市中斗法大非套现[J]. 证券导刊,2007(10):61-62.
- [6] 刘振华. 全流通解禁压力探秘[J]. 新财经,2006(7):94-95.
- [7] 周丹茜. “小非”是非之解禁高潮起[J]. 证券导刊,2006(30):41-43.
- [8] 马薪婷. 大小非减持扰乱股市生态圈[N]. 证券日报, 2008-02-28.
- [9] 石建勋. 大小非减持违规成本必须提高[N]. 人民日报, 2008-05-08.
- [10] 吴翰. 上市公司非流通 A 股转让问题的实证研究[N]. 广东证券研究,2002-02-10.
- [11] 李先明. 限售股解禁,涨跌未定? [J]. 大众理财顾问, 2007(6):44.
- [12] 翟敬勇. 大小非解禁带来的变化[J]. 股市动态分析, 2008(15):67-68.
- [13] 张刚. 千万股大抛单高位纷飞[J]. 证券导刊,2007(10):57-60.
- [14] 楚林. “小飞”以及“大小非”[J]. 股市动态分析,2007(15):32-33.
- [15] DOLLEY J. Characteristics and procedure of common stock splits-ups[J]. Harvard Business Review,1933,11:316-326.
- [16] BALL R, BROWN P. An empirical evaluation of accounting income numbers[J]. Journal of Accounting Research, 1968,6(2):159-178.
- [17] FAMA E, JENSEN M, FISHER L. The adjustment of stock prices to new information[J]. International Economic Review,1969,10(1):1-21.
- [18] BROWN S J, WARNER J B. Using daily stock returns: the case of event studies[J]. Journal of Financial Economics,1985,14(3):3-31.
- [19] 余明桂,夏新平. 控股股东、代理问题与关联交易:对中国上市公司的实证研究[J]. 南开管理评论,2004,7(6):33-38.
- [20] 广州万隆. 利益刺激是推动非流通股解禁概念大涨的主要动力[N]. 证券日报,2007-04-19.

Influence of Large and Small-sized Non-tradable Shares on Stock Price of Listed Enterprise of A Stock Market in China

Xia Qinghua, Li Wenbin

(Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan 430072, China)

Abstract : From aspects of theoretical and empirical research, this paper studies the negative effect of large and small-sized non-tradable shares on A share market in China and the impact degree. The result shows that: stock prices of enterprises of which large and small-sized non-tradable shares de-stabilized have significant negative abnormal return performances on the announcement data; the negative abnormal return of the market has little relationship with corporate performance, and is independent on the tradable size; negative abnormal return has significantly negative correlation with lifting ratio and market expecting, and has significantly positive correlation with change-hand ratio and enterprise's net assets per share performance, and has no significant correlation with price per book value and enterprise's quarter return per share. Based on these, it gives some suggestions and countermeasures.

Key words : large and small-sized non-tradable share; reform of non-tradable share; abnormal return