

► 上证联合研究计划系列课题

优质大型企业境内上市价格压力研究

合肥工业大学证券期货研究所 课题组
国元证券有限责任公司

- 课题主持人:姚禄仕 蔡咏
- 课题研究及协调人:上海证券交易所 张卫东
- 课题组成员:王建文 杨模荣 吴国忠 王丽娜 袁家春 孙刚 张竹云 聂瑞 余柳 潘洁

我国证券市场在十几年的发展过程中虽然取得一些可喜成就,但也暴露出市场规模比较小,体制不甚完善、投资理念不够成熟、超级机构投资者匮乏等诸多弊端,这使得一些优质大型企业在融资时往往选择美国、香港等成熟市场。作为我国资产质量好、升值潜力较大的公司选择境外上市,一方面会削弱我国境内证券市场的竞争力,另一方面使我国投资者不能分享到这些大型优质企业快速成长的成果,这引起了国内投资者和一些专家的担忧甚至争议。近年来,随着我国证券市场的投资环境不断改善,股权分置改革的逐步深入,境内证券市场逐渐具备了接纳大型优质企业的潜力和实力。然而,市场也存在一种疑虑,担心优质大型企业在境内上市将可能打破整个境内证券市场的供求平衡,形成对市场整体的价格压力,进而产生一系列不良的连锁反应。因此本课题组希望通过历史事件的实证分析,客观地认识优质大型企业上市对市场可能带来的价格压力,帮助投资者正确认识市场风险,充分享受优质大型企业上市带来的投资机会,同时为管理层制定相关政策提供现实依据。

一、优质大型企业境内上市必要性分析

优质大型企业境内上市对促进国内证券市场和国民经济的发展具有重大战略意义,具体表现在以下几个方面:

(一) 优质大型企业境内上市有利于促进境内证券市场的发展

上市公司的规模和质量是证券市场发展的基石,一个缺乏一定规模和质量上市公司的证券市场,注定是一个边缘化的证券市场。内地市场若不想被边缘化,必须吸引大批优质大型企业上市。

1、提升境内上市公司整体质量

上市公司是我国经济运行中最具发展优势的群体,是资本市场投资价值的源泉,提高上市公司质量是推进资本市场改革发展的一项重要任务。优质大型企业不仅具有业绩稳定、行业领先的基础,更重要的是一贯的监管都较严格,有行政治理的优势,市场化改革等又较稳定,从而具有业绩稳定的良好前景,对于提升上市公司整体质量起到关键作用。上证50是上海证券交易所中A股股票中抽取的市场规模最大、流动性好的最具市场代表性的50只样本股票,自2004年1月2日起正式发布。本课题组将这些上市公司看作优质大型企业的表征,以2005年末入选上证50的50家上市公司为对象,研究其近年来在市场的表现。选取上海证券交易所所有A股上市公司作为对照对象,剔除净资产收益率大于100%和小于-100%的公司以及净资产为负数的公司。通过比较分析,发现这些公司在会计收益、市场表现等方面均具有优势:从资产规模来看,无论是总资产、总市值还是净资产,上证50都要大于上证A股的所有公司,且差距十分明显;在会计收益方面,上证50公司的平均主营业务收入、净资产收益率均明显高于整个市场,尤其是净资产收益率这一项,2005年所有A股的净资产收益率仅为3.94%,而上证50的则达到13.17%,是所有A股的3.34倍;在市场表现方面,2001年、2002年上证50的B/M值要高于上证A股所有公司的比值,但是2003年,上证50的B/M值开始低于整体的平均比值,这一现象说明大型企业的内在价值受到关注,优质大型企业开始得到广大投资者的认可,而且其E/P值仍高于整体比值,说明上证50的盈利能力仍要强于一般企业,且无论是全年的股利收益率还是年市场收益率,上证50的表现都要优于上证所有A股。综上所述,从上证50公司的长期表现来看,优质大型企业的上市对于稳定整个证券市场,提高整体市场的质量具有重要的现实意义,应大力推动优质大型企业境内上市。

2、提升国内股票市场对投资者的吸引力

优质大型企业境内上市,不仅能让境内投资者分享到这些公司成长的成果,同时也真正分享到了中国经济成长的成果,进而能提高整个股票市场的可投资性。在股市下跌周期中,这些公司的抗风险、抗波动能力很强,因为有了它们股市才得以稳定。同时优质大型企业境内上市能够在一定程度上丰富境内证券市场的投资品种,提供了各类不同风险偏好者的选择品种和更多样化的组合投资方式,从而更好地引导投资者理性投资。

3、改善市场运行效率和投资者结构

首先,优质大型企业境内上市能改善国内市场运行效率。资本市场效率是指资本市场实现金融资源配置功能的程度。要实现证券市场的资源配置最优化,必须有足够的证券发行者,目前我国境内上市公司家数是纽约证券交易所的44%,但股票总市值只相当于纽约证券交易所的5.25%左右,可见我国上市公司的规模与国际证券市场中上市公司规模存在相当大的差距。我国证券市场上发行主体偏少,市场容量小,降低了上市公司之间的竞争度,投资者选择余地不大,这就会影响证券市场的资源配置效率,而优质大型企业的上市,将会大大增进有限金融资源的有效配置,提高市场运行效率。

其次,优质大型企业境内上市能改善我国资本市场投资者结构。近年来,在大力发展机构投资者政策的促进下,证券投资基金取得了长足的发展。根据中国证监会统计,截至2006年8月底,基金管理公司数量已经达到57家,证券投资基金总规模达到4566亿元,42家境外机构取得了QFII资格。目前机构投资者持股比例已占流通市值的30%,正逐步成为资本市场的重要投资力量。优质大型企业必将受到机构投资者的青睐,这不仅有利于提高市场的容量和流通性,还将吸引各类不同的投资者。

4、推动国内证券中介机构业务的发展

支持优质大型企业境内上市,是培育和发展壮大国内证券公司的需要。对于境内证券业界来说,大量优秀企业海外上市后,会失去很多业务发展的机会。原本规模小,收入来源又相对狭小的境内证券公司,在境内上市资源大量流失的情况下,生存环境将更加恶劣。在境内经济以及证券市场高速发展的大背景下,大量的上市资源必将改善他们的生存环境,也会提供与经济同步发展或者是超常发展的契机。对于其他中介机构如证券投资咨询机构、证券结算登记机构等以及从事证券相关业务的事务所而言,优质大型企业境内上市也将带来其业务扩展的机会。

5、提高境内交易所的国际影响力

证券交易所的竞争力将直接影响该国投融资的效率。提升交易所的竞争力不仅关乎交易所本身的发展,更关乎资本市场投融资效率。交易所的竞争力取决于上市公司的质量,海内外交易所对上市公司的争夺,实际上是整个资本市场运行效率的竞争。优质大型企业境内上市,可以充实国内交易所上市资源,增强A股市场的竞争力,从而提高其国际影响力,使得国内企业的价值完全通过本土市场来发现,避免国有资产价值低估而造成国有资产流失海外。优质大型企业境内上市也会提升境内证券市场的功能,引导境内经济的发展方向,并提升境内资本市场的定价权与话语权。

(二) 优质大型企业境内上市有利于国家经济稳步发展

1、提高金融市场的稳定性

2001年-2005年,境内证券市场的持续低迷,直接融资比例也因此由升降。我国资本市场直接融资比例最高的是1998年,一度达到总融资额的15%,2002年直接融资占社会总融资额的比例大约4%,2003、2004年继续下降到3%,2005年直接融资尚不到500亿元,仅占融资总额的1.5%左右,大大低于发达国家50%以上的比例。金融结构不合理,积聚着较大的金融风险。大量优质大型企业仍继续海外上市,不仅影响全社会资金的有效配置,同时也制约了金融宏观调控能力。正于中国证监会主席尚福林所认为:优质大型企业上市有利于利用当前充裕的流动性推动直接融资,通过资本市场适度的“扩容”,既有助于加快发展直接融资,又改变目前直接融资和间接融资比例严重失调的不健康局面;也可以充分利用流动性和可融资的充裕资金,将社会储蓄资金有效转化为长期投资,促进企业资本形成。从长期来看,只有这些超级蓝筹公司登陆A股市场,才能吸引大量的长期资金入市,也才能增强市场的抗风险能力,也才能推进金融市场的改革和稳定发展。

2、提升国家经济自主权

如果境内优质大型企业融资高度依赖国际资本,事关国民经济命脉的大企业将不得不听命于国际金融寡头,对于我国国民经济稳定和可持续发展是十分危险的。由于国际资本市场苛刻的信息披露和报备制度,赴境外上市的大型企业的许多重要信息不得不向境外投资者披露或向境外证券监管机构报备,使得一些涉及我国国民经济安全的重要信息易被国外利益集团或政府机构所掌握。而且受制于国际资本的压力,我国的一些重要改革也无法如期推出。此外,境外上市还可能遭遇司法管辖,某种意义上将不得不让渡部分司法管辖权。因此,从国家战略角度看,优质大型企业境内上市将有利于国民经济安全稳定发展。

二、优质大型企业境内上市对A股市场价格压力的实证分析

(一) 研究方法步骤

本课题的实证分析主要是采用事件研究的方法,通过选取六家优质大型企业,以上市日或发行日为事件发生日,分别取66个交易日的估计期和31个交易日的窗口期,计算并统计这些优质大型企业上市对证券市场整体以及我们设定的不同组别的实际影响。我们设计的具体实证分析步骤如下:

1. 计算估计期上证指数每日收益率
2. 计算估计期上证指数平均每日收益率,作为正常收益率
3. 计算窗口期样本总体的每日收益率,作为窗口期的实际收益率
4. 计算窗口期内的非正常收益率AR
5. 计算窗口期第15天的非正常收益率之和CAR(15)
6. 观察市场总体以及各组员不同类别的CAR表现

(各个分组中取最高值的前10%家上市对比最低的10%家上市公司进行对比统计),采用单样本T检验和配对T检验的统计方法,检验均值有无显著差异性,来验证是否存在价格压力,并进一步观察总体及不同类别的压力大小。

7. 实证结果的分析 and 解释

(二) 样本的选择

我们对事件发生时沪深两市的所有A股上市公司进行一定条件的筛选,以便于我们更准确的估算样本总体或不同组别每日的实际收益率,筛选条件如下:

1. 剔除账面价值/市值(B/M)为负的公司;
2. 剔除窗口期内送红股、红利的上市公司,避免因除权带来的股价波动;
3. 剔除所有A股上市公司中CAR值(15天)最高的1%和最低的1%上市公司;
4. 中国银行、中国国航上市期间,由于股权分置改革正在进行,部分股票的股价由于含权出现异常变动,因此,我们选择在检验期之前就已经完成股权分置改革的所有上市公

司作为研究样本。该样本的选择方法主要考虑以下两点:(1)可以基本排除由于股权分置改革对股价造成的异常影响;(2)检验结果可以反映在全流通预期下,优质大型企业上市对我国证券市场的影响。

(三) 实证检验结果与分析

1、实证检验结果(见附表)

2、实证检验结果分析

通过综合实证检验结果,我们可以得出以下几点结论:

(1) 实证结果总体上不能得出优质大型企业上市对市场产生了价格压力的明显实证证据。检验期样本整体CAR,部分为负。CAR绝对值通常较高,表明大型企业上市对市场股价具有影响力。但是,其影响并不总是表现为价格压力,在一些案例中也表现出对股价的促进作用。

(2) 从2002年中国联通上市开始,各事件研究结果出现了比较一致的现象,即在分组比较检验中,以反映公司股价高低的基本面数据(主要是B/M)为标准,市场价格相对较高组CAR通常低于市场价格相对较低的CAR。这种现象在长江电力发行和上市时表现得最为显著,表明如果大型企业上市对股价有压力,是对那些价格严重偏离其内在价值的股票具有较大的价格压力。同时,实证结果也表明,高低B/M组的压力差比高低E/P组的压力差要大,这可能是由于我国上市公司业绩不稳定所致,B/M指标相比E/P指标可以更好地反映市场估值水平的高低。

(3) 各检验期间市场均出现较大的波动,说明我国股票市场具有不稳定性。中国石化上市、中国联通上市、中国银行上市、中国国航发行期间,样本总体CAR分别为-15.20%、-8.60%、9.25%、-12.01%。我们认为市场波动幅度如此剧烈,除了大型企业上市的影响因素以外,可能还存在其它更重要因素共同作用的结果。

(4) 从实证结果看,基金重仓股与非基金重仓股表现没有显著的差异。课题组认为,可能的原因是我国证券市场中基金的投资行为对市场的影响力仍然有限,基金投资的股票也无法摆脱市场中一些共同因素的影响。

三、主要结论与政策建议

(一) 主要结论

1、优质大型企业境内上市对企业自身发展、我国资本市场和国民经济发展都具有重要的意义。优质大型企业境内上市使这些在我国国民经济中具有支柱作用的企业可以充分利用资本市场进行筹资和投资,改善企业资本结构和治理结构,逐步发展壮大为具有全球竞争力的大型跨国公司。成熟资本市场经验表明,优质大型企业始终是市场中业绩和发展速度最稳定、能够给投资者带来合理回报的群体,课题组从我国证券市场得到的经验数据也验证了这一论点。优质大型企业境内上市对本课题所研究问题的更现实含义在于,由于优质大型企业业绩稳定,信息披露规范,有较多的证券分析师跟踪研究,市场投资者对企业未来业绩预期明确,因此优质大型企业的股票价格和投资,改善企业资本结构和治理结构,逐步发展壮大为具有全球竞争力的大型跨国公司。成熟资本市场经验表明,优质大型企业始终是市场中业绩和发展速度最稳定、能够给投资者带来合理回报的群体,课题组从我国证券市场得到的经验数据也验证了这一论点。优质大型企业良好的可投资性以及巨大的股本规模,使其能够吸引更多更广泛的投资者,增强市场流动性。随着优质大型企业在证券市场中数量的不断增长,市场的稳定性和流动性不断提高,股票市场可交易股票数量的增减对股票价格的影响将逐步减弱。因此可以说,优质大型企业境内上市对企业自身和证券市场的健康发展具有相辅相成的作用。

2、关于优质大型企业境内上市价格压力“问题”,课题组实证检验结果无法得出其对证券市场产生价格压力的一致性结论。近代投资、金融学的主流理论,如企业内在价值理论、有效市场理论也不支持“价格压力”假说。通过对市场整体样本按照股票价格水平和基本面数据进行分组检验,我们发现,优质大型企业上市对市场中估价水平较高、股票价格偏离内在价值的股票确实存在价格压力的现象。课题组认为:这种现象反映了市场运行的内在规律,即股票价格必须以内在于价值为基础,市场自我调节的力量将促使那些价格严重偏离内在价值的股票向其内在价值回归,如果优质大型企业上市对市场或其他股票造成所谓的“价格压力”,其主要动力也是来自于市场本身运行规律,优质大型企业境内上市事件本身在一定程度上可以强化市场的运行规律,造成在事件发生期间部分估值不合理的股票价格加速回归,从而出现“价格压力”的现象。“价格压力”表明了我国证券市场内在

附表

发生事件	CAR	LBM	HBM	LEP	HEP	LBV	HBV	NON-HLDG	HLDG	t检验说明
宝钢股份上市	0.0118	-0.0119	0.0194	-0.0134	-0.0011	0.0016	-0.0155	0.0098	-0.0025	B/M差异显著、E/P差异不显著、BV差异不显著、HLDG差异不显著
中国石化上市	-0.1520	-0.1390	-0.1738	-0.1376	-0.1363	-0.1308	-0.1648	-0.1387	-0.1648	B/M差异显著、E/P差异不显著、BV差异显著、HLDG差异显著
中国联通上市	-0.0860	-0.0820	-0.0798	-0.1157	-0.0580	-0.0988	-0.0718	-0.1130	-0.0846	B/M差异不显著、E/P差异显著、BV差异显著、HLDG差异显著
长江电力发行	-0.0093	-0.0659	0.0493	-0.0591	0.0748	-0.0763	0.0657	0.0428	0.0349	B/M差异显著、E/P差异显著、BV差异显著、HLDG差异不显著
长江电力上市	0.0428	0.0028	0.0843	0.0324	0.0888	0.0016	0.0933	0.0798	0.0664	B/M差异显著、E/P差异显著、BV差异显著、HLDG差异不显著
中国银行发行	-0.0321	-0.0346	-0.0516	-0.0582	-0.0067	-0.0189	-0.0710	-0.0590	-0.0007	B/M差异不显著、E/P差异显著、BV差异显著、HLDG差异显著
中国银行上市	0.0925	0.0726	0.0585	0.0809	0.0922	0.1046	0.0170	0.0988	0.0973	B/M差异不显著、E/P差异不显著、BV差异显著、HLDG差异不显著
中国国航发行	-0.1201	-0.1702	-0.1085	-0.1191	-0.1111	-0.1021	-0.1136	-0.1052	-0.1334	B/M差异显著、E/P差异不显著、BV差异不显著、HLDG差异不显著
中国国航上市	-0.0441	-0.0520	-0.0522	-0.0327	-0.0481	-0.0234	-0.0405	-0.0421	-0.0539	B/M差异不显著、E/P差异不显著、BV差异不显著、HLDG差异不显著
平均	-0.0329	-0.0534	-0.0283	-0.0469	-0.0117	-0.0381	-0.0335	-0.0252	-0.0268	