

限售股解禁下 A 股市场各交易主体 行为分析与市场对策研究

张亦春 孙君明

内容提要:随着限售股的陆续解禁,中国证券市场上出现了一类新的交易主体——解禁者。新交易主体的出现破坏了原来市场各交易主体的利益平衡,各类投资者从自身的利益出发,改变各自的投资策略,导致 A 股市场的强烈震荡。本文从限售股解禁这一角度出发,研究新形势下各交易主体的行为变化,并提出了稳定市场的对策建议。

关键词:限售股 解禁 证券市场 投资行为

一直以来,证券市场上的交易主体主要包括个人投资者和机构投资者两种类型。但是,限售股的解禁改变了 A 股市场上的交易主体格局。统计数据显示,2008 年涉及股改限售股解禁的上市公司有 956 家,共约 1388 亿股解禁,合计解禁金额近 3 万亿元,比 2007 年同比增加 30%。限售股解禁后,原来的限售非流通股股东变成了流通股股东,由于这些刚解禁流通股股东身份的特殊性,他们既不是一般的个人投资者,也不同于原有的机构投资者,他们构成了 A 股市场上的第三类交易主体。

新的交易主体的出现打破了 A 股市场现有交易主体的利益格局。面对新的市场局势和不完全信息的市场环境,各交易主体的投资行为必然会发生改变。显然,各交易主体投资行为的变化是造成现阶段 A 股市场不稳定的重要因素之一。因此,在强大的限售股解禁预期下,通过对各交易主体投资行为的研究去分析震荡中的 A 股市场,具有重要的现实意义。

一、各交易主体的行为研究

行为金融学理论认为,证券市场上的股票价格不仅是由其自身的基本面因素所决定,在很大程度上还受到各交易主体行为的影响,不同投资者之间的投资行为是一种非对称信息的动态博弈。本文中,证券市场上的交易主体包括个人投资者、机构投资者和解禁者。个人投资者是以自然人或家庭为投资单位,参与股票流通市场买卖交易的投资者。机构投资者泛指保险基金、社保基金、开放式基金、封

封闭式基金、证券公司、合格境外机构投资者(QFII)和大型的私募机构等。当限售者所持有的非流通股限售期满,限售者就自然变成了解禁者。由于众所周知的历史原因,解禁者的构成十分复杂,既包含有各级政府、国有企业,又有私营企业法人和各种战略投资者等,他们的投资动机、价值理念、所面临的市场环境也迥然各异。因此,我们所关注的是,限售股解禁带来的市场冲击将会对各交易主体的投资行为带来哪些变化?下面,本文就此进行具体分析。

(一)个人投资者

个人投资者是证券市场中最广泛却又最分散的一个群体,他们的资金量小,信息渠道少,专业知识匮乏,特别是在我国证券市场法制并不十分健全的情况下,总处于不利的竞争地位。德隆等(1990)认为,个人投资者是有限理性的,在不确定性的市场环境下进行决策时,存在着锚定、损失厌恶等认知偏差,经常会发生非理性的正反馈交易行为,“追涨杀跌”或“买涨不买跌”等现象屡见不鲜。虽然个人投资者在我国 A 股流通市场中占据着较大的市场份额,但是他们的弱势竞争地位决定了他们难以成为 A 股市场的主导者。

限售股解禁后,个人投资者的弱势竞争地位显得更加突出。首先,尽管解禁者的主体构成较为复杂,但他们中大部分属于机构性质,无论是资金量还是持股成本,解禁者有着许多个人投资者所不可比拟的优势。随着解禁者的陆续增加,A 股市场中个人投资者所持有的流通股的比重将越来越小。其次,个人投资者与解禁者之间存在着信息不对称。

根据规定,持股占总股本比例低于5%的原非流通股股东,或持股占总股本比例高于5%的原非流通股股东减持1%以下的,无需发布公告而变现。显然,个人投资者必将在市场博弈中处于不利地位。

强大的限售解禁预期给A股市场带来了更多的不确定性,市场的操作性风险逐步增加,个人投资者的投资心态变得更加复杂。一些崇尚价值投资理念的个人投资者被迫转变投资策略,进行短线操作。许多风险厌恶的个人投资者慢慢退出了市场,而风险偏好的个人投资者则在市场中尽情投机。

(二)机构投资者

限售股解禁以前,以基金为主导的各类机构投资者掌握着证券市场中的大多数筹码,在A股市场中享有绝对话语权。为了达到自身的阶段性利益目标,机构投资者经常以抱团的形式在市场中形成具有绝对控制力的主体。然而,在强大的限售解禁预期下,机构投资者原先在市场中的主导地位受到了挑战。首先,大规模的限售股解禁使得A股市场流通市值急剧增加,机构投资者所持有的流通股比重越来越小,无法占据A股市场的主导地位。其次,解禁流通股东的持股成本远低于机构投资者的平均持股成本,具有较强的心理优势。在不利的市场环境下,机构投资者的投资行为必然发生变化。

假定机构投资者持有S公司的股票,该股票的非流通筹码将在未来的某一段时间内解禁,目前的市场交易价格为 P_1 。按照证券市场合理的动态市盈率和公司基本面进行估价,S股票的基本面价格为 P_2 。再假定S股票解禁者的平均持有成本为 C_1 ,机构投资者持有S股票的平均成本为 C_2 。我们知道, $C_1 < P_1$,对于理性的机构投资者,有 $C_1 < C_2 < P_1$ 。若 $P_1 > P_2$,即S股票的市场交易价格超过其基本面价格,必然会引起机构投资者的恐慌,因为机构投资者持有S股票的平均成本远大于限售者持有的平均成本,理性的机构投资者预期限售者在解禁后会以当前市场价格 P_1 抛售股票S,同时也预期当股票市场交易价格低于基本面价格 P_2 时解禁者会惜售股票S。因此,机构投资者在限售股解禁之前会先抛出持有的部分股票S,直到 $P_1 \leq P_2$ 。

限售股解禁后,机构投资者在A股市场中的话语权被严重削弱,其行为将受到解禁流通股股东行为的制约。显然,机构投资者的投资行为将更趋于谨慎。

(三)解禁者

股权分置改革以后,中国内地证券市场出现了

一类新的特殊群体——限售者。限售者是中国股权分置改革形成的特有产物,随着限售者持有的限售股陆续解冻,越来越多的限售者成了解禁者。由于股权分置改革以前A股市场非流通股的比例远远超过流通股的比例,因此,在未来的一段时间里,解禁者的规模将日益庞大。可以说,解禁者已经成为当前A股市场的一个重要交易主体。

众所周知,尽管限售者经历了股改送股的成本付出,但是其总体股权的购入成本仍然极低,几乎所有解禁者都分享到了股权分置改革的成果,获取了丰厚的利润。显然,在A股市场整体市盈率水平仍然偏高以及不确定的世界经济和从紧货币政策的 market 环境下,许多解禁者的套现欲望将会较为强烈。

(四)机构投资者与解禁者的博弈研究

限售股解禁后,A股市场形成了个人投资者、机构投资者和解禁者的三方博弈。从前面的分析我们知道,个人投资者在市场中的弱势地位决定了它无法与机构投资者和解禁者相抗衡。因此,我们重点关注机构投资者与解禁者在A股市场中的博弈。

1. 前提假设。假设一:机构投资者和解禁者都拥有强大的信息优势,都能够较为全面地分析经济形势、国家政策以及上市公司的生产经营状况。因此,他们之间的博弈属于完全信息的动态博弈。

假设二:机构投资者和解禁者都是以追求各自的效用最大化为目标,他们都持有市场中一定比例的股票,并且可以自由支配各自持有的股票。

假设三:机构投资者有“买入”、“卖出”、“合作”、“观望”四种可选策略,解禁者有“卖出”、“合作”、“观望”三种可选策略。

假设四:机构投资者与解禁者之间的博弈是一个无限次的动态重复博弈过程。为方便分析,我们构造一个简单的两阶段动态博弈模型:解禁者首先选择对所持有股票的操作策略,然后机构投资者根据解禁者的行动选择相应的策略。

2. 模型分析。当解禁者选择卖出策略时,由于限售股解禁数量巨大且市场资金量有限,机构投资者不可能选择买入策略去承接解禁者抛售的股票,为维护自身利益,机构投资者只能选择卖出策略。当解禁者选择合作策略时,由于市场中的博弈是动态交互的,如果解禁者发现机构投资者选择不合作,则解禁者也将不会选择合作策略;当解禁者选择观望策略时,机构投资者无论是选择买入策略还是卖出策略,都将处于被动地位,显然机构投资者只能采取观望策略。因此,解禁者与机构投资者之间的动

态博弈树可表示如图 1。

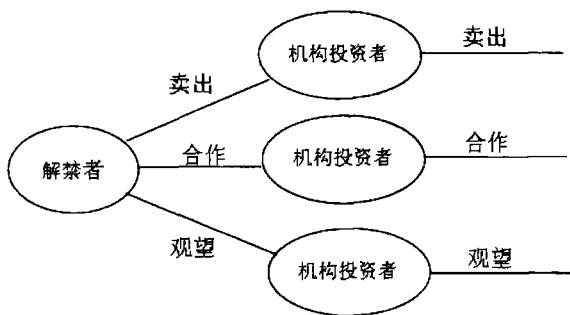


图 1 解禁者与机构投资者动态博弈树

假设解禁者持有的股票数量为 N , 机构投资者持有的股票数量为 M , 双方行动前市场的股票价格为 P ; 解禁者选择卖出策略时可承受的卖出均价为 P_1 , 交易成本为 C_1 , 机构投资者选择卖出策略时可承受的卖出均价为 P'_1 , 交易成本为 C'_1 ; 双方合作时的协商交易价格为 X , 解禁者的谈判成本为 C_2 , 机构投资者的谈判成本为 C'_2 ; 采取观望策略时, 解禁者所持有的股票资产的时间机会成本为 T , 机构投资者的时间成本为 T' ; 解禁者的收益效用函数为 $U_1(x)$, 机构投资者的收益效用函数为 $U_2(x)$ 。那么, 我们可以计算出解禁者与机构投资者在(观望, 观望)、(卖出, 卖出)、(合作, 合作)三种策略组合下的收益。

(1) 当解禁者选择观望策略时, 其收益 $R_1 = -T$; 机构投资者的收益 $R'_1 = -T'$ 。

(2) 当解禁者选择卖出策略时, 其收益 $R_2 = -(P - P_1) \times N - C_1$; 机构投资者的收益 $R'_2 = -(P - P'_1) \times M - C'_1$ 。

(3) 相对于卖出策略而言, 当解禁者选择合作策略时, 其收益 $R_3 = (X - P_1) \times N + C_1 - C_2$; 机构投资者的收益 $R'_3 = (P - P'_1) \times M + (P - X) \times N + C'_1 - C'_2$; 且必须满足 $U_1(R_3) = U_2(R'_3)$ 。

我们知道, $T > 0, T' > 0, P > P_1, P > P'_1$, 因此, $R_1 < 0, R'_1 < 0, R_2 < 0, R'_2 < 0$; R_3, R'_3 的符号取决于 X 和 C_2, C'_2 的大小。若 $\max(R_1, R_2, R_3) = R_1$, 则解禁者选择观望策略, 然而 T 与观望时间成正比, 观望时间 T 越长, T 越大, R_1 将变小。显然, 观望策略是解禁者的一个不稳定策略, 长时间看来, 解禁者必然在卖出与合作这两种策略中做出选择。

3. 结论. 解禁者和机构投资者都是以追求各自利益的最大化为目标, 由以上分析我们认为, 他们之间的协商交易价格和谈判成本都是由一些主观条件

因素所决定, 当谈判成本较小时, 博弈双方选择(合作, 合作)策略将是最佳选择。

二、限售股解禁预期对 A 股市场的影响

由于 2005 年启动的股权分置改革在解决非流通股流通问题上采取的是“爬行式”的减持方式, 即获得流通权的非流通股在限定的标准下分多年逐批开始流通。因此, 从 2006 年 6 月起, 许多非流通股陆续解禁。随着限售股解禁规模的逐步扩大, A 股市场面临着巨大的资金压力。

从图 2 我们清楚地看到, 2008 年非流通股解禁市值达到 28458 亿元, 较 2007 年增长超过 30%, 2009 年和 2010 年将迎来非流通股解禁的高峰, 其解禁市值分别达到 67425 亿元和 81230 亿元, 到 2011 年以后, 非流通股解禁数量才明显减少。可见, 仅 2008 ~ 2010 年这三年期间, A 股市场将面临近 18 万亿元的限售股解禁压力。从图 3 的 2008 年数据我们看到, 几乎每个月的限售股解禁市值都超过 1000 亿元, 第一季度和第四季度的市场解禁压力较大, 8 月份为全年的月度解禁高峰, 解禁市值高达 4200 亿元。

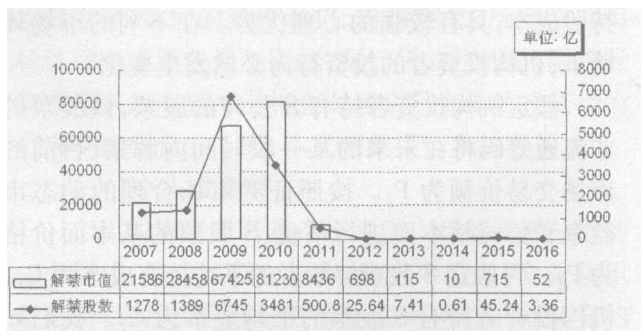


图 2 2007 ~ 2016 年限售股解禁数量及市值统计

注: (1) 图 2、图 3 数据根据 Wind 资讯, 经过计算整理而成。(2) 解禁市值根据 2008 年 2 月 29 日收盘价计算。

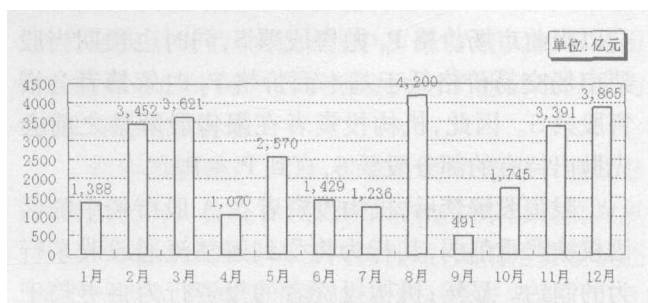


图 3 2008 年各月份限售股解禁市值统计

我们认为,在央行实行从紧货币政策的市场环境下,限售股的集中流通上市将对A股市场资金面的供求关系产生显著影响,对投资者的心理产生巨大的压力,从而引发A股市场的强烈震荡。自2007年10月份以来,A股市场经历了从6124点到4000点的深幅调整。虽然证券市场的波动是由诸多因素共同决定的,但可以说限售股的解禁压力是其中最关键的因素之一。我们选取去年10月份以来已经在A股市场解禁的10支股票,观察各股票在解禁前22个交易日的市场表现(见表1)。

表1 限售股解禁前市场表现统计表

股票代码	股票名称	解禁日期	解禁股数 (亿股)	占原流通股比例	解禁前市场表现
601588	北辰实业	2007-10-16	5.50	57.89%	-18.91%
601006	大秦铁路	2007-10-29	4.81	22.69%	-18.19%
600275	武昌鱼	2007-11-07	1.33	69.63%	-20.89%
000897	津滨发展	2007-11-11	1.57	25.57%	-14.78%
000571	新大洲A	2007-11-13	2.39	57.59%	-28.93%
600491	龙元建设	2007-11-15	1.14	89.76%	-19.12%
601872	招商轮船	2007-12-03	7.22	84.15%	-18.48%
600266	北京城建	2008-02-05	1.21	44.98%	-17.71%
601166	兴业银行	2008-02-05	32.79	467.76%	-11.50%
600851	海欣股份	2008-02-13	1.60	29.85%	-21.50%

注:(1)表1根据A股市场公开披露数据,经过计算整理而成。(2)选股依据:表中选取解禁股数占原流通股比例较高,且没有其他外部因素影响的股票。(3)解禁前市场表现=(解禁前1个交易日收盘价-解禁前22个交易日收盘价)/解禁前22个交易日收盘价。

显然,强大的限售股解禁预期是导致股票价格下跌的一个重要原因。特别是在目前A股市场面临诸多不确定因素的情况下,大多数投资者都把限售股解禁视为A股市场上的一个长期利空。因此,限售股解禁必将对A股市场的心理层面产生长期深远的影响。

然而,证券市场的稳定和发展需要有广大投资者的信心支持。众所周知,我国证券市场起步晚,规模小,长期以来间接融资一直占据主导地位。因此,我国政府提出要大力发展资本市场,改善融资结构,健全市场体系。应该看到,股权分置改革在完善公司治理、提升公司质量、优化资源配置等方面发挥了重要的作用,但是我们也要充分认识到股权分置改革并未真正结束,现阶段A股市场仍然面临着许多问题,巨额的限售股解禁正在考验着股权分置改革

的成效。为此,面对着缺失的市场信心和动荡的A股市场,如何有效地采取对策,保持市场的稳定和发展,值得我们去研究和深思。

三、稳定市场的对策建议

基于上面所论述的A股市场面临的具体情况,我们提出以下具有针对性的对策建议:

(1)规范企业融资行为,促进市场资源的合理有效配置;积极培育、发展和壮大机构投资者,着力解决A股市场中机构投资者与解禁者之间的规模失衡问题;扩大基金发行数量,适当提高保险基金、社保基金等机构的入市比例,增加A股市场资金供给,缓解目前A股市场由于资金面供求关系不平衡而形成的各种压力。

(2)拓宽沟通渠道,降低解禁流通股股东与机构投资者之间的谈判成本,从政策上加以引导,鼓励解禁流通股股东以大宗交易或协议转让等形式减持股票,减少由于股权集中减持而对二级市场造成的冲击。同时又要加强市场监管,防止解禁流通股股东与机构投资者串谋操纵股票价格,增强二级市场交易信息公开的透明度,保护中小投资者的切身利益。

(3)在合适的时候推出股指期货、期权交易等衍生金融工具,丰富证券市场中的产品结构,也可推出融资融券,以活跃市场,使得做多、做空得以制衡,避免二级市场的系统性风险。

(4)针对当前A股市场投资者的恐慌情绪,政府部门必须加强市场引导职能,释放积极的政策信号,稳定投资者的心理预期,增强他们对我国经济发展的信心,同时要加强理论指导,惩治操纵价格、内幕交易等违法违规行为,推崇价值投资的理念,既要防止重蹈以往政策市的覆辙,又不能放任市场自由发展,而只能是逐步在引导中求规范,在稳定中求发展。

参考文献:

- 陈学彬等,2007:《金融博弈论》,复旦大学出版社。
冯博,2007:《证券市场中的羊群行为的博弈分析》,《哈尔滨商业大学学报》第1期。
李诗林,2005:《行为金融与证券投资行为分析》,社会科学文献出版社。
李心丹,2005:《行为金融理论:研究体系及展望》,《金融研究》第1期。
马玉林 陈伟忠,2004:《证券市场中投资者行为的动态博弈分析》,《金融教学与研究》第4期。
张维迎,1996:《博弈论与信息经济学》,上海人民出版社。

(作者单位:厦门大学金融系)

(责任编辑:狄雷)