

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 15620071161477

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

股改限售股解禁市场反应和成因分析
——基于流动性变化角度

Market Reaction to Non-tradable Share Desterilization:
An Explanation Based on Liquidity Shifts

谢磊柯

指导教师姓名: 赵向琴 副教授

专业名称: 国际金融学

论文提交日期: 2010 年 月

论文答辩日期: 2010 年 月

学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2010 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

从 2006 年 6 月 19 日第一笔股改限售股解禁事件开始, 股改限售股解禁已渐渐成为全社会关注的焦点。从宏观层面看, 限售股解禁将给我国资本市场带来什么冲击? 从微观层面讲, 不同公司限售股解禁的市场冲击会相同吗? 本文试图从流动性的角度来分析这些问题。

理论上, 资本市场中存在流动性溢价现象。如果股票流动性低, 投资者应该会为持有流动性不佳的股票而得到补偿。大多数的实证研究都证明了流动性是影响股票预期收益率的一个重要因素。因此, 本文研究的主要目的就是希望能够找到流动性变化和限售股解禁的累计异常收益率之间的相关关系。

本文的研究分两个部分。第一部分用事件研究法对本文选择的 2624 个解禁样本进行分析。一方面, 回答了前文提出的限售股解禁带来什么样的市场冲击的问题, 分析结果表明, 非流通股股东在获得流通权后持续地抛售公司股票, 大大增加了二级市场的股票供给量, 市场异常交易量产生了显著的上升, 此外, 股票价格对解禁事件做出了显著的负面反应并且在事件窗口内没有出现反转。由于解禁事件在事前是完全可以预期的, 上述结果意味着股票价格并不能迅速对公开信息做出完全的反映, 中国股票市场的信息效率还未达到半强式有效的水平; 另一方面, 为后续研究确立前提, 证明流动性变化会对限售股解禁的累计异常收益率有所影响。本文的第二部分前文事件分析法的基础上, 通过构造多元混同 OLS 模型, 从模型参数和模型解释能力两个方面分析, 发现流动性变化是影响股改限售股解禁流通日前后异常收益的一个重要因素; 流动性出现衰退的样本公司, 会出现显著负的累计异常收益率, 流动性得到改善的样本公司, 所受的负面影响要远远小于前者, 甚至会出现正的累计异常收益率。此外, 该部分的最后证明了不同的市场周期下限售股解禁流通日前后异常收益受流动性变化影响所有不同。

股改限售股解禁在未来的十几年间将深刻地影响我国的股票市场, 并对我国上市公司的公司治理、信息披露、股东行为等各方面产生重大影响, 希望本文的实证研究结果及总结能够为相关的学术研究添砖加瓦。

关键词：限售股解禁；流动性变化；异常收益率

Abstract

Since the first non-tradable shares became tradable on June 19, 2006, the desterilization of non-tradable shares came to our sight gradually. Questions such as what impact the selling off would bring to the market and whether the react would be different among different individual company. This thesis tries to answer from the prospective of liquidity shifts.

Theoretically, liquidity premium exists in capital market. If the stock liquidity is low, the transaction costs should increase. Investors should be compensated for poor liquidity. Most of the empirical studies have demonstrated the liquidity is an important factor of the expected rate of return of the stock. Therefore, the main purpose of this thesis is to find the relationship between liquidity shifts and cumulative abnormal returns around the desterilization of non-tradable shares.

Research of the thesis includes two parts. The first part is the analysis with event study method. Using a sample of 2,624 desterilization events of non-tradable shares, I found that the cumulative abnormal returns around the desterilization day is significant negative, this result indicate desterilization`s negative market impact. In this part, I also showed that liquidity shifts is significantly related to the cumulative abnormal returns around the desterilization day. The second part is analysis of Cross-sectional regression. Using a pooled-OLS model, I proved that the illiquidity samples will suffer more negative cumulative abnormal return, while the liquidity samples will experience less negative cumulative abnormal return. Moreover, in upward market circle, the negative impact would be more significant.

The reform of non-tradable shares will influence corporate governance, information disclosure and share-holder behavior of public firms, and thus would undoubtedly has a significant impact on China's stock market in the next decade. I hope the thesis could contribute to related researchs.

Key words: Desterilization of Non-tradable Shares; liquidity shifts; Cumulative abnormal returns

目 录

第一章	绪论	1
第一节	研究背景和意义	1
第二节	文章结构和主要内容	3
第三节	研究方法、创新和局限	4
第二章	文献回顾和综述	6
第一节	关于限售股解禁的文献综述	6
一、	国外相关研究综述	6
二、	国内相关研究综述	8
第二节	关于流动性和收益率关系的文献综述	10
一、	国外相关研究综述	10
二、	国内相关研究综述	13
第三章	股权分置改革限售股解禁	15
第一节	股权分置改革限售股解禁机制	15
第二节	对于解禁进程的描述性统计	16
第三节	同时期我国资本市场表现	17
第四章	事件研究法分析	18
第一节	样本数据选择及描述性统计	18
第二节	限售股解禁的市场冲击	21
一、	累计异常收益率的统计及检验	22
二、	异常交易量的统计及检验	27
第三节	流动性变化与累计异常收益率	30
一、	衡量流动性的变化	31
二、	流动性变化对累计异常收益率的影响	31

第五章	横截面回归分析	39
第一节	模型和变量说明	40
第二节	横截面回归结果分析	44
第三节	市场周期与流动性变化	48
第四节	稳健性检验	50
一、	更换被解释变量时间窗口的稳健性检验	50
二、	更换非流动性指标的稳健性检验	52
第六章	结论	54
第一节	本文基本结论	54
第二节	未来研究方向	55
参考文献		57
致 谢		61

CONTENTS

CHAPTER1 INTRODUCTION	1
1.1 BACKGROUND AND SIGNIFICANCE	1
1.2 FRAMEWORK AND CONTENTS	3
1.3 METHODOLOGY、 INNOVATIONS AND LIMITATION	4
CHAPTER2 LITERATURE REVIEW	6
2.1 LITERATURE REVIEW OF NON-TRADABLE SHARES' DESTERILIZATION	6
2.1.1 Literature Review of related foreign theory	6
2.1.2 Literature Review of related domestic theory	8
2.2 LITERATURE REVIEW OF RELATIONSHIP BETWEEN LIQUIDITY AND RETURN RATE	10
2.2.1 Literature Review of Related Foreign Theory	10
2.2.2 Literature Review of Related Domestic Theory	13
CHAPTER3 DESTERILIZATION OF NON-TRADABLE SHARES	15
3.1 PROCEDURE OF NON-TRADABLE SHARE REFORM	15
3.2 DESCRIPTIVE STATISTICS ON PROCEDURE OF DESTERILIZATION	16
3.3 CONTEMPORARY MARKET PERFORMANCE	17
CHAPTER4 ANALYSIS WITH EVENTS STUDIES	
METHODOLOGY	18
4.1 SAMPLE SELECTION AND DESCRIPTIVE STATISTICS	18
4.2 MARKET REACTION TO DESTERILIZATION	21
4.2.1 Analysis and Test for Cumulative Abnormal Return	22
4.2.2 Analysis and Test for Abnormal Volume	27

4.3	LIQUIDITY SHIFT AND CUMULATIVE ABNORMAL RETURN	30
4.3.1	Measurement of Liquidity Shift.....	31
4.3.2	Liquidity Shift and Cumulative Abnormal Return.....	31
CHAPTER5 ANALYSIS OF CROSS-SECTIONAL		
REGRESSION		39
5.1	MODEL AND VARIABLES	40
5.2	RESULT OF CROSS-SECTIONAL REGRESSION	44
5.3	LIQUIDITY SHIFT AND MARKET CYCLE	48
5.4	ROBUTSNES CHECKS	50
5.4.1	Chaging the Explained Variable.....	50
5.4.2	Using Turnover as proxy for liquidity.....	52
CHAPTER6 CONCLUSION		54
6.1	CONCLUSION	54
6.2	LIMITATIONS AND PERSPECTIVES	55
REFERENCES		57
ACKNOWLEDGEMENT		61

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 绪论

本章分为三个部分：第一节分析本文的研究背景和意义，第二节对本文的结构和内容进行概括，最后一节是简述本文的创新和局限之处。

第一节 研究背景和意义

股权分置，是指在我国资本市场成立初期，政府出于保持公有经济的主体地位和防止国有资产流失的考虑，将上市公司股份人为分割为可流通的社会公众股和不可流通的国有股和法人股。具体到微观层面，股权分置时代上市公司从股份制改造到募集资金上市的惯常程序是：拟发行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，企业股票上市后则分为可流通部分（即公众股）和不可流通部分（国家股或法人股），而通过配股、送股等孳生的股份，仍然根据其原始股份是否可流通划分为非流通股和流通股。其中，流通股可以在沪深交易所公开竞价交易流通，而非流通股只能通过协议或要约的形式转让。因为流通性的差别，两者之间形成“同股不同权、不同价”。随着资本市场更加市场化，股权分置问题的长期存在就像是悬在中国股市头上的达摩克利斯之剑，《关于上市公司股权分置改革的指导意见》^[1]明确指出，“股权分置扭曲资本市场定价机制，制约资源配置功能的有效发挥，公司股价难以对大股东、管理层形成市场化的激励和约束，公司治理缺乏共同的利益基础，资本流动存在非流通股协议转让和流通股竞价交易两种价格，资本运营缺乏市场化操作基础。”

2005年4月底，中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》^[1]，拉开了股权分置改革的序幕。非流通股股东在通过各种形式向流通股股东支付“对价”^①补偿后，其非流通股获得在二级市场的流通权利。在“统一组织，分散决策，循序渐进，新老划断”原则的指导下，至2006年10月初，在仅仅一年多的时间里，沪深两市已有1169家上市公司完成或进入股改程序，股改公司市值占总市值的比例超过93%，中国A股市场股改基本完成。

^① 对价原本是英美合同法上的效力原则，其本意是“为换取另一个人做某事的允诺，某人付出的不一定是金钱的代价”，也许是“购买某种允诺的代价”。在股权分置改革的实践中，对价的标的物是非流通股的可流通权。未来非流通股要流通，导致流通股股价下跌，会给股民造成非流通股可流通的风险或损失，非流通股股东可流通权的获得必须要与股民对价才能实现。

股权分置改革的本质过程可以概括为：非流通股股东首先对流通股股东进行对价补偿，然后以此为条件，其拥有的原非流通股逐步获得在二级市场的合法流通权利。股权分置改革的最终目的在于：使得非流通股股东和流通股股东的利益趋于一致，形成公司治理的共同利益基础，实现理财目标的回归；恢复资本市场的基本功能，为中小股东的利益保障机制的完善提供支持。

伴随着此次中国证券市场建立以来最大的制度变迁，在其它各种因素的配合下，市场呈现出史无前例的“非理性繁荣”，上证综指在 2005 年 6 月 6 日仅为 998 点，2007 年 10 月 16 日已达到 6124 点，相应的 A 股市场平均市盈率由 16 倍激增到 71 倍。但随后市场持续下跌，到 2008 年 10 月，在仅一年的时间里，上证综指只剩下 1664 点，平均市盈率也回落到 14 倍。根据 Hong^[2]等人（2003）对于市场崩溃（market crash）的定义，从 2007 年 10 月到 2008 年 10 月中国股票市场的急剧下跌可以被称之为市场崩溃，因为这种下跌是整个市场范围内的，并且没有重大的负面公共新闻事件与之相伴。那么，市场崩溃的原因是什么呢？它与股权分置改革有没有内在的联系？这些问题具有重大的理论意义和政策价值，但是在目前所能检索到的资料里，相关的严格学术研究还非常少。

虽然缺乏严格的学术研究，但在各种公共媒体上对市场崩溃存在一些值得注意的观点，这些观点基本可以分为两大类：一类认为由于宏观经济形势的逐渐恶化（如受到人民币升值和美国次债危机的影响），中国经济具有衰退的风险，上市公司的未来盈利将大大减少，公司基本面的预期恶化导致了股市的崩溃；另一类认为股权分置改革所解禁的非流通股极大地增加了股票市场的供给，导致了市场的崩溃。我们认为投资者对上市公司基本面的预期恶化确实是影响股票市场的一个重要因素，但一年内 73% 的市场平均跌幅很难被基本面的预期恶化程度所解释。那么，真的是股权分置改革后流通股供给的增加导致了市场的崩溃吗？“是什么”这一问题在理论上直接涉及到对中国股票市场的信息效率评价，在政策上更是直接关系到对股权分置改革后续问题的解决思路。本文希望通过使用严格的计量经济学方法实证分析非流通股解禁的市场效应，为客观回答上述问题提供一些新的思路。

股票流动性是资本市场微观结构理论的重要组成部分。和其他金融资产一样，流动性对股票收益有着相当显著的影响，因为投资任何一种金融资产取得的收益

都必须通过具有较强流动性的市场来实现。根据资产套利定价模型，股票收益与影响股票价格的各种敏感因素相关。如果假定资本市场的参与者都是理性的，那么从直观上应该得出如下结论：为了不减少投资者的财富总额，市场必须对较低收益的股票提供额外的补偿，否则将没有投资者愿意拥有这些收益较低的股票，流动性显然是一个非常好的补偿变量。因此，资产流动性的高低是否影响资产的收益率一直是资本市场理论研究的热点问题，也是投资者决策的重要理论依据之一。流动性作为股票收益率的可能影响因素的观点最早出现在 20 世纪 80 年代中期，虽然有关这方面的研究产生了众说纷纭的结论，但是大多数研究支持这样一种观点，即证券的流动性变化影响证券的预期收益。

综上所述，研究流动性对限售股解禁流通日前后的股票收益率的影响，无论从学术角度还是实践角度来看都具有十分重要的意义。因此本文在证明限售股解禁对股票的市场冲击之后，将重点放在流动性的角度，进一步研究流动性变化和股改限售股解禁事件的市场市场效应的关系。

第二节 文章结构和主要内容

本文主要的研究内容是：把国外股票市场关于流动性影响股票收益率的研究成果和方法与我国股票市场股改限售股解禁事件的实际情况相结合，运用现代经济计量学方法与计算机技术，首先采用事件研究法对我国股票市场限售股解禁的市场反应进行实证分析，再对流动性变化和股改限售股解禁流通日前后的横截面收益之间的经验关系进行实证研究，并对实证结果进行初步的解释。

本文的结构如下：

第一章为绪论；本章简单介绍本文的研究背景和意义、文章的结构与主要内容、文章的研究方法等问题。

第二章为股改限售股解禁和流动性的相关文献回顾；此章详细叙述了有关股改限售股解禁的相关文献，并回顾了国内外有关流动性对收益率影响的相关实证研究，为本文对流动性变化与股改限售股股票收益的实证研究奠定基础。

第三章为股权分置改革限售股解禁事件分析；在进行实证分析前，需要全面理解股权分置改革增加股票供给的具体机制，因此本章简要的介绍此次股权分置

改革进程、股改限售协议及其形成原因，详细说明了股权分置改革增加股票供给的具体机制，并提供了股改限售股解禁进程的描述性统计分析等，为本文的实证分析提供一个直观具体的事件背景和框架。

第四章以事件研究法为框架主导研究；本章首先介绍了本文的样本数据选择，并提供了样本数据多个不同角度的描述性统计；接下来使用事件研究法证明了股改限售股解禁对解禁公司股票会造成价格上的负面冲击。本章的最后部分根据单个样本股票流动性变化的情况将整体样本分为两组，证明了流动性变化对限售股解禁流通日前后的累计异常收益率具有重要的影响力。

第五章以横截面回归分析为框架主导研究，本章首先借鉴了国内外相关研究确定了本文所采用的一系列回归模型组，接下来给出了相关回归结果并简单进行分析，在横截面回归分析的框架下分析了流动性变化对限售股解禁流通日前后的累计异常收益率所具有重要的影响力，本章最后证明了不同的市场周期下限售股解禁流通日前后异常收益受流动性变化影响所有不同，并汇报了稳健性检验的结果。

第六章为本文结论和未来的研究方向，概括了本文的主要结论并根据本文不足之处提出了未来研究的可能方向。

第三节 研究方法、创新和局限

在研究方法上，本文采取了以实证分析为主，规范分析为辅的有机结合，并且在主要运用定量分析的基础上辅助以定性分析。在文章主体的实证研究中，始终以精确的计量经济学模型对数据进行处理，期望从海量数据中发现其中隐藏的经济规律。本文采用了两个基本分析框架，前者为事件研究法分析框架，接下来的部分采用横截面回归分析框架。

本文的贡献之处在于：1. 股改限售股解禁是股权分置改革完成一年后才产生的问题，目前，这方面的研究还比较少，尤其是定量研究，本文对股改限售股解禁的市场反应及其成因的分析可以对解决此问题带来的市场困惑起积极的引导作用。2. 本文引入流动性变化这一解释因素对限售股解禁的累计异常收益率进行解释，并指出流动性衰退的解禁公司的市场后续累计收益率负值越大，填补了

股权分置改革的相关研究在这方面的空白。

本文在研究流动性变化和限售股解禁累计异常收益率的关系上做了一定工作，但是还远未达到十全十美，存在着很多局限性。本文只研究了流动性变化与股改解禁日前后 40 个交易日的累计异常收益的关系，而流动性变化对其在多久的时间内存在影响，半年？一年？对于这个问题还可以进一步探讨。此外，在限售股解禁流通日当天，解禁样本总体上都出现了正异常收益率，这一现象背后的经济逻辑是什么？限于水平和篇幅，这些问题本文都没有进行进一步的探究，希望有机会能够深入研究。

第二章 文献回顾和综述

本章主要分为两个部分，第一部分为限售股解禁的相关国内外文献综述；第二部分为流动性和股票收益率的关系的相关国内外文献综述。

第一节 关于限售股解禁的文献综述

一、 国外相关研究综述

股权分置改革是中国资本市场发展过程中的特有现象，并且该现象涉及到了金融领域的多个方面，所以本文的写作过程引用了多个方面国外相关研究成果、理论综述；

1. 股票供应量增加引起股票价格下跌的相关文献

公司内部人卖出、再融资等事件都会引起股票供应量的增加，从而可能导致股票价格下跌，关于这一现象，国外学者提出了很多假说；

Lease、Masulis 和 Page (1991)^[3]以及 Maloney 和 Mulherin (1992)^[4]等提出了交易误差假说，认为，如果在解禁日周围的市场交易会大量的内部人卖出股票，那么，即使在限售股解禁日附近的整体股票买卖差价没有出现变化，内部人为了尽快卖出手中股票，会以低于目前市场价格报出买单，这会导致显著为负的累计异常收益率。这一假说的核心论点在于，大多数解禁事件都伴随着买卖差价的同等幅度的水平下移。

价格压力假说认为，在事件发生日，大量的事前限售股得以解除限制上市流通，在这么短暂的时间内，市场的可交易资产数量供给得到大幅增加，市场资产价格可能会由于这一价格压力而出现下跌，准确是说，是市场供求为了重新达到再平衡，价格必须下跌来吸引更多的买家去承担增加的供给量。Mikkelson、Partch (1988)^[5]，Barclay、Litzenberger (1988)^[6]，以及 Kadlec、Loderer 和 Sheehan (1997)^[7]检查了股票再发行之后的市场表现，他们发现，在股票再发行后，股票的市场价格出现显著的下跌，但是大部分股票的价格随后出现反转。随后的相关研究也都表明，基于价格压力假说的研究都表明价格压力现象是

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库