

股权分置改革对股票市场效率和宏观经济的影响分析

宋劲松, 朱戎

摘要: 本文用融资额与股票市值之比、新股 IPO 发行上市后一定时间的收益率的方差分析和上市公司的收购兼并及控制权转移行为对股权分置改革前后股票市场的融资、定价和资源配置功能进行了比较研究; 也对近年来上市公司的经营绩效进行了研究, 以进一步分析股权分置改革后的公司治理和资源配置能力; 最后通过对居民股票财富的增长和上市公司股东财务状况改变的分析, 探讨股权分置改革对我国宏观经济的影响。

关键词: 股权分置改革、宏观经济

2005 年 6 月 10 日, 在上市公司“三一重工”董事长梁稳根的“大猪拱食, 小猪别闹”的股改方案备受市场责骂之后, “每 10 股赠送 3.5 股并补偿 8 元”新的股改方案获得股东会的通过, 开始了我国股权分置改革试点。根据 WIND 统计, 截至 10 月 17 日, 深沪两市仍有 31 家上市公司未提出股改方案, 除去 27 家“披星戴帽”公司外, 尚有 4 家非 ST 类公司。已经完成或者正在进行股改的公司 1063 家, 有 58 家方案为“送股+资产注入”, 两家为“送股+注资”, 14 家为“缩股+回购股份”, 其余为送股+派现或+权证(认购或认沽)。送股方案为非流通股股东向流通股股东 10 股送 3 股居多。

股权分置改革是我国股票市场近年来最重大的制度变革, 其对我国股票市场效率和宏观经济的影响是学术界非常关注的问题, 本文试图分析对此进行探讨。

一、股权分置改革对我国股票市场效率影响的分析

股票市场主要有三大功能: 融资功能、定价功能和资源配置功能, 以下就股权分置改革前后这三大功能的效率进行比较。

1、股权分置改革前后股票市场融资功能比较

我国股票发行审核制度的演变, 总体来看经历了从审批制到核准制的转变过程。这一过程又分别或同时并行着“额度管理”、“指标管理”、“通道制”和“保荐制”四个阶段, 其中额度管理和指标管理属于审批制, 通道制和保荐制属于核准制。

我国股票市场在股权分置改革启动一年后, 于 2006 年 5 月恢复了一度被中止的新股发行工作, 伴随着 2006 年初以来的大牛市行情, 中国银行、工商银行等超级大盘股在 A 股上市, 仅 2007 年上半年就有中国人寿、中国平安、兴业银行、中信银行、交通银行、中国铝业、中国远洋等融资额较大的金融企业和央企上市。A 股在 2006. 5. 8-2007. 9. 28 的牛市行情中融资额为 7538. 93 亿元, 年均融资额为 5321. 60 亿元, 为我国 A 股市场历年之最。而上一次大牛市的年均融资额仅为 1525. 77 亿元。与此同时, 我国 A 股市场总市值由 2001 年 6 月 14 日上次牛市结束时的 51840 亿元增加到 2007 年 9 月 28 日的 313911 亿元, 增加 5 倍多。见表 1-1。

然而, 从股票融资额与股票市场市值之比来看(见图 1-1), 两次牛市行情年均融资额股与牛市期初的股票市值相比, 股改后的比例高; 两次牛市行情年均融

资额与牛市期中期末的股票市值比，则股改前的高于股改后的。这表明，以股票融资额与股票市值之比测定的股票市场融资功能在股权分置改革后没有得到提高。

与海外主要市场同期股票融资情况相比较来看（见图 1-2），2006.5.8-2007.9.28 期间，我国 A 股股票融资额排在美国、英国、日本、德国之后，列第五。从股票融资额与期初股票市场总市值的比例来看，我国排第二，仅次于香港；从股票融资额与期末股票市场总市值的比例来看，我国在九个国家和地区中排倒数第一（见图 1-3）。因此，从目前的股票市场总市值来看，我国 A 股市场的融资功能与国际相比，还有一定差距。

从我国间接融资与直接融资比例情况来看，2004 年末金融机构人民币各项贷款余额为 177363.49 亿元，当年新增人民币贷款为 18367.26 亿元，证券市场股票发行融资 835.71 亿元，间接融资和股票市场直接融资比例为 95.65:4.35，2006 年金融机构各项贷款为 225285.28 亿元，当年新增人民币贷款为 30594.89 亿元，证券市场股票发行融资 2463.7 亿元，间接融资和直接融资比例为 92.55:7.45。由于我国股票市场总市值与 GDP 之比值已经达到部分发达国家的水平，我国的直接融资与间接融资比例得到一些改善，但与国外发达市场相当还有相当的差距。

表 1-1、我国 A 股市场最近两次大牛市融资情况比较

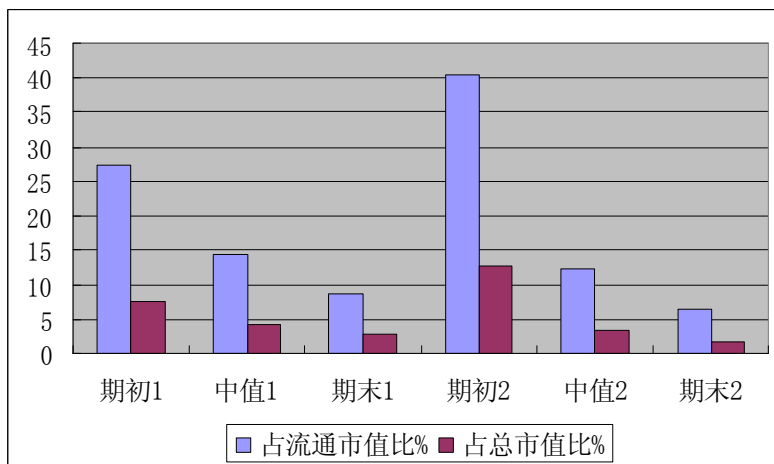
	大牛市（1999.5.19-2001.6.14）				大牛市（2006.5.8-2007.9.28）			
	股数(亿股)	金额(亿元)	占比%	公司数	股数(亿股)	金额(亿元)	占比%	公司数
IPO	217.43	1548.08	52.60	256	674.89	4625.84	61.36	159
配股	105.08	975.84	33.16	319	8.30	39.81	0.53	5
增发	30.63	418.92	14.24	43	30.63	2873.28	38.11	166
合计	353.14	2942.84	100.00	612	713.82	7538.93	100.00	330
年均	182.42	1412.56			503.87	5321.60		

注：1、2006 年 5 月 8 日为股权分置改革后恢复新股发行的日期

2、2006.5.8-2007.9.28 增发理论募资为 2873.2831 亿元，但实际募资为 1833.5256 亿元，差额部分为向特定投资者发行，或收购资产。

3、资料来源于 wind 资讯，本文以下如非特别注明，均来自 wind 资讯。

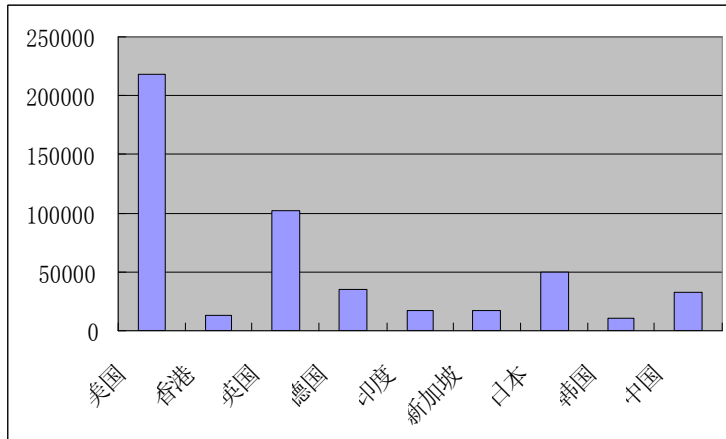
图 1-1、两次牛市年均融资额与股票市值比例分析



注：期初 1、中值 1 和期末 1 分别指 1999.5.19、2000.2.21 和 2001.6.14 三个时间点；

期初2、中值2和期末2分别指2006.5.8、2007.4.12和2007.9.28三个时间点。

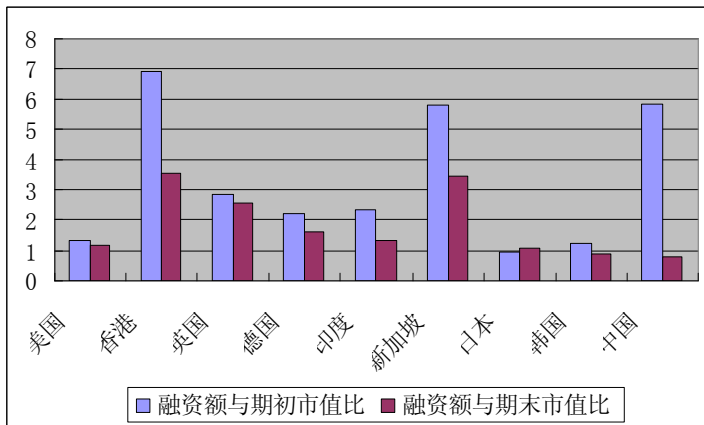
图 1-2、各主要国家股票融资额（2006.5.8-2007.9.28，百万美元）



注：1、中国融资 242889.77 百万元人民币按 2007 年 9 月 28 日外汇中间价 100 美元兑 751.08 元人民币换算；香港融资 90836 百万港元按 1 港元兑 0.96834 元人民币间接换算成美元。

2、资料来源：bloomberg 资讯

图 1-3、各主要国家股票融资额（2006.5.8-2007.9.28）与股票市值之比（%）



资料来源：bloomberg 资讯

2、股权分置改革前后股票市场定价功能比较

由于上市公司信息不对称的影响，股票市场的定价功能很难进行测度。但新股 IPO 发行上市后一定时期内股票的市场价格受信息不对称的影响相对较小。因此，以新股上市后一定时期内的收益率为指标对股票市场的定价功能进行测度具有一定的合理性。我国股票 IPO 定价经历了以下几个阶段：固定价格（90 年代初）、相对固定市盈率定价方法（1996~1999 年）、累积投标定价（1999-2001 年和控制市盈率定价（2001 年以后）。

Larry Li 和 Martin Hovey (2007.8)¹ 研究了我国 IPO 低价发行的市场表现，研究表明，在 1999 年至 2001 年的 311 家新股发行中，新股上市首日平均收益率（新股上市首日收盘价与发行价的变化率）为 135.53%，若用 A 股指数进行调整

¹ Does IPO Underpricing in China Explain a Firm's Long-Term Performance? By Larry Li and Martin Hovey, Draft: August 2007, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1009417>

后的平均收益率为134.44%，用综合指数进行调整后的收益率为134.43，用相应工业指数进行调整后的指数为132.98%（调整方法为新股上市首日收盘价/新股发行价-新股上市时交易所指数/新股发行时交易所指数），用指数调整的收益率与没有调整过的收益率没有显著差异。基于对新股上市后10天和21天的研究结果也同样如此。

Jay R. RITTER (1987)²研究了美国 1977-1982 年间 1028 家新股发行上市首日收益率表明，664 家采用包销的新股上市首日收益率为 14.8%，而 364 家采用承销的收益率为 47.78%。

本文选取股权分置改革后恢复新股发行的 2006.6.19-2007.9.28 期间和股权分置改革前的熊市 2001.6.15-2005.6.7 期间与牛市 1999.5.19-2001.6.14 期间共 696 家公司 IPO 的发行价，上市首日、5 日、10 日、20 日、3 个月、6 个月和一年的收盘价进行新股上市后收益率分析，新股上市后收益率与流通股数有一定的负相关关系，但两次牛市中这种相关性比熊市期间的大，股改后的比股改前的大，见表 1-2。新股发行上市首日收益率与发行市盈率（摊薄）有正相关性，但相关性不高，见表 1-3。

表 1-2 两次牛市和其间的次熊市三个时期新股上市一定时间点的收益率

新股发行时间	项目	上市后 首日	上市后 5 日	上市后 10 日	上市后 20 日	上市后 3 个月	上市后 6 个月	上市后 1 年	公司 数
1999.5.19 -2001.6.14	收益率均值 (%)	139.76	138.95	140.94	142.14	161.33	163.69	143.78	256
	与流通股数的相关性	-0.4082	-0.4167	-0.4126	-0.4299	-0.3899	-0.2729	-0.2433	
2001.6.15 -2005.6.7	收益率均值 (%)	91.5	87.8	85.77	82.78	68.13	56.83	54.16	281
	与流通股数的相关性	-0.1531	-0.1289	-0.1183	-0.1076	-0.0514	-0.0375	-0.0340	
2006.6.19 -2007.9.28	收益率均值 (%)	151.11	145.55	145.67	144.96	159.37	237.24		159
	与流通股数的相关性	-0.2475	-0.2260	-0.2259	-0.2112	-0.1352	-0.1593		

表 1-3 新股发行上市首日收益率与发行市盈率（摊薄）

新股发行时间	相关系数	公司数
1999.5.19-2001.6.14	0.1454	191
2001.6.15-2005.6.7	0.2207	278
2006.6.19-2007.9.2	0.0958	156
1999.5.19-2007.9.28	0.2515	625

用 SAS9.0 软件对表 1-3 的三个时期的新股上市后不同时间的收益率均值进行方差分析（在 0.05 水平下），1999.5.19-2001.6.14 和 2006.6.19-2007.9.2 两次大牛市期间新股上市后的收益率没有显著差异，而在 2001.6.15-2005.6.7 熊市期间新股收益率与其前后两大牛市期间的新股收益率有显著差异。

进一步用 SAS9.0 软件对表 1-3 的三个时间段的上市首日收益率进行方差分析（在 0.05 水平），1999.5.19-2001.6.14 和 2006.6.19-2007.9.2 两次大牛市期间新股上市后首日的收益率没有显著差异，而在 2001.6.15-2005.6.7 熊市期间新股上市首日收益率与其前后两大牛市期间的新股上市首日收益率有显著差

² THE COSTS OF GOING PUBLIC, Jay R. RITTER, Journal of Finance Economics 19(1987)269-281. North-Holland

异。上市后 5 日、10 日、20 日、3 个月、6 个月的方差分析也与新股上市首日收益率有同样的结论。

3、股权分置改革前后股票市场资源配置情况

从股权分置改革前后两年时间上市公司资产收购兼并等交易情况来看，股权分置改革前两年内共发生 2323 家次，交易金额 2533 亿元，股权分置改革开始实施后的两年内，发生 2453 家次，交易金额 7629 亿元（见表 1-4），这表明，股权分置改革后上市公司资产整合规模在加大，资源配置功能在加强。改革前的交易额占 2004 年底上市公司净资产 26034.72 亿元的 16.55%，改革后的交易额占 2006 年底上市公司净资产 33350.79 的 26.01%。

从上市公司控制权转移情况来看，股权分置改革前 28 个月 122 家上市公司发生控制权转移，股权分置改革开始后 28 个月内 210 家上市公司发生控制权转移。但在控制权转移方式上，股权分置改革开始后市场化程度降低了（如表 1-5）。

表 1-4 股权分置改革以来上市公司资产收购兼并情况

单位：次，亿元

	资产交易		资产置换		兼并		股权转让		资产剥离		合计	
	公司数	金额	公司数	金额	公司数	金额	公司数	金额	公司数	金额	公司家次	金额
2003.7.1 -2005.6.30	689	1422	184	301	441	568	981	1777	28	242	2323	4310
2005.7.1 -2007.6.30	592	3152	306	2149	454	896	1055	2396	46	83	2453	8676

表 1-5 股改前后 28 个月上市公司控制权转移

转移方式	股改前 2003.1.1- 2005.4.30		股改后 2005.5.1- 2007.8.30	
	公司数	比例%	公司数	比例%
拍卖执行	7	5.74	17	8.10
协议转让	88	72.13	115	54.76
行政划拨	28	22.95	78	37.14
合计	122	100.82	210	100

综上所述，对股票融资额与股票市值之比这一指标的研究表明，我国股权分置改革后的该指标并不比 1999 年至 2001 年牛市期间的高；与国外主要国家股票市场同时期的该指标相比，也还处于比较低的水平。因此，股权分置改革并未明显提高我国股票市场的融资功能；从新股 IPO 发行后上市的首日、5 日、10 日、20 日、30 个月、6 个月和 1 年的收益率来看，股权分置改革后的牛市期间的新股上市收益率与 1999-2001 年牛市期间的新股上市收益率无显著差异，但与 2001-2005 年间的熊市期间的新股上市收益率有显著差异。这表明以新股发行上市的收益率测定的股票市场定价功能没有得到明显改善；从上市公司整合资产的资源配置能力来看，股权分置改革后上市公司资源配置功能得到提高，但是行政手段得到强化，市场化程度并没有得到提高。

二、股权分置改革对上市公司经营绩效的影响分析

随着我国的大型企业和特大型企业在我国 A 股市场的上市，上市公司已经逐

步成为我国国民经济发展的最重要组成部分，其经营绩效对我国宏观经济具有重要的影响。以下分析股权分置改革对上市公司经营绩效的影响。

为使分析可比性更强，我们选择 2007 年以前上市的 1427 家上市公司近四年业绩进行分析（2007 年上半年上市共 50 家企业，其利润率高，且规模大，这 50 家公司的利润占全部 1477 家公司利润的 1/6，见表 2-1 和表 2-2）。

表 2-1 2007 年上半年新上市企业 50 家利润

	2007a	2006b	2005b
净利润（亿元）	511.55	528.68	349.66
利润率%	8.58	16.35	13.61
扣除非经常性损益利润（亿元）	501.11	475.11	343.42
扣除非经常性损益利润率%	8.41	14.69	13.36

注：2007 年上半年上市 50 家企业中包括有中国人寿、中国平安、兴业银行、中信银行、交通银行、中国铝业、中国远洋等。

2006a 表示 2006 年 6 月 30 日数据，2006b 表示 2006 年 12 月 31 日数据，余类推，以下各表相同。

从表 2-2 来看，上市公司在 2004、2005 和 2006 年上半年的净利润率在 5% 左右，而 2007 年上半年利润率为 7% 以上；2004、2005 和 2006 年上市公司年报的净利润率分别约为 13%、9% 和 10%；2005 年半年报以前，上市公司的非经常性损益占净利润比例较小，而在 2005 年年报以后，该比例在扩大，2007 年上半年非经常性损益为 175.22 亿元，占净利润的 6.42%。

1427 家上市公司扣除非经常性损益后的净利润 2006 年上半年比 2005 年上半年增长 53.2%，2007 年上半年比 2006 年上半年增长 75.38%。而全国规模以上工业企业实现利润 2006 年比 2005 年利润增长 31.05%，2007 年比 2006 年利润增长 37.93%（2005、2006 年、2007 年 1-8 月份全国规模以上工业企业实现利润分别为 8643 亿元、11327 亿元、15623 亿元）。这说明宏观经济持续快速增长对上市公司近两年的业绩大幅增长的贡献在 50% 左右。

从表 2-3 的 234 家在 2005 年底完成股权分置改革的上市公司（这段时间完成股权分置改革的上市公司一般是资产状况良好的公司）业绩来看，2006 年的业绩并没有比 2005 年得到提高，这说明股权分置改革还没有明显改善上市公司的治理。

从表 2-4 的 13 家利润增长最大的、且在 10 亿元以上公司的情况来看，利润增长主要集中在金融、钢铁和石化行业（这三个行业占上市公司净资产的权重在 50% 以上），有 4 家的利润增长是由于集团公司整体上市，1 家是由于大规模的资产处置。

因此，从上市公司经营绩效来看，股权分置改革对上市公司的经营没有明显的直接效应，公司的治理没有得到明显改善。但 2007 年上半年上市公司业绩较 2006 年上半年有大（约 75%）的提升，这一方面有宏观经济快速增长（特别是金融、钢铁和石化行业的快速增长）的原因，上市公司大股东优质资产的注入也是重要的原因。这也表明，通过股权分置改革，法人股流通带来的财富效应使上市公司的资产质量得到明显改善。

表 2-2 2007 年前上市的 1427 家 A 股上市公司半年报和年报业绩比较

项目	2007a	2006a	2005a	2004a	2006b	2005b	2004b
净利润(亿元)	2,728.54	1,555.55	990.72	947.49	3,390.79	2,357.38	1,635.90
利润率%	7.58	5.44	5.08	5.32	10.17	9.05	8.72
扣除非经常性损益利润(亿元)	2,583.32	1,473.01	961.51	942.69	3,145.79	2,236.72	1,417.36
利润率%	7.17	5.15	4.93	5.29	9.43	8.59	7.56

表 2-3 2005 年底完成股权分置改革公司（234 家）的经营业绩

	2007a	2006a	2005a	2004a	2006b	2005b	2004b
净利润(亿元)	594.25	309.07	320.82	254.11	738.23	589.04	516.6
利润率	8.88	6.42	7.53	7.24	12.72	13.02	13.33
扣除非经常性损益的利润(亿元)	559.66	291.74	312.82	249.9	703.79	570.85	501.71
利润率	8.36	6.06	7.34	7.12	12.13	12.62	12.95

表 2-4 2007 年上半年比 2006 年上半年扣除非经常性损益的利润增长 10 亿元以上公司

公司名称	利润增加(亿元)	利润增长率(%)	利润增长原因
中国石化	140	68	公司充分利用国内经济稳步增长的有利形势,积极开拓市场,扩大油气资源、优化原油加工结构,提高化工产品产量和成品油经营量
宝钢股份	38	85	一方面 2006 年 1 季度钢材市场价格总体处于低位,另一方面公司通过提高优势产品销量、改善产品实物质量、强化用户服务等措施,品种结构进一步优化,碳钢产品综合价格同比上升
中信证券	36	572	证券市场行情向好导致经纪和自营业务收入大幅增长,同时还将中信基金公司和华夏基金公司纳入合并报表范围
招商银行	33	119	一是业务规模增长、资产结构调整及利差扩大;二是非利息净收入继续保持高速增长;三是费用管理成效显著,费用投入转化为收入的能力不断提高;四是资产质量持续保持优良;五是计税工资同比增加及低税率地区利润占比提高使实际所得税率有所降低
武钢股份	22	177	营业收入大幅增长及毛利率增加
太钢不锈	21	303	收购太钢集团钢铁主业资产,扩大了生产经营规模,延长了价值链
海通证券	21	3656	借壳上市
浦发银行	18	115	主营业务收入增长,主营业务利润贡献
上海汽车	18	363	收购大股东资产,由零部件生产向整车与销售转型
鞍钢股份	17	57	产品销量增加、产品价格上升、调整品种结构和加大成本控制降低成本因素影响
上港集团	13	228	整体上市
*ST 东方 A	11		主产品售价提高,出售港股金额 22 亿港元,持广发证券投资收益大增
民生银行	11	62	营业收入增长及所得税费用减少

三、股权分置改革所引致的财富效应与宏观经济增长

由于我国近年宏观经济持续快速增长，货币流动性充足，以及股权分置改革后，上市公司资源配置功能加强这一内在原因。我国股票市场迎来了一波我国股票市场历史上最大的牛市行情，实现了巨大的财富增长，并有可能出现一定的财富效应，通过影响居民消费和企业投资对我国的宏观经济产生影响。

1、股票市场财富效应与居民消费支出

从短期来看，如果股市的繁荣发展不能持续，则其财富效应是有限的，因为财富总量增加或者结构调整，即使存在，也仅仅是暂时的，它会很快被随后而来的股市萧条引致的财富减少所抵销。例如 Sydney Ludvigson and Charles Steindel³研究发现今天股票市场的变化会影响今天的消费，而不会影响明天的消费，因此，这个季节的股票市场变化不会影响下个季节及以后消费的变化。但是，如果股市繁荣能够持续，即从长期来看，财富效应肯定会随之而来。80年代的日本股市以及目前的美国股市持续了多年的繁荣，具有的财富效应，均证明了这一点。在日本上世纪80年代的大牛市中，股市巨大的财富效应使得居民个人消费心理膨胀，人们争相购买新车、高尔夫会员证和名牌产品等，民间消费支出连年增长，新建住宅大量增加，整个日本岛都沉浸在富足之中。

但股票市场财富在多大程度会影响消费？由于消费、财富和劳动收入的关系相当不稳定，这个问题在某种程度上难以回答。有学者对此进行了研究，Maria Ward Otoo⁴用美国密执安的调查的个体数据研究股票价格与消费意愿的关系发现，人们用股价变化作为一个领先指标。Ricardo M. Sousa⁵用1953年1季度至2001年4季度的数据分析消费与财富的长期关系：股票市场1美元的额外财富引致3.7美分的个人消费，直接持有股票时1美元的增加财富引致5.8美分的个人消费，间接持有股票时1美元的财富增加引致1.7美分的个人消费。对两者间的短期关系研究表明，消费者有一种向前看的行为；受信心影响，已经实现的资本利得比潜在的资本利得的影响大得多；与消费者决策规则有关。作者指出他只研究了股票市场财富效应对经济的影响，而没有研究经济反过来影响股票市场的关系，只研究了股票市场对个人消费的影响，没有研究股票市场对个人投资的影响。Roland Daumont⁶用16个新兴市场的数据研究发现，股票市场对消费支出的效应比较小，但在统计上是显著的。在短期内，股票市场收益率一年下降10%会引起实际私人消费下降0.1-0.3%，但在90年代以来，随着新兴市场资本市场的广化和深化(broadened and deepened)，有证据表明，股票市场的波动与私人消费间的关系更强了，但没有显著证据表明这种影响是非对称的，股票价格下跌与股票价格上涨对消费没有不同的影响。

³ How Important Is the Stock Market Effect on Consumption? Sydney Ludvigson and Charles Steindel, FRBNY ECONOMIC POLICY REVIEW / JULY 1999

⁴ CONSUMER SENTIMENT AND THE STOCK MARKET, Maria Ward Otoo, Board of Governors of the Federal Reserve System, November 1999, *FEDS Working Paper No. 99-60*

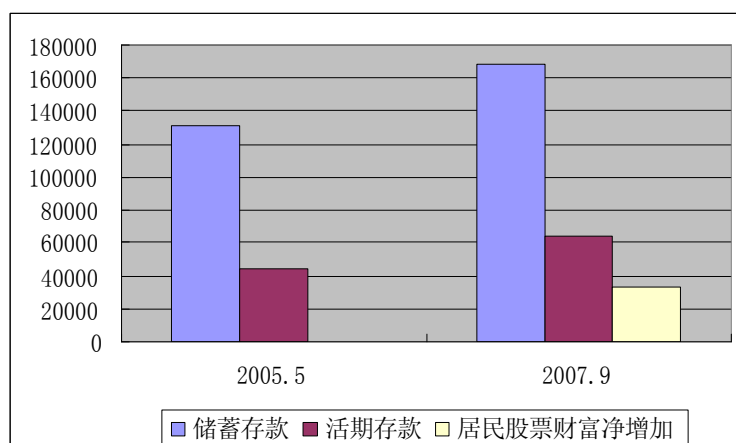
⁵ (Property of stocks and wealth effects on consumption, Ricardo M. Sousa 2003.5, *NIPE Working Paper No. 2/2003*)

⁶ Stock Market Developments and Private Consumer Spending in Emerging Markets Prepared by Norbert Funkel Authorized for distribution by Roland Daumont December 2002 IMF Working Paper

Alexander Ludwig and Torsen Slok⁷用16个OECD国家的数据研究股价与房价对消费的不同影响,研究表明,1、股票市场财富对私人消费有重要的长期影响。2、收入、股价和房价对消费有显著的短期调整,即,消费调整与其长期调整有延迟性,恢复长期均衡半个调整过程大约是5个季度,3、股价变化对消费的影响在以市场为基础的金融系统中比以银行为基础的金融系统更大一些,4、按80年代和90年代分析样本数据表明,以市场为基础的金融系统国家和以银行为基础的金融系统国家对股价和房价的消费反应越来越强了。5、房价对消费的影响不明确,但财富效应变得越来越重要了,1985-2000年期间的样本表明,房价对消费的影响是显著正相关的,在以市场为基础的金融系统中,房价对消费影响的弹性是股价对消费影响的弹性的两倍(股票财富的变化对消费的影响是房屋财富变化对消费的影响的两倍)。

我国的一些学者对股权分置改革前的股票市场的财富效应进行了研究(朱文晖⁸、陈红和田农⁹、卢嘉瑞和朱亚杰¹⁰等),研究表明,我国股票市场的财富效应对居民的消费影响还不显著。但股权分置改革后,一方面我国股票市场的总市值已经从5万多亿元上升到30万亿元左右,超过了我国GDP总量,居民股票财富迅速增长;另一方面,我国居民投资股票从以往的个人投资逐渐转为通过基金投资,投资收益较以前稳定。虽然由于目前的经验数据时间较短,还很难作定量分析,但根据发达国家的经验,我国的股票市场财富效应对我国居民的消费影响将逐渐显现。

图3-1 股权分置改革前后居民股票财富增加与居民储蓄增加比较



2005年我国城镇居民人口56212万人,人均收入11320.77,可支配收入10493.0,城镇居民人年均消费支出为7942.88。2005年5月我国储蓄存款130577.44亿元,其中活期存款44106.42亿元,2007年9月我国储蓄存款168973.00亿元,其中活期存款64464.30亿元。

2005年5月初上证指数为1130.83点,到2007年9月28日为5552.30点。上证指数上涨391%。2005年5月初流通市值为9989.17亿元,占总市值31330.34亿元的31.88%。2007年9月底我国股票市场流通市值为82916亿元,占总市值313911亿元的26.41%,流通市值增加72926.83亿元,扣除这期间的融资额

⁷ The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries, Prepared by Alexander Ludwig and Torsen Slok, Authorized for distribution by Ramim Bayoumi, January 2002, IMF Working Paper

⁸ 朱文晖,《股票市场与财富效应:生成脉理、传导机制及其国际比较》,复旦大学博士论文,2004年4月

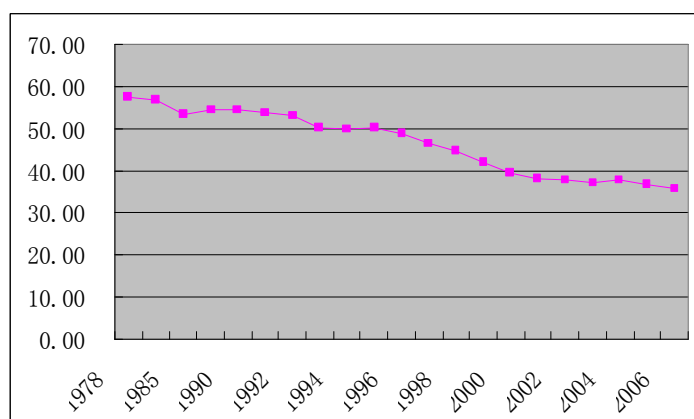
⁹ 中国股市财富效应:理论与实证,陈红和田农,广东金融学院学报 Vol. 22, No. 4, 2007年7月

¹⁰ 股市财富效应及其传导机制,卢嘉瑞,朱亚杰,经济评论,2006年第6期

7538.93 亿元，流通股票持有者财富净增加 65387.9 亿元，按目前机构投资者持有流通市值比例约 50% 计算¹¹。居民股票财富增加 32693.95 亿元（考虑到基金的持有人大都为居民，居民财富增加值应比这个数据还高）。达居民正常收入（储蓄存款的增加额）的 51% 以上（见图 3-1）。2005 年我国居民证券开户口数为 7000 万户左右，据统计其中 3000 万户为机构用于申购新股所用，真实证券户为 4000 万户左右，至 2007 年 9 月我国证券开户人数达 1.3 亿户，扣除 3000 万休眠账户，实际证券户为 1 亿户，户均增加财富 32694 元。按照平均每户 3 人计算，城镇家庭人均股票财富净增加额与同期城镇居民可支配收入相当。

截至 2007 年 9 月 21 日，我国基金业资产总规模为 18962 亿份，基金资产总值达到 30228 亿元。基金资产规模已经超过当时沪深两市 A 股流通市值的 35%。我国基金业资产总规模仅仅用了 6 个月时间便完成了从 1 万亿元到 3 万亿元的历史性突破。这也说明我国股票市场传统的以中小投资者为主体的投资者格局得到根本的转变，以往的中小投资者投资盲目性高、投资收益不稳定的现象会有所改变，这会给投资者产生相当丰厚和稳定的预期收入，改变我国股票市场财富增加与消费支出关联度小的局面。股权分置改革以来的两年多，人均城镇居民股票财富的增加额与同期城镇居民可支配收入相当，居民股票财富增加总额为我国同期活期存款的一半。这无疑会对我国居民的消费产生巨大的影响。由于我国目前股票投资者主要为城镇居民，随着我国城镇居民恩格尔系数的逐步降低，城镇居民在高端商品上的消费支出有望得到较大提高。在目前牛市阶段，这一影响将进一步推动我国宏观经济高速发展。然而，一旦宏观经济出现调整，股票市场的财富效应对消费的影响将是负面的，这又会加大宏观经济的调整幅度。

图 3-2 改革开放以来我国城镇居民恩格尔系数变化



2、股票市场财富效应与企业投资

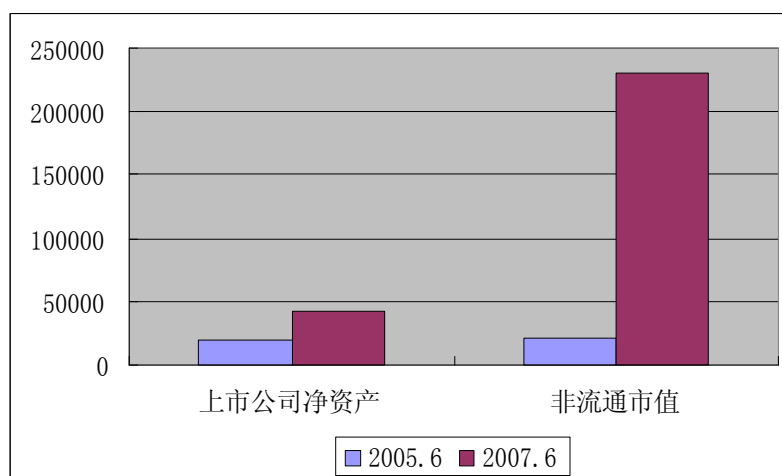
托宾的Q理论（也称为Q效应。托宾把Q定义为企业的市场价值除以资本的重置成本。）认为，如果Q值很高，那么企业的市场价值要高于资本的重置成本，新厂房和设备的资本要低于企业的市场价值。这种情况下，公司可发行股票，而且能在股票上得到一个比他们正在购买的设施和设备要高一些的价格。由于厂商可以发行较少股票而买到较多新的投资品，投资支出就会增加。相反的，当Q值很低时，由于企业的市场价值低于资本的成本，他们不会购买新的投资品，且可以低价购买其他企业而获得已经存在的资本。

¹¹张育军：机构投资者持有流通市值比例近五成，来源：经济参考报，2007-11-06，记者：胡梅娟 张建新

王晋斌¹²用2003-2006年计量研究表明, Tobin' s Q值不是解释我国上市公司投资决策的因素, 表明股价对我国上市公司投资决策没有影响。

Samuel B. Bulmash¹³研究了股票市场与商业投资的交互影响, 表明企业投资对股票市场变化的反应比消费者更快些。当股票市场能维持比较长时间(企业能进行新的投资所需时间)较强的上升(或下降), 全部的国内投资(Gross Domestic Investments)在头5个月没反应(在头三个月有小的正相关的反应), 在6个月后或更长的时间有上升(或下降)的反应。这表明企业比消费者更有机社会主义倾向, 试图在上升的股票市场提高资本, 为新的支出融资。经济的恢复可能比以前所了解的(传统观念集中在企业投资与消费支出的关系上)更依赖于股票市场的力量。

图 3-3 股权分置改革前后非流通股东资产增值情况



2005年6月底我国上市公司净资产为19491.66亿元,2007年6月底41964.82亿元,上市公司净资产增加22473.16亿元,非流通股股票市值增加209654.83亿元,非流通股股东账面资产浮盈187180.67亿元。由于股权分置改革带来的非流通股在一定的锁定期后可以流通,这会对企业投资带来两方面的影响,一方面,由于法人股的流动性和价格提高,这会提高上市公司企业法人股东的融资能力,即企业可资抵押的资产价值增加了,另一方面,在锁定期结束后上市公司企业法人股东可逐年买出一定比例的股票变现,这会大大改善其财务负债结构和现金流,加强其投资能力。特别是在股市上涨期间,由于资本市场所特有的“炼金术”功能,即以企业盈利的若干倍市盈率进行估值,激励上市公司大股东不断投资新项目,并注入上市公司,获得超额的资本利得,股改后的两年来上市公司大股东不断地向上市公司注入优良资产已经显现出这种“炼金术”的端倪。由于我国目前仍然是以银行融资为主的金融体系,托宾的Q效应可能短期内还不会显著。

随着我国股票市场的总市值的增加,并超过GDP值,我国的直接融资与间接融资的比例已经得到一定的改善,这一方面会改善我国企业的融资环境,降低融资成本,另一方面也会降低银行业的金融风险。对我国宏观经济产生积极的影响。

另外,已有不少证据表明,随着股票财富的增加,一些私募基金正在加速发展,这些私募基金沿用发达国家资本市场的模式,进行产业投资和风险投资,以

¹²王晋斌,拓宽再融资渠道解决宏观流动性过剩与微观流动性约束并存的困境,中国宏观经济分析与预测,2007年中期,中国人民大学经济研究所,2007.7

¹³The interaction between the stock market and business sector, investments and the economy, By Samuel B. Bulmash, May 6, 2003, Working Paper Series Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=463641>

期在被投资企业上市后卖出套现获得高额利润。这也将极大地促进我国高科技产业和朝阳产业的发展，对宏观经济产生积极作用。

四、结论

本文研究表明：①在股权分置改革后，我国股票市场的融资与定价功能没有得到改善，上市公司资源配置功能得到一定的提高，但在上市公司资源配置过程中，行政手段得到强化，市场化程度并没有得到提高；②股权分置改革对上市公司的治理改善还未显现出来，但上市公司的资产通过资源配置功能得到较大幅度的优化。③股票市场的财富效应会通过影响居民消费和企业投资对我国宏观经济产生影响：随着我国股票市值的增加，股票市场财富大幅增长，两年多来居民股票财富的增长达到可支配正常收入，随着基金业的快速发展，我国居民股票财富的增长会比以前稳定，这有可能会加强我国股票市场的财富效应，加大股票财富增加与消费支出的关联度；股票财富效应也会通过改善上市公司大股东的负责结构和现金流状况影响其投资，并通过股票市场“炼金术”进一步促进股票市场财富的膨胀。随着股票市场总市值的增加，我国的直接融资与间接融资比例得到改善，企业融资环境得到改善，银行业风险降低。