



您的位置：首页 - 2003科研成果

“壳资源”价值日渐消亡(尹中立；2003年11月26日《国际金融报》)

文章作者：尹中立

“壳资源”的贬值，意味着市场对绩差股的重组积极性正在减退，很多经营状况不好的上市公司可能要面临退市的风险。这是二级市场的广大投资者必须高度警惕的问题

随着股市大幅下跌，不少上市公司的股价离净资产越来越接近，于是有投资者认为，上市公司并购会逐渐热起来，买壳上市案件会多起来。而笔者认为，该结论对于境内股价扭曲的市场而言，事实可能刚好相反，壳资源的价值正在逐渐消失。

“壳资源”的价值

要正确判断壳公司的价值走势，我们必须搞明白那些已经资不抵债的上市公司为什么还有价值？笔者认为壳公司维持较高的价格的理由或条件有二：一是中国股市存在股市租金，二是二级市场存在超额利润。

从市场供求关系的角度看，在正常的市场竞争条件下，只要有租金存在，必然使股票供给增加，导致二级市场股价下跌，租金消失。为了维护这个租金，必然要求政府行政干预的存在。从风险与收益的角度分析，一级市场存在租金就意味着二级市场投资者存在更大的风险，需要更多的风险补偿（我们称之为“超额风险补偿”），超出市场能够正常承受的风险补偿必须由政府来解决。

在中国现阶段的股票市场，超额风险补偿的途径主要有两条，第一条途径是控制股票市场的供求关系，使股票处于供不应求状态；第二种办法是纵容或默许各种操纵市场的行为存在，当股市低迷时政府一定会出台利好政策，1994年至2002年，政府六次出台利好政策干预股市下跌。

正是由于一级市场存在股市租金，使得绩差股的“壳资源”具有了价值。假设某企业（A）拟购买某上市公司国有股1亿股，经各方协商决定成交，条件如下：以截至2002年12月31日，上市公司经评估的每股净资产（设为1元）为定价依据，溢价20%作为股权转让价格，转让价款计1.2亿元。收购完成后A企业实现对上市公司的控股，国有股也随之变更为社会法人股（这是我们经常可以见到的股权转让公告的大致内容）。实现资本增值的方式主要是通过实施再融资计划。

研究显示，以2000年至2001年度实施配股或者增发的308家公司为对象，非流通股股东不管是否参与配股或增发，都能享受到每股净资产的大幅增长。其中，参与配股将平均获得28%的每股净资产增长，不参加配股每股净资产增长33%；而增发则更加“凶猛”，非流通股股东享受的每股净资产平均增长72%（如某公司增发前每股净资产2.67元，增发后攀升至10元以上）。

以A企业控股上市公司后选择增发论，每股净资产增长率设为70%。扣除收购时20%的溢价，收益将达到50%。即A企业投入1.2亿元，增发后卖出，收益将达到5000万元以上（考虑出售时的溢价因素）。

上述事例表明，在中国股票市场，受让绩差股的国有股或法人股能够获得收益。这就是为什么有那么多的公司积极地参与绩差股的资产重组的原因所在。

其次，我们来考察一下二级市场对壳公司价值的影响。中国股票市场中形成了通过重组上市公司，在股票二级市场获利的盈利模式，其操作流程可以分解为：资产重组——概念包装——操纵股价——出货获利。著名的“中科创业”虚假重组和股票操纵案件就是典型的代表。

但该盈利模式有一个重要的前提条件，即二级市场要有人气。因为在这种接近于零和的游戏中，参与者只有两方，庄家和中小散户，庄家的获利必然是中小散户的损失。庄家要从中赚取很多的钱就必须有很多的散户参与，如果没有很多散户参与，这个游戏就无法玩下去。当前的市场就面临人气不足的问题，使企图通过重组来谋取暴利的行为无法成为现实，这就是当前绩差股大幅度下跌的又一重要原因。

“壳资源”的贬值

上述分析可以看出，重组绩差股不仅可以从一级市场得到资本增值的好处，而且可以成为投机资本炒作的题材，导致二级市场巨大的升值效应，可以获取收益。于是使绩差股具有了所谓“壳资源”价值，该价值可以从这些绩差股的国有股或法人股的转让价格上得到体现。

从统计资料看，绩差公司的国有股的转让价格一直高于其净资产，我们把公司每股转让价与该公司每股净资产的差额与壳公司每股净资产的比率称为“转让溢价率”。在2000年以前，壳公司平均溢价率在20%以上，2000年以后，壳公司转让平均溢价率从20%以上降到2001年、2002年的11%左右。尤其是2001年6月以后，股票市场人气涣散，投机资本难以得逞，上市公司并购在二级市场不再有短期大幅度的升值效应；其次是证监会监管力度加大，使并购以后在资产重组方面获利空间变小；三是2001年以后，股价大幅度下跌，使被并购的公司再融资难度加大，国有股资本增值的幅度和概率减小。这三点因素使壳资源的价值下降。最终导致上市公司国有股平均转让溢价率下降。

“壳资源”的贬值，意味着市场对绩差股的重组积极性正在减退，很多经营状况不好的上市公司可能要面临退市的风险。这是二级市场的广大投资者必须高度警惕的问题。实际上，股市已经对这个问题作出了反应，股价正在发生结构性的变化，股价不再同涨共跌。

据笔者统计，亏损股和微利股以及经营状况一般（每股收益0.30元以下）的上市公司的股价从2001年底到现在，一直处于下跌状态。亏损股的平均股价从2001年底的8.8元下跌到2003年11月10日的4.83元，下跌幅度为45.5%，但绩优股（每股收益超过0.30元）的价格下跌幅度较小，只下跌了27%，并且，从2002年底到2003年11月，平均股价还上涨了2.18%。

由此，笔者认为，中国股票市场的股价结构性变化才刚刚开始，在不久的将来，很多亏损的股票将彻底退出股票市场，投资者要高度防范绩差股的风险。

转载请经授权并请刊出本网站名

IFB
中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB
IFB外商投资中心

IFB
IFB基金研究与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所