

借壳上市、壳价值与资源配置效率

作者：屈源育、沈涛、吴卫星

在我国目前实行的 IPO 审核制下，证监会通过其审核程序决定每年上市企业的数量以及上市企业的名单。截止到 2016 年 11 月 18 日，共有 790 家企业排队申请上市，然而只有 62 家通过了发审委员会审批。证监会对新股发行的严格管制导致了上市资源的短缺。而另一方面，由于上市在企业融资、股东财富、和公司治理等方方面面可以为企业带来巨大的优势，这使得大批优秀企业有着上市融资需求。上市供给与需求之间的极度不平衡导致很多迫切想要上市的企业选择借壳上市，例如近年来备受关注的分众传媒借壳七喜控股上市、巨人网络借壳世纪游轮上市等。

然而，世界上没有免费的午餐。为了得到上市资格，非上市公司在借壳交易中需要向上市公司支付高昂的成本，这部分成本就是上市公司的壳价值。因此，壳价值可以看作是 IPO 管制下，上市公司凭借稀缺上市资源获得的真实价值以外的溢价。壳价值的存在可能会减少企业对自身真实价值的关注，降低其服务于实体经济的动力。这是因为一个上市公司即使运营不善，也能够通过资本市场上的壳交易获取巨大的经济利益。尽管壳价值经常被媒体、监管层、以及经济学家们提及和讨论，甚至被认为是中国资本市场过度投机、效率低下的罪魁祸首，但目前对壳价值进行系统定量分析的学术研究还比较匮乏。

这些问题引起了我院金融系沈涛老师和屈源育博士等人的关注，他们着手对中国 A 股市场的壳价值进行了系统的识别、度量，并分析了壳价值对上市公司行为的影响。首先，借助于手工整理的借壳上市交易样本，计算出中国股票市场从 2007 年到 2015 年的平均壳价值为 33 亿元，2015 年的平均壳价值达到了 86 亿元，壳价值主要体现为借壳交易中非上市公司被稀释的股权价值。其次，本文分析了影响上市公司壳价值和被借壳概率的因素，定义上市公司的期望壳价值为壳价值和被借壳概率的乘积，并估算出了所有上市公司的期望壳价值，结果表明 A 股上市公司的期望壳价值大约占总市值的 1.2%。最后，文章检验了上市公司壳价值含量与公司财务政策的关系，发现期望壳价值比例越大的上市公司越倾向于采取消极的财务政策，如减少投资、融资、以及分红。这是因为壳价值比例高的上市公司倾向于参与卖壳交易，因此他们对公司的实际价值关心程度下降。这些壳价值含量高的“僵尸企业”的存在降低了资本市场的资源配置效率。

沈涛老师等人的研究为我们理解 IPO 管制下的中国资本市场资源配置扭曲提供了一个崭新的视角和可以量化的方法。研究的结论具有很强的现实意义和政策含义：

壳价值存在的根本原因在于股票发行的供给管制，因此只有从源头下手，推行注册制，才能彻底解决资本市场上的供需不平衡现象，恢复资本市场的资源配置功能、推动实体经济发展。从这个角度讲，本文为注册制的推出提供了理论和实证支持。

研究的结论同时对判断注册制推出的市场的影响提供了依据。注册制改革工作目前的推行进度缓慢，一个重要原因是注册制的推出可能会导致现有上市公司中的壳价值蒸发、市值大幅缩水，进而引起 A 股市场的系统性风险。本文的研究结论表明，虽然借壳交易中的壳价值较大，但是整体股票市场价值中隐含的预期壳价值大约只占总市值的 1.2%，也就是说放开 IPO 供给可能对部分股票的股价影响比较大，但对整个市场的冲击有限，市场的理论跌幅将在 1.2% 左右。

供稿：科研事务办公室
编辑：高晨卉

采编：屈源育
责编：孙荣玲