

揭秘资本市场“壳”资源：发行准入制度如何影响定价逻辑？

研究成果：Gate Fees: The Pervasive Effect of IPO Restrictions on Chinese Equity Markets

作者：Charles M.C. Lee, 屈源育, 沈涛

发表期刊：Review of Finance, 27(3), 809-849, 2023

壳资源是一种特殊类型的资源，是指那些已经在资本市场上市，但由于各种原因经营不善或市值较低的上市公司。这些公司虽然业绩不佳，但因其拥有宝贵的上市资格，成为了潜在的收购目标，即所谓的“壳”。在我国资本市场上，壳资源往往有着远高于其基本面的股票价格，与之相伴的另一现象是接近于零的退市率。这二者之间有什么联系，壳公司有着怎样的股价表现特点，在壳溢价的存在下我国资本市场又是如何进行定价的呢？

清华大学经济管理学院金融系副教授沈涛与其合作者对外经济贸易大学屈源育、斯坦福大学 Charles M.C. Lee 在国际顶级金融学期刊 *Review of Finance* 上发表的论文“Gate Fees: The Pervasive Effect of IPO Restrictions on Chinese Equity Markets”对上述问题进行了解答。

已有研究表明限制性的市场进入壁垒会降低资源配置效率，常滋生腐败并导致较大的影子经济。我国长期以来实行股票发行核准制，由证监会制定上市标准并审核决定企业是否能够上市。因此拟上市公司不仅要满足盈利条件，还要经过漫长的排队、审批，才能实现 IPO 上市。这就导致很多企业转而寻求通过并购已上市的公司获得上市资格。与此同时，由于我国缺乏完善的退市制度，使得那些经营不佳的企业仍能留存在市场上，并可以通过重大资产重组的方式实现转型，这为他们提供了较高的议价能力。而那些希望以借壳的方式获得上市机会的企业则为其付出了巨大的上市成本。作者采用借壳上市中非上市企业支付的壳价值作为上市的影子成本，发现中国企业在 A 股的上市成本平均达到了 30-40 亿元，占上市公司平均市值的 22%。

高昂的上市成本对中国的资本市场产生了深远的影响，上市资格的稀缺性使得上市企业的实际退市率极低，重大资产重组交易非常普遍。作者从资产定价的角度进行了实证分析，研究表明，首先，由于小公司更容易卖壳，小公司具有更为突出的股票溢价现象；其次，作者构建了指标 ESP 来衡量壳价值在公司股价中的占比，以此衡量公司的被借壳概率，发现高被借壳概率的企业更容易进行重组，股价对盈利敏感性更差，并且对 IPO 管制政策的变化更为敏感；最后，作者构造了“壳因子”作为中国资本市场管制风险溢价的度量，发现包含“壳因子”的资产定价模型对中国资本市场的解释能力优于以往所有文献中提及的定价模型。

该文章具有较强的理论意义与现实意义。在理论方面，首先，该文丰富了法律制度对金融市场的影响研究，论证了金融市场上的上市管制制度会削弱市场对业绩不佳企业的惩罚机制，进而导致资源配置效率的下降。其次，文章通过壳价值量化了准入制度的经济影响，并实证检验了该制度如何通过影响企业的壳价值影响二级市场的定价。此外文章还通过构造“壳因子”完善了中国资本市





场的资产定价模型。在现实方面，该论文的研究成果为全面注册制的实施提供了有力的支撑。尽管我国已经完成了注册制的全面推行，但如何确保其有效运行并持续优化仍是当前面临的重要课题。文章深入剖析了上市管制对企业上市成本、资源配置以及二级市场定价效率的影响，为政策制定者更好地理解股票发行制度的运行机制和潜在问题提供了有益的参考，有利于我国资本市场的健康发展。

供稿：科研事务办公室 编辑：高晨卉 责编：吴淑媛 赵霞