

# 产业资本传递正能量 增持效果可圈可点

中国上市公司研究院

今年6月份,此前“气冲冲天”的A股市场突然转向,股指在随后的一个月中呈现断崖式下跌。市场转换的速度令人瞠目结舌,各项救市政策也相继出台。7月9日,证监会发文限制了持股5%以上的上市公司大股东、董监高等高管在二级市场的减持行为,此举令产业资本不得不再次审视行情,重新对增减持决策进行考量。

此前,笔者在《上市公司增减持密码:业绩、市值与利益的较量》一文中分析了2015上半年牛市中产业资本的增减持行为,提出了上市公司大股东和高管普遍存在短期逐利心态,增减持行为的选择更多依赖于中短期内的股价波动,而偏离了估值指标托宾Q值的指引,部分企业股东增减持时点的选择甚至与重大事项的发布有着密切的关联性。

然而下半年的股市崩盘不同于以往任何时期,此轮暴跌的突发性和下跌速度大大缩短了产业资本的决策时间。相较于过往,此次企业大股东和高管增持的时点颇为集中,救市的心态压过了对基本面和估值因素的考量,增减持行为显现出了新的特点。

## 产业资本增持潮: 对后市信心是关键

暴跌发生后,产业资本迅速做出反应,贯穿了近两年牛市的减持潮即刻转向。暴跌后第二周6月22日至6月26日,全市场减持市值比暴跌当周减少了58%;紧接着,市场增持市值迅速增长,于7月6日至7月10日当周达到顶峰,两市净增持金额高达257亿元。

截至10月末,两市净增持金额的两个峰值分别出现在7月上旬和8月下旬,恰是沪深300指数跌幅最深的时期。而当大盘渐趋平稳或有所回调之际,全市场的减持数量也有所放缓。不难发现,大股东和高管减持时点的选择和股市的跌幅高度相关。

本来,上市公司股东和高管增减持行为的选择就深受企业在二级市场估值水平的影响。但回顾历史,我们发现,自2007年以来,无论牛市、熊市还是震荡市,A股市场的增持事件数量和增持市值都远低于减持。以2007年11月至2008年10月以及2009年8月至2010年7月的熊市为例,上证指数跌幅分别达到72%与47%,然而全市场上市公司大股东及高管在二级市场的减持市值却均比增持市值高出5倍以上。

可见,过往A股市场大股东的行为并非完全理性,上市公司对于通过在二级市场上增持而救市的行为并不热衷。从一定层面来说,大股东和高管手持大量股票,股价的走势与自身利益也息息相关,在市场情绪不稳定时,单纯的增持行为未必能对股票形成实质性利好而抬升股价,反而让自己陷入越买越亏的境地。若非对后市乐观,产业资本多不会贸然出手。

而今年的行情特点恰恰给了产业资本乐观的理由。与过往的熊市不同,此番暴跌近乎于断崖式,千股跌停的场景屡见不鲜,股价被腰斩的股票不在少数,有的更是低过了熊市水平。市场踩踏加上杠杆作用下的非理性情绪很容易造成超跌事件发生,一旦市场情绪得到舒缓,超跌的股票便有机会得到价格修正。

另一方面,政府此次救市的姿态前所未有。包括降低利率、暂停IPO、限制做空股指期货、对违规者施以重罚、国家队领衔进场等一系列政策的出台彰显了政府救市的决心,从而加大了投资者和产业资本对后市的信心。

事实上,由于市场的增持行为与指数反向相关,在市场低位增持的企业占到大多数,因此不少产业资本已经从增持行为中获利。

## 国家队当先锋 大股东来帮忙

考虑到股东对市场风格转化的适应时间,以暴跌开始后一周,即6月22日为起点,对6月22日至10月30日期间上市公司大股东和高管在二级市场的增减持行为进行汇总。统计区

间内,产业资本净增持的上市公司有1380家,产业资本净减持的企业仅118家。

根据上市公司季报十大流通股股东统计显示,三季度证金及十大资产管理计划直接持有的企业共有1017家,占A股市场近40%。然而,在三季度大股东和高管增持比例超过5%的65家上市公司中,确定被证金增持的仅有14家,占比仅21.5%。大股东增持热情高的企业与证金选中的企业重合度并不高。

从股票分布上来看,国家队增持目的直指救市,所选股票70%以上分布在主板,尤以权重股和蓝筹股居多。聚焦到产业资本,在净增持市值占流通股本比大于5%的65家企业中,主板企业占比超过70%;在净增持市值占流通股本大于10%的25家企业中,主板企业占比高达76%,这一比例与证金所持股票的分布相当。也就是说,主板企业大股东和高管的增持热情更高。

从市场情绪来看,国家队增持股票的行为被普遍认为是对于上市公司业绩的肯定和对股价稳定的保障,因此“证金概念股”也倍受投资者青睐。国家队的参与在很大程度上稳定了投资者情绪,指数有企稳之势,超跌股票也开始有反弹迹象。此时,没有被国家队选中增持的上市公司同样不愿错过市场情绪恢复、大盘反弹的大好时机,在—时缺乏重大事项利好的情形下,公司大股东和高管大规模增持无疑是企业向市场释放出的最大利好信号。而主板企业由于市场总体估值水平相对较低,大股东增持的风险更小,所以大量没有被证金选中的主板企业选择了大比例增持以达到救市目的。

## 增减持缺乏业绩动因

上市公司良好的经营业绩是对股价最有利的支撑。在市场整体平稳、没有剧烈震荡的行情中,产业资本选择增持的一个重要目的便是投资需要。此时,业绩表现良好的股票往往更容易受到产业资本的青睐。然而,在以救市为目的的大股东及高管增持行为中,上市公司的业绩不再是左右决策的最重要因素。

本文以净资产收益率(ROE)衡量当前上市公司资产的盈利能力,以最近三年营业收入增长率衡量企业长期成长能力,以营业收入同比增长率衡量主营业务的中短期成长性;同时,以每股经营活动产生的现金流衡量企业现金流水平,每股经营现金流为负数时有可能影响上市公司的周转,进而成为产业资本减持的动机。

表1列示了6月22日至10月30日期间大股东和高管净增持、高比例增持以及净减持的上市公司的整体财务情况。为消除极端值影响,每组统计数据均为该组样本的中位数。

结果显示,在今年下半年的下跌行情中,各组研究对象的财务指标并没有显著差异,与A股全市场水平也基本吻合。上市公司大股东和高管大比例增持的企业并未如理想中一样有着更耀眼的盈利能力和成长性;大股东和高管减持公司股份也并非因为企业业绩下滑或是现金流出现问题。

除了经营业绩,上市公司的估值水平也未对产业资本的增减持行为产生影响。这里我们用相对托宾Q值衡量企业的估值水平。托宾Q值是企业在二级市场的价值与企业重置成本的比值,用来衡量股价相对于产业资本价值被高估的程度。相对托宾Q值是在考虑了市场整体系统性溢价因素后对托宾Q值所做的修正。上市公司相对托宾Q值=上市公司托宾Q值/股票所在市场整体托宾Q值。股票所在市场包括沪市非金融股市场、深圳主板非金融股市场、中小板非金融股市场、创业板非金融股市场以及沪深金融股市场。

从维持金融资本与产业资本平衡的角度出发,产业资本应在相对托宾Q值大于1时减持、小于1时增持公司股票。然而,通过对暴跌后净增持比例大于10%的25家上市公司所做的Q值测算发现,在暴跌前6月12日)相对托宾Q值小于1的仅有9家(见表2)。相比之下,净减持比例排名前十的企业中在暴跌前相对Q值小于1

的也有3家。可见,企业的估值水平并未影响到大股东和高管的增减持决策,产业资本的行为并没有遵循Q值的指引。

反过来看,产业资本的增减持行为并未受企业业绩和估值水平影响的事实也再次印证了本轮暴跌下大股东和高管的增持行为并非是以投资或是追求金融资本与产业资本的平衡为目的。

## 大股东增持规模 不受前期减持潮影响

在A股进入上市公司增持潮前,大股东和高管的大规模减持浪潮已持续了大半年。以2014年11月上证指数进入急速上升期为起点,截至今年6月中旬,牛市中大股东和高管净增持企业股份数的上市公司有222家,净减持的有1318家。

7月初,证监会出台规定,取消了股价大幅下跌的企业董监高增持股票的窗口期限制,同时允许近期减持过股票的产业资本可以通过证券公司定向资管等方式立即在二级市场增持本公司股票。原来可能涉及短线交易等问题的产业资本增持行为被开了绿灯。

按照直观猜想,如果说产业资本遵循简单的“低买高卖”原则,上半年的大范围减持事件与产业资本规避股价过高所蕴藏的风险有关,那么在下半年股价暴跌、估值回归的背景下,在牛市中减持比例最大的股票将最有被增持的动机。然而统计结果表明事实并非如此。

在下半年大股东和高管增持市值比例超过10%的25家企业中,仅有鼎泰新材、利君股份和凤竹纺织三家在上半年牛市中减持比例超过5%(见表2),其余各家要么在牛市中没有减持,要么减持股份占比很低。而在去年11月至今年6月间减持比例超过了20%的23家上市公司中,下半年增持比例超过5%的仅有1家,超过1%的也不过4家。可见,前期减持的规模并未影响到上市公司大股东和高管对于当期增持行为的决策。

对于在下半年中逆市增持的股票也是如此。表3统计显示,今年A股暴跌以来大股东和高管逆市净增持比例最大的10家企业中,仅有两家在上半年增持了股票。进一步研究发现,相比于这轮行情下增持的普遍性,减持行为的特殊性背后有更明确的动因。

艾比森、金圆股份和冠农股份的减持与限售股解禁有关,低价参与新股发行或定向增发的大股东(非控股股东)在限售期满后选择在二级市场上转让股份获利了结。全通教育作为上半年市场资金炒作的热点,市盈率一度超过1000倍,股价被严重高估,企业大股东和高管在5月底启动一系列的减持计划,下半年企业净减持的股份也是该计划的延续。

## 大股东增持效果显著

产业资本积极增持参与救市在一定程度上稳定了股价,部分企业的股价甚至在反弹中创下新高。

当下半年市场运行到最低点时,上证指数和沪深300指数收盘价较上半年顶峰值下降了43%,中小板和创业板指数跌幅更是在50%左右。相较市场主要指数,净增持比例较大的企业在下跌浪潮中跌幅更深。在表2统计的25家大股东和高管净增持比例超过10%的上市公司中,下半年股价较上半年最高点的最大跌幅超过对应板块指数跌幅的有19家,最大跌幅超过50%的有17家。

股市触底后,四大市场指数经历了不同程度的反弹。截至11月16日,指数反弹后达到的最高值距上半年指数最高点仍有28%至30%的跌幅。而在净增持比例超过10%的25家上市公司中,反弹幅度不及指数的仅有5家,有6家企业在反弹后股价更是一度超过牛市水平创下新高。反观表3列示的净减持比例排名前十的企业,反弹后股价走势超过指数的仅有1家,大部分企业还尚未走出暴跌的阴影。

可见,在暴跌过后市场逐步恢复理性的过程中信心很重要,产业资本大比例增持行为表明了大股东和高管看好企业后续发展,继而增强了投资者信心,对股价恢复起到了良好作用。而产业资本逆市减持的行为导致了投资者对上市公司信心不足,反弹乏力。

(助理研究员 范璐媛)

## 结论:

在不同时期、不同市场条件下,上市公司大股东和高管做出增减持决策的动因和目的也不尽相同。本文分析发现,2015下半年股市暴跌背景下产业资本增持与估值、业绩和历史减持水平平均无关,救市是最重要的目的。

相比于A股市场产业资本在以往熊市中救市增持并不积极的历史经验,本轮暴跌下由于政府背书、

政策引导加上急跌下蕴藏的反弹机会,产业资本对后市的信心得到了极大的加强。没有得到国家队垂青的股票也不愿在市场反弹中失去机会,反而比证金持股公司的增持力度更大。从市场逐步恢复理性后的反弹效果可见,大股东和高管对上市公司信心也直接传导给了投资者,增持量高的股票被市场普遍看好,反弹效果也因此高于市场总体水平。

总而言之,虽然有诸多政策引导和限制,市场上首次出现的增持潮对于产业资本参与二级市场的良性运作

仍不失为一个积极的信号。产业资本在风暴来临之际不再首先想到迅速撤离独善其身,对市场估值修正的信心才更容易影响投资者。当产业资本的行为越来越多凸显出其经济意义时,市场的价值修复功能也才能得到更大程度的完善。

而这一点,在“救市大于一切”的背景下,其成色往往非常有限。这也是我们必须提醒投资者的,即审视大股东增持的背景与动机,而不盲目迷信并跟风被大股东、董监高增持的股票。

图1:全市场净增持金额与沪深300走势(周)

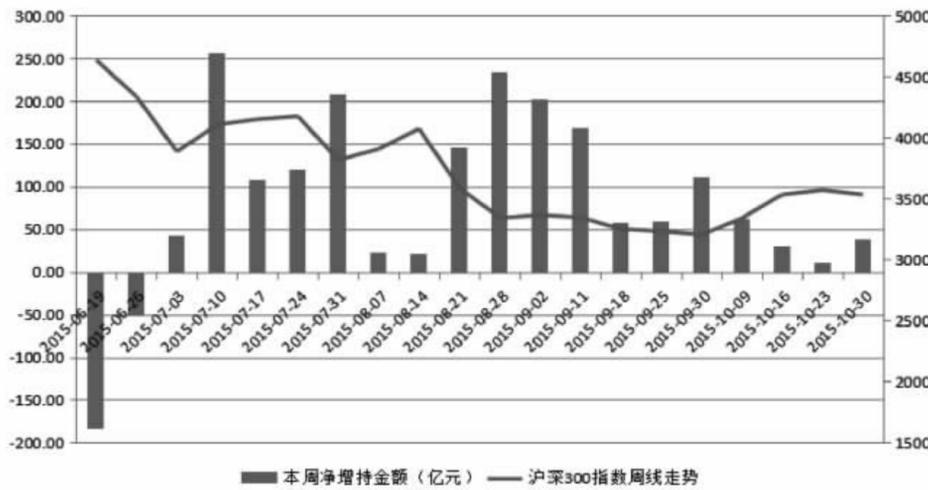


表1:2015上市公司中期财务指标分组中位数对比(数据来源:2015年中报)

	上市公司数量	净资产收益率ROE (%)	最近三年营业收入增长率 (%)	营业收入同比增长率 (%)	每股经营活动产生的现金流
A股全市场(不含ST)	2727	3.27	26.67	4.12	0.049
净增持企业	1380	3.38	31.09	5.62	0.051
净增持股本占流通股比例大于1%的企业	306	2.93	33.54	5.73	0.035
净减持企业	118	2.95	33.42	5.15	0.012

表2:A股暴跌以来上市公司大股东和高管净增持比例排名

排名	股票简称	净增持市值占流通股本比 (%)	牛市期间净减持市值占流通股本比 (%)	暴跌前托宾Q值	暴跌前相对Q值	股价较上半年最高值最大跌幅 (%)	股价反弹后最高值较暴跌前最高值涨跌幅 (%)
1	朗科科技	24.75	1.95	4.74	0.91	-59.22	2.06
2	新华百货	24.64	10.88	2.07	1.24	-49.18	3.69
3	设计股份	21.8	0	1.5	0.9	-34.63	18.33
4	鼎泰新材	19.13	-16.6	3.18	0.93	-52.51	-10.04
5	国农科技	18.38	0	11.9	6.4	-52.98	-6.07
6	海联讯	18.35	-2.58	3.72	0.72	-65.51	-32.1
7	天宸股份	17	0	1.62	0.98	-63.83	-8.77
8	韶能股份	16.37	-0.01	2.04	1.09	-55.64	0.17
9	威尔泰	15.01	-1.01	21.29	6.26	-67.81	-25.59
10	浦发银行	12.5	-0.02	1.01	0.92	-30.7	2.74
11	利君股份	12.42	-22.61	10.34	3.04	-65.17	-40.83
12	齐星铁塔	12.39	0	2.05	0.6	**	**
13	中炬高新	11.01	5.02	4.36	2.62	**	**
14	西昌电力	10.65	-0.0014	3.86	2.32	-63.41	-33.08
15	福星股份	10.27	-0.31	1.1	0.59	-54.9	-23.61
16	南宁百货	10.15	-2.19	5.37	3.23	-70.4	-49.48
17	宇诚股份	10.09	0	37.1	22.3	-58.31	-15.06
18	北矿新材	10.06	0	14.1	8.47	-56.72	-19.88
19	万科A	10.05	0.3	1.06	0.57	-18.83	-0.96
20	凤竹纺织	10.01	-10	6.34	3.81	-68.83	-28.89
21	壹城黄金	10.01	0	20.76	12.47	-49.9	-13.39
22	仰帆控股	10.01	2.5	60.75	36.51	-67.14	-21.42
23	西藏旅游	10	0	4.53	2.72	-66.37	-6.14
24	华鑫股份	10	0	3.9	2.34	-57.32	-22.45
25	新世界	10	0	2.03	1.22	-47.73	17.77

表3:A股暴跌以来上市公司大股东和高管净减持比例排名

序号	股票简称	净减持市值占流通股本比 (%)	牛市期间净减持市值占流通股本比 (%)	暴跌前托宾Q值	暴跌前相对Q值	股价较上半年最高值最大跌幅 (%)	股价反弹后最高值较暴跌前最高值涨跌幅 (%)
1	艾比森	-11.82	0	2.55	0.49	-73.4	-39.58
2	金圆股份	-8.83	-3.43	1.66	0.89	-65.23	-40.97
3	全通教育	-7.09	-5.74	26.82	5.16	-77.16	-49.72
4	天沃科技	-5.43	-0.07	2.11	0.62	-67.2	-52.18
5	圣方微	-5.02	0	16.3	8.76	-61.97	-38.78
6	山水文化	-5	5	15.78	9.48	-72.6	-55.82
7	冠农股份	-4.99	0	4.62	2.78	-56.71	-37.03
8	飞亚达A	-4.97	5.89	2.9	1.56	-67.68	-44.87
9	沃尔核材	-4.74	-19.88	3.65	1.07	-59.24	-17.58
10	焦作万方	-4.44	-0.5	1.85	1	-61.22	-44.43

资料来源:公开信息 范璐媛/制表 吴比较/制图