

# 股权分置改革研究综述

万立全(博士)

(河南财经学院 郑州 450002)

**【摘要】** 本文对有关股权分置改革的研究文献进行了归纳,指出研究内容主要集中于四个方面,即对价的影响因素、股权分置改革中两类股东的利益分配问题、股权分置改革的时机选择以及股权分置改革的效应,同时指出未来研究的方向。

**【关键词】** 股权分置改革 对价 锚定效应作用论

股权分置改革(简称“股改”)是一项具有中国特色的重大制度创新。由于缺乏严谨的理论基础和经典文献的支持,近年来尽管关于股改的研究很多,但仍处于起步阶段,研究呈现出非系统性的特点。因此,有必要对相关文献做一归纳,以揭示股改研究的规律。股改的基本方法是非流通股股东向流通股股东支付对价以获得非流通股的上市流通权,因此对价方案成为股改理论研究的核心内容。对价的影响因素、股改中两类股东的利益平衡问题、股改的时机选择以及股改的效应等都成为股改研究的主要内容。

## 一、对价的影响因素

**1. 公司特征决定论。**公司特征决定论借鉴有关流通权价值的研究成果,从非流通股折价的影响因素入手研究对价的影响因素。林凡和陈斌(2006)以前两批试点公司作为研究对象,构建一个以非流通股流通后的预期股价冲击、公司经营状况、非流通股股东意愿和流通股股东话语权为要素的对价影响因素模型进行研究,研究发现非流通股比例、当前股价与每股净资产差额、净资产收益率是影响对价的主要因素,非流通股股东意愿和流通股股东话语权的影响不显著。吴超鹏等(2006)分析了送达率和送出率的影响因素,其结论是:送达率与第一大股东控制力、非流通股比例显著正相关,与机构投资者持股比例、分红承诺和业绩承诺显著负相关;送出率除与非流通股比例显著负相关外,与其他影响因素的关系和送达率的情况相同。张俊喜等(2006)认为非流通股比例和首次发行市盈率与对价显著正相关,盈利水平和流通股股权集中度与对价显著负相关。赵俊强等(2006)发现非流通股比例、非流通股转成流通股的份额与对价正相关,公司的经营业绩及未来成长性与对价负相关。

可见,上述研究文献认为影响对价的主要因素包括非流通股比例、公司业绩和成长性、流通股股权集中度等。我们可以认为,公司特征决定论是股改其他方面研究的基础。

**2. 治理环境决定论。**La Porta等(2002)指出宏观层面的法律环境和外部治理环境与公司价值相关,法律对投资者的保护力度越大、外部治理环境越好的国家,公司价值越大。Gompers等(2003)指出微观层面的公司治理水平越高,公司

价值越大。由此,部分学者考虑引入各地区公司治理环境变量来考查治理环境与对价的关系。靳庆鲁和原红旗(2006)认为,公司治理水平高的公司,对价较低,而且这类公司能够减小大股东和机构投资者降低对价、侵占中小投资者利益的“合谋”行为给中小投资者造成的不利影响。辛宇和徐莉萍(2007)研究发现:在股票估值方面,存在着治理环境溢价,上市公司所在地区的治理环境越好,对价越低;在治理环境较差的地区的上市公司的市净率越高,对价越低。较好的治理环境有助于降低股改的成本。

上述文献表明,无论是宏观层面的外部治理环境或法律环境,还是微观层面的公司治理水平,都会对对价产生影响。

**3. 保荐机构决定论。**沈艺峰等(2006)研究表明:①保荐行业的集中度相当高,上海证券市场的保荐机构在一定程度上存在寡头垄断,市场准入门槛较高;②保荐机构的市场份额与对价显著负相关,“群聚”现象可能是上海证券市场的保荐机构进行垄断的结果。对价与各公司财务特征变量(如净资产收益率、公司总资产等)无关,只与保荐机构的市场份额以及公司的股权集中度等相关。

**4. 锚定效应作用论。**近年来,随着行为金融理论研究的不断深入,“锚定效应”理论越来越多地被用于分析资本市场中的一些“异象”。许年行和吴世龙(2007)运用该理论分析对价的影响因素,分析结果表明:①对价支付不是一种完全理性的经济决策行为,其存在明显的“锚定和调整”行为偏差,公司主要以静态锚和动态锚作为对价的锚定值。②第二批试点公司在确定对价时受“锚定值”的影响较大,受其他因素的影响较小,锚定效应较强;全面股改公司在确定对价时受“锚定值”的影响较小,受其他因素的影响较大,锚定效应较弱。随着股改的深入,锚定效应逐渐减弱。③低对价公司在确定对价时受“低锚定值”的影响较大,锚定效应较强;反之,高对价公司的锚定效应较弱。

## 二、股权分置改革中两类股东的利益分配问题

林凡和陈斌(2006)指出,股改的基本理念是“证券监管机构确定总体思路与规则,上市公司确定具体方案,流通股股东与流通股股东两大利益主体充分博弈”。因此,股改的实质

是对两类股东利益的重新分配,而如何实现两类股东之间的利益平衡就成为股改研究的另一个重点。唐国正等(2005)运用不对称信息理论和行为金融理论解释首批四家试点公司的股改方案的公众投资者支持率存在差异的原因,其结论是:四家试点公司的股改方案不能满足公众投资者的诉求。赵俊强等(2006)认为,近九成完成股改的公司存在合理对价区间,74%的公司使两类股东获得增量收益,20%的公司由于对价过低使流通股股东受损。在两类股东均获得增量收益的公司中,非流通股股东获得的增量收益显著多于流通股股东获得的增量收益,增量收益未能平均分配。杨丹等(2008)认为,对于非流通股比例较低的公司而言,对价补偿是公平的;在非流通股比例较高的公司中,存在非流通股大股东剥削流通股股东的现象。

### 三、股权分置改革的时机选择

郑振龙和王保合(2006)运用期权理论,将股改看做是上市公司拥有的永久性美式看涨期权多头,分析了股改的时机选择问题。其结论是:①股改应该在流通股股价与非流通股股价差异较大时进行;②股改的成果主要体现为改革带来的非流通股流动性的增强;③股改的最优执行边界取决于非流通股的数量以及公司流通股和非流通股的波动率。非流通股的数量越多、波动率越大,最优执行边界越大。

### 四、股权分置改革的效应

1. 股权分置改革的市场反应。晏艳阳和赵大玮(2006)采用事件研究法分析了前两批试点公司公布股改预案前后30天的累计超常收益率,结果表明:①从公布日前14天起,累计超常收益率显著不为零,市场对股改信息提前做出了反应;②累计超常收益率在公布日近似为零,在公布日前30天是公布日后30天的10多倍,股改中存在内幕交易行为。张继袖和陆宇建(2006)研究发现:①市场对股改信息有反应;②随着股改批次的增加,异常报酬率和累计超常收益率越来越低,市场越来越成熟。

2. 股权分置改革与企业绩效。陈明贺(2007)认为,股改具有双重效应:①股改使控股股东的持股数有所减少,这在一定程度上改变了国有股“一股独大”的局面,有助于提高公司绩效;②股改影响了股民对公司发展前景的预期,中小投资者对进行股改的公司的发展前景的预期较差。丁守海(2007)指出,股改使上市公司的价值普遍提高了16%以上,并对盈利潜力表现出充分的敏感性,盈利潜力大的公司,其价值提高幅度较大。股改更有利于改善“一股独大”型公司的治理绩效和提高其资产价值。

3. 股权分置改革与公司治理水平。何诚颖和李翔(2008)指出:①股改有利于促进公司价值的提升,股改越早完成,越有利于促进公司价值的提升;反之,不利于公司价值的提升,甚至可能会产生负面影响。②股改对房地产、银行、有色金属、钢铁、机场港口等行业公司的价值有显著的提升作用。廖理等(2008)设计了控股股东、董事会、经理层、信息披露四个维度的公司治理指数进行实证分析,分析结果表明:①股改能够显著提高公司的治理水平;②在四个维度中,股改对控股股东的影响最显著;③终极产权被具有国有性质和股权较为集中的

公司拥有,该类公司的治理水平会得到更大的提高;④已实施股改的公司比尚未实施股改的公司在治理水平上有更大的提升。股改后上市公司的利益机制发生根本改变,公司治理指数明显提高。

4. 股权分置改革后的股利政策。党红(2008)分析了2005年以前完成股改的234家公司在2004、2005和2006年的股利数据,结果表明:①股改矫正了现金股利与发展机会之间的关系。股改后,公司在发展机会时会减少现金股利的发放。②股改后影响公司现金股利支付水平的股权结构变量没有发生变化;股改后,现金股利没有呈现出在全流通资本市场中作为降低控股股东与中小股东代理成本的的工具的特征,第一大股东仍然偏爱高现金股利。③其他大股东在现金股利支付方面的服从或合谋角色没有改变,后股权分置时代持股比例高的第一大股东仍会实施股权分置情况下的部分非理性行为。

### 五、未来研究方向

由于没有先例和经验可以参考,股改的相关研究大多属于探索性质,难免存在以下一些不足:第一,关于对价的影响因素分析缺乏一套完整的理论分析框架。第二,对“群聚”现象缺乏深入的分析。第三,现有文献仅仅关注股改方案中对价对市场反应的影响,没有注意到附加承诺以及对价与附加承诺之间的相互作用对市场反应的影响,因而研究无法全面评价股改方案的实施效果。第四,研究结论存在一定的差异。

随着后股权分置时代的到来,我们可以采用全部样本或不同的子样本对上述问题进行系统分析,而且有必要把股改与实际控制人的代理问题联系起来,分析在后股权分置时代实际控制人的代理成本有无变化、实际控制人与中小股东的代理冲突是否有所缓解。此外,应重视对股改承诺的研究,因为研究实际控制人对股改承诺的履行情况有助于了解实际控制人对中小股东利益的关注程度。我们有必要采用实证分析或案例分析的方法来研究各公司对股改承诺的履行情况,以得出实际控制人的行为特点。限售股的解禁是我国资本市场的一个全新课题。限售期满后,实际控制人是减持还是增持,是否可以引入行为金融学的研究成果分析股改前后实际控制人以及中小股东的行为和投资策略的变化,这些都是未来研究的方向。

### 主要参考文献

1. 林凡,陈斌.股权分置改革中“对价”确定的影响因素.经济管理,2006;17
2. 吴超鹏等.对价支付影响因素的理论和实证分析.经济研究,2006;8
3. 张俊喜等.实证研究股权分置改革中的政策与策略.金融研究,2006;8
4. 唐国正等.股权分置改革中的投资者保护与投资者理性.金融研究,2005;9
5. 晏艳阳,赵大玮.我国股权分置改革中内幕交易的实证研究.金融研究,2006;4
6. 党红.关于股改前后现金股利影响因素的实证研究.会计研究,2008;6