

股权分置改革时代的 对价支付与股东利益机制研究

李祥

(北京师范大学经济与工商管理学院 北京 100875)

【摘要】 本文针对股权分置改革进程中的股东利益机制进行了分析,讨论了股改前非流通股股东与中小流通股股东利益间的对立及行为差异,并对股改中影响对价支付的因素进行了实证研究。

【关键词】 股权分置 对价支付 代理问题

在计划经济向市场经济过渡的过程中产生的股权分置是我国证券市场的一种特殊现象。这种特殊现象是我国作为一个社会主义国家发展市场经济过程中的必然产物,但是这种制度的缺陷导致了股东利益的冲突,以致进一步引发了股东的不合理经济行为,阻碍了证券市场的发展。

一、股权分置条件下的股东利益机制

1. 股权分置条件下流通股股东与非流通股股东利益的冲突。流通股与非流通股的分置,造成了市场上中小流通股股东的弱势地位。首先,在取得股票的对价方面,非流通股股东获得股权的成本价是公司IPO之前的每股净值,公司通过溢价发行,不但使公司的资产总额增加,也使得每股净资产大幅增加,非流通股股东便自然获得了高额的价差收益,无偿占有了流通股股东的部分资金。其次,从控制权上看,非流通股股东始终拥有对公司的绝对控制权,而中小流通股股东由于其投票权极为分散,从主观上来说,相对过高的参与成本使其没有参与投票的愿望;客观上,即使中小股东参与投票,他们也没有实力与控股股东抗衡。

2. 股权分置基础上的股东行为差异。在股权分置条件下,以市场价值为代表的公司价值最大化对于控股股东利益并没有直接的影响,因而股权融资所带来的非流通股股东权益的巨额增值成为了其真正的价值追求。上市公司的“壳”资源便成为寻租的目标,进而屡屡成为其控股母公司的圈钱工具。公司通过关联交易使优质资产被恶意置换、流动资金被占用,或者通过为关联企业提供巨额担保,使得大部分经营风险转移到了上市公司身上,严重侵害了其他股东的利益。由此可见,股权分置问题已成为严重制约我国市场经济发展的瓶颈,进行改革是必由之路。

二、股权分置改革过程中的对价支付

股权分置改革是流通股股东与非流通股股东之间的利益协调和重新分配的过程。从长期来看,股改可以消除我国证券市场的根本性制度缺陷,缓和利益各方的矛盾,实现市场参与主体的共赢。但在短期内,流通权的获得对于非流通股股东是一项价值增值,对于流通股股东却是潜在的威胁,因为流通股

股东获取股权的成本要远高于非流通股股东。因此,股改中所面临的核心问题就是如何为流通权的获得而支付对价。

(一)对价支付水平的影响因素

本文认为,理论上对价数额的确定至少要考虑以下两个问题:一是股票流通权的价值,即流通权的获得可以为非流通股股东带来多少收益;二是对流通股股东的补偿,即非流通股股东应当支付多少对价来补偿流通股股东所面临的风险和受到的损失。

流通权作为产权的一部分,其价值主要是指所有者在产权转让过程中获得的所有效用。其中包括非流通股股东变现股票获取的溢价收益、在企业价值最大化时退出而获得的投资回报、效益不好时撤资而产生的风险规避效用等。而流通股股东所面临的风险和损失则主要包括承受非流通股股东获利后抛售股票引起的股价下跌和市场恐慌心理带来的损失。在实际中,对价水平还受到参与双方的博弈情况等多方面因素的影响。

非流通股股东所提出的方案,往往以送股、转增为主。然而,送股在复牌日的股价除权后,并不能增加流通股总市值,因此,非流通股股东往往还需做出承诺来维持股价,或者通过赠送认沽权证来保障流通股股东的权益。这样,送股后非流通股股东的股权份额虽然被稀释了,但其并没有失去对公司的实际控制,如果股票复牌后股价维持在除权后的水平,或者跌破界限,中小投资者最多只能通过认沽权证保证自己不受损失,而非流通股股东几乎没有付出任何代价就获得了股票的流通权。对于中小投资者来说,在股权分置的情况下,长期以来的弱势地位可能导致其对公司决策的漠视。虽然股改方案必须经由参加表决的流通股股东所持表决权的2/3以上同意才能通过,但中小投资者获取的信息量不足,参与决策的积极性不高,这就使得非流通股股东的方案是否公允值得怀疑。

(二)实证研究

1. 研究方案设计。本文以2005年内完成股改并重新挂牌上市的股票为研究样本,通过多元回归分析来测量上市公司支付对价与其相关财务指标、重新挂牌后的收益率以及其他

相关因素之间的关系。以此判断股改中的股东决策受到哪些因素的影响,并为后股权分置时代我国证券市场中的股东利益的冲突与协调提供思路和方法。

2. 研究样本的选择。本文研究的样本区间为我国沪深两市2005年12月31日之前进行了股改的上市公司,总数为404家。其中,60家上市公司在12月31日还未复牌,因此在研究样本中将其剔除。此外,由于绝大多数上市公司将送股作为支付对价的主要方式,本文为简化计算,将采用派现和转增方式支付对价的上市公司剔除。最终选取的研究样本为322家,数据来源于ccer经济金融数据库。

3. 回归模型与变量描述。本文拟采用多元线性回归的方法,来检验股改中影响上市公司对价支付水平的因素。本文将送股比例作为被解释变量来衡量上市公司所支付的对价水平,具体模型如下:

$$CR = \alpha + \beta_1 EPS + \beta_2 NAP + \beta_3 RE + \beta_4 \ln(VFS/AS) + \beta_5 \ln(FS/AS) + \varepsilon$$

其中:CR表示对价支付水平;EPS表示每股收益,本文采用了股改前一年年报中的每股收益水平来反映公司当前的盈利水平;NAP表示每股净资产,本文采用股改前一年年报中上市公司的每股净资产来衡量公司股票所代表的资产现值;RE表示复牌日股价的涨跌幅,其虽然是一个滞后于对价支付的变量,但由于对价中可能含有维持未来股价水平的承诺,因此本文也将其看作影响送股水平的因素; $\ln(VFS/AS)$ 表示参加表决的流通股股本占总股本的比例取对数,该指标反映了流通股股东参与表决的积极性水平; $\ln(FS/AS)$ 表示流通股股本占总股本的比例取对数,该指标反映了流通股股东对公司决策的影响程度,该变量的值越大,则在对价支付水平的博弈中流通股股东越占据优势;该变量的值越小,则说明流通股股东越处于弱势的地位。

其中,每股收益、每股净资产反映了公司的内部财务状况对上市公司对价支付水平的影响,复牌日股票涨跌幅反映了股改方案实施后股价的波动情况,参加表决的流通股股本占总股本的比例和流通股股本占总股本的比例反映了流通股股东和非流通股股东的力量对比关系。

4. 实证结果分析。

(1)描述性分析。本文在对各变量的描述性分析中没有考虑规模因素,因此均值的计算采用了算术平均法。这样做虽然使得均值水平并没有反映出市场中实际的总体均值,但由于本文主要研究对价支付水平的主要影响因素,应当将每一个上市公司作为等同的样本对待,这有助于消除规模较大的公司对总体结论的影响。描述性统计结果如表1所示。

从表1可看出,通过描述性统计分析,对价支付比率的均值为0.3左右,这个结果符合最低对价支付比率的理论预期。在股改前一年各样本公司的每股收益均值为0.31元,每股净资产为3.2元。复牌日股价的涨跌幅均值在0附近,而绝大多数股票的变动幅度也在±10%之内,说明

表1 描述性统计结果

	对价支付水平	股改前一年每股收益	复牌日股价涨跌幅	流通股股本占总股本比例	股改前一年每股净资产	参加表决的流通股股本占总股本比例
样本数	322	322	322	322	322	322
总体均值	0.31	0.31	-0.25	0.63	3.20	0.23
最小值	0	-0.70	-13.68	0.14	-3.08	0.004 5
最大值	0.5	1.95	17.51	0.86	9.56	0.62
标准差	0.075	0.263	0.039	0.105	1.453	0.115

在复牌后放开股价的情况下股票价格并没有出现剧烈的变动,整个市场保持稳定。但是从对流通股股东参与投票的情况来看,只有近1/3的流通股股东参与了最终的表决,表明我国市场中仍然存在“搭便车”现象。与之相反,非流通股股东的参与程度为96%,这使得非流通股股东提出的对价支付方案是否公允值得质疑。

(2)回归结果与变量解释。本文采用SPSS软件对上述模型进行了多元线性回归分析,并对结果进行了5%置信度的显著性检验。检验结果表明,模型的F值为16.950,整体通过了显著性检验。在单个系数中,仅有EPS的P值为0.217,没有通过检验,其他指标都与被解释变量显著相关。因此,本文将EPS剔除,重新对模型进行回归,得到修正模型的回归结果如表2所示。

表2 回归结果

变量	回归系数与标准差		T	P
	β	Std. Error		
常数项	0.308	0.015	21.117	0.000
NAP	0.006	0.003	2.348	0.019
RE	-0.234	0.097	-2.428	0.016
$\ln(FS/AS)$	0.137	0.020	6.968	0.000
$\ln(VFS/AS)$	-0.043	0.006	6.618	0.000
F 值	5.513		0.019	
调整后的R ²	0.198			

修正后的模型无论在整体上还是单个系数上都表现显著,其中,每股净资产、流通股股本占总股本比例同对价支付水平呈正相关关系;而复牌后的当日报酬率和参加投票的流通股股本占总股本的比例同对价支付水平呈负相关关系。

笔者认为,流通股股本占总股本比例代表了流通股股东在股改中的地位和力量,该比例越高,其在博弈过程中越能为自身争取更大的利益,对价支付水平也就越高。本文中复牌日的股价报酬率代表了一种辅助的对价支付手段,即上市公司为维持股价水平而做出的承诺,因此如果股价可以带来较高的收益,相应的对价支付水平就可以降低,二者应当呈负相关关系。

但是,对于每股净资产同对价支付水平之间是否呈负相关关系无法确定。每股净资产体现了股东所拥有的股票中资产净值的含量,每股净资产越高,代表股票的内在价值越大,因此支付的对价应当越少。而参加表决的流通股股本占总股本的比例同对价支付水平之间是否呈正相关关系同样无法确定。

每股净资产代表了企业的真实资产状况,当该指标值较低时,除了经营不善外,其原因可能包括非流通股股东对公司的“掏空”,

债务契约的财务治理机制分析

金帆

(西北工业大学管理学院 西安 710072)

【摘要】近年来,关于财务治理理论的研究仍然较多,但是债务契约在财务治理领域中的研究却相对缺乏。本文从债务契约的风险分担和产权特征出发,探讨债务契约设计和履行过程中的财务治理机制。

【关键词】 债务契约 财务治理 风险 履约

债务契约是对企业的产权分配和财务治理起着重要作用的融资契约。从产权角度看,在债务契约的设计和履行过程中债权人可以发挥其财务治理职能。由于资本市场的存在,导致债务契约分化为两类具有不同治理特点的契约,即债券契约和信贷契约。在破产临界状态下,股东、管理层的机会主义行为和债权人的治理过度都会降低财务治理的效率。

一、债务契约的产权特征

现代企业理论的一个基本观点是,企业是一个由多个利益相关者组成的契约联结体。从财务角度看,主要存在两种

每股净资产越低,各种幕后交易就越频繁。于是,在股改中非流通股股东利用自身优势对流通股股东大肆剥削也就不奇怪了。同样,在众多中小流通股股东选择放弃权利的情况下,参与投票的流通股股东与非流通股股东之间是否有着密切联系,外部人无从知晓。

因此,根据以上分析,除了模型设计方面的原因之外,笔者认为,非流通股股东的长期优势地位可能成为影响回归分析结果的一个主要因素。流通股股东在信息获取和专业水平上都无法和非流通股股东抗衡,根本无法认清在股改中对方和自身的根本利益,使得股改中的决策在很大程度上取决于非流通股股东的意志,这就造成了理论分析结果和实际情况截然不同。

由此可见,我国证券市场中非流通股股东的强势地位在短期内根本无法改变,在有了一个合理的运行基础之后,我国上市公司及各市场参与主体的不合理行为还将在此后的一段时间内存在,这就需要我国的政策制定部门和监管部门继续深化股改后的辅助工作,引导各市场主体的行为。

三、股权分置改革后的利益机制

从长远来看,股权分置改革将从根本上改变我国资本市场运行的制度基础,市场所应具备的各项功能将更加完善,信息流通将更加顺畅,运行机制将更加科学准确,市场参与主体的行为将也更趋于理性。然而,这只是对股改完成后我国资本市场结构合理化的理论预期,从短期来看,我国市场中仍然存在以下问题:

融资契约,即股权契约和债务契约。一般而言,债务契约中债权人放弃了剩余索取权而拥有优先受偿权。虽然《公司法》为保护债权人的合法权益而允许在初始融资契约中赋予债权人某些特定权力,但债权人实质上属于外部利益相关者,不拥有剩余控制权。

笔者认为,一个企业得以产生,要通过各个利益主体进行直接谈判和间接谈判来实现未来利益分配的均衡,签订初始融资契约。初始融资契约是一个风险分担均衡点,债务资本提供者预期获得的固定比率收益与预期承担的风险是相

1. 非流通股在股东获得流通权后一定期限内不能上市交易或转让,短期内原非流通股股东的控制地位不会改变,“一股独大”现象仍将在一定时期内存在。

2. 全流通不能完全消除大股东对小股东利益的侵害问题,当控股股东可以通过“掏空”行为来获取更多的利益时,他们也可能侵害其他股东利益以得到更多的私人收益。

3. 中小股东的投机心理短期内难以消除。股权分置改革将使市场中的资产定价功能得以恢复,市场功能的完善将使投资者的投资行为更加规范,然而在中小投资者普遍存在短期行为的历史背景下,即使运行机制发生根本变革,投资者的观念也还需要一段较长的时间才能转变过来。

我国证券市场经历了十几年的发展,逐步进入弱式有效阶段,建立之初的种种制度缺陷,都可以随着经济的发展而不断消除和改善。但是,对于各市场参与主体,仍然需要通过各种风险警示与惩罚机制给予正确的引导,才能让参与主体的行为更加符合制度规定,以促进我国市场经济获得更大的发展。

主要参考文献

1. 巴曙松,张旭.正在开启的战略并购之门——后股权分置时代上市公司并购活动的发展.中国金融,2006;19
2. 陈睿,黄冠翎.股权分置改革对价水平实证研究.商业研究,2006;12
3. 陈欣慰,谢绵陞.博弈论视野下的股权分置改革.特区经济,2006;1