

文章编号:1002-980X(2007)01-048-05

股权分置改革对公众投资者利益影响因素的分析

廖旗平

(广东农工商职业技术学院, 广州 510507)

摘要:本文分析了股改对公众投资者利益的影响和影响因素,结果发现,股改使得现有公众投资者股权价值也得到了较大提高,但公司业绩没有发生明显变化;在所有因素中股改后股权结构的变化和市场流通情况是影响现有公众投资者利益变化的主要因素,从而说明关注股权结构和市场流通能保护现有公众投资者的利益。

关键词:股权分置改革;公众投资者;影响

中图分类号:F830.91 **文献标志码:**A

1 问题的提出

自2005年4月29日中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》开始,中国证券市场股权分置改革(以下简称股改)步伐逐步加快,直到目前为止,股改分置改革已进入攻坚阶段,实施股改的上市公司市值已占总市值的30%以上,股改对股市产生了什么样的影响,公众投资者利益得到了保护吗?又是什么因素促使公众投资者利益发生改变?对这些问题的解决有利于进一步推进股改,保证股改沿着保护投资者利益的正确轨道行驶。本文旨在研究股改对公众投资者利益的影响及其影响因素,为在股改中保护公众投资者利益提供参考。

2 股改对公众投资者利益影响因素的实证分析

2.1 样本的选取、数据来源和统计方法

根据研究的需要,选取了如下数据:第一、二批试点实施股改的共45家上市公司和已实施股改的50家中小板上市公司的流通价值变化率、市净率、流通股比率、第一大股东比率、第一大股东变化率、第一二股东持股差、机构持股比率、流通股赞成率、换手率、波动率、每股收益和对价率十二个指标来研究股权分置改革对股改前的公众投资者利益的影响因素,所有数据来源于2004年版中国国泰安股票数据库CSMAR、证券之星网站数据库及中国证券报数据库。在研究

股权分置改革对股改前的公众投资者利益的影响因素时,采用EXCEL和专业统计分析软件SPSS11.0进行了相关性分析和多元回归分析。

2.2 变量选择和研究假设

2.2.1 因变量的选择

以流通价值变化率作为股改对公众投资者利益的影响程度的替代变量。在本文中股改对公众投资者利益的影响程度是指股改前的公众投资者一直持有股票不动在股改后遭受价值的变化程度。公众投资者价值变化率是股改前的公众投资者在股改后持有股权价值加上获得的对价减去股改前持有的股权价值而得到的比率。如果这种对价是股票,则按股改后市值计算,如果对价是权证,则按股改时权证的内在价值计算,如果对价是现金,直接按其价值计算。因此,流通价值变化率能够反映股改对股改前的公众投资者利益的影响程度。

2.2.2 解释变量的选择和研究假设

选择了两个反映公众投资者与控股股东利益对比的解释变量,其中一个流通股比率,它能反映公众投资者整体在股权利益上的力量;流通股比率越高,说明公众投资者在上市公司治理中力量越强,越能够得到公众投资者的青睐,对股市的影响越好,公众投资者的利益越能得到维护,价值变化率会越高。为此,根据研究文献和中国实际,提出假设1:

H_1 :流通股比率与价值变化率成正相关关系,即流通股比率越高,价值变化率会越高。

收稿日期:2006-10-04

作者简介:廖旗平(1971—),男,江西新余人,广东农工商职业技术学院,讲师,企业管理博士,研究方向:金融投资。

另一个反映公众投资者与控股股东利益对比的解释变量是市净率,它能反映公众投资者与控股股东在股权价值上的对比,也就是反映非流通股与流通股在价格上的差异。股改后上市公司的市净率越高,说明股权分置改革对公众投资者利益影响较好,所以市净率与价值变化率之间成正向关系。为此,根据研究文献和中国实际,提出假设 2:

H_2 :市净率与价值变化率正向相关关系,即市净率越大,价值变化率会越高。

选择了第一股东持股比例和第一二股东比率差作为反映上市公司在股改后的股权结构的指标。第一股东持股比例作为反映大股东在公司治理状况的指标。第一股东持股比例越大,大股东对公司控制力越强,在股权分置改革中和公司治理中越容易侵害公众投资者的利益,因此价值变化率会越低。根据研究文献和中国实际,提出假设 3:

H_3 :第一股东持股比例与价值变化率负相关,即第一股东持股比例越高,价值变化率会越低。

第一二股东比率差是上市公司的第一大股东与第二大股东持股比例的差,是反映上市公司股东制衡力量的一个指标,第一二股东比率差越大,表示第二股东对第一股东的制约力越小,对公众投资者利益保护得越小,因此,价值变化率越小,提出假设 4:

H_4 :第一二股东比率差与价值变化率负相关,即第一二股东比率差越高,价值变化率会越低。

选择第一股东持股变化作为反映股改前后上市公司股权结构发生重大影响的一个指标。由于本次股权分置改革中非流通股股东支付对价的方式大部分采用送股,所以会严重影响到大股东的持股比例,当然也会影响到公司治理结构的变化。大股东持股比例的适当降低有助于保护公众投资者的利益,也就是说,第一股东持股比例减少得越小,公众投资者的价值增加得越小。根据研究文献和中国实际,提出假设 5:

H_5 :第一股东持股变化与价值变化率负相关,即第一股东持股增加,价值变化率会越低。

选择机构持股比例作为股改谈判中衡量谈判能力的一个重要指标,由于股改方案必须通过流通股股东大会的 2/3 以上票数通过方能实施,机构投资者的实力强,专业能力高,谈判能力强,对流通股股东影响大,因此,一般来说,上市公司机构持股比例越高,与非流通股股东谈判力就强,对公众投资者利

益保护的能力强,价值变化率会越高。为此,根据研究文献和中国实际,提出假设 6:

H_6 :机构持股比例与价值变化率成正相关关系,即机构持股比例越高,价值变化率会越高。

选择流通股赞成率作为反映流通股股东满意度的一个指标,流通股赞成率越高,流通股股东对股改方案和对价水平越满意,公众投资者价值会越高。因此,根据研究文献和中国实际,提出假设 7:

H_7 :流通股赞成率与价值变化率成正相关关系,即流通股赞成率越高,价值变化率会越高。

选择对价率作为反映在股改中保护公众投资者利益的一个指标。对价率越高,说明在股改中保护公众投资者利益越好,价值变化率会越高,因此,提出假设 8:

H_8 :对价率与价值变化率成正相关关系,即对价率越高,价值变化率会越高。

选择换手率作为反映股票流动性的一个指标,换手率越大,股票流动性越强,股改对流通股股东的影响越小^[1],公众投资者价值变化率越高,因此,根据研究文献和中国实际,提出假设 9:

H_9 :换手率与价值变化率正相关,即换手率越高,价值变化率会越高。

选择波动率作为反映股票风险大小的一个指标,股票价格的波动率越大,股改对公众投资者利益的影响越大,公众投资者价值变化率会越低,因此,根据研究文献和中国实际,提出假设 10:

H_{10} :波动率与价值变化率负相关,即波动率越高,价值变化率会越低。

选择每股收益作为反映公司业绩状况的指标。上市公司的每股收益越高,流通股股东从上市公司得到的回报也越高,公众投资者利益保护得越好,价值变化越好。为此,根据研究文献和中国实际,提出假设 11:

H_{11} :每股收益与价值变化率正相关,即每股收益越高,价值变化率会越高。

2.3 变量说明

我们可以用一个多元线性回归方程来检验各自变量与价值变化率这个因变量之间的关系。在前文中已经讨论了因变量与各自变量的关系,并建立了相应假设。我们通过列表的方式,列出了各变量的名称、计算方法和预期相关符号。

表 1 变量名称、计算方法与预期符号表

变量名称	变量含义	计算方法	预期符号
C	价值变化率	(股改后 30 日公众投资者平均股权价值加对价—股改前 30 日公众投资者平均股权价值)/ 股改前 30 日公众投资者平均股权价值	
D ₁	流通股比率	股改后流通股数/ 股改后总股数	+
D ₂	市净率	股改前 30 日平均收盘价/ 2005 年第三季度末每股净资产	+
D ₃	第一大股东持股比例	股改后第一大股东持股总数/ 股改后总股数	-
D ₄	第一二股东持股差	股改后第一大股东持股比例减去股改后第二大股东持股比例	-
D ₅	第一大股东持股变化	股改后第一大股东持股比例减去股改前第一大股东持股比例	-
D ₆	机构持股比例	股改前机构投资者持股数/ 股改前流通股数	+
D ₇	流通股赞成率	投赞成票所代表的流通股股份数/ 投票的流通股数	+
D ₈	对价率	对价额/ 股改前流通股价	+
D ₉	换手率	股改后 30 天平均交易股数/ 股改后流通股数	+
D ₁₀	波动率	股改后 30 天平均股价收益率的标准差 * $\sqrt{243}$	-
D ₁₁	每股收益	2005 年第三季每股收益 * 4/ 3	+

注： 243 天为年交易天数。

2.4 实证结果与简单分析

2.4.1 各变量描述性统计及分析

各变量描述性统计列表如下：

表 2 描述性统计表

	最小值	最大值	平均值	标准差
流通价值变化率	- 0. 4598	0. 9916	0. 2722	0. 2770
流通股比率	0. 2043	0. 6898	0. 4173	0. 1176
市净率	0. 8021	5. 4687	2. 1443	0. 9918
第一大股东持股比例 %	15. 53	75. 54	40. 55	16. 25
第一二股东持股差 %	0. 00	74. 84	33. 34	20. 62
第一大股东持股变化 %	- 18. 0	0. 0	- 6. 62	3. 87
机构持股比例 %	3. 9	70. 1	32. 47	19. 38
流通股赞成率 %	71. 86	98. 86	90. 34	6. 98
对价率	0. 10	0. 89	0. 35	0. 118
换手率	0. 0047	0. 2233	0. 0438	0. 0369
波动率	0. 127	0. 755	0. 3598	0. 1553
每股收益(元)	0. 0187	1. 5333	0. 4132	0. 2574

从表 2 中可以看出,流通价值变化率最小值为 - 45. 98 %,最大值为 99. 16 %,平均值为 27. 21 %,也就是说平均每家公司流通股股东股改后比股改前增加了将近 30 %的价值。从自变量的描述性统计看,股改后流通股比率平均值为 41. 73 %,比股改前流通股比率平均增加了 6. 64 %,另一指标股改后市净率平均值为 2. 14 倍,最小值为 0. 80 倍,比股改前平均市净率下降了 0. 29 倍。总体而言,样本公司的非流通股股东与流通股股东还存在一定的利益分歧。股改后第一大股东持股比例均值为 40. 55 %,比股改前第一大股东持股比例平均降低了 6. 62 %,大部分大股东属于相对控股,机构投资者持股率平均为 32. 47 %,最小值为 3. 9 %,最大值为 70. 1 %,说

明样本公司机构投资者在流通股股东中的影响较大。从流通股股东投票结果看,投票的流通股股东投赞成票的比率平均为 90. 34 %,最低有 71. 86 %,说明投票的流通股股东的满意率较高。实际对价率平均为 35. 43 %,标准差为 11. 8 %,说明各公司支付对价水平差异不明显。股改后日换手率平均为 4. 38 %,比股改前日换手率增加了 2. 09 %,这可能是由于股改的不确定性所导致。股改后年波动率平均为 35. 98 %,比股改前平均下降了 25. 63 %,这说明股改后股市的投机程度大大降低。股改后每股收益平均为 0. 413 元,比股改前有所降低,但样本公司整体业绩较好。

2.4.2 变量的相关性分析

为了进一步考察自变量与因变量之间的关系,同时也考虑到检验多重共线性问题,我们对自变量之间分别作了相关性分析^[2]。结果见表 3。

从各自变量之间的相关性检验看,大部分变量之间相关系数不大,各自变量之间基本不存在共线性。所以总体上判断,11 个自变量可以应用最小二乘法进行多元回归。

2.4.3 回归分析

多元回归结果表明,判定系数为 0. 76 ,F 值为 3. 229 ,在 95 %置信度下通过了 F 检验,模型整体回归效果较好;从各自变量的回归情况看,流通股比率、第一大股东持股比例、第一大股东持股变化率三个指标的回归系数在 95 %的置信度下都通过了 T 检验,其中流通股比率回归系数的符号与假设一致,假设 1 是成立,说明流通股比率的增加对保护公众投资者利益有一定影响;第一大股东持股比例、第一大股东持股变化率的回归系数的符号与假设不同,说明大股

表 3 相关系数

	流通价值 变化率	流通股 比率	市净率	第一股东 持股比率	第一二股 东持股差	第一股东 比率变化	机构持 股比率	流通股 赞成率	对价率	换手率	波动率	每股 收益
流通价值变化率	1.000	-.144	.349	.004	-.049	.446	-.105	.011	.071	.189	.225	-.134
流通股比率	-.144	1.000	-.487	-.405	-.338	-.289	-.194	-.296	-.196	-.120	.079	-.213
市净率	.349	-.487	1.000	-.136	-.236	.432	.310	.441	.068	.023	.132	.442
第一股东持股比率	.004	-.405	-.136	1.000	.970	-.329	-.052	-.010	-.082	-.159	-.200	.222
第一二股东持股差	-.049	-.338	-.236	.970	1.000	-.390	-.187	-.052	-.050	-.108	-.185	.159
第一股东比率变化	.446	-.289	.432	-.329	-.390	1.000	.256	.128	-.145	-.139	-.214	.101
机构持股比率	-.105	-.194	.310	-.052	-.187	.256	1.000	.510	-.257	-.286	-.318	.268
流通股赞成率	-.011	-.296	.441	-.010	-.052	.128	.510	1.000	.134	-.304	-.201	.254
对价率	.071	-.196	.068	-.082	-.050	-.145	-.257	.134	1.000	.420	.322	-.354
换手率	.189	-.120	.023	-.159	-.108	-.139	-.286	-.304	.420	1.000	.537	-.344
波动率	.225	.079	.132	-.200	-.185	-.214	-.318	-.201	.322	.537	1.000	-.404
每股收益	-.134	-.213	.442	.222	.159	.101	.268	.254	-.354	-.344	-.404	1.000
流通价值变化率	.	.195	.016	.491	.386	.002	.266	.473	.336	.128	.087	.212
流通股比率	.195	.	.001	.006	.019	.039	.122	.036	.119	.237	.318	.099
市净率	.016	.001	.	.208	.077	.003	.029	.003	.343	.444	.215	.003
第一股东持股比率	.491	.006	.208	.	.000	.022	.377	.477	.311	.170	.114	.090
第一二股东持股差	.386	.019	.077	.000	.	.008	.130	.378	.384	.259	.134	.171
第一股东比率变化	.002	.039	.003	.022	.008	.	.060	.221	.192	.203	.099	.273
机构持股比率	.266	.122	.029	.377	.130	.060	.	.001	.059	.041	.026	.052
流通股赞成率	.473	.036	.003	.477	.378	.221	.001	.	.212	.032	.113	.062
对价率	.336	.119	.343	.311	.384	.192	.059	.212	.	.004	.024	.015
换手率	.128	.237	.444	.170	.259	.203	.041	.032	.004	.	.000	.017
波动率	.087	.318	.215	.114	.134	.099	.026	.113	.024	.000	.	.006
每股收益	.212	.099	.003	.090	.171	.273	.052	.062	.015	.017	.006	.

注:表的上半部分为皮尔逊相关系数,下半部分为 95 %置信度下的单侧假设检验的p 值。

东持股的变动对保护公众投资者利益有较大影响,大股东持股的减少会影响公众投资者的信心,减少公众投资者的股权价值。市净率和换手率指标的回归系数在 90 %的置信度下通过了 T 检验,回归符号与假设也相同,说明假设 2 和假设 9 基本成立。其他变量如:第一二股东持股差、机构持股比率、流通

股赞成率、对价率、波动率和每股收益的回归系数都没通过 T 检验,其中回归符号与假设不同的有机持股比率、对价率、波动率和每股收益指标,这说明理论推导与实际还有较大距离,影响公众投资者股权价值的因素较为复杂。最后得出的多元回归模型如下:

$$C = -1.278 + 1.248D_1 + 0.126D_2 + 0.02767D_3 - 0.00131D_4 + 0.05284D_5 - 0.00502D_6 + 0.00758D_7 - 0.222D_8 + 2.429D_9 + 0.08844D_{10} - 0.359D_{11}$$

(- 1.563) (2.381) (1.833) (2.091) (- 1.245) (3.554) (- 1.592) (0.946) (- 0.333) (1.727) (0.25) (- 1.167)

括号中的数值为 t 值,R=0.76 调整的 R²=0.399 DW=1.868 F=3.229 P 值=0.007

3 结论

根据前文的分析和实证检验,可以总结出以下结论:

1) 股改对股改前的公众投资者利益影响较大。股改后使得 45 家上市公司股改前的公众投资者流通价值增长比率达到了 27.21 %,只有二家公司的公众投资者利益受到了损失,非流通股股东为获得流通权付出较高代价。

2) 股权结构和股权价格的变动对股改前的公众

投资者利益影响较大。反映股权结构变动的变量:流通股比率和第一股东持股比率变化对股改前的公众投资者利益影响较为显著,市净率变量对股改前的公众投资者利益影响也较为显著,这说明股权和股价是影响股改前的公众投资者利益的基本因素。

3) 股改中建立的公众投资者投票机制对股改前的公众投资者股权价值的不显著。反映公众投资者投票情况的两个变量:机构投资者持股比率和流通股赞成率都与流通价值变化率不显著相关,说明股改中的投票机制对保护公众投资者利益的效果没有

发挥出来。

4) 对价水平对股改前公众投资者利益的影响也不大。实证显示对价率与流通价值变换率成负相关, 但不显著, 这可能是由于实际对价与投资者的预期有差距造成的, 但结果有待进一步验证。

5) 市场流通情况是影响股改前公众投资者利益的重要因素。反映市场流动性的变量换手率与流通价值变化率关联较大, 市场的波动性与流通价值变

化率也有一定程度的关联。提高市场的流动性有利于保护公众投资者利益。

参考文献

- [1] 戴国强, 吴林祥. 金融市场微观结构理论[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 1999.
- [2] 迈克尔 J 塞勒. 金融研究方法大全必备[M]. 北京: 清华大学出版社, 2005.

Analysis on Factors of Public Investor's Benefit from the Reform of Equity Separation

L IAO Qi-ping

(Guangdong AIB Polytechnic College, Guangzhou 510507, China)

Abstract: This paper analyzes affection and factors of public investor's benefit from the reform of equity separation for example 45 companies. Finally, it is discovered that because of the reform of equity separation, public investor's equity value raise up, but company profit doesn't change. After the reform of equity separation, the change of equity construct and circulation of stock market are the primary factors from influencing existing public investor's benefit, therefore it is proved that paying attention to the change of equity construct and circulation of stock market can protect existing public investor's benefit.

Key words: reform of equity separation; public investor; affection.

(上接第 43 页)

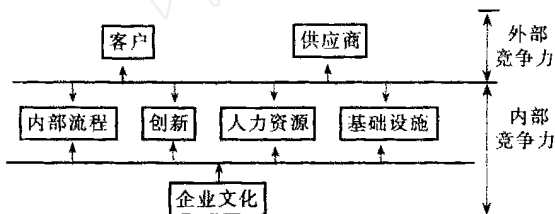


图 1 企业竞争力要素

生产设备主要考察设备更新率、设备新度系数(设备净值/设备原值)、设备利用率、设备生产能力、设备投入强度(固定资产原值/职工人数)。

如图 1 所示, 企业竞争力的各要素相互依存、相互作用, 共同推动着企业竞争力不断向更高层次发展。其中, 企业文化是企业竞争力的核心, 它决定了企业竞争力的基调, 还是另外四个子能力系统的土壤, 土壤越肥沃, 企业的竞争力越强。但企业内部竞

争力最终还是要在内部流程、创新能力、人力资源素质和基础设施建设四个方面来体现。而内部竞争力又支撑着外部竞争力, 共同实现企业的价值创造。这七个要素囊括了企业竞争力的方方面面, 是企业竞争力的高度概括, 是企业得以高效运转的不可缺少的组成部分。对它的评价笔者建议采用模糊综合评价法。

参考文献

- [1] 邵兵家, 于同奎, 等. 客户关系管理——理论与实践[M]. 北京: 清华大学出版社, 2004: 158 - 159.
- [2] 罗冠生. 试论人力资源开发与企业竞争力的关系[J]. 人类工效学, 2001, 7(4).
- [3] 杨政. 关于建立我国企业企业文化建设评价体系的思考[J]. 中国工业经济, 1999(11).
- [4] 赫连志巍, 范晶. 企业核心竞争力评价指标体系及应用研究[J]. 燕山大学学报, 2005, 6(4).
- [5] 刘蕾, 唐小我, 丁奕翔. 供应链管理模式下供应商柔性评价[J]. 商业研究, 2005: 323.

Index Design of Enterprise Competence Appraisal

FANG Cheng-wu, XU Fang

(School of Management, AHUT, Ma'anshan Anhui 243002, China)

Abstract: With the development of the theory of performance appraisal, the indexes which react whether a enterprise can keep on developing are gradually valued, and this kind of ability is decided by the enterprise competence. This text is just the investigation on the appraisal indexes related to enterprise competence, which is crucial to the ability of keeping on developing.

Key words: competence; creation; human resource