

文章编号:1002-980X(2007)01-053-08

股权分置改革方案的影响因素研究

——基于股权结构与方案特征的分析

杨棉之¹, 文央漾²

(1. 安徽大学 工商管理学院, 合肥 230039; 2. 中国工商银行总行, 北京 100032)

摘要:以股改方案中影响股东利益的对价及承诺等方案特征为研究出发点,分析股权分置改革方案的影响因素,进而研究股权结构与股改方案特征之间的关系。通过假设检验,流通股股东获付比例更多的是反映一种市场的均衡预期,而非流通股股东送出比例则更真实的反映股改方案的对价成本,而且股权结构对方案各特征起了重要影响作用,非流通股股东行为影响方案的同时也受股权结构的影响。

关键词:股权分置; 股权结构; 对价; 影响因素

中图分类号:F253.7 **文献标志码:**A

股权分置改革涉及到公司治理、股权结构、资本结构、理财行为等种种财务问题。上市公司提出的股改方案不仅仅是非流通股股东与流通股股东之间的博弈,也是控股股东与中小股东、政府与市场、投资者与管理者的多重代理关系、博弈关系的体现,而这所有的问题与关系归根结底都是基于股权结构与股东利益之上的。那么股权分置改革方案主要有哪些影响因素,尤其作为股改方案核心内容的对价及承诺等特征受什么因素影响?进一步而言,体现非流通股股东与流通股股东之间的关系的股权结构与股改方案的这些特征存在什么关系?

从2005年5月9日清华同方、三一重工、紫江企业、金牛能源四家上市公司率先尝试股权分置改革至2005年12月31日,包括前两批股改试点以及全面股改后的十六批共计426家上市公司进入股改行列,其中422家公司公布了股改方案。如表1所示,沪市股改公司的对价水平低于深市股改公司的对价水平。沪市平均对价为流通股每10股获送3.19股,深市平均对价为流通股每10股获送3.22股,深市对价水平较高主要得益于中小板的高对价,所以就主板市场而言,深市的对价水平远低于沪市的对价水平。

表1 沪深两市股改公司对价水平

沪深市场		送股模式下的对价	公布方案公司数
沪市股改公司		3.19	238
深市股改公司	总体	3.22	184
	主板	2.30	134
	中小板	3.39	50

数据来源:天相投资

已公布的股改方案算术平均对价水平为每10股获送3.2股,如图1所示,以第八批股改公司为界,各批股改方案的对价水平呈现前高后低的特点。试点第一批到全面股改后的第七批的股改方案平均对价水平为每10股获送3.33股;全面股改后的第九批到第十五批的股改方案平均对价水平为每10股获送3.14股。如果将第八批和第十六批股改方案对价计算在内,对价水平将相应降低。

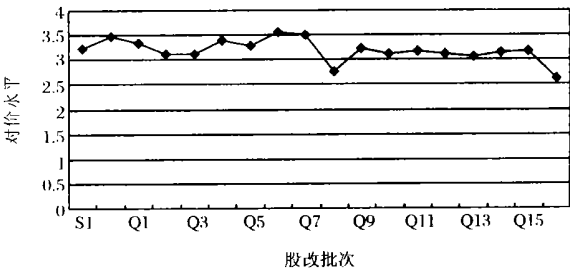


图1 各批股改公司方案的对价水平

收稿日期:2006-10-04

作者简介:杨棉之(1969-),男,安徽滁州人,安徽大学工商管理学院讲师,中国人民大学商学院博士研究生,研究方向:财务金融;文央漾(1981-),女,湖南湘潭人,中国工商银行总行。

1 股权分置改革方案的特征

1.1 对价水平

股改方案的对价水平是最直接反映和影响股改中的股东利益,本文从流通股股东和非流通股股东两个角度,分别采用了流通股股东获付比例与非流通股股东送出比例两个指标来衡量对价水平。

1.1.1 流通股股东获付比例

“流通股股东获付比例”指标是送股方案实施后流通A股股东每10股获得多少股的数量表达方式,即目前股权分置改革方案的对价。获付比例是对流通股股东而言,获付比例越高,能得到的股票补偿也越多,所以获付比例反映的是流通股股东的可获得利益。目前公布送股方案的表述,都是以流通股最终得到的获付比例为表达方式,流通股股东获付比例实质上相当于各上市公司股票流通权的市场价格。

1.1.2 非流通股股东送出比例

“非流通股股东送出比例”指标是指为了解决股权分置,非流通股股东愿意拿出多少比例的股票来返还给流通股股东。与流通股股东获付比例相比,非流通股股东送出比例本质上更反映出非流通股股东在解决股权分置问题上的诚意,送出比例越高,越表明非流通股股东的股改诚意,同样也使流通股股东获得了尽可能大的利益补偿,因为送出比例实质上是非流通股股东购买各上市公司股票流通权的成本。

由此可见,流通股股东获付比例的高低不能直接用来衡量非流通股股东的损益,即使某家上市公司的股改方案对价水平达到了市场平均水平,也不能说明该上市公司非流通股股东支付了合理的对价给流通股股东,因为非流通股股东送出比例所表示的成本也许低于市场平均水平。

1.2 其他特征

在股改过程中,非流通股股东是股改方案的设计者、提出者和修改调整者,所以行为作为股改方案的其他特征的承诺、管理层激励计划、股改方案调整的种种非流通股股东,也同样反映和影响着股改方案中的股东利益,是对股改方案中对价的一种补充与修正。

最直接的体现就是非流通股股东提出方案,流通股股东做出反应,非流通股股东根据情况决定是否调整方案,最后流通股股东就最终方案投票。这一过程实质是非流通股股东与流通股股东的博弈过

程。从总体上看,股改方案呈现调整方案多,未通过方案少的结果。

非流通股股东行为也受到股权性质和公司治理两者的影响。前面已经提到的管理层股权激励计划实质上也是一种非流通股股东行为对股改方案影响的体现,在国有控股上市公司的“所有者缺失”引起的代理问题,与非国有上市公司中所有者与经营管理者两种角色的可能重合,都可能使非流通股股东行为与管理者利益趋同。

除了股权激励计划和方案调整,常见的股改方案特征还有承诺条款,其主要包括:

1) 非流通股股东持股锁定承诺:是指非流通股股东承诺在获得流通权后在一定期限内不上市交易或转让,并且过了锁定期后还存在不同期限内出售股份的限额比例和最低售价等限制条件。

2) 增持承诺:是指非流通股股东承诺在全流通后,如果股价低于一定价位,非流通股股东增持多少股份或以多少资金增持股份,并且在一段期间内不减持。

3) 未来分红承诺:是指非流通股股东承诺在未来连续几年(一般是连续三年)内,上市公司提出分红议案(多为现金分红)并投赞同票,并且分红不低于当年可分配利润的一定比例。

4) 追送对价条款:是指公司在连续几年(一般是连续三年)内,如果某年的业绩达不到预先承诺的标准,则非流通股股东所持股份按一定比例追加对价给流通股股东。

2 股权分置改革方案的影响因素

2.1 股权结构

国内对于股权性质与公司绩效、公司治理、公司价值之间关系等问题的研究很多,有了一定的研究基础与结论。除了陈小悦、徐晓东^[1]所作的研究,何浚^[2]分析了上市公司中的内部人控制问题,其经验结果显示,国有股在公司总股本中所占的比例越大,公司内部人控制就越强;孙永祥、黄祖辉^[3]的经验研究发现,第一大股东持股比例与Tobin's Q值存在“区间效应”,随着第一大股东持股比例的增加,Tobin's Q值先是上升,但当第一大持股比例达到50%后,Tobin's Q值开始下降。

2.1.1 股权集中度

股权集中度体现了大股东的控制权大小,股权分置改革之前的非流通股股东一般就是控股股东,所以股权集中度越高,非流通股股东对上市公司控

制权越大,则由作为控股股东的非流通股股东所提出的股改方案的“含金量”越低,即非流通股股东为获得流通权的实际付出成本越低。由此得出:

假设一:股权集中度与非流通股股东送出比例负相关。

2.1.2 股权流动性

流通比例是与股权分置改革方案直接相关的一个影响因素:一方面流通比例的高低,决定了非流通股股东需要支付给流通股股东对价的多少,即补偿流通股股东损失的多少。如果流通比例越低,则流通权价值越高,那么方案对价越高,即流通股股东获付比例越高。另一方面,流通比例也体现了流通股股东与非流通股股东的股权制衡关系,流通比例越高,流通股股东的影响力越大,那么在股改方案的双方博弈过程中,非流通股股东所要付出的代价越高。由此得出:

假设二:流通比例与流通股股东获付比例负相关,但与非流通股股东送出比例正相关。

2.1.3 股权性质

从股权性质看,在已公布的 422 家股改公司方案中,国有控股股改公司的对价水平高于民营控股^①的股改公司。如表 2 所示,国有控股股改公司的对价水平为流通股每 10 股获送 3.24 股,民营控股股改公司的对价水平为流通股每 10 股获送 3.15 股。

表 2 国有控股和民营控股公司对价水平

持股性质	送股模式下的对价	公布方案公司数
国有控股公司	3.24	251
法人和非流通自然人控股公司	3.15	168
外资控股公司	3.03	3

数据来源:天相投资

另一方面从股改方案类型来看,非国有控股的股改公司,尤其民营控股的股改公司,其股改方案的类型比较简单明了,就是采用送股的形式支付对价。而国有控股股改公司的股改方案类型比较复杂,除了送股外,还有些方案同时结合权证;也有采用向全体股东转增,然后非流通股股东将转增股份送给流通股股东;甚至有缩股和向公众股东回购的股改方案类型。

从深层次看,民营控股股东通过股改实现全流通,可以直接实现个人财富的市场价值;而国有控股

上市公司的非流通股往往就是国有股,一直存在的“所有者缺失”问题可能使其股改送股涉及国有资产流失的问题。所以股权性质也会影响股改方案,且两者关系比较复杂。这种复杂性还会体现在,股权性质与其他影响因素之间可能存在交叉影响。

2.2 公司价值

股权分置改革就是非流通股股东付出一定的代价,弥补流通股股东曾为流通权所付出的高成本。在有效市场内,公司价值与股票价值正相关,所以公司价值越高,在同等对价水平条件下,流通股股东获得的对价股份价值也越高,非流通股股东付出的对价成本越高。因此,在有效市场中同等条件下,公司价值高的上市公司比公司价值低的上市公司,非流通股股东愿意送出对价比例较低,流通股股东获得的对价水平偏低。由此得出:

假设三:公司价值与流通股股东获付比例、非流通股股东送出比例负相关。

2.3 公司治理结构

公司治理结构的设置以及高管持股状况都会影响股权分置改革方案。一方面公司治理结构的设置,如董事会规模、独立董事个数、监事会规模,以及高管的持股状况都反映了公司治理状况对公司决策的影响力;另一方面由于代理问题和股权性质的差别,致使高管利益与股改方案的关系比较复杂。魏刚^[4]曾对高管激励进行研究,其经验证据表明:公司高级管理人员的持股数量与企业绩效不存在“区间效应”,高级管理人员的报酬水平与企业规模存在显著的正相关关系,与其所持股份存在负相关关系,并受所处行业景气度的影响。高管利益与股改方案相关性的一个最明显体现就是管理层股权激励计划。

综上所述,在对股改方案的影响因素分析中,对于对价水平与股权结构之间的关系我们得出了三个假设,而其他股改方案特征与股权结构的关系比较复杂。

3 研究设计与模型构造

根据股权分置改革方案的特征和影响因素,本文分别设计了以下变量来进行研究:

3.1 对价水平

本文中股改方案对价水平的衡量指标采用流通股股东获付比例和非流通股股东送出比例,流通股

① 这里是不是解释下民营控股的定义:指第一大股东持股性质为法人股或非流通自然人股。

股东获付比例即股改方案公布的对价,比如方案对价是流通股每10股送3股,则流通股股东获付比例为3;非流通股股东送出比例(以每10股表示)的计算公式为:

$$\begin{aligned} & \text{非流通股股东送出比例} \\ &= \frac{\text{流通股股东获付比例} \times \text{流通股股数}}{\text{非流通股股数}} \end{aligned}$$

因为财务研究中许多指标不呈连续分布,在某些区间比较集中,例如由于存在业绩评价的标准或管理当局政策规定的盈利指标,许多上市公司在进行盈余管理时,财务的盈利指标会集中分布在某一区间。Gregory D. Kane and Nancy L. Meade^[5]研究了对财务比率百分比排序的研究方法,从而减少数据分布不合理对检验的不利影响,使变量指标更具解释力和预测能力。由于方案的对价分布区间比较集中,所以对流通股股东获付比例和非流通股股东送出比例采用了百分比排序的处理方法。

3.2 其他方案特征

其他方案特征变量分别定义了方案调整、股权激励、增持承诺、分红承诺、追送条款五个哑变量,如果上市公司的股改方案中含有以上特征,则对应特征变量取1,否则取0。

3.3 股权集中度

本文的股权集中度采用两个变量来衡量:第一大股东持股比例和第二大股东与第一大股东持股比例之比。第一大股东持股比例是最直接反映股权集中度的指标,本文再采用第二大股东与第一大股东持股比例之比作为对股权集中度衡量的辅助指标,即表示第二大股东持股比例相当于第一大股东持股比例的多少百分比^①。一方面第二大股东持股的多少进一步反映了股权集中程度;另一方面也反映了股权集中程度是否存在“一股独大”,也是股权制衡关系的代理变量。

3.4 股权流动性

股权流动性影响因素采用流动比例作为变量,计算公式为:

$$\text{流动比例} = \frac{\text{流通股股数}}{\text{总股本}}$$

3.5 股权性质

股权性质变量为哑变量,如果股改方案的上市

公司股权性质是国有控股取0,股权性质是非国有控股则取1。

3.6 公司价值

国内外目前的文献在研究公司价值时经常采用Tobin's Q来衡量,Tobin's Q值应该等于公司市价与重置价值之比。由于股权分置和重置价值数据难以获得等原因,国内研究计算Tobin's Q值时,一般是以流通股的市场价值、非流通股的净资产价值及负债账面价值之和,与公司资产账面价值之比作为代理变量。而本文本身就是研究股权分置改革问题,所以因股权分置而修改的Tobin's Q代理变量不利于研究股权分置与公司价值。另一方面,由于ROE、ROA更多地是反映一种资产使用效率与盈利能力,而每股收益更多地与股东财富相对应,且公司业绩与公司价值正相关,具有盈利预测能力,是市场评判公司价值的主要标准之一,所以公司价值变量选取了股改前一年的每股收益。另外,由于股改方案的两个对价水平衡量指标都是已经考虑了规模影响的比值,所以公司业绩采用每股收益也剔除了规模影响。

3.7 公司治理

白重恩等^[5]在研究公司治理结构与公司业绩的关系时,就运用主成分分析法编制了一个可反映上市公司治理水平的综合指标——G指标。由于本文研究公司治理对于股改方案的影响,而反映高管影响力与利益的公司治理组织设置和高管持股,是公司治理状况对股改方案中股东利益影响的重要体现之一,所以我们对公司治理中的组织设置和高管持股采用主成分法进行因子分析,最终得到一个反映综合状况的分值^②。

在主成分分析中,前5个因子的累积贡献率达到73.642%。根据主成分分析的各因子对应各变量的系数,采用回归方法,各样本的因子值为各变量值与因子对应系数的乘积之和,从而得到各样本的 F_1 、 F_2 、 F_3 、 F_4 、 F_5 之值。最后的综合因子得分为各因子的加权平均,权重为各因子的贡献率,所以综合因子Govern的公式如下:

$$\text{Govern} = 23.748 F_1 + 17.663 F_2 + 14.390 F_3 + 9.488 F_4 + 8.535 F_5$$

根据对股改方案特征的影响因素分析,我们对

① 第二大股东持股比例与第一大股东持股比例之比的变量设计,也考虑了第二大股东持股比例小于第一大股东持股比例,所以前者与后者之比会在[0,1]区间内分布,但如果后者比前者则可能出现异常大的比值。

② 由于公司治理结构所涉及的股权结构是本文研究的核心影响因素,已经作为单独的解释变量,所以在设计公司治理变量时,主成分因子分析主要选择高管持股与组织设置这两方面的变量。而且,最终因子分析得到的公司治理综合变量与公司价值变量都是作为模型中的控制变量。

于对价水平变量及其相关的假设一、假设二、假设三构造了一个多元线性回归模型 1:

$$Reform_1 = \alpha_1 + \beta_1 CS + \beta_2 Top2.1\beta_3 Liq + \beta_4 Holder + \beta_5 EPS + \beta_6 Govern + \varepsilon_1$$

公式中 Reform₁ 表示股改方案对价水平衡量指标变量,即 Gain.Rank 和 Pay.Rank。

对其他特征变量构造了一个 logistic 回归模型

2:

$$Logit (Reform_2) = \alpha_2 + \gamma_1 CS + \gamma_2 Top2.1 + \gamma_3 Liq + \gamma_4 Holder + \gamma_5 EPS + \gamma_6 Govern + \varepsilon_2$$

公式中 Reform₂ 表示股改方案非流通股东行为变量,即 Adj、Incentive、Holding、Dividend、Repay。模型 1 和模型 2 式中的 EPS 和 Govern 两个变量均为控制变量。本文所有变量定义见表 3 所示:

表 3 变量定义一览表

变量名称	变量定义
Gain	流通股股东获付比例,即股改方案的対价。
Pay	非流通股股东送出比例 a
Gain. Rank	流通股股东获付比例百分比排名
Pay. Rank	非流通股股东送出比例百分比排名
CS	第一大股东持股比例
Top2.1	第二大股东持股比例与第一大股东持股比例之比
Liq	流动比例,即流通股数量与总股本之比
Holder	最终控制人性质,国有控股取 0,非国有控股取 1。
EPS	控制变量,股改前一年每股收益
Govern	控制变量,主成分因子分析得到的公司治理综合分值
Adj	如果股改方案公布后调整过取 1,否则取 0。
Incentive	如果股改方案含有管理层股权激励计划取 1,否则取 0。
Holding	如果股改方案含有非流通股股东的增持承诺取 1,否则取 0。
Dividend	如果股改方案含有非流通股股东的未来分红承诺取 1,否则取 0。
Repay	如果股改方案含有非流通股股东的追送对价条款取 1,否则取 0。

4 样本选择与假设检验

本文研究的样本选取了股改以来至 2005 年 12 月 31 日公布并实施了股改方案,且对价股票已经上市交易的 229 家公司,其中又删去了样本中 2005 年上市的 12 家上市公司^①。由于自股改以来,股改方案主要是以送股支付对价为形式,所以从样本中剔除以下三家公司:农产品(000061)是样本中唯一一家采用了全面回购公众股方式的股改公司;渝开发(000514)是非流通股增资 1.0266 亿作为资本公积全体股东享有,相当于每股流通股东获送 0.87 元,再以资本公积向全体股东每 10 股转增 5 股;ST 环球(000718)是以控股股东苏宁集团注入经营性资产重组,使其净资产从 0 元每股上升到 10.08 元每股。另外,对于对价方案中含有权证的公司,由于权证价值实现的不确定性,所以样本选取时剔除了新钢钒(000629)、鞍钢新轧(000898)、白云机场(600004)、武钢股份(600005)、宝钢股份(600019)、长江电力

(600900)。所以本文研究样本一共为 208 家股改上市公司^②。

本文的股改方案数据来自天相数据库和新浪财经、其他数据来自于色诺芬数据库,统计软件为 SPSS 11.5。

首先,我们对 208 家样本上市公司的股改方案进行了变量的描述统计分析,见表 4 所示:

表 4 各变量的描述统计结果

	样本量	最小值	最大值	均值	标准差
Gain	208	1.0000	6.7000	3.3217	0.6797
Pay	208	0.5731	6.1000	1.8735	0.8735
CS	208	0.0698	0.8485	0.4556	0.1674
Top2.1	208	0.0010	1.0000	0.2816	0.2980
Liq	208	0.1362	0.7569	0.3512	0.0972
EPS	208	0.0086	1.9451	0.3616	0.2521
Govern	208	-0.6085	2.0736	0.0000	0.3524

流通股东获付比例最小为每 10 股送 1 股,最大

① 12 家公司均为深市中小板公司,股票代码从 002039 至 002050。
② 对于含有转增股份和支付现金的方案,都换算成了送股模式下的对价。

值为每 10 股送 6.7 股^①,均值为 3.3217 股;非流通股东送出比例最小值为每 10 股 0.5731 股,最大值为每 10 股 6.1 股,均值为每 10 股 1.8735 股,说明非流通股东为股改付出的实际成本小于流通股东所获得的对价。第一大股东持股比例最小值为 6.98 %,最大值为 84.85 %,均值为 45.56 %,而第二大股东与第一大股东之比最小值为 0.0698 (即相当

于第一大股东 6.98 %的持股比例),最大值为 1 (即与第一大股东持股比例相等),均值为 28.16 %。由于标准差都很小,所以第一大股东持股比例与第二大股东持股比例两者的均值之和约为 58.39 %,说明了股改上市公司的股权集中度很高。

我们首先分别对因变量 Reform 的 Gain Rank 和 Pay Rank 进行模型 1 检验,结果见表 5 所示:

表 5 模型 1 检验结果

Gain Rank				Pay Rank			
	B	t	VIF		B	T	VIF
截距	1.179 ***	5.428		截距	- 0.072	- 0.576	
CS	- 0.354	- 1.423	4.710	CS	- 0.300 **	- 2.082	4.710
Top2.1	- 0.185	- 1.497	3.674	Top2.1	- 0.172 **	- 2.414	3.674
Liq	- 1.223 ***	- 4.806	1.662	Liq	2.257 ***	15.335	1.662
Holder	0.009	0.192	1.400	Holder	- 0.003	- 0.130	1.400
EPS	- 0.222 ***	- 2.822	1.064	EPS	- 0.095 **	- 2.090	1.064
Govern	- 0.004	- 0.069	1.183	Govern	- 0.030	- 0.876	1.183
AdjR ²	0.124			AdjR ²	0.698		
F	5.887 ***			F	80.903 ***		

注:***表示 0.01 水平下显著(双尾),**表示 0.05 水平下显著(双尾),*表示 0.1 水平下显著(双尾)。

根据表 5 的检验结果可知, Gain Rank 与 Liq、EPS 两者显著负相关,说明假设二提出的流通比例与流通股东获付比例负相关,以及假设三提出的公司价值与流通股东获付比例负相关,都得到了显著的数据支持;同时, Pay Rank 与 CS、Top2.1、EPS 显著负相关,而其与 Liq 显著正相关,说明假设一提出的股权集中度与非流通股东送出比例负相关,假设

二提出的流通比例与非流通股东送出比例正相关,以及假设三提出的公司价值与非流通股东送出比例负相关,都得到了显著的数据支持。所以假设一、假设二、假设三都得到了证明。

接着,我们对其他方案特征进行模型 2 的检验,结果见表 6 所示:

表 6 模型 2 的检验结果

Reform ₂		截距	CS	Top2.1	Liq	Holder	EPS	Govern
Adj	B	1.124	- 1.175	0.135	0.645	- 0.809 **	- 0.437	- 0.823
	Wald	0.459	0.381	0.020	0.110	5.453	0.534	2.945 *
Incentive	B	0.660	- 1.075	- .892	- 5.338	- 0.817	0.170	0.319
	Wald	0.065	0.136	0.310	2.604	2.023	0.034	0.235
Holding	B	- 1.829	- 1.518	- 1.492	0.694	0.552	1.863 ***	- 0.190
	Wald	0.666	0.348	1.258	0.071	1.383	6.686	0.110
Dividend	B	- 2.572	3.117	2.435 **	- 1.558	- 1.042 **	0.453	0.235
	Wald	1.709	1.886	4.817	0.442	5.752	0.476	0.187
Repay	B	- 7.383 ***	4.380	2.428 *	5.342 *	1.492 ***	- 0.224	0.057
	Wald	7.781	2.095	3.245	3.372	7.064	0.057	0.007

注:***表示 0.01 水平下显著(双尾),**表示 0.05 水平下显著(双尾),*表示 0.1 水平下显著(双尾)。

模型 2 的检验结果不显著,说明模型 2 对因变量与自变量之间关系的拟合程度不好,而根据国内外已有的关于中国上市公司的相关研究成果可以发现,第一大持股比例与 ROE、Tobin's Q、市场回报

率等企业价值和股东利益相关变量之间存在非线性关系,而且往往是 U 型的二次关系^[8,6,7],所以我们对模型 2 进行修正改进,引入第一大股东持股比例的平方,提出了模型 3:

① 由于样本中存在转增股份和支付现金的形式,将其他形式折算成送股模式后高于一般对价。

$$\text{Logit}(\text{reform}_2) = \alpha_3 + \gamma_1' \text{CS} + \gamma_2' \text{CS}^2 + \gamma_3' \text{Top2.1} + \gamma_4' \text{Liq} + \gamma_5' \text{Holder} + \gamma_6' \text{EPS} + \gamma_7' \text{Govern} + \varepsilon_3$$

我们对模型 3 进行检验,检验结果见表 7:

表 7 模型 3 的检验结果

Reform ₂		截距	CS	CS ²	Top2.1	Liq	Holder	EPS	Govern
Adj	B	2.299	- 6.884	5.933	- 0.164	0.944	- 0.778 **	- 0.450	- 0.853 *
	Wald	1.330	1.492	1.166	0.028	0.230	5.050	0.564	3.121
Incentive	B	- 4.349	20.640 *	- 21.392 *	0.130	- 6.079 *	- 0.879	0.226	0.422
	Wald	1.342	2.919	3.411	0.006	3.358	2.475	0.061	0.412
Holding	B	- 3.369	5.756	- 7.559	- 1.080	0.397	0.499	1.883 ***	- 0.170
	Wald	1.431	0.470	0.830	0.619	0.023	1.147	6.638	0.087
Dividend	B	- 0.584	- 6.635	10.001 *	1.970 *	- 0.904	- 1.051 **	0.419	0.204
	Wald	0.066	1.155	2.819	2.954	0.144	5.542	0.394	0.137
Repay	B	- 9.814 ***	17.935 *	- 15.329	2.840 **	4.580	1.371 **	- 0.193	0.081
	Wald	9.534	3.486	2.236	4.402	2.474	6.122	0.042	0.014

注: ***表示 0.01 水平下显著(双尾), **表示 0.05 水平下显著(双尾), *表示 0.1 水平下显著(双尾)。

由表 7 的检验结果可以看出,股权激励变量 Incentive 与未来分红承诺变量 Dividend 都与第一大持股比例 CS 存在比较显著的二次关系。其中, Incentive 与 CS 是倒 U 型,即股改方案提出管理层股权激励计划的股改上市公司数先随股权集中度的上升而上升,随后股权集中度大于一定程度时,其随着股权集中度的上升而下降。与之相反的是, Dividend 与 CS 是 U 型关系,即股改方案提出未来分红的股改上市公司数先随股权集中度的上升而下降,随后股权集中度大于一定程度时,其随着股权集中度的上升而上升。追送对价条款变量 Repay 与股权集中度的 CS 和 Top2.1 均显著正相关,股权集中度越高,则股改方案含有追送对价条款的股改上市公司越多。

股权结构变量中的股权性质 Holder 与 Adj、Dividend 显著负相关,说明国有股改上市公司中对方案调整或方案含有未来分红承诺的比非国有股改上市公司多;Holder 与 Repay 显著正相关,说明非国有股改上市公司的方案中含有追送对价条款的比国有股改上市公司多。股权结构变量中的流动比例只有与 Incentive 比较显著负相关,即流动比例越低的股改上市公司,越有可能提出管理层股权激励计划。另外,在两个控制变量的检验结果中,EPS 与增持承诺变量 Holding 显著正相关,即股改上市公司价值越高、业绩越好,则越可能提出增持承诺;Govern 与 Adj 负相关比较显著,说明公司治理综合因子分值越高,即高管控制力越大,对方案调整越少。

5 结论

通过本文的假设检验,我们主要可以得到以下结论:

1) 流通股东获付比例更多的是反映一种市场的均衡预期,而非流通股东送出比例则更真实的反映股改方案的对价成本。在模型检验的不同因变量回归模型中,流通股东获付比例与各影响因素的相关性较少,而且其模型中因变量与代表各影响因素的自变量之间的拟合优度,也没有非流通股东送出比例作为因变量的模型的拟合优度好。

从理论上来分析,由于中国资本市场的弱势有效性^①,市场投资者作为“外部人”与内部股东形成的信息不对称,造成了股改方案的对价(即流通股股东获付比例)只能相当于一种市场均衡价格。流通股股东只能根据市场的总体对价水平、企业绩效等历史信息作出决策。而非流通股东送出比例则更真实的反映了股改方案中对价的“含金量”,即非流通股股东为获得流通权价值而付出了多少成本。

2) 股改方案特征除了受公司价值因素影响外,最重要的决定因素是股权结构。本文提出的三个假设均通过了检验且 Logistic 回归中股权结构变量的系数基本比较显著。假设三的检验证明了公司价值是显著影响因素,与流通股股东获付比例、非流通股股东送出比例显著负相关。除此之外,假设一与假设二均证明了股权性质会显著影响股改方案。无论假设一所证明的股权集中度与非流通股股东送出比

① 关于中国资本市场是弱势有效,还是半强势有效,在学术界一直没有一致的结论,但是无论怎样,中国资本市场还不是有效市场,本文比较支持中国资本市场是弱势有效。

例负相关,还是假设二所证明的流通比例与流通股股东获付比例负相关、与非流通股股东送出比例正相关,都表明在流通股股东与非流通股股东的双方博弈过程中,非流通股股东因为往往拥有上市公司的控制权,而占有优势。

3) 非流通股股东行为作为中间变量,既受股权结构、公司价值和公司治理结构的影响,实质上又同时影响着对价水平及股改方案中的股东利益。本文对股权分置改革方案除对价外的其他特征变量的检验结果,说明股权结构也同样影响着股改方案的其他特征,且这些其他特征都反映了非流通股股东的行为。在检验中,将总体样本分为调整方案与未调整方案两组股改公司样本,分别进行了模型的检验,其变量的检验结果与国有和非国有样本检验的结果一致,进一步说明了股权结构影响股东行为,这种影响最终都传递到股改方案之中,又影响了对价水平与股东利益。

综上所述,股权结构对股改方案中影响股东利

益的对价水平和与非流通股股东行为相关的其他方案特征均起着关键影响,控股股东为代表的非流通股股东与以中小股东为代表的流通股股东相比,在股改中占有更多的控制权与优势。

参考文献

- ① 陈小悦,徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护[J]. 经济研究, 2001(11).
- ② 何浚. 上市公司治理结构的施政分析[J]. 经济研究, 1998(5).
- ③ 孙永祥,黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究, 1999(12).
- ④ 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经验绩效研究[J]. 经济研究, 2000(3).
- ⑤ Kane G D, N L Meade. Ratio analysis using rank transformation[J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 1998(10): 59 - 74.
- ⑥ 白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005(2).
- ⑦ 徐晓东,陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J]. 经济研究, 2003(2).

Studying on Influencing Factors of Equity Splitting Reform Scheme

——Based on equity structure and scheme characteristic

YANG Mian-zhi¹, WEN Yang-yang²

(1. School of Business Administration Anhui University, Hefei 230039, China;

2. Industrial and Commercial Bank of China, Beijing 100032, China)

Abstract : This paper studies on the characteristic of considerations and commitments that influence on shareholder benefits in equity splitting reform, analyzes the influencing factors of equity splitting reform, furthermore, explores the relationship between equity structure and scheme characteristic. Empirical tests appear that the negotiable shareholders were endowed proportion considerations that mostly reflect equilibrium expectation and consideration costs that the non- negotiable shareholders paid, what's more important that equity structure has an important effect on various scheme characteristic, at the meantime, the behavior of the non- negotiable shareholders was also influenced by equity structure.

Key words : equity splitting; equity structure; considerations; influencing factors

(上接第 79 页)

Market Reaction Testing on Earnings Management

YANG Xiu-yan^{1,2}, ZHENG Shao-feng¹

(1. Northwest Sci-tec University of Agriculture and Forestry, Yangling Shanxi 712100, China;

2. Laiyang Agricultural College, Qingdao Shandong 266109, China)

Abstract : By using separate and distinct methods, I find consistent evidence of significant positive abnormal trading returns from a hedge portfolio based on listed A - share firms from 2001 to 2003 in China. Then giving the evidence to support the hypothesis that investors do not give due reaction to earnings management.

Key words : earnings management; market reaction; discretionary accruals