

股权分置改革方案的市场效应检验 ——基于中国证券市场的经验证据

彭代武^{1,2}, 高 燕²

(1. 湖北经济学院 工商管理学院, 武汉 430205; 2. 武汉大学 经济与管理学院, 武汉 430072)

摘 要:我国股权分置改革中上市公司非流通股股东对流通股股东的对价支付是为了解决股权分置问题、促进资本市场健康发展的一种制度安排。本文以截至 2007 年 12 月 31 日完成股权分置改革并复牌的上市公司为样本,对股权分置改革方案的市场效应进行实证研究。研究发现:股权分置改革显著提升了上市公司的市场绩效,客观上将上市公司与非流通股和流通股的利益更紧密地联系在一起;在上市公司股改对价支付的各种方案中,送股方式的市场效应最显著,派现与其他对价支付方式的市场效应较小。

关键词:股权结构;股权分置改革;对价;市场效应

中图分类号:F830 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-980X(2009)01-0085-07

作为我国资本市场的特殊制度安排,股权分置给资本市场带来了阶段性的积极作用。但随着资本市场内生性规范要求的提高和社会发展对资本市场外生性冲击的增强,股权分置的弊端及其运行途径中的变异因素日益凸显出来。解决股权分置问题、促进资本市场持续健康发展成为我国管理层经济治理的迫切任务。

在总结两次不成功的国有股减持试点的经验教训后,我国证券市场的改革进入股权分置改革阶段。股权分置改革的实质是,通过非流通股向流通股支付对价,从根本上消除历史上由股权分置造成的“同股不同价”的扭曲机制,使以往不能上市流通的股票获得可流通性,重建公司治理的共同利益基础,更好地实现国有资本的保值增值以及包括中小投资者在内的各方利益的共赢。

2005 年 4 月 29 日,国务院发布了具有里程碑意义的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》;同年 5 月 30 日,中国证监会、国务院国资委又联合发布《关于做好股权分置改革试点工作的意见》,要求大中型上市公司特别是国有控股上市公司积极进行股权分置试点改革。随着 2005 年 5 月 10 日三一重工股权分置改革对价方案的公布并顺利通过,我国股权分置改革正式拉开帷幕。截至 2007 年 12 月 31 日,沪、深两市已完成股改并复牌的上市公司有 1298 家,占应股改上市公司的 97%,对应市值占比 98%。从市场效果来看,随着改革的深入,证券市场逐渐活跃,投资者信心逐渐上升。本

文旨在探索资本市场中的股改因素——股权分置改革方案的市场效应是否显著、各方案相比差别如何。已有文献对试点上市公司及 2005 年完成股改的上市公司的市场效应与财务绩效进行了检验,研究发现股改具有积极效应。本文在前人研究的基础上,将样本的时间区间扩展到 2007 年,对截至 2007 年 12 月 31 日完成股权分置改革并复牌的 803 家上市公司进行了实证分析。

1 文献回顾

国外学者对西方资本市场的股权结构进行了深入研究,由于国外不存在股权流通属性的划分问题,因而西方学者的讨论集中在股权集中度、管理层持股等方面。基于股权集中度及管理层持股与企业价值关系的理论分析形成了利益收敛假定^[1]、信号传递假定^[2]、防御战壕假定^[3-4]、购并市场影响假定^[4]等观点,基于外部人持股及集中度对企业价值影响的理论分析也形成了利益趋同效应^[5]、战略结盟假定^[6]、信号传递效应、隐含合同效应、利益侵害效应^[7-9]等观点。这些研究的结论并不一致甚至相互对立,因而学界对股权结构对企业价值的影响尚未取得一致的理论认识。在实证方面,不同的研究设计分别支持上述各种假说。

与其他国家特别是发达国家的资本市场的发展历程不同,中国的资本市场是在向市场经济转轨过程中由试点开始而逐步发展起来的新兴市场,早期由于制度设计的局限以及改革措施的不配套,部分

收稿日期:2008-09-24

作者简介:彭代武(1962—),男,湖北武汉人,湖北经济学院工商管理学院院长,教授,会计学博士研究生,研究方向:市场营销理论与实践、会计理论与资本市场;高燕(1975—),女,湖北宜昌人,武汉大学经济与管理学院会计学博士研究生,研究方向:会计理论与资本市场。

股份不进入流通即形成股权分置格局。股权分置是指中国 A 股市场的上市公司的股份被分成了“两种不同性质的股票”,即非流通股和流通股,这两类股票形成了“同股不同权、同股不同价”的市场制度和特殊的股权二元结构。在我国证券市场运行初期,这种制度安排确保了国有资产的保值增值,符合当时社会发展的需要,但随着市场的发展壮大,股权分置格局逐步演变成阻碍市场进一步发展的突出问题,这些问题在资本市场结构、市场参与主体、法制建设与执法环境等方面都有不同程度的反映,尤其是其造成了一级市场和二级市场两个市场的力量对比和利益差别,不利于上市公司的外部治理。

作为我国特殊制度背景下遗留的一个历史性问题,股权分置自产生以来一直是我国各界所重点关注和研究的课题之一。在股权分置改革前,关于股权分置的性质、程度和意义是研究的核心内容之一,相关讨论形成了几种理论,其对股权分置的由来予以解释并对其“去向”进行预测,这些解释或预测推动了股权分置改革的进程,使股改方案渐趋合理与成熟,同时为改革后股改效果评价提供了理论依据和检验标准。

吴江、阮彤^[10]对股权分置结构下一、二级市场融资策略的博弈进行了研究,结果表明,“在股权分置结构下,股权融资行为可以为非流通股股东带来远远高于股权融资成本的超额融资回报,所形成的激励足以诱致非流通股股东忽略股权融资的潜在风险和成本,凭其在股权结构中的主导地位,充分运用制度安排和公司控制权掌控一切可能的利益制造机会和利益输送机制,以流通股股东近乎‘输血式’的资本供给为代价,加速非流通股的资本积累和增值过程,从而形成中国上市公司特殊的融资行为特征和资本形成机制”。刘煜辉、熊鹏^[11]发现,股权分置造成一、二级市场的价格差异,影响一、二级市场的收益获取,“中国市场‘股权分置’的制度安排是导致极高的 IPO 抑价的根本原因,‘股权分置’扭曲了正常的市场利益机制,异化了参与各方的行为方式,割裂了一、二级市场的套利行为”。陈建梁、卢万青^[12]通过对 1993—2002 年上证 180 指数成份股的股东现金回报率、资产收益率、净资产收益率、销售净利润率和股本的年增长率等指标进行研究,发现在股权分置情况下,两类股东同股不同权、不同价,非流通股股东的投资收益远高于流通股股东。关于两个市场股东利益的保护问题,陈建梁、叶护华^[13]通过研

究发现:由于股权分置制度的存在,上市公司的股利政策,无论是股票股利或现金股利,主要都是为大股东(即非流通股股东)服务的;大股东(非流通股股东)选择公司的股利政策只是从自己的利益出发,追求个人利润最大化,而很少考虑其他股东(流通股股东)的利益。

中国证券监督管理委员会、国务院国有资产监督管理委员会、财政部、中国人民银行、商务部联合发文指出:“股权分置扭曲股价的形成机制、制约资源配置功能的有效发挥、侵害流通股股东利益的危害性已形成共识,股权分置不能适应当前资本市场改革开放和稳定发展的要求,必须通过股权分置改革,消除非流通股和流通股的流通制度差异。”目前的问题是,何时改、如何改。国有股减持的失败和资本市场的萎靡促使投资者保护的呼声提高,社会征集股改方案的结果集中于非流通股对流通股的补偿上。经过首批 4 家试点上市公司的股改,非流通股占优的格局逐渐被打破,股权分置改革的目标与路线逐渐明朗。以试点上市公司股改的对价为“锚”,上市公司股改对价支付的比率“群聚”于 10 股送 3 股左右。沈艺峰、许琳、黄娟娟^[14]从保荐行业的市场结构角度分析了这种“群聚”现象;许年行、吴世农^[15]从心理学角度证实了这种“锚定”和调整行为的存在。

对价支付的“锚定”或“群聚”一方面意味着股权分置改革方案确定的对价支付偏异度小,市场各方具有一定的理性,但由于各上市公司的具体背景各异,因此这种“锚定”或“群聚”另一方面也意味着股权分置改革并非完全理性的经济决策行为,公众投资者的利益保护必然又被打上问号。赵俊强、廖士光、李湛^[16]通过对截至 2006 年 9 月 30 日完成股改的 807 家上市公司进行分析,也认为股改过程中存在又一次利益分配,即完成股改的上市公司中并不是全部样本公司的两类股东都在股改中获得了增量收益(74%的样本公司的两类股东获得“双赢”),在流通股股东和非流通股股东均获得增量收益的上市公司中,非流通股股东获得的增量收益显著高于流通股股东,致使股改的增量收益未能在两类股东间平均分配。由此,股权分置改革效果评价问题成为了焦点。

从国民经济运行情况和证券市场景气程度来看,在股权分置改革启动以后,我国国民经济保持持续快速增长,上市公司的新股发行和再融资稳步推

见中国证券监督管理委员会、国务院国有资产监督管理委员会、财政部、中国人民银行、商务部联合发布的《关于上市公司股权分置改革的指导意见》。

进,沪、深证券市场逐渐活跃,上市公司价值得到了提升。曹国华、李华、赖莘^[17]针对第二批41家股改试点上市公司的分析结论是,股权分置改革方案的实施对股价走势有积极的影响。丁守海^[18]通过斯坦尔伯格博弈分析和面板数据模型检验得出的结论是,股权分置改革使上市公司价值普遍提高了16%以上,且提高幅度与盈利潜力及控股股东持股比例呈递增关系,股权分置改革更有利于提高“一股独大”的上市公司的治理绩效。何诚颖、李翔^[19]对2006年6月1日前完成股改的140家上市公司的实证检验表明,股改前后的30个交易日内这些上市公司的股价显著上涨,但随着时间的推移,股改后上市公司股价的涨幅一般,股改效应呈逐步弱化的趋势。

事实上,在当前中国的特殊制度背景下,宏观经济的走势与上市公司经营业绩的提升能否使中小股民受惠或在多大程度上使中小股民受惠还难以定论,更多的观点则认为,股价的上涨能给中小股民带来切实的利益。同时,现有观点认为,中国资本市场的公众投资者持有的往往不是投资观念,而是“投机观念”,因此投资者关注的是二级市场的价差即股票的市场表现。单华军、李斌^[20]收集了实施股改的1137家上市公司的相关资料,对股权分置改革中市场交易者的套利追逐行为进行了分析、检验和解释,证实了投机现象的存在。那么,在制度造成一、二级市场利益差异,股权分置改革又未能为流通股提供公正的对价支付的现实情况下,流通股股东能从二级市场得到补偿吗?现阶段股权分置改革已基本收官,仅少数几家上市公司(如S上石化、S*ST兰光)因提出股改动议的非流通股股东持股数尚未达到有关规定的三分之二的界限或尚未解决大股东占用资金问题而未达成一致的股改方案,我国资本市场已进入对股改承诺的大小非减持进行监管的后股改阶段。

2 理论分析与假设提出

股权分置改革的对价支付方式有送股、非流通股股东缩股、公积金转赠、派送现金、派送认购或认沽权证及其他承诺方式等。对价支付方式的最后确定是由非流通股股东与流通股股东围绕对价基准或理论对价协商确定的。研究发现,上市公司最终选取的对价支付方案主要与股本规模、流通股股东的持股比例、流通股的股权集中度、IPO时的每股发行价、盈利水平等相关^[21]。

沈艺峰、许琳、黄娟娟^[14]认为,由于保荐市场的竞争加剧,保荐机构往往为了各自的利益而迎合大

股东的需要。陈蛇、陈朝龙^[22]认为,试点上市公司的股价与股权分置改革方案有关,对价比例与股价呈正相关关系。本文认为,作为非流通股股东为获取流通权而支付给流通股股东的补偿,对价支付对流通股股东是利好消息。对价比率越高,流通股股东收益越大,资本市场上来自社会公众的支持度和参与度越高,股权分置改革的市场效应越显著。以上分别从内生和外生方面研究了我国上市公司股改后市价上涨的现实可能性、动力和预期,据此提出本文的假设1。

假设1:对价方案的市场效应与对价支付率正相关。

一般而言,送股方式会直接减少非流通股数量,弱化大股东控制,有利于股权结构的优化;而且,送股后上市公司的股本总额不变,从而每股价值不变,这有利于降低流通股股东的持股成本;同时,送股方式直观简单,便于投资者判断,且易于操作,符合投资者的心理偏好,易获得市场和监管部门的认同。对于派送现金的支付方式,针对中国证券市场的特殊情况,我国证监会副主席范福春指出,派现与资本市场的投资者信心直接相关,即中国证券市场上现金流信号存在,投资者对派现存在偏好。但笔者认为,股权分置改革的主要目的是推动非流通股参与流通,培育充分流动、竞争有序的资本市场,因而派送现金不是对价支付的主要形式。派现方式主要适合于上市公司与非流通股股东的现金相对充裕、股票价格较低的上市公司。对于其他过于复杂的对价支付方案,如权证,不仅广大流通股股东不理解,连机构投资者都感到费解。不理解就很难沟通,甚至会引起市场的恐慌情绪,势必产生预期的不确定性,进而必然会打击广大流通股股东参与股票投资乃至市场的信心^[23]。单华军、李斌^[20]运用行为金融学中的“小数定律”理论也发现投资者对时间较长的股改进程(因不确定性)存在厌恶情绪,难以接受新的衍生金融产品(如权证),而对送股对价方式存在偏好。从已完成股权分置改革的上市公司的总体情况来看,直接向流通股股东支付股份成为非流通股股东支付对价的主要形式,据此提出本文的假设2。

假设2:送股方式的市场效应最显著。

3 模型建立与样本选择

3.1 变量定义与模型建立

本文考察的被解释变量是市场效应,一般以采用市场调整模型求得的累计超额收益率(cumulative adjusted returns,简称为CAR)作为市场效应的替代;解释变量为股权分置改革方案的对价率。

股权分置改革方案的支付对价方式有送股、扩股、公积金转增、缩股、现金、认购权证和其他承诺条款等，其中公积金转增和缩股可以通过适当换算转换为送股形式，因此将所有方案按对价支付方式分为 3 大类，即送股方案、现金对价和其他。按照统计学的基本原理，对价方案设计 2 个变量——股票对价和现金对价。股票对价率用 $Gain$ 表示，送股比例为 10 送 3.5 股，则 $Gain = 3.5$ 。对缩股方案按常用的方法进行如下处理以转换为送股支付率：假设非流通股数量为 N_1 ，流通股数量为 N_2 ，缩股比例为 A ，则股票对价率 $K = N_1(1 - A) / (AN_1 + N_2)$ 。以广钢股份为例，流通股股东按照 1 : 0.6608 的比例缩股，按照上述公式计算，广钢股份缩股部分所对应的对价约为 3.00889 股。现金对价为每 10 股流通股获送的现金数量，用 $Cash$ 表示，如 10 股送 2 元对应的派现比例为 2。

采用逐步加入变量的方法对各对价方案的显著性进行检验，若某个变量进入模型后回归结果的解释力显著上升，则表明该变量的影响显著，以此检验假设 2。

根据上述变量定义和研究目的，在控制了企业规模、大盘走势、资产收益率、成长性、流通股比例等因素对累积超额收益率的影响后，建立如式(1)所示的多元回归模型：

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Gain_{it} + \alpha_2 Cash_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 Pool_{it} + \alpha_5 Roa_{it} + \alpha_6 Growth_{it} + \alpha_7 Struct_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

式(1)中： α_i 为待估计参数； ϵ_{it} 为随机扰动项； $Size$ 代表企业规模变量， $Size = \ln(\text{总资产})$ ； $Pool$ 代表大盘走势变量，为相应事件窗口内的市场综合回报率； Roa 代表资产收益率变量，为股改当年的资产收益率； $Growth$ 代表成长性变量，为股权分置改革前 2 年至改革当年资产收益率的几何平均增长； $Struct$ 代表流通股比例变量，为股改前 1 年流通股股数在总股数中所占的比重。

3.2 样本选择与数据来源

截至 2007 年 12 月 31 日，完成股权分置改革并复牌的 A 股上市公司共 1298 家。本文的研究样本不包括：金融类企业；股改前 3 年每股收益为负数或为 0 的个股；股改前 3 年平均净资产为负数或为 0 的个股；ST 类个股；数据缺失的个股。按以上条件筛选后共获得有效样本 803 个。样本企业在行业、交易所、控制人类型方面的分布情况见表 1。

表 1 样本企业的分布特征

分布特征		样本数
行业	农、林、牧、渔业	17
	采掘业	13
	房地产业	38
	信息技术业	43
	制造业	459
	电力、煤气及水的生产及供应业	39
	交通运输、仓储业	40
	批发和零售贸易	58
	社会服务业	27
	传播与文化产业	5
	建筑业	16
	综合类	48
	交易所	沪市
深市		284
最终控制人类型	国有控股	583
	民营控股	196
	外资控股	2
	集体控股	10
	社会团体控股	3
	职工持股会控股	7
	不能识别	2

本文使用的股权分置改革数据来源于 CCER 数据库和股权分置改革专网，上市公司的财务数据来源于 CSMAR 数据库和证券之星网站的公开信息；采用的统计分析软件为 Excel2003 和 Eviews4.0。

4 实证分析

4.1 描述性统计结果

4.1.1 对价支付方案的描述性统计

表 2 列示了 803 家样本公司选择的股权分置改革方案：采用送股方式的上市公司有 680 家，占样本总数的 84.68%；采用派现方式的上市公司有 61 家，占 7.6%，其中只用派现且未同时涉及其他方式的有 12 家，占 1.49%；采用权证与其他方式的有 32 家，占 3.99%，其中只用权证且未同时涉及其他方式的有 7 家，占 0.87%。上市公司的对价方式选择情况表明，送股是绝大多数上市公司采用的对价支付方式。其原因可以解释为：相对于缩股、权证和其他承诺等方式，送股的手续简单、易于操作；相对于现金方式，该方式不需要上市公司支出现金，不会影响其现金流；送股符合股权分置改革的目标——增强上市公司股份的流动性。

表2 样本上市公司的对价支付方式

对价支付方式	公司数	所占比例(%)
送股	680	84.68
缩股	8	1
公积金转增	103	12.83
现金	61	7.6
权证与其他	32	3.99

4.1.2 对价支付比率的描述性统计

各样本上市公司的对价支付比率情况见表3。从表3可知:送股、缩股和转增三种方式合计的平均值为3.207,最高为11,这与许年行、吴世农的关于股权分置改革方案对试点公司对价支付的锚定效应的结论基本一致;派现方案的平均值较低,但标准差超过平均值,这可能是由于各样本公司的资金流动状况不同,生产经营所需资金的进度安排不同。

表3 样本上市公司的对价支付比率情况

对价支付方案	平均值	中位数	最大值	最小值	标准差
仅用送股方案	1.042	3	7	0	1.306
送股、缩股、转增合计	3.207	3.13	11	0	1.449
派现方案	0.102	0	3.5	0	0.275

表5 变量的 Pearson 相关系数

变层	CAR	Gain	Cash	Size	Pool	Roa	Growth
Gain	0.091 (0.006)						
Cash	0.007 (0.087)	-0.314 (0.136)					
Size	0.036 (0.059)	-0.164 (0.079)	0.118 (0.098)				
Pool	-0.071 (0.004)	-0.057 (0.578)	0.019 (0.302)	-0.068 (0.159)			
Roa	-0.072 (0.216)	0.006 (0.053)	0.010 (0.416)	-0.017 (0.301)	-0.019 (0.857)		
Growth	-0.041 (0.007)	-0.017 (0.601)	-0.003 (0.309)	-0.027 (0.098)	-0.004 (0.536)	0.579 (0.105)	
Struct	0.034 (0.026)	0.033 (0.102)	-0.100 (0.221)	-0.011 (0.245)	0.046 (0.215)	-0.000 (0.997)	-0.005 (0.856)

备注:括号内的数值为P值。

结果显示:各对价方式的系数均显著为正,对价方案的市场效应与对价支付率显著正相关,假设1得到验证;从对价支付方式的比较结果来看,送股方式与累计超额收益率在模型1和模型3中均在1%的显著性水平下正相关,现金支付变量的系数和t值均小于送股方式,且模型3和模型2的判决系数

4.1.3 市场效应的描述性统计

样本公司市场效应的描述性统计结果见表4。由表4可知,样本个股的累计超额收益率的平均值为正数,达10.18%,中位数为0.009%,也为正数,最高为103.73%,最低为-34.67%,标准差为14.76%,偏度较小;累计超额收益率为正数的个股共424只,占52.8%。

表4 股权分置改革对价支付的累计超额收益率

平均值	中位数	最大值	最小值	标准差
0.1018	0.009	1.0373	-0.3467	0.1476

4.2 Pearson 检验与单变量分析

对所有变量进行 Pearson 检验,相关系数见表5。结果显示,累计超额收益率与对价支付显著相关,模型不存在严重的共线性问题。

4.3 回归分析结果

本文对股改方案的市场效应采用逐步回归法进行分析,回归结果见表6。在第一次回归中加入送股支付变量,见模型1;在第二次回归中加入现金支付变量,见模型2;第三次回归中同时考虑各种对价支付方案,见模型3。

(Multiple R) 小于模型1,这表明送股方式对累计超额收益率的影响比派现强,且送股方式的影响最强。

在控制变量中:1) 资产规模、资产收益率和成长性对股价具有正向的影响,模型3中两者的影响分别在10%和5%的显著性水平下为正,这表明规模大、收益率强、成长性好的上市公司股改后产生了溢

限于篇幅,本文仅列示按30个交易日计算的累计超额收益率。笔者在研究过程中分别按5、10、15个交易日计算了上述各项指标,结果没有实质性差异。

限于篇幅,本文仅列示按30个交易日计算的累计超额收益率。笔者在研究过程中分别按5、10、15个交易日计算了上述各项指标,结果没有实质性差异。

价效应;大盘走势与累计超额收益率在 1% 的显著性水平下负相关,可能的解释是,实施股改的上市公司的市价逆大盘而行,这表明我国证券市场不成熟、投资不理性——单华军、李斌^[20]通过对股权分置改革中交易者是否套利追逐还是价值发现进行研究得出的“市场交易者仅追逐股改本身带来的获利机会,而对公司内在价值指标关注不足”的结论得以印证。股改前流通股比重与累计超额收益率负相关但不显著,这表明我国资本市场对流通股股东的利益保护不够。

表 6 全样本多元回归结果

解释变量	预期符号	模型 1	模型 2	模型 3
Constant		- 0.0557 (- 0.68)	- 0.0108 (- 0.25)	- 0.069 (- 0.12)
Gain	+	0.0868 *** (4.97)		0.1223 *** (0.04)
Cash	+		0.0456 ** (3.21)	0.0280 ** (1.34)
Size	+	0.0009 ** (0.23)	0.0031 * (0.47)	0.0016 * (0.01)
Pool	+	- 0.1463 * (- 3.14)	- 0.2013 * (- 4.01)	- 0.1211 * (- 0.07)
Roa	+	0.3519 *** (3.19)	0.2987 *** (3.89)	0.3510 * (2.102)
Growth	+	0.0681 ** (4.10)	0.2051 * (2.01)	0.2170 * (0.13)
Struct	+	- 0.0146 (- 0.27)	- 0.1001 (- 1.02)	- 0.0986 (- 0.57)
Multiple R		20.1 %	17.3 %	18.2 %
Adjusted R Square		19.9 %	16.5 %	19.5 %
F		16.37	11.57	13.42
P		0.000	0.000	0.000

备注：“*”、“**”、“***”分别表示在 10%、5%、1% 的置信水平下显著。括号内的数值为 t 值。

4.4 进一步的测试与稳健性检验

笔者按对价(股票对价)支付率的高低将全部样本分成两组分别进行回归,即 Gain 达到 3.1 及以上的为高对价组, Gain 在 3.1 以下的为低对价组。分组回归结果(见表 7)显示:低对价组的整体拟合效果有所下降,解释变量系数的符号为负,这表明对价支付较低的上市公司整体上未出现正向的股改效应;高对价组的整体拟合效果得到提高,各解释变量系数的符号、显著性与全样本基本一致,这表明对价支付比率越高股改的正向效应越显著。

表 7 分组回归结果

解释变量	预期符号	高对价组	低对价组
Constant		- 0.0974 (- 0.62)	0.0255 (0.17)
Gain	+	0.0280 *** (5.99)	- 0.0190 * (- 1.84)
Cash	+	0.0002 *** (0.00)	- 0.0225 * (- 0.95)
Size	+	0.0010 (0.006)	0.0026 (0.37)
Pool	+	- 0.1719 * (- 1.93)	- 0.1176 * (- 1.91)
Roa	+	0.0270 * (1.571)	0.2205 (0.412)
Growth	+	0.1570 ** (5.412)	0.0780 * (2.103)
Struct	+	- 0.0890 (- 0.236)	- 0.2150 (- 0.310)
Multiple R		22.4 %	15.1 %
Adjusted R Square		21.1 %	14.3 %
F		19.2	8.37
P		0.000	0.000

备注：“*”、“**”、“***”分别表示在 10%、5%、1% 的置信水平下显著。括号内的数值为 t 值。

5 主要研究结论

中国资本市场的股权分置运行了 10 多年,在此期间由此获益更多的大股东基于个体理性的视角对这一范式存在依赖或偏好,由此受损的中小股东基于制度转换成本的视角对这一范式呈被动接受状态。当管理层从政策上力推股权分置改革时,对改革方案投票的各方充分展开博弈,博弈终端形成了各股改上市公司的对价方案。本文选取了 803 家实施股改的上市公司,通过对其股改方案的市场效应进行实证分析,得出如下主要结论:

1) 在股权分置改革中,上市公司非流通股股东对流通股股东的对价支付是为了解决历史遗留的股权分置问题、保护流通股股东利益、促进资本市场健康发展的一种制度安排。研究表明,这一制度安排显著提升了上市公司的市场绩效,客观上将上市公司与非流通股和流通股的利益更紧密地联系在一起。

2) 在上市公司股改对价支付的各种方案中,送股方式的市场效应最显著,派现与其他对价方式的市场效应较小。可能的解释是:股权分置改革的操作思路是通过缩小非流通股比重、扩大流通股比重

由于篇幅限制,本文未报告分组回归结果,如有需要可与作者联系。

来促进上市公司股份全流通,送股方式符合股权分置改革的目的,且操作简单,易为各利益相关方接受,因此送股是绝大多数上市公司采用的对价支付方式,其市场效应也最显著。

3) 资产规模、资产收益率和成长性与累计超额收益率正相关,大盘走势、流通股比例与累计超额收益率负相关,这表明上市公司规模越大、盈利能力和成长性越强,其市场效应越显著;但实行股改的上市公司的市价逆大盘和流通股比例而行,则表明我国证券市场中流通股的影响有限,证券交易者是非理性的投资者,其扮演着投机观念下的套利者角色。

参考文献

- [1] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976 (3): 305-360.
- [2] LELAND H, PYLE D. Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation[J]. *Journal of Finance*, 1977, 32(2): 371-387.
- [3] DEMSETZ H. The structure of ownership and the theory of the firm[J]. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2): 375-390.
- [4] STULZ R. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 25-54.
- [5] SHLEIFER A, VISHNY R. Large shareholders and corporate control[J]. *Journal of Political Economics*, 1986, 94(3): 461-488.
- [6] POUND J. Proxy contest and the efficiency of shareholder oversight[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988 (2): 237-265.
- [7] DEMSETZ H, LEHN K. The structure of corporate ownership: causes and consequences[J]. *Journal of Political Economics*, 1985, 93(6): 1155-1177.
- [8] PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. Corporate ownership around the world[J]. *Journal of Finance*, 1999, 54(2): 471-517.
- [9] JOHNSON S R, LAPORTA F, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER A. Tunneling[J]. *American Economic Review*, 2000, 90(2): 22.
- [10] 吴江, 阮彤. 股权分置结构与中国上市公司融资行为[J]. *金融研究*, 2004(6): 56-67.
- [11] 刘煜辉, 熊鹏. 股权分置、政府管制和中国抑价[J]. *经济研究*, 2005(5): 85-95.
- [12] 陈建梁, 卢万青. 股权分置下不同类型股东分配与收益的差别分析: 以上证 180 指数成份股为例[J]. *对外经济贸易大学学报*, 2005(3): 42-49.
- [13] 陈建梁, 叶护华. 股权分置对上市公司股利分配影响的差异性研究[J]. *南方金融*, 2004(9): 38-41.
- [14] 沈芝峰, 许琳, 黄娟娟. 我国股权分置中对价水平的“群聚”现象分析[J]. *经济研究*, 2006(11): 102-110.
- [15] 许年行, 吴世农. 我国上市公司股权分置改革中的锁定效应研究[J]. *经济研究*, 2007(1): 114-125.
- [16] 赵俊强, 廖士光, 李湛. 中国上市公司股权分置改革中的利益分配研究[J]. *经济研究*, 2006(11): 112-122.
- [17] 曹国华, 李华, 赖苹. 股权分置改革方案实施的市场反应分析[J]. *重庆大学学报: 自然科学版*, 2006(12): 122-124.
- [18] 丁守海. 股权分置改革效应的实证分析[J]. *经济理论与经济管理*, 2007(1): 54-59.
- [19] 何诚颖, 李翔. 股权分置改革、扩容预期及其市场反应的实证研究[J]. *金融研究*, 2007(4): 157-170.
- [20] 单华军, 李斌. 市场交易者: 价值发现还是套利追逐——上市公司股权分置改革中的“小数定律”研究[C]// 中国会计学会. 中国会计学会 2007 年学术年会论文集. [出版者不详], 2007: 1484-1500.
- [21] 张俊喜, 王晓冲, 夏乐. 实证研究股权分置改革中的政策与策略[J]. *金融研究*, 2006(8): 1-19.
- [22] 陈蛇, 陈朝龙. 股权分置改革的表决机制为何引发市场异常波动[J]. *财经科学*, 2005(4): 1-5.
- [23] 李康. 用什么来衡量股改对价[N]. *文汇报*, 2005-08-29.

Research on Market Effect of Split-share Structure Reform: Based on Empirical Evidence from Stock Market in China

Peng Daiwu^{1,2}, Gao Yan²

(1. School of Business Management, Hubei University of Economics, Wuhan 430205, China;

2. School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China)

Abstract: The corresponding value from nonnegotiable stock shareholders to negotiable stock shareholders of listed companies in China is one kind of system arrangement dealing with the issue of split-share and promoting the healthy development of the capital market in China. Taking the listed companies finished split-share structure reform and recovered by the end of Dec 31, 2007 as samples, this paper empirically studies the market effect of split-share structure reform. The research shows: split-share structure reform improves the market performance of listed companies evidently, and strengthens the interest link between the nonnegotiable stock shareholders and the negotiable stock shareholders of listed companies; the stock-paid method has noticed market effect, and the cash-dividend and the other corresponding value methods have less market effect.

Key words: stock rights structure; split-share structure reform; corresponding value; market effect