

股权分置改革中“对价”确定的影响因素

林 凡 陈 斌

内容提要：对股权分置改革试点企业的实证研究表明，股改的“对价”方案普遍考虑了非流通股流通后对股价的影响以及上市公司的盈利水平。其中，非流通股比例、当前股价与净资产的差额、净资产收益率是影响“对价”确定的主要因素。通过实证研究可得的基本判断是，当前的股改工作已初步建立起一个市场化博弈机制，这个机制保障了两类股东在各自利益前提下达成妥协的可能。但是，上市公司的成长性因素没有被充分考虑，以及股改的对比如率存在模式化的倾向，仍是这一机制存有的主要问题。

关键词：股权分置改革 对价 实证检验

一、问题的提出

自中国证监会2005年4月29日发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》以来，经过第一批4家公司、第二批42家公司的成功试点，上市公司股权分置改革工作全面展开。股权分置改革工作的启动与展开，标志着长期以来影响我国股市发展的一项根本性制度问题正在逐步解决。

在已进行的股权分置改革工作中，非流通股股东向流通股股东支付作为流通权价值补偿的“对价”成为股权分置改革方案的核心。“对价”支付的主要方式有送股、送权证、缩股、现金等几种，以及附加的非流通股股东承诺事项，如二级市场增持与限价出售等。其中，送股是“对价”的最主要支付方式。从已通过的方案看，“10送3（每10股送3股）”几乎成为“对价”支付水平的一个基准。

股权分置改革实施的基本政策理念是“证券监管机构制定总体思路与规则^①，上市公司确定具体方案，非流通股股东与流通股股东两大利益主体充分博

弈”。然而，在股权分置改革工作步入全面推进阶段的背景下，已通过股改的上市公司“对价”支付是否合理？是否反映了两类股东的利益？是否符合公司整体发展与长远发展的要求？

二、影响对价确定的因素分析：待检验假设

虽然不同上市公司的具体情况不同，股改方案在许多方面都存在差异，但从股权分置问题起源的同质性和上市公司所处的资本市场大环境的相似性看，影响上市公司股权分置改革“对价”确定的因素大体一致，这些因素主要有：

1. 非流通股比例

解决股权分置问题的实质是使非流通股股票可以进入二级市场流通，非流通股股票的可流通将使得股票二级市场的供给增大。因此，股权分置改革后，有多少非流通股股票进入市场变成可流通股份，从而对市场产生冲击，是构成支付对价的基本因素之一。由此，提出以下假设：

假设1：支付“对价”的绝对值与非流通股所占比例呈正相关关系。

2. 当前股票市场价格与全流通条件下合理价格的差距

当前股票市场价格与全流通条件下合理价格的差距越大，则股权分置改革后股价的向下空间就越大。因此，实施股权分置改革所支付的对价就应该越高。但是，由于全流通条件下股票合理价格的难以确定，又考虑到全流通条件下企业的收益水平以及股票所对应的企业净资产的高低是判断股票价格的基本因素，所以，我们把股票当前的市盈率以及当前股价与

^① 在《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》以及其基础上颁布的《上市公司股权分置管理办法》中，证监会为这种博弈制定了原则性约定，以及具体的制度安排和业务规范。

每股净资产的差额视作当前股票市场价格与全流通条件下合理价格差距的替换指标。即从非流通股股东的角度来看,当前股价与每股净资产差额大的股票非流通股流通以后获得的溢价将越大,非流通股股东也就越容易在对价上作出让步。由此提出以下假设:

假设 2a: 支付对价的绝对值与股票当前的市盈率成正比。

假设 2b: 支付对价的绝对值与当前股价与每股净资产的差额成正比。

3. 企业的经营业绩

上市公司的经营业绩集中表现为上市公司的盈利能力和成长能力。一般来说,上市公司经营业绩越好,上市公司发展前景越理想,上市公司股东就越愿意持有股份,非流通股股东在对价上让步的程度越小,相反,他们在对价上的让步可能就越大,因此,提出假设:

假设 3: 支付对价的绝对值与公司当前的盈利能力和成长能力成反比。

4. 非流通股股权的集中程度

非流通股股东的意愿是股改进行的决定性因素。如果仅从经济利益的角度分析,每个非流通股股东自然希望支付的对价是越低越好,由于非流通股股东间利益判断的不平衡,以及达成利益一致的难度,非流通股股权的集中程度在股改进行中的作用就显得非常突出。从试点企业的现象看,中小企业板上市公司的股改工作进展较快,非流通股股东支付的对价水平也普遍较高,一个可能的相关因素就是这些公司的非流通股股权高度集中。由此提出下述假设:

假设 4: 对价支付的绝对值与上市公司非流通股股份的集中度成正比。

5. 流通股股权的集中程度

股权分置问题的解决,其实就是非流通股与流通股利益博弈的一个过程。由于双方都是追求自身利益的最大化,因此,相对分散的流通股很难占据优势地位。对于流通股较为集中的股票来说,流通股股东能在一定程度上掌握主动,与非流通股股东处于相对平等的谈判位置。如果某一上市公司的一个流通股股东所持股流通股份的比例达到 2/3 (例如绝对控股哈药集团和哈飞股份的南方证券和浪潮软件的第一大流通股股东汉唐证券),那么在表决方案时,该流通股股东就具有绝对发言权。因此,流通股股权越集中,尤其是流通股股东中机构投资者越集中,流通股股东就越具有话语权,其所要求的对价水平也可能越高。因此,提出以下假设:

假设 5: 支付对价的绝对值与流通股股权集中度成正比。

三、对价确定影响因素的实证检验

根据上述分析,上市公司股权分置改革“对价”的支付水平取决于非流通股流通后对股价的冲击、企业经营情况、非流通股股东的意愿,以及流通股股东的话语权等几个方面。“对价”支付水平与这些因素之间的关系可以用下述模型来表述:

$$P = a + b_1 \times \text{FLTGBL} + b_2 \times \text{GJC} + b_3 \times \text{PE} + b_4 \times \text{ROI} + b_5 \times \text{JLRZZL} + b_6 \times \text{ZYSRZZL} + b_7 \times \text{DGDCGBL} + b_8 \times \text{LTDGDBL}$$

其中, P 为“对价”值,即每股流通权价值,是将送股、缩股、派现、权证等统一折算成以价值量衡量的价值,该价值代表了“对价”水平的高低。模型中各变量的涵义如表 1 所示。

表 1 变量的涵义

| 变量名称 | 变量涵义 |
|---------|--------------|
| P | 每股流通权价值 |
| FLTGBL | 非流通股占总股本的比例 |
| GJC | 当前股价与净资产的差额 |
| PE | 市盈率 |
| ROI | 净资产收益率 |
| JLRZZL | 净利润增长率 |
| ZYSRZZL | 主营业务收入增长率 |
| DGDCGBL | 非流通第一大股东持股比例 |
| LTDGDBL | 前十大流通股股东持股比例 |

在上述变量中,非流通股占总股本的比例用来反映非流通股流通后对股价的可能冲击,当前股价与净资产的差额、市盈率反映当前股票市场价格与成熟市场条件下股票的合理价格的差距,净资产收益率、净利润增长率和主营业务收入增长率反映上市公司的经营业绩,非流通第一大股东持股比例和前十名流通股股东持股比例反映非流通股股东和流通股股东的意愿或话语权。

1. 样本、数据来源及数据处理

(1) 样本。本文以第一批和第二批试点公司为研究对象。两批共 46 家公司,由于清华同方的方案没有获得流通股股东表决通过,所以将其从样本中剔除,剔除后的样本数量为 45 个。

(2) 数据来源处理。各变量的基础数据来源于 WIND 资讯。其中,市盈率为公司宣告进行股改前一日的市盈率,净资产收益率、净利润增长率、主营业

务收入增长率、非流通第一大股东持股比例、前十名流通股股东持股比例直接使用公司 2004 年年报数据,每股流通权价值、股价与净资产的差额计算公式如下:

每股流通权价值 (P) = 单位流通股份获得的送股数量 × 公司宣告进行股改前一日股价 + 每股派现金额 + (每股回购价格 - 公司宣告进行股改前一日股价) + (1 - 非流通缩股比例) × 公司宣告进行股改前一日股价 + 单位流通股份所获权证约定出售价格 + 单位流通股份所获权证 × (公司宣告进行股改前一日股价 - 行权价)①

股价与净资产的差额 (GJC) = 公司宣告进行股改前一日股价 - 2004 年末净资产

2. “对价”水平及各影响因素的描述性分析

每股流通权价值和其他各个变量的均值及方差如表 2 所示。

表 2 变量均值及方差

| 变量名称 | 变量均值 | 变量标准差 | 标准差系数 (标准差/均值) |
|-------------------------------|--------|--------|----------------|
| 每股流通权价值 (P) (元) | 3.23 | 2.67 | 0.83 |
| 非流通股比例 (FLTGBL) (%) | 68.24 | 10.18 | 0.15 |
| 股净差 (GJC) (元) | 5.77 | 8.67 | 1.50 |
| 市盈率 (PE) | 24.34 | 21.18 | 0.87 |
| 净资产收益率 (ROI) (元) (%) | 12.16 | 5.78 | 0.48 |
| 净利润增长率 (JLRZZL) (%) (3 年) | 214.63 | 543.91 | 2.53 |
| 主营业务收入增长率 (ZYSRZZL) (%) (3 年) | 148.50 | 106.95 | 0.72 |
| 非流通第一大股东持股比例 (DGDCGBL) (%) | 47.17 | 18.08 | 0.38 |
| 前十名流通股股东持股比例 (LTDGDBL) | 4.45 | 3.40 | 0.76 |

由表 2 可见,从公司特征看,非流通股方面,45 家公司的非流通股份所占比例以及非流通第一大股东持股比例的平均水平分别为 68.24% 和 47.17%,皆属于较高水平,而且,这两个变量的标准差系数分别为 0.15 和 0.38,低于其他变量,45 家公司在这两个方面存在相当高的一致性。在股价与净资产的差额以及净利润增长率方面,45 家公司之间的差异较大,标准差系数分别为 1.5 和 2.53。在市盈率、每股收益、主营业务收入增长率以及前十名流通股股东持股比例方面,45 家公司之间的差异相对居中。45 家试点公司的上述特征表明,监管部门在确定试点公司时,重点考虑的可能是公司非流通股股份方面的特征,这也在

一定程度上反映了监管部门对股改可能对股价带来的影响的重视。从每股流通权价值来看,45 家公司平均为 3.23 元,其标准差系数为 0.83,45 家公司在“对价”水平方面的差异较他们在非流通股份方面的差异为大,这可能在一定程度上反映了两类股东就股改方案的协商、沟通过程的复杂性。

3. “对价”支付水平与影响因素间关系的统计检验
以每股流通权价值为因变量,非流通股比例、股价与净资产的差额、市盈率、净资产收益率、净利润增长率、主营业务收入增长率、非流通第一大股东持股比例、前十名流通股股东持股比例为自变量,进行多元线性回归,结果如表 3 所示。

① 45 家公司中,只有宝钢股份 (600019) 和长江电力 (600900) 的方案中涉及到了权证,由于两家公司的权证都是认购权证,故采用此种算法。

表3 参数估计及显著性水平

| 变量 | 待估计参数 | 参数估计值 | t 统计量 | F 统计量 | R ² |
|------------------------|-------|--------|----------|--------|----------------|
| 常数项 | a | -1.126 | -0.763 | 33.635 | 0.856 |
| 非流通股比例 (FLTGBL) | b1 | 0.035 | 1.813* | | |
| 股价与净资产的差额 (GJC) | b2 | 0.290 | 11.184** | | |
| 市盈率 (PE) | b3 | -0.012 | -1.29 | | |
| 净资产收益率 (ROI) | b4 | -0.08 | -1.793* | | |
| 净利润增长率 (JLRZZL) | b5 | 0.000 | 0.901 | | |
| 主营业务收入增长率 (ZYSRZZL) | b6 | 0.000 | -0.212 | | |
| 非流通第一大股东持股比例 (DGDCGBL) | b7 | -0.003 | -0.307 | | |
| 前十大流通股股东持股比例 (LTDGDBL) | b8 | 1.377 | 0.250 | | |

注: **为99%置信水平下显著, *为90%置信水平下显著。

从回归结果看, F统计量的值为33.635, 显著性水平为1%, 说明模型整体是有效的。另外, 调整后的复相关系数 R² 为0.856, 说明自变量的选择也是恰当的, 所选自变量解释了因变量的大部分变化。

根据表3的结果, 对各变量的参数估计结果分析如下:

(1) 非流通股份所占比例。非流通股份所占比例的参数估计值符号为正, 且在90%置信水平下显著。这说明, 试点企业股改“对价”(也即每股流通权的价值)的大小与企业非流通股所占比例正相关, 也就是说, 假设1因此得到了证实。

(2) 股净差与市盈率。股净差的参数估计值符号为正, 且在99%置信水平下显著, 这说明, 试点企业股改“对价”(也即每股流通权的价值)的大小和当前股价与每股净资产的差额正相关, 这一结果证实了假设2a。

但从市盈率看, 市盈率的参数估计值并不显著, 假设2b没有得到证实。也就是说, 当前市盈率的高低对“对价”水平没有显著影响, 非流通股股东与流通股股东在进行“对价”补偿博弈时, 上市公司的当前市盈率并不是一个受到重点关注的指标。

(3) 净资产收益率、净利润增长率、主营业务收入增长率。从净资产收益率来看, 净资产收益率对试

点企业股改“对价”(即每股流通权价值)的影响为负, 且在90%置信水平下显著。这说明, 企业的净资产收益率越高, 则非流通股股东持股积极性越高, 出让部分价值换取流通权的意愿也相应越弱, 因此愿向流通股股东支付的“对价”水平越低。但是, 从净利润增长率和主营业务收入增长率来看, 这两个变量对每股流通权价值的影响都不显著, 这反映了上市公司的成长性, 即上市公司的未来收益并没有被充分考虑到“对价”方案中。上市公司经营业绩影响“对价”支付水平更多体现的是当前的静态状况, 而不是长远的动态发展。

(4) 非流通第一大股东持股比例。非流通第一大股东持股比例对试点企业股改“对价”(即每股流通权价值)的影响并不显著, 假设4没有得到证实。其中的主要原因可能是: 研究样本所取的45家试点企业的非流通股第一大股东持股比例普遍很高(均值为47.17%), 因此, 非流通股第一大股东持股比例在决定“对价”水平的差异性方面未能得到充分体现。事实上, 从反映非流通股股东整体股改意愿的角度看, 衡量非流通股股权的集中度, “前若干家非流通股股东持股比例”指标要比“非流通第一大股东持股比例”指标来得更为准确^①。非流通股股东对“对价”确定的影响程度还需作更进一步的深入研究。

① 之所以使用非流通第一大股东持股比例作为实证分析的指标, 是因为在上市公司公开信息中难以获得“前若干家非流通股股东持股比例”数据。

(5) 前十大流通股股东持股比例。前十大流通股股东持股比例对每股流通权价值的影响为正,但并不显著,假设5没有得到证实。流通股股东集中度在“对价”确定中贡献不显著,一定程度上反映了流通股股东在试点企业股改中仍然处于一种相对弱势的地位。流通股股东也许并没有得到充分的话语权,股改方案的高通过率有可能是流通股股东的一种被动选择的结果。

四、结论与启示

实证研究的结果表明,两批试点企业的股改方案普遍考虑了非流通股份流通后对股价以及上市公司的盈利水平的影响。其中,非流通股比例、当前股价与净资产的差额、净资产收益率是影响“对价”确定的主要因素。这说明,虽然上市公司股权分置改革工作是一项错综复杂的系统性工程,并且对某些具体公司的股改方案存有非议,但就股改试点的实际看,可以认为,上市公司股权分置改革工作已经建立起一个市场化博弈机制,这个机制基本保障了股改方案的合理性,是保障了两类股东在各自基本利益确保的前提下达成妥协的可靠基础。

当然,这个机制仍然存在一定的问题。从实证研究的结果看,突出表现为以下两个方面:

一是上市公司的成长性因素没有被充分考虑到“对价”方案的确定中。这说明了两类股东对企业未来发展与股权分置改革关系问题的认识上存在一定的“短视”和“冲突”倾向。某种意义上说,解决股权分置问题的最终目标是促进上市公司的更好发展,解决股权分置问题的基本原则是要维护企业的整体利益。从这个角度看,对企业未来发展的短视是今后股改工作须加以重点关注的问题。

二是股改方案的模式化发展倾向。从实证研究结果看,在股改方案的非流通股股东与流通股股东的两方博弈中,非流通股股东的意愿没有表现为对“对价”的显著影响(一定程度说明股改可能包含有其他主体例如政府的意志在内),流通股股东对“对价”确定影响力也不明显,这些都在一定程度上说明当前股改工作仍存在某些问题。比如,为追求股改方案的易于通过,非流通股股东有盲目照搬成功公司做法的倾向,从

而使得“10送3”近乎成为股改对价方案的标杆;而流通股股东对非流通股股东支付的具体“对价”的合理性问题也明显缺乏全面、系统的思考,只是简单地通过与其他公司股改方案的对比来决定其反对或赞成的现实。显然,这在很大程度是与流通股股东的话语权小、议价力弱的原因有关。因此,为使股权分置改革工作更有效地保护非流通股股东、流通股股东的利益,符合公司发展的长远利益和整体利益,加强非流通股股东间的内部协商,提高流通股股东的议价能力,是下一阶段股改工作中政策完善的主要所在。

参考文献

1. 黄方亮:“股权分置改革中对价支付的公平性探讨”,《经济管理》,2005年第17期。
2. 袁可龙:“股改对价支付的合理水平与衡量方法探讨”,<http://www.p5w.net>。
3. 李国正:“股本结构左右对价 对价影响股价走势”,《上海证券报》,2005年7月20日。
4. 张翔:“股权分置改革的利益博弈流通股股东能有多大发言权”,《中国证券报》,2005年5月27日。

(作者单位:深圳证券交易所、厦门大学管理学院)

(责任编辑:月才)

