

我国股权分置中对价水平的/群聚0现象分析*

沈艺峰 许琳 黄娟娟

内容提要:从2005年4月29日到2006年3月19日止,上海证券市场共有25批次346家(含29家试点公司)上市公司公布股权分置改革的详细方案。其中高达8716%股权分置公司的对价水平都集中在10送2至4股区间,平均对价水平为10送3股,对价水平出现显著的10送3股/群聚0现象。本文以不完全竞争市场理论为基础,对上海证券市场346家股权分置公司样本进行实证检验,结果表明,上海证券交易所前25批股权分置公司的保荐市场上,Herfindahl-Hirschman指数(HH指数)平均高达1411,保荐行业的市场准入难度较大,股权分置公司的对价水平与保荐机构所占市场份额显著负相关。证据表明,上海证券市场的保荐行业一定程度上属于寡头垄断,而10送3股的现象可能是寡头垄断的结果,而不是完全市场竞争的结果。

关键词:股权分置 寡头垄断 共谋 保荐机构

从2005年4月29日到2006年3月19日止,上海证券市场共有25批次计346家(含29家试点公司)上市公司按照中国证监会5关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知6(以下简称5股改通知6)公布股权分置的详细方案,涉及公司总股本为1974亿股,占上海证券交易所上市公司总股本的4311%;涉及流通股股本为557亿股,占上海证券市场上市公司全部流通股股本的4414%。从已经公布详细股权分置方案的346家样本公司来看,绝大部分公司以送股方式支付对价,平均对价水平为流通股股东每10股获送3股。其中对价水平在10送2至4股区间的公司比例高达8716%,相反,对价在10送2股以下区间及在10送4股以上区间的公司占比都相当之小,分别仅为512%和712%。股权分置公司的对价水平出现显著的/群聚0现象。那么,为什么绝大部分上市公司在股权分置中的对价会集中在10送3股左右呢?10送3股是市场的自然结果吗?还是某种非市场的因素在起作用?如何解释上海证券市场股权分置公司对价水平的/群聚0(Clustering)现象。本文试图从不完全竞争市场理论来予以解释。

一、理论解释

理论上而言,10送3股的现象只有两种解释:或是完全市场竞争的结果或是不完全市场竞争的结果。不完全市场竞争也称寡头垄断或厂商勾结。在著名的5国富论6里,Adam Smith(1983)即已注意到厂商在行业中的勾结行为:“同业中人甚至为了娱乐或消遣业很少聚集在一起,但他们谈话的结果,往往不是阴谋对付公众便是筹划抬高价格。”0在Cournot和Bertrand(转引自泰勒尔,1997)的著作里,厂商勾结的思想被分别发展为关于寡头垄断的Cournot模型和Bertrand模型,其中在Bertrand模型中,每个寡头厂商所面临的问题在于,究竟是同竞争对手共谋形成寡头垄断还是彼此进行削价竞争,哪种方式能给它带来更大的利益。寡头垄断者当然希望自己能够击败竞争对手,但

* 沈艺峰、许琳、黄娟娟,厦门大学管理学院财务研究与发展中心,邮政编码:361005,电子信箱:yangshen@public.xm.fj.cn。

本文为国家自然科学基金重点项目/公司财务管理若干基础问题研究0的主要研究内容之一。作者感谢国家自然科学基金为本研究提供的资助(项目资助批准号70632001)。作者同时感谢匿名审稿人所提出的宝贵修改意见。

它同样认识到,竞争也可以造成两败俱伤,所以,在一定情况下,如果它能够和其他竞争对手共谋,形成寡头垄断,那么它也可以分享到垄断利益。早期关于寡头垄断的分析在 Sraffa(1926)以及 Chamberlin(1962)的研究里最终被发展成为一种新的不完全竞争理论,例如:Chamberlin 认为,大多数厂商不仅面临价格的竞争,而且还面临产品差异和广告等非价格竞争。

关于产品市场上寡头共谋的理论同样被运用于分析交易商和承销商在证券市场上的行为。Christie 和 Schultz(1994a)最早注意到,美国 NASDAQ 市场里的交易商存在某种程度的共谋行为,Christie 和 Schultz 以 1991 年交投最活跃的 100 只股票为例,他们发现,对于 IP8、3P8、5P8 和 7P8 等各类买卖报价,交易商在 70% 的交易中均刻意回避使用 IP8 的最小报价,从而让买卖差价至少维持在 0.125 美元的较高水平上,从中获取寡头共谋的超常利润。Christie 和 Schultz(1994b)还发现,当他们的研究成果在 5 华尔街日报等若干家全国性的报纸同时被披露后, NASDAQ 的主要交易商们在他们的买卖报价中马上增加了 IP8 的比重,最终所有的交易商都采用了 IP8 的买卖报价。Christie 和 Schultz(1994b)的证据表明, NASDAQ 的交易商之所以缩小买卖报价,原因就在于他们之间达成一个维持 0.125 美元的最小买卖报价的暗中协议,一旦事情被发现后,他们只能终止这类共谋行为。Christie 和 Schultz(1994a、1994b)的研究引起了针对 NASDAQ 交易商的各类法律诉讼,并最终导致美国司法部和证券与交易委员会对此展开调查。

Chen 和 Ritter(2000)则发现,从 1995 到 1998 年,在筹资规模介于 20 万与 80 万美元的 1111 次首次公开发行中,承销商在其中约 90% 的交易里所收取的手续费(或称承销差价)正好都集中在 7%。Chen 和 Ritter 认为,7% 的承销差价超出了完全市场竞争水平,极有可能是承销商之间暗中或公开共谋的结果。Chen 和 Ritter(2000)指出,如果承销商以承销差价为基础进行竞争的话,完全市场竞争将不可避免地降低承销差价,而通过组成辛迪加的方式进行共谋,可以在维持较高的承销差价基础上获取寡头垄断利润。他们的研究表明分析师的意见及承销商的声誉均是影响承销差价的重要因素。Chen 和 Ritter(2000)的研究同样引起了对美国 27 家承销商的各种法律诉讼,美国司法部并且就证券承销商之间在确定承销差价中的共谋行为的问题展开调查。Hansen(2001)则怀疑说,如果不同的承销商之间确实存在寡头垄断行为,则必须满足以下三个条件:首先,首次公开发行市场的行业集中度必须很高;其次,市场准入相当难;第三,有利可图。Hansen(2001)的实证检验表明,对于 20 世纪 80 年代和 90 年代间发生的 4153 起规模在 1 千万美元以上的首次公开发行而言,绝大部分时间里,衡量行业集中度的 Herfindahl-Hirschman 指数(HH 指数)都很低;而美国投资银行业里首次公开发行市场的准入相对容易;7% 的承销差价并无法给承销商带来超额利润。因此,Hansen(2001)认为,检验证据并没有表明首次公开发行市场存在承销商的共谋行为。

无论是 Christie 和 Schultz(1994a、1994b)所发现的 IP8 缺失现象,还是 Chen 和 Ritter(2000)所发现的 7% 集中现象都被怀疑与证券商的共谋行为有关,理论上也都从不完全市场竞争的角度来予以解释。那么,我国股权分置中所出现的 10 送 3 股 0 群集现象是否也是作为保荐机构的证券商之共谋行为所致呢?

二、研究设计

为了检验我国股权分置中 10 送 30 的现象究竟是寡头垄断的结果,还是完全市场竞争的自然结果,本文作如下的研究设计:

1.1 数据

本文的样本包括自 2005 年 4 月 29 日中国证监会发布 5 股改通知以来至 2006 年 3 月 19 日上海证券交易所前 25 批次公告进行股权分置改革的 401 家上市公司,从中剔除 79 家只发布提示性公告的公司,余下 351 家样本公司,再从中剔除 ST 中西、青岛海尔、皖维高新、烟台万华和中国软件

等 5 家使用资产重组、认购(认沽)权证、有条件追加送股或者转增股等方式支付对价的公司, 最终样本数据包括 346 家公司。表 1 为各批次上市的公司家数。共有 57 家证券商充当过上海证券市场股权分置公司的保荐机构。表 2 列出位居前 10 位的保荐机构及所保荐的上市公司家数。

表 1 上海证券市场前 25 批股权分置各批次公司家数

批次	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
家数	11	13	12	13	13	13	6	14	12	11	14	12	11	17	17	12	5	11	10	18	17	15	25	9	6

注: 共 346 家, 不包括 29 家试点单位及 ST 中西、青岛海尔、皖维高新、烟台万华和中国软件等 5 家。

表 2 上海证券市场位居前 10 位的保荐机构及所保荐的上市公司家数

保荐机构	中信证券	海通证券	广发证券	国泰君安	申银万国	国信证券	华欧国际	平安证券	招商证券	东方证券
家数	39	31	30	26	15	15	13	12	12	11

注: 中信证券所保荐的上市公司家数包括其所属的华夏证券(1家)、中信万通(4家)和中信建投(6家)。

21 行业集中度

行业集中度是衡量市场是否存在寡头垄断的最主要标准。在 Cournot 和 Bertrand 的模型里, 他们从市场价格来衡量行业集中度。但是, 正如泰勒尔(1997)Tirole(1988)所指出: / 对市场价格 的观察(若这种观察存在)很少能告诉我们关于相关行业的竞争状况, 除非我们观察具有相同成本结构的各 行业(比如在不同地理位置的市场)价格, 或者我们观察行业价格的时间模式, 或者我们能够准确地衡 量企业的边际成本。因此, 一般来说, 经济学上都是用企业市场份额来衡量行业集中度, 具体而言, 可 以将企业的市场份额计算成一个行业集中度指数。本文采用如下两个行业集中度指数来衡量股权分 置市场中保荐机构的集中度:

(1)m 保荐机构集中比率(m < n)

m 代表位居前五位的保荐机构在股权分置保荐市场上的份额, n 代表中国证券业协会所公布的、 具有担任上市公司股权分置保荐机构资格的全部证券商。该比率将股权分置保荐市场中 m 个最 高市场份额进行加总, 即: 若以 A_i 代表 i 保荐机构所保荐的股权分置上市公司数在全部股权分置 上市公司中所占的比例, 则 m 保荐机构集中比率可以表示如下:

$$C_m = \sum_{i=1}^m A_i \quad (\text{依照 } A_1, A_2, \dots, A_m \text{ 排列})$$

(2)Herfindah Hirschman 指数(HH 指数)

该指数等于 m 个最高市场份额的平方之和, 即:

$$C_{HH} = \sum_{i=1}^m 100^2 \cdot A_i^2$$

HH 指数在国外政府的反垄断政策上得到了广泛的运用。例如美国司法部在 1992 年兼并指南第 6 章之第 5 条里明确根据 HH 指数的值将市场集中度分为三类, 凡 HH 指数在 1000 以下, 市场大体 上可以被看成是非集中的市场, HH 指数在 1000 以上, 市场被认为是高度集中的市场, HH 指数介于 1000) 1800 之间, 市场被认为是一定程度集中的市场。

31 市场准入

另外还有两个著名的行业集中度指数, 熵指数(the entropy index of concentration)和勒纳指数(the Lerner Index), 熵指数可将 行业集中度指数表示为 m 个最高市场份额的对数, 即: $C_e = \sum_{i=1}^m -A_i \log A_i$ 勒纳指数通过价格与边际成本来反映企业的垄断程 度, 即: $C_L = \frac{P - C}{P}$ 考虑到企业边际成本难以估算, 而熵指数也难以找到一个基准度, 所以, 本文没有采用这两个指数。参见: Lerner A. P. (1934), Saving(1970)以及 Encaoua and Jacquemi(1980)。

市场准入的难易度是衡量寡头垄断是否存在的另外一个重要标准。不过,与行业集中度不同,市场准入并没有一个量的指标。通常从三个方面来衡量市场准入的难易度:(1)市场准入的时机。它衡量新进入的保荐机构是否可以在某个较短的时间段内即可获得充分的市场份额。(2)市场准入的利益。它衡量新进入的保荐机构是否能够从市场准入中获取利润;(3)市场准入的影响。它衡量新进入的保荐机构,其市场准入的时机和市场准入的利益是否足以影响市场价格。

41 寡头垄断的超常利益

分析寡头共谋的第三个重要标准是判断寡头是否从垄断中获得超常收益。换句话说,必须考察10送3的对价是否包含了寡头垄断利润在内。保荐机构在股权分置中的直接利益包括两大部分费用:财务顾问费以及按照对价部分收取的项目费用。¹这两部分费用都既与股权分置公司的对价水平相关,也与保荐机构所占市场份额相关。一方面,较高的保荐市场份额可以让保荐机构得到较多的保荐费用,另一方面,较高的对价水平却又不利于保荐机构争取上市公司的保荐协议。所以,维持一定的对价水平是寡头垄断的必然选择。因此,虽然通常难以对寡头垄断在股权分置中实行所获得的超常收益进行直接衡量,但寡头垄断获取超常利益的前提条件之一必定是股权分置公司的对价水平与保荐机构的市场份额之间具有某种相关关系。²本文试图通过考察上市公司的对价水平与保荐机构市场份额之间的关系来衡量保荐机构是否从寡头垄断中获得超常收益,并对可能影响上市公司对价水平的其它变量进行控制,主要通过如下的多元回归方程来进行检验:

$$P_n = A_0 + B_1 m + B_2 I_n + B_3 S_n^{HH} + B_4 S_n^L + B_5 D_n + B_6 \sum_{i=6}^j CV_{i,n} + E_n \quad (1)$$

其中: P_n 为上市公司股权分置方案中所提出的对价水平, m 为保荐机构所保荐的每家股权分置公司总股本在全部股权分置公司总股本中所占的比例,用于衡量保荐机构在保荐市场上所占的市场份额,³ I_n 为公司首次公开发行股票价格与发行时每股净资产之比,用于衡量公司市场价值与公司账面价值的影响(Fama和French,1995), S_n^{HH} 为股权分置公司前五大股东持股比例的Herfindahl2 Hirschman指数,用于衡量公司股权结构的影响(Demsetz和Lehn,1985,LaPorta et al.1999), S_n^L 为流通股占公司总股本的比例,用于衡量股票流动性的影响(Amihud和Mendelson,1986,1989,Easley,Kiefer和O'Hara,1996), D_n 为上市公司独立董事占董事会规模的比例,用于衡量公司董事会构成的影响(Weisbach,1988,Rosenstein和Wyatt,1991)。CV_{i,n}代表除 I_n 外的其它公司财务特征变量, E_n 为随机干扰项。

三、实证结果与讨论

通过对上海证券市场前25批股权分置改革中346家上市公司(含29家试点公司)样本数据的实证分析,本文得出如下结果:

11 对价水平

从2005年4月29日到2006年3月19日止,上海证券市场共25批次计346家公司进行股权分

¹ 按照中国证券业协会发布的《关于保荐机构从事股权分置改革业务有关问题的通知》中,规定保荐机构在每家股权分置中所收取的财务顾问费不低于100万元,保荐费不低于150万元。

² 当然股权分置市场是一个特殊的市场,保荐机构从保荐中所获取的超常收益不仅仅只是包含保荐费用,它还包括今后充当上市公司配股增发等再融资的承销商以及公司兼并与收购的财务顾问等间接利益。因此,通常难以精确地衡量保荐机构从股权分置中所获得的超常收益。Hansen(2001)在关于IPO市场寡头共谋行为的论文中同样承认:“寡头垄断利润无法进行衡量。”

³ 在研究类似首次公开发行、配股再融资、财务顾问等投资银行业务的文献中,利用所承销或所保荐公司的规模来衡量投资银行(保荐机构)的市场份额是一种相当通行的做法,例如Hayes(1971)和Carter和Manaster(1990)。另外一种普遍的做法是通过所承销或所保荐公司的家数来衡量投资银行(保荐机构)的市场份额,例如Beatty和Ritter(1986)和Megginson和Weiss(1991)。本文之所以采用前一种方法是考虑上市公司股权分置中所支付的对价与公司规模(总股本)有关。

置, 平均支付对价水平为 10 送 3 股。图 1 的散点图描绘了上海证券交易所前 25 批股权分置改革中 346 家上市公司对价水平的分布状况。

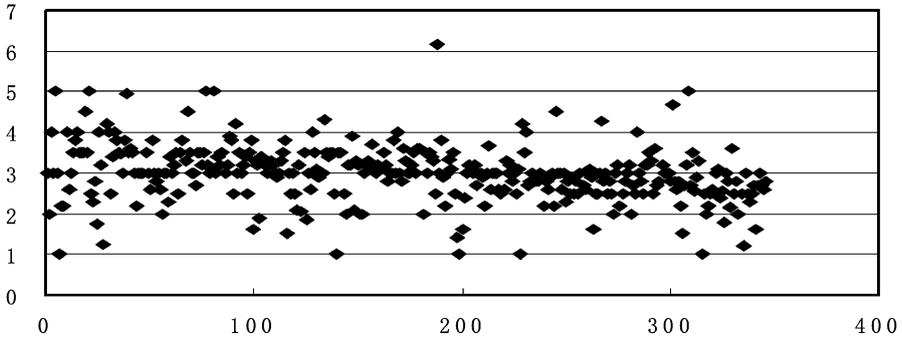


图 1 上海证券交易所前 25 批股权分置公司对价水平分布图

从图 1 中可以看出, 绝大部分股权分置公司的对价水平集中于 10 送 2 股) 10 送 4 股的区间, 出现了非常明显的/ 群聚0 现象。这种现象与 Chen 和 Ritter(2000)所发现的/ 承销商在约 90% 的交易里所收取的手续费集中在 7%0 的/ 群聚0 现象非常类似。表 3 具体给出各个对价水平期间的公司家数。

表 3 上海证券交易所前 25 批股权分置公司对价水平分布期间

对价水平期间 (每 10 股)	1) 1.49	1.5) 1.99	2) 2.49	2.5) 2.99	3) 3.49	3.5) 3.99	4) 4.49	4.5
家数	8	10	30	88	130	55	15	10
百分比	2.3%	2.9%	8.7%	25.4%	37.6%	15.9%	4.3%	2.9%

表 4 股权分置公司对价水平与保荐机构市场份额的多元回归结果

自变量	(1)	(2)	(3)
A_0	3.0382(74.7458)	3.1822(9.4258)	2.6904(2.4624)
m	- 16.2308** (- 2.6272)	- 26.2410** (- 4.2466)	- 29.5247** (- 3.4375)
I_n		0.0005(0.0335)	- 0.0008(- 0.0551)
S_n^{IH}		0.00005* (1.7087)	0.00005* (1.6446)
S_n^L		- 1.8448** (- 5.1505)	- 1.7906** (- 4.9437)
D_n		1.1202(1.3259)	1.0987(1.2888)
ROE			- 0.1174(- 0.2681)
NP			0.0684(1.0938)
Leverage			- 0.2714(- 1.3500)
$\ln(\text{Asset})$			0.0267(0.5156)
Industry			0.0113(0.9657)
R2square	0.0197	0.1231	0.1372
F	6.9024	9.5439	5.3279

注: I_n 因变量 P_n 为上市公司股权分置方案中所提出的对价水平, m 为保荐机构所推荐的每家股权分置公司总股本在全部股权分置公司总股本中所占的比例, I_n 为公司首次公开发行股票价格与发行时每股净资产之比, S_n^{IH} 为股权分置公司前五大股东持股比例的 Herfindahl-Hirschman 指数, S_n^L 为流通股占公司总股本的比例, D_n 为上市公司独立董事占董事会规模的比例, ROE 为公司净资产收益率, NP 为公司净利润率, Leverage 为公司负债水平, $\ln(\text{Asset})$ 为公司总资产的对数, Industry 为公司所属行业。括号内的值为 t 值。

21 * 表示在 10% 的统计水平上显著; ** 表示在 5% 的统计水平上显著。

从表4中可以看出,股权分置公司对价水平最为集中在10送215股至10送2199股与10送3股至10送3149股两个区间,这两个区间分别占股权分置公司家数的2514%和3716%;其次是10送315股至10送3199股和10送2股至10送2149股区间,分别占1519%和817%,这四个区间共占全部股权分置公司家数的8716%。相反,对价在10送2股以下区间及在10送4股以上区间的公司占比都相当之小,分别仅为512%和712%。表3的数据更清楚地表明上海证券市场股权分置公司的对价水平存在显著的/群聚0现象。

表5 上海证券市场每批股权分置中位居保荐市场份额前5大的保荐机构

保荐机构	批次	保荐市场份额												
		前1批	前2批	前3批	前4批	前5批	前6批	前7批	前8批	前9批	前10批	前11批	前12批	前13批
中信证券		30.92	30.89	29.37	27.23	27.19	25.42	25.59	22.76	20.93	18.52	16.70	17.74	17.64
国泰君安		39.68	38.16	37.49	35.26	33.31	31.66	30.82	27.80	26.56	24.28	22.45	23.45	22.67
广发证券		0.77					3.45	3.67			10.93	10.08	10.52	10.17
德邦证券		0.85												
联合证券		0.84												
华欧国际			14.59	13.87	12.86	13.14	12.65	12.32	11.26	10.36	9.17	8.26	8.26	7.99
国信证券			3.99	3.99	3.69	3.49								
招商证券			0.91											
海通证券				4.42	6.66	6.90	6.69	6.51	6.67	8.80	8.54	8.26	9.32	9.01
长江巴黎									4.58	4.22				
小计(%)		73.06	88.54	89.14	85.70	84.03	79.87	78.91	73.07	70.87	71.44	65.75	69.29	67.48
HH指数		2533	2640	2496	2208	2081	1865	1813	1483	1346	1209	1021	1130	1073

保荐机构	批次	保荐市场份额												
		前14批	前15批	前16批	前17批	前18批	前19批	前20批	前21批	前22批	前23批	前24批	前25批	平均
中信证券		21.85	22.51	22.14	21.82	24.81	24.96	23.86	23.12	22.33	20.65	21.92	21.69	23.30
国泰君安		20.94	20.27	19.68	19.40	18.88	18.84	18.22	17.92	17.41	16.10	15.60	15.44	24.39
广发证券		9.55	9.35	5.95	9.45	8.83	8.63	8.45	8.47	8.03	7.97	7.78	7.70	
华欧国际		8.07	7.81	7.58	7.47	6.98	6.82	6.57	6.36	6.03				
海通证券		8.33	8.21	8.12	8.20	7.66	7.49	7.47	7.94	7.59	6.93	7.26	7.19	
申银万国											6.29	6.30	6.23	
小计(%)		68.74	68.15	63.47	66.34	67.19	66.74	64.57	63.81	61.39	57.94	58.86	58.25	70.50
HH指数		1142	1133	1093	1065	1157	1142	1072	1031	960	837	877	859	1411

21 行业集中度

股权分置公司对价水平的/群聚0现象是否是寡头垄断的结果呢?我们首先分析衡量寡头垄断的第一个重要方面,即保荐行业的行业集中度。表5列出上海证券市场前25批股权分置公司里,每批前5大保荐机构所占有的市场份额。从表5中可以看出,自2005年9月12日上海证券交易所

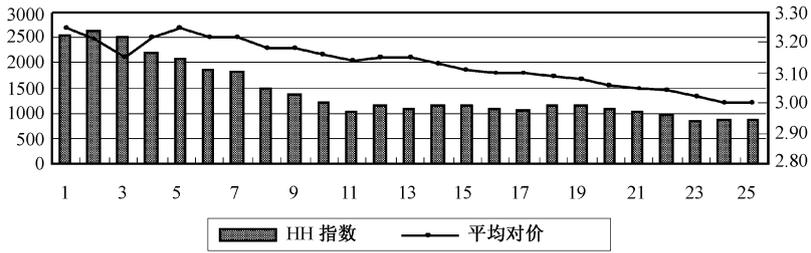


图2 HH指数与上海证券市场前25批股权分置公司对价水平

公布第1批股权分置公司起,至2006年3月19日公布第25批股权分置公司止,中信证券、国泰君安、广发证券、华欧国际、海通证券等十大证券商平均控制了上海证券市场7015%的保荐市场份额,最高时,每批次前5大证券商所掌握的保荐市场份额达8914%(前3批),最低也达到57194%(前23批)。其中,国泰君安和中信证券两大证券商更是分别集中控制了2313%和24139%的平均市场份额。另一方面,从Herfindahl-Hirschman指数(HH指数)来看,前25批股权分置中保荐市场的HH指数平均达到1411,说明在上海证券市场的股权分置中,保荐市场为行业集中度相当高的市场,其中前7批属于行业高度集中的市场,前8批至前21批属于行业相当集中的市场。图2描述了HH指数与上海证券市场前25批股权分置公司对价水平之间的关系。从图2中可以看出,当保荐市场行业集中度维持在高度集中和一定程度集中的水平时,股权分置公司的对价水平也维持在从平均10送3129股变化到10送3105股的区间里,说明保荐市场的行业集中度与股权分置公司的对价水平之间存在一定的关系,换句话说,股权分置公司的对价水平受保荐市场行业集中度的影响,每批次股权分置公司的对价水平可能是保荐市场寡头垄断的结果。

31 市场准入

保荐市场准入的难易度是分析是否存在寡头垄断的另一个重要方面,而保荐市场准入的难易度可以从市场准入的时机、市场准入的影响和市场准入的利益等角度来进行考察。目前我国具有从事证券业保荐资格的证券商共71家,不过,2005年5月31日,在中国证券业协会所公布的股权分置改革试点保荐机构的首批可选名单中,则仅包括广发证券、海通证券、国泰君安和中信证券等在内的45家保荐机构。2005年7月16日又公布了联合证券、华龙证券、海际大和、恒泰证券、新疆证券和中关村证券等6家第二批股权分置改革试点保荐机构的可选名单,因此,我们主要考察如下第二批6家新进入的保荐机构是否可以在某个较短的时间段内即可获得充分的市场份额,是否足以影响前25批股权分置公司的对价水平以及能否获得较高的市场准入利益。

从新进入保荐机构对市场份额及对HH指数的边际影响来看,在前25批股权分置中,联合证券、华龙证券、海际大和、恒泰证券等4家(其中新疆证券和中关村证券在前25批股权分置中没有保荐任何公司,其市场份额均为零,故未列出)新进入保荐机构分别各保荐了5家、3家、4家和5家公司。平均占有市场份额仅为21518%,最高时不超过31424%,市场份额最低时仅不到016%。除联合证券在前几批(前1批、前2批、前3批、前4批和前7批)中曾进入市场份额前10大保荐机构的排名外,其他5家新进入保荐机构的市场份额均相当少。以上数据表明保荐机构无法在较短的时间段内获得充分的保荐市场份额。若分析HH指数可知,新进入保荐机构对HH指数的边际影响平均只有21068,可知新进入的保荐机构并没有改变各批次保荐市场的行业集中度状况。

从新进入保荐机构对各批次股权分置市场对价水平的影响程度来看,前25批股权分置中,第一批45家保荐机构的平均对价水平为10送31129股,4家新进入保荐机构的平均对价水平为10送3121股,考虑新进入保荐机构后,保荐市场平均对价水平为10送31130股,新进入保荐机构的对价水平保荐市场对价水平的影响幅度为01032%。以上表明新进入的保荐机构并不足以影响前25

批股权分置公司的对价水平。

由于新进入保荐机构进入市场时,保荐费用已经/由牛转熊⁰,虽然中国证券业协会于2005年7月15日发布通知⁵关于保荐机构从事股权分置改革业务有关问题的通知⁶,明确规定保荐机构所收取的费用原则上可以包括财务顾问费和保荐费两部分,其中财务顾问费以不低于100万元,保荐费不低于150万元,但/实际上从那个时候起,许多投行已经突破了250万元的底线。⁰这就决定了新进入保荐机构得市场准入的利益要比已在市场里的保荐机构的利益低得多。以上可以看出,我国前25批股权分置中,保荐市场的准入程度相当难,从而也为市场形成寡头垄断提供了前提条件。

4.1 寡头垄断的超常利益

分析寡头垄断的第三个重要方面在于判断寡头是否从垄断中获得超常收益。其前提条件之一是股权分置公司的对价水平与保荐机构的市场份额之间具有多元回归方程所描述的相关关系。表4给出我们对于多元回归方程的实证检验结果。⁰从表4可以看出,在关于股权分置公司对价水平与保荐机构的保荐市场份额之间的三个回归方程中,公司对价水平与保荐机构市场份额之间都呈现统计上显著的负相关关系。在没有控制任何其它变量的情况下,两者之间的参数估计值为-1612308(t值=-216272),在5%的统计水平上显著为负;在考虑股权分置公司前五大股东持股比例的Herfindah²Hirschman指数、流通股占公司总股本的比例、公司首次公开发行股票价格与发行时每股净资产之比以及上市公司董事会构成规模等与公司股权分置改革相关的其它控制公司变量后,两者之间的参数估计值为-2612410(t值=-412466)在5%的统计水平上显著为负;最后,在考虑公司净资产收益率、公司净利润率、公司负债水平、公司总资产和公司所属行业等其它公司财务特征变量后,两者之间的参数估计值为-2915247(t值=-314375),在5%的统计水平上显著为负。

表3的检验结果同时还表明,除了保荐机构在保荐市场上的份额之外,我国上市公司在股权分置中的对价水平还与公司股权集中度呈显著正相关关系,与流通股在公司总股本的比例呈显著负相关关系。相反,与其它公司微观财务特征变量(如净资产收益率、净利润率、负债水平、公司总资产以及所属行业)不存在显著的相关关系。

以上检验结果表明,保荐机构在保荐市场上所占的市场份额可以影响到公司的对价水平。因此,10送3股的/群聚⁰现象与保荐市场的行业集中度应该具有密切的关系。

四、主要结论与政策含义

本文实证分析了从2005年4月29日到2006年3月19日止,上海证券交易所前25批346家进行股权分置改革的公司样本。描述性统计显示,高达87160%股权分置公司的对价水平都集中在在10送2至4股区间,平均对价水平为10送3股,对价水平出现显著的10送3股/群聚⁰现象。对股权分置中保荐市场的进一步分析表明:(1)前25批股权分置中保荐市场的HH指数平均达到1411,说明保荐市场是个行业集中度相当高的市场;(2)无论是从保荐机构是否可以在某个较短的时间段内即可获得充分的市场份额,还是从新进入的保荐机构是否足以影响现有市场对价水平来看,我国保荐市场是个市场准入难度较高的行业;(3)关于股权分置公司对价水平与保荐机构市场份额的多元回归结果证实,保荐机构市场份额与公司对价水平之间呈统计上显著的负相关关系。以上分析证据表明,上海证券市场的保荐行业一定程度上被寡头所垄断,而10送3股的现象可能是目前上海证券市场保荐机构寡头垄断的结果。

¹ 参见胡冠中:5保荐费用由牛转熊,保荐机构抢夺股改蛋糕白热化6,5第一财经日报62005年9月29日版。

⁰ 多元回归方程各变量之间的Spearman相关系数表明,各变量间的相关系数最高不超过0.4,说明变量之间不存在多重共线性问题。

我们的研究结果具有如下的政策含义: 首先, 我国股权分置中的对价水平不受各公司财务特征的微观变量(例如净资产收益率、净利润率、负债水平、公司总资产以及所属行业等)所影响, 却与保荐机构的市场份额以及公司股权集中度等密切相关, 说明在我们股权分置改革中, 企业的市场成份较少, 受其他因素的干预较多。因此, 如何在政策指导的同时, 发挥市场机制的作用, 成为一个值得深入研究的问题; 其次, 随着保荐市场竞争的加剧, 证券商为了各自的利益, 争夺市场份额, 往往会迎合大股东的需要, 从而导致市场平均对价水平的降低, 对中小投资者利益产生不利影响, 因此, 如何保持一个合理和有序的市场非常重要; 第三, 我国股权结构高度集中, 往往容易出现 LaPorta et al. (1997, 1999, 2000) 所讨论的大股东剥削中小投资者的行为, 而我国中小投资者法律保护水平比较低, 股权分置又是涉及到大中小股东各方投资利益的事情, 因此, 如何从法律上保护中小投资者在股权分置改革中的利益尤显重要。

参考文献

- 亚当·斯密 (Adam Smith), 1983: 5 国民财富的性质和原因的研究6 (上卷), 中译本, 商务印书馆。
- 泰勒尔 (Jean Tirole), 1997: 5 产业组织理论6, 中译本, 人民大学出版社。
- Amihud, Yakov, and Haim Mendelson, 1986, / Asset Pricing and the Bid-ask Spread0, Journal of Financial Economics 17, 223) 249.
-))) 1989, / The Effects of Beta, Bid-ask Spread, Residual Risk, and Size on Stock Returns0, Journal of Finance 44, 479) 486.
- Beatty, Randolph P., and Jay R. Ritter, 1986, / Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings0, Journal of Financial Economics 15, 213) 232.
- Carter, Richard, and Steven Manaster, 1990, / Initial Public Offerings and Underwriter Reputation0, Journal of Finance 45, 1045) 1067.
- Chamberlin, Edward H. 1962, The Theory of Monopolistic Competition: A Reorientation of the Theory of Value, 8th ed. Cambridge, Mass: Harvard University Press.
- Chen Hsuan-Chi, and Jay R. Ritter, 2000, / The Seven Percent Solution0, Journal of Finance 55, 1105) 1131.
- Christie, William G., and Paul H. Schultz, 1994a, / Why do NASDAQ Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotes?0 Journal of Finance 49, 1813) 1840.
- Christie, William G., Jeffrey H. Harris, and Paul H. Schultz, 1994b, / Why Did NASDAQ Market Makers Stop Avoiding Odd-Eighth Quotes?0 Journal of Finance 49, 1841) 1860.
- Demsetz, Harold, and Kenneth Lehn, 1985, / The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences0, Journal of Political Economy 93, 1155) 1177.
- Department of Justice and Federal Trade Commission, / Horizontal Merger Guidelines0 (April 2, 1992).
- Dutta, Prajit K., and Ananth Madhavan, 1997, / Competition and Collusion in Dealer Markets0, Journal of Finance 52, 245) 276.
- Easley, David, Nicholas M. Kiefer, Maureen O'Hara, and Joseph Papeman, 1996, / Liquidity, Information, and Less-frequently Traded Stocks0, Journal of Finance 51, 1405) 1436.
- Encaoua, David, and Alexis Jacquemin, 1980, / Degree of Monopoly, Indices of Concentration and Threat of Entry0, International Economic Review 21, 87) 105.
- Fama, Eugene, F., and Kenneth R. French, 1995, / Size and Book-to-market Factors in Earnings and Returns0, Journal of Finance 51, 131) 155.
- Hansen, Robert, 2001, / Do Investment Banks Compete in IPOs?: The Advent of the - 7% Plus Contract 0, Journal of Financial Economics 59, 313) 346.
- Hayes, III, Samuel, 1971, / Investment Banking: Power Structure in Flux0, Harvard Business Review 49, March-April, 136) 152.
- LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1997, / Legal Determinants of External Finance0, Journal of Finance 52, 1131) 1150.
- LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-Silanes, and Andrei Shleifer, 1999, / Corporate Ownership around the World0, Journal of Finance 54, 471) 517.
- LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 2000, / Investor Protection and Corporate Governance0, Journal of Financial Economics 58, 3) 28.
- Lerner A. P. 1934, / The Concept of Monopoly and the Measurement of Monopoly Power0, Review of Economic Studies I, June, 157) 175.

- Meggison, William L., and Kathleen A. Weiss, 1991, / Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, Journal of Finance 46, 879) 903.
- Rosenstein, Stuart, and Jeffrey G. Wyatt, 1991, / Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth, Journal of Financial Economics 26, 175) 191.
- Saving, Thomsa, 1970, / Concentration Ratios and the Degree of Monopoly, International Economic Review 11, No. 1, 139) 146.
- Staffa, Piero. 1926, The Law of Return under Competitive Conditions, Economic Journal, Vol. 36, 535) 550.
- Torstila, Sami, 2003, / The Clustering of IPO Gross Spreads: International Evidence, Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, 673) 694.
- Weisbach, Michael, 1988, / Outside Directors and CEO Turnover, Journal of Financial Economics 20, 431) 460.

A Study on Clustering of Liquidity Premium of Ownership Restructure in China))) Evidences from Shanghai Stock Market

Shen Yifeng, Xu Lin and Huang Juanjuan
(School of Management, Xiamen University)

Abstract: More than 346 listing companies in Shanghai Stock Exchange, including the first 29 used for experiments, declared their ownership restructure scheme from the period of April 29, 2005 to March 19, 2006. On average, the premium received by public shareholders has a tendency to cluster at 10: 3, and more than 8716% of companies have a premium around the area of 10: 2 to 10: 4. Theoretically, patterns of clustering can be explained either by the cartel theory or the efficient contract theory. This study conduct an empirical research based on a sample of 346 listing companies in Shanghai Stock Exchange. The result of this test shows that Herfindahl-Hirschman index in the underwriter market of Shanghai Stock Exchange is as high as 1411. Entry Analysis also shows that entry is not that easy in the underwriter market. And there is a significant negative relationship between the premium received by public shareholders and the market shares of investment banks. Overall, the empirical evidence indicated that underwriter market in Shanghai stock exchange is moderately concentrated and the clustering pattern of 10: 3 is probably the consequences of collusion among underwriters.

Key Words: Ownership Restructure; Oligarchy; Collusion; Underwriter

JEL Classification: G320, K220

(责任编辑: 晓 喻)(校对: 子 璇)