

中国上市公司股权分置改革中的利益分配研究

赵俊强 廖士光
(上海交通大学管理学院, 200052)

作者简介:

赵俊强 (1977-): 男, 河南郑州人, 上海交通大学管理学院博士生, 研究方向为金融与证券投资。

廖士光 (1977-): 男, 江苏阜宁人, 上海交通大学管理学院博士生, 研究方向为证券投资与金融创新。

手机: 013616926626 邮箱: andy0723@sjtu.edu.cn

通讯地址: 上海市法华镇路 535 号交通大学管理学院南楼 209, 邮编: 200052

中国上市公司股权分置改革中的利益分配研究

内容摘要: 本文通过模型推导和实证分析探讨非流通股股东和流通股股东在股权分置改革中的利益分配状况,并考察影响实际对价水平的深层次因素。结果发现,流通股股东接受的最小对价与“股改”后的股价成反比,非流通股股东接受的最大对价水平与公司非流通股比重和“股改”后的股价均成正比,而与“股改”前的公司非流通股价格成反比;市场均分对价水平与非流通股比重和“股改”前的股价成正比,与非流通股价格和“股改”结束后的股价成反比,而名义均分对价水平与非流通股比重和“股改”前的股价成正比,与非流通股价格成反比;在完成“股改”的公司中,大部分样本公司的两类股东在“股改”中获得增量收益、实现“双赢”,“股改”中绝大部分上市公司的非流通股股东实际支付对价水平低于市场均分对价和名义均分对价,在流通股股东和非流通股股东均获得增量收益的公司中,由于非流通股股东获得的增量收益高于流通股股东,致使“股改”的增量收益未能在两类股东间均分;非流通股比重、非流通股转成流通股股份、公司规模和行业是影响上市公司“股改”实际对价水平的重要因素,而流通性溢价、公司业绩、公司成长性和公司偿债能力等因素在上市公司“股改”过程中并未被充分考虑,流通股股东的相对博弈能力较低,未能在实际对价水平的确定上起到关键性作用。最后,本文根据研究结论对未来其他拟“股改”的公司提出相关建议。

关键词: 股权分置改革 两类股东 对价 利益分配

一、引言

由于中国特殊的股权结构,使得上市公司的股东类型较为独特,根据公司股东所持股份能否在二级市场上自由转让,可将上市公司股东划分为非流通股股东(如国家、国有法人等)及流通股股东(社会公众和境外投资者等)。这种人为的股权分置状态导致不同类型股东在各自权益方面存在着较大现实性差异。作为历史遗留的制度性缺陷,股权分置状况在诸多方面制约中国资本市场的规范发展、阻滞国有资产管理体制的根本性变革。而且,随着新股不断发行上市,非流通股比重居高不下的问题不断积累,对资本市场稳定发展和对外开放的不利影响日益凸现。截止2005年5月27日,相对于2001年的历史高点,中国股票市场已经下跌超过50%,流通市值蒸发额达到1.4万亿元(许超声,2005)。同时,上市公司、证券中介机构和基金业的违规问题不断被曝露出来,严重打击了众多投资者的信心、削弱了股票市场的投融资功能,相关监管部门在证券市场中的公信力受到质疑。虽然导致证券市场萧条的原因是多方面的,但畸形的股权结构是其一“顽痼”。在上述背景下,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》,正式启动股权分置改革(下文简称“股改”)试点工作。

目前,学术界主要从理论分析与实证检验两方面探讨股权分置问题。从理论方面研究股权分置问题的文献相对较少,代表性的文献如唐国正(2005a、2005b)的研究,文献通过建立股权分置模型,分别探讨股权分置对上市公司股利分配政策以及控制权协议转让效率的影响,并用研究结论对中国证券市场和上市公司存在的部分异常现象作出解释。同时,学者们更倾向对股权分置问题进行实证研究,这类文献主要涉及股权再融资(李康等,2003;原红旗,2003、2004)、股利政策(何涛、陈晓,2002)、公司绩效(徐晓东、陈小悦,2003)、控制权市场(白云霞等,2004)等,上述实证研究只是在股权分置的既定背景下研究所有权结构与公司财务和公司治理之间的关系,而未能针对股权分置问题进行直接研究和深入探讨。近期,随着“股改”序幕的拉开,学者们才真正将关注点转移到“股改”问题上来,陈蛇、陈朝龙(2005)运用事件研究方法解释“股改”引发的个股价格上涨和市场下跌的股市

波动现象，认为“股改”存在施舍和伤及无辜的机制设计缺陷。唐国正等人（2005c）从理论和实证两个方面分析“股改”试点在保护公众投资者权益方面的政策内涵，运用不对称信息理论和行为金融学理论解释首批四个试点公司“股改”方案的公众投资者支持率差异。

“股改”问题的实质是上市公司两类股东（非流通股股东和流通股股东）的利益分配，“股改”过程是非流通股股东对流通股股东支付对价^①的过程（李康，2005），“股改”方案反映出两类股东的谈判能力对比及对上市公司实际控制能力的大小，因此，从两类股东利益分配角度研究不同公司的“股改”方案并从方案中挖掘出影响实际对价水平的深层次因素，将具有十分重要的现实意义。上述研究股权分置问题的文献大多集中于上市公司“股改”前的情形，未能系统地研究“股改”公司的实际对价水平及其内在影响因素（只有唐国正等人（2005c）利用四个试点公司“股改”方案进行实证研究，但由于样本数较少使得研究结果缺乏代表性），从而未能具体分析“股改”过程中两类股东的利益变化。基于以上的认识，本文拟通过理论推导研究“股改”过程中两类股东的利益分配状况，对比两类股东股权价值变化量来探讨对价水平的合理区间，并利用实施“股改”的上市公司数据进行实证，探讨影响“股改”实际对价水平的深层次因素。

二、股权分置改革中利益分配的理论模型

（一）合理对价水平区间的确定

对于存在股权分置问题的上市公司，设其非流通股本为 s_1 、流通股本为 s_2 ，总股本为 s ，即为 $s_1 + s_2$ 。上市公司进行“股改”，假定非流通股股东向流通股股东支付的对价水平为：每一股送 δ 股（将送股、送现金和送权证等方式的对价均折算成送股），则流通股股东获赠股本为 s' ，即为 δs_2 。令上市公司“股改”实施前的流通股价格为 P 、非流通股价格为 P_1 （通常用每股净资产价值替代）；当公司“股改”结束后，非流通股上市流通，令公司股价为 P' ^②，则经过“股改”后，流通股股东的价值变动额为：

$$VC_2 = (s_2 + s')P' - s_2P = s'P' - s_2(P - P') = s'P' - s_2\Delta P \quad (1)$$

令上式大于等于 0，即保持流通股股东价值不降低，此为流通股股东愿意接受“股改”的条件，则可以得出流通股股东愿意接受的对价水平：

$$\delta = \frac{s'}{s_2} \geq \frac{\Delta P}{P} \quad (2)$$

非流通股股东价值变化为：

$$VC_1 = (s_1 - s')P' - s_1P_1 = s_1(P' - P_1) - s'P' = s_1\Delta P' - s'P' \quad (3)$$

令上式大于等于 0，即保持非流通股股东价值不降低，此为流通股股东愿意接受“股改”的条件。由此可得出非流通股股东可以接受的对价水平：

$$\delta = \frac{s'}{s_2} \leq \frac{\Delta P'}{P'} \times \frac{s_1}{s_2} \quad (4)$$

所以双方可以接受“股改”方案的对价水平应满足以下条件：

^① 对价（consideration）的本义指英美合同法上的效力原则，即为换取另一个人做某事的允诺，某人付出的代价可能是金钱，也可能是购买某种允诺。合同无对价无效。将对价概念引入到“股改”中，其对应的含义为：当非流通股转为流通股时，由于可流通股数量增加导致原有流通股的价格下跌，因此，为了保护流通股股东的利益在“股改”中不受损失，非流通股股东必须做出相应承诺并为非流通股转成流通股支付一定的代价（如送股、缩股、派现或送权证等）。

^② 在下文的实证研究中，我们用“股改”结束后上市公司股票恢复交易当日的收市价替代非流通股上市流通后的股价，这可能存在一定的偏差，因为“股改”结束后上市公司的非流通股仅获得流通权，只是在承诺的时间内有安排地转成流通股，而不可以立即全部上市流通。但是，“股改”方案中非流通股在既定时间内转成流通股的计划向市场传递了一定的信息，“股改”工作完成后，上市公司股票恢复交易后的股价必然对此作出反应，因此，用恢复交易当日的收市价替代非流通股上市流通后的股价有一定的合理性。

$$\frac{\Delta P}{P'} \leq \delta \leq \frac{\Delta P'}{P'} \times \frac{S_1}{S_2} \quad (5)$$

这是“股改”成功的合理对价区间，要使合理区间存在，则必须有 $\frac{\Delta P}{P'} \leq \frac{\Delta P'}{P'} \times \frac{S_1}{S_2}$ ，即 P' 必须满足 $P' \geq \frac{S_2 P + S_1 P_1}{S}$ ，否则不存在双方都能接受的对价水平。

由上式可知，流通股股东所能接受的最小对价水平为 $\delta = \frac{\Delta P}{P} = \frac{P'}{P} - 1$ ，流通股股东预期“股改”后股票市场价格越高，则当前流通股股东愿意接受的对价水平越低，这种预期来自于对公司基本面和市场供给冲击的判断，相对而言，流通股股东对公司基本面的判断误差较小，而对市场供给冲击所带来的风险预期不确定性较大，流通股股东因此会要求较高的对价水平。非流通股股东所能接受的最大对价水平为 $(1 - \frac{P_1}{P}) \times \frac{S_1}{S_2}$ ，与公司非流通股比重和“股改”后股票价格均成正比，而与“股改”前公司非流通股价格成反比。

(二) 考虑市场反应的利益均分对价水平及风险承受能力

从理论上讲，只要 P' 满足 $P' \geq \frac{S_2 P + S_1 P_1}{S}$ ，且对价水平落入上述区间，“股改”方案才会被两类股东所接受。但最终对价水平的确定取决于两类股东的谈判能力，假设双方谈判能力相当，则理论上的均衡“对价”水平是存在的，当非流通股和流通股股东从非流通股流通所获边际收益相等时，博弈达到均衡，两类股东从非流通股流通溢价中所获得的边际利益是一致的，达到“双赢”（这种情形下的对价模型简称“市场均分模型”）。此时，双方均可以得到均分对价的“股改”收益，可以用“股改”前后每股价值变化来表示，即：

$$\frac{VC_1}{S_1} = \Delta P' - \frac{S'}{S_1} P' \quad (6)$$

$$\frac{VC_2}{S_2} = \frac{S'}{S_2} P' - \Delta P \quad (7)$$

令两式相等，可得均分对价水平：

$$\delta_M = \frac{S'}{S_2} = \frac{S_1}{(S_1 + S_2)P'} (P - P_1) = \frac{S_1}{SP'} (P - P_1) \quad (8)$$

我们称该对价水平为“市场均分对价水平”，均分对价水平与非流通股比重及“股改”前的股票市价成正比，而非流通股价格和“股改”结束后的股票市价成反比，即如果非流通股比重越大、“股改”前的股票市价越高，则均分对价水平越高；如果非流通股价格越高、“股改”后的股票市价越高，则对价水平越低。

由市场均分对价水平可知，非流通股股东需要向流通股股东转移的股票数量为 $\frac{S_1 S_2}{SP'} (P - P_1)$ ，此时，流通股股东价值变化为：

$$VC_2 = (S_2 + S')P' - S_2 P = \left[S_2 + \frac{S_1 S_2 (P - P_1)}{SP'} \right] P' - S_2 P = S_2 P' - \frac{S_2^2}{S} P - \frac{S_1 S_2}{S} P_1 \quad (9)$$

如果要保持流通股股东价值不降低，即 $VC_2 \geq 0$ ，则“股改”后的股价 P' 必须满足 $P' \geq \frac{S_2 P + S_1 P_1}{S}$ ，记为 $P'_L = \frac{S_2 P + S_1 P_1}{S}$ ，称为流通股股东的“股改”风险价格。

同样，如果要保持非流通股股东价值不降低，则 P' 必须满足：

$$VC_1 = (S_1 - S')P' - S_1R_1 = \left[S_1 - \frac{S_1S_2(P-R_1)}{SP'} \right] P' - S_1R_1 = S_1P' - \frac{S_1S_2}{S}P + \frac{S_1S_2}{S}R_1 - S_1R_1 \geq 0 \quad (10)$$

$$\text{即 } P' = R_1 + \frac{S_2}{S}(P - R_1) \quad (11)$$

记为 $P'_N = R_1 + \frac{S_2}{S}(P - R_1)$ ，将其定义为非流通股股东的“股改”风险价格。

由于 $P'_N = R_1 + \frac{S_2}{S}(P - R_1) = \frac{SP_1 + S_2P - S_2R_1}{S} = \frac{S_2P + S_1R_1}{S} = P'_L$ ，所以在采用市场均分对价水平进行“股改”时，流通股股东和非流通股股东的风险承受能力相同。当“股改”后股价低于 P'_L 或 P'_N 时，两类股东的股权价值均遭受损失；而股价高于 P'_L 或 P'_N 时，两类股东平均分配“股改”利益。所以，无论从利益分配角度还是从风险承担角度来分析，采用市场均分对价水平对两类股东都是公平合理的，使两类股东实现利益均衡。对流通股股东而言，如果非流通股股东提供这种对价水平，则不但可以保护他们免受“股改”在公司层面产生的潜在不利影响，而且可以保护他们免受“股改”带来的股票供给冲击。

（三）基于名义改革利益均分的对价水平及风险承受能力

“股改”使原来不具流通权的股票具备流通权，从而真正实现非流通股与流通股“同股同酬同权”。假设“股改”后的股票价格不变，则公司股票的价值变化为 $S_1(P - R_1)$ ，将它定义为“股改”的名义利益总额。假设两类股东的博弈能力相当，则基于公平原则，最有可能的博弈结果是改革利益在非流通股股东和流通股股东之间均分，非流通股股东向流通股股东提供一定的对价（这种情形的对价水平模型简称为“名义均分模型”）。

按照名义改革利益均分原则，非流通股股东和流通股股东的得益分别为 $\frac{S_1(P-R_1)S_1}{S}$ 和 $\frac{S_1(P-R_1)S_2}{S}$ 。因此，非流通股股东需向流通股股东转移的股票数量为 $\frac{S_1(P-R_1)S_2}{SP}$ ，对价水平为 $\delta_N = \frac{S_1(P-R_1)}{SP} = \frac{S_1}{SP}(P - R_1)$ ，该对价水平称为“名义均分对价水平”，它与非流通股比重和“股改”前的股价成正比，而非流通股价格成反比。在名义均分对价水平下，股东双方均分由于“股改”所带来的名义利益。这种对价水平不用考虑市场反应，可以避免基于市场反应确定对价水平时由于预期价格偏差过大所带来的对价偏差，对价水平完全取决于“股改”前可以确定的变量，对价水平的主观成分小，在一定程度上可以避免“股改”过程中的市场风险和道德风险。

在名义均分对价水平下，我们引入市场价格变化来考察两类股东的风险承受能力。假设“股改”启动后，股票市场价格变为 P' 。股票价格的变化必然带来两类股东价值变化，则非流通股价值和流通股价值的变化如下：

$$VC_1 = \left[S_1 - \frac{S_1S_2(P-R_1)}{SP} \right] P' - S_1R_1 \quad (12)$$

$$VC_2 = \left[S_2 + \frac{S_1S_2(P-R_1)}{SP} \right] P' - S_2P \quad (13)$$

如果要保证在“股改”过程中非流通股股东价值不降低，即 $VC_1 \geq 0$ ，应满足 $P' \geq \frac{SPR_1}{SP - S_2(P - R_1)} = \frac{SPR_1}{S_1P + S_2R_1}$ ，记 $P'_N = \frac{SPR_1}{S_1P + S_2R_1}$ ，将其定义为非流通股股东的“股改”风险价格。

如果要保证在“股改”过程中流通股股东价值不降低,即 $vc_2 \geq 0$, 应满足 $P' \geq \frac{SP^2}{SP+S_1(P-R_1)}$,

记 $P'_L = \frac{SP^2}{SP+S_1(P-R_1)}$, 将其定义为流通股股东的“股改”风险价格。

我们可以考察两类股东在“股改”中的风险承受能力差异,即比较流通股股东和非流通股股东的“股改”风险价格差异。令:

$$\Delta P' = P'_L - P'_N = \frac{SP^2}{SP+S_1(P-R_1)} - \frac{SPR_1}{S_1P+S_2P} = \frac{SS_1P(P-R_1)^2}{[SP+S_1(P-R_1)](S_1P+S_2P)} > 0 \quad (14)$$

由上式可知,流通股股东“股改”风险价格高于非流通股股东“股改”风险价格。当市场价格低于 P'_L 时,由于“股改”,流通股股东价值减少,但此时只要市场价格不低于 P'_N ,非流通股股东仍可以从“股改”获利。以上分析表明,在股东双方接受名义均分对价水平的情形下,非流通股股东在市场供给冲击风险方面的承受能力显著高于流通股股东。

由于“股改”是全局性的,投资者无法对“股改”所带来的供给冲击进行合理预期,最有可能接受名义均分对价水平。这样,不管每家公司实际的对价水平是多少,面对“股改”所带来的市场供给冲击风险,非流通股股东都比流通股股东有更大的风险承受能力。所以,如果实际对价水平等于或低于名义均分对价水平,则非流通股股东支付的对价将只能从公司内部层面照顾到非流通股股东的利益,而无法有效地保护流通股股东免受市场供给冲击带来的风险。综上所述,在不同的“股改”对价方案下,上市公司两类股东在“股改”过程中的各种利益分配状况可以归结为表 1。

表 1 上市公司两类股东“股改”利益分配状况一览

状况	对价水平	“股改”结束后的市价	利益分配状况	
			非流通股股东 (vc_1)	流通股股东 (vc_2)
三种对价区间情形	$\frac{\Delta P}{P'} \leq \delta \leq \frac{\Delta P'}{P'} \times \frac{S_1}{S_2}$	$P' \geq \frac{S_1R_1+S_2P}{S}$	$S_1\Delta P' - S'P'$, 获益	$S'P' - S_2\Delta P$, 获益
	$\delta < \frac{\Delta P}{P'} \leq \frac{\Delta P'}{P'} \times \frac{S_1}{S_2}$	$P' \geq \frac{S_1R_1+S_2P}{S}$	$S_1\Delta P' - S'P'$, 获益	$S'P' - S_2\Delta P$, 受损
	$\frac{\Delta P}{P'} \leq \frac{\Delta P'}{P'} \times \frac{S_1}{S_2} < \delta$	$P' \geq \frac{S_1R_1+S_2P}{S}$	$S_1\Delta P' - S'P'$, 受损	$S'P' - S_2\Delta P$, 获益
市场均分模型情形	$\delta_M = \frac{S_1}{SP} \cdot (P-R_1)$	$P' \geq \frac{S_1R_1+S_2P}{S}$	$\left[S_1 - \frac{S_1S_2(P-R_1)}{SP} \right] P' - S_1R_1$, 获益	$\left[S_2 + \frac{S_1S_2(P-R_1)}{SP} \right] P' - S_2P$, 获益
		$P' < \frac{S_1R_1+S_2P}{S}$	$\left[S_1 - \frac{S_1S_2(P-R_1)}{SP} \right] P' - S_1R_1$, 受损	$\left[S_2 + \frac{S_1S_2(P-R_1)}{SP} \right] P' - S_2P$, 受损
名义均分模型情形	$\delta_N = \frac{S_1}{SP} \cdot (P-R_1)$	$P' \geq \frac{SP^2}{SP+S_1(P-R_1)}$	$\left[S_1 - \frac{S_1S_2(P-R_1)}{SP} \right] P' - S_1R_1$, 获益	$\left[S_2 + \frac{S_1S_2(P-R_1)}{SP} \right] P' - S_2P$, 获益
		$\frac{SPP_1}{S_1P+S_2P_1} \leq P' < \frac{SP^2}{SP+S_1(P-R_1)}$	$\left[S_1 - \frac{S_1S_2(P-R_1)}{SP} \right] P' - S_1R_1$, 获益	$\left[S_2 + \frac{S_1S_2(P-R_1)}{SP} \right] P' - S_2P$, 受损
		$P' < \frac{SPP_1}{S_1P+S_2P_1}$	$\left[S_1 - \frac{S_1S_2(P-R_1)}{SP} \right] P' - S_1R_1$, 受损	$\left[S_2 + \frac{S_1S_2(P-R_1)}{SP} \right] P' - S_2P$, 受损

三、股权分置改革中利益分配的经验证据

(一) 样本选择

通常认为流通性 (marketability) 存在价值 (Gelmen,1972; Moroney,1973; Trout,1977 等),

由此可知，流通股价格中因暗含流通性价值而使其价格明显高于非流通股，实践中表现为流通股的市价显著高于公司每股净资产价值，因此，本文用每股净资产衡量“股改”前公司的非流通股价格。如果证券市场中上市公司流通股价格明显低于每股净资产，则表明该上市公司的基本面发生重大变化，且投资者已对该变化作出适时反应（体现在股价变化上）。由于本文主要研究基本面因素未发生重大变化的上市公司“股改”情况，因此，研究中不考虑股价低于每股净资产的公司。此外，考虑到以权证方式对流通股股东进行补偿转变为可比对价的误差可能较大，因此，本文的研究样本不涉及采用权证对流通股股东给予补偿的上市公司（在已经完成“股改”的上市公司中有9家采用权证方式进行补偿）。自2005年4月“股改”开始至2005年12月1日，已经有275家上市公司（已剔除掉“股改”前股价低于每股净资产的上市公司及采用权证方式进行补偿的上市公司）完成“股改”工作，因此，本文拟以完成“股改”的275家上市公司作为研究样本，通过样本公司的“股改”实践来探讨“股改”过程中的利益分配问题，本文所用数据资料均来源于Wind资讯数据库。

（二）关于合理对价区间的经验证据

利用上文模型推导的结论和实施“股改”公司的数据进行实证，结果表明，在完成“股改”的样本公司中，有232家上市公司（占所有样本公司的84.36%）存在合理的对价区间（见表2）。在合理对价区间存在的情况下，又可以分成以下三种情形。

第一种，实际对价水平落在对价区间内，即实际对价水平大于流通股股东的最低对价要求且小于非流通股股东可以接受的最高对价水平，流通股股东和非流通股股东通过“股改”均能获得增量收益，即两类股东在“股改”中实现了“双赢”，这种情形的上市公司数达到155家，占样本公司总数的56.36%。

第二种，实际对价水平小于流通股股东的最低对价要求且小于非流通股股东可接受的最高对价水平，流通股股东在“股改”中利益受损，而非流通股股东通过“股改”获得增量收益，此种情形的上市公司有57家，占样本公司总数的20.73%；

第三种，实际对价水平高于流通股股东的最低对价要求且高于非流通股股东所能接受的最高对价水平，流通股股东在“股改”中获得增量收益，而非流通股股东则在“股改”中利益受损，这种情形的上市公司数较少，仅为20家，占样本总数的7.27%。

同时，利用模型结果测算发现，在实施“股改”的样本公司中，有43家公司的“股改”方案不存在合理的对价区间，根据实际对价水平大小，具体可以分成以下三种情况。

第一种情况，实际对价水平使流通股股东获益而非流通股股东利益受损，这类情况的上市公司数达到10家，占样本公司总数的3.64%。

第二种情况，实际对价水平使非流通股股东获益而流通股股东利益受损，这类情况的上市公司有7家，占样本公司总数的2.55%。

第三种情况，实际对价水平使两类股东利益均受损，这类情况的上市公司共有26家，占样本公司总数的9.45%，表明这些公司“股改”方案虽然经过股东表决获得通过，但市场并不认可。

表2 上市公司“股改”利益分配一览

类型	存在合理对价区间				不存在合理对价区间				合计
	区间内	区间外		小计					
	均获益	流通股获益非流通股受损	非流通股获益流通股受损						
公司数	155	20	57	232	10	7	26	43	275
比重(%)	56.36	7.27	20.73	84.36	3.64	2.55	9.45	15.64	100

数据来源：根据Wind资讯数据库中的原始数据整理而成。

（三）实际对价与市场均分对价水平的经验证据

从上文理论模型推导可知，当采用市场均分对价水平时，两类股东平均分配“股改”带来的实际利益，且风险承受能力相同。但由于“股改”过程中两类股东都无法准确判断“股改”后的股票价格，且在“股改”过程中两类股东的谈判能力存在显著差异，因此，实际对价水平必然与市场均分模型的理论对价水平存在差异，差异的大小决定了“股改”利益在两类股东中的具体分配情况。

我们用市场均分对价与实际对价的比值来衡量两者之间的差异，表 3 列出了该比值的描述性统计结果，市场均分对价与实际对价比值的平均值为 1.36，标准差为 0.80，从总体上来分析，市场均分对价水平要高于实际对价水平，样本均值配对检验结果表明，在 1% 置信水平下，实际对价水平显著低于市场均分对价水平。图 1 更加清晰地刻画出样本公司总体比值的特征及公司间比值的差异，大多数公司的比值都落在平均值±1 个标准差的区间（即 0.56~2.16）内。在 275 家样本公司中，共有 180 家上市公司非流通股股东支付的对价水平低于市场均分模型的对价水平（即比值大于 1），占样本总数的 65.45%。其中仅有 11 家公司非流通股股东由于“股改”后价格大幅下降而价值受损，其余 169 家公司的非流通股股东均获益，占此类样本公司总数的 93.89%，即在“股改”中绝大部分上市公司的非流通股股东实际支付对价水平低于市场均分对价，非流通股股东在“股改”中获得增量收益。

同时，非流通股股东支付的对价水平高于市场均分对价水平（即比值小于 1）的上市公司有 95 家，其中有 80 家上市公司流通股股东获益，占此类样本总数的 84.21%，非流通股股东获益的有 50 家上市公司，流通股与非流通股股东均受损的有 15 家，流通股股东获益而非流通股股东损失的有 30 家。在两类股东均获益的 155 家上市公司中（参见表 2 中的数据），有 105 家上市公司非流通股股东支付的实际对价低于市场均分对价水平，说明在此类样本中，虽然流通股股东由于“股改”而获益，但 67.74% 的上市公司非流通股股东获益高于流通股股东，“股改”的增量收益并未在两类股东间均分。

对于所有样本公司而言，由于大部分上市公司非流通股股东支付的对价水平低于市场均分模型理论对价水平，与流通股股东相比，非流通股股东有更大的风险承受能力，根据模型测算，共有 64 家上市公司非流通股股东获益而流通股股东损失，占样本总数的 23.27%。同样，有 30 家上市公司的非流通股股东实际对价水平高于市场均分模型理论对价水平，非流通股股东承受的市场风险远高于流通股股东，并因此遭受价值损失，但这类公司总数仅占样本总数的 10.9%。此外，在两类股东均受损的 26 家上市公司中，15 家上市公司非流通股股东因对价水平较高导致利益损失超过流通股股东，11 家上市公司流通股股东因非流通股股东支付对价水平较低而导致利益损失超过非流通股股东。

表 3 市场均分对价水平与实际对价水平比值的描述性统计

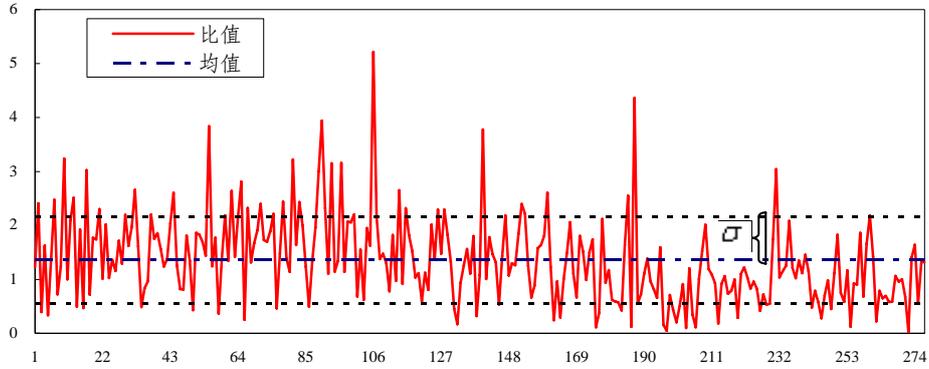
Panel A 比值的描述性统计结果						
	均值	标准差	最大值	最小值	大于 1 的数目	小于 1 的数目
主板公司	1.24	0.76	4.36	0.03	131 (58.22)	94 (41.78)
中小企业板公司	1.89	0.78	5.22	0.47	49 (98)	1 (2)
所有公司	1.36	0.80	5.22	0.03	180 (65.45)	95 (34.55)
Panel B 沪、深公司比值对比的 Wilcoxon 秩和检验结果						
	Z 统计值			$p > Z $		
主板与中小企业板公司比较	-5.655***			0.0001		

注：1.括号内的数字表示比重，数量级为%；2.***表示在 1% 置信水平下显著，下同。

截止 2005 年 11 月 21 日，50 家中小企业板上市公司全部完成“股改”，成为中国证券市场上第一个与国际市场接轨的“全流通板块”，为向创业板过渡奠定了坚实基础，因此，

有必要比较完成“股改”的中小企业板公司对价水平与主板公司的对价水平。Wilcoxon 秩和检验结果显示（见表 3 的第二部分），在 1% 置信水平下，主板类上市公司比值明显低于中小企业板上市公司（主板类上市公司比值的均值为 1.24，中小企业板上市公司比值的均值为 1.89）。由此可见，公司的上市类型（主板上市或中小企业板上市）则显著影响对价水平。

图 1 市场均分对价水平与实际对价水平比值



注： σ 表示比值的标准差，下同。

由上文理论模型推导可知，如果采用市场均分对价水平进行“股改”，则由于实际对价水平较低，不足以保障流通股股东的利益。同时，由于非流通股股东比流通股股东具有更大的市场风险承受能力，一旦市场价格下降幅度较大，流通股股东价值将遭受损失，而非流通股股东依然可能从“股改”中获益。

（四）实际对价与名义均分对价水平的经验证据

如果上市公司采用名义均分对价水平，则两类股东平均分配“股改”带来的名义收益。理论模型推导的结果表明，由于对价水平较低，非流通股股东比流通股股东具有更大的市场风险承受能力。“股改”后的市场反应会使两类股东所持财富发生变化，一旦股票价格下降幅度较大，流通股股东价值将遭受损失，而非流通股股东依然可能从“股改”中获益。因此，当实际对价水平小于等于名义均分对价水平时，非流通股股东支付对价的行为将无法保证流通股股东免受“股改”带来的市场冲击。

我们同样用名义均分对价与实际对价的比值来衡量两者之间的差异，市场均分对价水平与实际对价水平比值的均值为 1.10（见表 4），标准差为 0.58，样本均值配对检验结果表明，在 5% 置信水平下，实际对价水平略微小于名义均分对价水平，两者之间不存在显著性差异，这也就验证本文第二部分模型推导的结论，即流通股股东最有可能接受名义均分对价水平。图 2 清晰地反映了样本公司总体比值的特征及比值在公司间的差异，从总体上来分析，名义均分对价水平略高于实际对价水平，从图中可以发现，绝大部分公司的比值都落在平均值 ± 1 个标准差的区间（即 0.52~1.68）内。在 275 家样本公司中，共有 148 家上市公司非流通股股东支付的对价水平低于名义均分模型的对价水平（即比值大于 1），占样本总数的 53.82%，且非流通股股东均获益，占此类样本公司总数的 100%，即在“股改”中接近半数的上市公司非流通股股东实际支付对价水平低于名义均分对价水平，非流通股股东在“股改”中获得增量收益。流通股股东同时获益的有 93 家，占此类样本公司总数的 62.84%。此外，有 55 家公司非流通股获益而流通股受损，占此类样本公司总数的 37.16%。

此外，非流通股股东支付的对价水平高于名义均分对价水平（即比值小于 1）的上市公司有 127 家，其中有 92 家上市公司流通股股东获益，占此类样本总数的 72.44%。非流通股股东和流通股股东共同获益的上市公司有 9 家，流通股股东与非流通股股东均受损的有 26 家，流通股股东获益而非流通股股东损失的有 30 家。

表 4 名义均分对价水平与实际对价水平比值统计

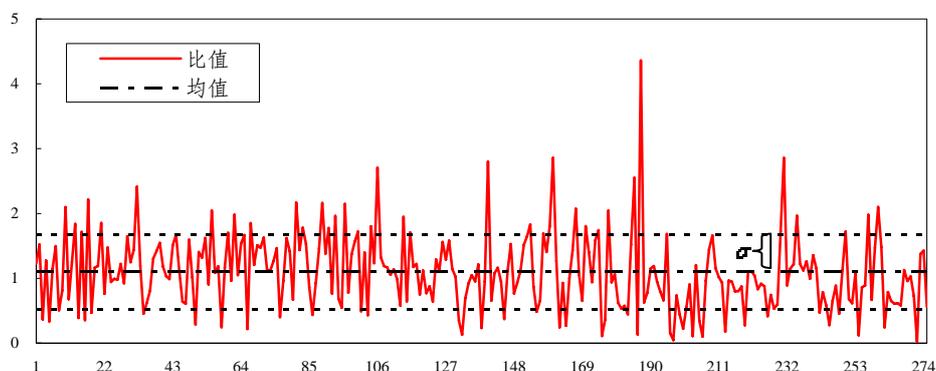
Panel A		比值的描述性统计结果				
	均值	标准差	最大值	最小值	大于 1 的数目	小于 1 的数目
主板公司	1.03	0.58	4.36	0.03	107 (47.56)	118 (52.44)
中小企业板公司	1.42	0.47	2.70	0.35	41 (82)	9 (18)
所有公司	1.10	0.58	4.36	0.03	148 (53.82)	127 (46.18)

Panel B			沪、深公司比值对比的 Wilcoxon 秩和检验结果	
	Z 统计值	$p > Z $		
主板与中小企业板公司比较	-4.876***	0.0001		

注：括号内的数字表示比重，数量级为%。

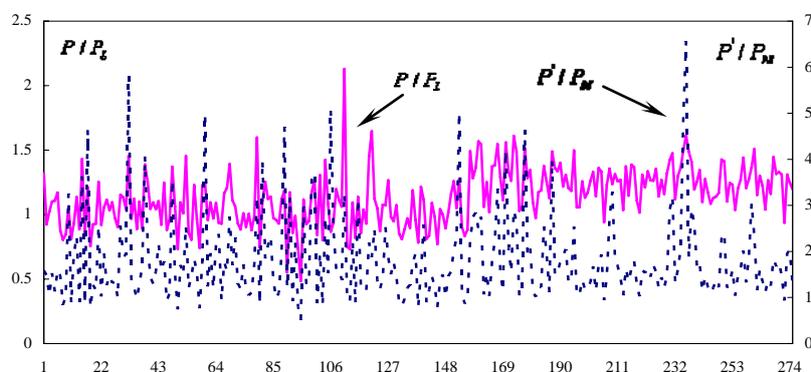
同样，Wilcoxon 秩和检验结果显示（见表 4 的第二部分），在 1% 置信水平下，主板类上市公司的比值明显低于中小企业板上市公司（主板类上市公司比值的均值为 1.03，中小企业板上市公司比值的均值为 1.42），表明公司的上市类型显著影响对价水平。

图 2 名义均分对价水平与实际对价水平比值



在两类股东均获益的 155 家上市公司中，有 93 家上市公司非流通股股东支付的实际对价低于名义均分对价水平，说明在此类样本中，虽然流通股股东由于“股改”而获益，但 60% 的上市公司非流通股股东获益高于流通股股东，“股改”的增量收益并未在两类股东间平均分配。

图 3 “股改”后流通股股东风险价格比值 (P'/P_N) 及非流通股股东风险价格比值 (P'/P_L)



由于实际对价水平低于但接近名义均分模型的对价水平，可以通过考察“股改”后市场的实际价格与名义均分模型下两类股东的风险价格来分析“股改”过程中两类股东的承受风险差异。从图 3 中可以发现，“股改”后公司股票恢复交易当日的收市价格与流通股股东的

风险价格比值（简称流通股股东风险价格比， P'/P_N ）、恢复交易当日的收市价格与非流通股股东的风险价格比值（简称非流通股股东风险价格比， P'/P_L ）存在着较大的差异（Wilcoxon 秩和检验的 Z 统计值为-11.229，表明两者之间在 1%置信水平下存在显著差异），流通股股东风险价格比的均值为 1.14、标准差为 0.22，而非流通股股东的风险价格比均值为 1.79、标准差为 0.93（见表 5），这一方面表明，大部分公司“股改”后的实际股价大于两类股东的风险价格，二级市场对于公司的“股改”方案作出了积极反应，相关方案得到市场认同；另一方面表明，流通股股东所承受的风险价格显著高于非流通股股东的风险价格，这一结果与前文理论推导的结论相同（即公式 14）。以上分析表明，在股东双方接受均分名义改革利益的对价水平时，流通股股东所要求的价格补偿明显高于非流通股股东，表明非流通股股东的市场冲击风险承受能力显著高于流通股股东。

表 5 流通股股东风险价格比与非流通股股东风险价格比的描述性统计

	均值	标准差	最小值	最大值
流通股股东风险价格比	1.14	0.22	0.49	2.13
非流通股股东风险价格比	1.79	0.93	0.53	6.56
Wilcoxon 秩和检验	Z = -11.229***		p > Z = 0.0001	

四、股权分置改革利益分配的影响因素分析

本文第二部分和第三部分分别从理论分析与经验证据两方面研究“股改”过程中两类股东的收益分配状况，即重点研究上市公司非流通股股东向流通股股东支付的对价水平大小，研究表明，市场（或名义）均分对价与实际对价的比值在不同样本公司之间存在显著差异，因此，有必要探求影响实际对价水平大小的内在因素，下文将利用第三部分的研究样本及数据分析实际对价水平的深层次影响因素。

从本文第二部分可知，市场均分模型和名义均分模型推导出来的市场均分对价和名义均分对价分别为 $\delta_M = \frac{S_1}{SP}(P-R_1)$ 和 $\delta_N = \frac{S_1}{SP}(P-R_1)$ ，由此可知，“股改”前的流通股市价与非流通股价格的差额^③（ $P-R_1$ ）及非流通股的比重（ $\frac{S_1}{S}$ ）均影响这两种对价水平，且均与对价水平

正相关，即如果流通性溢价水平越大，表明流通性的价值越大，非流通股股东为了获取流通性而付出的成本或代价应该越高，非流通股股东向流通股股东支付的对价应该越高；如果总股本中的非流通股比重越高，公司在“股改”中面临的任務格外艰巨，为了在既定的时间内顺利地将大量的非流通股转成流通股，非流通股股东应该向流通股股东支付相对较高的对价。因此，流通性溢价水平和非流通股比重是影响实际对价水平两个重要因素。

由于“股改”的过程涉及流通股股东和非流通股股东的利益分配，因此，两类股东之间的力量对比是影响对价水平的另外一个重要因素，如果流通股股东的博弈力量（如谈判能力或对话能力）相对较高，则实际对价就相对较高，流通股股东可以从“股改”中获益；反之，如果非流通股股东的博弈力量相对较高，则实际对价相对较低，非流通股股东在“股改”中受益。同时，上市公司的经营业绩及未来成长能力也会影响非流通股股东支付的对价水平。

“股改”的直接结果就是大量非流通股转为流通股、市场中可以流通的股份额会在一定时间内成倍增加，增加的流通股供给稀释了公司股票的内在可投资价值，造成公司股价的下跌，股价的下跌要求有更高的对价水平（从市场均分对价 $\delta_M = \frac{S_1}{SP}(P-R_1)$ 公式中可知“股改”后的

^③ 由于流通股与非流通股之间的区别仅在于是否具有在公开市场流通的权利，因此，流通股与非流通股之间的价格差额可以视为“流通性溢价”（marketability premium），这也可以视为流通权价格。

股票市价与对价水平成反比)；上市公司的基本面信息决定公司股票的内在投资价值，即上市公司的基本面因素对“股改”对价水平影响较大，因此，对于经营业绩和未来发展前景较好、成长能力较强的公司而言，良好的基本面信息会在股价中得出反映，“股改”对其未来股价的冲击力度较小，非流通股股东向流通股股东支付的对价水平相对较低。

在完成“股改”的上市公司中，有部分公司采用送股与派现相结合的对价支付方式^④，对于上市公司而言，以派现方式支付对价无疑会增加自身的经营压力，除非公司有较强的偿债能力和较为充足的现金流，由此可见，上市公司的偿债能力及现金流状况会影响到对价水平，当公司的偿债能力较高且现金流量较为充足时，上市公司以派现形式支付对价的可能性就越大，这样，将派现统一折算成送股后的实际对价水平就相对较高。另外，“股改”方案中的非流通股转成流通股的份额也是影响实际对价水平的重要因素，如果非流通股转成流通股的份额较大，则“股改”造成的供给冲击对股价的打压力量较大，流通股股东所要求的对价补偿就相对较高。

综上所述，我们对影响实际对价水平的因素作出如下假设：

- H1: 流通性溢价水平和非流通股比重与实际对价水平正相关；**
- H2: 流通股股东的相对博弈力量与实际对价水平正相关；**
- H3: 上市公司的经营业绩及其未来成长能力与实际对价水平负相关；**
- H4: 上市公司的偿债能力及现金流状况与实际对价水平正相关；**
- H5: 非流通股转成流通股的份额与实际对价水平正相关。**

表 6 模型中相关变量的定义

变量类型	变量名称	符号及含义
被解释变量	实际对价水平	<i>Cons</i> ，派现方式的对价统一折算成送股，最终确定实际对价水平。
解释变量	流通性溢价	$MP = (\text{“股改”前流通股价格} - \text{每股净资产}) / \text{每股净资产}$
	非流通股比重	$NSR = \text{非流通股份额} / \text{总股本}$
	流通股股东相对博弈力量	$Par = \text{“股改”中参与表决的流通股份额} / \text{“股改”中参与表决的非流通股份额}$
	经营业绩	$ROE = \text{每股收益} / \text{每股净资产}$
	未来成长能力	$Growth = (\text{当年资产总额} - \text{上一年资产总额}) / \text{上一年资产总额}$
	偿债能力	$AD = \text{负债总额} / \text{资产总额}$
	每股现金流	<i>CFPS</i>
	非流通股转成流通股股份额	<i>NSChange</i>
控制变量	公司规模	$Size = \ln(\text{当年资产总额})$
	行业	<i>Industry</i> ，该变量为虚拟变量，按证监会的行业分类标准，样本公司共涉及 14 个行业，按各行业第一个字的字母排序依次对行业赋值为 0、1、2...13。
	上市类型	<i>Type</i> ，该变量为虚拟变量，如果公司在主板上市，则取值为 0；如果公司在中小企业板上市，则取值为 1。

^④ 在 275 家样本公司中，共有 29 家上市公司选择派现方式支付对价，占样本公司总数的 10.5%。

根据上述假设,我们利用前面的研究样本进行实证检验,将流通性溢价、非流通股比重、流通股股东相对博弈力量、经营业绩、未来成长能力、偿债能力、每股现金流和非流通股转成流通股份额作为影响实际对价水平的解释变量(具体含义参见表6),考虑到不同规模和不同行业上市公司的非流通股比重不同,各自“股改”任务的困难程度也不尽相同,致使实际对价水平存在差异,同时,上文的经验证据表明,中小企业板类上市公司的对价水平显著低于主板类上市公司,因此,此处以公司规模、行业和上市类型作为控制变量。样本公司为本文第三部分中的275家上市公司,除流通性溢价和流通股股东相对博弈力量外(这两个变量根据公司“股改”的过程中披露的数据整理而成),其他变量的数据均根据上市公司2004年年报数据整理而成,相关的数据处理利用SAS6.12完成。

根据假设,设计如下回归模型检验影响实际对价水平的深层次因素:

$$Cons = \alpha_0 + \alpha_1 \times MP + \alpha_2 \times NSR + \alpha_3 \times Par + \alpha_4 \times ROE + \alpha_5 \times Growth + \alpha_6 \times AD + \alpha_7 \times CFPS + \alpha_8 \times NSChange + \alpha_9 \times Size + \alpha_{10} \times Industry + \alpha_{11} \times Type + \varepsilon$$

表7 实际对价水平影响因素检验结果

自变量	预期符号	模型参数	方差膨胀因子(VIF)
<i>Intercept</i>	?	-0.3770*** (-8.516)	0
<i>MP</i>	+	0.0002 (0.13)	1.3423
<i>NSR</i>	+	0.6463*** (19.748)	2.1597
<i>Par</i>	+	0.0138 (0.733)	1.5745
<i>ROE</i>	-	-0.0074 (-0.243)	1.3253
<i>Growth</i>	-	-0.0034 (-0.923)	1.1792
<i>DA</i>	-	-0.0148 (-1.015)	1.3234
<i>CFPS</i>	+	0.0041 (1.582)	1.6138
<i>NSChange</i>	+	1.9448*** (27.474)	1.5152
<i>Size</i>	+	0.0048* (1.705)	1.8321
<i>Industry</i>		0.0014** (2.05)	1.2197
<i>Type</i>	-	-0.0050 (-0.617)	1.9828
<i>N</i>			275
<i>F</i> 值			78.986*** [0.0001]
χ^2			65.1681 [0.8077]
<i>Ad-R</i> ²			0.7579
<i>D.W.</i>			1.913

注:1.圆括号内为T统计值,方括号内为p统计值;2.*表示在10%置信水平下显著,**表示在5%置信水平下显著;3. χ^2 统计值用于检验回归残差的异方差性。

表7为模型的检验结果,我们发现,各变量的系数符号均与预期符号一致,但只有非流通股比重、非流通股转成流通股份额、规模和行业分别在1%、1%、10%和5%置信水平下显著异于0,而流通性溢价、流通股股东相对博弈能力、公司业绩、公司成长性、公司偿债能力、公司现金流及上市类型等变量的系数均不显著,表明非流通股比重、非流通股转成流

通股份额、公司规模和行业是影响上市公司“股改”实际对价水平的重要因素，而流通性溢价、公司业绩、公司成长性和公司偿债能力等因素在上市公司“股改”过程中并未被充分考虑，流通股股东的相对博弈能力较低，未能在“股改”中实际对价水平的确定上起到关键性作用。另外，整个模型在统计上是显著的（F 值在 1% 置信水平下显著），模型的拟合程度也相当高，调整后的 R^2 高达 75.79%，表明所选取的影响因素对实际对价水平的解释能力达到 75.79%。由于是多元线性回归，因此有必要考察解释变量之间的共线性问题，检验结果表明，解释变量之间不存在共线性问题（方差膨胀因子 VIF 均小于 10）。残差检验结果表明，残差序列之间既不存在异方差现象（ χ^2 值不显著）也不存在自相关问题（D.W. 值接近于 2）。因此，整个检验模型的构建非常成功，挖掘出“股改”中实际对价水平的影响因素，这些影响因素在较大程度上解释了实际对价水平。

五、研究结论与相关建议

（一）研究结论

本文通过构建模型推导出合理对价区间、市场均分对价和名义均分对价水平，利用已经完成“股改”的上市公司实证研究两类股东在“股改”中的利益分配状况，并进一步考察影响实际对价水平的深层次因素，我们得到以下几点有意义的结论。

第一，流通股股东所能接受的最小对价与“股改”后的股票市价成反比，非流通股股东所能接受的最大对价水平与公司非流通股比重和“股改”后的股票市价均成正比，而与“股改”前的公司非流通股价格成反比。

第二，市场均分对价水平与非流通股比重及“股改”前的股票市价成正比，与非流通股价格和“股改”结束后的股票市价成反比，而名义均分对价水平与非流通股比重和“股改”前的股票市价成正比，与非流通股价格成反比。

第三，在完成“股改”的公司中，有 4/5 的公司存在合理对价区间，有 56% 的样本公司使两类股东在“股改”中获得增量收益、实现“双赢”，有 20% 公司由于实际对价水平过低而使流通股股东利益受损、非流通股股东获得增量收益。

第四，在完成“股改”的公司中，绝大部分上市公司的非流通股股东实际支付对价水平低于市场均分对价和名义均分对价水平，在流通股股东和非流通股股东均获得增量收益的公司中，由于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。

第五，非流通股比重、非流通股转成流通股份额、公司规模和行业是影响上市公司“股改”实际对价水平的重要因素，而流通性溢价、公司业绩、公司成长性和公司偿债能力等因素在上市公司“股改”过程中并未被充分考虑，流通股股东的相对博弈能力较低，未能在实际对价水平的确定上起到关键性作用。

（二）相关建议

“股改”的终极目标是通过优化上市公司的股权结构和内部治理结构，切实保障上市公司中小流通股股东（投资者）的相关权益，促进上市公司整体经营能力的提高，提高投资者的投资收益，因此，对于下一阶段其他拟“股改”的公司而言，“股改”方案应进一步突出公司未来成长能力的重要性，使“股改”方案与公司的发展前景更好地结合起来，最终实现上市公司成长性的增强和经营业绩的提高。同时，“股改”方案还应充分考虑股票“流通性溢价”的问题，在具体的对价水平中体现出“流通性溢价”，切实保障流通股股东的实际利益。另外，上市公司应进一步增加流通股股东在“股改”中的话语权、提高流通股股东的“讨价还价”能力，使“股改”方案更能有效地实现“股改”增量收益在两类股东之间的均衡分配，从而保证主板公司的“股改”工作在较短的时间内顺利完成。

参考文献

- [1] 白云霞、吴联生、徐信忠,2004:《资产收购与控制权转移对经营业绩的影响》,《经济研究》第12期。
- [2] 陈蛇、陈朝龙,2005:《股权分置改革的表决机制为何引发市场异常波动》,《财经科学》2005年第4期。
- [3] 何涛、陈晓,2002:《现金股利能否提高企业的市场价值》,《金融研究》第8期。
- [4] 李康、杨兴君、杨熊,2003:《配股与增发的相关者利益分析和政策研究》,《经济研究》第3期。
- [5] 李康:《用什么来衡量股改对价》,《文汇报》2005年8月29日第15版。
- [6] 唐国正,2005a:《股权二元结构对我国上市公司分配方式的影响》,《金融研究》第5期。
- [7] 唐国正,2005b:《上市公司国有控股协议转让的效率》,《金融学(季刊)》第1期。
- [8] 唐国正、熊德华、巫和懋,2005c:《股权分置改革中的投资者保护与投资者理性》,《金融研究》第9期。
- [9] 许超声:《沪深股市迎来“红色星期一”》,《新民晚报》2005年5月31日第35版。
- [10] 徐晓东、陈小悦,2003:《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》,《经济研究》第2期。
- [11] 原红旗,2003:《上市公司配股的长期业绩》,《中国会计与财务研究》第5卷第3期。
- [12] 原红旗,2004:《大股东配股行为及经济后果》,《中国会计与财务研究》第6卷第2期。
- [13] Gelman, Milton, 1972, “An Economist Financial Analyst’s Approach to Valuing Stock of a Closely Held Company”, *Journal of Taxation*, June, 353-354.
- [14] Moroney, Robert E., 1973, “Most Courts Overvalue Closely Held Stocks”, *Taxes*, March, 144-154.
- [15] Trout, Robert R., 1977, “Estimation of the Discount Associated with the Transfer of Restricted Securities”, *Taxes*, June, 381-384.