

关于股权分置改革对公众投资者利益影响的分析*

廖旗平

(广东农工商职业技术学院,广东 广州 510507)

[摘要]以45家试点公司和中小板上市公司为例分析了股改对公众投资者利益的影响,结果发现,股改改变了公司股权结构,第一大股东持股比率明显下降,第二股东对第一大股东制约力强了;现有公众投资者股权价值也得到了提高,但公司业绩没有发生明显上升,股改能增加价值还有待验证。

[关键词]股权分置改革;公众投资者;股权结构

[中图分类号]F121.26 [文献标识码]A [文章编号]1672-0598(2007)01-050-04

一、问题的提出

我国股改分置改革经历了试点到正式宣布改革两个阶段。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》标志着中国证券市场股权分置改革迈入试点阶段,到2005年8月23日,中国证监会等五部委联合发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》标志着股权分置改革(以下简称股改)正式全面推开,直到目前为止,股改分置改革已进入攻坚阶段,实施股改的上市公司市值已占总市值的90%以上,股改对股市产生了什么样的影响,公众投资者利益得到了保护吗?对这些问题解决有利于进一步推进股改,保证股改沿着保护投资者利益的正确轨道行驶。

保护投资者利益特别是保护公众投资者利益是本次股改的基本准则。为了达到保护投资者利益的要求,上述规定明确要求上市公司股权分置改革遵循公开、公平、公正的原则,由A股市场相关股东在平等协商、诚信互谅、自主决策的基础上进行,其内容主要包括以下几个方面:第一,股改方案的提出。公司股权分置改革方案,原则上应当由全体非流通股股东一致同意提出;未能达成一致意见的,也可以由单独或者合并持有公司三分之二以上

非流通股份的股东提出。第二,股改公司股东会议的表决规定。相关股东会议投票表决改革方案,须经参加表决的股东所持表决权的三分之二以上通过,并经参加表决的流通股股东所持表决权的三分之二以上通过。流通股股东与非流通股股东相互博弈维护自身权益,就是这一点来体现的,所以这是本次股权分置改革的精髓所在;第三,非流通股分步流通的规定。改革后公司原非流通股股份的出售,应当遵守下列规定:自改革方案实施之日起,在十二个月内不得上市交易或者转让;持有上市公司股份总数百分之五以上的原非流通股股东,在前项规定期满后,通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份,出售数量占该公司股份总数的比例在十二个月内不得超过百分之五,在二十四个月内不得超过百分之十。这一规定被称为“一禁两限”,旨在缓冲非流通股的流通对市场在短时间内的冲击,以降低市场在短时期内发生巨幅波动的可能性。

可以说这些法律和法规为股权分置改革提供了法律保障,也为保护公众投资者利益提供了法律基础,但是,本次股改是否达到了实现制度所规定保护公众投资者利益的要求呢?本文从实证的角度来分析股改对公众投资者利益的影响程度。

* [收稿日期]2006-12-19

[作者简介]廖旗平(1971-),男,江西新余人,广东农工商职业技术学院,副教授,中山大学企业管理博士,中国技术经济研究会高级会员,研究方向:金融投资。

二、股权分置改革对公众投资者利益的影响

(一) 样本选择和数据来源

本文选择第一、二批实施股改试点的共 45 家上市公司和股改前 50 家中小板上市公司作为样本分析股权分置改革对股权结构的影响。从 45 家上市公司的第一大股东持股结构看(见表 1),样本与中国上市公司总体结构基本相似,具有较好的代表性。

表 1:样本公司与上市公司总体第一大股东持股比率结构对比

第一大股东持股比率	2001 年上市公司家数占比 ^①	上市公司家数
占比 25% 以下	15.43%	11%
25% - 50%	43.62%	44%
50% 以上	40.94%	44%

资料来源:①转引自谭劲松:《独立董事与公司治理:基于我国上市公司的研究》,北京:中国财政经济出版社,2003 年 12 月,第 156 页。

所有数据来源于 2004 年版中国国泰安股票数据库 CSMAR 和证券之星网站数据库,分析软件采用 EXCEL 和专业统计分析软件 SPSS11.0。

(二) 股权分置改革对股权结构的影响

本次股权分置改革中非流通股股东对公众投资者支付对价的方式大部分是采用送股,因此股权分置改革对公司股权结构的影响较大。公众投资者在公司中持股比率的变化一方面会影响到公众投资者在公司治理中的地位和参与公司管理权利的变化,另一方面会引起公司未来业绩的变化进而导致投资者投资收益的变化。正是因为股权结构在公司治理中的重要作用,本次股权分置改革对股权结构的影响在保护投资者利益中也是关键的。

公司股权结构包括持股比率和持股者素质两方面,但由于股权分置改革只涉及持股比率的变化,故本文只分析股权分置改革对公司投资者持股比率的影响。由于持股比率主要涉及股权集中度和股权制衡两方面问题,股权分置改革对持股比率的影响也主要包括对公司股权集中度和股权制衡两方面的影响。由于大部分非流通股股东为控股股东,流通股股东为中小股东,总的来说,采用送股形式进行股权分置改革会导致公司非流通股股东持股比率下降,流通股股东持股比率会增加,有利于降低公司股权集中度,改善公司治理结构。

首先比较股改前后流通股股东持股比率。从 45 家参与股改试点公司情况看,流通股股东在股改前持股比率平均为 31.86%,股改后平均持股比率为 41.77%,比股改前平均持股比率增加了 9.91%,其中流通股股东持股比率达到 50% 以上的上市公司由 4 家增加到 10 家,流通股股东持股比

率在 30% 至 50% 之间的上市公司由 16 家增加到 31 家,而流通股股东持股比率在 30% 以下的上市公司由 25 家减少到 4 家;从中小板上市公司股改情况看,流通股股东在股改前持股比率平均为 30.64%,股改后平均持股比率为 42.28%,比股改前平均持股比率增加了 11.64%,其中流通股股东持股比率达到 50% 以上的上市公司由 0 增加到 10 家,流通股股东持股比率在 30% 至 50% 之间的上市公司由 25 家增加到 40 家,而流通股股东持股比率在 30% 以下的上市公司由 25 家减少到 0,这说明股改后公众投资者在公司中地位明显增强了,参与投票和公司管理的权力增加了,有利于公司治理结构的改善。如果与股改前历年公众投资者在上市公司实际投资占比看,1992 - 2004 年流通股股东实际投资占比平均为 47.16%,而股改后流通股股东持股占比接近于其实际投资占比,说明本次股改一定程度上保护了流通股股东的利益。

其次,比较股改前后大股东持股比率的变化。从第一大股东持股比率变化看,股改前 45 家试点上市公司第一大股东持股比率平均为 47.16%,股改后 45 家试点上市公司第一大股东持股比率平均为 40.55%,比股改前平均下降了 6.61%,其中第一大股东持股比率在 50% 以上的上市公司由股改前的 20 家降为 14 家,第一大股东持股比率在 25% 至 50% 之间的上市公司由股改前的 20 家增加到 23 家,第一大股东持股比率在 25% 以下的上市公司由股改前的 5 家增加到 8 家;股改前上市公司第一大股东持股比率平均为 36%,股改后中小板上市公司第一大股东持股比率平均为 30.2%,比股改前平均下降了 5.8%,其中第一大股东持股比率在 50% 以上的上市公司由股改前的 8 家降为 3 家,第一大股东持股比率在 25% 至 50% 之间的上市公司由股改前的 28 家增加到 30 家,第一大股东持股比率在 25% 以下的上市公司由股改前的 14 家增加到 17 家;所以从样本数据看,很显然第一大股东绝对控股的上市公司比例明显下降,第一大股东相对控股的上市公司比例明显增加,制约我国上市公司发展的一股独大的股权结构有所改善。

从第二大股东持股比率的变化看,股改前 45 家上市公司第二大股东持股比率平均为 8.84%,股改后 45 家上市公司第二大股东持股比率平均为 7.21%,比股改前平均下降了 1.63%,其中第二大股东持股比率在 25% 至 50% 之间的上市公司由股改前的 18 家减少到 13 家,第二大股东持股比率在 25% 以下的上市公司由股改前的 26 家增加到 31 家;股改前中小板上市公司第二大股东持股比率平均为 13.88%,股改后中小板上市公司第二大股东

持股比率平均为 11.61%,比股改前平均下降了 2.27%,其中第二股东持股比率在 25%至 50%之间的上市公司由股改前的 4 家减少到 2 家,第二股东持股比率在 25%以下的上市公司由股改前的 46 家增加到 48 家。所以总的来看,很显然第二大股东相对控股的上市公司比例明显下降,第二大股东分散持股的上市公司比例明显增加。

从上市公司第一、二股东持股差异看,45 家试点公司股改前第一二股东持股比率平均相差为 38.32%,股改后两者持股比率平均相差为 33.34%,比股改前持股比率差减少了 4.99%,经过配对样本检验发现,在 95%置信度下股改前后第一二股东持股差异发生了变化;中小板上市公司股改前第一二股东持股比率平均相差为 22.52%,股改后两者持股比率平均相差为 18.94%,比股改前持股比率差减少了 3.58%,经过配对样本检验发现(t 值为 7.613,p 值为 0.000),在 95%的置信度下股改前后上市公司第一、二股东持股比率差存在显著的差异;这充分说明股改后我国上市公司第二大股东对第一大股东的制衡力量增加了。

股改后我国上市公司股权结构与国际比较。从表 2 可以看出,与发达国家上市公司相比,股改后第一大股东持股比率在 50%以上的中国上市公司比例为 31%,次于德国的 73.2%,但远高于日本的 4.7%和英国的 3.6%,股改后第一大股东持股比率在 25%至 50%之间的中国上市公司比例为 51%,远高于德国的 16.7%、日本的 12.9%和英国的 13.0%,这说明股改后中国上市公司第一大股东持股结构属于介于绝对控股型和分散持股型之间的一种相对控股型状态。

表 2:股改后我国上市公司第一大股东持股结构与国际比较

第一大股东持股比率	占上市公司总数的比例(%)			
	德国 ^①	日本 ^②	英国 ^③	中国 ^④
25%以下	10.1	82.4	83.4	18
25% - 50%	16.7	12.9	13.0	51
50%以上	73.2	4.7	3.6	31

资料来源:①②③转引自谢百三:《证券市场的国际比较》,北京:清华大学出版社,2003 年 9 月,第 67 页;④为股改后第一、二批试点上市公司数据。

从表 3 可以看出,股改后中国上市公司第一、二大股东持股比率差平均为 33.3%,高于西班牙的 25%和英国的 3%,但低于奥地利、德国、比利时和意大利的水平,说明了股改后中国上市公司第一、二大股东持股比率差异仍然较大,第二大股东还难以充分发挥制衡第一大股东作用,但比股改前有所改善,从国际比较看,第二大股东对第一大股东的制衡作用高于奥地利、德国、比利时和意大利

等国的水平,但低于英国和西班牙的水平。

表 3 股改后我国上市公司第一、二股东持股比率与国际比较

持股比率	奥地利	西班牙	英国	德国	比利时	意大利	中国
第一大股东持股比率	52%	34%	10%	48%	51%	48%	40.5%
第二大股东持股比率	8%	9%	7%	3%	3%	8%	7.2%
两者之差	44%	25%	3%	45%	48%	40%	33.3%

资料来源:外国数据转引自谢百三:《证券市场的国际比较》,北京:清华大学出版社,2003 年 9 月,第 66 页;中国数据为股改后第一、二批试点上市公司数据。

(三) 股权分置改革对公众投资者股权价值的影响

股权分置改革要能顺利进行,对公众投资者利益的保护至关重要。在股权分置改革中既要保证公众投资者既有的利益不变,还要让公众投资者分享股权分置改革所带来的价值增值,也就是说,如果能保证公众投资者的利益增加,股权分置改革就能得到公众投资者的支持,并能够顺利推行取得成功。股权分置改革对公众投资者利益的保护最主要体现在公众投资者现在所享有的股权价值上。对于公众投资者来说,如果在股改前的股权价值大于股改后的股权价值加上非流通股股东支付的对价,则说明公众投资者从股权分置改革中获益了,反之,则说明公众投资者从股权分置改革中受损了。

从股价的变化来看,45 家试点上市公司股改后 30 个交易日平均股价比股改前 30 个交易日平均股价平均下跌 10.38%,其中下跌 30%以上的有 4 家,下跌 30%以内的有 34 家,股价上涨的有 7 家;中小板上市公司股改后 30 个交易日平均股价比股改前 30 个交易日平均股价平均下跌 20.79%,其中下跌 30%以上的有 7 家,下跌 30%以内的有 41 家,股价上涨的有 2 家;造成股价下跌的主要原因是大部分公司采取送股的方式支付对价,股改后必然会引起股价事实上的“除权效应”。从与流通股股东获得的对价率对比看,45 家试点公司的平均对价率为 35.43%,中小板上市公司的平均对价率为 33.95%,股改后股价下跌幅度小于流通股股东获得的对价。

从公众投资者股改前后投资价值的变化看,45 家试点上市公司公众投资者在股改前后平均投资价值变化率为 27.21%,也就是说公众投资者在股改后获得的利益比股改前获得的利益要高出 27.21%,其中有 2 家公司公众投资者在股改后获益减少,29 家公司公众投资者在股改后获益增幅在 30%以内,7 家公司公众投资者在股改后获益增幅在 30%至 50%之间,7 家公司公众投资者在股改后获益增幅在 50%以上。中小板上市公司公众投

投资者在股改前后平均投资价值变化率为 10.47%，也就是说公众投资者在股改后获得的利益比股改前获得的利益要高出 10.47%，其中有 16 家公司公众投资者在股改后获益减少，29 家公司公众投资者在股改后获益增幅在 30% 以内，3 家公司公众投资者在股改后获益增幅在 30% 至 50% 之间，2 家公司公众投资者在股改后获益增幅在 50% 以上。因而公众投资者在股权价值上的利益在股改中得到了较好的保障。

(四) 股权分置改革对公司业绩的影响

从股改前后公司业绩比较看，45 家试点上市公司股改后平均每股收益为 0.41 元，比股改前平均每股收益 0.49 元，下降了 0.08 元，其中股改后每股收益在 0.8 元以上的公司有 3 家，小于股改前的 5 家，股改后每股收益在 0.2 元与 0.5 元之间的公司有 26 家，大于股改前的 24 家。经过配对样本均值检验，显示股改前后 45 家上市公司平均每股收益有显著差异。中小板上市公司股改后平均每股收益为 0.38 元，比股改前平均每股收益 0.48 元，下降了 0.09 元，其中股改后每股收益在 0.8 元以上的公司有 3 家，和股改前的 3 家持平，股改后每股收益在 0.5 元与 0.8 元之间的公司有 5 家，小于股改前的 13 家，股改后每股收益在 0.2 元与 0.5 元之间的公司有 34 家，大于股改前的 33 家，经过配对样本均值检验(t 值为 3.41, p 值为 0.001)，显示股改前后中小板上市公司平均每股收益有显著差异。所以，从总体上看股改后上市公司每股收益有所下降。

从净资产收益率指标看，45 家试点上市公司股改后平均净资产收益率为 12.33%，比股改前平均净资产收益率 12.16%，增加了 0.17%，其中股改后净资产收益率在 5% 以下的公司有 4 家，大于股改前的 2 家，股改后净资产收益率在 10% 与 15% 之间的公司有 9 家，小于股改前的 15 家，股改后净资产收益率在 15% 以上的公司有 15 家，大于股改前的 11 家。经过配对样本均值检验，显示股改前后 45 家上市公司平均净资产收益率没有显著

差异；中小板上市公司股改后平均净资产收益率为 10.04%，比股改前平均净资产收益率 12.32%，减少了 2.28%，其中股改后净资产收益率在 5% 以下的公司有 5 家，大于股改前的 4 家，股改后净资产收益率在 15% 与 10% 之间的公司有 27 家，大于股改前的 22 家，股改后净资产收益率在 15% 以上的公司有 5 家，小于股改前的 12 家。经过配对样本均值检验(t 值为 -2.249, p 值为 0.029)，在 95% 的置信度下显示股改前后中小板上市公司平均净资产收益率有显著差异。所以从总体上看，股改后上市公司净资产收益率有一定程度下降。

三、总结

第一、本次股权分置改革对上市公司的股权结构产生了重要影响，有利于保护公众投资者利益。公众投资者在上市公司中持股比率明显增加，第一大股东持股比率明显减少，第二大股东对第一大股东的制约力量得到了加强。

第二、本次股权分置改革对公众投资者的股权价值产生了较大的影响。虽然股权分置改革后，股价下跌了，但由于非流通股股东支付了对价，公众投资者获得到的价值明显超过了股改前所持有的价值，说明股改保护了现有公众投资者的利益。

第三、本次股权分置改革对上市公司的经营业绩产生了一些影响，股改后上市公司的每股收益和净资产收益率有一定程度下降，所以股权分置改革对上市公司的经营业绩产生了一些影响，但由于时间较短此结论还有待进一步验证。

总而言之，股改确实改变了投资者利益的分配，但股改能增加价值还未得到证实。

[参考文献]

- [1] 谢百三. 证券市场国际比较[M]. 北京: 清华大学出版社, 2003.
- [2] 谭劲松. 独立董事与公司治理: 基于我国上市公司的研究[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2003.
- [3] 迈克尔. J. 塞勒. 金融研究方法论大全必备[M]. 北京: 清华大学出版社, 2005.

(责任编辑: 朱德东)

Analysis of the influence of shareholder structure reform on the interests of mass investors

LIAO Qi - ping

(Guangdong Polytechnic College of Agriculture and Industry and Commerce, Guangdong Guangzhou 510507, China)

Abstract: This paper analyzes the influence of shareholder structure reform on the interests of mass investors by taking 45 experimental companies and listed companies on medium - sized and small panel as examples. The results indicate that the shareholder structure reform changed shareholder structure of the companies, that the biggest shareholder obviously reduced shareholding proportion, that the second - level shareholder has stronger restriction on the biggest shareholder, the share - holding value of present investors is raised, and that, however, the performance of the listed companies is not obviously changed. Whether the shareholder structure reform can increase value of shares needs to be tested.

Keywords: shareholder structure reform; mass investor; shareholder structure