

股权分置改革 与中国资本市场

Split-Share Structure Reform
and
China's Capital Market

廖理 等著



商务印书馆
The Commercial Press

股权分置改革 与中国资本市场

Split-Share Structure Reform
and
China's Capital Market

廖理 等著



商务印书馆
The Commercial Press

2012年·北京

图书在版编目(CIP)数据

股权分置改革与中国资本市场/廖理等著. —北京:
商务印书馆, 2012

ISBN 978-7-100-09351-4

I. ①股… II. ①廖… III. ①上市公司—股份
制—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 177779 号

所有权利保留。

未经许可,不得以任何方式使用。

股权分置改革与中国资本市场

廖理 等 著

商 务 印 书 馆 出 版

(北京王府井大街36号 邮政编码 100710)

商 务 印 书 馆 发 行

北京瑞古冠中印刷厂印刷

ISBN 978-7-100-09351-4

2012年11月第1版

开本 880 × 1230 1/32

2012年11月北京第1次印刷

印张 7 1/4 插页 1

定价: 38.00 元

序 言

股权分置是中国资本市场发展中特有的制度问题。自中国资本市场创立以来,上市公司的股权分置问题就一直存在。中国资本市场制度的原始设计希望达到双重目标,既要为国企脱困和发展募集资金,又不能失去上市公司的国有控股地位。由此,出现了中国股市独特的双轨制,即流通股与非流通股并存,发行流通股的目的在于融资以发展社会主义市场经济,发行非流通股的目的在于维护社会主义公有制性质。股权分置这一选择性制度安排,有着深刻的历史根源,与当时的政治、经济以及意识形态密切相关。

然而,随着我国经济体制改革的深入和资本市场的发展,股权分置逐步成为制约我国资本市场发展的制度缺陷。股权分置带来的非流通股股东和流通股股东之间的利益关系扭曲,使资本市场应有的资源优化配置功能无从发挥。股权分置下“一股独大”和“非流通股股东和流通股股东利益冲突”则被认为是上市公司治理低下、企业绩效降低的根本原因。在这样的背景下,国务院决定在2005年4月启动股权分置改革。股权分置问题的逐步解决,将有利于资本市场的定价环境,改变原非流通股股东的利益机制,推动我国资本市场在后股权分置时代的健康稳定发展。

面对一场如此重要的改革,深入理解它对我国上市公司微观层面以及资本市场宏观层面的影响,显然具有理论和实践的重要

意义。在公司层面上,我们分析了股改对上市公司治理的直接影响、机构投资者在股改中的积极行为以及家族控制的上市公司在股改前后的行为变化。在资本市场层面上,我们分析了股改的市场反应特别是公司治理改善的效应以及市场扩容预期的效应;进一步,对于市场扩容的预期,我们从限售股的解禁期与市场反应的角度进行了研究。

股权分置改革对中国资本市场发展与中国经济改革的影响可能再过很多年才能看得更为清楚。但股改为我们研究中国的上市公司治理和资本市场发展提供了一个难得的机会和视角,使我们在深刻理解中国公司治理和资本市场的同时,丰富和完善了公司金融理论和资本市场理论。比如我们从股改的制度背景出发,对国内外关于限售股的研究成果进行了全面的回顾和分析,指出中国的限售股与国外有相同之处但又具有自身独特的背景和作用机制。中国上市公司在股改中形成的限售股是大股东支付对价之后的非流通股形成的,其与国外的限售股类似之处在于限售股解禁以后,随着股票供给的增加,价格会随之下跌。与此同时,中国非流通股与国外限售股的不同之处在于非流通股进入流通兼具公司治理的正面效应和扩容的负面效应,这些都是对公司金融理论的贡献。

股权分置改革虽然已经初步完成,但是它对未来中国的公司金融和资本市场的影响是深远的。比如随着限售股的逐步解禁进入流通,上市公司的股权结构会趋于更加分散,这自然会对公司治理带来新的挑战和要求。同时,由于股权更加分散,使得公司控制权的争夺会更加激烈,由此会对资本市场的行为和监管带来新的任务,所有这些都值得我们对后股权时代的公司上市和资本市场

进行持续的关注。

本书是国家社科基金“股权分置改革对我国资本市场和公司治理的影响研究”几年以来研究的总结。项目组成员为金李、酆金梁、沈红波、张学勇、张伟强、石美娟、苏丹萍。本书的大部分内容都已经在学术刊物上发表,这里作为一个成果的整合奉献给大家。书稿在出版的过程中,得到了商务印书馆的大力支持,这里深表感谢。

我希望《股权分置改革与中国资本市场》的出版,对中国公司金融和资本市场的研究,起到积极的影响。

廖理

2012年2月

目 录

第一章 绪论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 研究思路	4
第三节 研究的主要创新与重点难点	8
第二章 制度背景与股权分置改革的具体实践	11
第一节 股权分置的根源与改革背景	11
第二节 我国上市公司股权分置带来的问题	14
第三节 股权分置改革的指导思想与历史演进	19
第三章 股权分置改革与上市公司治理研究	25
第一节 理论分析与研究假设	26
第二节 股权分置改革与上市公司治理水平	32
第三节 股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理	44
第四章 股权分置改革与机构投资者的积极行为	69
第一节 理论分析与研究假设	70
第二节 研究设计	74
第三节 实证结果及分析	81
第五章 股权分置改革、控制权价值与利益侵占	94
第一节 理论分析与研究假设	95
第二节 研究设计	97

第三节 股权分置改革与控制权价值	101
第四节 股权分置改革、控制权价值与利益侵占	104
第六章 股权分置改革的市场效应	114
第一节 理论模型分析	115
第二节 股改的市场效应与股票需求价格弹性	121
第三节 股改方案公告的实惠效应与未来效应	141
第七章 股权分置改革与限售股解禁的信息含量	163
第一节 股改限售协议与限售解禁的制度背景	164
第二节 理论分析与研究假设	166
第三节 限售股解禁的市场冲击和异常交易量	169
第四节 限售股解禁的信息含量	178
第八章 研究发现和政策建议	190
第一节 主要研究发现	190
第二节 政策建议	195
参考文献	203
附录:国家社科基金项目的主要阶段性成果	217

第一章 绪论

第一节 问题的提出

一、问题的提出

20 世纪 90 年代初之后,由于对国有股流通问题总体上采取搁置办法,上市公司股份被分为流通股和非流通股。这种股权分置的状态,导致了非流通股股东和流通股股东之间利益关系的扭曲,使资本市场应有的资源优化配置功能无从发挥。而且,股权分置导致的“一股独大”和“非流通股股东和流通股股东利益冲突”被认为是公司治理水平低下、企业绩效降低的根本原因(吴晓求,2004;2005)。

对于股权分置的危害,政府、学术界和市场逐渐取得共识,社会各界对股改的呼声日益强烈。2005 年 4 月 29 日,中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,由此正式拉开了股权分置改革的序幕。截至 2006 年 12 月 31 日,已经有 1124 家公司完成股改,我国的股权分置改革基本完成,长期阻碍我

国资本市场发展的根本问题得到解决,这必将对我国资本市场健康、规范发展产生长期的、深远的影响。

随着股权分置问题的解决,企业价值将逐步与市值统一,原非流通股股东与流通股股东也将从利益对立转为利益趋同,大股东提高上市公司质量、谋求长期发展,可以和公众股股东一样通过股价上涨获得更多合法的股权收益。与此同时,随着股改限售期的结束,解禁的限售股逐步上市交易,资本市场迎来大扩容时代,这也被认为是导致 A 股市场 2007 年之后崩塌的重要因素之一。限售股解禁减持对市场的负面效应来源于两个方面:流通股供应增加导致的价格压力和非对称信息披露引起的价格发现;大股东减持改变了上市公司的股权控制结构,并可能进而影响公司业绩和价值。

面对一场如此重要的改革,我们需要从理论和实证的角度分析其对公司治理的影响和对资本市场的冲击。本书希望建立适合中国国情的资本市场和公司金融微观理论模型,并在此基础上系统研究股权分置改革对公司治理和大股东行为的影响、机构投资者的作用、控制权市场的影响、股改的市场效应以及限售股解禁的信息含量,揭示大股东的行为动因及其对市场的影响,为公司金融的理论和实践提供借鉴。

二、研究意义

在股权分置改革基本完成的今天,一个值得探讨的问题是,股权分置改革的效应究竟如何以及它对上市公司和资本市场究竟有何影响。如果我们的实证研究发现,股权分置改革后,上市

公司的利益机制发生根本性变革,上市公司质量大大提高,具体表现在公司治理指数明显提升、市场反应显著为正、控制权市场更加有效等,那么不仅能为股权分置改革的正面效应提供实证证据,也对其他发展中国家的企业改革有着较大的借鉴意义。研究成果对公司财务理论、对实务界、对证券监管部门的价值体现在以下方面。

理论意义:制度对企业行为有着重要的影响。自 LLSV (1997) 以来,制度与公司金融便成为国内外研究的重点。从学术价值的角度,国际上对制度、投资者保护与公司治理已经有了较多的研究成果,而我国属于新兴市场,股权分置改革这一制度的变迁所带来的企业微观行为的变化,属于国际前沿研究课题,有着较强的学术价值。具体而言,西方公司金融理论对公司治理和大股东控制已有较成熟的分析,但我国的法律与制度背景与西方发达国家存在很大差异,如大股东控制、同股不同权、法律保护较差等。在中国股权分置改革的制度变迁特殊背景下,本书将中国特殊的国情融入传统的公司财务理论,从而创建出符合中国国情的理论框架。我们发现,在股权分置的背景下,大股东有激励去掏空上市公司,而在全流通后,大股东的利益机制发生变化,将会减少渠道行为 (Tunneling), 增加企业价值。其次,全流通与国外限售股的不同之处在于全流通兼具公司治理的正面效应和扩容的负面效应。对于股权分置改革的市场反应,本书将会建立股票供给和需求模型,分析在扩容压力以及公司治理改善两个冲击下,流通股股东的超额收益将会如何变化。

实务意义:本书力图建立适合我国特殊经济情况的股权分置改革效应模型,并从市场反应和公司长期表现的角度出发研究股

改的作用及其与公司价值的关系。揭示这样的信息对投资者、上市公司都有重要的实务意义。本书的研究可以使投资者理解股权分置改革对公司治理、企业业绩的影响,并利用这些信息来分析微观主体的行为动机和博弈,进行投资决策,降低投资风险。上市公司则可通过市场对股权分置改革的反馈,优化融资方法和渠道,改善公司治理结构,提升上市公司业绩,为公司下一步的经营决策提供信息。

政策意义:从政策的角度,股权分置改革虽然已经完成,但是在全流通时代,我们需要制定符合监管层、上市公司、个人投资者、机构投资者和金融服务机构的金融政策,政策既要保持公平性,也要促进资本市场的繁荣,这需要深入了解微观主体的动机、行为及其经济后果。通过建立符合中国国情的理论框架并在这样的理论引导下对股权分置改革与大股东行为、公司治理整体水平、市场反应、企业业绩的实证分析,我们可以知道大股东在股权分置改革前后的作用机制如何,股改后企业业绩得到多大程度的提升,股权分置改革向市场传递了什么信息以及限售股的解禁给市场带来多大的冲击。所以本书的研究可以为制定符合国情的全流通时代的上市公司监管政策提供借鉴。

第二节 研究思路

股权分置改革作为近几年中国资本市场上的一件大事,给中国资本市场和上市公司都带来重大的影响。本书在对现有文献进行系统回顾和整理的基础上,结合中国的特殊历史背景,多角度分

析了股权分置改革对公司治理和企业绩效的影响。研究内容分为五个方面:股改与公司治理、股改与市场反应、股改与限售股解禁、股改与机构投资者以及股改与控制权市场。

1. 股权分置改革对公司治理的影响

股权分置改革使得原非流通股股东与流通股股东从利益对立转为利益趋同。本书首先研究股权分置改革是否提高了上市公司治理水平。我们采用主成份分析法构建了包括控股股东、董事会、经理层、信息披露四个维度的公司治理指数(CGI),并研究股权分置改革对公司治理指数的影响。进一步,我们分析公司治理的不同组成部分以及不同类型的公司股改前后治理水平变化有何差异。最后,我们还分析股改进度与公司治理改善的关系,比较已经完成股改的公司和尚未股改的公司在公司治理改善上的差异,以进一步控制样本的自选择问题,验证股改提升公司治理这一结论。此外,我们还研究了股权分置改革与单项公司治理指标(自愿信息披露)的关系,分析股改是否提高了上市公司信息披露质量。

2. 股权分置改革与机构投资者行为

(1)机构投资者在股权分置改革中的积极行为。通过访谈、问卷调查的研究方法,本部分了解证券公司、基金公司、保险公司等机构投资者在每个股改阶段的具体参与形式、参与程度。具体而言:在动议阶段,主要研究上市公司是否与机构投资者进行协商。在协商阶段,主要研究机构投资者是否参与协商、参与的程度以及提出哪些股改修改意见。在表决实施阶段,主要研究机构投资者是否参与投票、机构投资者参与程度及对股改方案的影响。

(2)机构投资者积极行为的经济后果。理论界对机构投资者在参与公司治理、保护中小投资者利益方面存在两种假说:有效监

督假说和利益合谋假说。在有效监督假说下,机构投资者由于有能力监督上市公司,因此会提出符合公司长远利益的股改对价,以保护中小股东的利益。而根据利益合谋假说,Black (1992)发现,基金等机构投资者的管理人与基金最终所有者的目标函数往往并不一致,因此机构投资者本身也可能存在委托代理问题。机构投资者可能与上市公司大股东互相勾结、互惠互利,提出损害中小股东利益的股改方案。因此机构投资者在股权分置改革中发挥的作用可以为我们提供机构投资者参与公司治理、保护中小投资者利益的实证证据。

3. 股权分置改革、控制权收益与利益侵占

(1)在股权分置改革过程中,绝大多数上市公司都采取送股作为对价的主要形式,而送股的直接后果是原掌握上市公司控制权的非流通大股东控制权的削弱,这一方面来自大股东自身控股权的降低,另一方面是因为全流通后股权收购与转让的便利导致控制权威胁增加。本书首先详细对比全流通前后上市公司控制权的变化,并预期全流通后对上市公司控制权会有所减少。

(2)控制权是有价值的,掌握了上市公司控制权的股东除可以获得持股收益之外,还可以获得额外的收益,这可以从两个角度来计量:一个角度是直接计量控制权价值的水平,可通过对大宗股权交易的定价和多元投票权股票价值差异来度量(Barclay and Holderness, 1989; Dyck and Zingales, 2004);另一角度是从控制者获得的各种隐性或者灰色收益来分析。由于全流通后非流通股和流通股股东利益开始趋同,因此我们预期全流通后上市公司控制权价值会有所降低。

(3)全流通对于公司治理的影响之一是,全流通后可预见的股权(控制权)收购会更加频繁,构成了对上市公司控制者、管理层的有效激励,因此我们还预期全流通后上市公司控制权市场有效性会得到提高。

4. 股权分置改革与市场反应

股权分置改革后,市场预期上市公司的公司治理得到改善,但另一方面,因全流通引起的市场扩容将损害流通股股东利益。因此研究股权分置改革的市场反应需要同时检验股权分置改革带来的公司治理的正面效应和扩容的负面效应。本书首先采用事件研究法计算累计超额收益。事件日定义为股改复牌日。计算预期收益时,本书采用市场模型、市场调整模型、Fama-French 三因子模型。我们首先考察股改复牌前后公司流通股股东的累计超额收益,然后进一步考察累计超额收益(短期和长期)的影响因素。我们预期累积超额收益与非流通股比例负相关,与公司治理改善(CGI 的增加)正相关,且公司治理的正面效应大于扩容的负面效应。

5. 股权分置改革、市场扩容与限售股解禁的信息含量

股权分置改革对资本市场的影响最重要的一个方面就是会给市场带来很大的资金压力。国际上关于股票扩容对市场影响的研究文献很多,如 Scholes(1972)认为股票供给的增加导致价格下跌,是因为股票的需求曲线向下倾斜。Asqith 和 Mullins(1986)的研究表明,公告日股价下跌与股票发行规模显著负相关。相比而言,中国独特的股权分置改革与国外的限售股解禁类似,但又有很大不同。本书对限售股解禁的信息含量从以下角度进行研究:

(1)股权分置改革的限售股解禁的市场反应。本书研究市场超额收益与解禁期的关系,预期随着解禁期的逐渐来临,市场累计

超额收益为负。

(2) 售股解禁市场反应的影响因素。进一步地, 本书研究超额收益与公司特征的关系。我们预期超额收益与公司信息透明度有关, 信息透明度越高的公司, 其股票价格下跌越少。

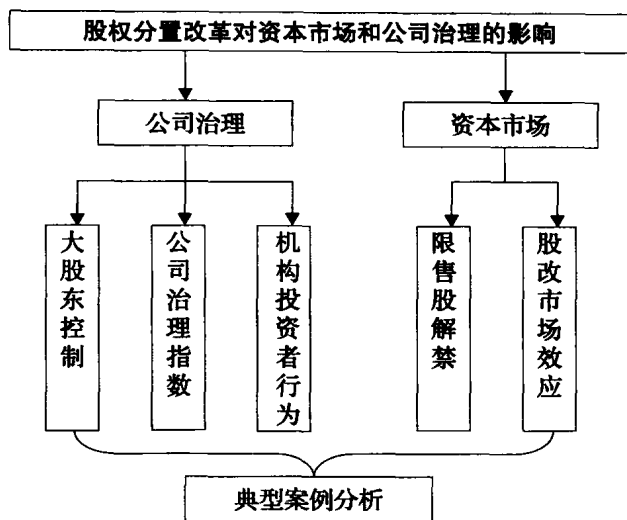


图 1—1 本书研究思路

第三节 研究的主要创新与重点难点

一、主要观点及创新之处

本书认为, 股权分置改革将导致原非流通股股东与流通股股东从利益对立转为利益趋同, 但全流通还会给资本市场带来很大

的供给压力。因此,对股权分置改革的影响应该分别从公司治理和资本市场冲击两个角度进行研究。我们从股权分置改革相关的制度背景出发,对国内外关于限售股的研究成果进行了全面的回顾和分析,指出中国的限售股与国外的限售股有类似之处,限售股解禁以后,随着股票供给的增加,价格会永久性的下跌。中国的限售股与国外的限售股不同之处在于全流通兼具公司治理的正面效应和扩容的负面效应。在这样的理论框架下,本书从股改与公司治理、股改与市场反应、股改与限售股解禁、股改与机构投资者以及股改与控制权市场几个角度发现以下结论:

1. 主要观点:(1) 股权分置改革会带来公司治理水平的整体提高,但是公司治理的不同组成部分在股改前后改善程度不同;(2) 股权分置改革会带来行业调整后的企业绩效,且公司治理改善是绩效提高的重要路径;(3) 预期股收入短期市场效应为正,且公司治理效应大于扩容负面效应;(4) 限售股解禁市场反应为负,且透明度较高的公司限售期满后下跌较少;(5) 机构投资者在股权分置改革中发挥了积极作用,同时保护了广大中小投资者的利益。

2. 创新之处:(1) 本书发现,在股权分置的背景下,大股东有激励去掏空上市公司,而在全流通后,大股东的利益机制发生变化,将会降低渠道行为(Tunneling),增加企业价值;(2) 全流通与国外限售股的不同之处在于全流通兼具公司治理的正面效应和扩容的负面效应,本书在国内首次建立股票供给和需求模型,分析了在扩容压力以及公司治理改善两个冲击下,流通股股东的超额收益将会如何变化;(3) 研究了中国特色的限售股解禁的市场反应,并进一步研究了市场超额收益与公司特征的关系。这些,都为理解中国特色的新兴加转轨市场的公司金融有着重要的学术意义。