

文章编号:1000-582X(2006)12-0122-03

## 股权分置改革方案实施的市场反应分析\*

曹国华,李华,赖苹

(重庆大学经济与工商管理学院,重庆 400030)

**摘要:**选取第二批41家股改试点企业作为样本,考察了试点企业在一定事件窗口内的股价走势,试图找出导致其股价波动的原因,分析是否与企业的对价方案有关.实证结果表明,股权分置改革方案的实施对股价走势存在积极的影响,而且股票对价率和现金对价率都对股价走势有着显著的影响,股价随着它们的增加而上涨,但是其它承诺方案的影响却不显著.

**关键词:**股权分置改革;对价方案;市场反应;影响因素

**中图分类号:**F833.5

**文献标识码:**A

经过国务院批准,中国证监会2005年4月29日发布了《关于上市公司股权分置改革的试点的有关问题的通知》(下文简称《通知》),宣布启动股权分置改革试点的工作.到2005年10月为止,已经有两批共计46家企业作为股改试点单位进行了股改方案投票,除清华同方以外,其余均获通过.全面股权分置改革的大潮马上就要到来<sup>[1]</sup>.

解决股权分置问题的前提条件是相关各自利益群体通过协商达成一致,方案的制定不能以某一方获利、另一方受损为基础<sup>[2-3]</sup>.在这个原则上,各个试点公司提出了形形色色的对价方案,尽管对价方案的通过率很高,但是有部分对价方案经过了几次改进才获得股东的认可,说明了市场对各企业的对价方案还处于一个认识熟悉的阶段.试点企业的股票复牌以后短期内的股价走势就能更进一步表明流通股股东对对价方案的态度<sup>[4]</sup>.由于第一批试点企业个体少,且与第二批试点企业差别较大.因此,笔者重点考察了第二批共42家试点企业在一定事件窗口内的股价走势,通过实证研究找出导致其股价波动的原因,分析是否与企业的对价方案有关.

### 1 股权分置改革方案实施的市场反应

市场对股权分置改革方案的实施的直接反应可以从股价异常波动上体现出来,文中用上市公司股票的超额收益率来表示股价的异常波动.

根据《通知》的规定,试点上市公司非流通股股东提出股权分置改革意向,在报请证监会确定为股权分置改革试点单位的时候,该上市公司要公告股改意向,其股票要停牌处理.复牌以后,征求流通股股东意见,召开公司临时股东大会审议《公司股权分置改革方案》,当经过参加表决的股东所持表决权2/3以上通过后的下一个交易日,公司股票更改名称,第二次复牌.故在该文中,把第一次复牌日设定为第 $m$ 日,第二次复牌日设定为第 $n$ 日.根据Brown和Warner<sup>[5]</sup>设计的事件研究(Event Study)的方法,分别取第一次复牌日前5个交易日,第二次复牌日后5个交易日作为股价变化的研究时段,故文中所选的事件窗口为 $(m-5, n+5)$ ,表示取股改方案试点公告日前5个交易日和股改方案实施公告日后5个交易日,共 $n-m+11$ 个交易日.

平均超额收益率的计算方式如下:

$A_{it} = R_{it} - R_{mt}$ ,其中 $A_{it}$ 为股票 $i$ 在第 $t$ 日的超额收益率; $R_{it}$ 为股票 $i$ 在第 $t$ 日的涨跌幅; $R_{mt}$ 为其对应的大盘指数在第 $t$ 日的涨跌幅.考虑到有一部分公司的股改方案中同时包含了派现方案,文中对采取这种对价形式的公司股票进行了除权处理,假设股票对价率为 $K$ ,每股派现 $D$ ,复牌前一个交易日的收盘价则修正为 $P_1 = (P_0 - D)/(1 + K)$ ,再用修正过的收盘价去计算新的涨跌幅.

根据以上计算公式,求出样本公司的平均超额收

\* 收稿日期:2006-08-16

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70571089)

作者简介:曹国华(1967-),男,安徽宣城人,重庆大学教授,博士,主要从事金融工程与证券市场研究.

益率,见表1所示.

表1 第二批42家股改公司的平均超额收益率

交易日	超额收益率/%	交易日	超额收益率/%
$m-5$	0.65	$n$	9.33
$m-4$	-1.49	$n+1$	0.20
$m-3$	0.92	$n+2$	0.21
$m-2$	1.72	$n+3$	-0.89
$m-1$	1.75	$n+4$	-0.77
$m$	2.28	$n+5$	0.47

从表1中可以看出,42家股改公司的平均超额收益率在事件窗口的12个交易日,有9个交易日为正,占总比例的75%.并且股改方案实施公告日前后2d的平均超额收益率均为正值,表明股改方案实施公告后,公司股价呈上升趋势.

另外,笔者在分析中注意到,42家公司在方案实施的交易日中,仅有6家公司的超额收益率出现了下跌,仅占所有样本公司的14.3%,也就是说,绝大部分公司的股权分置实施公告直接导致了公司股价的上涨.

## 2 市场反应的影响因素分析

### 2.1 研究假设

对价方案作为对股价影响最直接的因素,它是非流通股股东为了取得流通权而支付给流通股股东的收益,对价越高,流通股股东越满意,因此有:

假设1. 平均累积超额收益率与对价方案正相关,这里对价方案包括对价比例、现金对价、和其它对价形式(各种承诺条款);

因为流通股股东对股改方案的好恶直接反应在流通股股东投票通过率上,一部分没有参加投票,但是对股改方案不满意的持有者可能会用“以脚投票”的方式.但总的来说,流通股股东通过率越高,股价上涨的可能性越大.所以有:

假设2. 平均累积超额收益率与流通股股东投票通过率正相关;

大盘收益肯定是影响个股价格走势的一个重要因素.大盘上涨,个股价格随之上涨;大盘下跌,个股价格随之下跌.因此有:

假设3. 平均累积超额收益率与大盘走势正相关.

### 2.2 数据选取与处理

#### 2.2.1 数据来源

文中选取第二批股改试点企业共42家作为研究对象,但是由于笔者重点考察对价方案对于股价的影响,而农产品采取了一种独特的对价形式,它并没有送

股和缩股,故在文中将它剔除,由此得到41个样本.所采取的数据都来自和讯网、证券之星和中国股权分置专网,对数据的处理主要是借用Eviews4.0和Excel进行的.

#### 2.2.2 变量的选取

1)市场反应.文中所用的样本的市场反应用超额收益率来表示,利用市场调整模型方法来计算样本的累积超额收益和平均累积超额收益,从而分析其市场反应.

$$CAR_i = \sum_{t=m-5}^{n+5} A_{i,t}, \quad AAR_i = \frac{1}{n-m+1} CAR_i$$
 其中  $CAR_i$  为股票  $i$  的累积超额收益;  $AAR_i$  为股票  $i$  的平均累积超额收益率;  $t = m-5, m-4, \dots, m, \dots, n, n+1, \dots, n+5$ .

2)对价方式.目前的对价方式有送股、扩股、缩股、现金、认购权证等,有学者认为尽管支付对价的方式各不相同,但基本上可以通过适当换算将所有分置方案转换为送股的统一形式.但陈蛇<sup>[6]</sup>通过理论比较发现现金对价对股价的影响比股票对价更大,现金对价比例越大,股价波动越大.笔者认为由于送股、扩股和缩股能够直接影响二级市场中的股票供给量,在短期内对股价的影响跟现金对价还是有一定差别的,因此把对价方案设为3个变量,分别是股票对价、现金对价、其它对价(针对有的股改方案中承诺了一些额外条款).股票对价率用  $K$  表示,现金对价 CASH 和其它对价 OTHER 都假设为虚拟变量,当同时存在现金对价时,  $CASH = 1$ , 否则取 0; 当同时存在其它对价时,  $OTHER = 1$ , 否则取 0.

笔者对缩股方案进行了如下处理:假设非流通股数量为  $N_1$ ; 流通股数量为  $N_2$ ; 缩股比例为  $\alpha$ ; 则股票对价率  $K = N_1(1-\alpha)/(\alpha N_1 + N_2)$ . 以吉林敖东为例,流通股股东按照 1: 0.6074 的比例缩股,按照上述公式计算,吉林敖东缩股部分所对应的对价约为 2.22 股.

3)投票通过率.投票通过率主要针对流通股,取流通股股东的投票通过率计算,它用 PASS 来表示.

4)大盘走势.大盘走势是每个样本公司在事件窗口中,其对应的市场走势的平均值.它用 POOL 来表示.

5)影响股价的其它指标.股价波动的影响不仅仅是因为股改的因素,它的影响指标是非常复杂的.为了不失一般性,文中采用市盈率、净资产收益率、企业规模来分析其对股价走势的影响.这些指标分别用 PE、ROE、SIZE 来表示.其中计算表达式为:  $PE = \text{股价}/\text{每股收益}$ ;  $ROE = \text{每股收益}/\text{每股净资产}$ ;  $SIZE = \text{Ln}(\text{总资产})$ .

### 2.2.3 回归模型

笔者采用多变量回归模型来验证所提出的假设,用最小二乘法进行参数估计.建立模型如下:

$$AAR = b_0 + b_1PE + b_2ROE + b_3SIZE + b_4POOL + b_5K + b_6CASH + b_7OTHER + b_8PASS + \varepsilon \quad (1)$$

### 2.3 实证检验结果

借助 Eviews4.0 软件,首先采用强制所有变量都进入方程的方法,检验结果如表 2 所示.

表 2 第一次回归结果(样本数=41)

变量	系数	标准差	T 检验值	显著性
C	0.041 117	0.020 752	1.981 289	0.056 8
PE	0.000 699	0.000 466	1.500 874	0.143 8
ROE	0.035 216	0.039 946	0.881 592	0.385 0
SIZE	-0.001 575	0.000 855	-1.842 130	0.075 4
POOL	0.056 118	0.014 867	3.774 543	0.000 7
K	0.001 347	0.001 441	1.234 583	0.157 5
CASH	0.005 473	0.003 620	1.511 834	0.141 0
OTHER	0.001 241	0.002 385	0.520 379	0.606 6
PASS	0.000 022	0.000 171	0.128 571	0.898 6
$R^2$	0.614 777	调整后的 $R^2$	0.353 036	
D-W 检验值	1.829 031	F 检验值	4.787 555	

从表 2 可以看到,大部分变量在 10% 显著水平下均不显著,说明了在时间窗口内这部分变量因素对公司股价走势没有直接显著的影响.采用向后剔除法,逐步剔除不显著的变量,然后再检验模型的拟合度,变量的显著性、多重共线性,直到模型变为

$$AAR = b_0 + b_1PE + b_3SIZE + b_4K + b_5CASH + b_6POOL + \varepsilon \quad (2)$$

其回归结果如表 3 所示.

表 3 剔除不显著变量后的回归结果(样本数=41)

变量	系数	标准差	T 检验值	显著性
C	0.041 515	0.017 212	2.411 908	0.021 2
PE	0.000 050	0.000 038	1.431 482	0.191 6
SIZE	-0.001 465	0.000 719	-2.037 450	0.049 2
K	0.001 115	0.001 157	1.963 535	0.034 2
CASH	0.004 016	0.002 679	1.498 967	0.142 8
POOL	0.054 406	0.012 493	4.355 066	0.000 1
$R^2$	0.599 059	调整后的 $R^2$	0.527 496	
D-W 检验值	1.880 948	F 检验值	10.458 927	

从表 3 可以看到,变量 POOL 在 1% 显著水平下显著,变量 SIZE、K 在 5% 显著水平下显著,变量 PE、CASH 在 10% 显著水平下显著.这说明了股权方案实施对股价变化的影响主要与大盘收益、公司规模、股票对价率、现金对价率、股票市盈率这 5 个因素有关;同时,变量 K、CASH 的系数均为正,说明了股价随着它们的增加而上涨.整个方程的  $R^2$  达到了 0.599,调整后的  $R^2$  也达到了 0.527,即可认为这 5 个因素可以解

释股价异常变化的 52.7%,说明模型(2)的拟合度还好.至此,可以拒绝假设 2;接受假设 3;对于假设 1,认为股票对价率以及现金对价率与平均累积超额收益率呈正相关关系是可以接受的,但是要拒绝接受其它对价方案也与平均累积超额收益率相关.

股票对价率和现金对价率都对超额收益率有着显著的影响,但是其它承诺方案却不显著,这可能是由于股票对价率和现金对价率比较直观,投资者能立即直接得到收益;而承诺条款等方案过于复杂,而且要一段时期才体现出来,投资者接受它还需要一定的时间.

## 3 结论

通过以上的实证分析,可以得到以下结论:

1) 无论从超额收益率来看,还是从实证结果来看,都可以得出股权分置改革方案对股价存在一定的影响,而且这种影响是积极的,这说明了投资者把股权分置改革的实施是当作利好消息,这将促进我国上市公司和股市的健康发展.

2) 从市场反应的影响因素结果来看,股票对价率和现金对价率都对超额收益率有着显著的影响,但是其它承诺方案的影响却不显著,这说明了市场对不同股改方案形式的态度.所以试点公司在制定对价方案时,既要考虑方案的创新,又要考虑市场的接受程度,不可过于复杂.

同时也应该注意到,如何将完善股改方案与推进后续改革的思路有机结合在一起是企业要着重考虑的问题.解决股权分置问题并不是目的,协调各方面投资者利益,全面调动投资者特别是中小投资者的积极性,全面促进上市公司治理水平的提高才是关键所在.

### 参考文献:

- [1] 连兴.从试点到全面股改,非流通股股改成本率下降[J].证券导刊,2005,(36):9-12.
- [2] 阳嘉英,李江.股权分置改革给我国证券市场带来什么[J].财经科学,2005,7(4):6-10.
- [3] 张建民,宁代兵.完善股权分置改革方案的方法论思考[J].经济学动态,2005,14(7):49-53.
- [4] 肖国元.关于“股权分置”问题的思考笔记[J].股市动态分析,2004,(31):9-12.
- [5] BROWN S J, WARNER J B. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies[J]. Journal of Financial Economics, 1985, 12: 2-31.
- [6] 陈蛇,陈朝龙.股权分置改革的表决机制为何引发市场异常波动[J].财经科学,2005,7(4):1-5.

## Impacts of the Control Right on the Corporate Governance: Evidence from China

SHI Qin<sup>1,2</sup>, WU Yan-li<sup>3</sup>

(1. Administration Committee of Huxi Campus; 2. College of Trade and Public Administration;  
3. College of Economics Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

**Abstract:** Company control right is a key question in corporate governance. This paper selects ROE and Tobin's Q as proxy variables of the corporate governance's effects, classifies the sample into two groups according to their concentration in control right, aims to revealing the influences of the difference in control right on the corporate governance by empirical analysis. The results show: ROE is negative correlative with the concentration of control right, in the high concentration sample, ROE is positive correlative with the net asset per share when the control right is high concentrate, and ROE is positive correlative with size of broad when the control right is nonconcentrate.

**Key words:** company control right; corporate governance; corporate performance

(编辑 姚飞)

---

(上接第124页)

## Positive Research on the Market Reaction of the Execution of the Shareholder Structure Reform Scheme

CAO Guo-hua, LI Hua, LAI Ping

(College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

**Abstract:** With the 41 samples of the second Shareholder Structure Reform companies, this paper analyzes the stock market abnormal fluctuation in a given event window, and tries to find out the reasons which result in it, and whether the companies' consideration scheme matters. The result of empirical research proves that the execution of Shareholder Structure Reform has a positive effect on the stock market. What's more, the stock consideration ratio and cash consideration ratio have a significant effect on the companies' stock, which is going up along with the increase of the ratios, but the additional promise is not so significant.

**Key words:** Shareholder Structure Reform; consideration scheme; market reaction; influencing factors

(编辑 李胜春)