

股权分置改革与公司价值的实证检验

内容摘要 本文收集了 45 家股权分置改革试点企业的 1800 个原始财务指标采用 T 检验数理统计分析方法选择样本企业 2003 年至 2006 年的“每股收益”等 10 个财务指标作为检验元评估这些企业改革前后财务绩效的变化统计检验结果表明企业盈利能力、资产质量、短期债务风险和经营增长在改革前后无显著变化而企业的长期债务风险在改革后有所加大

关键词 股权分置改革 财务绩效 T 检验 股权结构

股权分置改革于 2005 年开始实施目的是为了改变中国股票市场上非流通股与流通股的流通制度差异强化市场对上市公司的约束机制使中国股票市场的运行机制逐步同国际接轨因为股权结构包括股权属性、股权集中度、内部人持股和股权流通属性所以本文认为股权分置改革对企业本质的改变是股权结构的变化对于股权结构与企业绩效之间的关系有较多的理论研究西方学术界认为控股股东（改革前的非流通股股东）和中小股东之间可能存在着两种截然相反的利益关

系一种是他们之间因存在着利益的趋同效应导致企业价值提升控股股东既有动机和能力对企业管理层施以足够的监督追求公司价值最大化从而能够较好地解决传统意义上的代理问题如“利益趋同假说”和“信号传递效应假说”；另一种是大股东对小股东利益的侵害效应导致企业价值降低控股股东在缺乏外部监督或者外部股东类型多元化的情况下大股东可能以其他股东的利益为代价来追求自身利益如“隧道效应假说”和“防御战壕假说”

本文以该次改革前后企业价值变化为研究对象动态地实证分析股权结构与企业绩效的关系探讨股权分置改革对企业价值的影响

样本的选择

（一）样本企业

选择的样本包括 45 家企业 2005 年 5 月中国证监会

公布的首批股权分置改革三家试点公司三一重工、紫江企业及金牛能源（剔除了首次改革方案遭到了流通股股东否决的试点企业清华同方）；2005年6月中国证监会公布的第二批42家试点企业

（二）样本企业选择依据

选择这45家企业为研究样本是基于以下几点考虑它们率先完成股权分置改革截止2005年8月前两批试点企业股权分置改革全部完成；选择45个样本能基本接近统计学定义大样本数为“50”的标准若增加样本数会使本文统计数据的说服力下降因为紧随试点企业后（全面推行股改）首批企业全部完成股改的时间为2005年10月31日本文认为全面股改后首批企业的2005年年报数据已不能有效的说明其在完成股权分置改革后的财务绩效样本企业数量较多、性质广泛、来自众多行业本文选择的样本包括45家企业45家公司中上证所有30家深交所有15家其中中小板上市公司有10家这一数量占到中小板上市公司数量的20%45家企业涵盖了大型中央企业、地方国企、民营企业 and 中小板企业等不同类型的层面并且来自19种行业其中医药行业的有4家机械行业的有6家信息设备行业有3家化工行业有5家纺织服装行业有3家商业贸易行业有4家房地产行业有2家钢铁行业有2家煤炭行业

有 2 家公用事业行业有 4 家汽车配件行业有 2 家家电行业、传媒行业、新能源行业、交通运输行业、造纸行业、金融行业、其它行业各 1 家

检验元的选择及数据来源

企业的财务绩效可以从多个方面加以分析和衡量按照自 2006 年 5 月起施行的《中央企业综合绩效评价管理暂行办法》国务院国有资产监督管理委员会令（14）文的规定对企业财务绩效的定量评价应包括盈利能力、资产质量、债务风险和经营增长四个方面本文选择了 10 项财务指标去评价企业的财务绩效分别是每股收益、净资产收益率、每股经营活动现金净流量、总资产周转率、应收账款周转率、存货周转率、资产负债率、流动比率、主营业务收入增长率和净资产增长率

数据来源和分析软件选择的数据来源于中国证券会官方网站、163 财经网站和和讯网上公布的上市公司 2003～

2006 年度财务报告及相关财务指标数据（限于篇幅文中没有附样本企业的 1800 个原始财务指标）；采用 SPSS13.0 统计分析软件

基本假设

各企业 2006 年和 2005 年度财务指标的数值差值可认为是改革后财务绩效的变化程度记作 x_i 即 SPSS13.0 统计分析中“变量 1”；各企业 2004 年和 2003 年度财务指标的数值差值可认为是改革前绩效的变化程度记作 y_i 即 SPSS13.0 统计分析中“变量 2”每个财务指标“变量 1”和“变量 2”观测值均为 45 故“df”值为 44 数据 x_i 和 y_i 是成对的同—对中两个数据的差异可看成由股权分置改革所引起假设各对数据的差 $d_i = x_i - y_i$ 来自正态总体 $N(\mu_d, \sigma_d^2)$ 这里的 μ_d, σ_d^2 均属未知若改革对企业的财务绩效没有影响则各对数据的差异 d_1, d_2, \dots, d_n 属随机误差而随机误差可认为服从正态分布均值为零即“变量 1”和“变量 2”的“假设平均差”为 0

本文的研究可归为基于成对数据的 t 检验即检验假设 $H_0: \mu_d = 0, H_1: \mu_d \neq 0$ 这样检验的原假设可表述为“改革前后样本企业财务绩效指标变化不显著”备择假设可表述为“改革前后样本企业财务绩效指标变化显著”对样本企业改革前后财务绩效的变化采用“ T -检验平均值的成对二样本分析”进行检验若取显著性水平 $\alpha = 0.05$ 则“ t 单尾临界值” $t_{0.05}(44) = 1.68023$ 、“ t 双尾临界值” $t_{0.025}(44) = 2.015367$

检验结果与讨论

（一）盈利能力

本文选择“每股收益”、“净资产收益率”和“每股经营活动现金净流量”三个指标来反映企业的盈利能力检验结果显示样本企业的“每股收益”、“净资产收益率”和“每股经营活动现金净流量” t 统计量分别是 0.731075、1.697551 和 1.438239 小于 t 双尾临界值 2.015367 因此接受原假设即改革前后企业的盈利能力无显著差异企业盈利是一

个多方面因素共同作用的结果既有企业内部因素的影响也有外部环境的影响从企业的经营过程来看企业的外部因素影响到企业的销售量、产品价格、原材料成本等最终影响企业的经营成果外部因素包括政治、法律、税收、宏观经济状况等因素企业自身的产品竞争力、产品生命周期、日常生产运营管理、营销组织决策、投资项目风险选择则构成了影响企业盈利的内部因素内外部因素共同作用决定了企业的盈利能力

因此本文认为从外部环境来看受宏观调控、产能过剩以及原材料成本上升等影响我国上市公司的盈利能力在股权分置改革后无显著增长从公司内部治理的角度看流通股比例的提高通过股票市场的价格信号和接管控制功能发挥作用有利于减少国有股股东监管缺位时存在的委托代理问题但现实情况是中国股市的低效率中小股东既无监督公司的动机也无监督公司的能力流通股股东在公司治理中的作用微乎其微流通股比例的提高必然意味着非流通股比例的下降流通股比例越高同等情况下主管部门或授权管理国有资产的部门从该上市企业获取的利益就越少对于管理层监管的积极性和力度也就相应的下降本文认为股权分置改革后样本公司流通股比例的提高降低了原有产权监管者的监管即总的监管减少改革后国有股股东监管缺位时委托代理成本会降低因此改革前后盈利能力无显著变化

（二）资产质量

本文选择“总资产周转率”、“存货周转率”和“应收账款周转率”三个指标来反映企业的资产质量检验结果显示样本企业“总资产周转率”、“存货周转率”和“应收账款周转率”的 t 统计量为 1.736529、1.012506 和 -0.99369 远小于 t 双尾临界值 2.018082 因此接受原假设即改革前后企业的资产质量无显著差异

企业资产质量体现了企业资产的使用效率和周转情况资产的周转速度快反映企业资产可供利用的机会较多取得的收益较高表明企业的资产利用水平较好；反之表明企业的资产利用效率较低存在投资规模过大生产力过剩的问题本文认为随着经济技术水平的发展资产周转率会不断提高；但改革后企业总监管的减少又会导致企业生产效率的下降因此改革前后样本公司资产质量无显著变化

（三）债务风险

本文选择“资产负债率”来反映企业的长期债务风险选择“流动比率”来反映企业的短期债务风险检验结果显

示样本企业“资产负债率”的 t 统计量为 13.886 远大于 t 双尾临界值 2.015 和 t 单尾临界 1.680 检验 t 值落在拒绝域因此拒绝原假设接受备择假设即改革后企业的“资产负债率”有明显上升又因为“资产负债率”是个逆向指标检验结果说明改革后企业的长期债务风险加大检验结果显示样本企业“流动比率” t 统计量为-1.416 小于 t 双尾临界值 2.015367 因此接受原假设即改革前后企业的短期债务风险无显著差异样本公司长期债务风险加大本文认为主要有两方面的原因中国股市在 2001 年 6 月开始的持续下跌特别是股权分置改革后中国资本市场停止了一年无新股上市直到 2006 年 6 月下旬才重启 IPO 这些导致在此期间企业经营者对股权融资的偏好相对低下；政府在这期间不断降低利率并鼓励银行向企业尤其是大企业贷款再加上来自国有银行的债权约束依然薄弱这就使得间接融资对经营者的魅力相对上升

（四）经营增长

本文选择“主营业务收入增长率”和“总资产增长率”两指标来反映企业的经营增长能力检验结果显示样本企业“主营业务收入增长率”和“总资产增长率”的 t 统计量分别为 1.629548 和 0.5776766 均小于 t 双尾临界值 2.015367 因此接受原假设即改革前后企业的成长性无显著差异

本文认为企业经营增长速度减缓是由于企业所需资金、技术壁垒相对较低行业的竞争日趋激烈市场日益成熟从而使公司在主营业务销售上的压力加大和总资产的增长速度减缓理论研究上市公司中存在着两种代理问题一种是经营者与投资者之间的代理问题另一种是控股股东与中小股东之间的代理问题股权分置改革的预期是欲有效解决控股股东对中小股东的掠夺（looting）和掏空（tunneling）等为代表的对企业价值侵害行为但改革对企业流通股比例的改变是有限的所以上市公司代理成本不能显著减少企业价值没有明显改变

结论与展望

经历了两年多的股权分置改革虽然改变了企业的股权结构但没有使企业从根本上提高创造价值的能力企业的盈利能力、资产质量和经营增长没有显著变化企业的长期债务风险却明显加大由于研究时间的限制本文只选取了改革前后

2003~2006 年四个会计年度的财务指标作为样本无法验证改革对 2007 年及以后年度业绩的影响然而改革作为一种长期战略对于公司价值和业绩的影响应是长期性的所以改革对于 2007 年及以后年度的长期效应还有待进一步研究

参考文献

1. 苏武康. 中国上市公司股权结构与公司绩效. 经济科学出版社 2003
- 2 刘彤. 所有权结构研究综述. 经济研究资料 2002(7)
- 3 程建伟. 上市公司盈利能力和影响因素的实证研究. 金融教学与研究 2006, 12
- 4 霍林瑜. 上市公司的财务政策与绩效. 经济学 2007 (6)