

我国上市公司股权分置改革提升投资者利益保护研究

袁怀中¹

摘要:

2005 年初启动的股权分置改革是我国资本市场上的一件影响深远的大事，它对公司治理结构的改善和优化、证券市场的运营质量产生积极有利的影响，本文的研究结论还表明，股权分置改革提升了投资者利益保护。本文的结论为我国实施股权分置改革提供了一个新的审视视角，也为我国股权分置改革的实施提供了理论支持。

关键词：股权分置改革、投资者利益保护、隧道行为

一、引言

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》，启动了我国上市公司股权分置改革试点（以下简称“股权分置改革”或“股改”）工作。为了增强试点公司的代表性和改革方案的适应性，进一步稳定市场预期，为全面解决股权分置问题积累经验，中国证监会又进行第二批股改试点工作，并于 2005 年 6 月 1 日颁布了《关于做好第二批上市公司股权分置改革试点工作有关问题的通知》。到目前为止，我国资本市场中已经有 80% 以上的市值和公司数量进入或完成了股权分置改革，可以预期，我国股权分置改革将于今年年底全面完成。

作为我国资本市场中的基础性、制度性变革的股权分置改革，它必将对我国资本市场产生深远的影响，也必将对公司治理结构的结构的改善和优化、证券市场的运营质量产生积极有利的影响，我们在本文想研究的是：股权分置改革对我国证券市场上的投资者保护有影响吗？如果有，是怎样

的影响？影响的机制又怎样？

针对上述问题进行分析是本文的中心任务，为了使研究更加系统与深入，本文将按照以下顺序进行分析：界定上市公司股权分置的含义及分析其危害、界定股权分置改革和投资者利益保护的涵义；分析股权分置改革对大股东“隧道行为”的影响，并探讨大股东“隧道行为”变化对证券市场投资者利益保护的影响；总结本文的基本结论并进行进一步的思考。

二、概念的基本界定

上市公司股权分置（以下简称“股权分置”），是指 A 股市场的上市公司股份按能否在证券交易所上市交易被区分为非流通股和流通股，这是我国经济体制转轨过程中形成的特殊问题²。该定义强调股权分置仅仅涉及 A 股市场，与上市公司中的其他股份，如 B 股、H 股和 S 股均无关³。

我们认为，股权分置对我国资本市场而言，有着如下弊端：

（一）股权分置破坏了上市公司利益机制一致性的基础，导致流通股股东和非流通股股东的利益发生冲突。

在股权分置的制度背景下，流通股股东的利益依靠上市公司业绩的提升和企业竞争力的提高进而导致股票价格的上涨来实现，而非流通股股东的利益则取决于上市公司净资产的增加，上市公司净资产的增加一方面来源于企业经营利润的累计，另一方面来源于高溢价融资，而后者才是非流通股股东手上，因此，非流通股股东拥有上市公司的实际控制权，那么，上市公司更多体现非流通股股东的利益而非流通股股东利益，我们就不难理解上市公司拥有强烈的股权融资偏好而上市公司的业绩、投资价值难以得到提升的内在原因。而大股东积极监管公司，努力提升公司的业绩和核

心竞争力，进而提升公司股价，提高大股东财富的正向激励机制被割裂。

（二）股权分置下的股利分配异于全流通资本市场中的股利分配。

对于具有上市公司控制权的非流通股股东而言，由于缺乏外部约束（资本市场的兼并收购机制、代理权市场的解雇机制和股价的约束机制），非流通股股东对于实际控制的上市公司在股利分配方面具有吝啬性。由于上市公司在股利分配上的吝啬，使流通股股东的投资收益主要体现在股票的买卖价差上，这就是我国投资者的长期投资理念难以得到重视，而市场上的短期投资行为盛行的主要原因。

（三）股权分置下的上市公司利益易受大股东的侵害。

虽然全球资本市场中都存在着大股东侵害上市公司利益的例子，但是我国资本市场中大股东侵害上市公司利益的现象更普遍、更广泛。原因是多方面的，投资者利益保护机制不够、一股独大等，但重要的原因是股权分置，股权分置下大股东缺乏来自股票价格的市场约束，其损害上市公司的利益带来的股价下跌对于其来说毫发无损，但通过损害上市公司的利益给大股东带来的收益却是其独自享受，因此，大股东损害上市公司的利益对其来说收益大于成本，对于“经济理性人”的大股东显然选择侵害上市公司的利益。

（四）股权分置下的资产重组行为呈现更大的投机性。

收购公司收购目标公司股权后，由于这一股权是不可流通的股份，很难在股权增值后出售，因此，收购上市公司后的收益更多来源于对上市公司的掠夺，如通过注入优质资产，使上市公司符合再融资条件，从而进行配股或者增发融资，获得对新筹集资金的支配权；通过营造收购概念，在

二级市场进行内幕交易、操纵价格，以获取二级市场的非法收益，用上市公司为收购公司或其关联方恶意担保。由于资产重组很难获得正常的回报，在股权分置下的资本市场上，购并行为就呈现出更大的投机性。

（五）股权分置下的股票价格难以起到有效引导社会资金流向的作用。

正常资本市场上，如果激励有效，大股东和公司经理都愿意提供有效信息，资金将会流向预期收入最高的部门，从而面对股东收益、经理收入与经济增长都会产生正的效应。但在股权分置的资本市场上，由于大股东的股权不可流通，因此难以通过制造信息来获利，其就缺乏提供有效信息的激励；经理不会对股价有反映，因为流通股价的涨跌对于大股东而言毫无意义，大股东也不会通过股价的涨跌来决定经理的选聘和薪酬，因此，经理就无激励去对股价涨跌进行反映。同时，由于缺乏有效的激励与约束机制，经理不会去积极发掘可以增加公司价值和社会福利的投资项目，并借助于股票价格的价值发现来向投资者提供有效的信息。因此，在股权分置的制度背景下，股票价格难以起到有效引导社会资金流向的作用。

因此，实施股权分置改革势在必行，而且，实施股权分置改革其意义不仅仅在于解决历史问题，更不仅仅在于消除非流通股股份的非流动性，它已经是我国资本市场其他各项改革和制度创新的基础，是恢复我国资本市场资源配置作用和提高资本市场资源配置效率的关键。我们下面对股权分置改革的含义进行界定：

上市公司股权分置改革，是通过非流通股股东和流通股股东之间和利益平衡协商机制，消除 A 股市场股份转让制度性差异的过程。因此，股权分置改革与非 A 股的其它股份无关，股权分置改革不需征求非 A 股股东的

意见，当然，股权分置改革不能损害非 A 股股东和利益。

同时，由于我们要探讨股权分置改革与投资者利益保护的关系，因此，我们也对投资者利益保护进行如下界定：投资者利益保护是一套法律、契约和制度安排，其核心内容是防止内部人（管理层和控股股东）对外部投资者（中小股东和债权人）的掠夺，“掠夺”在公司股权比较分散的情况下，主要表现在管理层的机会主义，而在股权集中于控股股东的情况下，“掠夺”体现为管理层和控股股东对中小股东和债权人的双重侵害。

我国上市公司的股权结构比较集中，第一大股东的持股比例平均水平为 42%⁴，如果考虑到其他股东和第一大股东的隐形关联关系，我国第一大股东的持股比例很可能超过 50%。因此，我国上市公司的大股东对公司有着超强的控制力，公司的行为、战略规划和经营更多体现出的是大股东的意志。此外，由于我国上市公司的债权人主要是几大国有银行，其对上市公司也有着较强的影响力。因此，我国投资者利益保护要防止的就是管理层和控股股东（尤其是控股股东）对中小股东的侵害。

三、股权分置改革对上市公司大股东“隧道行为”的影响

对于隧道行为，LaPorta, Rafael Lopez-de-Silanes, Florencio Shleifer, Andrei (.2000) 将其界定为：“大股东或实际控制人利用其对上市公司的控制权，可能通过转移定价、转移资产、在职高消费等方式实现资源的转移，谋求控制权的私人收益，同时形成了对小股东利益的损害⁵”。由于内部交易方式转移资源的链条看上去象一个隧道，所有他们将大股东转移公司资源的利己行为称为隧道行为。因此，可以将大股东的隧道行为包括：转移定价、转移资产、追求非利润最大化目标、定向

发行和回购证券、在职高消费和管理层高工资、随意决策和对小股东权力进行限制等等。我们在此以大股东转移定价为例进行分析，我们认为大股东的转移定价的目的是将上市公司的利润转移到大股东。

（一）基本模型

股权分置改革使得上市公司大股东的效用函数发生变化，其最大化自身利益的行为模式也随之改变，从股改前的单一从公司内部转移收益，发展为在外部市场获取资本利得和从内部转移收益这两种方式间的权衡。因此，如果面临公司的真实利润高于预期利润（达到减持约定价格所需要的利润）条件下，大股东可能会出于两个动机的平衡，对公司进行利润转移。

我们下面通过模型来刻画大股东的“隧道行为”，我们认为大股东是在“隧道行为”、被监管处罚等约束下的最优化求解。

假 $a: E_0$ 是公司的真实净利润， V_0 是公司股票的市场价值， PE 是流通股的市盈率，因此：

$$PE \cdot E_0 = V_0 \quad (1)$$

大股东进行转移定价（转移公司的利润）后会减少公司的净利润，公司股票市场价值的减少将通过市盈率而放大。

假设 b ：当大股东进行转移定价并减少了公司的净利润后，市场并不改变对公司盈利能力的评价，即 PE 不变，则股东价值的减少额为 V ：

$$PE (E_0 - \Delta E) = V_0 - V \quad (2)$$

假设 c ：大股东占有全部股权的比例为 a ， $0 < a < 1$ 。

大股东转移上市公司的利润后，收益归大股东独享。大股东转移公司

的利润后，公司的价值下降，大股东按其持有的比例承担公司价值下降损失。由于大股东拥有公司的实际控制权，因此大股东可以自行决定转移公司利润的数额。由于存在被证券监管当局查处的可能，也存在被其他股东发现而通过法律手段对大股东进行法律诉讼的可能，因此，大股东进行利润操纵（转移公司的利润）的成本受到三方面的影响：一是转移利润的数额，即 ΔE ，转移利润的数额越大，大股东被查处或被其他股东诉讼的可能性越大，并且随着该数额的提高，大股东被查处和被诉讼的可能性会迅速提高，利润操纵的成本也会很快提高；二是转移利润占公司净利润的比例，随着该比例的提高，大股东被查处和被诉讼的可能性会迅速提高，利润操纵的成本也会很快提高；三是其它影响成本的因素，这里设为 y ， y 是一个向量。以上可知大股东进行利润操纵的成本具有边际递增的性质

设 x 为大股东输送的利润与公司净利润的比值，即：

$$X = \Delta E / E_0 \quad (3)$$

由该假设可知：大股东转移公司利润的成本可以描述为：

$$C = c(\Delta E, x, y); \frac{\partial C}{\partial(\Delta E)} > 0, \frac{\partial^2 C}{\partial(\Delta E)^2} > 0 \quad (4)$$

$$\frac{\partial C}{\partial x} > 0, \frac{\partial^2 C}{\partial x^2} > 0$$

$$\frac{\partial^2 C}{\partial x \partial(\Delta E)} > 0$$

根据以上的假设 a, b, c 可知, 大股东转移公司利润的收益由大股东自己获得, 但转移利润后导致的股价下跌损失则是由大股东按照持股比例承担, 因此, 大股东对公司进行利润转移的收益函数为:

$$R = a(v_0 - v) + \Delta E - C \quad (5)$$

将公式 (1), (2), (4), (5), (6) 代入公式 (7) 可得:

$$R = \alpha \cdot PE(E_0 - \Delta E) + \Delta E - c(\Delta E, \frac{\Delta E}{E_0}, y) \quad (6)$$

对于大股东来说, 收益函数的最大化问题即:

$$\max \alpha \cdot PE(E_0 - \Delta E) + \Delta E - c(\Delta E, \frac{\Delta E}{E_0}, y) \quad (7)$$

$$s. t \quad \Delta E \geq 0$$

当 $1 - PE \cdot a \leq 0$ 时, 取得角点解, 此时最优的 $\Delta E = 0$, 即大股东不会转出公司利润。

当 $1 - PE \cdot a \geq 0$ 时, 即相当于 $PE \leq 1/a$, 即公司的市盈率较低时, 大股东会转移公司的利润。那么, 大股东转移利润由哪些因素决定呢? 根据假设 e 中大股东利润转移的成本函数 $c(\Delta E, \frac{\Delta E}{E_0}, Y)$ 所具有的特点, 可知公式 (6) 的目标函数是一个严格的凹函数。根据库恩-塔克条件, 可以构建拉格朗日函数进行求解, 求解此最优化可得大股东转移利润的最优水平。

得出最优化的一阶条件为：

$$L(\Delta E, \lambda)_{\Delta E} = \frac{\partial R}{\partial (\Delta E)} + \lambda \frac{\partial g}{\partial (\Delta E)} = 0 \quad (8)$$

$$\begin{aligned} \lambda \cdot \Delta E &= 0 \\ \Delta E &\geq 0 \end{aligned}$$

当 $\Delta E = 0$ ，R 取边界值 $\alpha \cdot PE \cdot E_0 + (E_0 - E_0) - c(E_0 - E_0, \frac{E_0 - E_0}{E_0}, y)$ ；

当 $\lambda = 0$ 时，拉格朗日函数最优解的一阶条件为： $\frac{\partial R}{\partial (\Delta E)} = 0$ ，即：

$$\frac{\partial \alpha \cdot PE (E_0 - \Delta E)}{\partial (\Delta E)} + \frac{\partial (\Delta E)}{\partial (\Delta E)} - \frac{\partial c(\Delta E, \frac{\Delta E}{E_0}, y)}{\partial (\Delta E)} = 0 \quad (9)$$

$$-\alpha \cdot PE + 1 - \frac{\partial c(\Delta E, \frac{\Delta E}{E_0}, y)}{\partial (\Delta E)} - \frac{1}{E_0} \cdot \frac{\partial c(\Delta E, \frac{\Delta E}{E_0}, y)}{\partial (X)} = 0 \quad (10)$$

由于大股东转移定价的成本函数是以公式（4）所示函数的一般形式给出，因此公式（10）并不能直接给出最优的利润操纵水平。但可以对最优的利润操纵水平作比较静态分析。

对公式（10）作全微分可得：

$$\begin{aligned} -PEd\alpha - \alpha dPE - \left\{ \left[\frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E)^2} + \frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E) \partial X} \frac{1}{E_0} \right] + \frac{1}{E_0} \left[\frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E) \partial X} + \frac{\partial^2 C}{\partial X^2} \frac{1}{E_0} \right] \right\} d(\Delta E) \\ + \left[\frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E) \partial X} \frac{\Delta E}{E_0^2} + \frac{1}{E_0^2} \frac{\partial C}{\partial X} + \frac{\Delta E}{E_0^3} \frac{\partial^2 C}{\partial X^2} \right] dE_0 = 0 \end{aligned}$$

(11)

在其他参数不变情况下，通过移项可以看出最优的利润操纵水平与各个参数的关系。

$$\frac{d(\Delta E)}{d\alpha} = -\frac{PE}{\left[\frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E)^2} + \frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E) \partial X} \frac{1}{E_0} \right] + \frac{1}{E_0} \left[\frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E) \partial X} + \frac{\partial^2 C}{\partial X^2} \frac{1}{E_0} \right]} < 0 \quad (12)$$

$$\frac{d(\Delta E)}{dPE} = -\frac{\alpha}{\left[\frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E)^2} + \frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E) \partial X} \frac{1}{E_0} \right] + \frac{1}{E_0} \left[\frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E) \partial X} + \frac{\partial^2 C}{\partial X^2} \frac{1}{E_0} \right]} < 0 \quad (13)$$

$$\frac{d(\Delta E)}{dE_0} = \frac{\left[\frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E) \partial X} \frac{\Delta E}{E_0^2} + \frac{1}{E_0^2} \frac{\partial C}{\partial X} + \frac{\Delta E}{E_0^3} \frac{\partial^2 C}{\partial X^2} \right]}{\left[\frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E)^2} + \frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E) \partial X} \frac{1}{E_0} \right] + \frac{1}{E_0} \left[\frac{\partial^2 C}{\partial (\Delta E) \partial X} + \frac{\partial^2 C}{\partial X^2} \frac{1}{E_0} \right]} > 0 \quad (14)$$

当 $1 - PE \cdot a \geq 0$ 时，即 $PE \leq 1/a$ ，根据以上公式（12），公式（13）和公式（14），可以对大股东转移定价得出如下结论：（1）大股东持有股份的比例超高，大股东转移利润的动机越不强烈；（2）公司的盈利能力被市场评价越高（即市盈率越高时），大股东转移利润的程度越低；（3）当公司的盈利能力越强（即公司的净利润越高时），大股东转移利润的程度越高。

（二） 股权分置改革对大股东转移利润程度的影响

我们认为，股权分置改革对大股东转移利润程度有着较大程度的影响，而影响因素就是 PE。在股权分置下，大股东面临的 PE 是非流通股的 PE，由于非流通股转让价格远远低于二级市场流通股价格，也低于实施股权分置改革后的流通股的 PE，因此，仅仅是股权分置改革导致的 PE 增加就会使大股东减少转移公司的利润，这在一定程度上保护了投资者的利益。

四、股权分置改革提升投资者利益保护的进一步思考

由前面模型的（6）可以看出，大股东进行转移定价面临一个监管成本 $c(\Delta E, \frac{\Delta E}{E_0}, y)$ 的约束，而 $c(\Delta E, \frac{\Delta E}{E_0}, y)$ 中的 y 受到很多因素的影响，尤其是国家的法律制度对大股东侵害行为的稽查密度和处罚力度，这都直接影响着 $c(\Delta E, \frac{\Delta E}{E_0}, y)$ 的大小，可以认为：当国家的法律制度对大股东侵害行为的稽查密度越频繁和处罚力度越大时，大股东面临的监管成本越大，大股东越不会采取“隧道行为”，因为“隧道行为”对大股东而言，收益小于成本，因此，大股东选择不侵害中小股东的利益行为；当国家的法律制度对大股东侵害行为的稽查密度越稀少和处罚力度越小时，大股东面临的监管成本越小，大股东越可采取“隧道行为”，因为“隧道行为”对大股东而言，成本小于收益，因此，大股东选择侵害中小股东的利益行为。因此，股权分置改革虽然在一定程度上降低了大股东的“隧道行为”，并有效地保护了投资者的利益，但是，仅仅是股权分置改革并不能完全解决我国资本市场上的投资者利益保护问题，为了充分、有效地保护投资者利益，促进我国资本市场的健康发展，我们还需要在加大对大股东侵害行为的稽查密度和处罚力度上下功夫，以此俩增加大股东的“隧道行为”的成本、减少大股东的“隧道行为”。

那么，如何加大对大股东侵害行为的稽查密度和处罚力度呢？我们认为，有必要从法律层面和司法层面进行改革。在法律层面，要建立保护投资者权益的完善的法律体系，包括公司法、破产法、收购兼并法和证券法等，要制订关于公司股票与债券发行和交易的法规，包括关于证券发行人和诸如证券公司、会计师事务所、投资顾问等市场中介机构的职责和责任

的法律。当然，上述规定我们已经部分制定，但是还有部分法规我们并未制定，而且在制定的部分法规中很多并不能完全适应我国资本市场的发展，因此，我们必须加快法律法规的制定。对于司法层面的改革，我们需要拥有足够的政治独立性、足够的司法权、能做出信息充分而又公正的判决的司法体系。

参考文献：

[1] Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer, Tunneling, American Economic Review, 2000, 90 (2), 22-27;

[2] 朱从玖,《投资者保护—国际经验与中国实践》, 复旦大学出版社, 2002;

[3] 袁怀中,《我国上市公司股权分置改革研究》, 复旦大学博士论文, 2006。

作者简介：

袁怀中, 1975 年出生, 经济学博士, 对中国资本市场和上市公司相关问题有一定的研究, 已经在全国经济学核心期刊上发表了十余篇学术文章。

1 作者为上海证券交易所上市公司部的员工。

2 中国证监会《上市公司股权分置改革管理办法》, 2005 年 9 月。

3 我国上市公司中的 B 股, 指由人民币标价, 以美元或港元交易的股份, 如永生数据; H 股, 指在香港上市流通的股份, 如华能国际; N 股, 指在纽约上市流通的股份, 如中国石化; S 股, 指在新加坡上市流通的股份, 如中新药业。

4 数据来源: WIND 资讯, 截至到 2005 年 6 月 30 日。

5 显然, 大股东在损害小股东利益的同时, 也损害了自身的利益, 除非大

股东通过隧道行为之所得大于其所失；我们可以这样想象，大股东存在一个资产组合，其目标是实现他资产组合价值的最大化，而非上市公司价值的最大化。