

文章编号:1002-980X(2007)04-0027-03

股权分置改革前后上市公司绩效变化的研究

董梅生, 查会琼

(安徽工业大学 经济学院, 安徽 马鞍山 243002)

摘要:选取了177家股改公司,通过对股改前后绩效的分析发现:每股净资产在股改前后不存在显著差异;每股收益、资产利润率、净资产收益率均表现为股改后第一季度指标值显著高于股改前的指标值、股改后第二和第三季度的指标值显著低于股改前的指标值、股改后第四季度的指标值与股改前的指标值没有显著差异,并对该结论进行了简单分析。

关键词:股权分置改革;绩效;差异

中图分类号: F019.3 **文献标志码:** A

1 研究的背景和意义

由于历史原因,我国股市上约有三分之二的股权不能流通,并且非流通股通常处于控股地位,其结果是存在同股不同权不同利等“股权分置”的弊端,使上市公司治理结构存在严重缺陷,容易产生“一股独大”、甚至“一股独霸”的现象,使流通股股东特别是中小股东合法权益遭受损害,影响着中国股市的发展。经过多年的摸索,2005年4月29日,经国务院批准,中国证监会终于发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,这标志着股权分置改革试点工作正式启动。2006年12月30日,32家公司赶搭第64批股改“末班车”,中国证券市场这场重大改革年末收官。32家“末班车”成员中,深市11家,沪市21家。至此,深市未进入股改程序公司仅剩22家,未股改公司市值占深圳主板总市值仅为3.24%。沪市未进入股改程序公司剩18家,未股改公司市值占沪市总市值的2.2%。截止2007年1月4日,沪深市已经有1137家上市公司完成股权分置改革,占上市公司总数的87.60%;其市值已经达到14973.39亿元,占市场总市值的89.56%。相关股东已经通过股改方案但还未实施的有31家,其市值为391.32亿元,分别占上市公司总数的2.39%、占市场总市值的2.34%。

股权分置改革之后,不能流通的股票获得了流通权,流通股股东可通过参加股东大会、投票选举和更换董事会成员来对公司管理层实施监控,从而促

使管理层把精力放在提高公司绩效上。那么,我国上市公司进行股权分置改革之后,上市公司的绩效有没有显著的改善?这不仅是国家决策层迫切想知道的事情,也是众多上市公司、基金公司、机构投资者、广大中小投资者非常关注的问题。文中从此视角出发,用实际数据来检验股权分置前后上市公司绩效的变化情况,从而为国家决策层制定正确的决策提供参考、为广大中小投资者、机构投资者、基金公司制定正确的投资策略提供参考。因此,文章的研究具有一定的理论意义和实际意义。

2 样本的选取和分析的思路

样本选取的是对价实施日期在2005年12月31日之前的股改公司,共185家。扣除金牛能源、海特高新、七匹狼、新成和、广州控股、郑州煤电、华发股份、华联综合没有收集到股改之前的绩效外,有177家股改公司,数据资料均来自金融界网站。考虑到股改对公司绩效的影响是一个渐进的过程,因此收集了股改之后连续四个季度的绩效指标进行考察。除韶钢松山、宝钢股份对价实施日期是2005年8月18日,收集股改之前的绩效资料日期是2005年6月30日,股改之后连续四个季度的绩效资料日期分别是2005年9月30日、2005年12月31日、2006年3月31日、2006年6月30日外。其余上市公司对价实施日期均在2005年10月之后,收集股改之前的绩效资料日期是2005年9月30日,股改之后连续四个季度的绩效资料日期分别是2005年

收稿日期:2006-12-05

作者简介:董梅生(1976-),女,安徽安庆人,安徽工业大学经济学院讲师,硕士,主要从事公司理论研究。

12月31日、2006年3月31日、2006年6月30日、2006年9月30日。为分析的方便,令股改之前的绩效资料日期为0,股改之后连续四个季度的绩效资料日期分别是1、2、3、4。

按照客观性、全面性和可操作性的原则下,借鉴国内外已有的评价体系,绩效指标选取每股收益(X_1)、每股净资产—调整(元)(X_2)、资产利润率(X_3)、净资产收益率(X_4)。

每股收益(=净利润/总股本)是衡量上市公司盈利能力最重要的财务指标,它反映普通股的获利水平。但是每股收益不反映股票所含有的风险;不同股票的每一股所含有的净资产和市价不同,也限制了每股收益的公司间比较;每股收益多,并不意味着多分红,还要看公司股利分配政策。

每股净资产(=股东权益/总股本)反映每股股票所拥有的资产现值,也指每股的帐面净值。每股净资产越高,股东拥有的资产现值越多;每股净资产越少,股东拥有的资产现值越少。在投资分析时,只能有限地使用这个指标,因其使用历史成本计量的,既不反映净资产的变现价值,也不反映净资产的产出能力。

资产利润率(=利润总额/平均总资产 $\times 100\%$)反映企业资产利用的综合效果。该比率越高,表明资产利用的效率越高,说明企业在增收节支和节约

资金、使用等方面取得了良好的效果;否则相反。

净资产收益率(=净利润/股东权益 $\times 100\%$)是一个反映盈利能力的指标,是上市公司配股的必要条件之一,是调整利润的重要参考指标。它能够更为客观地反映管理当局对公司所拥有资源加以优化配置及运用的效率,有助于投资者全面把握公司的盈利能力变化情况。

文章的第三部分是分析股权分置改革前后上市公司绩效变化的研究,首先计算各绩效的基本统计量,然后采用方差分析法检验股改前后公司绩效有无显著性变化,并对结果进行分析。由于方差分析模型要求因素的每个水平的样本均来自正态总体,因此首先对因素的每个水平的样本进行正态性检验。当每个水平的样本均来自正态总体时,可以采用方差分析法;当每个水平的样本不是来自正态总体时,需要采用非参数检验方法进行分析,通常是Kruskal-Wallis Test 检验。方差分析完毕后,还要进行总体均值的多重检验,本文采用的是T检验法^[1],分析结果见表1、表2。第四部分是对结论进行简单分析。

3 股权分置改革前后上市公司绩效变化的研究

表1 按绩效资料日期分组计算的各绩效指标基本统计量表

指标	样本数	日期=0		日期=1		日期=2		日期=3		日期=4	
		mean	cv	mean	cv	mean	cv	mean	cv	mean	cv
X_1	177	0.24	83.77	0.31	88.41	0.09	125.24	0.15	106.02	0.23	98.36
X_2	177	3.16	45.46	3.17	44.72	3.22	45.47	2.98	43.81	3.01	42.43
X_3	177	5.08	82.25	6.27	86.22	1.86	115.63	3.21	90.64	4.76	91.40
X_4	177	7.19	87.55	8.97	91.70	2.73	129.41	4.62	170.46	7.26	105.15

表2 考虑绩效资料日期因素的方差分析结果

指标	日期=0	日期=1	日期=2	日期=3	日期=4
	W_i :Normal	W_i :Normal	W_i :Normal	W_i :Normal	W_i :Normal
X_1	0.928433 *	0.935758 *	0.840154 *	0.938569 *	0.925671 *
	Kruskal-Wallis Test CHISQ=158.87 *			Least Significant Difference=0.0425 **	
X_2	0.949878 *	0.92314 *	0.937018 *	0.936945 *	0.922765 *
	Kruskal-Wallis Test CHISQ=3.7076 *			Least Significant Difference=0.2883 **	
X_3	0.908833 *	0.93062 *	0.816298 *	0.944062 *	0.930375 *
	Kruskal-Wallis Test CHISQ=174.99 *			Least Significant Difference=0.828 **	
X_4	0.863816 *	0.863983 *	0.858239 *	0.598403 *	0.859313 *
	Kruskal-Wallis Test CHISQ=195.25 *			Least Significant Difference=1.4449 **	

注:*, **, *** 分别表示的是1%、5%、10%的显著性水平,下同。

从表1中 X_1 来看,股改之前的指标为0.24,股改之后的第一季度为0.31、第二季度为0.09、第三季度为0.15、第四季度为0.23。因此股改之后第一

季度 X_1 值最大,但随后的第三季度的 X_1 值均低于股改之前的 X_1 值。从变异系数(cv)来看,第2期的变动幅度最大,为125.24;第0期的变动幅度最小,为

83.77。从表2可以看出各期的 X_1 均不是来自正态总体,因此采用Kruskal-Wallis Test检验。在95%的置信度下Kruskal-Wallis Test检验认为这5个时期的指标值存在显著性差异,在95%的置信度下T检验认为最小显著差值为0.0425。因为第1期、第0期和第4期、第3期、第4期 X_1 值的差值高于0.0425,因此可以表明:第1期 X_1 最高,显著高于其他时期的 X_1 值,为第一组;第0期和第4期 X_1 次之,构成第二组;第3期 X_1 较低,构成第三组,第4期 X_1 最低,构成第四组。即第一季度的 X_1 值显著高于股改前的 X_1 值,第二和第三季度的 X_1 值显著低于股改前的 X_1 值,第四季度的 X_1 值与股改前的 X_1 值没有显著差异。

从表1中 X_2 来看,股改之前的指标为3.16,股改之后的第一季度为3.17,第二季度为3.22,第三季度为2.98,第四季度为3.01。即股改之后的第一、二季度的 X_2 有提高,但股改之后的第三、四季度 X_2 又有所下降。从变异系数(cv)来看,第2期的变动幅度最大,为45.47,第4期的变动幅度最小,为42.43。从表2可以看出各期的 X_2 均不是来自正态性总体,因此采用Kruskal-Wallis Test。在95%的置信度下T检验认为最小显著差值为0.0425,但各期的均值差异均未超过0.0425。因此认为股改前后 X_2 不存在显著性差异。

从表1中 X_3 来看,股改之前的指标为5.08,股改之后的第一季度为6.27,第二季度为1.86,第三季度为3.21,第四季度为7.76,因此股改之后的第一和四季度 X_3 值高于股改之前的 X_3 值,股改之后的第二和三季度 X_3 值低于股改之前的 X_3 值。从变异系数(cv)来看,第2期的变动幅度最大,为115.63,第0期的变动幅度最小,为82.25。在95%的置信度下T检验认为最小显著差值为0.828,因此认为第1期、第0和4期、第3期、第2期之间存在显著性差异。即第一季度的 X_3 值显著高于股改前的 X_3 值,第二和第三季度的 X_3 值显著低于股改前的 X_3 值,第四季度的 X_3 值与股改前的 X_3 值没有显著差异,这与 X_1 指标分析一致。

从表1中 X_4 来看,股改之前的指标为7.19,股改之后的第一季度为8.97,第二季度为2.73,第三

季度为4.62,第四季度为7.26,因此股改前后 X_4 存在波动。从变异系数(cv)来看,第2期的变动幅度最大,为115.63,第0期的变动幅度最小,为82.25。T检验认为第1期、第0和4期、第3期、第2期之间存在显著性差异。即第一季度的 X_4 值显著高于股改前的 X_4 值,第二和第三季度的 X_4 值显著低于股改前的 X_4 值,第四季度的 X_4 值与股改前的 X_4 值没有显著差异,这与 X_1 、 X_3 指标分析一致。

4 结论分析

总之,股改前后 X_2 不存在显著性差异,但是 X_1 、 X_3 、 X_4 均表现为股改后第一季度指标值显著高于股改前的指标值,第二和第三季度的指标值显著低于股改前的指标值,第四季度的指标值与股改前的指标值没有显著差异。究其原因: X_2 是使用历史成本计量的,而 X_1 、 X_3 、 X_4 均是用现价来反映的,它们最能体现出股权分置政策带来的变化和影响。股改之后第一季度 X_1 、 X_3 、 X_4 指标值显著高于股改前的指标值,这是因为在政府的多项政策支持下,流通股对流通投资者补偿“对价”多少的热点炒作,使得股票价格上升,从而使得第一季度绩效改善。股权分置改革完成以后,政府管理的重点和市场的热点又转向其他进行股权分置改革的上市公司,使得已经股改公司的股票价格下降,从而使得其第二、三季度绩效下降。由于第四季度收集的资料大部分是2006年9月30日的数据,此时上证指数的收盘价从2005年7月11日的1011.55上涨到2006年9月28日的1752.42点,深证成指的收盘价从2005年11月11日的2622.03上涨到2006年7月03日的4398.98点,股票市场已经从熊市向牛市大步迈进,各股票价格均有上升,因此第四季度的绩效比第二、三季度绩效显著改善,已经与股改前的绩效没有显著差异了。

参考文献

- [1] 岳朝龙,等. SAS系统与经济统计分析[M]. 合肥:中国科技大学出版社,2003.

(下转第52页)

$$V_2 = S_2 \frac{1 - (1+i)^{-6}}{i} \cdot (1+i)^{-6} = 1700 \times$$

4.3553 × 0.5645 = 4179.56 (万元)

净现值为 $NPV = 6532.89 + 4179.56 - 11000 = -287.55$ (万元), 净现值为负, 说明该投资项目不可行。

将现金流量看成连续流入, 则前6年收益的现值为

$$V_1 = \int_0^6 (1+i)^{-t} S_1 dt = \int_0^6 (1.1)^{-t} \cdot 1500 dt =$$

6854.36 (万元)

后6年收益的现值为

$$V_2 = \int_6^{12} (1+i)^{-t} S_2 dt = \int_6^{12} (1.1)^{-t} \cdot 1700 dt =$$

4384.99 (万元)

净现值为 $NPV = 6854.36 + 4384.99 - 11000 = 2393.5$ (万元), 净现值为正, 说明该投资项目可行。造成这个结果的原因, 同均匀流量的原因一样, 此处不再赘述。

4 流量随时间变化的投资决策分析

在实际工作中, 项目投产后的现金流量是随时间变化的。通常在经济寿命的前半段中, 由于生产从不熟练到熟练, 生产效率在逐渐提高, 现金流量也

在逐渐增加, 但在经济寿命期的后半段, 由于设备的老化和竞争对手的增加, 导致生产效率逐渐降低, 现金流入也逐渐减少。上例中, 假设在经济寿命期内, 现金流入随时间连续变动, 即为时间 t 的函数 $S(t) = 1257 + 154t - 12t^2$ 这样收益的现值为

$$V = \int_0^{12} (1+i)^{-t} S(t) dt = \int_0^{12} (1.1)^{-t} (1257 + 154t + 12t^2) dt = 11350.44 \text{ (万元)}$$

净现值为 $NPV = 11350.44 - 11000 = 350.44$ (万元), 净现值为正, 说明该投资项目可行。

5 结论

通过以上分析可以看到, 使用净现值法进行投资决策时, 将现金流量看作连续流量, 不仅真实地反映资金的运动过程, 符合客观情况, 而且计算结果精度高, 在经常项目的投资决策分析中起到重要的作用。

参考文献

- (1) 斯梯芬·鲁比. 投资评价与相关决策[M]. 吴孟飞, 孙康平, 译. 北京: 中国石化出版社, 1991.
- (2) S T 霍理, T D 帕森斯. 财经界使用数学方法[M]. 孙美春, 译. 北京: 中国经济出版社, 1990.

Analysis of Investment Decision Under Continuous Flow

WANG Shou-zhen¹, LING Dong-sheng²

(1. School of Applied Mathematics Center University of Financial and Economics, Beijing 100081, China;

2. Anshan Iron and Steel Industrial Group Corporation Limited, Anshan Liaoning 114003, China)

Abstract: Net present value is a useful method in investment decision. In this paper, cash flow is regarded as continuous flow when present value is used in investment decision. Analysis of investment decision is conducted under even flow, uneven flow and flow change with time.

Key words: flow; net present value; investment decision

(上接第29页)

The Research of Changing Company Performances Before and After the Stock Splitting Reform

DONG Mei-sheng, ZHA Hui-qiong

(School of Economics, AHUT, Maanshan Anhui 240032, China)

Abstract: This article selected 177 stocks to analyze the changing performance of the company before and after the Stock Splitting Reform using variance analysis. We discovered that, each stock's net assets does not have remarkable differences subject to change; the index value of each stock's income, property profit margin and the net assets income rate is remarkably higher in the first quarter than previous after the reform; index value in the second and the third quarter are remarkably lower than previous values and there is no remarkable differences between fourth quarter's index value and values before the reform. This conclusion is further carried on with some simple analysis.

Key words: the stock splitting reform; performances; difference