

国家自然科学基金资助成果

“泰山学者计划”资助成果

中国人民大学教育基金会资助成果

· 财务管理理论文丛 ·

Series of Financial Management Theory

控制权转移与利益流动

——基于中国上市公司的理论与实证研究

王化成 等 著



YZLI0890146800



中国人民大学出版社

国家自然科学基金资助成果

“泰山学者计划”资助成果

中国人民大学教育基金会资助成果

· 财务管理理论文丛 ·

Series of Financial Management Theory

控制权转移与利益流动

——基于中国上市公司的理论与实证研究

王化成 张伟华 孙 健 杨棉之 著
姚 燕 刘桂香 闫存岩



YZLI0890146800

中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

控制权转移与利益流动：基于中国上市公司的理论与实证研究/王化成等著. —北京：中国人民大学出版社，2011

(财务管理理论文丛)

ISBN 978-7-300-13340-9

I. ①控… II. ①王… III. ①上市公司-企业管理-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 019796 号

国家自然科学基金资助成果

“泰山学者计划”资助成果

中国人民大学教育基金会资助成果

北京市社会科学理论著作出版基金资助

财务管理理论文丛

控制权转移与利益流动

——基于中国上市公司的理论与实证研究

王化成 等 著

Kongzhiquan Zhuanyi yu Liyi Liudong

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 涿州市星河印刷有限公司

规 格 155 mm×230 mm 16 开本

版 次 2011 年 12 月第 1 版

印 张 31.25 插页 3

印 次 2011 年 12 月第 1 次印刷

字 数 461 000

定 价 65.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



总 序

随着我国资本市场的不断发展，上市公司数量不断增加，我国公司财务管理理论研究也得到快速发展。从已有的研究文献来看，当前我国学术界对于财务管理理论的研究可谓百花齐放、百家争鸣，特别是近年来一大批学者引进西方的研究范式分析中国问题，取得了丰富的研究成果。但是，当我们对现有成果进行深入分析后，发现我国的财务理论研究还存在许多问题。概括起来，这些问题主要包括：（1）研究选题往往聚焦于某些热点问题，没有从中国特有的财务管理环境出发，构建基础的财务管理理论体系。国内外学者虽从不同的角度分析了财务管理环境的作用，但仅局限于分析财务管理环境与公司财务特征之间的直接关系，缺乏将财务管理环境作为财务管理问题分析起点的理论认识。因此，既无法真正将中国特色的制度背景融入财务管理研究中，更无法将零散、独立的研究成果汇总成为切合现实、贴近实际的理论体系，一些基础性的难点问题仍然没有破解。（2）多以简单数量关系来分析公司治理与公司业绩之间的关系，缺乏公司治理、财务决策及公司价值间的互动链条。虽然有许多文献探讨了公司治理与财务决策、财务决策与公司价值的相互关系，但大多数研究均将两部分内容相互割裂，局限于分析二者之间的简单数量关系，缺乏对其内在作用机理的梳理和分析。



(3) 研究内容仍主要局限于传统领域, 缺少对人力资本、知识资本等新问题的分析与探讨。(4) 在对公司业绩考核时, 往往只重视利润指标, 特别是利润数量指标, 忽视对企业持续稳定发展有重要影响的战略性评价和盈余质量的评价。(5) 以假定的单体公司为研究对象, 对集团化公司中存在的控制权问题和内部资本市场问题重视不够。我国上市公司往往由国有企业通过资产剥离、改制等方式而来, 导致其与母公司存在着天然的关联关系, 在此基础上形成的以控股股东为权力中心的内部资本市场无疑是我国上市公司运营的重要特征。以控制权与内部资本市场相结合的视角, 考察分析其对公司财务决策行为的影响无疑应是我国财务理论研究的重要问题。

综上所述, 处于转轨经济中的我国公司财务管理处在一个复杂多变的系统环境中, 新问题、新现象层出不穷, 其中相当多的问题已远远超出西方成熟理论所能解释的范畴, 迫切需要构建本土化的财务理论体系。在这样一个现实背景下, 以具体的财务管理环境为出发点, 着眼于现实中的基础性难点问题, 以开放性的思维和科学规范的方法研究财务管理理论, 具有重要而深远的理论意义和实践意义。

自 1985 年进入中国人民大学会计系攻读研究生以来, 我一直致力于财务管理基础理论问题的研究。近年来, 我们针对上述问题, 有计划地展开了研究, 形成了系列研究成果。经与中国人民大学出版社协商, 将这些研究成果汇集成丛书出版, 命名为“财务管理理论文丛”。该套丛书由三部分组成: 一是我个人的学术专著和论文集, 如《财务管理理论结构》; 二是我近年承担的相关研究课题的最终研究成果, 这些课题主要包括: 国家自然科学基金项目“中国上市公司控制权转移的利益流动研究”, “中国上市公司盈余质量研究”, “企业业绩评价与激励研究”, 国家社科基金项目“基于控股股东利益的中国上市公司资本运营研究”, 中国人民大学“十五”“211 工程”项目, “财务管理理论创新研究”, 财政部重点会计科研课题“财务管理理论框架研究”等; 三是在我的指导下, 由我的博士生完成的学术专著。

通过本套丛书的出版, 我们希望实现以下目标: (1) 建立新的财务理论结构。在多年研究的基础上, 我们构建的财务管理理论结构是: 以财务管理环境为起点、以财务管理假设为前提、以财务管理目标



为导向,由财务管理基本理论、财务管理通用业务理论、财务管理特殊业务理论和其他专门领域构成的财务管理理论体系。(2)明确公司治理与企业价值的路径依赖关系。我们认为,不同的公司治理结构必然影响管理者的决策行为,从而影响业绩,因此,企业价值应该是管理者决策的函数,而管理者决策又是公司治理结构与其行为特征的函数。丛书将系统研究公司治理在不同的假设条件下对公司三大财务决策(指筹资决策、投资决策和分配决策)的影响方式、影响程度,在此基础上进一步探析财务决策后果对企业价值的影响。(3)基于动态发展的视角构建广义财务理论概念。丛书对于财务决策相关问题的研究冲破了传统的狭义理论界定,从实践发展的需求出发,提出广义筹资、广义投资和广义分配理论,并在此视角下研究具体的财务决策问题。(4)基于持续发展角度研究企业业绩评价问题。丛书将结合中国企业的特点,探索 EVA、平衡计分卡、战略地图、盈余质量评价体系等新的评价理论在中国的应用。(5)系统地研究控制权、内部资本市场与公司财务决策的关系机理。丛书将结合中国特殊的内部资本市场结构和资本体系架构,通过理论演绎和实证检验深入剖析控制权、内部资本市场对公司财务决策的影响。

财务管理理论体系的建设是一项庞大、复杂的系统工程,本套丛书虽然在这方面进行了一些探讨,但只是万里长征走完第一步。今后,我们仍然会不断探索,争取早日构建科学、合理的财务管理理论体系。

丛书中的缺点和错误,欢迎读者批评指正。

王化成

2006年3月于北京世纪城



前 言

在公司治理结构中，控制权市场是重要的外部治理机制。通过控制权转移来替换不合格的管理层是解决代理冲突的重要途径。合理的控制权转移有利于推动公司治理结构的完善，有利于公司真实价值的体现，有利于股东财富最大化的实现，也有利于证券市场的健康发展。但是，在我国控制权市场不发达、监管不完善、公司治理水平较低等背景下，控制权转移成为公司原控股方和新控股方合谋，侵害其他利益相关者尤其是中小投资者利益的一种重要手段。频繁发生的控股股东利用控制权转移获取私有收益的案例，使人们对我国公司控制权转移的动机及利益流动的合理性产生了极大的质疑。在这种情况下，全面系统地研究控制权转移下的利益流动机制，对于规范公司控制权转移行为，保护相关利益方特别是中小投资者的利益，促进我国证券市场的健康发展，具有重要的理论和现实意义。

一、本书的缘起

在成熟的资本市场中，由于目标公司的股权分散程度高，股份流动性较强，控制权市场在改善目标公司的治理结构，降低代理成本，提高公司绩效方面发挥了重要作用，有力地保护了投资者的利益。但我国控制权市场中，在股权分置改革之前，公司股东缺乏共同的利益基础，处于控股地位的非流通股股东的收益主要取决于净



资产的增加，与市场走势毫无关系。因此，控股股东争夺控制权往往是为了获得更多的控制权私有收益。在控制权转移中，原控股方和新控股方通过操纵上市公司股价等不正当行为，从中获取非正当收益；在控制权转移完成后，新控股方通过资产置换、关联交易、利用上市公司“圈钱”等不当手段，将上市公司掏空，以满足自身的利益需求，而广大流通股股东的利益在控制权转移过程中被严重侵害。从当时国内的研究现状来看，学术界对这一课题的研究基本上是参照国外的研究框架，围绕控制权转移的市场反应及控制权转移对公司财务业绩的影响等，研究内容和方法都与国外相关研究类似，较少聚焦于我国证券市场的特殊情况，研究结论对理论和实践的贡献较为有限。我们认为，基于中国的特殊制度背景，深入认识利益相关方在控制权转移过程中及控制权转移后的利益获取机理，有利于更好地规划我国控制权市场的发展方向，有利于更加完善我国控制权市场的外部监督作用，有利于更好地保护中小投资者利益。所幸的是，这一想法得到了业内专家学者的认同，由我主持申报的“中国上市公司控制权转移的利益流动研究”在2005年度国家自然科学基金项目中顺利获批。从2006年1月至2008年12月，在国家自然科学基金面上项目（项目号：70572096）的资助下，课题组秉承“立足中国的现实背景，运用合适的研究方法，构建全面的研究体系，提供可靠的经验证据”的研究思想，在广泛占有资料与实地调研的基础上，对我国上市公司控制权转移的利益流动进行了较为系统、全面的研究，取得了一些创新性的研究成果，完成了课题申报时的既定目标。在对控制权转移与利益流动的研究过程中，课题组发现：企业集团是我国证券市场的一个显著特色，而建立在控制权基础上的企业集团内部资本市场问题是一项十分值得研究的课题，控股股东以构建集团内部资本市场为目的而获取控制权，建立以上市公司为核心的集团内部资本市场，实现利益流动。为使研究内容更加丰富，研究体系更加完整，研究结论更加贴合理论和我国实践，课题组对研究内容做了适当扩充，对基于控制权的企业集团内部资本市场做了初步研究，并以此为基础，申请了国家自然科学基金面上项目“内部资本市场运作、配置效率与盈余质量”（项目号：70872106）。因此，本书系课题“中国上市公司控制权转移的利益流动研究”最终研究成果的汇总，同时也是课题“内部资本市场运作、



配置效率与盈余质量”的阶段性的成果，主要目的在于对控制权转移与利益流动课题的研究思路与研究成果进行系统梳理和总结，对基于控制权的内部资本市场相关问题进行初步探索。

二、本书的内容

本书立足于中国资本市场，围绕控制权转移溢价及其影响因素、控制权转移的微观市场反应、控制权转移的财富效应及其影响因素，以及基于控制权的内部资本市场有效性等方面展开研究，全面深入地研究原控股方、新控股方等多个主体的利益流动状况及手段，通过分析控制权转移中及转移后新控股方的获利途径，探寻我国控制权转移的各种真实动机。按照研究内容，全书包括五篇共 21 章。其中，第 1 篇为研究基础，主要介绍本书的研究背景和研究意义、研究内容、基本研究思路和研究方法等，对本书研究中采用的通用理论进行阐述，同时对与本书相关的研究文献进行回顾和评述，指出现有研究的局限性和本书研究的切入点。第 2 篇为上市公司控制权转移溢价研究，主要以我国控制权市场为背景，研究控制权市场对控制权转移溢价的影响。同时，以控制权转移利益相关者的研究视角，分析不同股权性质的控股方在控制权转移过程中获取控制权收益的动机和利益流动的原因。第 3 篇为上市公司控制权转移的市场反应研究，主要选择控制权转移事件作为研究对象，将投资者情绪分为两类，深入研究投资者情绪对于控制权转移的市场反应的影响。第 4 篇为上市公司控制权转移的财富效应研究，主要研究了主并公司股权结构对上市公司控制权转移短期、长期财富效应的影响，并通过主并公司取得控制权后的财务行为，分析了其影响长期财富效应的路径。第 5 篇为企业集团内部资本市场有效性研究，在控制权配置的框架内，剖析企业集团内部资本市场的存在性及效率性，并深入分析了公司控制结构和内部资本市场运作方式等因素对系族企业内部资本配置效率的影响。

三、本书的创新

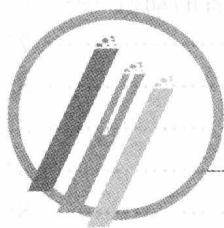
本书试图在研究视角、研究方法、研究对象、研究结论等方面都有所创新。本书的贡献主要包括：（1）研究视角方面的贡献。本书研究始终立足于中国资本市场的特殊背景，将控制权转移与第二类代理问题相结合，在控制权收益的框架下分析利益流动，使研究结果更具有针对性，更符合中国实际。（2）研究方法的贡献。本书



在分析控制权转移后目标公司的长期财富效应时,采用了中介变量的研究方法,通过由三组关系组成的传导机制模型,深入揭示所研究问题的内在机理,为监管机构提供具体且有指导性的政策建议奠定了坚实的理论基础。(3)研究对象的贡献。本书研究对象的选择不仅仅着眼于单一上市公司,而是将范围扩大到以上市公司为核心的企业集团,来研究建立在控制权基础上的企业集团内部资本市场的效率性。(4)研究结论的贡献。本书的研究基于中国的制度背景,在研究结果的基础上,为更好地改善上市公司的公司治理,提升监管机构的监管效率提供了较为可行的政策建议,从而使研究结论具有较为明显的外部效应。

本书虽然取得了一定的创新成果,但囿于客观环境与主观能力的限制,本书的研究还存在许多不足之处,恳请广大读者批评指正。我们也希望以本书为纽带,与学术同行、业界专家进行广泛的交流,并以此为契机,就控制权相关问题进行更加深入的研究。

王化成



目 录

第 1 篇 研究基础

第 1 章 绪论	3
1.1 研究背景	3
1.2 研究的主要内容和重点难点	7
1.3 本书的研究意义和创新	11
1.4 基础研究思路和研究方法	14
第 2 章 理论基础	15
2.1 控制权理论	15
2.2 代理理论	21
第 3 章 文献综述	27
3.1 控制权获取动机	27
3.2 控制权转移溢价研究	32
3.3 控制权转移的财富效应	38
3.4 现有研究的局限	44

第 2 篇 上市公司控制权转移溢价研究

第 4 章 我国控制权转移溢价形成机理	49
4.1 控制权转移溢价概念的界定	49
4.2 制度背景	57



4.3	我国上市公司控制权转移过程中利益相关者的动机	65
4.4	我国上市公司控制权转移定价机制	75
4.5	本章小结	82
第5章	我国控制权市场与控制权转移溢价	84
5.1	文献回顾与研究设计	84
5.2	我国控制权市场总体特征分析	88
5.3	控制权转移溢价与控制权私有收益	99
5.4	控制权市场特征与控制权转移溢价	109
5.5	本章小结	114
第6章	目标公司特征与控制权转移溢价	117
6.1	文献回顾与研究假设	117
6.2	数据分析和实证检验	124
6.3	讨论与分析目标公司管理层在控制权转移 过程中的作用	130
6.4	本章小结	132
第7章	控股方股权性质与控制权转移溢价	134
7.1	理论分析与研究假设	135
7.2	控股方股权性质与控制权转移溢价的单因素分析	137
7.3	原控股方股权性质与控制权转移溢价的 多因素分析	141
7.4	本章小结	147
 第3篇 上市公司控制权转移的市场反应研究		
第8章	研究视角与文献回顾	151
8.1	研究视角	151
8.2	文献回顾	154
8.3	本章小结	167
第9章	控制权转移中投资者过度乐观了吗	168
9.1	样本选取与研究设计	170
9.2	实证结果与分析	176
9.3	稳健性检验	185
9.4	本章小结	193
第10章	投资者情绪指数的构建	195

10.1	指标选择与研究设计	196
10.2	投资者情绪指数的构建	198
10.3	投资者情绪指数的进一步思考：剔除宏观经济 因素	203
10.4	本章小结	209
第 11 章	投资者情绪与控制权转移的市场反应	210
11.1	研究设计	211
11.2	实证结果与分析	214
11.3	稳健性检验：以累计变化量替代平均值	220
11.4	本章小结	222
第 12 章	信息不对称、投资者情绪与市场反应	232
12.1	研究设计	233
12.2	逆向选择成本的估计结果	236
12.3	信息不对称、投资者情绪与市场反应的回归结果	242
12.4	本章小结	244

第 4 篇 上市公司控制权转移的财富效应研究

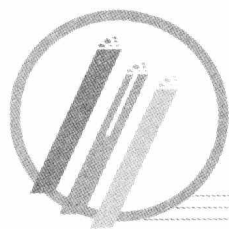
第 13 章	上市公司控制权转移的财富效应	257
13.1	研究方法	257
13.2	研究设计与数据来源	262
13.3	实证结果及分析	268
13.4	本章小结	276
第 14 章	主并公司股权结构与短期财富效应	277
14.1	股权结构与短期财富效应的描述性统计	278
14.2	单因素分析	280
14.3	多因素分析	286
14.4	本章小结	289
第 15 章	主并公司股权结构与长期财富效应	290
15.1	引言	290
15.2	理论分析与研究假设	291
15.3	实证分析与结论	294
15.4	本章小结	314
第 16 章	股权结构、财务行为与长期财富效应	315



16.1	引言	315
16.2	文献回顾与研究设计	316
16.3	实证分析及结果	320
16.4	本章小结	327

第5篇 企业集团内部资本市场有效性研究

第17章	文献回顾与理论基础	331
17.1	国外文献回顾	331
17.2	国内文献回顾	344
17.3	代理问题、寻租与内部资本配置效率	349
17.4	本章小结	365
第18章	制度背景与内部资本市场成因分析	366
18.1	国家层面的制度背景分析	367
18.2	市场层面的制度背景分析	370
18.3	公司层面的制度背景分析	374
18.4	企业集团内部资本市场	386
18.5	本章小结	399
第19章	企业集团内部资本市场的存在性与效率性	400
19.1	研究设计	402
19.2	实证结果与分析	404
19.3	本章小结	435
第20章	内部资本市场配置效率的影响因素	437
20.1	研究假说的建立	438
20.2	研究设计	443
20.3	实证结果与分析	445
20.4	本章小结	450
第21章	研究总结	451
21.1	主要研究结论	451
21.2	研究局限	457
21.3	研究展望	458
参考文献		460
后记		485



第 1 篇

研究基础

本篇是本书的研究基础，包括3章。第1章是绪论，介绍本书的研究背景和研究意义、主要研究内容、基本研究思路和研究方法等；第2章是理论基础，对本书运用的公共理论，包括控制权理论和代理理论进行阐述；第3章为文献综述，对与本书研究内容相关的研究文献进行简要的回顾和评述，指出现有研究的局限性、本书研究的切入点和主要研究脉络。



第 1 章

绪 论

1.1 研究背景

1.1.1 现实背景

控制权市场是指通过收集具有控制权地位的股权或股票代理权，获得公司实际控制权的转移和交易市场。从微观层面上讲，公司控制权市场的存在对不合格经理人员形成了外在的替代威胁，大大削弱了所有权与控制权的分离问题，是一种从外部监督经理人员的重要机制，在公司治理过程中起着非常重要的作用。从宏观层面上讲，公司控制权市场是一国调整产业结构，改善行业布局的重要场所，有利于优化资源配置。

在资本市场相对成熟的国家，由于目标公司的股权结构具有股本规模小、股权分散程度高和股份流动性较强等特点，控制权市场在改善目标公司的治理结构，降低代理成本，提高公司绩效方面发挥了重要作用，同时还起到了保护投资者的作用。许多研究都表明，在英、美等公司股权较分散的国家，公司控制权市场是约束经理人员，降低代理成本最为有效的路径之一（Jensen, 1986）。