



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

基于控股股东机会主义的控制权转移研究

唐雪松 / 著

JIYU KONGGU GUDONG JIHUIZHUYI DE
KONGZHIGUAN ZHUANYI YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

本书获西南财经大学学术专著出版基金资助

本书获西南财经大学“211 工程”三期及青年教师成长项目资助

本书获国家自然科学基金项目（70802050）资助

基于控股股东机会主义的 控制权转移研究

唐雪松 著

经济科学出版社

责任编辑：王柳松

责任校对：王苗苗

版式设计：齐 杰

技术编辑：王世伟

图书在版编目 (CIP) 数据

基于控股股东机会主义的控制权转移研究 / 唐雪松著.
—北京：经济科学出版社，2011. 3

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0365 - 6

I. ①基… II. ①唐… 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 018535 号

基于控股股东机会主义的控制权转移研究

唐雪松 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮箱：esp@esp.com.cn

北京中科印刷厂印装

880 × 1230 32 开 6 印张 170000 字

2011 年 3 月第 1 版 2011 年 3 月第 1 次印刷

印数：0001—1000 册

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0365 - 6 定价：20.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

从1990年沪深交易所成立到2010年，中国资本市场走过了整整20个春秋。在过去的20年中，中国资本市场从无到有，从小到大；从最初的不足10家上市公司到如今近2000家的上市公司，从最初市值不足万亿元到接近25万亿元，达到居全球第三的市值规模。中国资本市场用了仅仅20年，走完了发达国家百年的发展路程。中国资本市场的高速发展，也相应地带来发展中的问题。由于中国资本市场特定的制度背景、文化积淀等因素的影响，使得许多问题无法用西方传统的财务理论加以解释和说明。我们姑且将这些问题称为中国资本市场“异象”。正是这些“异象”问题的存在，引发了包括中国学者在内的全球财务金融学者对中国证券市场的高度关注。

上市公司控制权转移的动因及经济后果是这些“异象”问题中受到关注程度很高的问题之一。关于控制权转移的原因，主流的新古典控制权市场理论认为控制权转移具有纠正低效经理行为从而降低企业代理成本的功效。但是一些学者发现，使用该理论诠释我国上市公司控制权转移发生的原因时却显得力不从心。针对这个问题，唐雪松教授另辟蹊径，基于控股股东机会主义视角来研究我国上市公司控制权转移发生的原因以及相应后果，得到了令人耳目一新的研究结论。

相对于以前的同类研究文献，唐雪松教授的研究在以下几个方面有所创新：

独创的研究视角：该书首次以控股股东机会主义动机为切入点，系统分析我国上市公司控制权转移的动机，并提供了控股股东机会主义动因对上市公司控制权转移推动作用的经验证据。

多层次的研究内容：该书在分析控制权转移动机的同时，将研究领域扩大到上市公司控制权转移中存在的内幕交易，揭示了控股股东与内幕交易之间的关系。他的研究发现控股股东在控制权转移中付出越多，内幕交易程度越严重。由于控股股东可以利用控制权转移中内幕交易进行补偿，使得上市公司控制权转移易于发生。

研究方法的改革：该书通过因子分析，连续五年动态地考察了控制权转移后上市公司的业绩状况，创新地对企业业绩进行分解评价（盈利性和增长性两方面），发现控制权转移后上市公司业绩的短暂提升是通过业绩增长实现的，而企业的盈利能力始终没有提升。控制权转移中新控股股东投机性行为对控制权转移后上市公司业绩改善有显著不良影响。

唐雪松教授的研究结论说明，我国上市公司控制权转移中存在控股股东机会主义动因或行为，这些机会主义动因或行为在一定程度上推动了甚至左右了上市公司控制权转移的发生与否和发生进程；其中，部分机会主义行为对控制权转移之后上市公司业绩改善造成了负面影响。

唐雪松教授的研究结论发人深省，不仅有利于读者深刻理解中国资本市场特殊制度背景下控制权市场的功能和作用途径；而且对证券市场监管机构客观评价控制权转移的真实动机、投资者制订理性的投资策略以保护自身利益均有重要的启示和借鉴意义。

唐雪松教授的本科、硕士和博士教育都是在南开大学完成的。他在读博士时是我的学生。以我对他的理解，他天资聪颖且学习勤奋，博闻强记但不拘泥古人。在他完成硕士学业之后曾经在企业工作数年。南开大学“允公允能、日新月异”的办学理念为他创新思维的形成和发展提供了价值观和方法论层次的源动力，而实践工

作的历练和博士阶段学习，为其以后的教学和研究工作奠定了厚积薄发的基础。这本书的面市，说明了他已经取得了青出于蓝而胜于蓝的成就。

希望唐雪松教授今后不断取得更加优秀的成果。

是为序。

南开大学会计学系教授

周晓苏

中文摘要

随着经济改革的深化与证券市场的发展，我国控制权市场逐渐活跃，自 1997 年起，出现了上市公司控制权转移热潮。上市公司发生控制权转移的原因是什么？基于特定原因发生的控制权转移又将给上市公司带来何种后果呢？与已有文献不同，本书基于控股股东机会主义视角研究了我国上市公司控制权转移原因与后果。

本书以我国证券市场 1997 ~ 2001 年发生控制权转移的 294 家上市公司为样本，研究发现：

1. 我国上市公司控制权转移中，存在原（新）控股股东坐庄炒作、原控股股东控制权私人收益损失最小化、新控股股东进入证券市场圈钱、新控股股东投机等机会主义动因。这些机会主义动因对上市公司控制权转移起到推动作用。具体证据为：

发生控制权转移的上市公司具有股票易于坐庄炒作的特点，上市公司控制权转移前一年股价越低，流通市值规模越小，控制权转移发生概率越高。发生控制权转移的上市公司具有股权制衡度高的特点，上市公司控制权转移前股权制衡度越高，控制权转移发生概率越高。新控股股东通过控制权转移进入证券市场，控制权转移前新控股股东中有 96% 不是上市公司，89% 不是上市公司的控股股东；新控股股东取得上市公司控制权后积极开展“保配”盈余管理行动，有 58.5% 的上市公司在控制权转移当年达到配股监管要求的盈利水平，有 56.1% 的上市公司在次年达到配股监管要求的盈利水平。上市公司控制权转移后出现明显的控制权再次转移现象（31.97%）；与未发生再次控制权转移的上市公司相比，发生再次控制权转移的上市公司控制权私人收益水平更低。

2. 我国上市公司控制权转移中存在较严重的内幕交易行为；原（新）控股股东与内幕交易行为有关，原（新）控股股东在控制权转移中付出越多，内幕交易行为越严重。由于控股股东可以利用控制权转移中内幕交易进行补偿，使得上市公司控制权转移易于发生。具体证据为：

控制权转移信息披露前夕上市公司累计非正常报酬率已达 6.9%，控制权转移信息披露公告效应为 6.4%，控制权转移信息披露前累计非正常报酬率占披露期间最高累计非正常报酬率的比重为 93%。原（新）控股股东与内幕交易行为有关，原（新）控股股东在控制权转移中付出越多，内幕交易行为越严重。原控股股东控股比例越高，内幕交易越严重；现金方式交易时，控制权转移中内幕交易行为比非现金方式交易时更加严重。

3. 控制权转移虽然在短期内（控制权转移当年及随后一年）改善了上市公司业绩，但在更长时期内（控制权转移后 2 到 3 年），却降低了业绩；上市公司业绩短暂改善是通过业绩增长实现的，而上市公司的盈利能力始终没有改善。新控股股东投机性行为有损于控制权转移之后上市公司业绩的真正改善。

上述研究表明我国上市公司控制权转移中存在控股股东机会主义动因或行为，这些机会主义动因或行为推动了上市公司控制权转移的发生，其中，部分机会主义行为对控制权转移之后上市公司业绩改善造成负面影响。本书的研究结论有助于深刻理解我国证券市场特定制度环境中控制权市场的功能，对证券市场监管层的监管行为、投资者的投资策略以及其他利益相关者的决策均有启示意义。

目 录

第一章 引言	1
第一节 选题背景与研究现状	1
第二节 本书主要内容	4
第三节 本书可能的创新之处	6
第四节 本书框架	7
第二章 制度背景	10
第一节 国企改革历程与上市制度安排	10
第二节 证券市场融资资格的管制	15
第三节 上市公司并购行为与内幕交易监管的制度背景	17
第三章 理论基础与文献综述	23
第一节 控制权的概念、性质及其重要性	23
第二节 基于新古典控制权市场理论的控制权转移研究文献	29
第三节 基于大股东控制的控制权转移研究文献	47
第四节 基于并购理论等视角的控制权转移研究文献	54

第四章 研究目标与数据	59
第一节 研究目标	59
第二节 数据	67
第五章 控制权转移中控股股东机会主义动因研究	71
第一节 自我陈述的控制权转移原因分析	71
第二节 假设演绎	74
第三节 研究设计	81
第四节 实证检验	85
第五节 本章小结	94
第六章 控制权转移中内幕交易研究	96
第一节 内幕交易研究基础	97
第二节 假设演绎	103
第三节 研究设计	106
第四节 实证检验	112
第五节 本章小结	129
第七章 新控股股东机会主义行为对上市公司	
业绩的影响研究	131
第一节 假设演绎	132
第二节 研究设计	134
第三节 基于因子分析的控制权转移后上市公司	
业绩评价	140
第四节 新控股股东机会主义行为影响上市公司	
业绩实证检验	149
第五节 本章小结	154

第八章 研究结论、启示与局限性.....	156
第一节 研究结论.....	156
第二节 研究启示与局限性.....	158
参考文献.....	161
后记.....	179

第一章

引言

第一节

选题背景与研究现状

随着我国经济体制改革的深化与证券市场的发展，上市公司控制权市场逐渐活跃。自 1993 年深宝安收购了延中实业以来，上市公司控制权转移活动日益增加，无论从发生控制权转移的上市公司数量，还是控制权转移所涉及的交易金额，都逐渐增加。特别是自 1997 年起，我国证券市场中出现了上市公司控制权转移的热潮。非上市类国有企业由于控制权转移损失的不可补偿性导致了兼并中的障碍（张维迎，1998），但是以国有企业为主体的上市公司，却在并购中频频发生控制权转移，是什么原因推动了上市公司控制权转移的频繁发生呢？此为本书将要研究的问题之一。对我国上市公司控制权转移是否创造价值进行研究，是企业、立法和监管者有关控制权市场工作的出发点（张新，2003），具有非常重要的理论和现实意义，国外研究文献表明，控制权转移对企业价值产生显著的影响，完善的控制权市场是一种重要的外部公司治理机制。在我国特定的制度环境中，上市公司控制权转移又将给上市公司带来什么样的后果呢？这是本书将要研究的另一个问题。

针对我国上市公司控制权转移，国内学者已经积累了相当数量的研究成果。有学者基于新古典控制权市场理论分析了上市公司控

制权转移行为（朱红军，2003；李增泉，杨春燕，2003；张慕濒，范从来，2005；陈健、席西民和贾隽，2006），得出的基本结论认为我国控制权市场如西方控制权市场一样，具有识别业绩差的企业、制约和纠正低效经理行为的功能，控制权市场功能的发挥促成了上市公司的控制权转移。但值得指出的是，基于新古典控制权市场理论分析我国上市公司控制权转移时需要特别关注我国上市公司的特点和制度背景。我国上市公司具有与新古典控制权市场理论假定前提显著不同的特点。上市公司股权结构二元分置，绝大部分上市公司中，国有非流通股占据绝对控股地位，上市公司控制权转移并非敌意收购就能够完成，而是需要其他力量推动才能实现。上市公司主要代理问题存在于大股东与小股东之间，而非股东与经理之间。而且，我国证券市场建立的目的是出于为国有企业改革服务，它的一个重要功能定位是解决国有企业融资问题，股权融资成为上市公司低成本的融资来源。证券市场投资者保护薄弱，掌握上市公司控制权意味着可以获得巨大的控制权私人收益。在股票发行上市受到政府严格控制的情况下，上市资格供不应求、上市公司“壳资源”价值巨大，很多未能进入证券市场的企业想方设法通过各种渠道争取获得上市资格或控制上市公司。因此，我国上市公司控制权转移并不主要是控制权市场惩罚不称职经理的结果，而是特定制度背景下原控股股东与新控股股东针对控制权进行交易的结果。在注意到上市公司特点和制度背景后，有学者基于大股东控制视角对上市公司控制权转移行为进行了研究。例如，王爱凡（2004）研究1997～2001年我国上市公司控制权转移定价时发现，溢价交易十分明显，控制权转移是为了争夺控制权私人收益。

由于控制权转移常伴随着并购交易而发生，因此，国内还有一些学者基于并购理论来研究我国上市公司控制权转移的原因与后果。例如，吕爱兵和赵霞（2004）在研究发生控制权转移的上市公司产业特点时发现并不存在发挥产业协同效应的基础；唐建新和

贺虹（2005）发现协同效应动因并不明显，并购活动并未提升收购公司和目标公司的业绩；方轶强和夏立军（2005）认为，胜者灾祸和自大理论不能解释我国上市公司控制权转移行为，因为上市公司控制权转移中不存在对流通股东支付过大的问题。

内幕交易行为是研究我国上市公司控制权转移时不可忽略的一个环节。证券市场各方普遍认为上市公司控制权转移中存在内幕交易行为；如果考察一些控制权转移案例，可以发现股价在控制权转移信息披露前数月已经开始反应。尽管可以从多个角度解释这一现象，如市场有效、投资者先知先觉等，但仍然有足够理由相信内幕交易行为的存在。即便在市场经济发达、内幕交易监管严格的西方国家，尚且存在内幕交易行为（Keown, Pinkerton, 1981; Masse, 1988; Barclay, Warner, 1993; Bris, 2000; Alain et al., 2000），我国处于经济转型期、监管力度总体不足。那么，我国上市公司控制权转移中内幕交易扮演着什么样的角色？内幕交易是否可以发挥补偿控股股东损失的作用，使张维迎（1998）所指出的非上市类国有企业控制权转移损失不可补偿性导致的兼并障碍问题在上市公司中得到缓解，从而使上市公司控制权转移易于发生呢？关于这些问题，目前国内并无文献深入分析和讨论。

虽然，目前国内关于上市公司控制权转移业绩后果有很多文献，但并未形成广为接受的结论。有人认为控制权转移改善了上市公司业绩（原红旗，吴星宇，1998），也有人认为控制权转移短暂地而非长久地改善企业业绩（张新，2003；周晓苏和唐雪松，2006），还有人认为控制权转移使企业业绩下降了（冯根福，吴林江，2001；骆祚炎，2005）。但是，从中可以看出，已有相当数量的文献表明控制权转移仅短暂地改善上市公司业绩，甚至没有改善业绩。那么，上市公司控制权转移为什么会出现如此后果呢？现有文献对此并未进行合理解释，本书拟就此进行研究尝试。

第二节

本书主要内容

考虑到我国上市公司“壳资源”的稀缺性、控制权转移过程中可能存在的坐庄炒作、内幕交易行为,以及控制权转移之后的企业业绩表现,本书拟从控股股东机会主义角度研究我国上市公司控制权转移原因与后果^①。本研究是在国内现有少数从机会主义视角研究上市公司控制权转移行为的文献基础上展开的。顾勇和吴冲锋(2002)从坐庄炒作角度研究了上市公司控制权转移中并购溢价与流通股股数之间的关系;陈信元等(2003)研究了上市公司机会主义资产重组与政府刚性管制之间的关系;陈小林(2005)从控股股东投机目的角度研究了上市公司控制权的多次转移现象。但是,现有文献中还存在几个未回答或未回答清楚的问题,这些构成了本书的研究目标。

第一,在我国特定的制度环境中,资产重组是化解上市公司经营危机和财务压力的一种重要手段。一般而言,上市公司可以在当

^① 关于机会主义,目前有多种定义。维基百科(Wikipedia)全书认为,机会主义来源于政治科学,但在交易成本经济学中应用广泛,指不惜任何代价或抓住任何时机提升某团体或个人的政治影响力;或在现实环境中抛弃某些重要的政治原则以提升政治权力或影响;或者一种追求更大的政治资本的政治思潮或倾向,而不是通过有原则的立场或政治见解真正赢得人民的支持(<http://en.wikipedia.org/wiki/Opportunism>)。而《新帕尔格雷夫经济学大词典》中并无关于机会主义的解释。

《牛津现代高级英汉双解词典》定义为政策、方针制定中以可行、顺应环境为导向,实施可行的而非应该做的行为(《牛津现代高级英汉双解词典》,商务印书馆、牛津大学出版社,1988年第1版)。威廉姆森(Williamson, 1975)定义为决策者无条件地追求自身私利,而且该类行为不易被有效预期(Williamson. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. New York: The Free Press, 1975)。

本书研究中机会主义的含义类似于《牛津现代高级英汉双解词典》和Williamson(1975)的定义,指决策者充分利用环境中有利因素,追求各种私利而不顾及其他相关者整体利益的行为,有时,这类行为具有一定的盲目性、冒险性或投机性。

地政府或原控股股东的支持下，通过控制权转移之外的其他资产重组方式化解经营危机和压力，达到“保壳、保配”目的。那么，是什么原因促使上市公司采取控制权转移这种极端的方式来化解经营危机和财务压力。是由于该上市公司不适于原控股股东获取控制权私人收益？还是由于该上市公司业绩太差而不值得原控股股东继续拥有？对于新控股股东而言，获得上市公司控制权是否是为了进入证券市场圈钱的目的？更有甚者，新控股股东纯粹出于投机性目的获得上市公司控制权，获得之后不久即再次出让从而套现，实现投机利润？在我国证券市场坐庄炒作成风的环境下（鲁桂华，2005），原（新）控股股东是否会利用控制权转移信息坐庄炒作上市公司股票从而获取不当利益？

第二，新控股股东通过协议转让方式并购上市公司间接进入证券市场，完成交易需要巨额资金。由于我国相关金融市场并不发达，不存在足够的金融工具支持，并购中很少以股票等金融工具作为支付手段，通常的支付手段为现金。那么，新控股股东如何解决因并购而面临的资金压力问题，控制权转移过程中的内幕交易是否为新控股股东提供了缓解资金压力的途径？与此相对应，原控股股东由于放弃上市公司控制权而付出代价，那么，股票内幕交易收益是否也可以补偿他们因放弃控制权而付出的代价？由此带来的问题是，是否因为控股股东可以利用控制权转移中内幕交易进行补偿，使得上市公司控制权转移易于发生？

第三，由于寻租只是“寻求直接的非生产性利润”（Directly Unproductive Profit-seeking Activities），从事这种直接非生产性活动而获取租金的过程将导致社会资源的浪费，那么，如果上述关于控制权转移中控股股东机会主义寻租行为的问题成立，可以预期，我国上市公司控制权转移所导致的企业效率后果应该与新古典控制权市场理论的预期有所差异。上市公司在控制权转移之后并不会出现真正的业绩改善，上市公司中小股东也不能通过控制权转移之后业绩改善而获得利益。但是，控制权转移对企业业绩的影响毕竟是一个

实证问题，还有待检验。

为了深入回答上述问题，本书从控股股东机会主义角度建立了系统分析我国上市公司控制权转移原因与后果的研究框架，并提出了相应的实证研究假设。研究假设具体如下：

控制权转移中存在原（新）控股股东坐庄炒作、原控股股东控制权私人收益损失最小化、新控股股东进入证券市场圈钱、新控股股东投机以及原（新）控股股东内幕交易等机会主义动因或行为。控制权转移中新控股股东机会主义行为有损于控制权转移后上市公司业绩的改善。

以我国证券市场（1997～2001年）发生控制权转移的上市公司（294家）为研究样本，本书对上述基于控股股东机会主义的控制权转移研究假设进行了验证。

第三节

本书可能的创新之处

本书从我国上市公司特定的制度背景出发，提出了基于控股股东机会主义的控制权转移研究假设，并进行了相应实证检验。与现有其他类似文献相比，本书可能在以下几个方面取得了突破和创新：

一、本书首次从控股股东机会主义角度建立系统分析我国上市公司控制权转移的研究框架。

本书从控制权转移中控股股东机会主义视角建立了系统分析上市公司控制权转移原因与后果的研究框架。该研究框架包括控制权转移中原（新）控股股东坐庄炒作、原控股股东控制权私人收益损失最小化、新控股股东进入证券市场圈钱、新控股股东投机以及原（新）控股股东内幕交易等机会主义动因或行为的分析；新控股股东机会主义行为影响控制权转移之后上市公司业绩的分析。