



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中国上市公司控制权 转移与控股股东收益研究

张 霜 / 著

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI KONGZHIGUAN
ZHUANYI YU KONGGU GUDONG SHOUYI YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

中国上市公司控制权转移与 控股股东收益研究

张 霜/著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司控制权转移与控股股东收益研究/张霜
著. —北京: 经济科学出版社, 2009. 6

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7785 - 6

I. 中… II. 张… III. ①上市公司 - 股份制 - 研究 - 中国
②上市公司 - 股东 - 收入 - 研究 - 中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 098648 号

责任编辑: 刘怡斐

责任校对: 王肖楠

版式设计: 代小卫 齐杰

技术编辑: 李长建

中国上市公司控制权转移与控股股东收益研究

张霜/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

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

汉德鼎印刷厂印刷

华丰装订厂装订

880 × 1230 32 开 7.25 印张 220000 字

2009 年 6 月第 1 版 2009 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7785 - 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

我国证券市场走过近 20 年的路程，有喜有忧。喜的是证券市场不仅加速了我国经济建设进程，而且增加了投资渠道；忧的是我国证券市场制度和市场结构不尽完善，尤其对中小股东权益的保护力度不够。广大中小投资者对证券投资充满热情，但由于证券市场的法规、制度建设不完善，现状不尽如人意，极大地挫伤了中小投资者的投资积极性。怎样完善市场法规和相关制度，制约上市公司控股股东的超强权利，有力保护中小投资者的利益，成为政府、社会和学者关注的课题。

张霜所著的《中国上市公司控制权转移与控股股东收益研究》一书，正是从中小股东权益保护的视角出发的。作者从 2005 年股权分置改革前后的股票市场价格剧烈波动现象，引申出了控制权共享收益和私人收益的概念。那就是上市公司如果存在持股比例较高的大股东，就会产生只为大股东享有，不能为其他股东分享的控制权私人收益。而货币收益则是为所有投资者享有的共享收益。

作者围绕控股股东收益对我国上市公司控制权转移问题进行了研究。通过理论分析和推导，认为我国上市公司集中型、金字塔型和分裂型的所有权结构以及中小股东权益的法律保护不力状况是造成控股股东利用控制权转移事件来获取大量私人收益的根本原因。在此基础上，建立理论模型对协议转让和无偿划拨方式分别进行讨论，建立了均衡交易价格模型、控制权转让溢价模型，分段累积超常收益（CAR）模型、转让前后共享收益变化模型以及控制权私人

收益的影响因子模型。

进一步的实证研究结果，确认了控股股东（或终极控股股东）利用控制权转移事件为自己获取私人收益，包含控制权转让溢价收益、操纵流通股价收益和攫取的年度经营收益。

所有这些分析，说明了我国控制权市场在降低控股股东获取私人收益，增加共享收益方面的作用还没有很好地发挥出来。保护中小股东的权益需要法律、法规、媒体监督、产品市场竞争等要素来予以保障。

有志于上市公司治理、控制权市场、中小投资者权益保护研究的读者和完善证券市场建设的决策者以及相关学者不妨读读此书。



西南交通大学经济管理学院原院长、教授、博导

2009年3月18日

内 容 提 要

由于大部分国家（地区）都具有集中的所有权结构，所以控股股东在控制权转移过程中不但能获得控制权共享收益，而且能获得不为全体股东享有的控制权私人收益。怎样测度控制权私人收益，保护中小股东的权益逐渐成为重点课题。但由于市场竞争是不完备的，目前的控制权转让溢价方法实际上低估了控股股东的私人收益水平。鉴于此，本书将控制权市场理论和控制权私人收益的研究结合起来，在控制权共享收益和控制权私人收益的框架下，从理论和实证两方面对控制权转移事件中的私人收益进行研究。

通过分析，认为我国上市公司集中型、金字塔型和分裂型的所有权结构以及中小股东权益的法律保护不力状况是造成控股股东利用控制权转移事件来获取大量私人收益的根本原因。在此基础上，对控制权转移的两种方式（协议转让和无偿划拨方式）分别建立理论模型进行讨论，包含：均衡交易价格模型、控制权转让溢价模型、分段累积超常收益（CAR）模型、转让前后共享收益变化模型和控制权私人收益的影响因子模型。这一部分内容为第4章、第5章、第6章和第7章的实证研究奠定了基础。

从实证研究结果来看，控股股东的确利用控制权转移事件为自己获取私人收益，包含控制权转让溢价收益、操纵流通股股价收益和攫取的年度经营收益。就协议转让和无偿划拨方式比较而言，无偿划拨方式更不利于目标公司的长远发展，这种“拉郎配”的方式只会损害中小股东的利益。

本书又在直接控制权转移分析的基础上,进一步从动态角度分析了终极控制权转移对公司价值的壕堑效应。研究发现:终极控制权转移能对目标公司短期收益的提高产生显著作用,但对公司中、长期收益的影响却是消极的。终极控制权转移后,如果未处于控制地位的终极股东联合起来也无能与终极控制者抗衡的话,存在终极控制者“压榨”公司长期价值的可能性。即终极控制者的“壕堑效应”大于“支持效应”。

由此看来,我国控制权市场在降低控股股东获取私人收益,增加共享收益方面的作用还没有很好地发挥出来。保护中小股东的权益还需要法律、法规、媒体监督、产品市场竞争等要素来予以保障。

本书的创新之处:

(1) 建立模型对不同转移方式(协议转让和无偿划拨方式)下的私人收益进行分析,主要模型有:均衡交易价格模型、控制权转让溢价模型,分段累积超常收益(CAR)模型、转让前后共享收益变化模型和控制权私人收益的影响因子模型。这些分析从理论上证明了控制权私人收益不仅包含转让溢价收益,还包含操纵流通股价收益和经营期间的掠夺收益。

(2) 对理论模型进行实证研究表明:我国上市公司的控制权转移能为控股股东带来超过30%的私人收益水平,控制权市场没有发挥出外部治理机制的作用。

(3) 避开一般静态研究终极控制权的方法,从动态角度进一步分析了终极控制权转移对公司价值的壕堑效应。

Abstract

Recently, the research proves that most countries possess a lot of corporates of concentrated ownership structure. For this reason, the controlling shareholders can obtain the sharing benefits and their private benefits brought by the corporate control. Hence, how to estimate the amount of private benefits of control and protect minority shareholders has gradually become a centerpiece of the recent literature, both theoretically and empirically. As for the imperfection of the market competition, the premium method of the corporate control transaction actually under estimates the level of the controlling shareholders' private benefits. In consideration of this, we combine the traditional theory of the market for corporate control and the research on the private benefits of control together, and under the frame of the sharing benefits and private benefits of control, we make research theoretically and empirically.

Through the analysis, we maintain that the centralized, pyramids and the disunited ownership structures and the poor legal protection on the minority shareholders are the basic reasons for the controlling shareholders taking advantage of the corporate control transaction to make great amount of private benefits.

On this basis, we discuss the two ways of corporate control transaction that are agreement transfer and gratuitous transfer, under the separate theoretical models, including equilibrium transaction price model, control transfer premium model, CAR model, fluctuating model of

shared benefits and influencing factors model of private benefits, which set foundation for the empirical research in chapter 4, 5, 6, 7.

From the result of the empirical research, controlling shareholders do take advantage of the control transfer to obtain their personal benefits, which consist of the premium of the control transfer, the benefits of manipulating circulation stock price, and their annual management benefits. As for the agreement transfer and the gratuitous transfer, the latter does harm to the further development of the target corporate. This mandatory way can only harm the benefits of the minority shareholders.

Furthermore, on the basis of the analysis of the direct control transfer, we analyze the entrenchment effect on the corporate value caused by the ultimate control transfer from the dynamic perspective. The research proves that the ultimate control transfer can yield remarkable effect on the improvement of the target corporate's short-term benefits but negative effective on its medium or long-term benefits. After the ultimate control transfer, if the un-controlling shareholders cannot be evenly matched the ultimate controller after they unite, there will be a great possibility that the ultimate controller could squeeze corporate's long-term benefits, which is the so-called the entrenchment effect surpassing the supportive effect. Consequently, there is still a long way for the control market in our country to give full scope to reduce the private benefits of the controlling shareholders and to increase the sharing benefits. Additionally, we need the guarantee of the property right reforming, law, regulation, media supervision and the product market competition to protect the minority shareholder's benefits.

The creative points of this book:

(1) Theoretically, we discuss the two ways of corporate control transaction that are agreement transfer and gratuitous transfer, under the separate theoretical models, including equilibrium transaction price mod-

el, control transfer premium model, CAR model, fluctuating model of shared benefits and influencing factors model of private benefits.

(2) From the result of the empirical research, controlling shareholders do take advantage of the control transfer to obtain their personal benefits of more than 30%. The Market for Corporate Control don't play outer-governance role in China.

(3) Avoiding the static methods in researching the ultimate control, dynamically, we further carry the entrenchment effect on the corporate's value caused by the ultimate control transfer.

目 录

第1章 引 言	1
1.1 研究背景	1
1.2 相关概念	2
1.3 控制权私人收益的获取途径	6
1.4 控制权私人收益在公司治理和金融市场发展上 扮演的角色	8
1.5 技术路线和研究内容	11
1.6 研究方法	13
第2章 控制权及控制权转移的理论基础和文献综述	15
2.1 理论基础	15
2.2 控制权及控制权转移的私人收益：文献综述	23
2.3 本章小结	38
第3章 控制权转移行为中私人收益的理论模型分析	40
3.1 我国上市公司控制权转移的制度背景	40
3.2 我国上市公司控制权转移行为中的私人收益的 模型分析	48

3.3 本章小结	59
第4章 控制权转让溢价对私人收益的估计	61
4.1 问题提出	61
4.2 研究方法	62
4.3 研究样本	64
4.4 实证分析	68
4.5 本章小结	78
第5章 控制权转移期间流通价格波动对私人收益的估计	81
5.1 问题提出	81
5.2 研究方法	84
5.3 研究样本	87
5.4 实证分析	89
5.5 本章小结	110
第6章 控制权转移后新控股股东攫取的私人收益分析	113
6.1 问题提出	113
6.2 研究方法	116
6.3 研究样本	118
6.4 实证分析	119
6.5 本章小结	147
第7章 终极控制权转移行为中的私人收益研究	151
7.1 问题提出	152

7.2 研究方法 with 样本数据	154
7.3 终极控制权转移路径对共享收益的作用研究	157
7.4 终极控制者的持股比例变动对共享收益的 影响效应	162
7.5 股权转让行为中终极控制者抗衡效应	167
7.6 本章小结	172
 第 8 章 案例研究：浙江海纳科技股份有限公司	175
8.1 公司概况	175
8.2 公司经营状况分析	177
8.3 公司股东变化情况分析	181
8.4 公司对外担保行为分析	183
8.5 公司资金被占用情况分析	186
8.6 本章小结	193
 结论	195
主要参考文献	199
后记	217

第 1 章

引 言

1. 1

研究背景

中国证券市场（以下特别指股票市场）经过近 20 年的发展，上海证券交易所综合指数（以下简称上证综指）却于 2005 年 7 月 11 日跌至 1011.50 点，创下了 8 年以来的新低，跌得人心惶惶。美国股票市场（以道 - 琼斯指数为参照系）历史上最大的两次调整分别发生在 1929 ~ 1932 年和 1937 ~ 1942 年，其调整的幅度分别达到 90% 和 53%。中国股票市场初创时期的历史性大调整已经在 1993 ~ 1996 年结束，上证综指最大跌幅达 79%。2001 年受我国国有股减持政策的影响，我国股票市场又开始大幅调整，至 2005 年 7 月最大调整幅度已经达到 96%。尽管开始于 2005 年的股权分置改革使上海股票市场和深圳股票市场（以下简称沪、深股市）呈现暴涨的势头，但受国际金融危机和经济下滑的影响，上市公司业绩受到严重

冲击,加之由于股权分置改革造成的非流通股限售股票逐步解禁全流通,股票二级市场承载能力有限,使沪、深股市又进行了深度调整,上证综指从2007年10月16日收盘时的6124.04点暴跌至2008年10月28日收盘时的1664点。

探究其原因,是投资者非理性的抛售?还是我国证券市场有更深层次的症结?可以从现实状况的反映和前期学者的研究成果中找到了部分答案。美国学者拉茨尔·拉波特等人(Rafael La Porta, 1998, 1999, 2000, 2002)研究得出:“外部投资者保护差的国家,金融市场会随之而萎缩,反之亦然”。投资者投资行为如果得不到法律的良好保护,就意味着投资具有很大的风险,甚至在最糟糕的情况下,投资不仅没有回报,反而会血本无归。

那么,这些收益又流到哪里去了呢?它们大部分流进了大股东(或控股股东或机构投资者)口袋里去了,学者格罗斯曼和哈特(Grossman & Hart, 1980, 1988)、拉波特等人(1999, 2000)、迈克尔·巴克莱和克里弗德·霍尔内斯(Michael J. Barclay & Clifford G. Holderness, 1989, 1991)、亚历山大·迪克和路易吉·津加莱斯(Alexander Dyck & Luigi Zingales, 2002, 2004)将这种收益称为控制权私人收益(Private benefits of control)。

那么,什么是控制权私人收益呢?它是通过什么样的途径获得?它在公司治理和金融市场上又扮演了什么样的角色?

1.2

相关概念

1.2.1 控制权 (Control Rights)

要定义控制权共享收益和私人收益的概念,首先要界定什么是控制权?

对控制权的界定分为四种观点：一是伯利和米恩斯（Berle & Means, 1932）在《现代企业与私有财产》中指出的与所有权相对应的控制权，也就是选举董事会或多数董事的权利。但随着公司规模扩大和股权的分散化，导致股东对公司施加的影响越来越小，公司控制权逐渐从股东手中转移到职业经理手中，公司经理层成为公司的实际控制者。在公司所有权集中度分散的国家，如美国和英国，公司结构更符合伯利—米恩斯模型，管理层机会主义对股东权益的侵害现象更为普遍。

二是出自产权理论的不完全和约理论中剩余控制权（张维迎，1996），该理论从企业的和约性和和约的不完全性来解释企业的所有权关系，并认为企业所有权的核心是剩余权。剩余权分为剩余索取权（Residual claim rights）和剩余控制权（Residual rights of control），其中剩余索取权相对于合同收益权，即企业收入在扣除所有固定的合同支付的剩余的要求权；而剩余控制权与特定控制权相对应，特定控制权是能在事前通过契约加以明确的控制权权力，而剩余控制权是在事前没有在契约里加以明确的控制权权力，是决定资产在最终契约所限定的特殊用途以外如何被利用的权力（格罗斯曼和哈特，1986）。法玛和詹森（Fama & Jensen）进一步对企业决策程序进行分类，将企业决策分为“决策管理”和“决策控制”；“决策管理”包括最初决策方案的提议和决策方案被批准后的执行，而“决策控制”则包括决策方案的审批和对决策方案执行的监督，那么经理所得到的特定控制权就是“决策管理”权，而董事会所具有的剩余控制权就是“决策控制”权。

但是，在现实中，哪些是特定控制权，哪些是剩余控制权是很难界定的，所以，杨瑞龙、周业安提出了第三种观点，他们指出：“许多战略性的重大决策权在公司法和公司章程中都做出了明确界定，如辞退经理人员的权利、合并、清算和重大投资权，为了避免因概念内涵含糊性所引起的混乱，比较现实的选择是把剩余控制权定义

为重要决策权”（杨瑞龙、周业安，1997）。拉波特等人（1999）也认为，控制权就是指能有效影响（直接或间接）公司重大经营决策的一种能力。但这种定义却比较宽泛，使得对问题的解读复杂化，比如负债累累的公司不得不对债权人（如银行）唯命是从，那么按拉波特等人的定义，债权人就拥有对该公司的控制权，这不符合我们的研究范畴，我们要研究的是属于公司所有者的控制权。

四是 Julian Du and Yi Dai（2005）提出的，控制权就是普通股股东投票选举董事会成员或决定公司其他政策（如发行优先股、股票分割、公司经营业务的实质性变动等）的权力——不管是个人行使或者授权他人代为行使。这和哈罗德·德姆塞茨（Harold Demsetz，1996）的观点相似，即拥有足够持股比例来影响专业管理者的股东就叫做控制性股东。

综合以上成果，我们认为，控制权就是指以对公司的所有权（直接或间接）为基础的、能对公司的各项重大经营决策及公司各种可供分配和利用的资源进行管理支配的一种影响力。

那么，公司控制权是否有经济价值？伯利和米恩斯（1932）对美国最大 200 家工业公司进行考察，发现这些公司的所有权分散现象十分显著，由于高度分散的股东具有“搭便车”的行为，导致股东无法有效对管理层实行监督，因此，理论上股东拥有的控制权并没有带来经济价值。但实际上，经理却拥有大部分的剩余控制权，在股东监督无力的情况下，经理往往会采取自利行为，如扩大在职消费、进行不良工程投资等。但从 20 世纪 80 年代开始，研究者发现：不但股权高度分散的美国存在适度集中的现象，而且大部分国家（地区）都具有集中的所有权结构。在这种情况下，大股东对公司的控制产生了经济价值。也就是说控制权是公司的一项稀缺资源，对公司控制权的争夺，在于控制权能产生收益，即控制权收益。这种价值源自控制权共享收益（Shared benefits of control）和控制权私人收益（Private benefits of control）。