



中大管理论丛

股权结构、私有收益 与控制权转移

曾昭灶 著



经济科学出版社



中大管理论丛

股权结构、私有收益 与控制权转移

曾昭灶 著



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股权结构、私有收益与控制权转移 / 曾昭灶著. —北京:
经济科学出版社, 2007. 8

(中大管理论丛)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6504 - 4

I. 股… II. 曾… III. 股份有限公司 - 股份制 - 研究
IV. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 120559 号

责任编辑：文远怀 卢元孝

责任校对：徐领弟

技术编辑：潘泽新

股权结构、私有收益与控制权转移

曾昭灶 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：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

汉德鼎印刷厂印刷

华丰装订厂装订

787×1092 16 开 8.5 印张 152000 字

2007 年 8 月第一版 2007 年 8 月第一次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6504 - 4/F · 5765 定价：16.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

我国的股票市场从成立至今，只经历了十几年时间，就发展成为总市值 18 万亿元的规模，尽管过程中有不够规范的地方，但这种超常规的发展已对中国的社会经济生活产生了重大影响。伴随着我国股票市场的发展，上市公司控制权市场同样经历了从无到有，逐渐发展壮大过程。最近几年发生控制权转移的上市公司占到上市公司总数的 15% 以上。从最早的国有股权的协议转让、二级市场的股票争夺到要约收购、定向增发等等，控制权转移形式和机制都不断创新。这些都和我国经济的新兴加转轨的制度背景分不开。

由于上市公司的并购重组会引起上市公司经营效率以及股东财富的变化，上市公司的并购重组一直都吸引着学者和市场的极大兴趣。近十年来，我和学生、同事一直都从事上市公司并购重组的研究，并承担了几项国家基金课题项目，对我国控制权市场获得了许多有益的认识，但仍然还有许多问题有待深入研究。我国上市公司的控制权转移事件层出不穷，固然与我国作为新兴市场经济，企业急需资金和融资渠道有极大的关系。但正如本书作者曾昭灶所言，如果控制权转移后上市公司现金流权的收益不能给收购者带来足够的回报，简单的以“买壳”上市作为众多上市公司控制权转移的动因是不具有说服力的，或是不全面的。由于我国股票市场具有新兴加转轨的制度背景，我们并不能直接搬用国外的兼并收购理论。明显的特征之一，我国的企业或者上市公司的大股东非常普遍，而且大股东与公司经营管理的关系非常密切，不像欧美国家，上市公司的股东和管理层有一定的距离，我国上市公司的大股东和公司的管理层距离很近。而且我国的投资者法律保护相对较弱，因此我们在对我国的控制权转移事件进行研究时，就不能仅仅从公司财务的理论上进行探讨，而必须紧紧结合我国实际的制度背景进行探讨。本书作者曾昭灶，正是循着这种思路，从西方的公司财务理论中的股权结构、控制权以及控制权的私有收益等概念和理论出发，结合我

国上市大股东控制的制度背景来对我国上市公司控制权转移现象，尤其是不创造股东价值的控制权转移进行理论和实证研究。

作者以博弈模型从我国的上市公司的大股东控制的股权结构出发，论证了大股东容易以较低的持股比例获得公司的控制权，并且获取了公司控制权的私有收益。而在我国（2005年前）流通股和非流通股分割的条件下，作为潜在的收购者即使不能提高公司经营效率，只要有较强的资源转移技术也可以从控制权转移中获益，因此导致了大量的上市公司控制权转移事件。作者还对此理论假设，通过收集我国上市公司的股权结构、关联交易和控制权转移事件样本公司的数据，对此作了实证检验。本书的论证严密，资料数据充实，结论和理论以及我国的实践相符。但书中尚有一些不足之处，如以关联交易来衡量接管者的部分私有收益，不能证明控制权转移后的关联交易较之控制权转移前更严重，这可能与作者考察关联交易数据的时期不长有关。

曾昭灶跟我读研究生六年，一直刻苦学习，对我国的公司财务和资本市场现象进行了较深入地思考并且作了些研究，部分研究成果已发表在重要学术期刊上。本书由他的博士论文改写而成，是他这几年的努力学习和工作的结果。希望他在今后的教学与科研工作中，能继续努力，积极探索，取得更好成绩。

李善民

中山大学管理学院教授、博士生导师

2006年12月23日于康乐园

摘 要

从1994年,珠海恒通受让上海建材持有的上海棱光股份实现了上市公司控制权转移以来,上市公司控制权转移成为我国特殊制度背景下并购重组的主流。近年来上市公司的并购不断创新,引起了市场和学者的极大关注。有学者指出,从2000年开始,并购重组已经成为证券市场资源配置的最主要环节。

许多对我国上市公司并购经营绩效和价值创造的研究表明,上市公司并购只带来了短期的业绩改善,并没有带来上市公司持续的价值创造能力,甚至损害了股东价值。既然如此,如何解释新的控股股东愿意花费大量资金和资源收购上市公司控制权的动机呢?国外的理论,诸如协同效应、狂妄假说和代理动机也只能部分地解释我国控制权转移事件。本书从我国上市公司大股东控制和投资者法律保护弱的背景下,大股东可容易地从上市公司获得大量的私有收益出发,综合考虑我国控制权转移上市公司的特征、经营绩效,事后的经营重组行为、财务以及股价表现,依据国外的私有收益理论,在张新(2003)“价值再分配”假说的基础上,对我国上市公司控制权转移提出“基于大股东私有收益”的假说,并以此思路对我国上市公司控制权转移进行理论和实证研究。

本书首先对我国上市公司股权结构下的私有收益分配作了博弈均衡模型分析,结果表明在我国流通股非常分散,在初始股东选择其发起人的条件下,初始股东容易以较低的持股比例获得公司的控制权,从而独享控制权带来的私有收益。对我国募集上市的制度背景下,初始股东的上市—接管决策两期模型分析得出:在上市时,初始股东设计了能够保持控制权的股权结构,而且能够在经营绩效下降的情况下,通过协议转让控制权来减少损失或获取新控股股东的部分私有收益;接管者可以在没有经营绩效改善的情况下,通过较强的转移技术和转移更多的资源获得补偿了收购成本后的私有收益。

本书的实证部分以模型分析中的变量关系考察了我国上市公司上市时和上市之后的前十大股东持股比例的分布、公司股东大会的控制情况，发现初始股东在公司上市时多数保留了公司的控制权；上市后，控股股东的持股比例有所下降，但仍然保留了控制权，大股东控制的情况非常普遍。对样本公司股权、控制权、资金占用与公司绩效关系的实证检验发现，大股东控制与私有收益大小正相关；大股东控制、私有收益对公司的经营绩效有负面的影响，在控制了大股东持股比例的控制权效应后，持股比例与公司经营绩效正相关。本书以 1999~2001 年的发生控制权有偿转移的公司为样本，对财务指标、股权、股本结构做了单变量和多变量分析，归纳出我国控制权转移公司特征：经营绩效差，缺乏现金流、财务等资源；控股股东能够控制公司，但持股比例较低。对控制权转移前后样本公司的关联交易、关联资金往来，经营绩效和股东价值做了统计检验，发现控制权转移后公司经营绩效只有短暂提高，但不具有持续性，甚至有所下降，股东价值也有同样的走势，说明了接管者只能主要通过私有收益获利。控制权转移后，控股股东对公司的资金占用与大股东控制正相关，公司的绩效与大股东控制、私有收益负相关，控股股东持股比例大有利于提高公司绩效。本书也以事件研究法对控制权转移股价反应做了统计检验，发现公告前，股价和换手率都存在明显的提前反应，而且公告前累积超常收益占总的累积超常收益高达 84%，以及控制权转移后一两年的高购买持有收益，也说明了控制权转移后，新控股股东可能通过内幕交易获取大量私有收益。

本书的研究表明，理论模型和统计实证都支持了笔者提出的控制转移的私有收益假说。

Abstract

Since 1994, the first corporate control transfer of Chinese listed companies that Zhuaihai Hengtong bought the shares of Shanghai Lengguang from Shanghai Jiancai, the corporate control transfer of listed companies has been the mainstream of M&As activities under the special setup of Chinese institution. The innovations of M&As of listed companies in recent years have attracted the market and researchers. Some researchers pointed out that M&As had been the most important mean of resources allocation in Chinese securities market.

Many studies on the operation performance and value creation of Chinese listed companies experienced M&As show that M&As of listed companies improved corporate performance in short run, but not the ability of value creation of listed companies. It even hurt the value of shareholders in the long run. So why the acquirers spend a great deal of money and resources to takeover the listed companies. The theories, such as Synergy Hypothesis, Hubris Hypothesis and Agency Hypothesis, can only interpret takeovers in China partially. This study on the facts that large shareholders got great deal of private benefits from listed companies under the institution setup of large shareholders control and weak law protection of investors, synthesizes the characteristics of takeover targets, post restructuring activities, accounting and stock returns. In accord of the theory of private benefits, it bases on Zhangxin (2003) "value distribution hypothesis", and advances private benefits of large shareholder hypothesis of takeover of Chinese listed companies. We then studied the takeovers of Chinese listed companies under this hypothesis.

This study analyzed the distribution of private benefits under the share structure of Chinese listed companies by a game model. The model showed that under the condition that liquid shares is very dispersed and the initial shareholder can choose the other initiator shareholders, the large shareholder can control the company by a low share of corporate equity and capture the private benefits of control alone. A two - period model was used to analyze the initial shareholder's IPO - takeover decision under the institution setup of IPO in China. We obtained the results that the initial shareholder adopted an ownership structure to maintain the corporate control after IPO and she or he can sell the control to reduce the lost or seize some of private benefits from

the acquirer in the case of decrease of corporate performance; the acquirer can made profit by way of better transfer technology and more resource transferred even in the case of no operation performance improved.

The study investigated the 10 largest shareholdings at IPO and post IPO and the control of shareholders meetings of Chinese listed companies in accord of the relation of variables in the section of model analysis. We found that the initial shareholders maintained the control of corporate at IPO and they lowered their shareholding after IPO remaining the control of corporate. Large shareholder control is very prevalent in China. The empirical study of the relation between performance and ownership structure, control structure and loan to large shareholders showed that the large shareholder control is positive related to private benefit; performance is negative related to large shareholder control and private benefits; the largest shareholder's share is positive related to performance after controlling its control effect. This study investigated the 117 takeovers in 1999 ~ 2001. We analyzed the accounting indices, ownership structures and share structures by one variable analysis and multi variables analysis, summarized the characteristics of takeover targets of Chinese listed companies that had performance, lack of cash flow and other resources; the lower shareholding of the controlling shareholder. After empirical investigation of related transactions, related fund flow, operation performance and shareholder value pre and post takeover, we found that takeover only increased the operation performance in the year or the next year of takeover and reverted afterward, and so did the shareholder value. It indicates that the acquirers can only make profit by way of private benefits. After takeover, loans to controlling shareholder positively relate to large shareholder control; corporate performance negatively relate to large shareholder control and private benefits, the controlling shareholder's share positively relate to corporate performance. Event - study was applied to test the impact of takeover event on stock price. It was showed that the stock price and turnover reacted significantly before the announcement of corporate control transfer. The pre announcement CAR to the total CAR is up 84%. The Buy and Hold Abnormal Return was high in the year and the next of takeover also indicated that the acquirers can capture big private benefits by way of insider trading.

The private benefit hypothesis of takeover of Chinese listed companies is supported by either the model analysis or the empirical evidences.

目 录

第一章 引言	(1)
第一节 问题提出	(1)
第二节 研究目的	(2)
第三节 研究内容	(3)
第四节 研究方法与研究框架	(4)
第五节 本书可能的创新	(6)
第六节 本书的结构安排	(6)
第二章 相关文献回顾	(8)
第一节 基本问题和概念	(8)
第二节 大股东控制和控制权转移的理论	(16)
第三节 控制权转移与私有收益的实证研究	(22)
第四节 我国大股东、私有收益与控制权转移的研究	(25)
第五节 文献总结和评述	(29)
第三章 股权结构、私有收益与控制权转移模型分析	(31)
第一节 股权结构与私有收益模型	(31)
第二节 股权结构与控制权转移分析	(36)
本章小结	(47)
第四章 股权结构与控制权	(49)
第一节 上市时的股权结构	(49)
第二节 股权结构与控制权	(53)
第三节 控制权结构与关联交易、资金往来	(57)
第四节 大股东控制与绩效	(64)
本章小结	(68)

第五章 控制权转移与私有收益	(69)
第一节 样本选择与描述	(69)
第二节 我国控制权转移的私有收益分析	(73)
第三节 控制权转移公司的特征	(76)
第四节 控制权转移公司的股权、控制权结构	(82)
第五节 控制权转移与资金占用、关联交易	(86)
第六节 控制权转移的绩效	(92)
本章小结	(97)
第六章 控制权转移的市场反应	(98)
第一节 研究方法 with 样本选择	(98)
第二节 控制权转移的市场反应分析	(102)
本章小结	(106)
第七章 研究结论与局限性	(110)
参考文献	(113)
后 记	(124)

第一章 引言

第一节 问题提出

1993 年著名的“宝延风波”——深圳宝安通过证券市场收购上海延中事件，拉开了我国上市公司并购的序幕。1994 年，珠海恒通受让上海建材持有的上市公司上海棱光的股份成为其第一大股东，首次通过国有股的协议转让，实现了国有股占控股地位的上市公司控制权转移。自此，上市公司控制权的转移成为我国特殊制度背景下的并购重组的主流。近年来，2002 年复星集团要约收购南钢股份，2003 年 TCL 集团吸收合并 TCL 通讯并实现整体上市，2004 年第一百货吸收合并华联商厦。上市公司的并购不断创新，引起了市场和学者的极大关注。有学者指出，从 2000 年开始，通过上市公司并购重组而产生的，新的上市公司数量已经超过各年 IPO 上市的数量，并购重组已经成为证券市场资源配置的最主要环节（张新，2003）。

我国大量的上市公司并购事件，引起了我国学者的极大兴趣，并产生了大量这方面的研究。许多对我国上市公司并购的经营绩效和价值创造的研究表明，上市公司并购只带来了短期的业绩改善，并没有提高上市公司持续的价值创造能力，甚至损害了股东价值（冯根福、吴林江，2001；张新，2003；白云霞等，2004；李善民、朱滔，2005）。既然如此，并购不能提高公司的经营绩效和股东价值，为什么还会有那么多新的控股股东愿意花费大量资金和资源收购上市公司的控制权呢？虽然在我国特殊的制度背景下，许多非上市公司欲通过收购上市公司控制权实现买壳上市，但是事后的经营绩效没有提高，新的控股股东也不能够通过上市公司的现金流增加来获益，因此单纯的买壳上市动机也不足于解释我国上市公司大量的控制权转移事件。国外的理论，诸如协同效应（Weston et al. , 2001）、狂妄假说（Roll, 1986）和代理动机（Jensen, 1986）也只能部分的解释我国控制权转移事件。张新（2003）提出了“体制因素下的价值转移与再分配假说”来解释我国上市公司并购为何不创造社会净价值，认为并购的利益再分配使得没有创造价值的并购，新控股股东都有动机去实行。笔者认为，这种解释有一定的合理性，但其并没有从理论上或经验数据上给予证明。

在大量上市公司控制权转移事件当中，伴随中国股票市场发展的还有上市公司的治理问题。我国的上市公司绝大多数是由国有和法人（国有或私有）控

股（胡天存、杨鸥，2003），控股大股东掌握了上市公司的控制权，即“一股独大”的大股东控制问题。在大股东控制下，我国上市公司经常出现控股股东主持下的侵害小股东利益的行为（刘峰等，2004；李增泉等，2004）。其中控制权转移后发生的，大股东转移公司资源侵害小股东利益的事件也非常多。最典型的如，新疆德隆控制下的新疆屯河、合金股份、湘火炬，顾雏军控制的科龙电器、通化金马、新太科技等上市公司。这些公司都有一些共同的特征，就是新控股股东入主后，通过大量的资产重组，短期内提高了公司经营绩效，然后进行配股、增发等利好事件，提高公司股票价格，或从二级市场融进了资金。而相伴随的是，上市公司大量为控股股东或其关联公司（与上市公司有或无关联）提供信贷担保，或控股股东通过造假直接转移公司资源。除此之外，更是利用其控股股东的地位，自买自卖公司股票操纵价格，从而获取了大量的交易收益。这些都可能与新控股股东的收购上市公司的动机有关，可能为上市公司的控制权转移研究提供一种新的思路。

第二节 研究目的

我国大量上市公司控制权转移事件的目标公司业绩普遍较差，财务、现金流等资源缺乏（李善民、曾昭灶，2003），控制权转移后只有短期的业绩提升，新控股股东没有从经营绩效提升上得到足够的回报。而短期的业绩提升带来了股票价格的大幅上升，而相伴随的是大量的资产、股权买卖和一些直接有其他小股东的经营、财务行为。因此，笔者觉得我国上市公司控制权转移应该结合我国上市公司的股权结构、公司治理来研究。

张新（2003）对我国上市公司控制权转移的解释提出了“价值转移与再分配假说”，实质上是指新控股股东接管目标公司后，转移公司资源，从中获取了利益，这种观点或假说类似国外公司治理或接管理论中的私有收益（private benefits）理论。私有收益理论在国外已有大量的研究（详见本文第二章的文献回顾），普遍隐含于公司治理或接管理论的前提假设之中，也有许多是专门针对私有收益对公司治理、接管的决定作用的研究。私有收益理论是指，掌握公司管理控制权的管理者或者内部股东，可以通过控制权的行使，获得其自身享有的，其他不掌握控制权的人不能享有的金钱或非金钱的收益，这种收益一般会减少公司的价值或以侵占其他股东的利益为代价，而且这种行为难以举证或证实。私有收益的例子，如公司的管理者或董事利用公司未公开的重大经营决策信息，进行内幕交易获利；过高的报酬或在职消费；公司对管理者或内部股东提供有利于后者的关联交易（如担保、贷款）等。随着国外对公司治理的研究，从股东—管理者的委托代理问题扩展到大股东—小股东的委托代理问题，内部股东获取私有收益得到更多的关注。在投资者保护法律弱的制度环境中，

管理者或内部股东获取私有收益的情况更为严重 (La Porta et al., 1999)。

从我国上市公司“一股独大”的大股东控制和投资者法律保护弱的背景下,我国的大股东可能更容易从公司获得大量的私有收益。而从我国控制权转移上市公司的特征、经营绩效,事后的经营、财务以及股价行为看,接管者更可能是出于获取私有收益的动机。因此,本书将依据国外的私有收益理论,在“价值再分配”的基础上,对我国上市公司控制权转移明确提出“基于大股东私有收益”的假说,并以此思路对我国上市公司控制权转移进行研究,以期能找到一种合理的解释。本书将梳理和分析国内外有关股权结构、私有收益和控制权转移的理论和实证结果。在此基础上,结合我国的股票市场的制度背景,在“大股东私有收益”动机的假说下,构建一个能说明我国上市控制权转移的理论模型。然后,通过收集我国上市公司的股权结构、控制权转移,以及可能代表大股东私有收益的关联交易等方面的资料数据,对提出的模型以及基于“大股东私有收益”的控制权转移假说进行实证检验。

第三节 研究内容

本书在梳理、分析国内外有关股权结构、控制权转移与私有收益的文献之后,主要从以下三方面展开研究:

一、股权结构、控制权转移与私有收益的模型分析

国外对现代股份公司的治理和有关控制权作了许多理论模型研究,其中对集中一分散所有权或者大股东的研究表明,大股东的存在有其积极的一面,可以减轻管理者和股东之间的委托代理问题,但也有大股东为了获取私有收益,损害小股东利益的消极的一面。公司的初始股东在设计上市后的股权结构时,考虑了私有收益的价值,并且要保留控制权以最大化总收益(包括私有收益和公司现金流权的收益)。由于社会经济的历史沿革,我国的股票市场带有许多特殊的制度背景因素,如许多上市公司是从国有企业改制而来,股份存在流通股和非流通股的人为分割,以及我国上市公司的股权结构比西方市场更加集中,大股东控制问题更加突出。本书的模型分析部分,首先,对我国的股权结构和私有收益的分配作了博弈均衡分析。在存在三种股东的上市公司收益分配问题上,控制股东(或联盟)、其他发起人股东和流通股东根据自身股权比例可能对公司决策投票结果的影响进行博弈,决定是否成为控制股东(或联盟),监督股东和不参与投票的流通股东。在此模型下,可得出控制股东(或联盟)只需较小的持股比例(低于50%甚至30%),就能获得公司控制权决定公司的经营决策,获取全部私有收益的结果,而且这种情况非常普遍。由于我国股票市场的特殊制度背景,我国的控制权市场与西方资本市场相比也有许多特别的

地方，如基本上以协议转让大宗股权方式进行，很少出现敌意的要约收购。在我国流通股与非流通股分割，而且流通股比例受到行政限制的模型假设下，本书作了一个两期的上市—接管模型。模型证明了初始股东可以以较低的持股比例保留控制权，既可以在制度限制下获得尽可能大的发行收益，又可以在以后的经营绩效下降时通过转移控制权并且获取新控股股东的部分私有收益。潜在的控股股东有以较低的成本（持股成本）获得公司控制权，以获取私有收益的动机和可能性。模型分析的结果为本文提出的控制权转移的私有收益假说提供了理论支持。

二、股权结构、大股东控制与私有收益的实证研究

在前面对我国股权结构、大股东控制的模型分析基础上，本书收集了我国上市公司上市时前十大股东的持股比例的数据，以模型分析的结果考察了前十大股东持股比例的分布情况，发现大股东普遍都在上市时保留了控制权。接着利用上市公司的前十大股东和公司股东大会等公司治理的资料数据，对上市公司的股权结构和控制权的情况进行了考察。发现上市后，第一大股东的持股比例略有下降，但是仍然保留了控制权甚至绝对的控制权。在样本公司的关联资金往来作整理统计的基础上，考察了公司的关联资金往来情况，并对股权、控制权、资金占用与公司绩效的关系进行了实证检验。

三、私有收益假说下的控制权转移实证研究

本书收集了1999~2001年发生控制权有偿转移公司的资料数据，并做了详细的整理分析。首先对财务指标、股权、股本结构作单变量和多变量分析，分析和归纳了我国控制权转移公司的特征。接着以第三章的模型结果考察了控制权转移公司的股权结构和控制权情况。本文以关联交易、关联资金往来作为控制权私有收益的一种表现，考察控制权转移后关联交易、关联资金往来情况，因此，对控制权转移前后样本公司的关联交易、关联资金往来，根据股权、控制权结构作了归类统计。控制转移后有没有提高公司的经营绩效，是控制权转移私有收益假说分析的关键，本书分析了控制权转移公司的经营绩效和股东价值的变化，以考察控制权转移是否提高了公司经营绩效和增加还是减少了股东价值。笔者认为控制权转移或接管者控制下的公司重大资产重组等股票市场利好消息发布前，新控股股东可能利用内幕交易从证券交易上获取私有收益，因此本书对控制权转移作了事件研究，以考察股票价格在控制权转移前后的超常收益。

第四节 研究方法与研究框架

本书从理论模型和实证检验两方面，对我国上市公司的股权结构、大股东

控制下的私有收益和基于大股东私有收益的控制权转移进行了探讨，对应以上内容，主要采用了以下研究方法：

(1) 博弈均衡分析法，用于从理论模型上分析我国的股权结构、私有收益的获取以及控制权的转移。

(2) 会计研究法，用于分析控制权转移公司的特征、绩效、私有收益及其之间的关系。

(3) 事件研究法，用于分析控制权转移的股票价格反应，以及内幕交易方面的私有收益和股东价值的变化。

(4) 统计检验法，主要是单变量差异 t 检验、多变量回归模型，二元 logistic 回归模型，用于分析公司的特征、绩效以及私有收益的关系。

本书的研究框架见图 1-1。

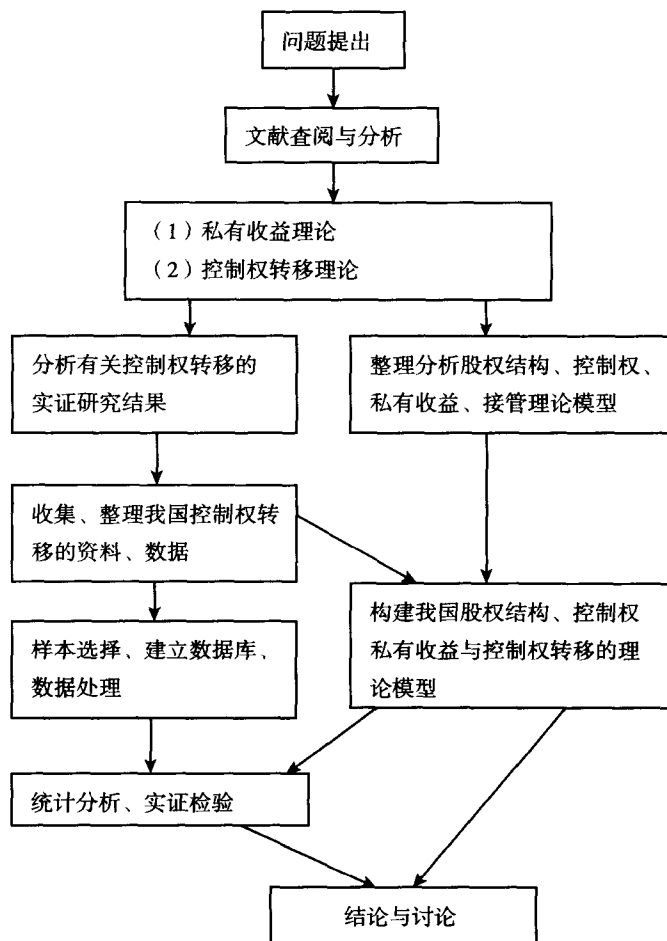


图 1-1 本书的研究框架