



中青年经济学家文库

ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

北京城市学院专著、教材基金资助项目

上市公司控制权转移的 财富效应

——基于主并公司股权结构的分析视角

姚 燕 / 著

SHANGSHI GONGSI KONGZHIQUAN ZHUANYI DE
CAIFU XIAOYING

JIYU ZHUBING GONGSI GUQUAN JIEGOU DE FENXI SHIJIAO



经济科学出版社
Economic Science Press

北京城市学院专著、教材基金资助项目

上市公司控制权转移的财富效应

——基于主并公司股权结构的分析视角

姚 燕 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司控制权转移的财富效应：基于主并公司股权结构的分析视角 / 姚燕著. —北京：经济科学出版社，2010. 10

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9981 - 0

I. ①上… II. ①姚… 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 (2010) 第 194086 号

责任编辑：王长廷 刘 莎

责任校对：王肖楠 王苗苗

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

上市公司控制权转移的财富效应

——基于主并公司股权结构的分析视角

姚 燕 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

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京密兴印刷厂印装

880 × 1230 32 开 5. 625 印张 150000 字

2010 年 10 月第 1 版 2010 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9981 - 0 定价：26. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

控制权转移作为一种有效的外部治理机制，其通过降低管理者与股东之间的代理成本进而提高公司股东财富的作用已经在完善资本市场国家得到了证实。随着我国国有经济战略性退出的逐渐推进以及民营企业上市需求的不断增长，控制权转移已经成为我国上市公司重要的群体行为。我国上市公司的内外部治理环境与发达资本市场国家相比有显著的不同，因而传统用来研究和解释上市公司控制权转移的理论可能并不能完全适用于我国上市公司控制权转移事件的研究。基于委托代理问题的第二类代理问题，本书从主并公司股权结构的视角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。

与以往有关的文献相比，本书的主要贡献在于：（1）将上市公司控制权转移事件与代理理论的第二类代理问题相结合，在控制权收益理论框架下分析了主并公司股权结构与上市公司控制权转移的财富效应，深化了对代理理论和控制权理论的认识。（2）以上市公司控制权转移事件为契机，研究了主并公司股权结构与目标公司财富效应之间的关系，从而避免了股权结构与公司价值研究的内生性问题，为股权结构与公司价值的研究文献提供补充。（3）从主并公司获取控制权的动机入手，揭示了主并公司股权结构与上市公司控制权转移财富效应之间的关系，从而发现了影响上市公司控制权转移财富效应的主并公司股权结构因素。（4）以目标公司控制权转移后的资金占用水平为中介变量，通过由三组关系组成的传

导机制模型，本书找到了主并公司通过侵占上市公司资金的行为来影响上市公司长期财富效应的路径。

本书首先在文献综述的基础上，建立了理论框架和研究思路；然后通过实证分析的方法对本书的研究设想进行了实证分析和检验，找到了主并公司股权结构与上市公司控制权转移财富效应之间的关系以及作用路径；最后以一个案例对大样本分析的结论进行了印证和检验。

本书的主体分为理论框架和实证分析两部分。理论部分，首先对国内外有关控制权转移文献按照研究方法进行了梳理和阐释，总结了前人此方面的研究结论，并在此基础上提出了本书的研究思路、角度和研究方法。主并公司取得控制权的动机是获取控制权收益，包括共享收益和私有收益，因此本书对有关控制权以及控制权收益理论的相关文献进行了阐述和分析，提出了立论基础。主并公司股权结构对上市公司控制权转移财富效应的影响包括主并公司股东类型对财富效应的影响以及主并公司控制权比例对财富效应的影响，有关股权结构与公司价值的研究方法和研究结论在该部分也进行了详细的阐释，国内外学者研究股权结构的一些替代变量的选择方法以及研究结论为本书从主并公司股权结构角度研究其对财富效应的影响提供了方法和思路的借鉴。

实证分析部分，本书首先测度了上市公司控制权转移的短期、长期财富效应。在使用事件研究法和会计指标法对2000年度发生控制权转移的上市公司短期、长期财富效应进行了分析后，我们发现控制权转移给上市公司带来了财富效应，表现为控制权转移 $(-10, 30)$ 天短窗口内显著为正的累积超常收益率(CAR)以及控制权转移后 $(0, 4)$ 年财务指标及其得分上升的趋势。

是什么引起了我国上市公司控制权转移前后显著为正的CAR以及财务绩效的提高呢？在测度了上市公司控制权转移的短期、长期财富效应基础上，以主并公司是否为民营、是否为集团以及主并公司所取得的控制权比例三个变量作为主并公司股权结构的替代变

量,我们研究了主并公司股权结构与控制权转移长短期财富效应之间的关系。按照主并公司股权结构的三个替代变量将样本分组,然后通过组间 CAR、长期财务指标以及指标得分均值和中位数是否存在差异的 T 检验和 Wilcoxon 检验,本书对两者之间是否存在关系进行了单因素分析;在单因素分析基础上,控制了控制权转移支付方式、公司规模以及公司资本结构对上市公司财富效应的影响之后,本书对主并公司股权结构与上市公司控制权转移的长短期财富效应进行了多元回归分析。我们发现无论是反映短期财富效应的 CAR 还是反映长期财富效应的财务指标及其得分,主并公司股权结构均对其存在显著影响。其中,(1)^① A1 的事件前 CAR (-10, -2) 以及 CAR (-10, 1) 显著高于 A2; A1 控制权转移后 (1, 4) 年盈利能力因子得分低于 A2。(2) B1 的 CAR 低于 B2,但并不显著; B1 控制权转移后 (0, 3) 年盈利能力因子得分高于 B2。(3) C1 的 CAR (0, 10) 以及 CAR (-10, 30) 显著高于 C2; C1 控制权转移后 (1, 4) 年的盈利能力因子得分低于 C2。

不同股权结构的主并公司取得上市公司控制权的动机不同,因而会影响到长短期财富效应,而不同的取得动机会导致主并公司获取控制权收益手段和方式的不同。因此以上市公司控制权转移后被侵占资金水平作为反映主并公司控股动机的变量,我们对主并公司股权结构与控制权转移之后的上市公司资金净占用水平进行了单因素和多因素分析后,发现:在控制权转移 (0, 5) 年的窗口期, A1 的资金净占用水平高于 A2; B1 的资金净占用水平低于 B2; C1 的资金净占用低于 C2。

主并公司股权结构影响了上市公司控制权转移的财富效应,主

^① 为了方便表述,本书将主并公司是民营的上市公司控制权转移事件用 A1 表示,非民营的用 A2 表示;主并公司为集团的上市公司控制权转移事件用 B1 表示,非集团的用 B2 表示;主并公司取得控制权比例高于 30% 的控制权转移事件用 C1 表示,低于 30% 的用 C2 表示。

并公司股权结构影响了上市公司资金净占用，那么是否主并公司股权结构对长期财富效应的影响是由资金占用行为传导的呢？通过三组模型的回归分析，我们发现集团主并公司之所以长期财富效应在控制权转移当年和后一年高于非集团主并公司，是由集团主并公司控制权转移当年和后一年较低的资金净占用而导致的，从而为控制权取得动机——取得控制权之后的财务行为——上市公司控制权转移财富效应这条主线提供了验证和支持。

本书以一个民营主并公司取得上市公司控制权的案例结束了实证部分的分析。基于大样本分析的结论表明：主并公司为民营的上市公司短期财富效应在事件日前高于主并公司为非民营的上市公司；长期财富效应在控制权转移后4年低于后者；资金净占用水平高于后者。基于啤酒花的控制权转移案例分析印证了上述观点。与大样本分析结果相比，由于针对个案的分析资料更为方便和详尽，我们除了分析啤酒花控制权转移后的资金净占用情况，还分析了对外担保事项，发现民营主并公司通过取得啤酒花控制权进行了巨额担保，这些财务行为最终导致了啤酒花的破产重组，从而为大样本分析结论提供了补充。

针对本书的研究结论，我们认为，提高我国上市公司控制权转移的效率，需要关注主并公司的动机和股权结构特征。具体来讲：（1）集团主并公司有助于提升上市公司股东的财富效应，因此要支持此类主并方的收购活动。（2）与非民营主并公司相比，民营主并公司更有倾向通过取得上市公司控制权进行侵害上市公司股东财富效应的行为，因此要关注民营公司的收购活动。（3）增强上市公司收购信息披露中有关主并方股权结构方面的信息，便于投资者作出正确的决策和投资估价。

目 录

第1章 导论	(1)
1.1 研究动因及本书的研究视角	(1)
1.1.1 现实动因	(2)
1.1.2 理论动因	(4)
1.1.3 本书的研究视角	(6)
1.2 研究目的和意义	(6)
1.3 研究内容和研究方法	(9)
1.3.1 研究内容	(9)
1.3.2 研究方法	(10)
1.4 本书的相关概念界定	(12)
1.5 结语	(13)
第2章 理论框架和文献回顾	(14)
2.1 并购财富效应的实证分析文献	(14)
2.1.1 并购财富效应	(14)
2.1.2 并购动机理论及其相关文献	(21)
2.1.3 影响控制权转移财富效应因素的相关文献	(26)
2.2 控制股东及控制权收益理论和相关文献	(28)
2.2.1 控制股东及控制权收益理论	(28)
2.2.2 控股股东获取私有收益方式相关文献	(33)
2.3 股权结构与公司价值的相关文献	(35)
2.3.1 控股股东类型与公司价值	(35)
2.3.2 股权集中度与公司价值	(38)

2.4	结语	(41)
第3章	上市公司控制权转移的财富效应	(43)
3.1	研究方法	(43)
3.1.1	事件研究法及其研究结果	(44)
3.1.2	财务指标法及其研究结果	(47)
3.2	研究设计与数据来源	(49)
3.2.1	样本选择及数据来源	(49)
3.2.2	数据来源	(52)
3.2.3	研究设计	(52)
3.3	实证结果及分析	(56)
3.3.1	上市公司控制权转移的短期财富效应	(56)
3.3.2	上市公司控制权转移的长期财富效应	(60)
3.4	结语	(65)
第4章	主并公司股权结构与短期财富效应	(67)
4.1	股权结构与短期财富效应的描述性统计	(68)
4.2	单因素分析	(70)
4.3	多因素分析	(77)
4.4	结语	(81)
第5章	主并公司股权结构与长期财富效应	(82)
5.1	引言	(82)
5.2	理论分析与研究假设	(83)
5.3	实证分析与结论	(87)
5.3.1	股权结构与长期财富效应的描述性统计	(87)
5.3.2	单因素分析	(89)
5.3.3	多因素分析	(106)
5.4	结语	(114)
第6章	股权结构、财务行为与长期财富效应	(116)
6.1	引言	(116)

6.2	文献回顾与研究设计	(117)
6.2.1	股权结构与资金占用	(117)
6.2.2	股权结构与财富效应	(118)
6.2.3	研究设计与模型	(119)
6.3	实证分析及结果	(122)
6.3.1	数据描述	(122)
6.3.2	主并公司股权结构对上市公司资金占用的影响	(123)
6.3.3	股权结构、资金占用与长期财富效应	(129)
6.4	结语	(131)
第7章	股权性质与长期财富效应的案例分析	(132)
7.1	案例背景分析	(132)
7.2	控制权转移的短期财富效应——累计 异常收益率分析	(134)
7.3	控制权转移后的长期财富效应 ——财务绩效分析	(138)
7.4	主并公司掏空路径的分析	(140)
7.5	结语	(145)
第8章	研究结论与建议	(146)
8.1	研究结论	(146)
8.2	主要贡献和研究发现	(150)
8.3	研究局限及未来研究方向	(151)
参考文献		(153)
后记		(168)

第1章 导论

本章在简述研究动因和研究现状的基础上，提出了本书的研究视角，即从主并公司股权结构的角度出发，剖析主并公司通过取得上市公司控制权而追求控制权收益过程中对控制权转移财富效应的影响，进而阐明了本书的研究意义、研究内容、研究方法和研究框架。

1.1 研究动因及本书的研究视角

作为一种有效的外部治理机制，控制权转移通过降低管理者与股东之间的代理成本进而提高公司股东财富的作用已经在完善资本市场国家得到了证实。随着我国国有经济战略性退出的逐渐推进以及民营企业上市需求的不断增长，控制权转移已经成为我国上市公司重要的群体行为。由于我国上市公司独特的内外部治理环境，我国的控制权转移事件表现出不同于较为完善资本市场国家并购实践的特点，频频曝光的主并公司通过取得上市公司控制权来侵占公司利益的案例更让我们质疑：什么驱使了我国控制权转移事件的频繁发生？主并公司取得控制权的动机是否影响了财富效应？主并公司不同的股权结构是否会导致不同的财富效应？本书在第二类代理问题^①的框架内，从主并公司股权结构的角度对上述问题作出了回答。

^① 即与经理人代理问题相对应的大股东代理问题。

1.1.1 现实动因

1. 我国上市公司控制权转移事件呈现逐年上升的趋势

成熟市场的并购通常发生在二级市场，通过要约收购完成。我国有三种独立的股权交易市场，即买卖双方通过协议转让达成的交易、上海深圳两个交易所进行的流通股交易以及由拍卖行主导的股票拍卖交易。在已发生的收购交易中绝大部分是通过协议收购完成的，通过二级市场集中竞价获得控制权的方式很少。这和我国证券市场的制度背景联系密切。从1997年的61起到2004年的140起，我国上市公司股权协议转让的数量呈逐年递增的趋势。在发生的股权转让事件中，国有股份转让给国有性质的持股人仍然占大多数，国有股份转让使社会法人股的比例逐年增加，在总的股权转让事件中民营性质的收购方比例也呈现上升的趋势，图1-1对近年来我国上市公司股权协议转让的趋势及某些特征作了描述性统计。

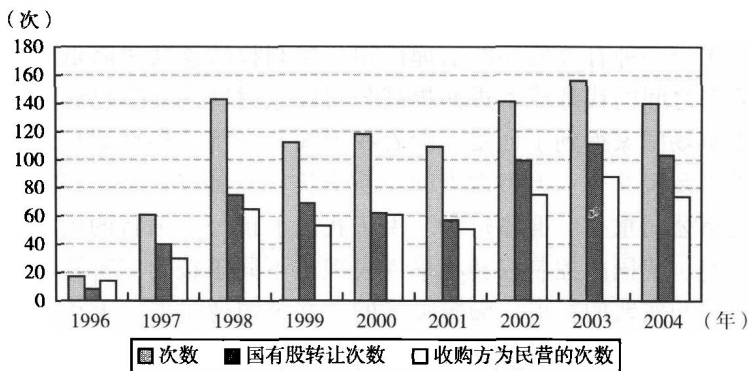


图1-1 我国上市公司股权协议转让发生的频率

2. 我国上市公司控制权转移的财富效应和西方发达国家有显著的区别

并购的财富效应一般从宏观和微观两个角度来衡量，宏观层次

是指并购对整个社会福利造成的影响；微观层次主要是对并购双方企业并购前后绩效进行比较，包括并购前后股价波动引起的财富效应的比较以及并购前后财务绩效的比较。从狭义的角度研究并购的财富效应，一般从微观层次进行，国内外的实证研究一般都是从这个角度来进行。本书主要从微观的角度研究上市公司控制权转移的财富效应。

西方国家在衡量控制权的财富效应时，因为其通常采用要约收购方式，收购方和被收购方同时为上市公司的样本比较多，因而可以分别计算交易各方的财富变化。相比之下，我国上市公司控制权转移往往通过上市公司的国有股股东、法人股股东发生变更得以实现，而且收购方往往为非上市公司，因而在度量上市公司控制权转移的财富效应方面更突出被作为收购目标的上市公司股东财富的变化。另一方面，控制权市场理论认为，控制权的转移可以约束管理者，减少经理人代理成本，从而带来公司财富的增进，而我国上市公司控制权转移后的公司业绩和股价波动，却没有呈现出财富增进的特征。具体来说，我国上市公司控制权转移后的财富效应，更多体现出一种“危机性重组”和“买壳”的特征（张文魁，2001）。发生控制权转移的上市公司，转移后的财务绩效和股价波动都未能呈现出一致的增长趋势^①。

总体上看，一方面是日益增长的上市公司控制权转移事件，另一方面是我国控制权市场表现出的不同于西方国家并购实践的特点。因此，从我国公司所处的内外部治理环境和市场环境出发，研究我国上市公司控制权转移事件的动因及其特点并对其表现出的财富效应做出解释，对于引导我国控制权转移市场的发展，规范上市公司控制权转移行为，提高控制权转移的治理效应具有很强的现实意义。

① 见文献综述部分对有关控制权转移财富效应的国内外研究评述。

1.1.2 理论动因

1. 并购重组理论

企业并购是由并购动机产生的企业行为，并购的财富效应则是这一行为导致的结果。西方金融学的主流重组理论主要从并购的动因来解释和预测并购的财富效应。中外学者对并购产生发展的动因作了广泛而深入的研究。西方主流的并购动因理论主要有以下几种：效率理论，包括管理协同效应理论（Fama, 1980）、营运协同效应理论、多样化经营理论、财务协同效应理论（Levy & Sarnat, 1970；Nielsen & Melicher, 1973）、赋税效应理论以及信号与信息理论（Dodd & Ruback, 1977；Bradley, 1983）；代理问题，包括委托代理理论（Jensen & Meckling, 1976）、管理者理论（Mueller, 1969）、自由现金流理论（Jensen, 1986, 1988）；财富转移理论，包括自负假说（Roll, 1986）、市场权力假说（Meeks, 1977）、垄断利润假说以及财富再分配理论（McDaniel & Morey, 1986）；行业冲击说（Andrade et al., 2001）。

我国上市公司并购动因的理论主要来源于西方现有的理论，但我国企业的并购重组有着不同于西方的制度背景和特色。国内的学者在借鉴西方重组理论的基础之上，一方面对已有并购动机理论在我国的适用性做出了检验，主要包括：管理协同效应理论（朱红军等，2005；方轶强等，2006）、信号理论（方轶强等，2005）；另一方面，结合我国的并购实践，从内因和外因入手，国内学者们提出了一些有中国特色的观点，主要如下^①：内在动因，包括企业发展战略动机理论（王韬光等，1995）、利用优惠政策理论（邹亚生，1996）、竞争优势双向转移理论（郭元晞，1998）、治理因素方面的原因（张维迎，1998；刘焰，邹珊刚，2001；姚先国、汪

① 参见刘晓云《控制权转移的我国上市公司财务绩效及其影响因素研究》（浙江大学硕士毕业论文）的综述。

炜, 2003)、控制权增效论(刘文通, 1997)、企业融资论(朱志刚, 1995)、基于利益相关者利益均衡的理论(郭来生、张宗新, 2003); 外在动因, 包括体制因素主导下的价值转移与再分配理论(张新, 2003)、优化所有制结构(邹亚生, 1996)、机会主义重组与刚性管制(陈信元等, 2003)、管制理论(方轶强等, 2006)。

2. 影响上市公司并购财富效应因素的理论

为了进一步解释并购重组的财富效应, 国内外学者提出了不同的考虑因素, 包括: 政府和法律的因素(Malatesta & Thompson, 1993; Jarrell & Bradley, 1980; Jensen & Ruback, 1983; 张俊瑞, 2002; 朱宝宪等, 2002; 李心丹等, 2003); 公司股权结构因素(Ambrose & Megginson, 1992; Harson & Song, 2000; Parrio & Harris, 1999; 李善民等, 2002; 李心丹, 2003; 李湘豫等, 2004); 资产结构、公司规模和所属行业等因素(Ambrose & Megginson, 1992; Mulherin & Boone, 2000; 李心丹等, 2003; 李豫湘等, 2004); 并购类型和支付方式(Jensen, 1986; Loughran & Vijh, 1997; Mulherin & Boone, 2000; Maquieira et al., 1998; DeLong, 2001; Shelifer & Vishny, 2003; Louis, 2004; Fee & Thomas, 2004)

综上所述, 在实践方面, 我国的控制权转移事件无论是参与双方主体身份、控制权转移的方式, 还是控制权转移所带来的财富效应都与西方存在显著差异; 在理论方面, 针对我国上市公司并购事件, 不同的学者从不同的角度对并购的动因及其相应的财富效应做出了解释, 但尚没有从主并公司股权结构角度入手深入地探讨上市公司控制权转移的动因、相应的财富效应及其成因的研究。我国控制权市场的主并公司出于什么样的动机取得上市公司的控制权? 不同股权结构的主并公司会对上市公司控制权转移前后的财富效应产生什么影响? 如何来解释不同股权结构的主并公司导致的不同财富效应? 因此, 从主并公司股权结构入手, 以发生在我国资本市场上的控制权转移事件为契机, 以取得控制权的动机为起点, 深入探讨

主并公司股权结构与目标公司控制权转移前后财富效应之间的关系，并以主并公司取得控制权的动机为缘由对相应的财富效应做出合理解释，这是本书研究的动机。

1.1.3 本书的研究视角

本书认为，主并公司取得上市公司控制权的目的，主要是为了追求控制权收益，包括共享收益和私有收益两部分，而尤以控制权私有收益为主。主并公司不同的股权结构特征，会导致其获取控制权私有收益的方式和程度的不同，继而对控制权转移后的财富效应产生不同的影响。因此，本书从主并公司股权结构着眼，通过分析其与上市公司控制权转移长短期财富效应的关系，找到影响财富效应的股权结构因素，并进行相应的成因分析（见图1-2）。

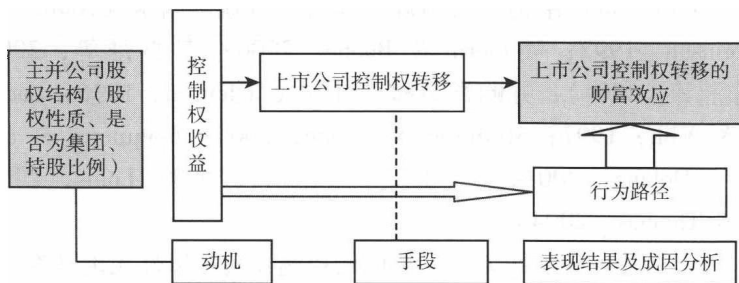


图 1-2 主并公司取得控制权动机、手段和表现结果及其成因分析

1.2 研究目的和意义

本书的研究目的就是基于我国资本市场现状和国内外已有的文献，从主并公司股权结构入手，剖析上市公司控制权转移事件发生的动因及其相应的财富效应，并在此基础上，揭示主并公司为了获取控制权收益是如何通过取得上市公司控制权并通过占用

上市公司资金来影响上市公司财富效应的,据此对我国控制权转移的财富效应做出合理的解释。通过本书的研究,可以从一定程度上解释我国控制权市场上一些普遍存在却不合理的现象,为投资者和相关的决策者提供一些参考。具体来讲,本书的研究意义如下:

1. 深化了对我国控制权转移市场的了解

本书的研究对象界定为上市公司控制权转移事件,从而将上市公司控制权转移事件从以往笼统的并购研究中提取出来,单独研究上市公司控制权转移事件前后的财富效应及其动因和影响因素。国内的研究通常沿袭了陈信元、原红旗(1998)的分类办法^①,将并购分为四类:即上市公司资产置换、上市公司资产剥离、上市公司股权转让以及上市公司兼并收购,在做有关并购研究时,往往不单独研究某一类并购事件的相关问题。而近年来我国上市公司控制权转移事件的发生呈现逐年上升的趋势,而且控制权转移之后的上市公司往往伴随着大规模的资产置换、资产剥离等行为。因此,将上市公司控制权转移作为一个单独的部分,对其所产生的财富效应及其成因进行分析,可以深化对我国的控制权市场状况的了解,理解控股股东不同的股权结构如何影响我国上市公司控制权转移前后的财富效应,加深对控股股东掏空方式及其对上市公司影响的理解。

2. 发现了影响上市公司控制权转移财富效应的主并公司股权结构因素

本书从主并公司获取控制权的动机入手,揭示了主并公司的股权结构与上市公司控制权转移的财富效应之间的关系。不同股

^① 陈信元、原红旗(1998)在《上市公司资产重组财务会计问题研究》中提出:“从重组形式上,我们认为可以分为四类:(1)上市公司股权转让;(2)上市公司资产置换;(3)上市公司对外兼并;(4)上市公司对外转让资产。”《中国证券报》在资产重组事件分类时基本沿用了此分类方法。