

转型经济治理环境下的大宗股权交易研究

Block Share Transfers in
Governance Environment of
Transitional Economies

何种方式来实现其控制权利益与转型经济中的制度环境有很大的关系。本书从大宗股权协议交易的价格和交易产生的价值效应这两个可观测的角度,对中国转型经济治理环境如何影响大股东的利益选择行为进行了理论和实证研究。



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

叶 会/著

转型经济治理环境下的 大宗股权交易研究



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

转型经济治理环境下的大宗股权交易研究/叶会
著. —北京:经济管理出版社, 2010. 12

ISBN 978-7-5096-1178-4

I. ①转… II. ①叶… III. ①股份有限公司一股份
份制—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 231994 号

出版发行: **经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京交通印务实业公司

经销: 新华书店

组稿编辑: 徐 雪

责任编辑: 徐 雪 董慧峰

技术编辑: 黄 铄

责任校对: 郭 佳

880mm×1230mm/32

8 印张

201 千字

2010 年 12 月第 1 版

2010 年 12 月第 1 次印刷

定价: 28.00 元

书号: ISBN 978-7-5096-1178-4

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部
负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

前 言

集中的股份是解决公司经营者代理问题的一种重要的内部治理机制。从理论上讲，大股东既有动机也有能力去监督公司经营，使公司价值得到提升并从中获得好处，即控制权的共享收益。但是，大股东治理机制又引致新的代理问题，即大股东以牺牲小股东利益为代价，追求控制权的私有收益。在实际行为中，大股东究竟是通过何种方式来实现其控制权利益，转型经济中的制度环境对其行为有很大的决定作用。在大宗股权交易事件中，股权的交易价格以及股权交易在股票市场上产生的价值效应，从两个可观测的角度为验证转型经济制度环境对大股东行为的决定作用提供了很好的视角。中国在转型经济过程中，由于历史原因形成的上市公司股权高度集中、股权分置、政府控制以及地区经济发展不平衡，构成了转型经济中重要的制度背景。因此，本书主要分析外部治理环境、所有权结构安排以及政府控制等因素如何影响大股东对控制权共享收益和私有收益的选择，进而作用于大宗股权的交易价格和交易引起的价值效应。

本书通过对 2001~2004 年的 519 个大宗股权交易样本的交易价格进行统计分析发现，与西方成熟市场上大宗股权以溢价进行交易不同，中国上市公司大宗股权平均以 74% 的折价进行交易。本书认为，中国股票市场上高度集中的股权结构、股权分置、较高的市盈率以及非流通股股东极低甚至为零的持股成本，这些在中国经济转型过程中形成的制度背景是导致大宗股权交易

高折价的主要原因。

对大宗股权交易价格进行回归分析,结果表明:第一,大宗股权在上市公司所有权结构中的控制能力越强(股权交易比例越大,购买方越容易获得控股地位,股权集中度越低,股权制衡程度越低),购买方能够从中获得的控制权利益就越多,进而愿意支付的价格就越高。第二,治理环境对大宗股权交易价格的影响作用在全部样本中并不显著,在控制权变更样本中显著为负,在控制权未变更样本中为正但是不显著。治理环境在不同样本中显示出不同的符号,这主要与大股东的不同利益选择行为有关。大股东在公司所有权结构中所处地位不同,其对控制权利益实现形式的选择也不同。处于控股地位的控股股东拥有占绝大多数优势的控制能力,在产权不能自由流通以及执法水平较低的转轨经济国家,控股股东更倾向于通过攫取私有收益的方式获得控制权利益,因此其支付的价格更多地体现了未来能够获得的控制权私有收益,而较好的外部治理环境对控股股东获取私有收益的能力能够起到一定的约束和抑制作用。处于非控股地位的其他大股东获取控制权私有收益的能力较弱,在获取利益的途径方面他们类似小股东,更倾向于通过共享收益的方式获得控制权利益,较好的外部治理环境虽不利于对控制权私有收益的获得,但是却有利于对共享利益的获得。第三,在没有完全市场化的转轨经济中,政府背景和政府关系是转轨经济中企业一种重要的声誉资源,这可能转化为企业较多的投资、融资机会和各种优惠政策等,使企业更容易得到更多的社会资源,这一声誉价值进而会体现在大宗股权的转让定价之中,在其他条件相同时,政府控制的企业的股权转让价格高于非政府控制的企业。第四,在转轨经济中,不同的产权背景使企业面临不同的竞争环境、经营环境和法律约束环境,民营企业成立之初就已经经历了激烈的市场竞争洗礼以及较为严格的法律约束,而政府控制的企业则受到相对较多的政策性

保护以及政府在法律方面的庇护。因此，在政府控制的企业中，治理环境对控制权转让价格的负向作用尤为显著和突出，而在非政府控制的企业中二者之间无相关关系。这意味着旨在建立公平竞争环境的市场化改革确实对提高国有企业效率起到了积极的作用，但是对民营企业却收效甚微。

通过计算大宗股权交易在 $(-15, 15)$ 窗口期内的AR和CAR，本书发现：大宗股权交易事件在总体上产生了显著为负的市场反应，股东在事件窗口期内损失了3.6%的财富；从大宗股权交易公告前的第15个交易日开始，市场产生不利反应，交易事件公告之后，市场下跌幅度更大。本书还发现：股权交易比例越大，控制权发生变更时，交易产生的价值效应更好。股权交易比例越大或控制权发生变更，意味着交易后发生重组的可能性越高，投资者预期公司治理结构或公司经营政策有望在交易后得到改善，进而使公司价值得到提升，因此给予较好的市场反应。这表明，尽管大宗股权交易在总体上产生负的价值效应，但是有力度的大宗股权交易在一定程度上也确实起到了改善公司治理结构、提升公司价值的作用。

对大宗股权交易事件产生的价值效应进行回归分析，结果发现：第一，治理环境对大宗股权交易价值效应的影响在控制权变更样本组中为正，而在控制权未变更样本组中为负。治理环境与大宗股权交易价值效应在两组样本中呈现出截然相反的相关关系，这也揭示了是否获得了控股地位对股东的行为具有重要影响。当控股股东主要通过攫取私有收益的方式来获得控制权利益时，较好的治理环境可以有效地约束控股股东获取私有收益的行为，因而治理环境与股权交易的价值效应之间具有正相关关系。未占据控股地位的其他大股东获取私有收益的能力较弱，其利益的主要来源是共享收益，因此非控股大股东在公司治理结构中更多地发挥监督和制衡的作用。因此，不涉及控制权变更时的股权

交易更有可能发挥监督的作用，外部治理环境越差，股权交易所能够起到的监督效果就越大，因此市场产生的 CAR 也就越高。第二，在控制权发生变更的大宗股权交易样本中，股权交易价格与交易产生的价值效应之间具有负相关关系。这表明在获得控制权的大宗股权交易中，对股权的支付价格主要体现了对私有收益的获得，支付的价格越高，购买方或转让方从控制权中获得的私有收益越高，进而市场产生的反应越不利。第三，政府控制的上市公司股权交易产生的价值效应显著高于非政府控制的企业。

目 录

第一章 引言.....	1
第一节 研究背景和意义.....	1
第二节 理论基础和基本概念说明	16
第三节 研究思路和结构安排	21
第二章 文献回顾和评论	29
第一节 所有权结构和公司控制权	30
第二节 大股东和大宗股权交易研究	48
第三节 制度环境和公司财务行为	64
第四节 本章小结	75
第三章 转型经济制度背景分析	84
第一节 中国股票市场成立及发展的制度背景	84
第二节 转型经济中的政府动机和政府行为.....	106
第三节 中国上市公司的所有权结构和控制特征.....	117
第四节 中国上市公司并购重组的发展进程.....	122
第五节 本章小结.....	125
第四章 大宗股权交易价格研究.....	127
第一节 理论分析和假设的提出.....	127
第二节 研究设计.....	138

第三节	实证检验结果及分析·····	154
第四节	本章小结·····	175
第五章	大宗股权交易的价值效应研究·····	179
第一节	理论分析和假设的提出·····	179
第二节	研究设计·····	186
第三节	实证结果及分析·····	194
第四节	本章小结·····	214
第六章	总结·····	217
第一节	主要内容和启示·····	217
第二节	局限性和进一步研究方向·····	224
附录	·····	226
参考文献	·····	227
后记	·····	247

第一章 引言

第一节 研究背景和意义

一、研究背景

公司治理问题是最近几十年来最受关注的研究领域之一。尽管关于公司治理的研究数量巨大，但对公司治理最终应该服务的对象是谁，理论界并没有统一的观点。Shleifer 和 Vishny (1997) 从代理问题的角度出发，认为公司治理就是研究投资者如何收回自己投资的机制；Williamson (1984) 从不完全契约的角度出发，认为公司治理制度的建立应该以股东的利益为出发点；Rajan 和 Zingales (2000) 从公司权力分配的角度出发，认为仅以股东利益最大化作为公司治理的目标是有问题的，公司治理应该致力于控制和保持人力资本，而不是金融资本；Blair (1998) 则指出，过度强调股东的权利和力量会导致其他利益相关者的投资不足，进而降低公司的潜在价值创造，因此，公司治理服务的对象不仅包括股东，还应该包括为公司进行了专用化投资的其他利益相关者。

从公司财务领域的研究来看，大多数学者在实际研究中都采取了 Shleifer 和 Vishny (1997) 提出的公司治理目标，把公司治

理的目标是股东利益最大化作为研究的前提。从公司治理的目标是股东利益最大化这一角度来看，公司治理研究的发展经历了两个阶段：所有权分散背景下的公司治理问题以及所有权集中背景下的公司治理问题。代理理论作为公司治理和公司财务研究的前提和基础，其研究和发展也经历了两个不同的阶段。

（一）传统的公司治理视角：股东与公司管理者之间的代理问题

在传统的公司治理视角下，代理问题的本质就是“所有权和控制权的分离”。亚当·斯密（1776）在其《国富论》中最早观察到股份公司中存在的委托—代理问题，并描述了股东因为对公司业务所知甚少而导致的监督困难，以及委托人与代理人之间在利益取向上的差异。100多年以后，Berle和Means（1932）在《现代公司与私有财产》一书中进一步指出了在“所有权和控制权分离”的情况下，拥有实际控制权的管理者在激励与责任方面与股东之间的矛盾。Berle和Means的研究被认为是现代公司治理研究的开始。所有权和控制权在现代公司中被分离之后，由于所有者和管理者不是同一个主体，从二者之间的关系角度出发，就形成了所有权和控制权分离条件下的三个属性：所有者和管理者之间的利益不一致、责任不对等和信息不对称（林毅夫等，1998）。正是因为利益不一致和责任不对等，因此在理论上管理者有利用权利侵占所有者利益的可能性。也就是说，股东和管理者之间的委托—代理关系的建立，天然地就产生了股东和管理者之间激励不相容的问题，而信息不对称则使得二者之间的矛盾最终有可能成为现实。所有权分散背景下的股东与公司经营者之间的代理问题在很长一段时期内主导了对公司治理和公司财务行为的研究，公司治理的目标也是围绕着如何缓解和降低公司经营者存在的代理问题。

在“所有权和控制权分离”的命题下，Jensen和Meckling

(1976) 首次明确地定义了代理成本,即包括委托人的监督支出、代理人的保证支出和剩余损失三部分。Jensen 和 Meckling 实际上是从社会总体角度来定义代理成本的,也即两权分离所产生的一种特殊的交易费用。代理成本的概念提出来以后,其在财务决策的实证研究中得到相当多的应用,例如用代理成本解释资本结构、债务期限结构、股利政策和高管报酬等。

分散的所有权结构导致公司管理者拥有实际的决策权,但并不承担(或部分承担)其决策的财富后果,因此管理者有可能利用决策权追求自己的利益最大化,而不是追求股东财富最大化。公司管理者的代理行为主要体现在如下几个方面:管理者追求过度的在职消费和偷懒;管理者从事多元化投资或并购以分散个人风险(Amihud and Lev, 1981);营建公司帝国,因为更大的企业对管理者来说通常意味着更多的报酬、权利、声誉和职业晋升机会(Stulz, 1990);专业化管理者的人力资本投资,从而增加管理者对公司的价值(Shleifer and Vishny, 1989);或公司存在较多的自由现金流时从事回报低甚至为负的投资活动而不是支付股东股利(Jensen, 1986)。

公司管理者的代理行为在实证研究中得到大量支持,比如研究发现:管理者的薪酬和公司业绩之间没有很强的联系,但是对公司规模非常敏感(Jensen and Murphy, 1990);多元化经营造成了公司价值的损失(Morck et al., 1990; Lang and Stulz, 1994)。来自并购领域的大量研究也证实了公司管理者代理问题的存在,如 Walkling 和 Long (1984) 发现,当管理者拥有较少权益的时候,管理者会采取措施阻碍能够增加公司价值的收购,而管理者阻碍收购主要是为了个人利益,而不是服务于股东利益;收购公司通常有大量的自由现金流和较低的负债,现金流较多的企业更有可能从事股东回报低的兼并活动(Lang et al., 1991; 王培林等, 2007);管理者持股较多的收购公司股东回报

较高 (Healy et al. , 1997; Lewellen et al. , 1985)。

既然两权分离会产生代理成本,为什么以两权分离为特征的现代大型公司仍是经济体中的常态组织,或者说投资者为什么愿意把钱交给管理者来管理呢?机器大工业的出现和发展,超越了个人资金和风险承担能力。从专业化分工的角度来看,管理职能和风险承担功能分离带来的经济效率提高是促使两权分离的原因 (Fama, 1980)。在现代公司制度的演进过程中,两权分离产生的代理问题始终存在,但是现实中各种两权分离的公司形式能够保持其生命力,是因为通常都有比较有效的制度安排解决代理问题。

解决代理问题主要有两种途径:通过内部制度设计和外部制度来约束管理者代理行为。来自企业内部上下级和董事会的监督,以及管理者的薪酬契约安排可以缓解管理者的代理问题 (Fama, 1980)。Fama 和 Jensen (1983) 指出,公司所有者掌握决策控制权 (批准和监督),管理者掌握决策经营权 (拟定和执行),通过将企业的决策控制权和决策经营权分离,可以降低决策代理人侵蚀股东权益的可能性。竞争性的管理者劳动力市场和股票市场,则从外部提供了约束管理者行为的监督机制。当这些机制还不足以控制管理者代理问题时,接管市场则成为最后的约束制度。当管理者的代理行为导致公司低效率时,收购者会对其进行兼并重组,并以高效率的管理团队取代低效率的管理者。

Shleifer 和 Vishny (1997) 在其颇有影响的公司治理综述中指出,在存在管理者代理问题的情况下,投资者还愿意把钱交给管理者,除了资本市场上的声誉约束外,公司治理机制在约束管理者行为时起着重要作用。其中最为常见的两种治理机制是:一是投资者保护法律制度,比如投资者对兼并收购、公司清算和选举董事会等重大事件的投票权,限制管理者内幕交易的法律制度等;二是通过大宗股权持有者对管理者实施监督机制,与分散的

小股东相比，大股东更有积极性监督管理者，因此有利于降低管理者的代理成本。

（二）公司治理新视角：控股股东与小股东之间的代理问题

Berle 和 Means (1932) 认为公司治理的重点是研究在所有权分散结构下股东和管理者之间的利益关系。然而，从世界范围来看，企业的所有权结构并不是像 Berle 和 Means (1932) 所描述的那样高度分散。Morck 等 (1988) 以及 Holderness 和 Sheehan (1988) 的研究表明，即使在美国的大公司中，所有权也并不是很分散。针对其他一些发达国家如德国 (Franks and Mayer, 1994)、日本 (Prowse, 1992; Berglof and Perotti, 1994)、意大利 (Barca, 1995) 等的研究也表明所有权比较集中。La Porta (1999) 发现，27 个发达国家的股权结构相当集中。La Porta 等人 (1998) 和 Claessens 等 (2000) 发现，发展中国家的企业所有权结构更加集中。Faccio 和 Lang (2002) 发现，除英国和爱尔兰外，其他 11 个西欧国家的股权都相当集中。这些研究表明，世界上大多数国家的企业中都存在大股东。

1. 大股东的积极作用

理论和实证研究表明，企业中大股东的存在对公司治理具有一定的积极作用，有利于解决股东与公司管理者之间的代理问题。Jensen 和 Meckling (1976) 认为，所有权的集中有利于提高企业价值，因为大股东比分散的小股东更有监督管理层的积极性，而且大股东的存在可以减少管理者与众多股东谈判和签约的交易成本。Shleifer 和 Vishny (1986) 认为，当企业的所有权高度分散时，监督具有较大的外部性，“搭便车”问题会导致没有一个股东愿意监督管理者；但是当所有权相对集中时，监督的外部性较小，大股东能够更好地监督管理者。Maug (1998)、Kahn 和 Winton (1998) 的研究表明，尽管那些高度分散的小股东在监督中“搭便车”，但是大股东却愿意对管理层进行监督，

尽管监督的成本很高。Bebchuk (1994) 以及 Burkart, Gromb 和 Panunzi (1997) 也分别从理论模型中得出了类似的结论。此外, Kyle 和 Vila (1991) 指出, 在企业的所有权结构中, 大股东的出现可以增加企业的接管活动, 而这些接管活动有利于提高企业价值, 这个结论与 Shleifer 和 Vishny (1986) 的模型非常类似。Shleifer 和 Vishny (1997) 进一步认为, 所有权集中的好处在欠发达国家更明显, 因为在这些国家财产权没有很好地定义和(或)没有很好地得到法律和司法体制的保护, 而大股东能够起到替代法律和司法体制对外部股东保护的作用。Gopalan (2006) 则指出, 除了积极的监督外, 大股东还可以通过“用脚投票”的方式影响公司治理, 大股东出售手中持有的股票会降低股票价格, 增加股票的流动性, 进而促进能够提升公司价值的接管发生。

实证研究也为大股东在公司治理中发挥的积极作用提供了论据。针对美国上市公司的实证研究发现, 所有权集中度与企业价值正相关, 股权集中有利于大股东监督管理层, 减少代理成本, 因而能够改善企业价值 (Levy, 1983; McConnell and Servaes, 1990; Holderness and Sheehan, 1988; Barclay and Holderness, 1989; Anderson and Reeb, 2003)。Bethel 等 (1998) 的研究发现, 大宗股权购买之后通常伴随资产剥离的增加和兼并收购的减少, 企业的超常收益和经营利润都会增加, 这表明大股东对公司政策和经营实施了积极的影响。此外, Becht 和 Roel (1999) 也发现, 在绝大多数欧洲国家, 所有权集中是最重要的公司内部治理机制之一。而且, 只有那些掌握了相当控制权的大股东有效地监督管理者, 才能为投资者提供一定的收益保证。

2. 大股东的负面作用

大股东的存在虽然可以在公司治理中发挥积极的监督作用, 但是运用这种治理机制是有成本的, 而且其成本可能超过带来的

好处。大股东监督的成本包括：第一，大股东控制导致风险分担减少；第二，股权的集中导致市场流动性降低（Coffee, 1991; Bolton and Thadden, 1998）；第三，大股东所提供的监督会导致管理决策中风险过高，尤其是在财务杠杆较高的公司（Coffee, 1991）；第四，大股东控制可能会导致过度监督的效应，即大股东严格的监督可能会降低管理者努力实施价值最大化战略的激励作用（Burkart et al., 1997; Pagano and Roel, 1998）。

然而大股东治理模式最重要的成本是，大股东不仅无助于监督管理者，而且还常常通过掠夺小股东而恶化公司治理，这也是很多股权比较集中的国家在规范公司治理时面临的巨大挑战。由于股权集中所形成的控制性股东掌握着公司的实际控制权，从而形成由控制性股东和管理者构成的内部人集团和由中小股东与债权人构成的外部人集团（La Porta et al., 2000a）。控制性股东的收益来源于两个方面：一方面按其所持股权比例和其他中小股东共同享有的收益部分，即控制权的共享收益；另一方面是由大股东独占，并不按照持股比例在所有股东之间进行分配的收益部分，即控制权的私有收益（Grossman and Hart, 1988）。当不存在控制权私有收益或控制权私有收益是不可获得^①的时候，控股股东与所有股东之间的利益将是一致的；但是当控制权私有收益存在并可以取得时，控股股东与小股东之间便产生利益冲突，控股股东会倾向于通过各种手段侵占小股东利益以攫取私有收益（Shleifer and Vishny, 1997），Johnson 等（2000）用“隧道挖掘”（tunneling）来比喻控股股东侵占公司利益的行为。在很多情况下，控制权私有收益的存在还会导致很多非效率的经济后果（Bebchuk et al., 1999）。

① 私有收益不存在或不可获得的情况包括攫取私有收益的成本超过了私有收益本身。

因此, 尽管大股东可以有效监督管理者, 降低管理者与所有股东之间的代理成本, 但却可能产生另一种代理成本, 即大股东利用其控制权掠夺小股东。Shleifer 和 Vishny (1997) 在其综述中总结道, “当大股东几乎控制了公司的控制权时, 他们更倾向于制造控制权私有收益, 而这些收益并不能为小股东分享”。Claessens 等 (2002)、La Porta 等 (1999) 进一步指出, 在大多数国家, 公司主要的代理问题是控股股东掠夺小股东, 而不是股东与管理者之间的利益冲突。研究还发现, 控股股东往往借助于“金字塔”结构、有差别的投票权和交叉持股的方式实现控制权和现金流权的分离, 二者的分离进一步加剧了控股股东侵占小股东利益的动机 (Faccio and Lang, 2002)。

从上述分析可以看出, 控制权私有收益的存在是导致控股股东代理问题的根源之一, 引入控制权私有收益的概念, 研究控股股东的代理行为也日益成为所有权集中环境下公司治理研究的重点问题。Shleifer 和 Vishny (1997) 关于公司治理的研究综述开始引起研究者们对大股东与小股东之间代理问题的关注, 此后, 在控股股东与小股东之间的利益冲突这一新的代理问题分析框架之下, 研究者们从不同的侧面和角度运用不同的方法, 对不同国家或地区的公司治理问题进行研究, 对不同的公司财务决策和财务行为进行解释, 试图为控股股东侵占中小股东利益提供各种不同的证据和支持。从研究内容和研究角度来看, 主要包括以下几个方面: ①控制权和现金流权的分离与公司价值 (La Porta et al., 2002; Faccio and Lang, 2002); ②股利政策和小股东利益侵害 (La Porta et al., 2000b; Klaus and Yurtoglu, 2003; Faccio et al., 2001); ③盈余管理与小股东利益侵害 (Fan and Wong, 2002; Leuz et al., 2003); ④大宗股权协议转让与大股东的控制权私有收益获取 (Barclay and Holderness, 1989; Barclay and Holderness, 1991; Dyck and Zingales, 2004)。