

# 控股股东影响了控制权市场的作用吗?

陈玉罡,傅 豪

(中山大学 管理学院,广东 广州 510275)

**摘要:**文章以2000—2008年进行了劣质收购的730个上市公司为样本,对其控制权是否再度发生转移进行了分析。研究发现,控股股东的持股比例越高,进行劣质收购后其控制权发生转移的概率越低。当控股股东持股比例较低时,盈利能力强、杠杆高、成长性好但营运能力差、规模小的公司更容易发生控制权转移;当控股股东持股比例较高时,流动比率差、杠杆高的劣质收购公司更容易发生控制权转移。这说明控制权市场的作用因控股股东持股比例的高低而有所不同。

**关键词:**控股股东;控制权市场;收购

**中图分类号:**F271 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2012)04-0080-11

## 一、引言

当公司控股股东进行了毁损价值的行为时,其控制权被夺取意味着控制权市场能够发挥其惩戒作用。毁损价值导致控制权被夺取的原因很多,本文所关注的是企业的并购行为毁损了其价值而导致的控制权被夺取。从宝延风波拉开中国并购大幕以来,不少上市公司为了扩大规模虽然通过收购控制权等资本运作手段成为主并公司,但却在短短几年的时间里又被其他上市公司收购而成为目标公司。这一现象似乎显示了控制权市场能在一定程度上惩戒那些进行了错误收购的公司,但一些实证研究发现,从整体看,中国控制权市场的惩戒作用甚微(陈玉罡等,2009)。

控制权在转移过程中可能会产生两种截然不同的后果:一种是上市公司控制权转让后在大股东的治理下取得了绩效上的提升;而另一种则是上市公司控制权转让后被大股东掏空,绩效越来越差。如果控制权市场的惩戒作用

收稿日期:2011-11-10

基金项目:国家自然科学基金(71002055、70972074);教育部人文社会科学研究项目基金(09YJA630155);广东省哲学社会科学规划项目(090-04);广东高校优秀青年创新人才培养项目(wym09013)

作者简介:陈玉罡(1976—),男,湖南湘潭人,中山大学管理学院副教授;

傅 豪(1985—),男,四川资阳人,中山大学管理学院硕士生。

能够得以发挥,那么第一种情况应该是主流;如果控制权市场的惩戒作用不能够得以发挥,将会导致第二种情况的大量发生。现实中我国上市公司通过并购重组进行掏空的现象层出不穷,这也在一定程度上印证了控制权市场的惩戒作用不强的事实。

对于进行了毁损价值收购行为的公司(下文称为劣质收购公司),控制权市场的惩戒作用除受到外部制度环境的制约外,还会受到劣质收购公司控股股东持股比例的影响。在进行了毁损价值的收购后,由于控股股东的持股比例过高或控股股东属于国有企业,公司的控制权被夺取的可能性较小,控制权市场的惩戒作用就无法发挥。

本文将研究视角放在上市公司连续并购事件上,通过对进行了劣质收购的公司其控制权再次发生转移的概率来研究控制权市场的惩戒作用。在对劣质收购公司收购后大股东持股比例和股东属性进行分组后,我们发现随着控股股东的持股比例超过30%,控制权市场的惩戒作用大大下降;非国有控股的劣质收购公司相对于国有控股的劣质收购公司更容易被控制权市场惩戒。

## 二、文献回顾

公司治理问题的研究主要集中于两类利益冲突:一类是股东与管理层之间的利益冲突,另一类是控股股东与中小股东(或利益相关者)之间的利益冲突。这些利益冲突引发了代理问题。对于股东与管理层的代理问题,Manne(1965)等的惩戒论认为,由于内部控制机制的失灵,其无法应对委托代理问题的挑战,所以要交由外部的控制权市场完成。需要注意的是,Manne(1965)的惩戒论并没有表明控制权市场如何发挥惩戒作用。

我们认为,针对两类利益冲突,控制权市场的惩戒作用机理不同。对于股东与管理层的代理问题,控制权市场是间接发挥作用的,即当管理层的行为与原有股东利益不一致且内部控制机制失灵时,外部收购者通过获取该公司的控制权替换管理层,从而缓解代理问题,降低代理成本,提高公司效率。这里,控制权市场的惩戒作用是在内部控制失灵的情况下才发挥作用的。

但对于控股股东与中小股东之间的利益冲突,控制权市场的作用是复杂的。当控股股东所有权比例不高时,控股股东可以通过掏空行为攫取控制权私有收益,这种行为在毁损公司价值的同时也损害了中小股东的利益。当存在控股股东掏空上市公司的机会时,如果控制权市场能发挥惩戒作用,那么控股股东面临外部控制权市场的威胁,其掏空行为也会受到抑制。这里,控制权市场的惩戒作用直接影响控股股东的行为。在控制权市场惩戒作用无法发挥时,控制权市场也可能起到消极作用,即收购方通过购买目标公司的股权获得控制权后实施掏空行为。

在国外文献中,Mitchell和Lehn(1990)基于公司的并购行为提出了控制

权市场惩戒作用的实证检验方法。他们认为控制权市场能够惩戒那些进行了劣质收购的公司。<sup>①</sup>如果控制权市场能发挥惩戒作用,那么与相同条件下优质收购公司相比,劣质收购公司成为被并购目标的可能性更大。基于这一思想,Offenberg(2009)对美国1980—1999年发生的近8000起并购事件进行了研究,发现规模越大的公司并购绩效越差,因而规模越大的公司越可能成为“劣质收购公司”,在其进行劣质收购后也比规模较小的公司更容易成为被并购目标。从这个角度看,控制权市场也是有效的,因为这个市场能将大规模公司的劣质并购识别出来并予以惩戒。Offenberg等(2010)还发现劣质收购公司在收购中毁损的价值越大,之后被其他公司收购时获得的溢价也越大。这在一定程度上说明了控制权市场对价值毁损行为具有纠正作用。

国内对控制权市场的研究以实证研究为主。王鹏和周黎安(2006)发现控股股东的控制权侵占效应强于现金流权的激励效应。吕长江和肖成民(2007)发现投资者法律保护程度影响了最终控制人是否实施利益侵占及其侵占程度。叶勇等(2007)发现我国上市公司隐性终极控制权与现金流权的分离程度与公司价值负相关。黎来芳等(2008)发现在私人终极控制的上市公司中资金占用规模显著高于国家终极控制的上市公司。这些文献虽然从不同角度研究了控制权带来的侵占问题,但未触及控制权市场对控股股东的惩戒作用。我们认为,除了投资者法律保护制度的缺陷,控制权市场的惩戒作用匮乏也是导致控股股东侵占的一个重要原因,而控股股东的持股比例过高会阻碍控制权市场惩戒作用的发挥。

综上,本文从前次并购绩效差的公司其控制权是否会被取代判断控制权市场能否发挥惩戒作用。如果控制权市场能识别这些劣质并购公司,那么以掏空为目的的主并公司控制权有旁落的威胁,这种惩戒作用将是一种“警示”。不过这种惩戒作用也会受到并购之后控股股东持股比例和控股股东属于国有还是非国有的影响。

### 三、研究设计与数据来源

#### (一)样本选择

本文采用《中国证券报》发布的《上市公司重组事项总览》股权转让和收购兼并两个系列2000—2008年的数据,并进行了如下处理:(1)剔除金融行业、中小板以及B股的上市公司;(2)以实施过并购的公司被并购后控股股东发生变化为标准,剔除未导致公司控制权转移的并购事项;(3)对同一年发生过多次并购的公司只按一个样本计算,以免造成样本重复;(4)根据陈玉罡和李善民(2010)的计算方法,在对2007年和2008年的EVA根据会计准则的调整进行相应处理后,计算上述所有样本的EVA,并将样本分为优质收购公司和劣质收购公司。并购后创造的EVA如果大于零,该并购归入优质并购;如

果小于零,则归入劣质并购。(5)将劣质收购公司的样本挑选出来作为研究样本。最终的劣质收购公司有效样本为 730 个。

我们分别按并购当年年末控股股东的持股比例和公司属于国有控股还是非国有控股将 730 个样本分为不同的组别,然后运用下面的模型对各个组分别进行估计。

## (二)模型设计

我们用 logistic 模型检验劣质收购公司被惩戒的概率,其中以劣质收购公司是否成为并购目标作为因变量,以反映公司特征的一些财务指标作为自变量,模型如下:

$$\ln\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right) = \beta_0 + \beta_1 \text{CROA} + \beta_2 \text{TATURN} + \beta_3 \text{LIQUID} + \beta_4 \text{LEV} + \beta_5 \text{GEARN} + \beta_6 \text{OCASHPS} + \beta_7 \text{TQ} + \beta_8 \text{SIZE} + \epsilon$$

其中,  $p_i$  为在给定自变量的值时劣质收购公司成为目标公司的概率,即劣质收购公司被并购的概率。如果劣质收购公司被收购,则因变量设置为 1;相反则设置为 0。自变量定义如表 1 所示,其中的财务指标是劣质收购公司完成收购前 1 年的数据。

表 1 自变量定义

变量代码	变量名	变量含义
CROA	主营业务资产收益率	盈利能力
TATURN	总资产周转率	总资产周转率
LIQUID	流动比率	流动比率
LEV	资产负债率	杠杆
GEARN	净利润增长率	成长性
OCASHPS	每股经营活动现金净流量	现金流
TQ	托宾 Q	市场价值
SIZE	总资产对数	规模

我们采用后项逐步回归法,用最大似然比作为筛选变量的条件。判断 logistic 模型的预测能力采用回判法,阈值采用 0.5。模型对劣质收购公司成为目标公司的预测正确率越高,控制权市场的惩戒作用越强。

## (三)数据来源

计算 EVA 及模型中所需财务数据来自 CSMAR 上市公司数据库,  $\beta$  值来自 Wind 金融数据库,控股股东持股比例和公司是否属于国有控股来自色诺芬数据库(CCER)。

## 四、实证结果

### (一)描述性统计

表 2 给出了劣质收购公司成为被并购目标的比例。由表 2 我们可以看

到,从1年的并购绩效看,730家劣质收购公司中有91家成为被并购的目标,只占12.5%;从2年的并购绩效看,722家劣质收购公司中有100家成为被并购的目标,只占13.8%。从这些数据可以初步判断,控制权市场整体上未起到很强的惩戒作用。

表2 劣质收购公司成为被并购目标的比例

并购绩效 \ 被收购	未成为被并购目标	成为被并购目标	合计
并购绩效差(1年)	639 (87.5%)	91 (12.5%)	730 (100%)
并购绩效差(2年)	622 (86.2%)	100 (13.8%)	722 (100%)

## (二)实证分析

### 1. 劣质收购公司控股股东持股比例对控制权惩戒作用的影响

我们将劣质收购公司完成收购后当年控股股东的持股比例分为20%以下、30%以下、40%以下、50%以下、60%以下、70%以下和80%以下的不同样本,分别用logistic模型对劣质收购公司被收购的概率进行了回归。在回归过程中,我们发现控股股东持股比例在20%以下的样本拟合效果很差,于是将比例提高到25%。另外,当25%的分界点跳到30%时,回归中变量出现较大差异,所以我们又选择了27%和29%作为分界点。在表3中,我们也列出了以29%为分界点的模型估计结果。

当劣质收购公司完成收购后的控股股东持股比例在25%以下时,这类劣质收购公司被收购的概率与主营业务收益率、杠杆率和净利润增长率显著正相关,而与总资产周转率和规模显著负相关。这表明如果劣质收购公司的股权集中度较低,控股股东持股比例未超过25%,则盈利能力强、杠杆高和成长性好的公司更容易成为被收购的目标。

盈利能力强的公司能积累大量的利润,这些积累的利润构成了公司对外收购的资金来源。盈利能力强的公司不需要通过报表重组或非实质性重组改善自己的业绩,所以在并购过程中更可能进行创造价值的并购。不过,一旦其进行了劣质并购,致使其价值遭到毁损,受其原来盈利能力强的影响,其他收购公司只需将其收购后剥离原来收购的部分就能够重新创造价值,所以盈利能力强的公司在进行劣质收购后面临被收购的风险。当然,如果控股股东的持股比例足够高,也能防止自己被收购。

高杠杆的公司进行并购,很可能会加大其财务压力,从而导致公司绩效恶化。过高的杠杆效应带来巨大的经营风险,一旦并购无法带来预期收益,高杠杆的公司将会陷入困境,成为被并购的目标。Roll(1986)提出了另一个假说,即过度自信。他认为管理层在收购过程中经常过高地估计并购取得的成效,从而在并购时容易支付过高的溢价,这致使原本能创造价值的并购因支付价

格过高而成为“赢者之诅咒”。

为了能更快速地发展,成长性好的公司倾向于采用并购方式进行扩张,但因过度自信容易陷入劣质并购。这类公司因处于成长阶段,所以一次劣质收购就可能使其陷入困境而成为其他公司的收购目标。

另外,营运能力差、规模小的劣质收购公司更容易失去控制权。从公司的经营管理层看,营运能力弱的公司本身的管理能力就可能很弱,这样的公司在自身管理能力都不足的情况下再去并购其他公司,不但无法整合其他公司的资源,还可能拖累目标公司及其自身的发展。更可能的情况是,营运能力不强的公司收购其他公司的目的是进行报表重组或掏空,而非实质性重组。这类非实质性重组无法真正创造价值,在报表重组后如果无法达到预期目标,就会面临被收购的风险。Offenberg(2009)的研究发现规模越大的公司并购绩效越差,因而规模越大的公司越可能成为“劣质收购公司”,在其进行劣质收购后也比规模较小的公司更容易成为被并购的目标。但鉴于我国的上市公司中国有股占比较高,特别是规模越大的公司国有股占比越高,我们认为在这样的制度背景下规模越大的公司越不可能被收购。

当逐渐扩大劣质收购公司大股东的持股比例分界点时,从模型 1 至模型 9 我们发现了以下特殊现象:

第一,随着劣质收购公司控股股东持股比例的增加,主营业务收益率与被收购概率的相关性发生了变化,从显著正相关(模型 1)转为不相关。这说明当劣质收购公司的控股股东持股比例较低(25%以下)时,市场化的并购容易发生,这时控制权市场能正常发挥惩戒作用,新的主并公司更希望收购一家好的目标公司。但当劣质收购公司的控股股东持股比例较高时,市场化的并购不容易进行,控制权市场很难发挥其惩戒作用。

第二,劣质收购公司控股股东绝对控股后,流动比率与其被收购的概率显著负相关。流动性不强的公司进行并购,其流动性有可能因并购而变得更差,这一方面是由并购过程中花费较大造成的,另一方面也可能是承担更多债务造成的。如果本身的流动性很强,如有大量的现金,则在并购中就能游刃有余;如果本身的流动性不强,就可能在并购后反而陷入困境,从而面临被收购的风险。

第三,反映成长性的净利润增长率只在大股东持股比例 29%以下的样本中才与控制权转移的概率成正比。大股东持股比例的分界点提高到 30%以上,该指标不再显著。这说明当大股东持股比例较低时,市场化并购容易完成,新的主并公司更看重劣质收购公司的成长能力。

第四,除了大股东持股比例分界点在 25%以下的劣质收购公司,其他样本中每股经营活动现金净流量指标与控制权转移的概率显著正相关。Jensen(1986)提出自由现金流假说,认为自由现金流应该分配给股东才能使股东利

益最大化。但管理层为了自身利益常常将自由现金流用于并购,这样的并购是劣质并购。对于进行了这类劣质并购的公司,由于其本身拥有丰富的自由现金流,也容易被其他公司作为收购目标。

第五,当大股东持股比例分界点提高到40%以上时,劣质收购公司的托宾Q与控制权转移的概率显著正相关。根据Lang等(1989)的研究,托宾Q反映了公司的价值,托宾Q越大,公司价值越高。托宾Q大的公司进行劣质并购的可能性较小,不过一旦其进行了劣质收购,则因其公司价值更高而更容易成为被并购的目标。

第六,不论大股东持股比例分界点如何变化,规模大的劣质收购公司控制权转移的概率较小。这与整体样本得到的结果是一致的。

表3中模型1至模型9的最后一行列示了劣质收购公司被控制权市场识别并惩戒的概率。我们可以看到,随着控股股东持股比例分界点的提高,劣质收购公司被惩戒的概率呈下降趋势,从最初的53.8%(模型1)下降到最低的4.4%(模型9)。特别是当控股股东持股比例分界点提高到30%时,控制权市场识别劣质收购公司的概率迅速下降到17.6%。

从各个指标的系数看,随着控股股东持股比例分界点的提高,系数呈现下降趋势。比如,资产负债率的系数从5.990下降到1.613,说明随着控股股东持股比例的提高,高杠杆的公司被惩戒的可能性有所下降。每股经营净现金流和托宾Q的系数都呈现这一趋势。

为了进一步验证控股股东持股比例对劣质收购公司被收购概率的影响,我们将控股股东持股比例(TOP1)也引入模型,采用逐步回归法得到了模型10。结果显示,控股股东持股比例与劣质收购公司被收购的概率显著负相关。

## 2. 股东属性对控制权市场惩戒作用的影响

我们按控股股东属于国有还是非国有将劣质收购公司区分为国有控股和非国有控股两类,并分别对这两类公司进行了logistic回归。从表3中模型11和模型12的回归结果看,如果在进行劣质收购前,国有控股的劣质收购公司流动性越弱、杠杆越高、成长率越高、现金流越多以及规模越小,则被控制权市场惩戒的可能性越大。但从非国有控股的劣质收购公司看,其在进行劣质收购前主营业务收益率越高、公司价值越大以及规模越小,则被控制权市场惩戒的可能性越大。这一结果充分反映了国有控股的劣质收购公司与非国有控股的劣质收购公司被控制权市场惩戒时存在显著差异。国有控股的劣质收购公司通常都是在流动性很差、负债很高时不得通过转让控制权进行重组,如果国有控股股东不主动出让控制权,那么通过市场化并购将很难完成。因此,国有控股的劣质收购公司在转让控制权过程中表现出流动性差、负债高的特征,但非国有控股的劣质收购公司则完全不同。由于非国有控股的劣质收购公司控制权能够通过市场化并购夺取,一旦发现这类业绩本身较好、公司价值

表 3 劣质收购公司被收购的 Logistic 回归

	模型 1 TOP1<0.25	模型 2 TOP1<0.29	模型 3 TOP1<0.3	模型 4 TOP1<0.4	模型 5 TOP1<0.5	模型 6 TOP1<0.6
CROA	12.196*					
LIQUID						-0.327*
TATURN	-3.679*					
LEV	5.990*	2.406*	1.917*	1.848**	1.937**	1.788**
GEARN	0.708*	0.853***				
OCASHPS		1.561***	0.787**	0.646**	0.874***	0.779***
TQ				0.640**	0.530*	0.567**
SIZE	-2.825***	-1.744***	-1.227***	-0.378*	-0.427**	-0.434**
Constant	54.993***	33.337***	23.187***	4.521	5.567	6.057
-2 Log likelihood	39.782	84.065	146.701	261.476	337.817	429.754
Cox & Snell R Square	0.322	0.269	0.132	0.074	0.075	0.085
Nagelkerke R Square	0.553	0.443	0.209	0.121	0.127	0.149
N	82	135	172	305	415	570
Percentage Correct	53.8%	50%	17.6%	11.1%	5.9%	4.7%
	模型 7 TOP1<0.7	模型 8 TOP1<0.8	模型 9 ALL	模型 10 ALL	模型 11 国有	模型 12 非国有
CROA						8.355*
LIQUID	-0.396**	-0.405**	-0.401**	-0.448***	-0.734***	
TATURN				0.382*		
LEV	1.560**	1.650**	1.613**		1.835**	
GEARN					0.051*	
OCASHPS	0.874***	0.918***	0.907***	0.831***	0.852***	
TQ	0.501**	0.506**	0.504**	0.414*		1.067**
SIZE	-0.523***	-0.550***	-0.560***	-0.489***	-0.724***	-1.036*
TOP1				-2.528***		
Constant	8.066**	8.542**	8.748**	12.876***	13.290***	16.594***
-2 Log likelihood	477.526	483.190	484.730	476.730	380.073	68.245
Cox & Snell R Square	0.084	0.085	0.084	0.094	0.106	0.126
Nagelkerke R Square	0.154	0.161	0.160	0.179	0.193	0.283
N	688	726	730	730	551	150
Percentage Correct	4.4%	4.4%	4.4%	5.5%	9.2%	15.4%

注:(1)CROA 是主营业务资产收益率,LIQUID 是流动比率,TATURN 是总资产周转率,LEV 是资产负债率,GEARN 是净利润增长率,OCASHPS 是每股的经营活动现金流,TQ 是托宾 Q,SIZE 是规模。(2)\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平。(3) Percentage Correct 指的是劣质收购公司成为目标公司的预测正确率。(4) TOP1 是控股股东持股比例,由于 TOP1<0.2 时 logistic 回归拟合效果不好,我们以 TOP1<0.25 作为第一个分界点。下同。

也高但进行了错误收购的公司,其他公司将设法夺取其控制权,剥离其部分毁损价值的业务,就能创造价值。<sup>②</sup>

从模型的识别率看,国有控股劣质收购公司被惩戒的概率只有 9.2%,而非国有控股劣质收购公司被惩戒的概率有 15.4%,这也说明国有控股劣质收

购公司的控制权很难被夺取。

### 3. 稳健性检验

我们区分劣质收购公司时是以并购当年的 EVA 是否为正来判断的,但并购的价值创造过程可能在当年并不能体现出来。我们以并购当年和并购后一年的 EVA 之和是否为正重新将样本区分为优质收购公司和劣质收购公司,并运用同样的方法进行稳健性检验,发现上述结论是稳健的,结果如表 4 所示。

表 4 劣质收购公司被收购的 Logistic 回归稳健性检验

	模型 13 TOP1<0.25	模型 14 TOP1<0.29	模型 15 TOP1<0.3	模型 16 TOP1<0.4	模型 17 TOP1<0.5	模型 18 TOP1<0.6
CROA	23.150**					
LQUID	-0.765*			-0.363*	-0.328*	-0.326***
TATURN	-4.253*	-1.447*				
LEV						1.286*
GEARN	0.614*	0.754**				
OCASHPS		1.831***	0.854**	0.546**	0.750***	0.738***
TQ				0.469*		0.430*
SIZE	-2.304***	-1.845***	-1.244***	-0.430*	-0.670***	-0.463***
TOP1						
Constant	47.227***	37.191***	24.454***	7.236	12.798***	7.201*
-2 Log likelihood	36.602	87.426	156.278	269.936	354.268	456.680
Cox & Snell R Square	0.348	0.285	0.137	0.073	0.074	0.078
Nagelkerke R Square	0.597	0.462	0.215	0.118	0.122	0.132
N	82	140	180	303	415	566
Percentage Correct	61.5%	38.5%	16.2%	5.3%	0.00%	3.3%
	模型 19 TOP1<0.7	模型 20 TOP1<0.8	模型 21 ALL	模型 22 ALL	模型 23 国有	模型 24 非国有
CROA						7.516*
LQUID	-0.401***	-0.413***	-0.411***	-0.387**	-0.512**	
TATURN			0.822***	1.441*		LEV
GEARN					0.046*	
OCASHPS	0.819***	0.869***	0.870***		0.919***	
TQ						0.946*
SIZE	-0.655***	-0.682***	-0.690***	-0.648***	-0.733***	-1.114**
TOP1				-1.970***		
Constant	12.412***	12.951***	13.108***	13.038***	13.611***	18.464***
-2 Log likelihood	518.596	525.136	525.748	518.433	411.052	68.257
Cox & Snell R Square	0.071	0.073	0.073	0.083	0.100	0.125
Nagelkerke R Square	0.126	0.133	0.133	0.150	0.173	0.276
N	683	719	722	722	545	146
Percentage Correct	0.0%	0.0%	0%	1.0%	9.5%	15.4%

## 五、结论

本文通过对 2000—2008 年 730 个进行了劣质收购的上市公司样本其控

制权是否再度发生转移进行研究后发现,当控股股东持股比例较小时,盈利能力强、杠杆高、成长性好但营运能力差、规模小的公司更容易发生控制权转移;当控股股东持股比例较高时,流动比率差、杠杆高、每股经营净现金流多、规模小的劣质收购公司更容易发生控制权转移。流动性越弱、杠杆越高、成长率越高、现金流越多、规模越小的国有控股的劣质收购公司,其更容易发生控制权转移,而主营业务收益率越高、公司价值越大、规模越小的非国有控股的劣质收购公司,则被控制权市场惩戒的可能性越大。我们还发现控股股东持股比例越高,控制权市场的惩戒作用越小;非国有控股的劣质收购公司比国有控股的劣质收购公司更容易受到控制权市场的惩戒。

我们认为,中国的股权分置改革是一项影响深远的改革,虽然目前尚未能完整地理解其对中国资本市场的综合影响,但有一点可以肯定,这项改革同时触动了公司内部治理和外部控制权市场的变化。从上述研究结果看,公司的内部治理与外部控制权市场之间存在相互影响的关系。当公司的内部治理机制不够完善时,外部控制权市场可以在一定程度上弥补内部治理的缺陷,而同时公司的内部治理又能影响这种外部作用的发挥。换言之,如果公司的内部治理存在重大缺陷,外部控制权市场的作用会受到抑制或扭曲。股权分置改革后政府还应进一步推动公司内部治理的改革,这样才能使外部控制权市场的作用得以充分发挥。

注释:

①他们把由并购行为导致公司股东财富下降的主并公司称为 Bad Bidders。

②包含该劣质收购公司错误收购的部分。

主要参考文献:

- [1]陈玉罡,魏妩菡,白玮,等.公司治理、财务特征与控制权市场作用[C].并购的价值创造、产业重组与经济安全国际会议论文集,2009.
- [2]王鹏,周黎安.控股股东的控制权、所有权与公司绩效:基于中国上市公司的证据[J].金融研究,2006,(2):88—98.
- [3]吕长江,肖成民.最终控制人利益侵占的条件分析——对 LLSV 模型的扩展[J].会计研究,2007,(10):82—86.
- [4]叶勇,刘波,黄雷.终极控制权、现金流量权与企业价值——基于隐性终极控制论的中国上市公司治理实证研究[J].管理科学学报,2007,(2):66—79.
- [5]黎来芳,王化成,张伟华.控制权、资金占用与掏空——来自中国上市公司的经验证据[J].中国软科学,2008,(8):121—127.
- [6]陈玉罡,李善民.资产剥离如何不再毁损公司价值?——基于价值驱动指标的实证研究[J].管理评论,2010,(1):105—114.
- [7]Manne H G. Mergers and the market for corporate control [J]. Journal of Political Economy,1965,73: 110—120.
- [8]Mitchell M, Lehn K. Do bad bidders become good targets? [J]. Journal of Political

Economy,1990,98: 372—398.

- [9]Offenberg D. Firm size and the effectiveness of the market for corporate control[J]. Journal of Corporate Finance,2009,15:66—79.
- [10]Offenberg D, Straska M, Waller H G. Who gains from buying bad bidders? [EB/OL]. <http://ssrn.com/abstract=1516096>, June 09, 2010.
- [11]Roll R. The hubris hypothesis of corporate takeovers[J]. Journal of Business,1986, 59: 197—216.
- [12]Jensen M C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. American Economic Review,1986,76(2): 323—329.
- [13]Lang L,Stulz R,Walkling R. Managerial performance, Tobin's Q and the gains from successful tender offers [J]. Journal of Financial Economics,1989,24: 137—154.

## Does Controlling Shareholders Affect the Function of Market for Corporate Control?

CHEN Yu-gang, FU Hao

(Business School, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China)

**Abstract:** Based on the data of 730 listed companies which take over inferior companies from 2000 to 2008, this paper examines their control re-transfer and finds that if the shareholding ratio of the controlling shareholder is higher, the occurrence possibility of corporate control transfer is lower after the inferior take-over. Under the low shareholding ratio of the controlling shareholder, the control transfer is more likely to occur in a company with high profitability, leverage ratio and growth capacity but poor performance and small scale; under the high shareholding ratio of the controlling shareholder, the control transfer is more likely to occur in a company which takes over inferior companies and has low current ratio and high leverage ratio. It shows that the function of control market differs with the shareholding ratio of the controlling shareholder.

**Key words:** controlling shareholder; market for corporate control; takeover

(责任编辑 喜 雯)