

# 我国控制权转移与投资者保护关系的实证研究

曾昭灶<sup>1</sup> 李善民<sup>2</sup> 陈玉罡<sup>2</sup>

(1. 广东外语外贸大学财经学院; 2. 中山大学管理学院)

**摘要:** 在新兴转轨的制度背景下,基于我国法律制度和资本市场实践,设计了适合我国国情的上市公司投资者保护水平的评价指标,并据此对我国上市公司控制权转移与投资者保护之间的关系进行了实证研究。实证结果表明,发生控制权转移公司的投资者保护水平较低,控制权转移发生可能性与投资者保护负相关;控制权转移可以在短期内提高公司的投资者保护水平。

**关键词:** 投资者保护; 控制权转移; 评价指数; 公司治理

**中图分类号:** C93;F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-884X(2012)07-0960-08

## An Empirical Study on Investor Protection and Corporate Control Transfer in Chinese Securities Market

ZENG Zhaozao<sup>1</sup> LI Shanmin<sup>2</sup> CHEN Yugang<sup>2</sup>

(1. Guangdong University of Foreign Studies, Guangzhou, China;

2. Sun Yat-sen University, Guangzhou, China)

**Abstract:** The study proposes an index for evaluating investor protection of listed companies in Chinese conditions based on Chinese legal system and practices of securities market, and empirically tests the relationship between investor protection and takeover of listed companies during 2002 to 2004. Our results show that the investor protection of companies with takeover is lower, the probability of takeover is negatively related to investor protection, takeover can improve the level of investor protection, and development of corporate control market take an important role in improving investor protection in China.

**Key words:** investor protection; takeover; evaluation index; corporate governance

我国股票市场自产生以来,出现了许多公司内部人侵害投资者利益的问题。每年都发生为数不少的上市公司内部人通过关联交易、资金占用、融资担保、财务造假、内幕交易等侵占中小投资者利益的事件。这些事件给资本市场发展带来了严重的负面影响。投资者投资于公司股票或债券的目的在于获得投资收益,如果一国或地区的投资者利益没有在法律和其他制度上得到应有的保护,投资者将不愿意对公司证券进行投资,公司将很难获得融资,或者必须为融资付出更高的成本。中小投资者利益保护方面存在的问题已经严重影响了我国资本市场的发展。寻找有效的投资者保护机制,进而促进我国资本市场资源配置效率的提高与良性发

展,一直为我国学者、业界和监管当局所关注。

目前,上市公司通过协议转让形式进行控制权转移已成为我国上市公司资源重新配置的主要方式。自1994年恒棱事件之后,我国股票市场每年都发生了几十甚至上百起的控制权转移。在我国,证券市场受到严格的行政控制,一方面企业直接上市融资难度很大或成本很高,另一方面又存在大量经营效率低下或因内部人侵害投资者利益导致经营业绩差的上市公司需要通过资产重组以保住上市资格。上市公司发生控制权转移既可在短期内使得某些企业获得上市的渠道,又可以改变上市公司的公司治理和经营业绩,因此,控制权转移对我国的证券市场有着特殊的意义。控制权转移市场的存在发

收稿日期: 2012-05-20

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70972074);教育部人文社会科学研究基金资助项目(09YJA630155);广东省自然科学基金资助项目(9451042001004036);广东外语外贸大学人才引进启动资助项目

挥了公司外部治理的作用,这已经在理论和经验上得到国外学者研究的证实<sup>[1]</sup>。控制权转移及伴随的公司资产重组、董事会或管理层变更与股东的利益息息相关,对于投资者利益保护也应当能够产生重要影响。本文所关注的话题正在于此:控制权转移能否提高公司投资者保护水平?如果控制权转移能够有效改善公司经营效率,或是使得一些严重侵害中小投资者利益的公司行为得到规范约束,那么控制权转移就可以作为投资者保护的有效手段。根据我们掌握的资料,到目前为止国内鲜有相关的实证研究。为此,实证检验我国上市公司的控制权转移与投资者利益保护之间的关系,分析控制权转移能否起到保护投资者利益的作用,对发展我国的控制权市场和提高投资者保护的水平都有重要意义。

## 1 相关文献和研究假设

投资者保护的定量研究始于 LA PORTA 等<sup>[2]</sup>的开创性研究。他们对不同国家在法系起源、股东权力、同股同权法则、执法效率与执法力度、腐败、国家风险、会计准则 7 个方面,通过寻找一些具体规定或做法,分析其可能在投资者保护中所起作用的大小,来给予评分,然后加总得到投资者保护指数。他们的实证研究发现,投资者保护的差异可以解释不同国家在资本市场的规模、价值以及公司治理制度之间的差别。在构建类似于 LA PORTA 的投资者保护指数基础上,许多学者对投资者保护与股权结构、公司价值、资本成本和控制权私有收益等微观金融多个重要问题的关系做了丰富的研究。LA PORTA 等<sup>[2,3]</sup>在研究不同国家投资者保护差异时,发现投资者保护与股权集中呈替代关系,投资者法律保护较差的国家其上市公司的股权集中度更高。投资者保护与公司价值关系的研究也得到较为一致的结果,投资者法律保护越好,公司价值越高,同时股权结构与公司价值的关系受投资者法律保护的影响。投资者法律保护通过限制内部人的剥削行为,提高了公司价值<sup>[4]</sup>。在投资者法律保护较好的国家,公司的融资成本较低。NENOVA<sup>[5]</sup>和 DYCK 等<sup>[6]</sup>都研究了不同法系下控制权转移与投资者保护的关系,尤其是投资者保护对控制权私有收益差异的解释力。

沈艺峰等<sup>[7]</sup>较早对我国投资者保护进行了定量研究,他们借鉴 LA PORTA 等<sup>[2]</sup>的方法,对我国不同阶段出台的中小投资者保护法律法

规条款进行评分,构建了我国投资者保护评价指数,考察了投资者保护与 IPO 收益率之间的关系,发现随着中小投资者法律保护的逐步完善,中小投资者对市场保护的依赖性逐步减小。王晓梅等<sup>[8]</sup>分析了在我国既定制度背景下,如何设计适用于评价微观公司组织又兼顾制度执行层面的投资者保护指标,他们提出了不同于 LA PORTA 等<sup>[2]</sup>从事前角度评价投资者利益保护,而是从事后角度进行分析,认为投资者利益保护效果应从效率和公平 2 个层次进行评价,评价指标选取了投资者获得的投资回报、公司质量和公司诚信 3 个方面的指标。姜付秀等<sup>[9]</sup>在专家问卷调查的基础上,设计了我国兼顾微观层面及宏观制度执行层面的上市公司投资者利益保护指数。他们的投资者保护指标包括:知情权;股东对公司利益的平等享有权;股东财富最大化;投资回报;上市公司诚信。他们的研究发现,我国股权融资成本与投资者保护负相关,保护公司投资者利益有利于公司进行外部融资和降低公司的融资成本。胡海峰等<sup>[10]</sup>采用沈艺峰等的投资者保护衡量指标,检验了我国中小投资者利益保护与上市公司价值之间的关系,发现在中国资本市场随着法律保护程度的加强,上市公司的价值不断提高。

陈炜等<sup>[11]</sup>用控制权转移中的私有收益水平衡量法律保护的结果和效率,分析控制权私有收益水平与投资者保护指数之间的关系,证实了在 2000 年后,控股股东获得的控制权私有收益不断降低,法律制度对投资者的保护作用逐渐增强。张媛春等<sup>[12]</sup>把协议收购中的强制要约看作一项保护中小股东利益的重要制度,证实了在我国投资者保护环境尚不完善的情况下,控制权转移的投资者保护制度能够增强投资者信心,使市场对协议收购产生积极的反应,起到保护投资者利益的作用。刘峰等<sup>[13]</sup>以案例分析了我国资本市场制度环境下公司控制权转移的内在动因及经济后果,认为我国缺乏保护中小投资者的法律制度,使得我国上市公司控制权转移成为一种获取控制权私有收益的渠道。

市场、法律和管制是成熟市场经济国家标准的投资者保护制度,转轨经济国家缺乏支撑标准的投资者保护制度的制度资源,存在着替代性的投资者保护制度。在我国,市场秩序、法律体系和管制制度相对不完善,控制权转移可以作为一种保护投资者的机制。经营效率低下的公司,公司股票价格下降,容易成为控制权转移的目标公司,管理层因受到来自资本市场接

管的压力,将努力提高公司的经营效率;而发生控制权转移公司的管理层通常会被能力更强的管理者替换,公司的经营效率因此得到提高。这种控制权市场的外部治理作用,已经在理论和经验上得到国外学者研究的证实。我国已有学者的研究证实控制权转移总体上不能实质性提高公司经营管理能力,但可以提高公司的短期经营业绩<sup>[14]</sup>。在我国,大多数发生控制权转移的上市公司在控制权转移后,新控股股东会替换公司原来的董事长或(和)总经理,进行重大的资产重组(尤其是资产置换),以改善公司的经营业绩。由此,控制权转移可以在短期内改变公司的治理和资产质量,从而提高公司经营绩效和公司价值,投资者利益保护因此也得到了提高。

2001年,我国证券市场出台了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》,规定连续3年亏损的上市公司将被暂停上市,暂停上市后的首份半年报没有盈利记录的将终止上市。每年有许多上市公司出现连续2年亏损,这些公司如果不能在第3年扭亏,股票将被暂停上市或终止上市,公司现任大股东将面临很大损失。公司的大股东在预期不能通过改善经营或自己主导资产重组在规定时间内扭亏,将会寻求出售控制权,以期新控股股东主导资产重组实现扭亏保住上市地位。另一方面,我国实行严格的公司上市管制,许多经营效益好,发展快的企业急需快速上市融资。这些公司有强烈动机通过收购上市公司控制权,实现间接上市。许多实证研究表明,在我国股权分置、一股独大以及投资者法律保护不足的背景下,投资者保护不好的上市公司,公司内部人常通过自我交易或资金占用等方式“掏空”上市公司,损害公司经营业绩<sup>[15,16]</sup>。换言之,在我国制度背景下,投资者保护不好的上市公司,更容易发生控制权转移。

在我国,每年有许多上市公司经营效率低下或内部人侵害投资者利益严重的上市公司容易成为控制权转移的目标公司。控制权转移后,上市公司的投资者保护水平会因公司治理结构和资产质量的改变而得到提高。由此,提出如下假设:

假设1 发生控制权转移前上市公司投资者保护较差,或投资者保护差的上市公司更可能发生控制权转移。

假设2 控制权转移有利于上市公司的投资者保护水平提高<sup>①</sup>。

## 2 投资者保护指标设计

LA PORTA<sup>[2]</sup>和PISTOR等<sup>[17]</sup>的投资者保护指标主要用于国别或法系差异的研究,GOMPERS等<sup>[18]</sup>分析的是美国的情况,美国法律完善,资本市场发达且市场化程度高,上市公司在股东权利保护的具体做法上有比较大的自主权,并且美国各州的公司法存在差异,从而其“G指数”能反映不同公司对投资者保护的差异。但对于像中国这样的发展中国家,实行成文法,证券市场管制程度较高,行政政策对证券市场有很大影响。在证券市场发展的不同阶段,证券管理部门制定了统一的法律法规,上市公司的章程、内部治理规则和内控制度严格遵守管理部门的统一规定,不同公司在投资者保护条款或做法上非常类同。JOHNSON等<sup>[15]</sup>的研究表明,转轨国家规范股票市场的法律是从成熟市场经济国家移植而来,但自愿遵守法律规范的传统尚未形成,法律的有效实施比书面法律的质量对股票市场发展的影响更大。因此,对国内上市公司投资者保护程度的衡量就很难采用类似于已有文献<sup>[2,17,18]</sup>的方法。

沈艺峰等<sup>[7]</sup>借鉴LA PORTA<sup>[2]</sup>的方法,对我国不同阶段出台的有关中小投资者保护的法律法规条款进行了赋评,可以较好地衡量我国各阶段投资者保护的情况,但这种方法不能评价同一时期不同微观主体的差异。对于国内投资者保护的研究,我们更加关注同一时期内,不同公司之间投资者保护的差异与其他公司金融问题之间的关系。姜付秀等<sup>[9]</sup>为了衡量国内同一时期不同公司之间投资者保护的差异,主要从“事后”的投资者保护效果出发,寻求不同维度来衡量投资者保护的指标,但他们的指标侧重于业绩方面的投资者保护效果(不易区分投资者保护的好坏与公司经营的好坏)。本文的主要目的是研究投资者保护和控制权转移之间的关系,即需要考察同一时期内不同公司投资者保护的差异,因此拟采用类似于姜付秀等的方法。对国内证券法、公司法以及证券投资方面的法律法规进行考察发现,这些法律法规关注的证券市场投资者保护问题主要包括:①股东权利,例如投票权、提案权、分红、选举董事权等;②股东、董事、管理层的职责,如关联交易、内幕交易的限制等;③信息披露,如虚假信息披露、误导、欺诈等;④市场操纵等。本研究的指

① 由于样本与时间的限制,本研究只做了控制权转移当年、后1年的检验,结果只限于短期效应。

标与 LA PORTA 等<sup>[2]</sup>和 GOMPERS 等<sup>[18]</sup>注重法律条文的“事前”保护,以及姜付秀等<sup>[9]</sup>注重效果的“事后”保护不同。本研究拟寻找上市公司在这些方面“实践”或“表现”的程度差异,衡量其在投资者保护上的差异。公司内部治理制度也有助于投资者保护,如独立董事制度就有利于加强关联交易的审核,合理的董事或者管理层的薪酬激励机制有利于使他们与公司股东

利益一致,因此我们还考虑内部治理有关机制的投资者保护作用。

根据法律法规关注投资者保护的 4 个方面加上内部治理机制,概括为 5 个方面的指标变量,具体包括股东权利、潜在侵占、信息披露、内幕交易与市场操纵和内部治理。结合我国证券市场实践和数据的可获得性,以上 5 个方面的具体指标变量选择见表 1。

表 1 投资者保护指数构成说明

项目	变量符号	衡量指标	分值	赋值方法
1. 股东权利			20	
股东大会出席率	MR	(股东大会出席比例-第一大股东持股比例)/ 第一大股东持股比例	10	每 0.1 为 1 分,最多为 10 分
股息支付率	PO	当年现金股息占净利润比例	10	每 0.1 为 1 分,最多为 10 分
2. 潜在侵占			20	
资金占用	RF	净借出占总资产比例	10	负与 0 为 10 分,每增加 0.1 减 1 分,最低为 0 分
关联交易	RT	(关联购买+关联出售)/(2×占主营收入)	10	0 为 10 分,每增加 0.1 减 1 分,最低为 0 分
3. 信息披露			20	
信息披露违规	IO	证监会、交易所公布的上市公司信息披露违规	10	没有违规为 10 分,每 1 级违规为-2.5 分
盈余操纵	AA	操纵性盈余绝对值	10	0 为 10 分,每增加 0.1 减 2 分,最低为 0 分
4. 内幕交易与市场操纵			10	
年报前 CAR 占最大 CAR 之比	IT	年报前 CAR 占事件期最大 CAR 之比	10	0 为 10 分,每增加 0.1 减 1 分
5. 内部治理			20	
独立董事比例	IR	董事会中独立董事比例	10	每 0.1 为 2 分,最多 10 分
总经理董事长兼任	DU	董事长是否兼任总经理	10	兼任为 0,不兼任为 10 分
投资者保护指数	IP		90	以上各项目得分直接加总

在股东权利中, LA PORTA 等<sup>[2]</sup>和 GOMPERS 等<sup>[18]</sup>强调中小股东参与投票表决的重要性和便利性,如是否采用同股同权、通信投票、累积投票等,我国上市公司在这些方面的差异很小。各公司每年股东大会实际参与投票的股权比例,可以综合反映中小股东参与投票的重要性和便利性;如果一家公司中小股东投票权越重要,中小股东投票越便利,中小股东参与投票的积极性越高,则中小投资者的利益保护程度就越高。本研究以股东大会出席率来衡量这方面的股东权利。中小股东投资股票的根本目的在于获得收益,股东最重要的权利之一就是获取股息,现金股息才是上市公司真正支付给股东的收益。我国由于特殊的制度环境,上市公司缺少支付现金股息的激励,证监会出台再融资条件之一是必须满足一定的现金股息支付比例,也说明了股东获得现金股息权利的重要意义,因此本研究以年现金股息支付率衡量这方面的股东权利。

公司内部人(包括控股股东、董事或管理层)最有可能通过关联交易(包括关联资金占用)获取大量的私有收益,或者侵占中小股东的利益,这可以潜在侵占指标来反映。如以公司

的净借出(应收账款+其他应收款+预付账款-应付账款-其他应付款-预收账款)作为关联资金占用,这些净借出未必都为内部人占用,但有理由认为,净借出的大部分是为内部人占用,否则他们不会作出公司资金被外方占用的决策。虽然很难证明关联交易就会损害公司中小股东利益,但可以认为相对于没有或者很少关联交易的公司而言,中小股东因有大量关联交易而遭受损失的可能性更大。

在信息披露方面,选取了信息披露违规和盈余操纵指标。影响公司股价的信息包括财务信息和非财务信息,财务信息中最综合的是盈余信息,以操纵性盈余<sup>[19]</sup>绝对值来表示盈余质量的高低。对于非财务信息,如有关公司治理、管理、经营的信息,很难直接衡量公司在这方面做得如何。实践上,证监会或交易所事后会对上市公司是否及时、完整地披露有关信息作出调查或处罚并公布,可以间接地以公司是否受到信息披露方面的调查或处罚及其类型来衡量公司在信息披露上做得好坏。信息披露违规可以归为以下 4 种类型:①业绩预测结果不准确或不及时;②涉嫌未按期披露定期报告;③未及时披露公司重大事项;④信息披露虚假或严重

误导性陈述。本研究把违规严重程度简单地看成线性递增,每增加1个级别减2.5分,同时违反2种或以上的按最高级别类型论。

内幕交易或市场操纵的存在,会使中小投资者因股票交易而遭受损失。张宗新<sup>[20]</sup>介绍了较为复杂的内幕交易识别方法,这些方法需要用到可能出现内幕交易的重大事件前后股票交易数据。考虑到样本公司和非样本公司在样本期内都会出现的同类型影响股价波动的事件,并且对交易数据量要求不高,本研究采用年报公布事件期累积超常收益(CAR)研究方法,具体采用年报公布前一交易日CAR占整个事件期最大CAR的比例<sup>[21]</sup>,来衡量出现内幕交易或市场操纵可能性的大小。

公司内部治理涉及的内容很广,如股权结构、董事、管理层的薪酬激励方案、董事会构成等,出于容易量化的考虑<sup>①</sup>,本研究选择了董事会中独立董事的比例作为内部治理指标。尽管国内企业的独立董事可能由内部人初选,但在诸如关联交易等表决中需要独立董事发表意见和关联董事回避等,在独立董事越来越注重自己声誉的情况下,独立董事可以发挥一定的作用,独立董事比例越高,董事会决策完全由内部人决定的可能性将越小。虽然还没有证据表明董事长和总经理分任,董事会就有更高效率,但笔者认为管理层和董事会之间可以有一定的制衡作用,一方对另一方的“不好”行为或决策可以起到监督作用,因此本研究也采用了董事长和总经理是否兼任的指标。

### 3 研究样本与数据

从《中国股票市场研究数据库(CSMAR)》选择了2002~2004年发生第一大股东变更(控制权转移)的上市公司,作为控制权转移样本。选择标准如下:①第一次公告和最后一次公告都在2002~2004年内;②交易不属于关联交易;③交易是有偿的;④发生多次转移则取最后一次,且本次交易的第一次公告年距上一次控制权转移最后一次公告1年以上。根据以上标准得到样本公司126家,分别为2002年33家,2003年53家,2004年40家。

公司财务、股价、公司治理等数据来自《中国股票市场研究数据库(CSMAR)》或中国经济研究服务中心CCER数据库。为了能够反映控制权转移公司在投资者保护方面的特征,以及投资者保护与控制权转移的关系,按以下准则选取了对照样本:以2001~2005年间没发生

5%以上股权转让的上市公司,对每家控制权转移样本公司选取同年度同行业中总资产最接近的4家公司作为对照样本。剔除数据不完整公司,得到504家对照样本公司。考虑到极端值对回归模型的影响,剔除了对照样本大于3个标准差的数据,但由于样本数量相对较小,并且为了说明样本的属性,没有剔除样本中数据大于3个标准差的观测值。

## 4 实证分析

### 4.1 投资者保护的单变量分析

为了考察我国控制权转移公司在投资者保护方面的特征,对控制权转移样本和对照样本投资者保护5个方面指标和投资者保护指数作了单变量比较分析。对样本期内,发生控制权转移首次公告前1年样本和对照样本作了均值T检验,结果列于表2。

表2 控制权转移前1年投资者保护指标比较

变量	是否控制权转移	均值	标准偏差	t
MR	1	5.21	4.11	3.52***
	0	3.84	3.77	
PO	1	1.26	2.45	-4.21***
	0	2.58	3.27	
RF	1	7.65	2.60	-2.90***
	0	8.29	2.10	
RT	1	9.31	1.49	1.01
	0	9.16	1.55	
IO	1	9.58	1.62	-3.23***
	0	9.90	0.78	
AA	1	7.69	2.02	-2.70***
	0	8.19	1.75	
IT	1	5.53	2.48	-0.34
	0	5.62	2.64	
IR	1	3.49	2.85	-6.02***
	0	4.93	2.24	
DU	1	8.42	3.67	-2.03**
	0	9.05	2.93	
IP	1	58.94	8.52	-3.44***
	0	61.73	7.83	

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示检验在10%、5%和1%的水平下显著,下同。

从表2可以看出,对于总分90分的投资者保护指数,控制权转移公司接近59分,低于对照样本1.8分,差异在1%水平下显著,说明控制权转移公司在控制权转移前,投资者保护水平差于对照样本公司,假设1得到支持。控制权转移样本只在股东大会出席率上显著高于对

① 一般而言控股股东持股比例越高,其与公司利益越一致,但公司价值不完全与控股股东持股比例成线性关系;薪酬越高越有利于提供高能激励,但激励方案本身可能过于复杂而不容易量化。

照样本,主要是因为控股股东持股比例低的公司更可能发生控制权转移;在关联交易上评分虽高于对照样本,但不显著;投资者保护的其他方面指标评分都低于对照样本的评分;除内幕交易与市场操纵指标不显著外,其余大都在1%以下水平显著(仅总经理董事长兼任在5%水平显著)。

#### 4.2 投资者保护对控制权转移影响的回归分析

为了全面反映上市公司投资者保护的好坏是否影响控制权转移,或者说,发生控制权转移的公司是否在投资者保护方面存在系统性特征,以下将对控制权转移与否与投资者保护指数的关系作多变量回归检验。Logistic 回归模型可以用于检验二元选择结果(发生或未发生控制权转移)与解释变量之间的关系。本研究将重点考察一家公司是否发生控制权转移与投资者保护指数的关系,而不是全面识别哪些公司特征变量或交易变量与控制权转移之间存在关系,故只选择了少数几个可能影响控制权转移的公司特征变量。本研究对控制权转移前1年的样本和对照样本数据采用以下的 Logistic 回归模型

$$\ln \frac{P(Y_i = 1)}{1 - P(Y_i = 1)} = \alpha_0 + \beta_1 TA_i + \beta_2 DR_i + \beta_3 ROA_i + \beta_4 CS_i + \beta_5 TD_i + \beta_6 CD_i + \beta_7 IP_i + \sum \beta_i YD_{it} + \epsilon_i, \quad (1)$$

式中,  $Y$  表示是否发生控制权转移的虚拟变量,  $Y = 1$  表示发生控制权转移,  $Y = 0$  表示未发生控制权转移;  $TA$  为公司资产总额的对数,用于控制公司规模的影响;  $DR$  为公司资产负债率,控制财务杠杆的影响;  $ROA$  为公司总资产收益率,控制公司业绩的影响;  $CS$  为公司第一大股东持股比例;  $TD$  为公司是否正常交易的虚拟变量,  $TD = 0$  表示正常交易,  $TD = 1$  表示公司股票被 ST 或 PT,因一般认为公司被 ST 或 PT 更可能发生资产重组;  $CD$  为控制人类型的虚拟变量,  $CD = 0$ , 表示国有控股,  $CD = 1$  表示非国有控股;  $IP$  为投资者保护指数;  $YD_{it}$  为年度虚拟变量,用于控制数据的年度差异,一般认为,随着时间推移和证券市场的发展,公司的投资者保护水平也会提高。

Logistic 回归检验的结果列于表 3, 回归模型的  $\chi^2$  检验显著性概率低于 0.01, 并且  $R^2$  为 0.23, 说明模型估计的系数是显著的, 并且拟合效果比较好。回归系数的  $VIF$  皆小于 10, 不存在多重共线性。 $TA$ 、 $CS$  和  $CD$  的回归系数都显著为负, 说明公司的规模小, 第一大股东持股比

例低和国有控股公司更容易发生控制权转移。 $ROA$  回归系数和  $TD$  回归系数虽不显著, 但分别为负和正, 也说明和一般认识一致, 经营业绩差、陷于经营困境(被 ST、PT) 公司更容易发生控制权转移。本研究关注的投资者保护指数  $IP$  在 5% 水平下显著为负, 说明投资者保护水平越低的公司越容易发生控制权转移, 这也说明我国的控制权市场起到了投资者保护的替代作用, 假设 1 得到支持。

表 3 投资者保护对控制权转移影响的 Logistic 回归分析

变量	$\beta$	$t$	变量	$\beta$	$t$
Constant	10.2	8.30***	$TD$	0.25	0.34
$TA$	-1.05	7.31***	$CD$	-0.59	4.52**
$DR$	0.15	0.20	$IP$	-0.03	4.37**
$ROA$	-0.39	0.39	$YD02$	1.98	34.00***
$CS$	-3.26	16.41***	$YD03$	1.32	17.90***
$\chi^2 = 96.4$			-2 Log likelihood 506.9		
Cox & Snell R Square = 0.15			$R^2 = 0.23$		

#### 4.3 控制权转移对投资者保护影响的分析

以上的实证检验, 已经证实我国控制权市场起到了替换投资者保护水平低的公司管理层的作用, 下面以单变量统计分析和多变量回归分析, 实证检验控制权转移能否起到提高公司投资者保护水平的作用。首先对控制权转移前后投资者保护指数进行单变量统计分析, 结果列于表 4。 $IP_{-1}$ 、 $IP_0$  和  $IP_1$  分别表示在控制权转移发生前 1 年、当年和后 1 年样本公司和对照样本公司的投资者保护指数,  $T$  是控制权转移样本和对照样本  $IP$  均值差异的  $T$  检验的  $T$  值,  $t$  是  $IP$  变化的均值与 0 差异的  $T$  检验的  $T$  值。从表 4 可以看出, 发生控制权前, 样本公司的投资者保护指数低于对照样本并且差异显著; 在控制权转移当年, 样本公司的投资者保护指数略高于对照样本公司, 差异不显著; 控制权转移后 1 年, 样本公司的投资者保护指数虽低于对照样本公司, 但没有显著差异。控制权转移当年或后 1 年样本公司的投资者保护水平提高显

表 4 控制权转移公司投资者保护变化单变量分析

	$Y$	均值	标准偏差	$T$	$t$
$IP_{-1}$	1	59.90	8.11	-2.01**	
	0	61.73	7.83		
$IP_0$	1	63.13	7.28	0.36	
	0	62.85	7.93		
$IP_1$	1	62.63	8.30	-1.14	
	0	63.58	8.14		
$IP_0 - IP_{-1}$	1	2.23	7.87	1.61*	2.65***
	0	0.66	6.97		0.66
$IP_1 - IP_{-1}$	1	3.11	9.49	1.17	3.03***
	0	1.82	7.76		3.17***

著,并且大于对照样本公司投资者保护水平提高的程度,差异在 10% 水平下显著,说明控制权转移有利于公司提高对投资者的保护水平,假设 2 得到支持。

为全面分析控制权转移是否影响投资者保护水平的变化,对控制权转移当年和后 1 年相对于控制权转移前 1 年的投资者保护指数之差进行如下多变量回归分析

$$DIP(D2IP) = \alpha_0 + \beta_1 TA_i + \beta_2 DR_1 + \beta_3 CS_i + \beta_4 DROA_i(D2ROA) + \beta_5 Y_i + \sum \beta_i YD_{it} + \epsilon_i, \quad (2)$$

式中,  $DIP = IP_0 - IP_{-1}$ ,  $D2IP = IP_1 - IP_{-1}$ ,  $DROA = ROA_0 - ROA_{-1}$ ,  $D2ROA = ROA_1 - ROA_{-1}$ ,其他变量含义如上。控制变量  $DROA$  和  $D2ROA$  是为了控制投资者保护水平的提高可能是伴随公司经营业绩提高而来,并非源于控制权转移。表 5 列出了回归结果,2 个回归模型的 F 检验都在 1% 水平下显著。

表 5 控制权转移对投资者保护影响的回归分析

变量	DIP		D2IP	
	$\beta$	t	$\beta$	t
Constant	-14.21	-2.62***	-11.16	-1.18
TA	2.06	3.62***	2.16	2.13**
DR	-4.58	-3.38***	-1.15	-0.52
CS	-3.35	-1.85*	-6.25	-2.22**
DROA	5.86	1.63*		
D2ROA			7.66	1.96**
Y	2.48	2.56***	-0.18	-0.17
YD <sub>03</sub>	3.15	3.52***		
YD <sub>04</sub>	-0.96	-1.51	-4.17	-3.82***
YD <sub>05</sub>	-0.90	-1.09	-4.24	-2.92***
Adj-R <sup>2</sup>	0.09		0.07	
F	7.88***		3.87***	

从表 5 可以看出,公司资产规模和第一大股东持股比例回归系数显著,表明公司规模越大和第一大股东持股比例越小,越有利于投资者保护水平的提高。公司经营业绩变化的回归系数都显著为正,也说明投资者保护水平提高和公司经营业绩的提高正相关。是否发生控制权转移的虚拟变量回归系数在控制权转移当年的模型中显著为正,在控制权转移后 1 年模型中为负,但不显著,并且系数的绝对值很小,说明控制权转移在有利于提高公司对投资者利益的保护,但在控制权转移的后 1 年,这种影响趋于消失。控制权转移虽有利于公司对投资者利益的保护,但只限于短期内,假设 2 得到部分支持。

从以上的分析来看,我国发生控制权转移

的上市公司,投资者保护水平低于未发生控制权转移的公司,上市公司发生控制权转移的可能性与其投资者保护水平显著成负相关关系,投资者保护不好的公司更容易成为控制权转移的目标公司,假设 1 得到支持。控制权转移公司的投资者保护指数在发生控制权转移前显著低于未发生控制权转移公司,在发生控制权转移后,不再有显著的差异,并且控制权转移公司的投资者保护水平提高程度显著高于未发生控制权转移公司的提高程度,假设 2 得到支持。上市公司的控制权转移可以让投资者保护差的上市公司发生控制权转移,起到提高上市公司投资者保护水平的作用。

### 5 结语

控制权转移是上市公司资源配置的重要方式,对保护投资者,促进我国资本市场有着特别重要的意义。本文创新性地对控制权转移与投资者保护水平间的关系进行了实证研究。首先,从我国投资者保护的制度(法律法规)和资本市场实践出发,总结出我国投资者保护的股东权利、潜在侵占、信息披露、内幕交易与市场操纵和内部治理 5 个方面,并且从中选择具体指标,构建了我国投资者保护的评价指数,运用该指数定量评价不同公司的投资者保护水平,然后,据此研究了投资者保护与控制权转移的关系。结果表明,控制权转移样本公司在控制权转移前 1 年的投资者保护指数得分低于对照样本公司;在控制权转移当年,控制权样本的投资者保护指数得分提高的幅度大于对照样本公司,控制权转移可能性与投资者保护负相关,控制权转移可以短期内提高公司的投资者保护水平。研究结果表明,在我国,控制权转移起到了投资者保护的作用。

自证券市场建立以来,我国出台了多部法律法规,以限制内部人对中小投资者利益的侵害,使我国投资者的保护水平不断得到提高,但在我国法律体系尚不完善,尤其是法律执行效率低下的市场环境下,这些侵害中小投资者利益的行为仍时有发生。PISTOR 等也指出,在自愿遵守法律规范的传统未形成的转轨经济体中,投资者保护不能完全依赖于书面法律<sup>[21]</sup>。控制权转移多发生在经营业绩和投资者保护都较差的公司,而新控股股东的进入,可以在短期内改变公司的资产质量和公司治理结构,而提高公司经营业绩和投资者保护水平。换言之,

在我国控制权转移能够作为一种保护投资者利益的机制。需要注意的是,控制权转移的买家亦可能利用我国法律法规的不完善和执法效率低下的情形,而将控制权转移作为攫取私有收益的手段<sup>[13,22]</sup>;也可能如李增泉等<sup>[16]</sup>所言,新控股股东在控制权转移后短期对上市公司提供支持,而待业绩提高后掏空。限于样本与时间限制,本文对这些问题尚未研究。

股权分置改革之后,我国股票市场在全流通模式下,法律法规不断完善,监管执行力度不断加强,内部人直接转移公司资源侵占中小股东利益的行为大为减少,而转向通过较为隐蔽的内幕交易方式获利。近年来,我国证券市场控制权转移等并购重组行为不断增多,利用控制权转移相关信息进行内幕交易的事件也逐渐增加。监管机关应该在创造有利于控制权市场发展的制度环境的同时,加强对控制权转移相关内幕交易等侵害投资者行为的监管。这样才能发挥控制权转移保护投资者利益的作用,有效地保护投资者,促进我国证券市场以及经济的持续稳定发展。

#### 参 考 文 献

- [1] HOLMSTROM B, KAPLAN S N. Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s[J]. Journal of Economic Perspectives, 2001, 15(2): 121~144.
- [2] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Law and Finance [J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6): 1 113~1 155.
- [3] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Investor Protection and Corporate Governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1/2): 3~27.
- [4] LEMMON M, LINS K. Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis[J]. Journal of Finance, 2003, 58(4): 1 445~1 468.
- [5] NENOVA T. The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68(3): 325~351.
- [6] DYCK A, ZINGALES L. Private Benefits of Control: An International Comparison [J]. Journal of Finance, 2004, 59(2): 537~600.
- [7] 沈艺峰,许年行,杨熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验[J]. 经济研究, 2004, 39(9): 90~100.
- [8] 王晓梅,姜付秀. 投资者利益保护效果评价研究[J]. 会计研究, 2007, 27(5): 73~79.
- [9] 姜付秀,支晓强,张敏. 投资者利益保护与股权融资成本[J]. 管理世界, 2008(2): 117~125.
- [10] 胡海峰,李忠. 我国资本市场投资者利益保护与上市公司价值研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2009, 27(7): 120~133.
- [11] 陈炜,孔翔,许年行. 我国中小投资者法律保护与控制权私有收益关系实证检验[J]. 中国工业经济, 2008, 24(1): 24~31.
- [12] 张媛春,李善民. 强制要约制度与中小投资者保护[J]. 经济管理, 2008, 29(6): 77~82.
- [13] 刘峰,钟瑞庆,金天. 弱法律风险下的上市公司控制权转移与‘抢劫’[J]. 管理世界, 2007(12): 106~116.
- [14] 徐莉萍,陈工孟,辛宇. 控制权转移,产权改革及公司经营绩效之改革[J]. 管理世界, 2005(3): 126~136.
- [15] JOHNSON S, LAPORTA F, LOPEZ-DE-SILANES A, et al. Tunnelling[J]. American Economic Review, 2000, 90(2): 22~27.
- [16] 李增泉,余谦,王晓坤. 掏空、支持与并购重组[J]. 经济研究, 2005, 25(1): 95~105.
- [17] PISTOR K, RAISER M, GELFER S. Law and Finance in Transition Economies [J]. Economics of Transition, 2000, 8: 325~368.
- [18] GOMPERS P A, ISHII J L, METRICK A. Corporate Governance and Equity Prices [J]. Quarterly Journal of Economics, 2003, 118(1): 107~155.
- [19] DECHOW P, SLOAN R, SWEENEY A. Detecting Earnings Management [J]. The Accounting Review, 1995, 70(2): 193~225.
- [20] 张宗新. 内幕交易行为预测:理论模型与实证分析[J]. 管理世界, 2008(4): 24~35.
- [21] KEOWN A J, PINKERTON J M. Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation[J]. Journal of Finance, 1981, 36(4): 855~869.
- [22] 朱国泓,王申. 并购中的控制权私人收益:从福音到梦魇的根源[J]. 管理评论, 2007, 18(9): 46~54.

(编辑 刘继宁)

通讯作者:李善民(1963~),男,四川巴中人。中山大学(广州市 510275)管理学院教授、博士研究生导师。研究方向为公司金融与资本市场。E-mail: mnsism@zsu.edu.cn