

深市上市公司控制权转移的市场反应

邹高峰

(天津大学 管理学院, 天津 300072)

摘 要: 国外大量的实证研究认为公司控制权市场的存在能够为股东创造价值。由于我国上市公司国有股和法人股不能上市流通, 通过场外交易的公司控制权转移是否也能为股东创造价值是一个需要实证的命题。以我国2000~2003年深市发生的61起上市公司第一大股东变更为研究样本, 应用事件研究法对我国控制权市场的作用进行了检验。采用的标准化残差方法克服了事件研究中因控制权转移事件引起的股价波动性变化对统计结果的影响, 同时分析了在控制权公告期内股票成交量的异常变化。研究结果发现, 控制权转移期间上市公司的股东平均获得3.857%的累积超额收益率, 深市的上市公司控制权转移信息存在明显的提前泄漏现象。

关键词: 控制权转移; 事件研究; 市场反应

中图分类号: F832.5

文献标识码: A

文章编号: 1009-9107(2004)03-0086-05

一、引 言

公司控制权指决定公司管理资源的权利, 即雇用、解除高层管理者和设定他们报酬的权利。^[1]收购公司通过控制权转移获得目标公司的控制权, 进而控制目标公司的管理权, 所以其有效性在很大程度上依赖于发达完善的公司控制权市场。国外的大量文献研究证明, 控制权市场的存在能够为股东创造价值。^[2]Weston (1998) 分析了31例大宗股权转让公告的市场反应, 发现在公告前一日, 股价上涨了7.3%, 公告前后30天股价上涨了12.8%;^[2]Jensen和Ruback (1983) 对20世纪70年代末完成的13篇关于美国并购活动的相关文献进行了综述, 发现在成功的要约收购和兼并活动中, 目标企业的股东分别获得了30%和20%的超额报酬。^[1]

我国上市公司国有股和国有法人股缺乏流动性, 控制权市场是否真的存在? 如果存在, 是否也能

为股东创造价值? 如果有价值, 那么价值有多大? 这些都是学者和实践者们普遍关心的问题。近年来, 我国上市公司的股权转让以及由此衍生的控制权转移现象日渐增多, 我国上市公司的控制权市场已经基本形成,^[4]为本文的研究提供了很好的基础资料。关于我国上市公司控制权转移的绩效分析, 国内学者也进行了很多的实证研究。在研究股价对重组信息的反应方面, 陈信元、张田余研究发现股权转让在 $[-10, 20]$ 的时间窗口下股价的超额收益率, 结果表明公司的股价在公告前呈上升趋势, 随后逐渐下降, 但统计上不显著^[5]; 孙铮、李增泉对我国上市公司1997~1999年发生的133起大股东变更事件进行研究, 结果发现控制权转移期间上市公司的股东平均(中位数)获得了18.89% (14.24%) 的超额报酬。^[4]

目前研究控制权转移股价反应主要采用事件研究法, 即计算公司在控制权转移公告期间的累积超额收益率。公司重组和控制权转移的公告期间, 公司

收稿日期: 2003-11-24

作者简介: 邹高峰(1978—), 男, 河南虞城人, 天津大学管理学院博士研究生, 研究方向为金融工程与金融风险管理。

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

股票收益率的波动性发生了显著变化。^[5,6]实际计算时,如果股票收益率的方差被低估,对原假设(即公司控制权转移事件对股票收益率没有影响)统计检验结果就会有频繁的拒绝率;相反,如果事件期股票收益率的波动性被高估,则对原假设有更高的接受率,即不能够发现事件对收益率的真实影响。

因此,事件研究中必须考虑公告期间收益率波动性的变化,但是目前国内的研究文献都没有考虑收益率波动性变化对事件结果的影响,本文采用标准化残差方法可以消除波动性变化对统计结果的影响。同时本文考虑了公告期间公司成交量的异常变化,得出了富有建设性的更全面、更有说服力的结论。控制权转移期间的股价反应与控制权转移后的绩效变化显著相关,从而证明了控制权转移期间的超额报酬并非市场无效的反映,而是基于控制权转移后企业绩效能够得以改善的大致预期^[5,6],为本文用公司股价研究控制权转移的绩效反应提供了理论支持。在1997年国家实施的国有企业战略性改组等政策背景下,很多上市公司实施的控制权转移都带有很强的政府背景,市场化程度不高。在2000年之后我国颁布了一系列规范上市公司融资、股权转让和会计行为的法律法规,控制权转移活动的市场化程度更高。因此,本文主要选用2000年后深圳证券交易所发生控制权转移的上市公司作为研究样本。

二、样本选择与研究数据

本文根据《中国证券报》和《证券时报》2000年6月份至2003年6月份各期刊登的深圳证券交易所上市公司的第一大股东变更公告,选择那些购并公司为取得目标公司控制权,支付现金或者与现金等价的其他经济资源,即其控制权转移属于真正市场化行为的结果。从中筛选了发生控制权转移的61家上市公司。选择股价的每日收盘价用以计算股票收益率,市场指数选择深证综合指数。并且根据如下准则做进一步的选择:

- 1 在事件窗口内(公告日前后)存在连续的交易记录,以增加统计分析的可靠性和稳定性。
- 2 在事件窗口内(公告日前后)没有年报公布、配股、分红、增发新股等信息披露,以消除其它事件

对市场表现的影响。

3 研究样本不包括国家股的无偿划拨而发生的控制权转移和原上市公司的控股公司被收购引起的控制权转移的情况,不包括同属于一个控股公司的不同子公司之间的控制权转移。

4 研究样本不包括原来的大股东通过减持股份使原来的第二大股东成为大股东的行为,原来的大股东将其所持上市公司的股份投资入股成立新的公司,从而使后者(即新设公司)成为上市公司的大股东等。

三、事件研究法

事件研究的超额收益率有三种计算方法^[7~9],即均值调整收益法、市场调整收益法和市场收益模型法。 $R_{i,t}$ 表示证券 i 在第 t 日的收益率, $R_{m,t}$ 表示在第 t 日用证券指数计算的市场组合收益率, $AR_{i,t}$ 表示证券 i 在第 t 日的超额收益率。在证券市场存在超额收益率情况下,事件研究方法奠基性的论文^[8,9]已经验证这三种方法都能得出相似的结论,但是相比较而言市场收益模型测试能力更好。因此,本文采用市场收益模型计算超额收益率。

市场收益模型计算的超额收益率表示为:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha} - \hat{\beta}R_{m,t} \quad (1)$$

其中 $\hat{\alpha}$, $\hat{\beta}$ 是估计时间窗口内OLS估计值。

估计期一般选择在事件发生前足够长的时间段 $[T_0, T_1]$,不受控制权转移事件影响的时间窗口内,用于估计正常情况下市场模型的参数。控制权转移公告前120天就存在消息的泄漏情况^[4],本文就把估计期选择在公告前130天至公告前279天作为估计期间即 $[-279, -130]$ 。而事件窗口 $[T_2, T_3]$ 若选择时间太长,则包含太多的“噪音”,时间短则不能够充分发现事件对于股票收益的影响,本文参照国内应用事件研究选择的事件窗口长度,选择公告日前40天到公告日后20天作为事件期间即 $[-40, 20]$ 。

为以后叙述不致混淆,事件期的日期用 τ 表示,估计期的日期用 t 表示。 $AR_{i,t}$ 表示估计期的超额收益率, $AR_{i,\tau}$ 表示事件期的超额收益率, N 表示发生控制权转移证券的数目, R_m 表示估计期用证券指数计算的平均市场收益率, $\hat{S}_i$ 是证券 i 估计期的超额

收益率标准差, $SR_{i,\tau}$ 表示事件期第 τ 日的标准化后的超额收益率^[10], 其计算方法见式(2); AR_{τ} 表示事件期第 τ 日的平均超额收益率, $CAR(\tau_1, \tau_2)$ 是 AR_{τ} 在事件期间 $[\tau_1, \tau_2]$ 的平均累积超额收益率。

$$SR_{i,\tau} = \frac{AR_{i,\tau}}{\sqrt{S_i^2 + \frac{1}{L_1} + \frac{(R_{m,\tau} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{l=1}^{\tau_1} (R_{m,l} - \bar{R}_m)^2}}} \quad (2)$$

$$CAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{\tau} \quad (3)$$

$$SCAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} SR_{\tau} \quad (4)$$

$$SCAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} SR_{i,\tau} \quad (5)$$

尽管证券 i 的日收益率和日超额收益率有明显的非正态分布, 但是样本量超过 50 时, AR_{τ} 和 $CAR(\tau_1, \tau_2)$ 非常接近于正态分布。^[8~9] 给定原假设公司的控制权转移事件对证券 i 的收益率没有影响, 待检验的 t 统计量用式(6)、(7)表示:

$$t(AR_{\tau}) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SR_{i,\tau} / \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (SR_{i,\tau} - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SR_{i,\tau})^2} \quad (6)$$

$$t(CAR(\tau_1, \tau_2)) = \frac{SCAR(\tau_1, \tau_2)}{\sqrt{Var(SCAR(\tau_1, \tau_2))}} \quad (7)$$

其中 $Var(SCAR(\tau_1, \tau_2))$

$$= \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N (SCAR_i(\tau_1, \tau_2) - SCAR(\tau_1, \tau_2))^2$$

四、成交量计算方法

成交量和价格的变化从不同侧面表述了投资者对同一事件的反应程度, 价格变化反映了市场预期的改变, 成交量的增加往往意味着新信息的产生, 可以显示投资者对公告事件的不同理解。由此可见, 要充分的理解公司控制权转移的市场反应, 必须同时考虑价格和成交量的变化。为分析事件期内成交量的异常变化, 将事件期内证券 i 的第 τ 日成交量

$VOL_{i,\tau}$ 除以该证券在事件期内的平均成交量 VOL_i , 得到标准化后的成交量指标, 以消除公司规模对成交量的影响, 然后计算第 τ 日证券标准化成交量后的平均值 $SVOL_{\tau}$, 表示为:

$$SVOL_{i,\tau} = VOL_{i,\tau} / VOL_i \quad (8)$$

$$VOL_i = \frac{1}{L_{\tau}} \sum_{\tau=T_3-T_2}^{L_{\tau}} VOL_{i,\tau} \quad (9)$$

$$SVOL_{\tau} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SVOL_{i,\tau} \quad (10)$$

由于 $SVOL_{\tau}$ 的平均值为 1, 如果投资者对于控制权转移事件的没有做出任何反应, 那么成交量就不会有太大的异常变化, 即 $SVOL_{\tau}$ 在 1 附近上下波动。因此, 通过分析 $SVOL_{\tau}$ 是否显著地偏离 1, 就可以分析控制权转移前后成交量的异常变化。

五、实证结果及分析

表 1 列出了在事件期内具体日期统计显著的样本公司的日平均超额收益率及相应的 t 检验值, 以及样本公司在不同时间区间的累计超额收益率和相应的 t 检验值, 表中的 *、**、*** 分别表示显著性水平为 10%、5%、1%。

表 1 事件期样本公司的超额收益率和 t 检验

时间区间	$AR_{\tau}/CAR(\tau_1, \tau_2)$	t
- 33	0.00367**	2.2874
- 31	0.00417**	2.2741
- 9	0.00318**	2.163
- 5	0.00387**	1.7661
- 4	0.00451*	2.1671
- 2	0.00445**	2.0624
- 1	0.00671***	3.7496
0	0.00494**	1.9936
5	- 0.00443**	- 2.1777
7	- 0.00399*	- 1.6899
20	- 0.00237*	- 1.8279
[- 20, 5]	0.0315	1.5127
[- 10, 5]	0.0267*	1.7004
[- 5, 5]	0.0183**	1.994
[- 2, 2]	0.0197*	2.6741

图 1、图 2 分别描绘了样本公司的平均累计超额收益率和标准化成交量的变化。

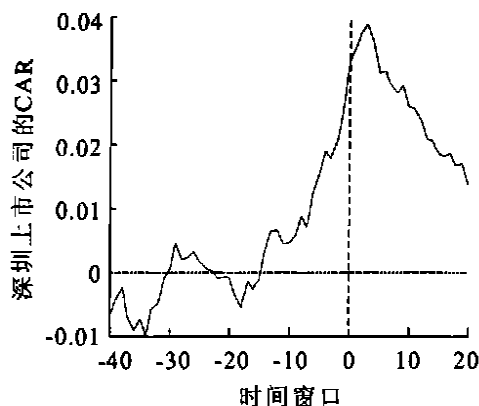


图1 控制权转移公告期间的累计超额收益率

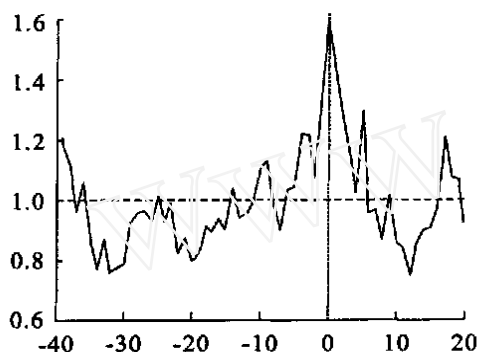


图2 控制权转移公告前后标准化交易量变化

累计超额收益率图和标准化成交量变化图的实证结果可以得到如下结论:

1 深圳证券交易所上市公司的控制权转移公告引起了市场的积极反应,事件期间公司的股价有正的显著超额收益,但是累积超常收益率反应没有国外研究得出的那么显著。在公告日前的第2天有0.445%的超额收益率(5%统计显著),公告前第1天有0.671%的超额收益率(1%统计显著),公告日有0.494%的超额收益率(5%统计显著)。在市场消化一段时间(公告后第5天),股价的超额收益开始逐步降低,并且 $[-40, 4]$ 的CAR为3.857%。而在公告日股票的标准化成交量达到最大,此后就出现明显下滑。

与国外购并公司追求协同效应、规模效应等动机不同,我国上市公司的控制权转移主要基于危机主导型重组和“买壳”上市两种动机。^[11]从国有企业改制而来的上市公司大多存在改制不彻底、公司治理结构不完善等制度性缺陷,从而导致很多公司上市后经营业绩不佳甚至亏损,于是需要引入有实力股东摆脱公司的财务困境。由于我国特殊的上市制度,获取上市资格对大多数企业来说并非易事,特别

是对于非国有企业。他们通过市场化手段即股权收购的方式,避开了繁冗和低效的行政审批,间接获得了上市融资的目的。上述两种原因导致公司在控制权转移后常常进行相应的资产出售、资产注入等重组行为,甚至发生主业变更。投资者基于这些良好的预期,此类证券的收益率上升,股票交易也异常的活跃,所以存在正的超额收益率,而国内固有的公司治理问题和股市投机等原因又导致了不如国外证券市场对公司控制权转移信息的市场反应大。

此外,我国《公司法》规定凡是对公司有重大影响的事件,应按证监会要求的内容和格式将有关情况刊登在至少一种证监会认定的刊物上。一般情况下,在控制权转移公告前一天或两天双方签订股权转让协议,由于投资者都普遍注意以前的提示性公告以及股票的近期走势,特别是借助现在发达的通讯网络和媒体,很多的投资者可能通过不同渠道能够得到确切的公司控制权转移信息,所以在公告前一两天,股票有正的显著的超额收益率。

2 上市公司控制权转移信息存在明显的提前泄漏现象,一些掌握内幕消息的投资者可以利用自己的信息优势获得超额收益。深市上市公司从公告前第14天开始上升。此前股市的交易量则在1以下附近波动,并且在公告前逐渐的增加,控制权转让公告当日达到最大,公告后出现很大的下滑,与股价的分析基本吻合。

我国证券市场投资者结构以个人投资者为主,个人投资者的数量和交易量远远大于机构投资者的数量和交易量,并且个人投资者资金规模明显小的多,在机构投资者(或者庄家)和个人投资者存在严重的信息不对称现象,机构投资者具有明显的信息优势。我国绝大部分上市公司的控股股东都是国有股东,在进行股权转让时需要向当地政府或财政部报批,繁杂的审批程序不仅仅需要很长的时间,同时包括公司的高级管理人员、政府人员等都能够接触到这些内幕消息,公司控制权转移这样的重大的消息很容易泄漏出去,被相关人士利用。这两方面决定了控制权转移信息几乎都有提前泄漏。另外,由于我国的证券市场建立的时间比较短,监管的法律体系和方法还存在许多漏洞,也是一部分投资机构或人士利用内幕消息获得超额收益的重要原因。

六 结 论

我国上市公司国有股和法人股在缺乏流动性的限制条件下,控制权转移仍然引起了市场的积极反

应,控制权市场的存在能够为股东创造价值,但其效应没有国外的显著。我国证券市场的控制权转移信息存在明显的提前泄漏现象,利用内幕信息进行交易的投资者可以获得超额收益率,这也说明了我国证券市场不是半强式有效。

参考文献

- [1] Jensen, M. Ruback, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence[J]. Journal of Financial Economics, 1983, (11): 5~ 50
- [2] Chowdhry, B. Jegadeesh, N. Pre-tender offer share acquisition strategy in takeovers [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1994, (29): 117~ 129
- [3] Weston, J. F. Chung, K. S. Siu, J. A. Takeovers, restructuring, and corporate governance[M]. Prentice Hall, 1998
- [4] 孙 铮, 李增泉. 股价反应 企业绩效与控制权转移: 来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国会计与财务研究, 2003, 5 (1): 32~ 63
- [5] 陈信元, 张田余. 资产重组的市场反应[J]. 经济研究, 1999, (9): 47~ 55
- [6] 施东晖. 中国股市微观行为理论与实证[M]. 上海: 上海远东出版社, 2001
- [7] Mackinlay, G. Event study in economics and finance[J]. Journal of Economic Literature, 1997, (35): 13~ 39
- [8] Brown, S. Warner, J. Measuring security price performance[J]. Journal of Financial Economics, 1980, (8): 205~ 258
- [9] Brown, S. Warner, J. Using daily stock returns: the case of event studies [J]. Journal of Financial Economics, 1985, (14): 3 ~ 31
- [10] Boehmer, E. Musumeci, J. Poulsen, A. Event-study methodology under conditions of event-induced variance[J]. Journal of Financial Economics, 1991, (30): 253~ 272
- [11] 张文魁. 中国上市公司重组: 成绩与问题[M]. 北京: 中国发展出版社, 2001, 319~ 322

Market Response to the Control Transfer of Listed Companies in Shenzhen Security Market

ZOU Gao-feng

(College of Management, Tianjin University, Tianjin 300072, China)

Abstract A abundant literatures and empirical researches can verify that the market of corporate control rights plays a role in increasing the value of the shareholders. Because of the liquidity deficiency on Chinese state-owned company shares, it remains an empirical question whether such a market has the same function as it does in the foreign market for corporate control rights. Based on the 61 cases of changes in large shareholders in Shenzhen security market from 2000 to 2003, this research has examined the role of the Chinese market for corporate control rights by means of case study. Standardized residual method solves the problem that the change in volatility, which is caused by control transfer, has negative effect on statistical results. The abnormal change in stock volume is analyzed during the event window around the announcement on control transfer. Findings in this paper indicate that the cumulative abnormal returns that shareholders obtained was 3.857% during the period of control transfer and there is an obvious leakage in advance on information of control transfer.

Key words control transfer; event study; market response