

# 后股权分置时期公司控制权及其私有收益之争

## ——基于鄂武商的案例研究

陈玉罡,莫夏君

(中山大学 管理学院,广东 广州 510275)

**[摘要]**后股权分置时期控制权市场的激活使得控制权争夺战将愈演愈烈。以鄂武商的控制权之争为背景,采用案例研究法分析了双方争夺控制权的原因以及资本市场对控制权争夺的反应。研究表明,鄂武商的控制权私有收益达到27%,且这一私有收益是造成本次控制权争夺的一个重要原因。通过事件研究法分析资本市场对控制权争夺的反应后,发现投资者更倾向于支持原来的国有控股股东。

**[关键词]**股权分置;控制权私有收益;控制权之争;控制权市场;股权结构;政府干预;鄂武商

**[中图分类号]**F279.12 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2013)04-0104-09

### 一、引言

2006年4月3日,在武汉武商集团股份有限公司(以下简称“鄂武商”)实施股权分置改革之时,浙江银泰以其自身所持股份加上另一法人股东,首次发起了控制权争夺战。双方在几个月内经过了多个回合的交锋,最后武汉国资系占据了上风,浙江银泰停止了对鄂武商控制权的争夺。时隔五年之后,当年被媒体称为“全流通并购第一案”的鄂武商控制权之争又重新拉开战幕。2011年3月28日,浙江银泰投资有限公司通知鄂武商,称其在二级市场增持鄂武商477,187股股份。加上之前浙银投与浙江银泰合资百货有限公司和湖北银泰投资管理有限公司两家关联方持有的鄂武商股份,三家合计持有的股权占鄂武商总股本的22.71%,比鄂武商实际控制人武商联集团及其关联方拥有的22.69%高出0.02%,成为公司第一大股东,因此浙江银泰再次发起了控制权之争。浙江银泰耗费巨资,多次对鄂武商的控制权展开争夺,究竟为了什么?而武商联为了保住控股股东的地位,也付出了巨大的代价。他们为什么要争夺控制权?鄂武商的控制权能带来什么样的收益?以银泰系为代表的民营股东和以武商联为代表的国有股东之间的控制权之争对上市公司会带来什么样的影响?后股权分置时期,业绩表现优秀的上市公司更容易引起控制权的争夺,他们应采用什么样的对策和措施来应对?

本文将从控制权私有收益和资本市场的反应来研究此次鄂武商控制权之争,探讨在后股权分置时期控制权私有收益引发的控制权之争对上市公司所造成的影响,并为我国资本市场的改革提供一些经验证据。

### 二、控制权私有收益的度量

控制权私有收益这一概念最早是由Grossman和Hart提出的<sup>[1]</sup>。他们认为公司控制权的价值可以分为共享收益和私有收益两个部分。共享收益是通过行使控制权使公司效益提高而获得的投资收

**[收稿日期]**2012-11-20

**[基金项目]**国家自然科学基金青年项目(71002055);国家自然科学基金面上项目(70972074);中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(11wkpy05)

**[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,从事管理学研究;莫夏君(1982—),男,广西柳州人,中山大学管理学院硕士研究生,从事管理学研究。

益(股息和资本利得),这部分收益是所有股东可以共享的;私有收益是实际控制人通过各种方式所获得的不被所有股东分享的收益<sup>[1]</sup>。Shleifer 和 Vishny 进一步将控制权私有收益分成货币性收益和非货币性收益,其中货币性收益包括如通过关联交易、股价操纵等获得的收益,非货币性收益包括过度报酬、在职消费和闲暇享受等<sup>[2]</sup>。Dyck 和 Zingales 进一步明确了控制权私有收益的“排他性”,将私有收益定义为“控制性股东排他性占有而其他中小股东所无法分享的利益”<sup>[3]</sup>。既然控制权私有收益是其他中小股东所不能分享的收益,那么这一私有收益的获得是否侵害了中小股东利益呢?刘少波将控制权私有收益分成了正常的控制权收益和超控制权收益,认为只有超控制权收益才是对中小股东利益的侵占<sup>[4]</sup>。冉戎和刘星则将控制权私有收益分成了合理控制权私有收益和超额控制权私有收益,并认为前者对公司有正面激励作用从而有利于小股东,而后者则会损害其他股东的利益<sup>[5]</sup>。

控制权私有收益的直接度量非常困难。目前文献中采用的方法都是间接度量。当公司发生控制权争夺时,收购方愿意为拥有较高投票权的股票或大额股权转让支付不同的价格。这种价格差异就可以用来度量控制权的私有收益。

在一些资本市场发达的国家,公司可以发行类别股票,比如 A 类股票和 B 类股票。其中 A 类股票具有较多的投票权(例如 1 股 3 票),B 类股票则具有正常的投票权(1 股 1 票)。当公司发生控制权争夺时,收购方愿意花较多的现金买入 A 类股票,这造成了两类股票的价格差异。而这种差异主要是由于投票权不同所导致的。Lease, McConnell 和 Mikkelsen 认为控制权私有收益可以从具有不同投票权的股票价格差额中计算出来。当公司发生控制权之争时,具有不同投票权的股票价格会不一样,具有较多投票权的股票价格会更高。因此,我们可以用拥有较多投票权的股票价格减去拥有正常投票权的股票价格可以度量控制权私有收益<sup>[6]</sup>。Angelo 运用此方法研究了管理层持股的情况,发现拥有超级投票权的股票在收购中获得了更高的溢价<sup>[7]</sup>。Zingales 运用此方法计算了意大利公司中的控制权私有收益,发现控制权私有收益是无投票权股票价值的 60%<sup>[8]</sup>。

在我国,发行股票时要求“同股同权”,因此 Lease, McConnell 和 Mikkelsen<sup>[6]</sup>的方法不能用来衡量我国上市公司的控制权私有收益。我国多位学者结合了国内特殊的制度背景,在 Barclay 和 Holderness 研究的基础上,对这一方法进行了改进,并提出了多种控制权私有收益测度模型。唐宗明和蒋位以大宗股票交易价格与每股净资产的差额度量了控制权私有收益,发现控制权私有收益平均值为 27.9%<sup>[9]</sup>。余明桂、夏新平和潘红波运用唐宗明和蒋位的方法计算出的控制权私有收益平均值为 45%,而用转让溢价总值与公司净资产值之比计算出的控制权溢价为 17%<sup>[10]</sup>。张福利认为计算控制权私有收益时还应考虑投资者对未来的预期。如果大宗股票交易支付的溢价中含有一部分投资者对控制权转移后未来收益增长的一个预期,那么计算控制权私有收益时应将这部分预期收益剔除掉<sup>[11]</sup>。也有少数学者从控制权私有收益的角度对一些案例进行了分析,比如文守逊、张泰松和黄文明对许荣茂家族获得的控制权私有收益进行了分析<sup>[12]</sup>。本文所研究的鄂武商与这个案例有所不同。鄂武商的控制权争夺是发生在国有股东与民营股东之间,且是在股权分置改革后控制权市场被激活的背景下发生的。

### 三、案例介绍

#### (一) 上市公司鄂武商的股权结构

鄂武商 1992 年在深交所上市,成为中国商业第一股。目前,公司总股本 5.07 亿元,总资产 78.5 亿元,员工 4 万多名。查阅鄂武商 2010 年的年报可知,第一大股东武商联集团持有 18.42% 的股权;武汉国有资产经营公司持有鄂武商 2.43% 的股权;武汉汉通投资有限公司持有 1.84% 的股权。三者为一致行动人,合计持有上市公司 22.69% 的股权。鄂武商与实际控制人武商联集团及其关联方的股权关系如下页图 1 所示。

公司第二大股东浙江银泰百货有限公司及其一致行动人湖北银泰投资管理有限公司,分别持有

14.40%、8.22%的股权,两者和与第一大股东的持股比例相比仅相差0.07%。鄂武商与银泰系之间的股权结构如图2所示。

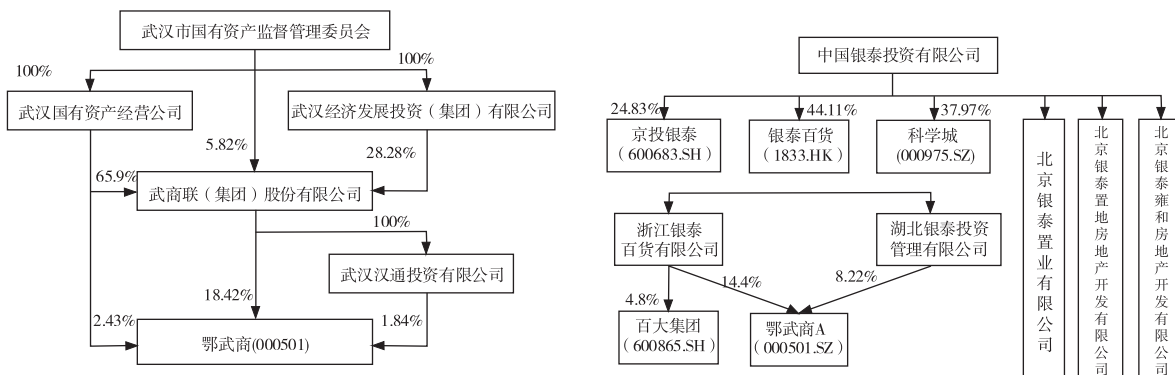


图1 鄂武商与武商联及其关联方的股权关系

图2 鄂武商与银泰系之间的股权结构图

表1 鄂武商控制权争夺事件全过程描述

阶段	日期	事件
发起	2011年3月28日	浙江银泰投资有限公司宣布其与关联方浙江银泰百货有限公司和湖北银泰投资股份有限公司共同持有鄂武商22.72%的股权
第一次反击	3月29日	武商联集团立即展开了反击,与鄂武商的法人股东武汉经济发展投资(集团)有限公司(以下简称“经发投”)签署《战略合作协议》,成为一致行动人。由于经发投持有鄂武商0.12%的股份,因此原大股东一方的总持股比例上升至22.81%
第二次进攻	4月6日	浙江银泰投资有限公司继续在二级市场增持股份,银泰系一方合计持有股权比例增加至23.83%
第二次反击	4月8日	武商联集团又与武汉开发投资有限公司签署《战略合作协议》,双方结成一致行动人,原大股东一方的持股比例上升至23.99%
第三次进攻	4月13日	浙江银泰投资有限公司再次通过二级市场增持股份至24.48%
第三次反击	4月13日	武商联集团联合了武钢实业、武汉市总工会、武汉阿华美制衣、武汉市统建办等法人股东,合计持有鄂武商24.52%的股权,仍超出银泰系0.04个百分点
争取战机	4月14日	为阻止银泰系在二级市场上增持股份,武商联以协商鄂武商、武汉中百和武汉中商三家公司的资产重组事宜为由,申请三家上市公司同时停牌
争取战机	5月18日	武汉开发投资有限公司认为浙江银泰投资有限公司在股票市场上增持鄂武商的股份涉嫌违反我国关于外资企业收购上市公司的法律法规,向武汉市江汉区人民法院提起诉讼,并申请冻结浙银投违规增持的股份
巩固控制权	6月9日	鄂武商宣布中止与武汉中百、武汉中商的重大资产重组并复牌交易。复牌当天,武商联及其关联方武汉国有资产经营公司和经发投以现金5.28亿元分别通过集中交易(1414.41万股)、大宗交易方式(1121.84万股)收购了2536.25万股鄂武商股票,增持了5%的股权,达到了29.48%
第一次发出要约收购申请	8月3日	武商联集团为进一步巩固其控制权,向鄂武商全体股东发出了收购5%股权的部分要约。公告显示,武商联集团、武汉国有资产经营公司及经发投将分别按21.21元/股的价格收购鄂武商943万股、650万股、943万股流通股,合计2536.24万股此次的要约收购公告需要经中国证监会的审核才能生效
接到反馈意见	9月13日	武商联集团收到《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》,对要约收购申报材料进行了反馈,并要求于30个工作日内对反馈意见提交书面回复
准备材料	10月27日	由于对关于反馈意见中的部分具体事项还需要进一步落实,武商联集团无法按反馈意见要求如期上报反馈回复材料,向中国证监会申请延期上报反馈回复材料
正式要约收购	2012年6月20日	鄂武商发布了要约收购公告,此次要约收购得到了中国证监会批准,要约期限为6月20日—7月20日
夺回控制权	2012年7月25日	鄂武商发布了要约收购结果,武商联集团和一致行动人成功收购2536.24万股(占总股份的5%)

(二) 鄂武商控制权争夺的过程

2005年,湖北省被列入国家商务部商业改革试点省份,鄂武商由此成为参与改革试点的上市公司。为了推动武汉商业资产的整合、加快转变企业管理方式,武汉市国资委将浙江银泰百货作为战略投资者引入鄂武商。但浙江银泰百货进入鄂武商之后,有了谋夺控制权的想法。2006年,借着股权分置改革中非流通股大股东武商联持股比例下降之机,浙江银泰百货发起了第一次控制权争夺战,但最终没能取得鄂武商的控制权。

时隔五年,同属银泰系的浙江银泰投资有限公司于2011年3月28日再次发动了控制权争夺战。当天浙江银泰投资有限公司宣布其与关联方浙江银泰百货有限公司和湖北银泰投资股份有限公司共同持有鄂武商22.72%的股权,超过了武商联集团及其关联方持股比例(22.69%)。

(三) 控制权争夺过程中的反收购措施

在敌意收购的过程中,目标公司可以运用的反收购措施包括预防性的反收购措施和主动性的反收购措施。预防性的反收购措施是在面临敌意收购前事先进行的安排,包括国外发达资本市场上常用的“毒丸计划”、“董事轮换制”、“金色降落伞”等。由于我国没有实行“毒丸计划”的法律环境,上市公司只能在公司章程中加入“董事轮换制”和“金色降落伞”等措施进行预防性的反收购。但在股权分置改革之前,由于控股股东持股比例很高,且大部分属于不能流通的国有股或法人股,外部收购方难以通过市场化的收购争夺上市公司的控制权,因此大多数上市公司没有进行预防性的反收购。而股权分置改革的实施降低了控股股东的持股比例,这使得觊觎控制权的其他股东或外部收购方有了夺取控制权的机会。而对浙江银泰的控制权争夺行动,事先没有预防性措施的鄂武商只能被迫采用主动性的反收购措施。在这场反收购战中,鄂武商的控股股东采用了寻求一致行动人、诉讼、公开市场购买股票、要约收购的方式成功进行了反击。在要约收购完成后,原控股股东和一致行动人共持有超过30%的股份,银泰系短期内夺取控制权的可能性极低。2012年10月27日,代表银泰系一方利益的副董事长发布了辞职公告,这表明鄂武商的控制权之争暂时告一段落。

#### 四、控制权之争的诱因:控制权私有收益?

(一) 控制权私有收益测算模型

本文以发生控制权转让时的每股交易价格与每股账面净资产之差为测算标准,并扣除按净资产收益率计算的预期收益。我们以鄂武商控制权争夺前三年的净资产收益率的平均值作为公司未来净资产的预期收益,具体的测算模型如下:

$$PBC = w \times \frac{P_i - NV}{NV} - ROE^* \quad (1)$$

$$ROE^* = \frac{\sum_{i=1}^n ROE_i}{n} (i = 1, 2, 3) \quad (2)$$

其中: $PBC$ 表示控制权私有收益水平; $P_i$ 表示大宗交易的价格; $NV$ 表示每股账面净资产; $w$ 表示转让大宗股份所占的比例; $ROE^*$ 表示平均净资产收益率,是发生控制权争夺前三年的平均值。

在使用测算模型进行估算时,我们已需要做一些假设。

假设1:大宗股权交易价格应高于相应的非控股股份转让价格,即大宗股权交易是以溢价方式进行的;

假设2:公告披露显示为非关联交易,且公布完整的交易信息;

假设3:大宗股权交易后第一大股东发生变更或原第一大股东的地位不变;

假设4:公司的日常经营环境没有大的变动,即公司经营状况平稳。

(二) 测算数据的选取

1. 大宗股权交易数据的确定。在武商联与浙江银泰争夺武商集团控制权的过程中,2011年6月9日武商联及其关联方武汉国资公司和武汉经发投,以5.28亿元收购鄂武商2536.25万股(占总股份的5%)股票。这次收购使武汉国资系所持鄂武商A的股份与浙江银泰所持鄂武商A的股份在数量上拉开了差距。2011年8月3日,武商联及其关联方提出了部分要约收购鄂武商5%的股权,收购价为21.21元/股。由于要约收购是溢价进行,可视为大股东为获取控制权所愿意付出的成本,因此我们以要约收购价格作为大宗交易的溢价价格对控制权私有收益进行测算。

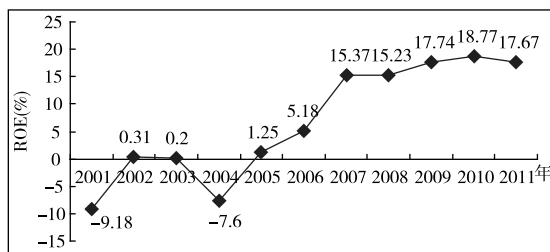


图3 鄂武商净资产收益率趋势图

资料来源:Wind数据

2. 净资产收益率的确定。图3列示了鄂武商2001年至2011年第三季度的净资产收益率趋势。

从图3我们可以看出,鄂武商的经营状况是非常平稳的,即使是在发生全球金融海啸的2008年,其净资产收益率也没有发生大幅波动。因此,随着鄂武商经营能力的提升,可以预期其净资产收益率是稳步向上的。

表2 模型参数值

参数	数值	备注
w	10%	交易股份所占比例
P <sub>t</sub>	21.21元/股	交易均价
NV	3.91元/股	每股净资产
ROE*	17.25%	2008—2010年净资产收益率均值

(三) 控制权私有收益的测度

控制权私有收益测度模型各参数的值如表2所示。

根据表2的参数,鄂武商的控制权私有收益测算结果如下:

$$PBC = w \times \frac{P_t - NV}{NV} - ROE^* = 27\% \quad (3)$$

唐宗明和蒋位<sup>[9]</sup>的研究证实了我国上市公司控制权收益水平在24%~30%之间。冉戎、刘星<sup>[5]</sup>的研究认为我国上市公司控制权溢价水平在9.41%~24.96%之间,而且不同资本投资规模下的控制权溢价水平差异显著。我们计算出的鄂武商控制权私有收益水平与国内学者的研究成果十分接近。

五、民营股东对国有股东,市场更支持谁?

对于本次民营股东(银泰系的实际控制人为沈国军)与国有股东争夺上市公司控制权的事件,投资者更为支持民营股东还是国有股东呢?

本文利用事件研究法来分析资本市场的反应,并以此判断投资者更为支持民营股东还是国有股东。本文在计算超额收益时采用市场模型法。

第一步,选择一个“清洁期”来估计资本资产定价模型(Capital Assets Pricing Model)的各个参数。“清洁期”一般选在事件发生之前而且不能与“事件窗口期”重叠。在“清洁期”内,需要合理选取股票市场指数收益数据和个股收益数据,然后以股票市场指数收益率为自变量,以个股收益率为因变量,按CAPM模型进行回归分析,得出 $\alpha_i$ 和 $\beta_i$ 。在选取数据时,有影响股价的事件发生的数据应予以剔除,如有股息分配则需进行复权处理。

CAPM模型表达如下:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中 $R_{mt}$ 、 $R_{it}$ 分别为市场指数和个股的日收益率, $\alpha_i$ 和 $\beta_i$ 是模型估计的参数, $\varepsilon_{it}$ 是误差项。

第二步,计算事件窗口期内鄂武商的预期正常日收益率 $\bar{R}$ 。假定 $\alpha_i$ 、 $\beta_i$ 在“事件窗口期”内保持稳

定,可以用公式(5)得到预期正常的收益率:

$$\bar{R} = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

第三步,计算每日超常收益率  $AR_t$  (Abnormal Return),超常收益率计算公式如下:

$$AR_t = R_{it} - \bar{R} \quad (6)$$

第四步,计算累积平均超常收益  $CAR_t$  (Cumulative Abnormal Return)。在计算了每日超常收益率  $AR_t$  之后,本文再将“事件窗口期”内每日的  $AR_t$  进行加总,即:

$$CAR_t = \sum AR_t \quad (7)$$

由于研究的是单只股票,所以计算时是以时间序列进行,即某一时点的  $CAR_t$  是该时点之前所有  $AR_t$  的加总。

第五步,对累积平均超常收益  $CAR_t$  进行  $T$  检验;然后将  $CAR_t$  与 0 的差异性进行显著性检验,如果  $CAR_t > 0$  且检验显著,表明资本市场对控制权争夺的反应是正向的,股东财富有所增加,投资者支持这样的争夺;如果  $CAR_t < 0$  且检验显著,表明控制权争夺带来负的财富效应,投资者反对这样的争夺;如果  $CAR_t$  与 0 的差异检验不显著,则说明股东财富在控制权争夺这一事件中没有变化。

我们取 2011 年 3 月 28 日银泰系发动第一次攻击前 10 个交易日和 2011 年 8 月 3 日鄂武商发出要约收购后的第 20 个交易日作为窗口期。如果将银泰系发动第一次攻击的公告日作为事件窗口期的第 0 日,2011 年 8 月 3 日鄂武商发出要约收购后的第 20 个交易日相对于银泰系发动第一次攻击的公告日是第 53 个交易日。因此,整个事件窗口期可用  $[-10, 53]$  来表示。事件窗口期内双方发动了多次收购攻防战,因此我们将事件窗口期按如下关键时间点划分了几个子区间。

第一个子区间是以 2011 年 3 月 28 日银泰系发动第一次攻击公告日为第 0 日,往前取 10 个交易日,往后取 4 个交易日(鄂武商 2011 年 4 月 8 日第二次反击之前一个交易日)。在整个窗口期  $[-10, 53]$  中位于  $[-10, 4]$ ,表示第一次攻防事件窗口。第二个子区间是以 2011 年 6 月 9 日鄂武商公开市场增持 5% 股份公告日作为子区间第 0 日,往前取 4 个交易日(鄂武商 2011 年 4 月 8 日第二次反击后第一个交易日),往后取 10 个交易日。在整个窗口期  $[-10, 53]$  中位于  $[5, 18]$ ,表示公开市场增持前后事件窗口。第三个子区间是以 2011 年 8 月 3 日鄂武商发出要约收购公告日为子区间第 0 日,往前取到上一个区间最后一个交易日的次日(属交易日),往后取到第 20 个交易日。在整个窗口期  $[-10, 53]$  中位于  $[19, 53]$ ,表示要约收购前后事件窗口。

“清洁期”从事件发生前的 135 个交易日至事件发生前 11 个交易日,共 125 个交易日数据,剔除停牌日(例如召开临时董事会等)的数据,最终选取 2010 年 9 月 1 日至 2011 年 3 月 11 日共 122 个交易日作为“清洁期”。由于鄂武商是在深圳交易所上市,所以市场收益率选择深圳成分指数收益率。

从图 4 中  $AR$  的数据来看,在公告当日的超常收益是  $-4.81\%$ ,说明市场对银泰系发起的控制权之争在事件公布时的反应是负面的;而公告后的第一个交易日,超常收益达到  $3.88\%$ ,此时也正是武商联联合一致行动人开始的第一轮反击,表明投资者更多地支持国有股东。从  $CAR$  的均值和  $T$  检验来看,在整个窗口期内,总体  $CAR$  为  $10.79\%$ ,检验结果显著大于 0,即控制权争夺给股东带

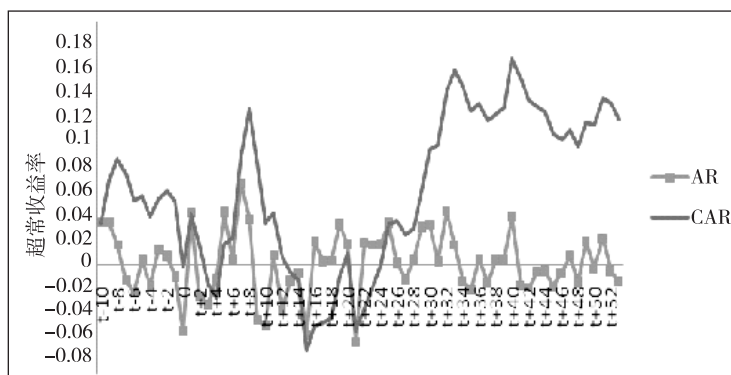


图 4 鄂武商控制权争夺期间累积超常收益率变化趋势

来正的收益,增加了股东的财富。

窗口期[5,18]是武商联及其关联方在二级市场大量增持鄂武商股票日(2011年6月9日)前后。武商联及其关联方大举增持鄂武商股份前后3个交易日CAR都显著大于0,再次表明市场支持国有股东。窗口期[19,53]是武商联及其关联方发布部分要约收购公告日(2011年8月3日)前后。在武商联及其关联方发布部分要约收购公告日子区间内,除了 $t+22$ 天的CAR小于0外,其余的CAR都显著大于0。如果武商联及其关联方实现了要约收购,那么国有股东再次牢牢掌握了鄂武商的控制权。从市场反应来看,投资者是支持国有股东的。

图4还列出了鄂武商2012年6月20日发布正式要约收购前后累积超额收益率的变化趋势。我们以2012年6月20日作为事件发生第0日,取事件发生前10个交易日和事件发生后20个交易日作为窗口期。我们发现,发布正式要约收购公告当日,鄂武商的股价处于涨停位置,累积超常收益率为10%。在发布要约收购前,累积超额收益率呈现出急剧上升趋势,表明部分投资者已经提前得知消息,并对要约收购持赞成态度。累积超额收益率在公告日后的第1个交易日( $t+1$ )达到最高,为26.15%,随后逐渐下滑,至第20个交易日( $t+20$ )仍有16.23%<sup>①</sup>。

为什么投资者会支持国有股东而反对民营股东呢?经过多年的市场化改革后,国有企业的经营效率已经得到极大的提升,国有控股的上市公司业绩也逐年增长。随着股权分置改革进入尾声,一些民营企业开始觊觎国有上市公司的控制权。虽然我们并不能否认民营企业给国有企业带来的正面影响,但由于民营企业的最终控制人为自然人,这可能会使控股股东与中小股东之间的代理问题变得更加严重。而在中国,控股股东与中小股东之间的代理问题比股东与管理层之间的代理问题更为突出,这导致控股股东是谁变得更加重要。如果控股股东或实际控制人是国有企业或国资委,其掏空上市公司的动机较弱,因为掏空获得的收益并不为个人所有;但如果控股股东或实际控制人是自然人,其掏空上市公司的动机可能更强,因为掏空所获得的收益归个人独占。黎来芳等就发现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<sup>[13]</sup>。吴宗法和张英丽研究了民营上市公司后发现两权分离度越高的公司利益侵占程度越高<sup>[14]</sup>。

我们可以从银泰系对几家上市公司的资本运作中看出一些端倪。2000年5月,中国银泰花了4308万元收购宁波华联21.41%的股份。银泰系获得控制权之后并没有对百货业务进行整合,而是将其旗下的百货业务注入到银泰百货集团,并在香港上市。中国银泰将旗下部分房地产资产高价出售给上市公司宁波华联(现名为京投银泰),从中获得大量现金。2005年,中国银泰成为了科学城(000975.SZ)的大股东,并把上市公司原本主营的污水处理、市政维修等业务进行了剥离,全资设立了北京银泰酒店管理公司,开始全力支持酒店的投资建设。此后,上市公司科学城陆续向北京银泰酒店提供了将近6亿元人民币的无息借款,而且还承担其建设期间以及营业初期的风险。但在2011年7月21日,科学城却发布了重组的公告,称要将旗下主营的北京银泰酒店与拟购买的富安矿业进行资产置换。这些迹象都表明银泰系是在利用上市公司作为融资平台,扶持其业务的发展,但却并未将业务发展所获得的利益保留在上市公司。这点与李春玲和王化成研究的许荣茂家族的资本运作方式是类似的<sup>[19]</sup>。

我们还可以从银泰系控制的国内两家上市公司在行业中所处的地位来判断银泰系是否改善了这两家上市公司的业绩。从下面表3中2011年的财务指标来看,银泰系控制的京投银泰和科学城都具有比行业均值高的销售毛利率,但却在每股收益、每股净资产、净资产收益率上落后于行业均值。笔者查询了这两家公司2011年的年报,发现京投银泰2011年在销售毛利增长的情况下,销售净利率下滑的一个重要原因是投资收益下降了18813.77万元,且2011年的净利润相比2010年下滑17331.58

<sup>①</sup>我们也计算了截至2012年12月31日的累积超额收益率,发现在第 $t+45$ 个交易日时累积超额收益率降至最低,为4.09%,随后逐渐回升,在2012年12月31日( $t+130$ )达到15.38%。由于篇幅有限,我们没有列入图中。

万元。京投银泰是否存在盈余管理值得怀疑。同样,科学城的产品毛利空间也较大,但最终股权投资者获得的收益却没有提升。科学城从毛利增长中获得的收益是否被“掏空”了,同样值得怀疑。我们查阅了2009—2011年度的年报,发现2009年度的营业利润是负数,为-18,789,093.90元,其净利润最终为正主要来自营业外收入;2010年的利润下滑也主要是营业外支出大幅增加所致;2011年利润增幅较大的原因之一是投资收益从163,559.12元增加到了1,855,905.71元,增幅为1034.7%。年报中对此的解释为“主要由于环保科技、广汉水泥、香港公司本期完成清算,环保科技不必支付的应付款形成收益以及公司在以往对三家子公司投资过程中形成的资本公积转入所致”。这点与京投银泰有点相似,投资收益和营业外收支使得银泰系旗下的上市公司收益变得极不稳定,也有了可操纵的空间。从对上述两家上市公司的分析来看,尽管这两家上市公司本身所经营的业务毛利超越行业平均水平,但最终为投资者带来的回报却较低。每股收益起伏不定,且大多受投资收益和营业外收支的影响,因此控股股东是否存在掏空行为或盈余管理值得怀疑。

反观武商联,作为鄂武商的大股东,在经营过程中鄂武商的经营业绩表现出色。该公司拥有高于行业2倍的销售毛利率,其每股收益、销售净利率、净资产收益率都优于行业平均水平。从图3我们还可以

表3 京投银泰、科学城、鄂武商各项财务指标与行业均值的比较

财务科目/行业比较	2011年		2011年		2011年	
	行业均值	京投银泰	行业均值	科学城	行业均值	鄂武商
每股收益(元)	0.5004	0.16	0.3521	0.0481	0.5027	0.65
每股净资产(元)	3.58	2.37	3.28	1.51	3.91	4.02
销售毛利率(%)	40.24	44.35	23.67	39.71	11.2	20.21
销售净利率(%)	14.15	5.54	7.66	12.31	2.35	3.5
净资产收益率(%)	15.11	6.86	12.18	3.25	14.68	17.67

数据来源:根据wind数据整理。

看出,在国有控股股东武商联的控制下,鄂武商的经营业绩呈上升态势。

综上所述,由于原属于国有股东的武商联在经营期间使得鄂武商的经营业绩不断提升,因此本次鄂武商的控制权之争国有股东获得了投资者的支持。

## 六、结论与讨论

鄂武商事件是在股权分置改革完成以及《上市公司收购管理办法》修订之后的第一起国有企业和民营企业争夺控制权的典型案例。本文基于控制权私有收益测量模型计算出鄂武商的控制权私有收益为27%。这一私有收益是造成本次控制权争夺的一个重要原因。通过事件研究法,我们发现投资者更倾向于支持原来的国有控股股东。

在对鄂武商这一案例进行分析后,我们认为中国控制权市场的制度变革将使得中国上市公司的并购动机发生变化。中国上市公司并购的特殊动机除了现有文献提到的“投机性资产重组”、“政府干预性资产重组”、“机会主义重组”、“获取优惠政策的并购”、“掏空或支持性的并购”、“减少交易成本的并购”以外,未来将会出现更多的“夺取控制权私有收益的并购”。而以夺取私有收益为动机的并购都很难通过协议收购的方式完成,只能以敌意收购的方式进行。为避免自身成为敌意收购的目标,上市公司需要健全相应的治理机制,降低因控制权而获得的私有收益。

根据夺取控制权私有收益这一动机,我们得到如下启示。

第一,后股权分置时代,拥有较多控制权私有收益的上市公司更可能成为控制权争夺的目标。在股权分置改革之前,由于国有控股股东持股比例很高,民营企业无法争夺控制权,控股股东可以维持较高的私有收益。但随着股权分置改革的完成,国有控股股东的持股比例大幅下降,另外《上市公司收购管理办法》将“全面要约”修改为“部分要约”,使控制权市场得到了激活。拥有较高控制权私有收益的上市公司将面临其他股东或外部收购方争夺控制权的威胁。

第二,后股权分置时代,业绩优秀的上市公司如果缺乏预防性的反收购措施,将更可能成为控制权争夺的目标。鄂武商之所以多次被银泰系争夺控制权:一是因为其本身的业绩优秀;二是因为在公



公司内部并无预防性的反收购措施。后股权分置时代,中国的收购制度环境发生了重要的变革,对绩优股的控制权争夺将逐渐增加。业绩优秀的上市公司可以在公司章程中设置一些反收购措施来降低控制权争夺的风险。

第三,后股权分置时代,对于民营企业争夺国有企业的控制权需要区别对待。民营企业在获得国有企业的控制权后是有利于国有企业的发展?还是将国有企业的利益攫取为自己所有?如果民营企业获得控制权后,为上市公司带来了更有效的治理方式,这样的控制权争夺需要鼓励。但如果民营企业获得控制权后,利用上市公司为自己的母公司或其他公司获取利益(采用担保、关联交易等掏空方式),这样的控制权争夺要加以限制。

#### 参考文献:

- [1] Grossman S, Hart O. One share-one vote and the market for corporate control[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(3): 175-20.
- [2] Shleifer A, Vishny R. A survey of corporate governance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(1): 737-783.
- [3] Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: an international comparison[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(5): 537-600.
- [4] 刘少波. 控制权收益悖论与超控制权收益: 对大股东侵害小股东利益的一个新的理论解释[J]. *经济研究*, 2007(2): 85-96.
- [5] 冉戎, 刘星. 合理控制权私有收益与超额控制权私有收益——基于中小股东视角的解释[J]. *管理科学学报*, 2010(6): 73-83.
- [6] Lease R, McConnell J, Mikkelsen W. The market value of control in public traded corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, 11(4): 439-471.
- [7] DeAngelo H. Managerial ownership of voting rights[J]. *Journal of Financial Economics*, 1985, 14(1): 36-39.
- [8] Zingales L. The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience[J]. *Review of Financial Studies*, 1994, 7(2): 125-148.
- [9] 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. *经济研究*, 2002(4): 44-50.
- [10] 余明桂, 夏新平, 潘红波. 控制权私有收益的实证分析[J]. *管理科学*, 2006(3): 27-33.
- [11] 张福利. 企业集团逆向回收渠道选择策略研究[J]. *南京审计学院学报*, 2011(2): 35-40.
- [12] 文守逊, 张泰松, 黄文明. 创业投资声誉、创业板 IPO 的初始收益和长期业绩[J]. *审计与经济研究*, 2012(4): 104-112.
- [13] 黎来芳, 王化成和张伟华. 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.
- [14] 吴宗法, 张英丽. 基于法律环境和两权分离的利益侵占研究——来自中国民营上市公司的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2012(1): 90-98.

[责任编辑:杨志辉]

## Struggle between the Corporate Control Power and Private Benefits during the Post-Equity Division Period: A Case Study of Wuhan Department Store Group Co., Ltd.

CHEN Yugang, MO Xiajun

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

**Abstract:** The actuation of control power market during the post-equity division period makes the struggle for control power fiercer. Taking Wuhan Department Store Group Co., Ltd., as an example, the author uses the case study to analyze the reasons for the seize of the control power and the reaction to such a game from the capital market. The study indicates the Group's rate of private benefits of control power reached 27% and the benefit is the main reason for the seize of the control power. From the above analysis, it stands to reason that investors tend to support the original state-owned holding shareholders.

**Key Words:** equity-division; private benefits of control power; struggle for control power; market of control power; equity structure; government interference; Wuhan Department Store Group Co., Ltd