

学校编码: 10384
学号: 17520121151070

分类号_____密级_____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

全流通时代控制权转移对
现金股利的短期影响

——基于 A 股上市公司的经验数据

**Control Right Transfer Event and the
Short-term Impact on Cash Dividends
——in a Full-circulated A-share Market**

蔡逢喆

指导教师姓名: 苏新龙教授
专业名称: 会计学
论文提交日期: 2015 年 4 月
论文答辩时间: 2015 年 月
学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____
评 阅 人: _____

2015 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

控制权转移是并购方式的一种，随着中国控制权市场的发展，这种方式被越来越多的公司所采用。在上市公司的控制权转移交易中，中小股东的利益常常会遭受侵害，控制权转移后短期内上市公司的现金股利政策变化一定程度上能够体现中小股东利益受到侵害的程度。目前学术界针对全流通背景下上市公司控制权转移对现金股利政策影响的研究还比较少，本文研究一定程度上填补了这方面的空缺。

本文主要创新点有二，首先是对 A 股主板沪深两市上市公司控制权发生转移后的现金股利政策分别研究并进行了对比和总结；第二是将控制权转移交易中控制权受让方的行为模式作为一个解释变量，从行为一致性理论的角度研究了其对现金股利政策的影响。

本文主要研究结果如下：（1）控制权转移后短期内上市公司的现金股利发放水平显著低于控制权转移前的现金股利发放水平；（2）控制权转移交易中普遍存在正向的控制权溢价，但控制权溢价水平高低对控制权转移后短期内上市公司的现金股利政策没有显著影响；（3）控制权转移交易中，控制权受让方的行为模式对控制权转移后上市公司的现金股利发放水平有显著影响，激进的控制权受让方控制的上市公司在控制权转移后会显著降低现金股利发放水平；（4）相比于深市控制权发生转移的上市公司，以上三个结论在沪市更为显著；（5）控制权转移对上市公司控制权转移后是否发放现金股利的情况没有显著影响。结合研究结论，本文从中小股东权益保护的角度对投资者、证券交易所、监管者和法规制定部门分别提出了可行的建议。

关键词：控制权转移；现金股利；全流通

Abstract

Control right transfer is a way of M & A, which is taken by more and more companies with the development of the market for corporate control in China. Minority shareholders' interest in the events of the listing corporation control right transfer is often subject to infringement, and the cash dividend policy after the transfer of control rights can reflect the degree of violation of the interests to a certain extent. Currently, academic research on the impact of listing corporation control right transfer on cash dividend policy under the background of full circulation is few, this paper fills the vacancy of this aspect to a certain extent.

This paper mainly has two points of innovation. First, listing corporations from the Shanghai and Shenzhen main board are contrasted and summarized; second, this paper takes the behavior pattern of acquiring party as an explanatory variable, which allow us to see the problem from the angle of the theory of behavior consistency.

The main research results of this paper are as follows: (1) the listing corporations' cash dividend level is significantly lower in the short period of time after the transfer than before; (2) positive control premium exists generally in control right transfer events, but the control premium level has no significant effect on cash dividend policy after the transfer; (3) the behavior patterns of acquiring party have significant influence on cash dividend level, radical acquiring party will significantly lower the cash dividend level after the transfer; (4) above three conclusions are more significant in the corporations listing in Shanghai than those in Shenzhen; (5) the transfer of control right and its characteristics did not significantly affect whether cash dividend was distributed or not after the transfer of control right.

Based on the research results, this paper puts forward feasible suggestions respectively for investors, stock exchanges, regulators and regulations from the perspective of protecting the interests of small shareholders.

Key Words: Control Right Transfer; Cash Dividend Policy; Full Circulation.

目录

1 绪论	1
1.1 研究的背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 研究框架和研究方法	3
1.2.1 研究思路及框架	3
1.2.2 研究方法	4
1.3 研究创新点	5
2 文献综述	6
2.1 控制权转移、控制权溢价与利益输送	6
2.1.1 控制权转移与利益输送	6
2.1.2 控制权溢价和利益输送	8
2.2 利益输送与现金股利	8
2.2.1 国外文献综述	8
2.2.2 国内文献综述	10
2.3 控制权转移与现金股利	12
2.4 小结	12
3 理论研究及假设提出	14
3.1 相关概念界定	14
3.1.1 控制权相关概念	14
3.1.2 控制权转移相关概念	16
3.1.3 控制权受让方行为模式	16
3.2 控制权转移及现金股利相关理论研究	16
3.2.1 控制权转移动因理论	17
3.2.2 股利政策相关理论	18
3.2.3 控制权溢价计量模型	19
3.3 上市公司现金股利相关监管规定	21
3.4 理论及政策分析和假设提出	22
3.4.1 控制权转移对上市公司现金股利政策具有影响力的假设	22
3.4.2 控制权溢价对后续现金股利政策具有影响力的假设	23
3.4.3 控制权受让方行为模式对后续现金股利政策具有影响力的假设	24
4 研究设计	25
4.1 控制权溢价度量模型和指标选择	25
4.2 样本选取	26
4.3 变量选择和定义	27

4.4 模型构建	29
4.4.1 Logistic 模型	29
4.4.2 多元线性模型	29
5 实证检验及结果分析	31
5.1 描述性统计分析	31
5.1.1 来自沪市的样本描述性统计分析	31
5.1.2 来自深市的样本描述性统计分析	34
5.2 控制权转移对现金股利政策的实证分析	37
5.2.1 来自沪市的样本实证分析	37
5.2.2 来自深市的样本实证分析	40
5.2.3 A 股主板总体样本实证分析	44
5.3 控制权溢价对上市公司现金股利政策的实证分析	46
5.3.1 来自沪市的样本实证分析	46
5.3.2 来自深市的样本实证分析	48
5.4 控制权受让方行为模式对现金股利政策的实证分析	51
5.4.1 来自沪市的样本实证分析	51
5.4.2 来自深市的样本实证分析	55
5.4.3 A 股主板总体样本实证分析	59
5.5 沪深两市实证结果分析及对比	61
6 结论与展望	63
6.1 结论及现实建议	63
6.2 不足与展望	64
参考文献	66
致谢	69

Contents

1 Intriduction.....	1
1.1 Reaserch Background and Significance.....	1
1.1.1 Reaserch Background	1
1.1.2 Reaserch Significance.....	2
1.2 Reaserch Framework and Methods.....	3
1.2.1 Reaserch Framework	3
1.2.2 Reaserch Methods.....	4
1.3 Possible Innovation.....	5
2 Literatures Review.....	6
2.1 Control Right Transfer, Control Premium and Interest Transportation ..	6
2.1.1 Control Right Transfer and Interest Transportation.....	6
2.1.2 Control Premium and Interest Transportation.....	8
2.2 Interest Transportation and Cash Dividend	8
2.2.1 Foreign Research	8
2.2.2 Domestic Research.....	10
2.3 Control Right Transfer and Cash Dividend	12
2.4 Brief Summary	12
3 Theoretical Analysis and Research Hypothesis	14
3.1 Definition of Relative Concepts	14
3.1.1 Control Right Related Concepts	14
3.1.2 Control Right Transfer Related Concepts	16
3.1.3 Behavior Pattern of Acquiring Party.....	16
3.2 Theoretical Basis.....	16
3.2.1 Motivation of Control Right Transfer.....	17
3.2.2 Relevance Theory of Cash Dividend	18
3.2.3 Measurement Methods of Control Premium.....	19
3.3 Regulations of Cash Dividend of Listing Corporations	21
3.4 Analysis and Research Hypothesis.....	22
3.4.1 Control Right Transfer and Cash Dividend	22
3.4.2 Control Premium and Cash Dividend.....	23
3.4.3 Behavior Pattern of Acquiring Party and Cash Dividend	24
4 Research Design	25
4.1 Determination of Measurement of Control Premium	25
4.2 Sample Selection	26
4.3 Variables Definition	27

4.4 Model Construction	29
4.4.1 Logistic Model	29
4.4.2 Multivariate linear model.....	29
5 Empirical Results and Analysis	31
5.1 Descriptive Statistics	31
5.1.1 Sample from Shanghai Market	31
5.1.2 Sample from Shenzhen Market.....	34
5.2 Correlative Analysis of Control Right Transfer and Cash Dividend	37
5.2.1 Sample from Shanghai Market	37
5.2.2 Sample from Shenzhen Market.....	40
5.2.3 Sample from A Market.....	44
5.3 Correlative Analysis of Control Premium and Cash Dividend	46
5.3.1 Sample from Shanghai Market	46
5.3.2 Sample from Shenzhen Market.....	48
5.4 Correlative Analysis of Behavior Pattern and Cash Dividend	51
5.4.1 Sample from Shanghai Market	51
5.4.2 Sample from Shenzhen Market.....	55
5.4.3 Sample from A Market.....	59
5.5 Comparison and Summary of Results in Two Markets	61
6 Conclusion and Outlook	63
6.1 Conclusions and Suggestions	63
6.2 Limitations and Outlook	64
Reference	66
Acknowledgements	69

1 绪论

1.1 研究的背景与意义

1.1.1 研究背景

股利是股份公司按发行的股份分配给股东的利润。一个公司的股利政策包括是否发放股利,以什么形式发放股利以及支付多少股利,其实质是一种利益选择,最终实现多方利益相关者的利益均衡。对股份制公司特别是上市公司来说,股利政策的制定和实施是一项重大决策。这项决策的影响是综合性的,不仅关系到公司已实现利益的分配,影响公司后续可用的资源,同时还是公司向市场发出的一个信号,最终可能对公司的未来发展产生深远的影响。保持股利政策的持续性和稳定性,不仅对实现股东财富最大化的财务目标十分重要,而且能够为公司自身的健康发展和资本市场的不断完善创造有利条件。

股利分配的一般形式有现金股利、股票股利、财产股利和建业股利,其中现金股利是投资者实现投资回报的最重要也是最为普遍的形式。特别是对中小股东来说,获得现金股利的水平能够很大程度上反映其利益受到侵害或保护的情况,因此也是他们投资决策中非常关注的一个指标。

我国很多上市公司现金股利分配行为非常不规范,一方面,现金股利支付缺乏连续性,甚至有些上市公司从来不分配现金股利;另一方面,大部分现金股利支付率很低并且非常随意,股利政策应有的稳定性得不到保证。这是由我国资本市场不够成熟、对中小股东的利益法律保护还不是很到位的客观情况所决定的。基于这样的情况,我国证监会在 2000 年至 2008 年期间发布并执行了一系列的鼓励现金股利发放以及有条件的强制发放现金股利的政策。

影响上市公司现金股利发放政策的因素很多,公司控制权的结构和控制权的转移也是其中之一。全流通时代我国 A 股上市公司的控制权转移比较频繁,最主要的转移方式为协议转让。上市公司的控制权转移实质上是一种稀缺控制权资源的重新配置,当其得到合理的应用时就是一种有效的治理机制,能够实现股权结构的优化和公司绩效的提升。

上市公司控制权转移是该公司的重大事项，自然会对该公司的现金股利政策产生影响。可能的影响结果有两种。一种结果是上市公司的控制权转移可以优化公司股权结构，提升公司治理水平，有助于公司制定稳定规范的股利政策，规范自身现金股利发放行为，提高现金股利的发放；另一种结果是会减少现金股利发放，这种结果的可能原因有三：

(1) 由于控制权私利在我国的普遍存在，控制权受让方主动获取控制权的目就有可能就是希望通过利益输送实现自身利益最大化。利益输送可能采取的手段多种多样，其中也包括股利政策。在全流通条件下大股东较为可能采取的方法是支付低现金股利，将现金截留在上市公司内部。因此控制权转移后现金股利的发放可能会减少。

(2) 由于上市公司的控制权是一种稀缺资源，控制权转移中主动受让控制权的一方一般需要支付较二级市场中的中小股东更高的对价来取得控制权，即产生了控制权溢价。那么主动获取控制权并为之付出了溢价的控制权受让方可能会有很强的利益输送的动机，为自身谋取更大的经济利益以求弥补付出的高溢价。因此也可能产生减少现金股利发放的动机。

(3) 控制权转移可能会为公司带来新的发展机会，因此需要保留更多的现金，为未来高速发展做准备。

不同的理论从不同的角度对控制权转移和现金股利的关系进行猜想，那么控制权主动受让究竟会对全流通背景下的我国上市公司现金股利政策产生什么影响，控制权转移事项的交易层面的特点又是否对现金股利产生影响，本文将对此进行研究。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

首先，国内外学者已经对现金股利影响因素做了大量的研究，但至今仍未找到一种股利相关理论模型能够普遍适用于全部上市公司。具体到我国来说，上市公司的现金股利政策决定因素就更加复杂，同时现金股利政策对投资者的意义在股权分置时代和全流通时期也有很大的不同。因此股权分置改革完成后，对上市公司现金股利如何受到控制权转移的影响进行研究有其理论需求。

其次，就笔者有限的知识，对控制权主动受让的情况下，控制权转让后的现金股利会如何受到该控制权转移事项影响的问题实证研究先例还很少。本文将尝试着对这一问题进行描述分析，希望对全流通时代下我国证券市场现金股利情况的影响因素研究提供一点新的思路。

(2) 现实意义

提高上市公司现金股利发放的规范性，对于培育我国资本市场投资者的长期投资理念，增强资本市场的吸引力和活力，提高投资者的信心，都具有十分重要的作用。对我国上市公司现金股利政策如何受到控制权转移事项影响的研究可以使现金股利的影响因素更为明晰。在我国现有资本市场还不够完善的情况下，有助于投资者做出明智的投资决策、维护自身利益；也为中小股东利益保护相关政策法规的制定提供一个新的思考点。

1.2 研究框架和研究方法

1.2.1 研究思路及框架

本文框架总共包括六部分，各部分的具体内容如下：

第一部分：绪论。简要介绍了研究背景和意义，研究思路和框架、以及可能的创新之处。

第二部分：文献综述。阐述并总结了国内外学者对控制权转移和利益输送的关系、利益输送和现金股利的关系以及控制权转移和现金股利的关系的研究成果。

第三部分：理论研究及假设提出。对本文研究的相关概念进行界定，对控制权转移动因理论和现金股利相关理论进行阐述，总结对上市公司现金股利的监管要求。并在此基础上提出本文控制权转移和现金股利政策的三个主要假设。

第四部分：研究设计。确定样本选取并收集数据，选择和定义各变量，最后构建二元 Logistic 模型来检验解释变量对现金股利发放意愿的影响，构建多元线性模型检验解释变量对现金股利发放水平的影响。

第五部分：实证检验和结果分析。运用描述性统计、配对样本 T 检验、独立样本 T 检验、Logistic 回归和多元线性回归等方法对 A 股主板沪深两市上市公司

的样本分别进行实证检验，并对结果进行分析和对比。

第六部分：结论与展望。阐述了本文的结论并针对投资者、监管部门和法规制定部门分别提出建议，并分析了本文研究的不足之处和未来可研究方向。

本文主要研究思路如下图 1-1：

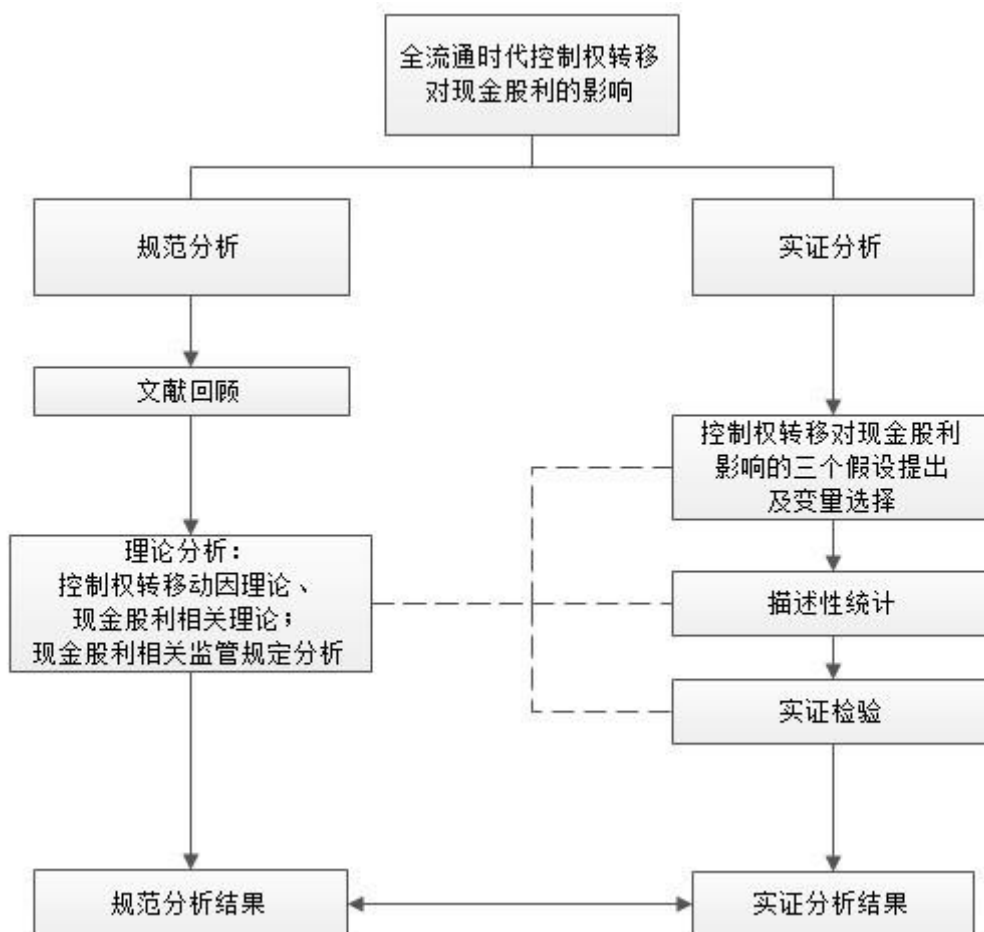


图 1-1：本文研究思路

1.2.2 研究方法

本文主要运用了规范研究与实证研究相结合的研究方法。理论研究部分，在国内外学者研究的基础上，对控制权转移及其过程中的控制权溢价和利益输送、利益输送和现金股利、控制权转移和现金股利的研究发展现状进行了文献综述；总结了控制权溢价的主要计量方法，并基于控制权转移的动因理论以及现金股利相关理论的理论分析提出实证研究的假设和设计。

实证研究部分首先借助描述性统计对各假设进行直观判断，再用二元 Logistic 回归研究控制权转移的发生对现金股利发放意愿的影响，用配对样本 T 检验和多元线性回归研究控制权转移前后现金股利发放水平的变化；用 Logistic 回归和多元线性回归模型检验控制权溢价对现金股利政策的影响；用二元 Logistic 回归检验取得控制权的行动方式对上市公司现金股利发放意愿的影响，用独立样本 T 检验和多元线性回归判断其对现金股利水平的影响。

1.3 研究创新点

本文通过理论分析和实证检验相结合的方法，将股利政策和控制权转移两个领域联系起来进行研究。主要有以下几个创新点：

(1) 目前涉及到控制权转移和上市公司现金股利的相关性的研究非常少，且基本只关注了 MBO 这一种特殊的控制权转移情况，范围局限；大部分研究只是进行了案例分析和描述性统计，缺乏实证研究支持；更重要的是没有针对控制权转移过程中的特征对现金股利的影响进行详细研究。本文研究横向填补了这一问题研究的空缺。另一方面，国内文献在这方面的研究基本是基于股权分置时期的，对于全流通背景下的研究几乎没有。本文纵向拓展了这一问题研究的时间跨度。

(2) 解释变量的选择上，本文考虑了行为学理论中行为一致性^①的存在，将控制权受让方的控制地位是否为一次性取得的（行动方式）作为一个解释变量，本文认为这一变量能体现其行事作风，不同的作风必然对其获得上市公司控制权后的股利政策会产生影响。

^① 行为一致性理论（theory of behavioral consistency）认为个体在不同情境中所表现出的行为及行为风格具有一定的相似性和稳定性。

2 文献综述

控制权转移和股利政策的关系研究还是一个较为空白的领域。因此本文将先从控制权转移与利益侵占行为的关系以及利益侵占行为与现金股利的关系两方面对前人的研究进行总结归纳,最后对我国控制权转移与现金股利政策相关性的研究文献进行简要综述,并对这方面研究现状进行分析,总结还需要进行研究的方向。

2.1 控制权转移、控制权溢价与利益输送

2.1.1 控制权转移与利益输送

本文对前人研究的综述将主要从文章作者对利益输送的计量方式是间接地对后果进行考察或是直接对利益输送手段的考察来分别进行。并在最后特别提及一篇对并购行为中的行为一致性因素进行研究的相关文献。

一些文献从控制权转移发生后进行利益输送的后果表现进行间接研究。韩国学者 Bae, Kang 和 Kim (2002)^[1]对该国并购行为的实证研究发现:并购事项宣告后,非集团企业在短期内大部分都有显著大于零的超常收益率;集团企业则刚好相反,宣告后显著小于零的短期效应的使股东财富受到了损失,并且这种短期效应是与其优秀的企业管理水平相关的。更深入的研究表明,虽然在集团并购案中所有并购公司的股东财富都受损,但集团大股东却通过在集团内部的其他公司同一时期显著大于零的超常收益率中得到了更大的补偿,从而实际获益。这一结果证明了控制权转移后大股东利益输送行为的存在。刘峰,钟瑞庆和金天(2008)^[2]通过对通化金马控制权转移案例的分析,对控制权受让方在持有三利化工控制权的一年多内,市值发生巨大损失,退出控股后发生巨额亏损的事实,从事件利益相关各方如管理层、收购方和中小股东的角度,分别讨论了其作用和收益及风险。研究发现,我国上市公司的控制权转移与利益侵害行为总是同时存在,控股股东利用其持有的权利,成为中小股东利益的潜在掠夺方。而资本市场的制约和处罚利益侵害方、保护中小股东的制度缺失为其提供了客观环境。

大部分文献偏向于从控制权转移后进行利益输送的表现方式进行考察。

高雷（2006）^[3]研究了控制权转移对代理成本的影响，发现管理费用率在控制权转移后短期内有所下降，但该现象不具有持续性，大约会在二到三年的时间内回转。魏正红，汪辉和李荣林（2007）^[4]发现并购市场上的代理成本在不同所有制的企业中会有不同的表现形式，在国有企业的主导下，代理成本主要表现在管理费用的增加；而相对的在民营企业的主导下，代理成本的增加是因为大股东很有可能会通过关联交易进行利益输送。虽然在这两种类型的公司中，控制权私有利益的形式不同，但都会最终影响并购效率。

李曜和梁健斌（2006）^[5]通过对截至 2003 年 14 个实施了 MBO 的上市公司的实证研究，证明了我国上市公司实施 MBO 后存在管理层的挖壕自守效应以及挖隧输送利益效应。具体手段有通过进行不必要的在职消费和提高自身薪酬待遇水平导致了管理费率的上升，进行对其他中小股东的利益侵害；通过扩大关联交易，特别是显著高于平均水平的关联投资和重大资产性交易进行各种形式的利益输送。刘平（2007）^[6]对管理层收购（MBO）和民营企业收购（PBO）两类公司控制权转移后 2 年内的六种不同类型的关联交易量进行了描述性统计和对比。认为“隧道效应”在这两种类型的收购完成以后都会产生，而管理层收购的公司在收购后显示出更大的获取控制权私有利益的倾向性。许艳芳（2009）^[7]则通过对明天科技控制权转移的案例研究，将新受让控制权的股东的投资、股权转让以及并购行为整体联系起来，并进行了深入分析，发现控制性股东取得控制权并在其后提升公司短期业绩的行为有可能是为进行更多的利益输送行为提供条件。石水平（2009）^[8]研究了 137 家发生控制权转移的上市公司的后续企业绩效以及大股东利益输送情况，以应收账款和其他应收款的和与总资产的比值是否大于零来对利益输送行为是否发生进行定性。发现上市公司进行利益输送行为发生的可能性在控制权转移后显著提高，同时变更后上市公司高管的更换很可能是为了方便其实施利益输送的一个手段。

还有学者从并购者行为方式的角度研究了控制权转移和利益输送的关系。Lin 等（2011）^[9]研究发现有部队经历的 CEO 普遍具有投资风险偏好和对股东忠诚度高的双重特质，这很可能是因为部队经历在塑造个人冒险精神、强调责任与忠诚等方面发挥着重要作用。因此有部队经历的并购者一方面表现出激进的并购

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫