

大股东主导的资产重组、公司效率与利益侵占^①

——基于中国重组类整体上市案例的研究

尹筑嘉^{1,2}, 杨晓光^{1,2,3}, 黄建欢^{3,4}

(1. 长沙理工大学经济与管理学院, 长沙 410114; 2. 湖南省金融工程与金融管理研究中心, 长沙 410004;
3. 中国科学院数学与系统科学研究院, 北京 100080; 4. 湖南大学经济与贸易学院, 长沙 410079)

摘要: 利用会计研究法、“分类加权的FA-DEA”法、事件研究法以及Tobit回归模型等方法,对整体上市前后样本公司的效率变化及其影响因素进行实证研究,并建立理论模型解释实证发现。多方面证据表明:尽管短期内整体上市大幅度提高了大股东对上市公司的控制力,并实现了上市公司经营规模的快速扩张,但未能带来中长期收益和效率的提高,公司股票也并未给长期投资者带来显著的超额收益;大股东的国有属性对公司效率具有负面影响。理论模型的分析表明,整体上市这类表面上的大股东“支撑行为”实际上可能侵占了小股东利益。这意味着整体上市成为大股东侵占小股东利益的新途径,有必要完善相关政策,切实保护中小投资者的合法权益。

关键词: 资产重组; 整体上市; 效率; 利益侵占

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2013)08-0054-14

0 引言

重组类整体上市是中国资本市场的特有现象。它是指集团公司在大股东主导下,吸收合并或新设合并旗下上市公司和未上市资产,将集团公司资产注入上市子公司,实现集团公司全部资产或绝大部分经营性资产的上市。中国资本市场的重组类整体上市自2004年开始出现,截止2011年6月底,有近100家上市公司已经实施或正在实施整体上市,其中大多数为国有企业。本文即以“重组类整体上市”为研究对象,以下简称“整体上市”。

整体上市是典型的资产重组行为,理论上,它可以减少上市公司与母公司的关联交易、提高经

营效率。因此,作为重要的金融创新,在近几年整体上市受到了相关政策的鼓励^②,在二级市场上呈现出短期财富效应。整体上市通常由上市公司的大股东主导,其内容、方式和实施方案等均主要取决于大股东意愿,而容易忽略小股东的权益保护问题。大股东主动将资产注入上市公司,表面看有利于上市公司的长期发展和股东价值增长,但本质上究竟是“隧道行为”抑或“支撑行为”,仍待更深入地研究。表面上,通过注入大股东资产实现整体上市与“隧道行为”是相互矛盾的,但两者在本质上有紧密的内在联系。大股东不仅要考虑从企业掠夺财富,也可能通过注入资产来增强对企业的控制力,从而保护其将来掠夺财富的权利。

① 收稿日期: 2011-05-24; 修订日期: 2011-12-08。

基金项目: 国家社会科学基金资助项目(10CGL039); 教育部人文社会科学研究资助项目(09YJA790064); 教育部人文社会科学青年基金资助项目(09YJC90231)。

作者简介: 尹筑嘉(1979),女,江西永新人,博士,副教授。Email: yinzhujia@126.com

② 2005年8月,中国证监会、国务院国资委、财政部、中国人民银行、商务部五部委联合发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》,同年11月,中国证监会发布《关于提高上市公司质量意见》,提出“支持其采用吸收合并、定向增发等方式在境内资本市场上实现集团整体上市,彻底解决与上市公司之间的不当关联交易和同业竞争的问题”。

不仅如此,某些资产注入行为在本质上可能就是“隧道行为”。

基于中国证券市场的研究表明,大股东利用关联交易、并购重组等方式进行“隧道挖掘”的现象大量存在,大股东侵害小股东的程度远高于英美等国^[1-4],但也有少数研究发现大股东有支持上市公司的现象^[5-7]。从形式上看,整体上市是典型的大股东支撑行为,但实际上,大股东注入资产的质量及其对公司绩效的影响才是决定整体上市本质的关键因素。

可把现有评估资产重组绩效的研究结论分为3类“重组有效论”^[8]、“重组无益论”^[9,10]和“重组条件有效论”^[11-13]。另一方面,以整体上市为目的的资产重组事件在发达国家证券市场并不常见,中国也是自2004年才开始出现,专门研究整体上市绩效的文献并不多见。目前国内这方面的研究主要得出了3方面结论:第1,从股东收益角度看,通过资产注入和整体上市,大股东在资产的安全性、流动性和收益性等方面均获得巨大收益,中小股东也对其持欢迎和看好的态度,相关公司股票普遍出现正向的财富效应^[14,15];第2,从公平角度看,整体上市中大股东与中小股东的利益并不均衡,大股东可能侵占了小股东的利益^[16-18];第3,整体上市是否有助于改善上市公司绩效、提升公司质量,目前的研究结论尚不一致^[15,19]。

大股东控制是中国上市公司的显著特征,而且这种特征仍在增强^③。预计今后大股东主导的资产重组还将继续在中国证券市场中普遍出现,研究该类现象中的股东利益问题具有重要的理论和现实意义。已有研究大都是利用整体上市前后短期内数据,基于小样本进行,研究方法主要为会计研究法,未见有文献系统研究整体上市对上市公司的中长期绩效及其影响因素。本文的主要贡献是:将整体上市置于大股东-小股东公司治理的理论框架下开展研究,结合“分类加权的FA-DEA”方法,基于较长时期内较多数量的样本,从多个方面对整体上市绩效问题进行系统的实证研究,得出了一些新的实证结果;同时建立理论模型解释并阐述大股东实施整体上市的内在动因。

1 研究方法 with 数据选取

1.1 研究方法

本文在研究方法上进行了两个方面的创新尝试。首先,采用新视角,从投入的产出效率角度实证考察上市公司股东利益分配问题,该方法没有严格的模型假设,相对更准确且可以从多个角度综合分析和比较。因此,本文实证检验的对象是“整体上市是否改善了上市公司的效率”、“大股东的属性特征是否影响整体上市前后上市公司的效率”。为得到稳健的实证结论,本文为每个整体上市样本选取1个控制样本,结合3类方法对样本公司的投入的产出效率进行了实证检验。

第1类方法为会计研究法,即利用简单但常用的财务指标来观察,本文选取与股东利益关系密切的净资产收益率,以反映净资产这类投入的产出效率。

第2类方法是综合衡量上市公司投入的产出效率的方法。数据包络分析方法(DEA)是近些年来应用最广泛的效率评价方法,然而该方法也存在不足,如:评价指标体系由评价者主观决定;要求被评价的对象数量要大于等于输入指标与输出指标数量之和,当评价对象数量有限时可选取的指标数量受限。为弥补其不足,有研究者将因子分析法(FA)与DEA相结合^[20,21],先通过因子载荷矩阵旋转提取出若干具有明确实际意义的公共因子,再应用DEA方法评估效率,就可以充分发挥两者的优点,将该方法简称为“FA-DEA”方法。

然而,在使用FA提取公共因子时,常见的做法是将提取出的各公共因子作为新的投入或产出指标等权直接输入DEA模型,即假设所有公共因子同等重要,这一处理方法并无据可依。以投入指标为例,假设提取出 p 个公共因子,从FA提取公共因子的方法可知,从第1个到第 p 个公共因子相应的方差贡献率快速降低,这意味着 p 个公共因子得分的重要性有显著差异。如将这 p 个公共因子得分直接输入DEA模型,就意味着赋予它们的权重是相等的,这样做可能会给检验结果带

③ 笔者根据国泰安数据库的数据计算,2006年1480家上市公司实际控制人拥有上市公司控制权比例平均高达37%;近几年中国股市走向全流通,且上市公司增加到2100余家,但该控制权比例不但没有降低,反而上升到38.8%,持股趋于集中表明大股东增强了对上市公司的控制。

来偏差。因为将公共因子等权直接输入 DEA 模型实际上就是一种加权方法,这样处理虽然考虑了指标间的高度相关及其信息冗余问题,但未充分考虑各公共因子对原有指标的信息含量差异。对此进行改进,仍以投入指标为例,先根据指标属性将众多原始指标分为 G 种类型,考虑到同类指标之间往往存在高相关性,将每类指标利用因子分析法综合为 1 个因子(称为“类指标”),这样共获得 G 个类指标。对于每个决策单元(DMU)的第 $g(g=1, 2, \dots, G)$ 类的 s 个指标,因子分析后按累计方差贡献度大于 90% 的原则,提取若干个公因子。与普通的“FA-DEA”方法不同的是,不采用等权法而是基于客观赋权法,以各公因子的方差贡献度为权重,将因子得分加权之和作为新的类投入指标。产出指标的处理与之类似。由于因子得分可能为负,而 DEA 模型一般要求输入变量为正值,利用极差标准化法将类指标转换至区间^[1, 10]。这样既考虑了同类指标的高度相关和信息冗余问题,也基于方差贡献度考虑了各因子的信息含量差异,而将指标分类的方法则有助于避免信息损失,相比之下可能更为合理。将该方法称为“分类加权的 FA-DEA”方法,是本文的第二处创新。它不仅保留了原有“FA-DEA”方法的优点,而且对观测对象相对效率的评估更加全面、客观和科学,有助于更准确地评估整体上市绩效及相关公司的治理状态,也有助于人们根据因子分析的特点更好地运用 FA-DEA 方法。

综合现有文献选取指标的经验 and 整体上市样本的特点,本文选取 6 个初始投入指标:固定资产、负债、净资产、营业成本 + 营业税金及附加、3 项费用之和^④、员工人数。同时,将投入指标分为两类:前 3 个指标为资产类指标,反映资产投入方面的信息,后 3 个指标为成本费用类指标,反映人力资源与费用投入方面的信息。初始产出指标共 3 个:营业收入、营业利润和利润总额,作为一类。其中,营业利润侧重于反映 DMU 正常业务经营方面的信息,而利润总额则综合反映 DMU 在业务经营及非经营性方面的收益,两者结合有助于全面反映公司的产出信息。运用 DEA 模型获得

各 DMU 的效率得分时,本文采用 Andersen 和 Petersen 于 1993 年提出的超效率模型(super efficiency),使得有效决策单元之间也能比较效率的高低。最后,根据各年度各 DMU 的效率得分情况,利用多相关样本的 Friedman 非参数检验、均值检验等方法,横向比较和纵向分析样本在整体上市前后的效率得分变化情况。

第 3 类方法是利用事件研究法间接观察整体上市事件在长期中的市场反应。本文用股票累积超额收益率表征市场反应程度,假定投资者采用买入并持有的策略,观察整体上市相关上市公司的股票是否出现显著的正向财富效应,尤其是长期中的表现。为稳妥起见,同时运用市场模型法和市场调整法两类方法观察。

此外,考虑到多种因素均可能影响公司效率,为了进一步测度各类因素对效率的影响及其影响方向,本文借鉴 Coelli 等^[22]在其 DEA 经典教材中的“两阶段法”,以净资产收益率和效率得分为因变量,控制公司经营特征和宏观经济增长等因素,利用面板数据建立 Tobit 回归模型观察整体上市等因素对公司效率的影响。这里引入宏观经济环境因素、大股东治理因素和上市公司经营管理因素等 3 大类 9 个影响因素作为自变量(参见表 7)。

1.2 数据选取

本文以 2004 至 2007 年间实施整体上市的中国上市公司为研究样本,以整体上市前后 3 年作为观测期实证考察整体上市的中长期效益。将证监会正式批准上市公司实施整体上市当天记为事件点^⑤,把实施整体上市的当年记作整体上市后第 1 年(记为 +1),整体上市前 1 年记为 -1,其余依次类推。2004 年是整体上市的元年,2007 年是本文研究时最晚具有整体上市 3 年时间的时间点。因此本文的样本选取是本文研究时能获取的全部样本,共 37 家,是通过综合巨灵数据库、港澳资讯等关于整体上市案例的统计结果并逐一核查而获得,各年度样本家数分布依次为 4、2、11 和 20。

为了控制外部环境和行业等因素的影响,为每个整体上市样本选取 1 个控制样本,选取步骤如下。

1) 行业筛选,要求控制样本与整体上市样本

④ 即销售费用、管理费用和财务费用之和。因 2007 年会计年度调整,2006 年之前的销售费用数据用营业费用代替。

⑤ 整体上市须通过中国证监会批准方可实施,因此本文以批准日期为整体上市实施的基准时间。

属于同一行业,行业划分依据为证监会 2001 年 3 月 6 日颁布的《上市公司行业分类指引》;对于数目比较集中的行业(如制造业),选择对照样本时以二级(或次级)分类为准,二级(或次级)分类中数量较少的行业则在一级行业中选取;

2) 剔除样本期间发生过整体上市事件、重大违规事件及 ST、PT 类公司;

3) 规模筛选,从以上公司中选取同期总资产规模为整体上市样本 70% - 130% 的公司,如果该范围内没有,则选取总资产规模差距最小的 3 家公司;

4) 在满足以上条件的公司中,选择同期年末总收入最接近的那家公司。此外,1 家上市公司在同一年内最多只能作为 1 个整体上市样本的控制样本。

按照该步骤,选取了 37 个控制样本。

本文的数据主要来源于巨灵数据库和 WIND 数据库,并与国泰安数据库以及金融界网站公布的数据进行核对以确认其可靠性。

2 实证结果与分析

2.1 初步观察: 控制权与公司规模的变化

表 1 的初步统计结果表明: 1) 整体上市前,

表 1 大股东持股比例统计

Table 1 Statistics of major shareholders holding ratio

类别	观测期	样本数	均值 (%)	标准差 (%)	极小值 (%)	极大值 (%)	民营控股 股东持股 (%)	国有控股 股东持股 (%)
整体上市样本	-1	37	46.67	16.90	18.66	85	37.46	49.63
	+1	37	55.41	16.09	19.56	81.47	58.64	54.37
控制样本	-1	37	45.12	16.35	13.10	76.82	30.52	49.82
	+1	37	44.70	16.02	13.10	76.82	36.30	47.40

表 2 样本公司经营规模的变化: 整体上市后 3 年分别与整体上市前 1 年之比 (%)

Table 2 Change of sample companies size: Comparison of three years later and one year before holistic listing

整体上市后/前		营业收入	净利润	总资产	负债	3 项费用之和	员工人数	收入/总资产	净利润/总资产	负债/总资产	费用/总资产
整体上市样本	+1/-1	208.56	198.63	272.12	332.13	284.34	278.72	76.64	72.99	122.05	104.49
	+2/-1	317.77	219.21	343.71	414.11	473.72	289.81	92.45	63.78	120.48	137.83
	+3/-1	337.53	133.36	385.57	476.76	481.21	287.24	87.54	34.59	123.65	124.80
控制样本	+1/-1	134.74	123.69	131.47	138.31	116.73	106.84	102.49	94.08	105.20	88.79
	+2/-1	166.03	112.63	165.83	179.10	148.46	123.57	100.12	67.92	108.00	89.53
	+3/-1	190.06	106.57	192.03	215.07	176.06	134.86	98.97	55.50	112.00	91.68

两组样本均处于明显的大股东控制状态,控制权均值超过 45%,高于全部上市公司的平均水平 38.8%; 2) 整体上市后,上市公司大股东的控股比例较之前提高了 9%,而控制样本变化微弱,两组样本控制权集中度的差异超过 10%。可见,大股东通过整体上市的确大幅度提高了对上市公司的控制力。

另一方面,整体上市明显提高了上市公司经营规模(见表 2),整体上市后的 3 年中公司各项规模指标迅速增长,特别是实施整体上市后的第 1 年(+1),营业收入、净利润、总资产、负债和费用等前几组规模指标均为整体上市前 1 年(-1)规模的 2 - 3 倍;但更能反映公司经营效益的几组相对指标并没有发生同样大幅度的增长,说明其产出规模的增长低于投入规模的增长,这一点在总资产利润率的变化上表现最为明显,并且资产负债率和费用率也在整体上市后显著上升。而对于没有实施整体上市的控制样本而言,尽管之前的经营规模与整体上市样本没有明显差异,但此后各项指标增长速度并无明显差距,各方面增长相对平衡,总资产利润率的下降也没有前者那么严重。

2.2 上市公司效率的变化: 基于会计研究法

分析与股东利益关系密切的财务指标净资产收益率(ROE)可以发现(参见图1):1)整体上市样本在实施整体上市前1年(-1)ROE均大于0,均值13.74%,与前期相比呈现上升态势,高于同期控制样本的水平,这表明不同于一般亏损公司的资产重组,整体上市样本在实施整体上市前效率普遍较好,并呈稳步上升态势;2)整体上市后第1年(+1)ROE明显提升,上市公司效率显著改善;3)但这种改善只是短期的,在整体上市后第2年(+2)和第3年(+3)ROE迅速下降;4)控制样本ROE略微下降,与整体上市样本的大幅下降形成鲜明对比,给出了整体上市未改善样本公司中长期效率的初步证据。

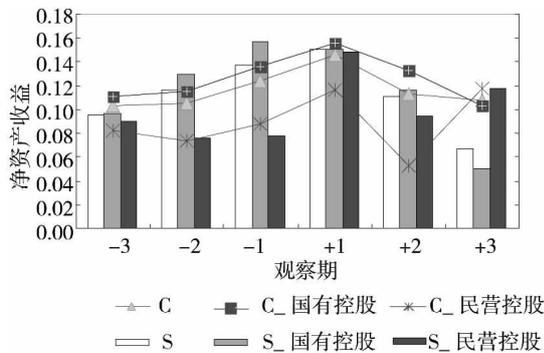


图1 整体上市前后上市公司ROE变化
Fig. 1 Change of ROE around holistic listing

注: S表示“整体上市样本”, C表示“控制样本”。

考虑到大股东属性的不同,将样本进一步分

类,37个整体上市样本中29个为国有控股类,8个为民营控股类,37个控制样本中28个为国有控股类,9个为民营控股类。图1显示了各类样本ROE的变化情况:1)整体上市样本中国有控股类公司在整体上市前ROE远高于民营控股类公司ROE,但整体上市后国有控股类公司ROE不升反降。相比之下,民营控股类公司ROE在完成整体上市后的第1年实现了提升,尽管第2年也出现了明显回落,但第3年开始回升并高于整体上市前;2)所有国有控股类公司中,整体上市样本的ROE在整体上市前各期高于控制样本的ROE,但之后则变得相反。可以初步认为,与民营控股类公司相比,国有控股类公司效率的下降程度较严重,整体上市中国有属性可能对效率具有负向影响。

2.3 上市公司效率的变化: 基于“分类加权的FA-DEA”方法

首先运用因子分析法对初始指标进行降维。因子分析适用性检验结果(表3)显示:KMO检验值均为0.7左右,Bartlett球形度检验显著,表明各指标之间存在较高相关性,适合进行因子分析。按累计方差贡献大于90%的原则,从原有的3个资产类、3个成本费用类和3个产出指标中均可分别提取出2个公因子,再用各自的方差贡献度加权之和分别得到2个类投入指标和1个类产出指标,将其输入DEA模型,得到整体上市样本和控制样本各个年度的效率得分。

表3 因子分析: 适用性检验、方差贡献和公因子提取

Table 3 Factor analysis: Applicability test, variance contribution and common factors extraction

项目	投入公因子		产出公因子
	资产类	成本费用类	
KMO 检验值	0.725	0.687	0.687
Bartlett 球度检验	近似卡方	1452.922*	735.217*
	Sig.	0.000	0.000
第1个因子方差贡献(%)	57.875	56.795	60.513
第2个因子方差贡献(%)	40.206	37.304	39.38
累计方差贡献(%)	98.081	94.099	99.893

注: *为1%水平下显著。

图2显示两组样本在观测期内各年的效率得分均值。两组样本在基期前的3年中效率水平相当,整体上市样本效率略高于控制样本效率,但差

异不显著^⑥。整体上市后情况发生了变化,两组样本的效率得分都出现了下降,但整体上市样本的效率下降得更快,从整体上市后第1年开始就变

⑥ Wilcoxon 带符号配对秩检验结果显示了差异并不显著,限于篇幅这里未列出具体结果。

得低于控制样本组,之后的差距更是逐渐拉大,且具有统计显著性(具体数据此处略)。这说明,整体上市后上市公司的效率不仅没有提高,反而降低了。虽然同行业的效率水平也呈现出下降的趋势,但实施整体上市的公司效率水平下降得更多。整体上市对公司效率可能具有负向影响。

进一步观察整体上市样本在整体上市前后的效率变化。表 4 显示各年度的效率分布具有显著差异,说明整体上市前后各年度样本公司的效率变化在统计上是显著的;比较秩均值可知,整体上

市后的效率分布较之前变差了,整体上市后效率明显低于整体上市前效率。

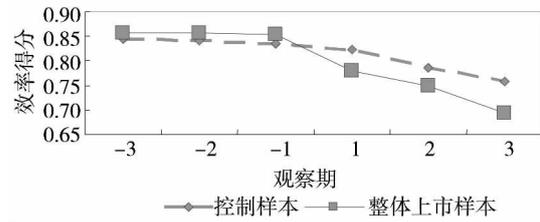


图 2 各观测期整体上市样本与控制样本的效率得分均值变化
Fig. 2 Change of average efficiency scores of samples

表 4 整体上市前后各年度样本效率得分的描述性统计与 Friedman 总体分布检验结果

Table 4 Descriptive statistics of sample efficiency scores and test result of Friedman general distribution

观测期	样本数	均值	标准差	极小值	极大值	秩均值
-3	37	0.855	0.085	0.600	1.040	4.720
-2	37	0.858	0.073	0.720	0.990	4.580
-1	37	0.855	0.079	0.650	0.960	4.340
+1	37	0.780	0.139	0.370	0.980	3.000
+2	37	0.750	0.165	0.290	0.950	2.680
+3	37	0.693	0.197	0.240	1.010	1.690

Friedman 统计量: 83.515* 相伴概率值: $p < 0.001$

注: * 为 1% 水平下显著。

将整体上市样本实施整体上市后 3 个年度的效率与整体上市前 1 年分别进行配对检验,可以更清楚地观察其在整体上市前后的变化(见表 5)。样本整体上市后各年效率水平均显著低于整体上市前的水平;整体上市后第 3 年效率均值显著下降。整体上

市前 3 年 [-3, -1] 的效率均值和整体上市后 3 年 [+1, +3] 的效率均值的配对检验也表明,样本整体上市后的效率显著低于整体上市前的效率。可见,无论是短期还是中长期,样本公司的经营效率并未因整体上市而获得显著改善,而是相反^⑦。

表 5 整体上市前后各年度样本的效率得分的配对检验

Table 5 Matching test of sample efficiency scores in each year before and after holistic listing

观测期	均值	均值差	Z 值	Sig. (双侧)	
对 1	-1	0.855	-0.075*	-4.004	0.000
	+1	0.780			
对 2	-1	0.855	-0.095*	-4.187	0.000
	+2	0.750			
对 3	-1	0.855	-0.162*	-4.864	0.000
	+3	0.693			
对 4	[-3, -1] 平均	0.857	-0.116*	-4.892	0.000
	[+1, +3] 平均	0.741			

注: * 为 1% 水平下显著。

依然根据样本的大股东属性进行分类观察,如图 3 所示,可知: 1) 整体上市前 A 组样本的效

率相当而且比较平稳,民营控股类两组样本的效率都高于国有控股类两组样本效率。可见,无论

⑦ 如果直接利用 DEA 模型计算得出的效率得分来比较,整体上市后样本公司效率也低于整体上市之前(前 3 期、后 3 期的平均效率得分依次为 0.973 和 0.927),所得结论与 FA-DEA 方法的结果基本一致。

是否实施整体上市,民营控股类样本的效率都要高于国有控股类样本效率;2)整体上市后4组样本的效率排名有所变化,整体上市前,整体上市样本中的国有控股类样本至少比控制样本中的国有控股类样本效率高,但整体上市后,它们成为了效率最低的群体,而且,下降速度之快、幅度之大,远远超过另外3组样本,表明整体上市对这类样本的效率具有负面影响;3)整体上市样本中的民营控股类样本效率虽然也出现了一定的下降,但下降程度较轻,而且仍是效率最高的一组样本。

2.4 上市公司效率的变化:基于市场反应

股票投资收益是普通投资者最关心的问题,整体上市能否带来显著正向财富效应受到市场的普遍关注。由于上市公司绩效的变化必然会体现在其股价变化上,观察股价变化情况可以间接地分析公司

效率的变化和趋势。表6给出了假定投资者采用买入并持有策略,分别采用市场模型法和市场调整法来观察事件日前后[-240,600]个交易日内整体上市样本的平均累计超额收益率变化情况^⑧。

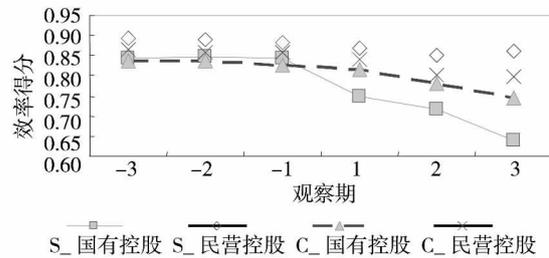


图3 根据股东属性分类后的样本效率得分

Fig. 3 Sample efficiency scores according to classification of shareholder property

注: S表示“整体上市样本”, C表示“控制样本”

表6 各窗口期整体上市样本的累计超额收益率

Table 6 Cumulative abnormal returns of holistic listing samples in each window period

方法	市场模型法			市场模型法			市场调整法		
	(同时考虑行业指数和市场指数)			(只考虑市场指数)			(与控制样本对比)		
观察期	均值	标准差	T 值	均值	标准差	T 值	均值	标准差	T 值
[-240, 0]	0.103	0.088	1.170	0.112	0.087	1.290	0.184**	0.069	2.650
[-120, 0]	0.025	0.059	0.416	0.026	0.061	0.420	0.107***	0.054	1.984
[-60, 0]	0.064	0.048	1.329	0.079	0.049	1.628	0.090**	0.040	2.276
[-20, 0]	0.041***	0.024	1.733	0.050**	0.024	2.066	0.016	0.023	0.708
[0, 20]	-0.026	0.024	-1.086	-0.011	0.026	-0.411	-0.012	0.026	-0.441
[0, 60]	0.047	0.038	1.238	0.096**	0.037	2.591	0.031	0.042	0.735
[0, 120]	0.038	0.048	0.787	0.097**	0.046	2.117	-0.001	0.054	-0.028
[0, 240]	-0.047	0.084	-0.564	0.022	0.084	0.264	-0.009	0.094	-0.094
[0, 480]	-0.267**	0.117	-2.272	-0.156	0.109	-1.433	-0.102	0.082	-1.244
[0, 600]	-0.237	0.143	-1.658	-0.125	0.136	-0.916	-0.108	0.097	-1.112
[240, 600]	-0.190**	0.087	-2.182	-0.147	0.092	-1.597	-0.099	0.079	-1.261
[-240, 240]	0.059	0.133	0.441	0.138	0.127	1.092	0.177	0.112	1.581
[-240, 480]	-0.161	0.168	-0.960	-0.040	0.153	-0.260	0.084	0.096	0.874
[-240, 600]	-0.131	0.195	-0.672	-0.009	0.184	-0.047	0.078	0.107	0.728

注: 1. 市场指数利用上证综合指数数据, 行业指数采用深交所行业分类指数数据;

2. 以整体上市事项获得中国证监会批准日期为事件日(0), 个股或指数的收益率计算式为 $r_t = \ln(p_t) - \ln(p_{t-1})$, $\ln(p_t)$ 和 $\ln(p_{t-1})$ 分别为第 t 日和第 (t-1) 日个股(或行业指数)收盘价格的自然对数;

3. 剔除日收益率超过 10% 的非正常观测值;

4. 表中黑体数字为统计显著的结果, 其中 ** 为 5% 水平下显著, *** 为 10% 水平下显著, 双尾检验;

5. 因 TCL 集团属于 IPO + 吸收合并型整体上市, 前后股价不持续, 剔除该样本后共有 36 个整体上市样本。

⑧ 即相当于整体上市实施前 1 年至之后 2 年半的市场反应情况。

市场模型法的两组结果表明,整体上市事件的市场反应具备 3 个特征:1) 事件日前 240 个、120 个、60 个和 20 个交易日前样本股票的累计超额收益率为正,表明整体上市实施之前市场已经提前反应,出现了正向财富效应。特别是在事件日前 20 个交易日内,累计超额收益率显著高于行业和市场平均水平;2) 样本的累计超额收益率在整体上市后的 120 个交易日内(约半年)仍然为正,但与本行业平均水平相比已经不显著,说明整体上市后半年内仍存在一定程度的财富效应,但这一效应随着时间的推移逐渐变得不明显;3) 长期中(1 年及以上)整体上市存在回归效应——累计超额收益率逐步下降甚至变为负,说明整体上市并不能给长期投资者带来超额收益。市场调整

法的结果与之类似,市场反应的方向基本相同,均存在正向的提前反应和负向的回归效应,只是显著性略有差异。

不同方法的实证结论虽然有所差异,但均表明整体上市前某个时期内存在显著的提前反应。尽管在整体上市前后的中短期内,公司股价可能具有显著正向的累计超额收益率,但长期中并未呈现出显著的正向财富效应。这一现象与前面的发现具有内在一致性,进一步表明长期中整体上市并未改善相关上市公司的绩效。

2.5 上市公司效率的影响因素:基于回归分析

利用样本公司 6 年的面板数据,运用统计软件 Stata 11.0 进行回归分析。描述性统计结果参见表 7。

表 7 变量的描述性统计结果

Table 7 Descriptive statistics results of variables

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
θ^{sup} (超效率得分)	444	0.806	0.129	0.242	1.069
ROE(净资产利润率)	444	0.115	0.124	-0.782	0.662
OWNER(公司第一大股东属性)	444	0.784	0.412	0	1
HL(整体上市)	444	0.250	0.434	0	1
GDP(GDP 的同比增长率)	444	0.103	0.012	0.080	0.120
DEBTA(资产负债率)	444	0.059	1.727	-11.530	14.479
FEER(3 项费用占收入的比重)	444	0.564	0.163	0.172	0.957
FIXV(固定资产周转率)	444	0.105	0.072	0.008	0.502
ROEG(ROE 的同比增长率)	444	8.325	28.727	0.230	339.330
CONTROL(大股东控股比例)	444	49.355	16.862	11.000	98.730
DIF(两权分离度)	444	5.894	8.258	0.000	31.071

注:1. OWNER 为哑变量,控制股东为国有属性时取 1,否则取 0;
 2. HL 为哑变量,该样本当期或之前已实施整体上市时取 1,否则取 0;
 3. 444 个观测值中,整体上市样本和控制样本观测值各 222 个。

两个回归模型的结果基本一致(见表 8)。1) 整体上市与公司效率具有负向关系,说明整体上市并未产生规模效应,反而降低了公司效率;2) 大股东属性为国有时,公司效率相对较低;3) 大股东控制权对公司效率没有显著影响;上市公司所有权和控制权的分离程度对公司效率也没有显著影响;4) 提高盈利能力增长速度可能有助于提

升公司效率;5) 财务杠杆的提高及其带来的经营风险增加、费用类的上升与公司效率具有负向关系;6) 宏观经济环境对公司效率有显著正向影响。可见,控制住外部环境和公司特征等因素后,整体上市和大股东属性仍然对样本公司的绩效具有显著影响,影响方向与之前的分析一致,表明实证结论是稳健的。

表8 样本公司效率的影响因素: 回归分析

Table 8 Influence factors of efficiency: Regression analysis

自变量	因变量			
	θ^{sup}		ROE	
	系数	Z 统计值	系数	Z 统计值
HL(整体上市)	-0.113*	-11.824	-0.019	-1.549
OWNER(公司第一大股东属性)	-0.058***	-1.848	0.017	0.866
CONTROL(大股东控股比例)	0.000	0.049	0.000	0.663
DIF(两权分离度)	0.001	0.959	-0.001	-1.136
ROEG(ROE的同比增长率)	0.011*	5.650	0.027*	9.764
DEBTA(资产负债率)	-0.262*	-7.543	-0.013	-0.330
FEER(三项费用占收入的比重)	-0.080	-1.019	-0.623*	-7.198
FIXV(固定资产周转率)	0.0003	1.349	0.0009	0.845
GDPR(GDP的同比增长率)	1.158*	4.337	0.892**	2.339
Constant(常数项)	0.908*	18.764	0.076	1.398
chi2	295.8		191.7	
P	0		0	

注: 1. 样本期6年, 整体上市样本和控制样本各37个;

2. 采用随机效应模型, 其中因变量为 θ^{sup} 时采用面板 Tobit 模型;

3. * 为1%水平下显著, ** 为5%水平下显著, *** 为10%水平下显著.

3 理论分析和解释

运用多种方法、基于较长时期较多样本的实证结果表明, 整体上市后上市公司的效率下降了, 且国有股东背景的样本公司下降更为明显, 下面利用理论模型来解释并阐述其内在动因.

3.1 模型1: 上市公司的效率变化与股东利益侵占

人们对资产重组的预期一般是在投入不变下, 通过资产重组优化资产配置以创造更多产出. 因此可以从投入的产出效率变化来分析整体上市中的股东利益问题.

为简化起见, 假定用资产规模来衡量投入, 设整体上市前上市公司的资产规模为 A , 投入的产出效率为 X , 则产出为 $X \times A$; 拟注入资产规模为 B , 投入的产出效率为 Y , 则产出为 $Y \times B$. 一般 A, B, X, Y 均为正数.

在规模效应和协同效用等因素影响下, 整体上市后上市公司原有资产和新注入资产将互相影响, 改变上市公司的资产效率, 上市公司的资产价值将发生变化. 记上市公司的新增价值为 ΔV , 整

体上市后新投入的产出效率为

$$X' = \frac{XA + YB + \Delta V}{A + B} \quad (1)$$

则效率的变化为

$$\Delta X = X' - X = \frac{Y - X}{A + B} B + \frac{\Delta V}{A + B} \quad (2)$$

从式(2)可知整体上市后可能出现两种情况:

1) $\Delta X < 0$, 说明 $Y < X$ 和 $\Delta V < 0$ 中至少有一个成立. 如果是前者, 意味着注入资产的效率低于原上市公司的效率, 相对而言属于劣质资产. 在完全信息下, 该资产不应该也不允许被注入上市公司. 但在信息不对称环境中, 该资产将被包装为优质资产以便实施资产注入, 这显然侵害了小股东利益. 并且, 不了解真实信息的投资者可能会出于乐观预期买入相关上市公司的股票, 但因劣质资产难以提升公司长期业绩, 导致投资出现亏损, 小股东利益同样会受到侵害. 如果是 $\Delta V < 0$, 则意味着被注入的资产未能发挥规模效应或协同效用创造出新的价值, 整体上市只是利益在股东之间的重新分配, 由于大股东和小股东在信息、能力等方面天然处于不对称的竞争地位, 大股东

明显占据优势,结果必然是大股东侵占小股东的利益^[19];

2) $\Delta X \geq 0$,至少要有 $(Y - X)B + \Delta V \geq 0$ 成立才可使上市公司的效率在整体上市后得到提高.

前面的实证结果显示,现有整体上市的实施结果为 $\Delta X < 0$,说明整体上市后上市公司的经营效率下降了,属于上述第 1 种情况. 这表明大股东为了追求利益最大化,很可能侵占了小股东的利益.

3.2 模型 2: 监管者与大股东的博弈以及股东背景

在整体上市过程中,小股东在信息和决策等方面处于劣势地位,能够有效制约大股东的只有监管当局,因为整体上市必须得到监管当局的批准. 由此来看,股东利益是否均衡的关键在于监管者对大股东的约束力度. 可以通过观察监管者与大股东之间的博弈来分析大股东策略以及注入优质资产的条件.

借鉴文献[23],将大股东在整体上市中的收益分为两类,一类是控制权收益,指大股东基于其控制权从整体上市中获取的合理收益及其成本的合理补偿,例如增强控制权、资产的流动性增长及其衍生收益,用 S 表示. 另一类是超控制权收益,指大股东通过虚增资产价值、注入劣质资产等方式获取的不正当收益,用 ΔS 表示.

对于大股东与监管者的博弈,考虑下面 4 种情形:

1) 大股东注入优质资产,监管者批准整体上市. 此时大股东获得控制权收益 S ,监管者工作中规中矩,假定其收益为 G_1 ;

2) 大股东注入劣质资产(或者更一般地,在注入优质资产的同时,把劣质资产也夹带注入上市公司,这样更具隐蔽性),监管者批准整体上市. 此时,大股东获得控制权收益 S 以及超控制权收益 ΔS ,而监管者工作出现重大失误,假定其收益为 $-G_2$;

3) 大股东注入优质资产,监管者否定整体上市. 此时,大股东损失为 $-C$,包括为整体上市付出的前期成本、该信息可能引致上市公司股价下

跌和市值损失、声誉损失等,监管者工作出现重大失误,假定其收益为 $-G_2$;

4) 大股东注入劣质资产,监管者否定整体上市. 此时,大股东损失为 $-C$ ^⑨,监管者工作中规中矩,假定其收益为 G_1 .

假定以上情况中大股东策略之间收益是可比的,监管者的绩效也是可比的,支付矩阵如图 4 所示.

		监管者	
		批准	否决
大 股 东	注入优质资产	(S, G_1)	$(-C, G_2)$
	注入劣质资产 (掺杂策略)	$(S + \Delta S, -G_2)$	$(-C, G_1)$

图 4 大股东与监管者的博弈

Fig. 4 Game of major shareholder and regulator

现在大股东的策略选择取决于监管者的监管水平. 假设监管者正确执行概率为 p ,则大股东注入优质资产的期望收益为 $sp - C(1 - p)$,注入劣质资产的期望收益为 $(S + \Delta S)(1 - p) - Cp$. 为使大股东注入优质资产,必须有

$$Sp - C(1 - p) > (S + \Delta S)(1 - p) - Cp \quad (3)$$

式(3)可化简为

$$p > 1 - \frac{S + C}{2S + \Delta S + 2C} \quad (4)$$

由式(4)可知 p 与 ΔS 成正比关系, ΔS 越大时要求 p 也越大,即监管者必须保持足够高的正确执行概率,才能使得大股东选择注入优质资产. 特别地,若 $\Delta S = 0$ 且 $C = 0$,则有 $p > 1/2$. 这意味着当大股东的整体上市方案被否决的成本为 0 时,监管者最低必须保持 50% 以上的正确执行概率. 监管者的正确执行概率越低,大股东注入劣质资产的动机和概率越强. 而且,如果监管者对于不同类别的股东存在着监管力度差异,则各类股东相应地最优策略选择也会不同.

现实中,影响上市公司业绩的因素很多,上市公司往往会将绩效下滑归因于宏观经济环境等外部因素,使得投资者难以识别监管者的失误与整体上市后公司绩效下滑之间的联系,更无法要求监管者承担相应的责任. 在此背景下,监管者势

⑨ 一般投资者无法区别整体上市被否的原因——是优质资产注入被否还是劣质资产注入被否,且更倾向于将“被否”归因于拟注入资产为劣质,因此大股东的损失和第 3 种情况相同.

必缺乏有效的动力和压力去实行严格的监管,导致监管者的正确执行概率不高^⑩,这就为大股东的侵占行为提供了便利。

不仅如此,我国国有企业上市的一个重要目的就是为国有企业解困,由于这一导向和政府对于国有企业的背书,再加上国有大股东与监管当局千丝万缕的联系,监管当局往往会放松对国有企业的审核,导致国有大股东注入劣质资产可能性增大。并且,同样是侵占小股东利益,其中的利益流向存在显著差异。国有企业代表的是全民所有,所以其隐含的利益流向是从相对少数的证券投资者流向多数人(全民),民营企业代表了私有,其隐含的利益流向是从相对多数的证券投资者流向少数个体,一旦监管者在监督后者失误时会被指责为明显的失职,但对前者的监督失误则往往不会受到同样的指责。在此背景下,监管者对民营企业的监管相对严格,民营企业注入劣质资产的概率较低。

综上所述,无论国有大股东还是民营大股东,都有很强的动机注入劣质资产,而且国有大股东比民营大股东更倾向于、也更容易注入劣质资产。这就解释了本文的实证发现。

4 结束语

考虑到整体上市是大股东主导下的大规模重组,涉及面广且影响重大,本文不是将其作为简单资产重组事件来观察,而是将之放在公司治理的框架下,从股东利益的视角来开展实证研究,这在以往的研究中是不多见的。本文利用较多数量的样本和较长时期的数据,从不同角度研究得出了一系列可以互相印证的结论:尽管短期内整体上市大幅度提高了大股东对上市公司的控制力,并实现上市公司经营规模的快速扩张,但并未能带来收益和效率的提高;与控制样本相比,实施整体上市后的公司效率出现了更显著的下滑;整体上市和大股东的国有属性对公司效率具有负面影响;实施整体上市公司的股票并未给长期投资者带来显著的超额收益。进一步的理论分析显示,

新注入的资产与上市公司原有资产相比,可能并非优质资产,整体上市并未带来新创价值,因此整体上市这种表面上的大股东“支撑行为”实际上侵占了小股东利益。

对于该结果,上市公司的大股东要么事先知道,要么不知。如果是后者,实施整体上市属于决策失误,但是大量出现这类决策失误的可能性不大;考虑到作为整体上市的控制者,大股东更了解注入资产的质量,更清楚整体上市对上市公司的影响,有理由相信前一种可能性更贴近现实。如果大股东预知整体上市之后上市公司的绩效会降低,从而降低其持股价值,但实践中大量公司的大股东仍积极实施之,说明其可以通过其它途径获得补偿。可能的途径无外乎两个:整体上市过程中(如虚增注入资产价值、内幕交易)和整体上市后(如增强控制权、所持非上市资产转换为上市公司股权带来的流动性增值),而这两种途径都伴随着小股东的利益受损。在这一利益重新划分的零和乃至负和博弈过程中,一方获利的增加必然以另一方的利益减少为代价。由于处于劣势地位的小股东的利益无法得到保障,大股东的主要获利来源必然是、也只能是小股东,尤其是那些短期投机者。

本文的发现意味着整体上市可能成为大股东侵占小股东利益的新途径。由于我国上市公司处于大股东超强控制状态,在整体上市的实施过程中,大股东具有通过注入劣质资产实现“偷梁换柱”的强烈冲动,直接进行利益转移。并且,这种新途径的隐蔽性更强,侵占规模更加巨大。如果大股东通过虚增注入资产价值而不正当地获取了上市公司的股权,就可以“一劳永逸”地实现其侵占行为(以其非法获取的股权为依据获取上市公司的长期回报),这显然不是“小打小闹”,不同于一般的资产转移型“隧道行为”,值得予以高度重视。遗憾的是,以往研究对大规模资产重组过程中的股东利益问题关注并不多,而资产重组中小股东利益是否受到侵害以及如何保护小股东利益等问题并未引起充分的重视。本文的结果也说明,不宜将整体上市作为改善上市公司绩效的“特效药”,有必要重新评估和完善相关政策,推

^⑩ 本文的统计数据显示,37家公司在整体上市后效率得分上升的比例低于20%,这表明从后验角度看,正确执行的概率不高。

行辅助措施,防范企业利用整体上市将不良资产注入上市公司。例如:对相关公司的资产价值和经营绩效进行更为严格的评估和审计;采取相对质量控制措施,限制质量明显劣于上市公司现有水平的资产被注入上市公司;实施注入资产质量的大股东承诺保障机制;强制要求在整体上市后3年内持续披露注入资产的经营情况,并设定相

应地惩罚措施;当整体上市后发现注入资产质量明显较差时,应追究人员和机构的责任,如发现有报表作假行为,应及时对相关公司及其法人代表实施严厉处罚,包括大额罚款、通告批评等;同时,对负有责任的相关中介机构进行处罚和公示,以促使中介机构对相关资产的价值和绩效进行更为严格的评估和审计,等等。

参考文献:

- [1]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.
Tang Zongming, Jiang Wei. A study on the expropriation degree of large shareholders of China's listed companies [J]. Economic Research Journal, 2002, (4): 44-50. (in Chinese)
- [2]李增泉,孙铮,王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J]. 会计研究,2004,(12): 3-13.
Li Zengquan, Sun Zheng, Wang Zhiwei. Tunneling and ownership structure of a firm: Evidence from controlling shareholder's embezzlement of listed company's funds in China [J]. Accounting Research, 2004, (12): 3-13. (in Chinese)
- [3]王满四,邵国良. 民营上市公司大股东机制的公司治理效应实证分析[J]. 金融研究,2007,(3): 133-145.
Wang Mansi, Shao Guoliang. An empirical analysis of the effect of governance mechanism of major shareholder of private listed companies [J]. Journal of Financial Research, 2007, (3): 133-145. (in Chinese)
- [4]朱云,吴文锋,吴冲锋,等. 融资受限、大股东“圈钱”与再发行募集资金滥用[J]. 管理科学学报,2009,12(5): 100-109.
Zhu Yun, Wu Wenfeng, Wu Chongfeng, et al. Financing constraints, expropriation of minor shareholders and abuse of SEO proceeds [J]. Journal of Management Sciences in China, 2009, 12(5): 100-109. (in Chinese)
- [5]Peng W, Wei K C J, Yang Z. Tunneling and Propping: Evidence from Connected Transactions in China [R]. Hong Kong University of Science and Technology, 2005.
- [6]Bai C E, Liu Q, Song F M. Bad News Is Good News: Propping and Tunneling Evidence from China [R]. University Hong Kong, 2004.
- [7]李增泉,余谦,王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究,2005,(1): 95-105.
Li Zengquan, Yu Qian, Wang Xiaokun. Tunneling, propping and M&A: Evidence from Chinese listed companies [J]. Economic Research Journal, 2005, (1): 95-105. (in Chinese)
- [8]Healy P M, Palepu K G, Ruback R S. Does corporate performance improve after mergers? [J]. Journal of Financial Economics, 1992, 31(2): 135-175.
- [9]Agrawal A, Jaffe J F, Mandelker G N. The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly [J]. Journal of Finance, 1992, 47(4): 1605-1622.
- [10]Aloke G. Does operating performance really improve following corporate acquisitions? [J]. Journal of Corporate Finance, 2001, 7(2): 151-178.
- [11]Rabah A, Effrosyni D, Licun X. Merger performance under uncertain efficiency gains [J]. International Journal of Industrial Organization, 2009, 27(2): 264-273.
- [12]李善民,王彩萍,曾昭灶,等. 中国上市公司资产重组长期绩效研究[J]. 管理世界,2004,(9): 131-136.
Li Shanmin, Wang Caiping, Zeng Zhaozao, et al. The long-term performance of assets reorganization of Chinese listed companies [J]. Management World, 2004, (9): 131-136. (in Chinese)
- [13]游春. 中国上市公司并购动机与绩效: 从产业效应角度的分析[J]. 中国管理科学,2008,16(S1): 328-335.
You Chun. M&A motivation and performance of China's listed companies: An approach of industry effect [J]. Chinese

- Journal of Management Science, 2008, 16(S1): 328–335. (in Chinese)
- [14] 章卫东. 定向增发新股、整体上市与股票价格短期市场表现的实证研究[J]. 会计研究, 2007, (12): 63–68.
Zhang Weidong. The short-run performance of private investment in public equity and complete listing [J]. Accounting Research, 2007, (12): 63–68. (in Chinese)
- [15] 陈家琰, 王培志. 整体上市路径及其评价研究[J]. 证券市场导报, 2008, (5): 33–42.
Chen Jiayan, Wang Peizhi. The path of listing as a whole and evaluation [J]. Securities Market Herald, 2008, (5): 33–42. (in Chinese)
- [16] 张祥建, 郭 岚. 资产注入、大股东寻租行为与资本配置效率[J]. 金融研究, 2008, (2): 98–112.
Zhang Xiangjian, Guo Lan. Asset injection, rent seeking behavior of large shareholders and capital allocation efficiency [J]. Journal of Financial Research, 2008, (2): 98–112. (in Chinese)
- [17] 黄建欢, 尹筑嘉. 非公开发行、资产注入和股东利益均衡: 理论与实证[J]. 证券市场导报, 2008, (5): 26–32.
Huang Jianhuan, Yin Zhujia. Non-public issuing, asset injection and equilibrium of stockholder's benefit [J]. Securities Market Herald, 2008, (5): 26–32. (in Chinese)
- [18] 张 鸣, 郭思永. 大股东控制下的定向增发和财富转移[J]. 会计研究, 2009, (5): 78–86.
Zhang Ming, Guo Siyong. Private placement under the control of major shareholder and wealth tunneling [J]. Accounting Research, 2009, (5): 78–86. (in Chinese)
- [19] 尹筑嘉, 文凤华, 杨晓光. 上市公司非公开发行资产注入行为的股东利益研究[J]. 管理评论, 2010, 22(7): 17–26.
Yin Zhujia, Wen Fenghua, Yang Xiaoguang. Shareholders' interests in non-public offerings of asset injection [J]. Management Review, 2010, 22(7): 17–26. (in Chinese)
- [20] 郭 岚, 张 勇, 李志娟. 基于因子分析与 DEA 方法的旅游上市公司效率评价[J]. 管理学报, 2008, 5(2): 258–262.
Guo Lan, Zhang Yong, Li Zhijuan. Evaluating the efficiency of listed tourism companies by data reduction factor and DEA model [J]. Journal of Management, 2008, 5(2): 258–262. (in Chinese)
- [21] 周 星. 我国上市银行效率—基于因子分析与 DEA 模型的实证研究[J]. 中国经济问题, 2009, (2): 43–49.
Zhou Xing. The efficiency of listed banks in China: An empirical study based on factor analysis and DEA model [J]. Economic Issues in China, 2009, (2): 43–49. (in Chinese)
- [22] Coelli T, Prasada Rao D S, O' Donnell C J, et al. An Introduction to Efficiency and Productivity Analysis [M]. 2nd ed, New York: Springer, 2005.
- [23] 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.
Liu Shaobo. The paradox of private benefits of control and excessive benefits of control [J]. Economic Research Journal, 2007, (2): 85–96. (in Chinese)
- [24] Georgios C, Claudia G, Alexia V. Efficiency and productivity of Greek banks in the EMU era [J]. Applied Financial Economics, 2009, 19(16): 1317–1328.
- [25] 冉 戎, 郝 颖. 终极控制、利益一致性与公司价值[J]. 管理科学学报, 2011, 14(7): 83–94.
Ran Rong, Hao Ying. Ultimate control shareholders, coherency of shareholders' benefits and corporate value [J]. Journal of Management Sciences in China, 2011, 14(7): 83–94. (in Chinese)
- [26] 黄建欢, 尹筑嘉, 粟 瑞. 中国股市限售股解禁的减持效应研究[J]. 管理科学, 2009, 22(4): 99–108.
Huang Jianhuan, Yin Zhujia, Su Rui. Reducing effect of restricted shares in stock market of China [J]. Journal of Management Science, 2009, 22(4): 99–108. (in Chinese)
- [27] 张金清, 刘 焯. A 股上市公司的股权再融资对价值创造的影响[J]. 管理科学学报, 2010, 13(9): 47–54.
Zhang Jinqing, Liu Ye. Impact of SEO behaviour of A-share listed companies on value creation [J]. Journal of Management Sciences in China, 2010, 13(9): 47–54. (in Chinese)
- [28] 刘 星, 豆中强. 基于跨期投资视角的大股东利益侵占行为研究[J]. 系统工程学报, 2010, 25(2): 74–79.
Liu Xing, Dou Zhongqiang. Study of large shareholder's expropriation behavior based on the intertemporal investment [J]. Journal of Systems Engineering, 2010, 25(2): 74–79. (in Chinese)

Asset injection , efficiency of listed companies and benefit expropriation: Study based on cases of Chinese reorganizing holistic listing

YIN Zhu-jia^{1 2} , *YANG Xiao-guang*^{1 2 3} , *HUANG Jian-huan*^{3 4}

1. School of Economics and Management , Changsha University of Technology & Science , Changsha 410004 , China;
2. Research Center for Financial Engineering and Financial Management of Hunan Province , Changsha 410004 , China;
3. Academy of Mathematics and Systems Science , Chinese Academy of Sciences , Beijing 100080 , China;
4. School of Economics and Trade , Hunan University , Changsha 410079 , China

Abstract: This paper uses the accounting study method , improved FA-DEA , event study method and tobit regression method to study the efficiency changes of listed companies implementing holistic listing and their influencing factors , and constructs a theoretic model to explain the empirical results. The empirical results show that , although holistic listing increases the controlling proportion of listed companies for major shareholders and expands the operation scale in the short-term , it does not accordingly improve the profit and efficiency and excess earnings for their long-term investors. The regression also finds that holistic listing and the state-owned property of major shareholders have negative impacts on efficiency. The theoretic model indicates that the new asset injected by major shareholders is likely to be “bad asset” in contrast to the old asset of listed companies and that it doesn’t create new value. These findings mean the seeming “propping” may be “tunneling” in fact , and holistic listing may become a new way for benefit expropriation.

Key words: assets reorganization; holistic listing; efficiency; benefit expropriation