

# 上市公司控制权转移中的财富效应

## ——以通化金马控制权转移为例

王化成 姚 燕

金融市场的财富效应是指在金融市场上,金融资产持有人持有的财富随着金融资产价格的上涨或下降而同步增加或减少,进而对消费产生抑制或刺激。控制权转移的财富效应是市场对控制权转移的反应导致公司股票价值的变化,从而引起股东财富的变化以及由于控制权转移引起的财富的流动。控制权转移的财富效应侧重从微观的角度研究控制权转移对收购公司和目标公司股东财富的影响,即在上市公司控制权转移过程中,谁是最大的赢家。公司控制权市场主流理论认为,在由各种内外部控制机制构成的控制权市场上,作为外部机制的收购是最有效的控制机制,外来者的收购不但不会损害公司股东的利益,还会给双方股东带来巨大的财富。由于政策推动、上市公司自身保配和保壳的需要以及发展壮大的民营企业间接上市等原因,我国上市公司控制权转移的企业数量呈现逐年上升的趋势,已经成为我国上市公司群体的重要行为。随着我国资本市场的发展和国有资本的战略性退出,上市公司的控制权转移将更为频繁,因此研究我国上市公司控制权转移的财富效应,就显

得尤为必要。

### 案例简介

通化金马(000766)是一家生产和销售中西成药、生化制剂以及营养保健品的医药制造业上市公司,其第一大股东——通化市三利化工有限责任公司(以下简称三利化工),从1993年以第四大股东的身份进入通化金马至2004年以抵债的方式退出通化金马,其入主时间长达11年。在这11年中,三利化工先是以受让法人股的方式不断增强达到控股,紧接着将一项无形资产——奇圣胶囊的全部技术及生产经销权以3.44亿元的天价注入上市公司,最后以抵债的方式将其股份转给国有性质的第二大股东,退出通化金马。

2000年4~7月间,通化金马原第四大股东——三利化工,陆续通过协议受让法人股的方式取得了通化金马第一大股东的地位,拥有了通化金马的控制权,三利化工的实际控制人也在受让股份的过程中进入通化金马的董事会并担任了董事长的职务。2000年9月,三利化工主导了一次天价收购——通化金马以3.44亿元的代价从一个小公司——注册资本为50万元的北

京裕思明商贸有限公司手中收购了其所拥有的芜湖张恒春有限公司100%的股权以及该公司拥有的奇圣胶囊专利权和生产销售权,通化金马也因奇圣胶囊的销售当年实现盈利2.42亿元。2001年,由于通化市政府停止了一项三利化工受让通化金马第二大股东所持国有股的协议,三利化工的实际控制人于2001年10~12月,陆续辞去了其在通化金马所任的董事长以及董事职务,从此第一大股东在董事会中消失,造成了长期以来第二大股东——通化市二道江区国有资产经营公司当家的局面,同时,2001年由于奇圣胶囊的大量退货和销售不畅,通化金马为该项无形资产计提了全额准备,第一大股东取得控制权后注入上市公司的一项资产在不到一年的时间就化为乌有。2003年通化金马将第一大股东注入的第二项资产——价值6000多万的芜湖张恒春有限公司100%的股权以抵偿8000多万欠款的方式出售给了张恒春公司的管理层,第一大股东取得控制权之后注入上市公司的另一项资产也退出了上市公司。2004年,三利化工将其所拥有的通化金马13.2%的股权作价转让给了第二大股东。

表1 通化金马控制权转移前后财务指标走势

年份	EPS	ROE(%)	主营业务利润率	经营现金净流量(万元)
1998	0.329	12.8	30.74	-2 004.63
1999	0.271	7.94	28.55	21 591.53
2000	0.809	22.9	47.98	36 958.69
2001	-1.301	-123.68	-581.5	-62 486.9
2002	0.037	3.36	10.2	-2 154.57
2003	-0.433	-65.98	-141.9	926.46
2004	-0.55	-670	-245.99	-1 248.69

### 对通化金马控制权转移的 财富效应的分析

从2000年7月三利化工取得通化金马的控制权到4年后转出控制权,到底发生了怎样的财富效应呢?

(一)通化金马控制权转移前后的短期财富效应分析——累计异常收益率分析和结论

2000年7月28日,通化金马董事会公告了第一大股东变更的情况,我们以此作为控制权转移的公告日,并选择公告日前后10天作为窗口期,通过计算窗口期上市公司累计异常收益率(CAR),并进行统计上的显著性检验来分析市场对通化金马控制权转移的反应。样本数据包括2000年7月13日~8月15日共20个交易日里通化金马和深成指数每天的收益率。

结果表明:在通化金马控制权转移公告的(-10, 10)窗口区间有显著为正的CAR,公告日当天通化金马的股东可以得到6.71%的超额收益。基于通化金马的个案分析表明,在控制权转移前后累计异常收益率并不是随着公告日的临近越来越高,在公告日达到最大,然后随着公告的结束逐渐下降,也就是说累计异常收益率的变动趋势并不明显,呈现随机的形态。这可能和资本市场上的噪音信息以及股价操纵有关。

(二)控制权转移后的长期财富效应分析——财务绩效分析

基于事件研究法的结论表明,控制权转移的目标公司——通化金马的

股东在控制权转移前后获得了6%左右的异常收益。作为收购公司的三利化工,它的股东财富在通化金马控制权转移的前后发生了怎样的变化,收购方取得上市公司控制权的动机又是什么呢?

首先通过考察上市公司控制权发生转移前后,即1998~2004年主营业务利润、每股收益、净资产收益率以及经营现金净流量4个财务指标及其走势来分析控制权转移前后公司绩效的变动情况(见表1)。

分析表明,通化金马控制权转移前业绩比较平稳,而控制权转移的当年业绩大幅提升,各项财务指标都有好转,而控制权转移之后的公司业绩大起大落。进一步分析,2000年之所以各项财务指标都有好转,是因为控制

权转移当年控股股东进行天价收购的结果。2000年奇圣胶囊的销售收入达到了2.77亿元,占当年主营业务收入的55.09%,净利润的57.93%。2001年度财务绩效之所以大幅下降,是因为大量的奇圣胶囊退货造成公司收入锐减,并为奇圣胶囊的专利权计提了全额减值准备约3亿元左右所致。随后的2002年、2003年上市公司为控股股东的担保及关联方担保造成了公司经营业绩下滑,公司业绩呈现极不稳定的状态。2004年控股股东在欠款6 000多万元的情况下,以其所拥有的上市公司13.2%的股权抵偿部分债务后退出了上市公司,留下了一个千疮百孔的“壳资源”。

显然,控制权转移并未给目标公司带来财务绩效的提高。造成通化金马财务状况恶化的原因是控股股东在取得上市公司控制权之后的掏空行为。表2和表3分析了三利化工取得通化金马控制权的4年间,从通化金马转移公司及其中小股东财富的路径。

从表2可以看出,三利化工在2000年之前只是通化金马分散的股权结构中不起眼的第四大股东,作为国有成

表2 三利化工取得通化金马控制权的经过

三利化工取得控制权	<b>取得控股股权:</b>	
	1992年2月	通化金马股份有限公司成立,第一大股东为国有股性质的通化市二道江区国有资产管理委员会,持股比例为13.07%;第二大股东为国有法人股性质的通化特产集团公司,持股比例为9.8%。
	1992年6月	三利化工成立,闫永明持股96%,为三利化工的实际控制人。
	1994年	三利化工出资1 000万持股通化金马5.42%,位居通化金马第四大股东。
	2000年4月	从通化金马第三大股东手中以每股3.42元的价格受让21 003 600股通化金马法人股,以持股12.43%的比例位居通化金马第二大股东。
	2000年7月	从通化金马其他股东手中受让法人股2 304 000股,三利化工持股比例达到13.2%,位居通化金马第一大股东。
	<b>取得实际控制权:</b>	
	2000年4月	三利化工实际控制人闫永明和邓娇进入通化金马董事会,三利化工的会计主管李菊和副总经理赵飞进入通化金马监事会。通过调整董事会成员的议案,将通化金马董事会成员由15名减少为7名。
	2000年5月	闫永明当选通化金马董事长;李菊当选通化金马监事会主席。
	2000年8月	闫永明当选通化金马总经理,原15位董事会成员中的14位集体辞职;通过了调整董事会成员的议案,将通化金马董事会成员由7名调整为5名。

表3 三利化工转移上市公司财富的路径

2000年4月	北京裕思明商贸有限公司成立;同时位于安徽芜湖的张恒春药业有限公司股份制改革,北京裕思明取得了其100%的股权,当时张恒春公司的评估值为净资产-746.38万元。裕思明公司股东为两名自然人,注册资本仅为50万元。作为三利化工的关联企业,这个小公司在日后为三利化工转移财富起着重要的作用。
2000年6月	在三利化工主导下,通化金马出售其下属的三个控股子公司,取得股权转让收益约7400万元,而被转让的三家控股子公司中两家均为与通化金马主营业务紧密相关的制药类、药品研发类公司,出售子公司的目的就是将更多的资金用来进行接下来的资产收购。
2000年9月	通化金马以2586.8万元的价格从北京裕思明公司收购该公司拥有的芜湖张恒春有限公司100%的股权,而张恒春公司2000年4月进行股份制改革时,评估净资产为负数;以31800万元的价格从北京裕思明商贸公司购买了奇圣胶囊全部技术及生产经销权,该项无形资产账面价值为1245.14万元。奇圣胶囊的收购资金中22000万元为1999年通化金马配股取得的资金,该资金原来的用途是药品研发和药品车间建设,剩余9800万元为自由资金。收购张恒春股权的资金2586.8万元全部为通化金马自有资金。
2001年	通化金马为三利化工提供资金10880万元,该事项未在通化金马2001年年报中披露,后经证监会审查于2002年披露在通化金马“其他应收款”科目中。
2001年	通化金马为北京飞震广告公司提供资金38000万元,未及时在当年年报中披露,后在通化金马2002年年报中披露,金额为31030万元。
2001年	通化金马2000年度分红方案:每10股送3股,现金红利7元/10股(含税)。
2001年10月	通化市政府中止了2000年三利化工与通化金马国有股东草签的国有股权转让协议,通化金马由民营性质转为国有性质,三利化工实际控制人闫永明等退出了通化金马的董事会,上市公司控制权转给国有控股股东。三利化工虽然在名义上仍然保持着通化金马第一大股东的地位,但实际的控制权已经转移到国有控股股东手中。 由于三利化工占用通化金马资金10880万元,2002年三利化工被通化金马就该占款事项告上法庭,法庭冻结了三利化工所持有的59313600股通化金马法人股;2004年通化金马及其第一大股东——三利化工以及第二大股东——通化市二道江区国有资产经营公司就三利化工的该笔占款事项达成协议,二道江国有资产经营公司以承债的方式有偿受让三利化工所持股份,转让价为0.656元/股(通化金马2003年度的每股净资产价格),同时承担三利化工所欠通化金马债务3890.97万元,三利化工所欠剩余4489.03万元(10880-3890.97-2500)(2500万元为三利化工已偿还的债务金额)作为通化金马的坏账冲销。

三利化工取得控制权后的转移财富行为

分的第一、第二大股东——通化市二道江区国有资产经营公司和通化金马特产集团公司掌握着通化金马实际的控制权;2000年4月开始,三利化工通过一系列受让法人股的行动,掌握了通化金马的控股股权,成为第一大股东。之后通化金马的一系列人事变动,无疑为三利化工取得通化金马实际的控制权铺平了道路。初步估算三利化工取得通化金马控制权的成本,从最初参股三利化工的1000万,到受让法人股的约7971万(21003600 ×

3.42+2304000 × 3.42),三利化工付出的成本约是8971万。取得了通化金马的实际控制权后,三利化工从上市公司转移财富的一系列行动开始了。

从表3可以看出,三利化工从取得通化金马实际的控制权到退出上市公司仅仅一年多的时间,从通化金马转移走的财富就高达10亿元:三利化工直接从上市公司占用资金10880万元,以收购资产的方式通过北京裕思明商贸公司从上市公司套走现金34386万元;以其他应收款的方式通过北京飞震广告公司

占用上市公司资金近31030万元;通过上市公司高额派现获得现金近30000万元;最终在尚欠上市公司近亿元资金的情况下,以有偿转让股权的方式取得了转让资金3890.97万元。与其投入的8900多万元相比,三利化工通过取得控制权而进行的财富转移效应是非常惊人了。值得一提的是,作为三利化工实际控制人的闫永明,同时拥有通化金马内部职工股234000股,其成本为1元/股。2000年4月18日,通化金马内部职工股获准公开上市。2000年通化金马的股价走势异常强劲,从1999年12月29日的收盘价8.84元/股到2000年12月29日收盘价17.68元/股,2000年一年其股票涨幅高达100%,而2000年三利化工控制的通化金马投资6000万元取得了东北证券公司5.94%的股权,并在2001年年初以7000万元的价格转让了该股份。2000年通化金马的股价走势固然与当年的大盘整体上涨有关,但也不能排除其他的因素。

从图1和图2看出,从三利化工取得通化金马控制权开始,短期借款和其他应收款开始大幅上升,虽然2001年年末三利化工退出了通化金马的董事会,但是2001年三利化工的转移财富的行为在2002年以后才被年报披露出来,因此2001~2004年通化金马的上述指标一直居高不下。从货币资金的变动趋势可以看出,2000年通化金马短期借款的增加带来了货币资金的上升,而从2001年开始三利化工开始“掏空”上市公司,表现在货币资金的急剧下降。从1999~2004年的资产负债率可以看出,从三利化工入主通化金马开始,上市公司的资产负债率持续上升。

综上所述,三利化工取得通化金马控制权的动机,就在于获取控制权的私有收益。从其1993年进入通化金马至2004年5月退出这11年间,其从

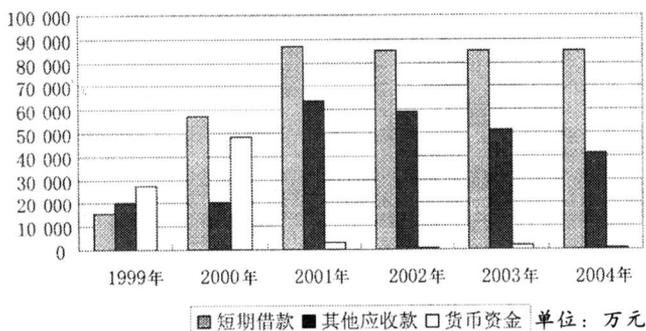


图1 通化金马短期借款、其他应收款趋势图

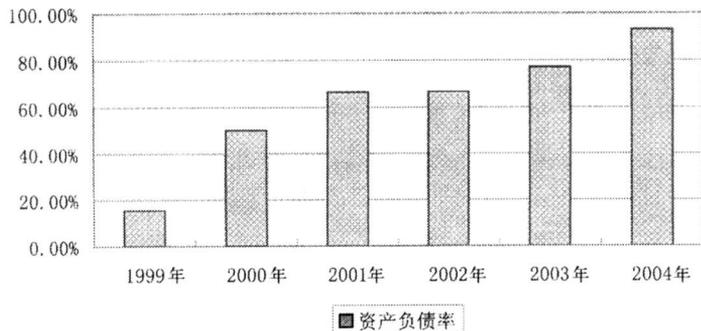


图2 通化金马资产负债率趋势图

上市公司转移的财富近10亿，表现出明显的“掏空”特点。

### 结论

基于事件研究的短期财富效应分析结论表明：上市公司控制权转移前后的短期窗口内，目标公司股东可以

获得显著的异常收益，在公告日异常收益率达到了6.71%，而作为非上市公司的收购方可能无法直接从该事件中获得异常收益；基于上市公司控制权转移前后的长期财务绩效分析表明，控制权转移并没有给公司带来财务绩效的改进，控制权的取得方——收购

方主要通过关联方交易、担保贷款、巨额分红配股等方式进行“掏空”，以此来侵占上市公司和中小股东的财富，即通过取得上市公司控制权从上市公司中获取财富。■

(作者单位：中国人民大学商学院)

责任编辑 杨曼

### ● 动态

## 个体工商户业主、个人独资企业和合伙企业投资者个人所得税费用扣除新标准确定

2006年4月10日，财政部、国家税务总局联合下发《关于调整个体工商户业主、个人独资企业和合伙企业投资者个人所得税费用扣除标准的通知》，将个体工商户业主、个人独资企业和合伙企业投资者本人的费用扣除标准统一确定为19 200元/年(1 600元/月)。

根据个人所得税法及其实施条例的有关规定，财政部、国家税务总局于1997年、2000年下发《国家税务总局关于印发〈个体工商户个人所得税计税办法(试行)〉的通知》(国税发[1997]43号)和《财政部国家税务总局关于印发〈关于个人独资企业和合伙企业投资者征收个人所得税的规定〉的通知》(财税[2000]91号)，规定个体工商户业主的费用扣除标准由各省、自治区、直辖市地方税务局根据当地实际情况确定，并报国家税务总局备案；个人独资(合伙)企业投资者的费用扣除标准，由各省、自治区、直辖市地方税务局参照个人所得税法“工资、薪金所得”项目的费用扣除标准确定。在实际征管中，各地一般是参照当地工薪所得费用扣除标准，对个体工商户业主和个人独资(合伙)企业投资者给予相应的费用扣除。

2005年新修订的个人所得税法将工资、薪金所得费用扣除标准由800元/月提高到1 600元/月。从实际情况看，个体工商户业主、个人独资(合伙)企业投资者与工薪阶层一样承担着本人和家庭的生计费用，为公平税负，统一税制，财政部、国家税务总局此次发文将个体工商户业主和个人独资(合伙)企业投资者费用扣除标准确定为19 200元/年(1 600元/月)，同时取消财税[2000]91号文和国税发[1997]43号文中有关授权省级地方税务局确定这一扣除标准的规定，避免各地随意提高扣除标准，造成政策执行差异及税收征管漏洞。

(本刊通讯员)