

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI KONGZHIQUAN
SIYOU SHOUYI WENTI YANJIU

中国上市公司控制权 私有收益问题研究

许永斌 ■ 著



经济科学出版社

教育部人文社会科学规划基金
浙江省哲学社会科学规划基金 资助项目

中国上市公司控制权 私有收益问题研究

许永斌 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司控制权私有收益问题研究 / 许永斌著.
北京: 经济科学出版社, 2008. 11
ISBN 978 - 7 - 5058 - 7478 - 7

I. 中… II. 许… III. 股份有限公司 - 企业管理 -
研究 - 中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 123331 号

责任编辑: 党立军
责任校对: 杨晓莹
版式设计: 代小卫
技术编辑: 潘泽新

中国上市公司控制权私有收益问题研究

许永斌 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

787 × 1092 16 开 12.25 印张 210000 字

2008 年 11 月第 1 版 2008 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7478 - 7/F · 6729 定价: 20.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

传统公司治理理论建立在股权分散情况下，所有者和管理者之间的委托——代理关系之上。然而股权分散并非普遍现象，包括我国在内的多数国家和地区的上市公司股权不是分散而是相当集中的。在股权相当集中的公司中，最主要的代理问题已不是股东和管理者的冲突，而是控股股东和中小股东的代理问题。这种代理问题的核心是控股股东通过隧道行为侵占中小股东利益，攫取控制权私有收益。尤其在新兴市场中，由于保护中小股东的制度不健全，这种利益冲突尤其严重。

本书同时从制度环境和控制权结构两个维度对中国上市公司控制权私有收益问题进行系统的理论分析和实证检验，研究的主要工作和结论如下：

(1) 运用新制度经济学分析制度变迁的理论和方法，对中国处于不断变迁中的制度环境以及与控制权私有收益的关系进行了详细论述。提出了公司治理制度是强调社会公正的外在制度和强调公司效率的内在制度的“对立统一体”的观点，并从外在制度与通用公司治理、内在制度与剩余公司治理、诚信义务治理三个维度建立了公司治理新的理论分析框架体系。这一分析框架能够解释公司治理中产生的种种矛盾和问题，包括控制权私有收益的泛滥问题。

(2) 通过数理模型分析了控制权私有收益的形成机理、发生动因，论证了投资者法律保护度与控制权私有收益的关系；通过理论和实证方法分析了控制权与现金流权的分离与控制权私有收益的关系，认为控制权私有收益的产生源于控股股东与上市公司利益的不一致，而控制权与现金流权的分离则放大了这种不一致。

(3) 比较分析了不同制度环境下控股股东攫取控制权私有收益的种种“隧道行为”，认为在成熟市场国家，隧道行为多表现为法律条文之外的个别自利侵占行为；而在新兴市场国家，则常表现为普遍性的直接或欺诈式侵占行为，危害更严重。针对近年来资本市场出现的日益严重的内幕交易现象，本书还专门对内幕信息操纵的市场反应与判别进行了实证研究，并对被称为“内幕交易第一案”的杭萧钢构案进行了典型案例分析。

(4) 从并购动机视角研究了控制权私有收益问题。通过典型案例和回归分析等方法研究了我国上市公司控制权转移的动机问题,发现2005年开始的股权分置改革、公司法修订等制度变革对并购动机产生了显著影响,即2001~2004年的并购样本具有显著的获取控制权私有收益动机,而之后的并购样本中则出现显著的差异。

(5) 从控制权特征视角研究了控制权私有收益问题。通过实证分析发现,随控制权的增加公司绩效呈“侵害—协同—掘壕”的非线性关系。这一结论与西方学者对西方资本市场的检验结果相反;但与中国香港资本市场的检验结果比较,形态类似而协同区间分布存在较大差距。本书对这一结论的解读是:关系形态类似,说明两地市场相同的文化导致了类似的公司行为;而协同区间存在较大差距,则反映了两地制度环境的差距。这进一步验证了研究中国公司治理问题不能脱离中国特殊的制度环境这一前提。

本书最后从推动整体上市、转变监管思路、完善信息披露、强化诚信机制等方面就治理控制权私有收益问题提出了政策建议。

本书的主要创新点或新发现包括:

(1) 在理论上,从外在制度与通用公司治理、内在制度与剩余公司治理、诚信义务治理三个维度建立了分析公司治理新的框架体系。

(2) 在实证上:一是证实了股权分置改革、公司法修订等制度变革对并购动机产生了显著的影响;二是发现了控制权与公司绩效之间的“侵害—协同—掘壕”关系,并具体确定了控制权的侵害(掘壕)区间。

(3) 在控股股东及其控制权和现金流权的认定方法上,本书没有简单地采用第一大直接股东的数据,而是通过层层追溯控制链辨认并合并了上市公司的最终控股股东及其一致行动人,以每条控制链最小持股数之和求控制权,以每条控制链持股数乘积之和求现金流权,通过逐一整理、认定和计算,取得了上市公司的实际控股股东及其掌握的控制权和现金流权的宝贵数据。

ABSTRACT

The traditional corporate governance theory is based on dispersed ownership and relationship of the owners with managers—entrusted with the agency relationship. However the dispersed ownership is not universal phenomenon, the shares of the listed companies in most countries and regions including China are not dispersed but quite concentrated. In the companies with quite concentrated ownership, the main agency issue is no longer the conflict between shareholders and managers, but that between controlling holders and minority shareholders. The core of agency is that the controlling holders occupy the interest of minority shareholders and up-take the private benefits of control by tunneling. Especially in emerging markets, the conflicts of interest are particularly serious, due to the unsound system for protection of small shareholders.

The paper has, at the same time from the two dimensions of system environment and control rights structures, made a systematic theory analysis and positive test on the private benefits of control of the listed companies in China. The main work and conclusions of the research are as follows: (1) By using the theory and method of new system economics to analyze the changing system, the paper has made detailed expositions on the constant changing system environment in China and its relationship with the private benefits of control of the listed companies and put forward the view of “unity of opposites”, namely corporate governance should emphasize the external system of social justice and internal system of efficiency. And from the three dimensions such as external system and general corporate governance, internal system and remaining corporate governance and fiduciary duty treatment, the paper has established a new theoretical analysis framework system. This analytic framework can explain various contradictions and problems arisen from corporate governance, including the spread of private benefits of control. (2) By using mathematical mode, the paper analysed the formation mechanism and motivation of private benefits of control, verified the relations of degree of le-

gal protection of investors and private benefits of control; with theoretical and empirical methods, the paper analysed the relations of the isolation of control rights from cash flow rights and private benefits of control, and the author believes that the private benefits of control stems from the inconsistency of controlling shareholders and benefits of listed companies while the isolation of control rights from cash flow rights enlarged the inconsistency. (3) The paper made a comparative analysis on various tunneling of occupying private benefits of control in different system environment and the author believes that in the countries of mature markets, tunneling is more often reflected as individual acts of self-occupation, outside the legal provisions, but in the countries of emerging markets, they are more often reflected as common and direct or occupation acts of fraud, which are more harmful. As in recent years the insider information manipulation has become a more and more serious phenomenon in capitalist markets, the paper has specially made a positive study on how to identify the insider information manipulation and how the market react to the phenomenon. The analysis on China's first insider trading case, the 'Hang Xiao Gang Gou' case, shows the points of the study in a more detailed way. (4) With view from the merger motives, the paper studied private benefits of control. By utilizing typical case and regression analysis, the paper made a study on the motivation of shifting control of the listed companies in our country. The author discovered the merging samples were of remarkable motivation of obtaining private benefits of control in 2001—2004, while in merging samples of 2005, he discovered that the reforms such as non-tradable share reform and company law amendment have remarkable impacts on merging motivation. (5) From the perspective of characteristics of control rights, the paper made a study on the private benefits of control. By using empirical analysis, the study found that with increase of control rights, the performance of the company shows the nonlinear relationship "expropriation—alignment—entrenchment". This conclusion is contrary to the test results of the western capitalist markets made by the western scholars, but compared with the test result of capitalist markets in Hongkong, they are of similar patterns, while alignment interval distribution has big differences. The paper interpretes the conclusion as follows: similar relationship form indicates the similar culture of the two markets leading to similar corporate behavior, while different alignment intervals means the gap between the two regions' system and environment. This further certifies that the study on China's corporate governance cannot be iso-

lated from the preposition of China's particular system environment. Finally the paper put forward policy suggestions on management on private benefits of control such as pushing the overall listing, regulatory changes thinking, improving information disclosure, strengthening the integrity mechanisms and so on.

The main innovations or new discoveries of the paper include: (1) theoretically, from the three dimensions such as external system and general corporate governance, internal systems and the remaining corporate governance and honesty governance obligations, the paper established a new system of analysing corporate governance framework system. (2) empirically, firstly the author verified that the reforms such as non-tradable share reform and company law amendment have remarkable impacts on merging motivation; secondly, the author discovered the relationship of control rights with the performance of the company "expropriation—alignment—entrenchment" and specifically determined the entrenchment intervals (digging trenches) of the control rights. (3) in the method of confirming the controlling shareholders, control rights and cash flow rights, this paper did not use the simple data of the first major shareholder, but through the layers of chain retrospection, the author identified and merged the ultimate controlling stockholders and concerted action people of the listed companies. Each chain to control the smallest number of holdings up demands control rights; the total product of each control chain's holding equals to cash flow rights. Through premium, identifying and calculating, the author has obtained valuable data of the actual controlling shareholders, the controlling rights and cash flow rights of the listed companies.

目 录

第1章 引言	1
1.1 选题依据与研究意义	1
1.2 本书逻辑框架与主要内容	4
1.3 本书主要创新点与新发现	7
第2章 文献回顾与评述	9
2.1 股权集中度与家族控制	9
2.2 控制权、现金流权与公司价值	10
2.3 控制权与控制权私有收益	13
2.4 投资者法律保护与控制权私有收益	15
2.5 结论性评述	17
第3章 控制权私有收益的制度环境分析	19
3.1 制度环境与控制权私有收益	19
3.2 外在制度、内在制度与公司治理	20
3.3 中国公司治理制度分析	35
第4章 控制权私有收益的形成机理分析	51
4.1 控制权私有收益的数理分析	51
4.2 控制权私有收益动因分析：控制权与现金流权的分离	53
4.3 控股股东攫取控制权私有收益的隧道行为分析	64
第5章 上市公司内幕信息操纵市场反应与判别：理论与实证	71
5.1 市场反应与判别相关研究概述	71

5.2	我国证券市场内幕信息操纵市场反应的实证检验	79
5.3	基于内幕信息操纵市场行为的判别研究	87
5.4	杭萧钢构案例分析	104
第6章	上市公司控制权转移动机：理论与实证	108
6.1	上市公司控制权转移及其影响因素	108
6.2	鸿仪系掏空上市公司案例分析	112
6.3	控制权转移动机实证分析	119
第7章	上市公司控制权特征与公司绩效：理论与实证	128
7.1	控制权特征与公司绩效相关研究概述	128
7.2	控制权特征与公司绩效关系的理论分析	132
7.3	控制权特征对公司绩效影响的实证检验	137
第8章	研究总结、局限与政策建议	148
8.1	研究总结	148
8.2	研究局限	149
8.3	政策建议	150
附录1	内幕信息操纵样本整理	153
附录2	建立识别模型的样本	155
附录3	654个样本相关指标列表	156
参考文献		172
后记		182

第1章

引言

1.1 选题依据与研究意义

(1) “控制权私有收益”概念的提出

控制权是指对公司所拥有的资源的决策支配权。拥有控制权的控股股东的利益除全体股东按现金流权比例获取的公司会计账户上的投资收益外，还包括控制权收益。

关于控制权收益问题，经济学家 Williamson 早在 1964 年就有论述。Grossman 和 Hart (1986) 则进一步开创了控制权理论的研究，并明确将公司收益分为货币收益和控制权收益两部分。在我国经济学界，周其仁 (1997)、张维迎 (1998) 是最早论述控制权收益问题的经济学家。但以上研究都是基于所有权和经营权分离（第一类代理问题）情况下，为解决公司经营者的激励回报问题而作的公司制度安排。本书研究的对象是在股权集中体系下控股股东对中小股东利益的侵占，即第二类代理问题，其控制权收益产生于基于控股股东对公司经营管理权控制的不公平交易或直接侵占，而非来自剩余收益索取的制度安排。故本书用“控制权私有收益”（Private Benefits of Control）一词，以示区别。

西方学者对股权集中体系下控制权私有收益问题的研究时间也不长。Dyck 和 Zingales (2004) 对控制权私有收益的定义是：“不论其来源如何，由控股股东单独占有、不在所有股东之间按比例进行分配的价值统称为控制权私有收益”^①。Johnson 等人 (2000) 则将金钱方面的控制权私有收益定义

^① Dyck A. , and Zingales L. , Private Benefits of Control: An International Comparison, Journal of Finance, 2004, V59, P. 544.

为“隧道行为”(Tunnelling),并把隧道行为分为控股股东“通过自利性交易行为转移公司资源”和“通过股权稀释等非资产转移性行为增大自己股份”两大类^①。Ehrhardt 和 Nowak (2003) 则将控制权私有收益分为金钱和非金钱两方面,并根据利益可转移性的高低,做了进一步的分类(见表 1-1 所示)。本书仅研究表现为金钱方面的控制权私有收益,即控股股东利用控制权通过合法的和非法的手段对上市公司资源的转移或利益的侵占。

表 1-1

控制权私有收益攫取方式分类

利益的可转移性		金钱方面(隧道行为)	非金钱方面
	高	自利性交易: 超过市场水平的薪酬 转移公司资源 以主观价格转换资产 低息贷款和担保	精神愉悦: 赢得世界级比赛 影响公众判断 拥有著名品牌 委派职位
	低	股权稀释行为: 内部人交易 渐进性并购 排挤或歧视小股东 低价增发新股	名誉: 社会声誉 家族传统 提升亲信 良好的人际关系

资料来源: Olaf Ehrhardt and Eric Nowak, 2003, Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation, EFA 2003 Annual Conference Paper No. 809, P. 9, <http://papers.ssrn.com>.

(2) 选题意义

我国上市公司普遍具有控股股东,而且呈现“一股独大”特征。目前最主要的代理问题不是股东和管理者的利益冲突,而是控股股东和中小股东的利益冲突问题(即第二类代理问题)。这种代理问题源于控股股东与上市公司利益的不一致,而控股股东控制权和现金流权的分离(使现金流权远远小于控制权),又放大了这种利益的不一致,助长了控股股东通过隧道行为侵害中小股东利益,攫取控制权私有收益的动机。自 2004 年以来,从格林柯尔系、托普系、飞天系、鸿仪系等,到 2007 年初揭露的银河系,控股股东“掏空”上市公司的恶性事件不断发生,尤其是在买壳上市的民营企业中问题尤为突出。

^① Johnson S., R. La Porta, F. Lopez-Silanes and A. Shleifer, 2000, Tunnelling, American Economic Review, 90 (2), P. 25.

过去由于我国上市公司实行股权分置,控股股东不易从资本市场上通过股票交易行为获取资本利得。因此,控股股东主要是通过直接或间接占用上市公司资金、违规担保贷款等手段侵占上市公司利益。随着我国股权分置改革的基本完成,限售股的逐步解禁,未来几年内我国资本市场将逐步进入真正的全流通时代。在新的环境下,第二类代理问题还会以新的更加隐蔽、更加难监管的形式暴露出来。如控股股东或其他大股东与机构投资者之间,或单独或合谋利用内幕信息操纵股票价格,损害中小投资者利益的现象已经成为当前资本市场关注的焦点之一。尤其是我国尚处于转型经济加新兴市场这一特殊发展阶段,这又进一步加重了上述第二类代理问题的复杂性和严重性。因此研究控股股东的侵占行为,研究控制权私有收益的形成机理,以及与制度环境、股权结构的关系,对于现阶段完善我国公司治理制度具有理论和实践意义。

(3) 研究目标

关于控制权私有收益问题的研究,西方学者主要围绕四个问题展开:一是定义问题,即什么是控制权私有收益;二是计量方法,即如何度量控制权私有收益;三是控制权私有收益的影响因素(包括限制控制权私有收益的因素);四是控制权私有收益对公司绩效的影响因素。由于控制权私有收益事实上是无法计量的,因此,对控制权私有收益的定量分析基本上是间接的。如以涉及控制权转移的大宗股权交易价格与市价的差额(即控制权溢价)来间接代表控制权私有收益;以影响控制权溢价大小的因素,以及控制权与公司绩效的关系来间接研究控制权私有收益的影响因素以及对公司绩效的影响。中国资本市场是一个处于转型期中的新兴市场,制度环境尚在不断完善之中,控制权市场很不成熟。事实上,大多数控制权转移发生在经营面临困境的公司中,并且存在着显著的行政性资产重组特征。因此,简单地定量分析控制权溢价的大小不能真实地反映我国资本市场的控制权私有收益问题,更不能反映我国上市公司控股股东对中小股东利益的侵害情况。

笔者认为,在控制权私有收益问题上,中国资本市场与西方成熟市场不具可比性,在研究重点上应有所区别。在转型经济加新兴市场环境下,研究中国特有制度环境与控制权私有收益的关系,研究控制权转移是否存在获取控制权私有收益因素,研究不同控制权特征所反映的利益侵占效应和利益协同效应问题等,对我国公司治理制度的完善更具有现实意义。因此本书采取同时从制度环境和股权(控制权)结构两个维度分别建立理论分析框架和实证检验模型,对中国控制权私有收益的制度环境、形成机理、影响因素等

进行系统研究，并提出相应的治理对策。

1.2 本书逻辑框架与主要内容

本书研究的逻辑框架如图 1-1 所示。

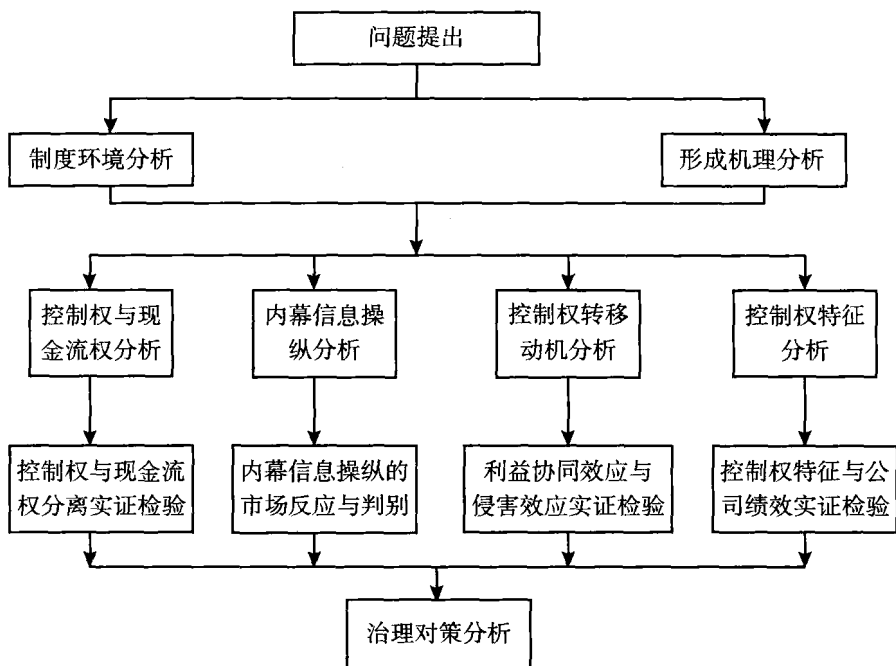


图 1-1 本书逻辑框架

本书共八章，各章的内容安排如下：

第 1 章为引言，开门见山地提出了资本市场控制权私有收益问题，并阐述问题研究的目的、意义、目标，以及研究的主要内容、创新点和新发现。

第 2 章为文献回顾与评述。公司治理第二类问题的产生与所有权（控制权）特征、制度环境是密切相关的。本章从制度安排、股权结构、控制权结构等方面对国内外相关研究做了回顾，并结合中国资本市场和公司治理实际，就研究成果在中国资本市场的适应性进行了评述。这些评述观点部分地成为本书研究的逻辑起点。

第 3 章为控制权私有收益产生的制度环境分析。笔者认为，中国资本市

场处于“转型经济加新兴市场”这一特殊制度环境中，与西方资本市场具有相对稳定和成熟的制度环境不同，制度环境的不断变迁是中国资本市场的基本特色。本章笔者运用新制度经济学分析制度变迁的理论和方法，对中国处于不断变迁中的制度环境以及与控制权私有收益的关系进行了详细论述。主要观点包括：公司治理制度是强调社会公正的外在制度与强调公司效率的内在制度的“对立统一体”，外在制度、内在制度、诚信机制，以及对应的通用公司治理、剩余公司治理、诚信义务治理必须均衡发展；新兴市场公司治理制度的外生性和由政府主导下的强制性制度安排导致了市场自身秩序的发育不良；市场秩序的失衡又进一步加剧了道德秩序的失衡。中国的公司治理机制表现为外在制度不完备，内在制度功能缺陷，社会诚信机制缺失，从而导致了控股股东攫取控制权私有收益的泛滥。但 2005 年开始的公司法修订和股权分置改革明显改善了中国的公司治理制度环境。

第 4 章为控制权私有收益的形成机理分析。本章首先在 La Porta 等 (2002) 构建的控股股东治理模型的基础上，从制度环境的维度对模型进行了扩展，通过数理分析论证了控制权私有收益的发生动因及其存在的影响因素，并在理论分析和数理证明的基础上形成了本书实证分析的理论假说；接着从理论上分析了控制权与所有权（现金流权）分离的动机、方法以及与控制权私有收益的关系。由于“所有权和控制权分离主要存在于家族控制公司和小公司”^①（Claessens 等，2002），因此，本章还对我国由自然人或家族控制的上市公司控制权与现金流权的分离情况做了实证分析，发现东亚和西欧上市公司中最终控股股东控制权与现金流权分离的现象在我国同样存在。本章还比较分析了不同制度环境下控股股东攫取控制权私有收益的种种隧道行为，认为在成熟市场国家，隧道行为多表现为法律条文之外的个别自利侵占行为；而在新兴市场国家，则常表现为普遍性的直接或欺诈式侵占行为，危害更严重。

第 5 章为上市公司内幕信息操纵市场反应与判别：理论与实证。针对近年来资本市场出现的日益严重的内幕交易现象，本章在上述一般分析控股股东攫取控制权私有收益的种种隧道行为的基础上，专门对控股股东或内部人进行内幕信息操纵的市场反应与判别进行了实证研究，并对被称为“中国牛市内幕交易第一案”的杭萧钢构案进行了典型案例分析。

第 6 章为上市公司控制权转移动机：理论与实证。本章从并购动机视角

^① Claessens S., Djankov S. and Larry Lang, 2000, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, Journal of Financial Economics 58, P. 82.

研究了控制权私有收益问题。国内外同类研究多集中在控制权转移的溢价水平分析,由于中国上市公司控制权转移大多发生在经营陷入困境的公司中,交易对象是非流通股,不少公司控制权的易手是由政府行为决定的。因此,笔者认为,中国控制权市场与西方成熟市场不具有可比性,控制权转移的溢价水平也不能真实反映控制权私有收益水平。为此,本章通过典型案例和样本回归分析等方法重点研究控制权转移的动机问题。而且为使研究结果能更好地反映控股股东的市场化行为,笔者在研究中还剔除了由非市场行为产生的控制权转移样本,仅选择购买方为自然人或家族控制的公司样本。根据并购理论,无论是横向或纵向业务并购,都能为公司带来协同效应,但通过对2001~2004年的并购样本作实证检验,没有发现明显的协同效应,控制权转移是为了获取控制权私有收益;而对之后样本的实证检验却出现了与2001~2004年不同的结果,初步显现“协同效应”。这初步验证了前面笔者对中国制度环境的分析。

第7章为上市公司控制权特征与公司绩效:理论与实证。本章从控制权特征视角研究了控制权私有收益问题。股权或控制权结构是公司内部治理机制的基础,自然也是影响控制权私有收益的基本因素。西方学者同类研究多集中在管理层持股、家族控股与公司绩效的关系。我国资本市场管理层持股尚不普遍,而国家控股与控制权私有收益的关系不是本书研究的范畴。为了使研究结果更好地反映控股股东的真实市场行为,本书研究仅选取公司最终控制者由自然人(含管理层)或家族控制的公司样本。通过实证分析,笔者发现随控制权的增加,公司绩效呈“侵害-协同-掘壕”的三次方非线性关系。这一结论与西方学者对西方资本市场的检验结果相反,但与Christina(2005)对中国香港市场的研究类似,但是我们的“协同”区间很小,而“侵害”和“掘壕”区间很大。笔者的解读是:关系形态类似,说明两地市场相同的文化导致了类似的公司行为;而协同区间存在较大差距,则反映了两地制度环境的差距。这进一步验证了研究中国公司治理问题不能脱离中国特殊的制度环境这一前提。

第8章为研究总结、局限与政策建议。首先对本书的主要研究发现做了基于我国制度环境的理论总结;由于本书研究期间正处于我国资本市场基础制度变革期,制度变迁对控股股东市场行为影响的经验数据尚不充分,这在一定程度上影响了某些实证结论的可靠性。本章对这些局限性做了分析;最后,根据研究结论就增强我国公司治理的有效性,限制控制权私有收益现象的发生提出了政策建议。



1.3 本书主要创新点与新发现

本书的主要创新点与新发现表现在以下几方面：

(1) 运用比较制度经济学分析制度变迁的理论与方法，建立了基于中国“转型经济加新兴市场”环境的控制权私有收益理论分析体系。本书提出了公司治理制度是强调社会公正的外在制度和强调公司效率的内在制度的“对立统一体”的观点，并从外在制度与通用公司治理、内在制度与剩余公司治理、诚信义务治理三个维度建立了公司治理新的理论分析框架体系。这一分析框架能够解释公司治理中产生的种种矛盾和问题，包括控制权私有收益的泛滥问题。

(2) 通过对资本市场上发生过内幕信息操纵的案件的实证分析，发现贝塔系数 (BETA) 和累积超常收益率 (CAR) 能有效地识别出内幕信息操纵的发生，并且 BETA 在识别能力上要优于 CAR。通过 Logistic 和 BP 神经网络两个判别模型的对比分析，肯定了 BP 神经网络模型更优越的判别能力；同时还发现加入各自变量的交叉项后均能提高两个模型的判别率特别是对内幕信息操纵的正确判别率。

(3) 从并购动机视角研究了控制权私有收益问题。通过典型案例和回归分析等方法研究了我国上市公司控制权转移的动机问题，发现 2001 ~ 2004 年的并购样本具有显著的获取控制权私有收益动机，而在之后的并购样本中则发现了股权分置改革、公司法修订等制度变革对并购动机产生的影响。

(4) 从控制权特征视角研究了控制权私有收益问题。发现随控制权的增加，公司绩效呈“侵害—协同—掘壕”的三次方非线性关系。这一结论与大多数英美学者“协同—掘壕—协同”的研究结果相反，但与 Christina (2005) 对中国香港上市公司的研究结果相同。进一步的验证发现，我们的关系形态虽与 Christina 的研究结果相同，但区间大小存在较大差距。中国香港市场的控制权协同区间为 16.86% ~ 63.17%，这一区间的公司占总样本的 56.2%；而内地市场的控制权协同区间为 37% ~ 49.16%，这一区间的公司占总样本的 15.73%。笔者对这一发现的解读是：关系形态相同，是因为两地有相同的文化，从而导致了类似的公司行为；而利益协同区间存在较大差距，则反映了两地制度环境上的差距。这进一步说明了本书首先从制度环境入手讨论控制权私有收益问题的必要性。