

刘立燕◎著

KONGGU GUDONG CHAOKONGZHIQUAN SHOUYI DE
CHENGYIN YU GUIZHI YANJIU

控股股东超控制权收益的 成因与規制研究

中国社会科学出版社

刘立燕◎著

KONGGU GUDONG CHAOKONGZHIQUAN SHOUYI DE
CHENGYIN YU GUIZHI YANJIU

控股股东超控制权收益的 成因与规制研究



中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

控股股东超控制权收益的成因与规制研究 / 刘立燕著. —北京: 中国社会科学出版社, 2012. 11

ISBN 978 - 7 - 5161 - 1707 - 1

I. ①控… II. ①刘… III. ①上市公司—股权结构—研究
IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 263573 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 王 曦
责任校对 张玉霞
责任印制 戴 宽

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号(邮编 100720)
网 址 <http://www.csspw.cn>
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京君升印刷有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2012 年 11 月第 1 版
印 次 2012 年 11 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 10.25
插 页 2
字 数 150 千字
定 价 38.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社联系调换

电话: 010 - 64009791

版权所有 侵权必究

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 问题的提出和研究的意义	(1)
第二节 对相关研究的回顾与评述	(5)
第三节 研究框架与可能的突破	(23)
第二章 上市公司控股股东超控制权收益及其成因的理论分析	(27)
第一节 基于企业能力理论的控制权收益与超控制权收益	(27)
第二节 超控制权收益的性质与特征	(32)
第三节 上市公司控制结构与超控制权收益关系的理论分析	(36)
第四节 上市公司法律环境与超控制权收益关系的理论分析	(42)
第五节 上市公司信息披露质量与超控制权收益关系的理论分析	(49)
本章小结	(53)
第三章 我国上市公司控股股东超控制权收益成因的实证研究	(54)
第一节 超控制权收益的度量及分析	(54)
第二节 上市公司金字塔控制结构与超控制权收益关系的实证研究	(58)

第三节	法律保护 and 市场化进程与超控制权收益关系的实证研究	(72)
第四节	上市公司信息披露质量与超控制权收益关系的实证研究	(81)
本章小结		(88)
第四章	我国上市公司控制结构与超控制权收益的规制	(90)
第一节	我国上市公司金字塔控制结构与超控制权收益	(90)
第二节	上市公司控制结构规制的国际比较	(103)
第三节	规制我国上市公司控制结构的思路	(106)
本章小结		(111)
第五章	我国上市公司法律环境与超控制权收益的规制	(112)
第一节	我国超控制权收益法律规制的演变与现状	(113)
第二节	国外超控制权收益法律规制的经验	(119)
第三节	我国上市公司控股股东超控制权收益法律规制的措施	(123)
本章小结		(126)
第六章	我国上市公司信息披露与超控制权收益的规制	(127)
第一节	我国上市公司信息披露质量与超控制权收益	(127)
第二节	我国上市公司控制权结构信息披露制度的完善	(130)
第三节	我国上市公司关联交易信息披露制度的完善	(136)
本章小结		(143)
第七章	结论和展望	(144)
参考文献		(147)
后记		(159)

第一章 导论

第一节 问题的提出和研究的意义

一 问题的提出

我国绝大多数上市公司都由一个法人控股股东控制，在这个法人控股股东之上往往还有控股股东，直至最终控股股东（以下简称“最终控制人”）。最终控制人可能是自然人、家族或由国家控制的机构。它们与其他成员企业共同构成了由最终控制人控制的呈金字塔结构的企业集团。

企业集团作为企业组织的高级发展形式而出现，并日益成为经济的主导甚至主宰，其内部多法人的组织结构和复杂的权责关系，给公司治理研究带来了新的挑战 and 新的契机。获取规模经济和范围经济、规避机会主义和道德风险、减少市场交易的不确定性，本来是企业集团形成的主要动机。在拉·波塔（La Porta）的系列论文发表之前，很少有研究关注控股股东的掏空现象，上市公司金字塔控制结构的现象及其影响也没有受到过多的关注。相关研究文献的主流观点是企业集团的协同效应（Synergy Effect），而这也基本符合美国资本市场的总体状况。

东亚经济的崛起，使学者们开始关注东亚经济崛起背后的种种因素，起初，有关研究主要关注的是相关国家和地区的产业政策和国家在经济发展中的主导作用。1997年东南亚金融危机的爆发，东亚国家企业高度集中的所有权、金字塔控制的层级结构及其形成的原因和产生的影响引起了学者们对这个问题的兴趣。

研究发现,多数国家上市公司的股权结构并不是普遍分散的,而是相对集中。拉·波塔等(La Porta et al.)^①发现,在27个发达国家,上市公司的股权结构相当集中;克雷森斯等(Claessens et al.)^②发现,发展中国家的上市公司所有权更加集中;费雪和朗(Faccio and Lang)^③发现,除英国和爱尔兰外,其他11个西欧国家上市公司的股权都相当集中。上述研究结果表明,世界上的大多数国家,很多大企业中存在控股股东。控股股东被认为能够监督公司的管理和运营从而降低代理成本,然而他们的研究表明,大型公司存在的主要代理问题已经不是传统意义上的经理人与股东之间的利益冲突,而是控股股东牟取控制权收益、侵占中小股东和其他利益相关者利益的问题。阿尔梅达和沃弗森(Almeida and Wolfenzon)^④的模型表明,在缺少投资者保护的国家,组建企业集团的目的在于控股股东可以利用集团的金字塔结构侵占外部投资者的利益。集团内部形成的资本市场和要素市场为控股股东通过关联交易掏空上市公司资产提供了可能。在缺乏严格的法律机制和投资者保护机制的情况下,内部资本市场就可能成为控股股东侵占中小股东利益的工具和途径。由此,控股股东侵害中小股东以获取控制权私人收益的问题逐渐成为研究的焦点。

我国学者的研究也表明,控股股东在控制权收益的驱动下,有强烈的掏空上市公司的动机,原本在于提高资本配置而存在的企业集团内部资本市场,部分地被异化为进行利益输送的渠道,严重侵害了中

① R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 1999 (54) .

② S. Claessens, S. Djankov and Larry H. P. Lang, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, 2000 (58) .

③ M. Faccio and Larry H. P. Lang, The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, 2002 (65) .

④ H. Almeida and D. Wolfenzon, A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups, *Journal of Finance*, 2006 (61) .

小股东和其他利益相关者的利益^{①②③④}。

二 研究目标与研究意义

广义的控制权收益包括控制权共享收益和控制权私人收益。狭义的控制权收益仅指控制权私人收益 (Private Benefits of Control)，它指的是控制性股东 (Controlling Shareholder) 利用控制权谋得的利益。

现有研究普遍认为控制权收益的存在降低了企业价值。如林斯 (Lins)^⑤ 以 18 个国家 1433 个公司为样本，发现当最终控制人的控制权超过现金流权时，公司市场价值下降。研究还发现，控制权收益影响到了公司的融资行为和融资成本。津格内尔斯 (Zingales)^⑥ 指出，控制权私人收益大的国家，企业家不愿意上市，即使上市也更愿意保持对企业的控制。他们发现，控制权私人收益每增加一个单位的标准差，外部市场权益融资占 GNP 的比例下降 48%，非控制性股东权益比例下降 6%，私有化出售的公司比例上升 35%。江伟、肖珉^⑦ 的实证检验结果显示：当大股东控制公司时，公司融资决策并未服从公司价值最大化的目标。

然而，理论界对控制权收益的界定并不一致。正如贾明等所指出的那样，“虽然大量研究用到控制权私人收益这一概念，但是都过于笼统，这也影响了研究之间的可比性和关联性。由于对控制权私人收

① 朱红军、汪辉：《“股权制衡”可以改善公司治理吗？——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究》，《管理世界》2004 年第 10 期。

② 刘峰、贺建刚、魏明海：《控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究》，《管理世界》2004 年第 8 期。

③ 王鹏、周黎安：《控股股东的控制权、所有权与公司绩效：基于中国上市公司的证据》，《金融研究》2006 年第 2 期。

④ 柳建华、魏明海、郑国坚：《大股东控制下的关联投资：“效率促进”抑或“转移资源”》，《管理世界》2008 年第 3 期。

⑤ Karl V. Lins, Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003 (38) .

⑥ L. Zingales, Insider Ownership and the Decision to Go Public, *Review of Economic Studies*, 1995 (62) .

⑦ 江伟、肖珉：《控制权利益与上市公司的融资决策》，2004 年“第四届会计与财务问题国际研讨会——会计教育改革与发展”会议论文，<http://dlib.cnki.net>。

益定义上的不一致,也直接影响到对控制权私人收益度量上的可比性”^①。在多数文献中,都将控制权收益,特别是控制权私人收益看做是大股东对中小股东的利益侵害。然而,控制权收益成本补偿理论和超控制权收益概念的提出,使我们不得不重新审视控制权收益是否具有一定的合理性。“如果对此不加以澄清和修正,既会导致理论上的一系列混乱,也不利于我国现实中公司控制权市场的生成和发展,并可能导致资本市场的监管建立在错误的理论基础上。”^②

不仅如此,以控制和被控制为基础,以母子公司为形态的企业集团,作为当今世界最重要的一种经济组织,在我国经济的发展和参与国际竞争中扮演着极其重要的角色。企业集团通过节省交易费用、降低交易的不确定性和风险,从而具有获取规模经济、范围经济和网络经济的诸多优势。如果企业集团集中的所有权结构必然导致控股股东侵害问题的话,那么切断控制关系是根本的解决途径,但这显然与我国建立具有国际竞争力的企业集团的目标背道而驰。既然不能切断控制关系,那么应该如何在保持有效控制的同时遏制控股股东的侵害呢?

或许我们首先需要重新认识控制权收益,控制权收益是否具有一定的合理性?如果它具有合理性的话,那么来源是什么?如何区分合理的控制权收益和不合理的控制权收益?不合理的控制权收益产生的原因是什么,又如何对其进行规制呢?本书尝试对这些问题展开研究。

通过对这些问题的研究,本书拟达到的研究目的是:阐明控制权收益及其来源,特别是不合理的控制权收益(即超控制权收益)及其产生的深层次原因,并通过实证研究加以验证,来探讨超控制权收益规制的有效途径。

本研究的意义在于:

首先,从理论上,通过分析超控制权收益的性质和特征,以及其

① 贾明、张喆、万迪:《控制权私人收益相关研究综述》,《会计研究》2007年第6期。

② 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》,《经济研究》2007年第2期。

产生的深层次原因,澄清关于控制权收益概念上的一些认识,并为如何监管控股股东的侵害行为奠定理论基础,有助于我们进一步完善资本市场相关基础性制度的建设,促进资本市场的健康发展。

其次,从实践上,理清控制权收益的合理与不合理的方面,也有助于我们认识如何在减少控股股东侵害的同时,促进合理的控制权收益的获取,促进企业集团的健康发展。

再次,本书也为整体上市政策提供了一定的理论支撑。

最后,本书还将丰富有关控制权收益的理论研究,并为之提供来自中国资本市场的经验证据。

第二节 对相关研究的回顾与评述

关于控制权收益,多数研究将其定位于对小股东和其他利益相关者的侵害。近年来,开始有学者关注到控制权收益合理性的一面。

一 作为侵害的控制权收益

(一) 控制权收益的概念

控制权收益这一概念最早由格罗斯曼和哈特(Grossman and Hart)提出。格罗斯曼和哈特区分了两类控制权收益:控制权私人收益(Private Benefits of Control)和股权控制权收益(Security Benefits of Control),他们把控制权私人收益定义为经理或并购者(Acquirer)获得的、不能为其他人所分享的收益,而后者则指公司所有股票的总市值^①。此后学者通常将控制权收益分为控制权私人收益与控制权共享收益。

控制权共享收益被认为是由于控股股东治理作用带来的公司价值的提升,中小股东也应该分享该部分收益。控制权共享收益的产生是因为资产联合所产生的协同效应和大宗股权的监督激励。巴克利和霍

^① S. Grossman and Oliver D. Hart, One Share - one Vote and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, 1988 (20) .

尔德内斯 (Barclay and Holderness)^① 认为, 控制权的变更改善了公司治理, 加快了管理层更换和提高了重组活动的强度。他们的实证研究也表明, 大宗股权转让伴随着正的超常收益, 因此平均来说是创造价值的。

控股股东同样有动力使用投票权来消耗公司资源, 或者独占中小股东无法分享的收益, 这就是控制权的私人收益^②。以巴克利和霍尔内斯为代表的研究认为大宗股权的交易溢价反映了预期的控制权私人收益。王鹏、周黎安^③的研究表明, 控股股东在控制权收益的驱动下有强烈的掏空上市公司的动机, 原本在于提高资本配置而存在的企业集团内部资本市场部分地被异化为进行利益输送的渠道。

多数学者在提到控制权收益时, 一般指的是其狭义的概念, 即控制权私人收益。除非特别指明, 本书亦沿用这种提法。

(二) 控制权收益的度量

1. 国外学者的研究

既然控制权私人收益是控股股东通过掌握控制权所能获得的额外收益, 那么如何度量这种收益呢? 戴克和津格内尔斯 (Dyck and Zingales) 认为^④, “直接测量控制权私人收益是非常困难的。只有当证实或发现控制性股东攫取公司资源来获得个人收益的行为非常困难或者不可能时, 控制性股东才会这么做。如果控制权私人收益很容易度量, 那么这些收益就不是私人的, 因为外部股东可以通过法律来要求补偿这部分损失”。因而学者们尝试着用间接的方法来度量这种收益, 主要的间接测量方法有两种:

(1) 基于大宗股权转让的交易溢价来估计控制权私人收益水平

基于大宗股权转让溢价来估计控制权私人收益水平的理由是: 如

① Michael J. Barclay and Clifford G. Holderness, Negotiated Block Trades and Corporate Control, *Journal of Finance*, 1991 (46) .

② Ibid.

③ 王鹏、周黎安:《控股股东的控制权、所有权与公司绩效: 基于中国上市公司的证据》,《金融研究》2006年第2期。

④ A. Dyck and L. Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, 2004 (59) .

果所有股东所获得的收益都是基于所持有的股份,那么大宗股权转让的交易价格应该就是当天股票的交易价格。但是,如果大宗股权持有者能够通过所掌握的控制权获得不能为中小股东所分享的收益,那么大宗股权的转让价格就会以溢价方式进行。沿着这个思路,巴克利和霍尔德内斯^①采用每股交易溢价来估算控制权私人收益,即用大宗股权转让价格减去转让信息公告后第二天的市场交易价格的部分。他们分析了1978—1982年在纽约证券交易所和美国证券交易所发生的63项私下协议的大宗股权的交易价格,发现该交易价格要明显高于消息事后被宣布时市场的价格,溢价的平均水平达到20%,他们认为这一溢价反映了控制权的价值。

此后,学者们对这种方法进行了不同的修正,如尼克达诺和森比勒尼(Nicodano and Sembenelli)^②通过分析大宗股权转让过程中控制权发生转移的概率来修正巴克利和霍尔德内斯的方法,并且指出他们的方法并没有考虑控制权转移这一因素的影响;戴克和津格内尔斯^③通过分析转让溢价和控制权私人收益之间的理论关系,引入谈判力系数来修正以上估计方法。

(2) 基于具有不同投票权的股票的交易差价来估计控制权私人收益水平

对于发行具有不同投票权股票的公司而言,投票权(代表公司控制权)也是有价值的,因此学者们尝试通过比较具有相同现金流量权但是具有不同投票权的股票价格,来估计控制权私人收益的大小。利斯、麦克内尔和米克尔森(Lease, McConnell and Mikkelsen)^④研究表明,当一个企业有两种发行在外的股票,两种股票其他的权利

① Michael J. Barclay and Clifford G. Holderness, Private Benefits from Control of Public Corporations, *Journal of Financial Economics*, 1989 (25) .

② G. Nicodano and A. Sembenelli, Private Benefits, Block Transaction Premiums and Ownership Structure, *International Review of Financial Analysis*, 2004 (13) .

③ A. Dyck and L. Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, 2004 (59) .

④ Ronald C. Lease, John J. McConnell and Wayne H. Mikkelsen, The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations, *The Journal of Business*, 1984 (57) .

都一样,除了在投票权上有所区别,则拥有较多投票权的股票通常比拥有较少投票权的股票存在约 5% 的溢价。津格内尔斯^①通过对美国上市公司不同投票权的价差进行研究,发现美国上市公司投票权股票相对于无投票权股票可以取得约 3.05% 的控制权溢价收益。津格内尔斯^②通过研究米兰证券交易所上市公司的投票权股票相对于无投票权股票的转让溢价,发现意大利公司控制权溢价为公司股票市价的 16%—37%。莱维 (Levy)^③ 进行的一项类似研究则发现以色列公司的控制权溢价约为股票市价的 45.5%。

2. 国内学者的研究

中国的上市公司没有投票权股票和非投票权股票之分,测度控制权私人收益的主要方式是大量交易溢价。在研究中,大体上有两种思路:

(1) 以每股净资产取代股票市价修正巴克利 (Barclay) 的模型

在巴克利等学者的研究中,控制权溢价是通过控制权交易的成交价格与市场交易价格之间的差额来描述的。但直至股权分置改革前,中国的上市公司存在着大量未流通的国有股和法人股,真正流通的流通股只占总股本的一小部分,这种状况使得中国绝大部分上市公司的并购既不可能通过二级市场公开要约收购,也不可能对非流通股的大宗协议转让按照二级市场交易价格定价,因此相关的模型多以每股净资产取代消息宣布后的股票市价,来计算控制权的溢价。

唐宗明和蒋位^④以 PA 表示大宗股权转让的每股交易价格, PB 代表被转让股份的每股净资产,则转让溢价 (即控制权的价格 CP) 定义为:

① L. Zingales, What Determines the Value of Corporate Votes? *Quarterly Journal of Economics*, 1995 (110) .

② L. Zingales, The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience, *the Review of Financial Studies*, 1994 (7) .

③ H. Levy, Economic Valuation of Voting Power of Common Stock, *Journal of Finance*, 1982 (38) .

④ 唐宗明、蒋位:《中国上市公司大股东侵害度实证分析》,《经济研究》2002 年第 4 期。

$$CP = (PA - PB) / PB$$

他们选择了 1999—2001 年，沪深两市 88 家上市公司共 90 项大宗国有股和法人股转让事件作为样本，发现样本公司的平均转让价格高于净资产价值近 30%。

姚先国和汪炜^①以 CP 代表控股股东私有收益， TP 代表存在控制权转移的大宗股权转让价格， NA 代表被转让股份的每股净资产， EP 代表投资者对目标企业增长率的合理预期，构建控制权溢价度量模型如下：

$$CP = (TP - NA) / NA - EP$$

他们发现，样本公司转让股份的协议价格平均高于其每股净资产达 49.8%，扣除增长预期以后的控制权溢价也达到 43.19%，表明上市公司的控制权是一种十分有价值的权力。

唐宗明、余颖和俞乐^②则考虑上市公司流通股和非流通股之间的数量关系来修正巴克利和霍尔德内斯的公式。他们发现我国上市公司控制权转让价格高出公司每股净资产价值平均水平的 25.08%，各年控制权溢价比例呈逐年递增趋势，反映为获得控制权，受让方愿意付出更高的溢价。

(2) 比较控制性股权转让和一般股权转让的价格差异

叶康涛^③根据中国上市公司非流通股转让交易中控股股份与非控股股份在转让价格上的差异，对中国的上市公司控制权的隐形收益控制权溢价进行了分析。他定义 C 为公司控制权的隐形收益， P_c 为具有控制权但不具有流动性的非控股、非流通股份价值。 P_o 为既不具有控制权又不具有流动性的非控股、非流通股份价值，则控制权溢价度量如下：

① 姚先国、汪炜：《公司治理与购并动机》，《上海证券报》2003 年 4 月 29 日，第 4 版。

② 唐宗明、余颖、俞乐：《我国上市公司控制权私人收益的经验研究》，《系统工程理论方法应用》2005 年第 6 期。

③ 叶康涛：《公司控制权的隐形收益——来自中国非流通股转让市场的研究》，《经济科学》2003 年第 5 期。

$$C = P_c - P_o$$

朱峰、曾五一^①的研究思路是将上市公司的股权交易分为控股权与一般股权两组，比较两组股权溢价水平的差异，分析两组样本是否来自不同的总体，从而判断控股权是否存在高于一般股权的超额溢价。他们将股权溢价率和控股权超额溢价率定义如下：

股权溢价率 = (每股交易价格 - 每股净资产) / 每股净资产

控股权超额溢价率 = 控股权溢价率 - 一般股权溢价率

他们发现在上市公司股权交易中，控股权交易的平均溢价水平与一般股权的平均溢价水平存在显著差异，控股权的每股平均超额溢价率大约为上市公司每股账面净资产的 12%。实证分析结果证实了控股权存在高于一般股权的价值。

(三) 控制权收益的影响因素

1. 公司治理环境

拉·波塔等的一系列研究表明法律是重要的。他们^{②③}研究指出，处于民法系的国家，与处于普通法系的国家相比，对中小投资者的保护更为不力，控制权收益的水平也更高。通过对不同法系下“隧道行为”(Tunneling)的研究，特别是对合法情形下的“隧道行为”的研究，他们指出，在民法系国家中控股股东侵占行为更加普遍。

莱诺华(Nenova)^④的研究表明，在股东利益保护变量(执法环境、投资者保护程度、并购法和公司章程等)观测值最低的国家，控制权价值为 48%，而在观测值最高的国家，控制权价值仅为 5%；大陆法系国家(投资者保护程度较差)的控制权价值比英、美普通法系国家(投资者保护程度较好)的控制权价值大。戴克和津格内

① 朱峰、曾五一：《上市公司控股权溢价研究》，《东南学术》2002 年第 5 期。

② R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and Robert W. Vishny, Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 1998, (106) .

③ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and Robert W. Vishny, Agency Problems and Dividend Policies Around the World, *Journal of Finance*, 2000 (55) .

④ Tatiana Nenova, The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis, *Journal of Financial Economics*, 2003 (68) .

尔斯^①在《公司控制权的私人收益之国际比较》的研究中,证实了法律保护能够约束控制权私人收益,对少数股东较高水平的法律保护和法律执行力度将导致较低的控制权收益水平。

法律之外的制度因素,包括产品市场的竞争,来自雇员的内部压力和道德准则,以及公众舆论和公司税的执行也会影响控制权收益的水平。产品市场的潜在竞争将会减少可供转移的租金从而降低控制权收益水平^②。戴克和津格内尔斯^③发现产品市场竞争程度每增加一个标准差,控制权价值下降 5.5%;报纸发行量每增加一个标准差,控制权价值下降 5.8%。此外,帕格诺和沃尔平(Pagano and Volpin)^④、戴克和津格内尔斯^⑤从雇员的视角,可菲(Coffee)^⑥从道德约束的视角,斯图尔茨和威廉姆森(Stultz and Williamson)^⑦从文化的视角研究了它们与控制权收益之间的关系。

我国学者叶会、李善民^⑧以 2001—2004 年上市公司控制权交易事件为样本,利用政府干预指数、市场化指数和法治水平指数作为治理环境的替代变量,研究发现,治理环境能够有效地约束控股股东获取私有收益的行为,进而降低控制权交易价格。朱峰、曾五一^⑨的研究表明由政府主导的控股权交易溢价水平通常小于市场主导的溢价水

① A. Dyck and L. Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, 2004 (59) .

② A. Shleifer and R. Vishny, A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 1997 (52) .

③ A. Dyck and L. Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, 2004 (59) .

④ M. Pagano and P. Volpin, the Political Economy of Corporate Governance, working paper, 2000, papers. ssrn. com.

⑤ A. Dyck and L. Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, 2004 (59) .

⑥ J. Coffee, Do norms matter? A Cross - country examination of Private Benefits of Control, working paper, 2001, papers. ssrn. com.

⑦ R. M. Stultz and R. Williamson, Culture, Openness and Finance, *Journal of Financial Economics*, 2003 (70) .

⑧ 叶会、李善民:《治理环境、政府控制和控制权定价》,《南开管理评论》2008 年第 5 期。

⑨ 朱峰、曾五一:《上市公司控股权溢价研究》,《东南学术》2002 年第 5 期。

平,凸显了国内股票市场非流通股交易定价中政策性因素的主导作用,交易的市场效率和流动性缺失严重,从一个侧面反映了国内股票市场发展的阶段性特征。姚先国和汪炜^①发现,发达国家或地区大宗股权转让溢价水平普遍低于发展中国家,这与发达国家或地区上市公司较为分散的股权结构和利益相关者的治理作用相联系,也与这些国家或地区存在着较为完善的中小投资者保护法律和法规相一致。

2. 交易因素和公司特征因素

国内外学者就公司层面上影响控制权收益水平的因素的研究比较多。费拉托茨和米其威茨 (Filatotchev and Mickiewicz)^②发现控制权私人收益大小与所有权集中度、债务利息率负相关,与控制性股东出资额、项目折旧率正相关,债务融资对控制权私人收益的约束作用有限,并且当控股股东通过关联交易给公司提供贷款时还会激发侵占行为以提高控制权私人收益水平。克雷森斯等^③基于9个东南亚国家(地区)的市场公开数据,实证研究发现控制权私人收益与控制权和现金流量权的分离程度正相关。戴克和津格内尔斯^④研究显示:处于财务困境中的公司控制权溢价比平均低5.5个百分点;权益发行方式对控制权溢价有正的影响,但统计上不显著;国外购买者面临着更激烈的竞争(因为这一事实表明交易是公开的且有大量的潜在买家),国外买者支付的溢价平均为6%。

唐宗明和蒋位^⑤发现随着转让股份比例的上升,转让价格也随之上升,并且在统计上显著;但溢价水平与被转让股份比例之间并不是简单的线性关系,且在超过25%的水平上,大股东从控制权中获得

① 姚先国、汪炜:《公司治理与购并动机》,《上海证券报》2003年4月29日,第4版。

② I. Filatotchev and T. Mickiewicz, Ownership Concentration, Private Benefits of Control and Debt Financing, Working Paper, <http://papers.ssrn.com>.

③ S. Claessens, S. Djankov, J. P. H. Fan and L. H. P. Lang, Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia, papers.ssrn.com.

④ A. Dyck and L. Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, 2004 (59).

⑤ 唐宗明、蒋位:《中国上市公司大股东侵害度实证分析》,《经济研究》2002年第4期。