

JiYu ShiChang JiaoYi ShiJiao De ZhongGuo
ShangShi GongSi DaGuDong XingWei YanJiu

基于市场交易视角的中国 上市公司大股东行为研究

吴敏晓 / 著

大股东



经济科学出版社
Economic Science Press

本项目获集美大学科研基金资助

本著作获集美大学学术著作出版基金资助出版

基于市场交易视角的 中国上市公司大股东 行为研究

吴敏晓 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

基于市场交易视角的中国上市公司大股东行为研究 /

吴敏晓著. —北京: 经济科学出版社, 2012. 8

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2206 - 0

I. ①基… II. ①吴… III. ①上市公司 - 股东

行为 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 175282 号

责任编辑: 王东萍

责任校对: 王苗苗

责任印制: 李 鹏

基于市场交易视角的中国上市公司大股东行为研究

吴敏晓 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

教材分社电话: 88191344 发行部电话: 88191537

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: espj3@esp.com.cn

北京九州迅驰传媒文化有限公司印装

787 × 1092 16 开 15 印张 215000 字

2012 年 8 月第 1 版 2012 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2206 - 0 定价: 33.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前



随着我国股权分置改革的完成，大股东的股份获得了流通权。从近年公布的相关数据看，在大股东所持有的限售股解禁后，其通过二级市场进行交易的行为非常普遍，交易也很频繁，且金额非常巨大，并对市场造成了巨大的冲击。

全流通的实现使大股东的持股市值成为其核心利益，其获利机制也相应发生了巨大的改变。在利益机制发生改变，同时相关法律法规又不是很完善的情况下，中国上市公司大股东会不会借助二级市场交易行为，同时利用手中所掌握的控制权优势、信息优势等综合运用市场交易行为、盈余操纵行为、隧道行为、支撑行为等手段来获取收益，进而侵害中小投资者的利益，这已成为全流通条件下公司治理领域所出现的新课题。因此，基于二级市场交易行为的视角来综合研究大股东的行为对于规范大股东的行为，保护中小投资者的利益有着重要的现实意义。

本书共包括七章内容。第一章绪论部分主要介绍了研究的背景、意义、研究方法、思路，并对相关概念进行了界定。第二章对相关文献进行了梳理评价。第三章在对全流通条件下大股东可能的行为变化进行分析后，从大股东收益最大化角度出发，以动态市净率股票估值理论为基础建立了大股东收益函数，并在此基础上详细分析了全流通条件下大股东的行为变化。第四章首先对大股东减持和增持的影响因素进行了实证分析，接下来对交易公告后的股价变动进行了实证。第五章在对“资本利得控制权私有收益”概念进行界定

后，提出了大股东资本利得控制权私有收益的计算方法，并利用该方法对 2005 ~ 2010 年间大股东二级市场的套利收益率进行实证检验，实证结果表明大股东资本利得控制权私有收益的存在。第六章从二级市场交易的角度出发，分别考察了大股东减持和增持前的盈余管理、隧道行为或支撑行为，发现大股东会利用控制权优势及信息优势进行减持或增持。第七章对我国上市公司大股东在二级市场买卖所控制上市公司股票的相关规定进行了总结和分析，发现对大股东通过二级市场进行交易的限制过于宽松，而且，大股东违规进行交易的成本很低，并进而提出了全流通后加强对大股东二级市场交易行为监管的政策建议。第八章对全书进行了总结，并对本书研究尚存的不足以及未来可以继续研究的方向进行了探讨。

在本书即将完稿的时候，首先感谢我的博士生导师蓝发钦教授，在本书的创作过程中，他给了我巨大的帮助。其次感谢家人的一直支持。

最后，由于本人水平所限，书中难免存在各种不足之处，敬请读者指正。

作者

2012 年 8 月

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究的背景、目的和意义	1
第二节 相关概念界定	3
第三节 研究方法与创新	5
第四节 研究思路及内容结构安排	6
第二章 文献综述	9
第一节 股权集中化现象及形成原因	10
第二节 大股东持股与公司价值（绩效）之间的关系	16
第三节 大股东控制权私有收益	23
第四节 大股东对中小股东的利益侵占	28
第五节 大股东的市场交易行为	36
第六节 与市场交易相关的大股东盈余管理行为	41
第七节 大股东行为约束	44
本章小结	50

第三章 全流通后中国上市公司大股东行为变化	52
第一节 全流通对大股东行为的影响	52
第二节 全流通条件下大股东行为的数理分析框架	68
本章小结	90
第四章 全流通条件下中国上市公司大股东市场 交易行为	92
第一节 大股东市场交易行为概述	92
第二节 大股东减持的实证研究	105
第三节 大股东增持的实证研究	125
本章小结	140
第五章 中国上市公司大股东资本利得控制权私有 收益分析	142
第一节 控制权私有收益概述	142
第二节 大股东资本利得控制权私有收益	148
本章小结	163
第六章 中国上市公司大股东市场交易与盈余管理、 隧道行为并行分析	164
第一节 大股东减持与盈余管理、支撑行为并行分析	164
第二节 大股东增持与盈余管理、隧道行为并行分析	181
本章小结	187
第七章 中国上市公司大股东二级市场交易监管分析	189
第一节 我国上市公司大股东二级市场交易法规分析	189
第二节 规范大股东二级市场交易行为的措施建议	200
本章小结	206

第八章 研究结论、局限性及未来的研究方向	207
第一节 本书的主要结论	207
第二节 局限性及未来的研究方向	210
附录一 上市公司大股东套利相关数据	211
附录二 大股东在二级市场买卖流通股的相关规定	212
参考文献	223

第一章

绪 论

第一节 研究的背景、目的和意义

一、研究的背景

早期的公司治理遵循 Berle 和 Means（1932）所提出的股权高度分散的企业概念，研究主要集中在如何解决股东与经理层之间的关系与利益冲突方面。随着股权集中化现象的普遍，大股东在公司治理方面的积极作用逐渐被认识。但与此同时，研究也发现大股东出于对控制权私有收益的追求，会通过“隧道行为”对公司进行掏空，侵害中小股东的利益，造成公司价值的降低。因此对大股东的行为进行研究，分析其侵害中小股东的利益机制，建立保护中小投资者的法律制度就成为公司治理研究的一个重要方向。与欧美国家证券市场相比，我国股票市场上投资者受法律保护程度较低，曾出现过许多非常严重的大股东利益侵占现象，如巨额资金占用和担保、关联交易等等。随着我国股权分置改革的完成，大股东的股份获得了流通权，持股市值成为其核心利益，其获利机制也发生了巨大的改变。在利益机制发生改变的情况下，中国上市公司大股东行为的特征会发生哪些变化？其获取控制权私有收益的方式会不会改变？中

小投资者利益是不是得到了更好的保护？这些都是全流通条件下所出现的新课题。

根据《证券法》和《上市公司收购管理办法》等相关法规中对大股东在二级市场上的交易规则进行梳理分析后发现，不管是从交易的数量限制、时间限制及信息披露来看，对大股东二级市场交易行为的约束都过于宽松。在相关法律法规不是很完善的情况下，大股东很可能会利用其中的漏洞并借助控制权优势、信息优势等并结合市场整体的趋势变动通过二级市场进行套利来获取资本利得，进而导致与其交易作为交易对手的中小股东的利益受到侵害。根据对 WIND 数据库 2005 年至 2010 年重要股东二级市场交易的数据的观察，已经发现了大股东在二级市场从事套利的行为。此外，在限售股解禁后，大股东通过二级市场进行交易的行为非常普遍，交易也很频繁，且金额非常巨大，对市场造成了巨大的冲击。综观国内外目前的研究，大股东对中小股东的侵害方面的文献主要集中在大股东的控制权私有收益和大股东的“隧道行为”上，而对基于资本利得角度的控制权私有收益的研究则非常少。因此，本书将尝试从大股东通过二级市场交易的视角来研究大股东的行为，探析其如何综合运用市场交易行为、盈余操纵行为、隧道行为、支撑行为等手段来获取收益，以及研究其是否通过二级市场交易获取了基于资本利得的控制权私有收益，并造成对中小投资者的侵害。

二、研究目的及意义

本研究的目的及意义主要体现在：

1. 从利益最大化的角度出发来构建大股东的收益函数，为分析全流通条件下大股东的行为特征及其行为变化提供理论基础，深入揭示大股东行为变化的原因。

2. 对大股东二级市场交易的行为进行研究，探究其在交易过程

中是否利用其所具有的控制权优势及信息优势等对股价进行操控来获取额外收益，是否对中小投资者造成了侵害。

3. 从理论角度对基于资本利得的控制权私有收益进行界定，并通过实证研究来证实其存在，这对于研究大股东新的获取控制权私有收益途径有较大的理论和现实意义。

4. 分析目前我国大股东二级市场交易的相关法律法规，研究其是否存在不足，并进而提出改进的政策建议。

5. 研究大股东在获利过程中是否综合运用了包括市场交易、盈余操纵、“隧道行为”、“支撑行为”等手段来获取收益，为今后完善大股东的监管提供一个新的视角。

6. 通过对大股东全流通后行为变化的分析，探究其对市场带来的影响及是否会对中小投资者的利益造成侵害，并在此基础上提出相应的监管措施来有效制约大股东行为、保护中小投资者的利益，为中国证券市场的健康有序发展提供相应的对策建议。

第二节 相关概念界定

一、大股东 (Large Shareholder)

在国内相关的法律法规中没有对大股东进行直接的定义，但对大股东内涵非常接近的控股股东及实际控制人做出了相关描述。

《公司法》第 217 条对于控股股东和公司实际控制人进行了定义：

控股股东是指其出资额占有限责任公司资本总额 50% 以上或者其持有的股份占股份有限公司股本总额 50% 以上的股东；出资额或者持有股份的比例虽然不足 50%，但依其出资额或者持有的股份所享有的表决权已足以对股东会、股东大会的决议产生重大影响的

股东。

实际控制人，是指虽不是公司的股东，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的人。

此外，在《上海证券交易所上市公司控股股东、实际控制人行为指引》中，规定：以下主体的行为视同控股股东、实际控制人行为，比照适用本指引相关规定：

- ① 控股股东、实际控制人直接或间接控制的法人、其他组织（上市公司及上市公司控股子公司除外）；
- ② 控股股东、实际控制人为自然人的，其父母、配偶和子女；
- ③ 第一大股东。

在存在金字塔式的股权结构安排下，由于上市公司的第一大股东，其实际控制人以及他们的一致行动人是一个利益共同体，这些股东可以在终极控制人的安排下，共同持有上市公司的股份并对其进行控制，直接或者间接地控制了公司业务经营、财务或者人事任免。

因此，本书中的大股东是指上市公司的控制性大股东，其不仅包含公司的第一大股东，而且还包括第一大股东的实际控制人以及第一大股东及其实际控制人的一致行动人。和大股东对应的概念是中小股东，由于中小股东持股量较小，一般情况下他们很难联合起来统一起来，无法凭借着各自的股权对公司形成控制力。

二、资本利得控制权私有收益

在大股东通过二级市场套利的过程中，如果其单纯利用大盘的周期性波动进行套利，那么对于这部分收益应该算是正常的套利所得。但是问题在于，如果其利用大盘的波动在二级市场通过高抛低吸进行套利，有可能会借助手中的控制权优势对影响股票估值的一些核心因素进行操控以放大股价的波动幅度扩大收益，或者利用信

息优势在利好消息和利空消息公布前准确把握买卖的时机获得超额收益,那么这部分超额收益就是其他股东无法获取的收益,具有很强的“大股东私有”特征,因此本书对资本利得控制权私有收益定义为:大股东在大盘周期性波动中通过二级市场进行高抛低吸套利时,借助手中的控制权优势、信息优势等获取的由于股价非正常波动导致的超额资本利得。

第三节 研究方法与创新

一、研究方法

本书采用的研究方法有:

1. 理论研究。利用现代经济学、金融学理论推导出大股东的收益函数,建立资本利得控制权私有收益模型。

2. 规范分析。从大股东利益最大化的角度,分析全流通条件下大股东的获利机制变化,对大股东全流通后侵害中小股东的可能行为特征进行推导;运用规范分析对不同性质的大股东(国有和民营)行为进行考察,分析全流通条件下其行为的变化情况,并对他们的行为进行比较。

3. 实证分析。在实证分析上,拟采用两种方法:一种是对于现实资料的收集、占有和分析归纳,通过事实来证实中国上市公司大股东的交易行为、盈余管理行为及隧道行为的配合;另一种是通过统计数据的收集和计量,用这种更为严格的实证研究方法测度出大股东的行为变化。

4. 事件分析法。本书以减持、增持事件为依据,分析减持、增持事件公告日后股价的变动,推测大股东的市场交易对市场的间接影响。



二、主要创新

1. 从大股东收益最大化角度出发,利用数理模型推导出全流通条件下大股东的收益函数,为分析大股东的行为特征及其行为变化提供理论框架,深入揭示大股东行为变化的原因。

2. 从理论角度提出资本利得控制权私有收益的概念,通过模型推导对资本利得控制权私有收益进行了界定,并在此基础上对大股东的资本利得控制权收益进行了实证,证实其的确存在。这对研究大股东获取控制权私有收益的新途径有较大的理论和现实意义。

3. 提出在全流通条件下对大股东行为进行研究时,应该对其市场交易行为、盈余管理行为、“隧道行为”、“支撑行为”等进行综合考察,这对今后研究大股东的行为及监管提供了一个新的视角。

4. 通过综合考察大股东的市场交易行为、盈余管理行为、隧道行为及支撑行为,发现了大股东在交易过程中利用其所具有的控制权优势及信息优势等对股价进行操控以获取额外收益的证据,证实其对中小投资者造成了侵害。

第四节 研究思路及内容结构安排

一、研究思路

本书研究的基本思路是:通过对全流通条件下大股东利益机制的分析,发现大股东可能的行为变化,接着从大股东收益最大化角度出发,利用数理模型推导出全流通条件下大股东的收益函数,为分析大股东的行为特征及其行为变化提供理论基础,深入揭示大股东行为变化的原因。在此基础上,对大股东的市场交易行为展开深

入的研究和分析,探究其交易的动机及其对市场的影响;通过模型推导对资本利得控制权私有收益进行界定并对其进行实证,证实其的确存在。接着从市场交易的角度出发,综合考察大股东市场交易行为前是否通过盈余管理、隧道行为、支撑行为来进行配合,以期发现其在交易过程中利用控制权优势及信息优势等对股价进行操控的证据,证实其对中小投资者造成了侵害。最后,通过对目前我国大股东二级市场交易的相关法律法规的梳理、归纳总结,看其是否存在缺陷,然后提出相应的改进措施。

二、文章的内容与结构安排

文章内容共分为八章,具体机构安排如下:

第一章为绪论。在这一部分主要介绍本书的研究背景、目的及意义,以及本书研究的内容框架、采用的研究方法的研究创新。

第二章为文献综述。介绍国内外关于大股东对公司治理的影响以及大股东市场交易行为、与市场交易行为相关的盈余管理行为以及中小投资者利益保护的相关文献综述。

第三章为全流通后中国上市公司大股东行为变化。本章先分析了全流通条件下大股东利益机制的改变所导致的大股东可能的行为变化,然后从大股东的收益最大化角度出发,利用数理模型推导出全流通条件下大股东的收益函数,并对大股东的行为进行了分析。

第四章为全流通条件下中国上市公司大股东市场交易行为。本章在大股东收益函数的基础上,首先对大股东的市场交易行为进行了概述,接下来对影响大股东减持和增持的因素进行实证,分析大股东影响减持和增持的具体原因,对大股东收益函数进行验证。其次,为了分析大股东市场交易行为的市场效应,接着利用事件分析法分别按减持和增持对交易公告后的股价变动进行了实证。

第五章为中国上市公司大股东资本利得控制权私有收益分析。本章提出了资本利得控制权私有收益的概念，在对概念界定的基础上提出了大股东资本利得控制权私有收益的计算方法，并利用该方法建立了回归模型对 2005 ~ 2010 年间大股东的控制权私有收益进行实证检验。

第六章为中国上市公司大股东市场交易与盈余管理、隧道行为并行分析。本章从市场交易的角度出发，分别按减持和增持综合考察了大股东市场交易行为前是否通过盈余管理、隧道行为、支撑行为来进行配合，以期发现其在交易过程中利用控制权优势及信息优势等对股价实施了操控的证据，证实其对中小投资者利益造成了侵害。

第七章为中国上市公司大股东二级市场交易监管分析。本章对我国上市公司大股东在二级市场买卖流通股的相关规定进行了梳理、总结和分析，发现其存在的缺陷，并提出相应的改进措施及监管建议。

第八章为研究结论、局限性及未来的研究方向。

第二章

文献综述

Berle 和 Means (1932) 提出股权的广泛分散是现代公司的重要特征, 由于所有权的高度分散, 导致这些公司的管理者并不能真正地对公司股东负责, 而这些管理者实际上又已成为公司的实际控制者, 因此就造成了管理层和投资者之间的代理问题。这一结论对公司治理的理论研究产生了重大、深远的影响。Jensen 和 Meckling (1976) 利用委托代理理论对 Berle 和 Means 所提出的问题重新展开分析, 发现所有者与管理者当目标不一致时存在着代理冲突, 外部股权的增加与基于管理者的代理成本存在着正比关系。在股权分散的假设下, 传统的委托代理理论认为现代公司治理的问题主要在于所有权分散情况下股东与经理人之间的委托代理冲突。经理人在追求个人利益最大化过程中, 其自利行为可能会对所有者的利益造成侵害, 因此公司治理要解决的最主要问题就是所有者与管理者之间的代理问题。

但是近年来, 随着研究的不断深入, 很多学者在对很多国家的股权结构进行实证研究后发现, 全球绝大多数国家和地区的公司股权并不是分散的, 相当多的国家股权是集中的。在企业的运营过程中, 大股东能够积极参与到公司的管理中去, 大大缓解了股权分散条件下对管理者监督供给不足的问题。Shleifer 和 Vishny (1997)、La Porta 等 (1998) 发现美国以外国家与发展中国家的股权是集中