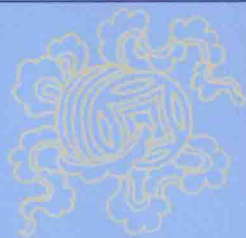




*Private Placement、Assets-Injecting
and Majority Shareholders Invasion*



定向增发、资产注入 与大股东侵害

颜淑姬 著

教育部人文社科青年基金资助项目

财经博士论丛



中国财政经济出版社

定向增发、资产 注入与大股东侵害

颜淑姬 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

定向增发、资产注入与大股东侵害/颜淑姬著. —北京: 中国财政经济出版社, 2013. 8

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4652 - 9

I. ①定… II. ①颜… III. ①上市公司 - 融资 - 研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 158899 号

责任编辑: 付克华

责任校对: 黄亚青

封面设计: 李俊良

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436 84041336

北京厚诚则铭印刷科技有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 14.75 印张 246 000 字

2013 年 7 月第 1 版 2013 年 7 月北京第 1 次印刷

定价: 40.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4652 - 9/F · 3768

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

前 言

股权分置改革解决了我国资本市场上内生性、制度性的缺陷，使各类股东的利益标准趋于一致。但是由于文化、制度、法律环境等一系列因素的影响，加上“一股独大”的结构缺陷没有得到根本解决，后股权分置时期大股东的侵害行为将会依然存在，只不过更加隐蔽、复杂。

定向增发作为我国股权分置改革后新兴的股权再融资模式，相关法律法规还不是十分完善，由于其涉及新老股东之间的利益再分配，而我国投资者保护环境相对较差，公司内部治理结构不是很合理，大股东在主观上存在机会主义倾向。另外，我国定向增发中又有很大一部分是大股东以资产作为对价支付的，在这种上市公司面向大股东及其关联方的定向增发、大股东又是以非现金资产作为对价支付的事件中，在买与卖的“双重关联交易”中理论上更容易滋生大股东的利益侵害行为。

本书采用规范分析、实证研究，并结合比较分析方法，对定向增发资产注入中的大股东侵害行为进行了研究。主要工作和结论如下：

(1) 在大股东决策机制分析的基础上，结合实证分析检验了定向增发资产注入事件中大股东在决策时是否存在时机选择问题，以及该种选择是否对中小股东利益造成侵害，结论表明在基准价格越低于每股内在价值时，上市公司进行定向增发，大股东进行资产注入的可能性越大。而且驰宏锌锗的案例也表明该种决策确实对上市公司及中小股东的利益造成了侵害。

(2) 通过实证检验了定向增发公司大股东注入资产的质量：主要运用单指标分析、综合绩效检验、配对样本比较及用综合因子得分为因变量进行多元回归做稳健性分析，结论均表明大股东所注入资产的中长期绩效并

不理想，并非是优质资产。通过手工收集数据计算所注入资产评估增值率，并与行业均值进行比较后发现，评估增值率普遍高于行业平均水平。

(3) 实证分析了增发定价的合理性：将增发价与每股内在价值比较后发现，增发价格普遍低于每股内在价值；通过计算折扣率比较分析后发现，面向大股东增发且大股东以资产注入样本公司的折扣率最高，而且研究期间所有定向增发公司的平均折扣率也要高于国外某些国家。

(4) 实证检验了样本公司在事件前后是否存在盈余管理行为：无论是描述性统计、配对样本比较分析，还是多元回归分析均表明，定向增发资产注入中确实存在大股东的盈余管理行为，只不过股市上行期更加显著：事件前负向管理，事件后正向管理，而变相认为是所注入资产带来的，但事实证明资产质量是不理想的。

(5) 针对前面大股东侵害的具体行为表现，实证检验了定向增发资产注入产生的经济后果：发现大股东确实在定向增发资产注入事件中获取了超额收益，但这与样本公司的实际经营绩效不符，而且回归分析表明，前述几种行为表现都是大股东获取超额收益大小的直接影响因素，印证了大股东侵害的存在性以及前述研究结论的可靠性；另外还发现市场对解禁的限售股的反应是消极的，内幕交易效应、锁定期内分红、大股东减持等现象都在不同程度上存在着。

在上述每部分行为研究过程中都配以了具体案例解析。最后针对后股改时期，股份全流通的市场环境，对定向增发资产注入事件中存在的大股东侵害现象从公司治理、法律保护、证券市场监管三个方面提出了中小投资者权益保护的 policy 建议。

本书研究一个总的结论是：定向增发资产注入过程中确实存在大股东的利益侵害问题；但这并不能代表全部，书中比较研究已表明，面向大股东发行而大股东又是以资产注入的样本公司这种情况比较普遍，尤其在股市上行期。可能因为这是一个比较具有中国特色的现象，更需要结合中国特殊的制度背景予以解释。

本书主要的创新点或新的发现包括：

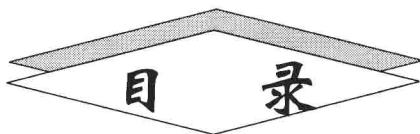
(1) 与国外纯粹的融资和现金认购不同，我国上市公司的定向增发中有相当一部分是大股东资产认购，因此，本书结合国情，重点关注定向增发中的资产注入部分。区别于已有研究成果，本书的特色就是运用因子分析法计算综合绩效得分，来观察资产注入后企业的中长期绩效表现，并计

算所注入资产的非正常增值率来观察大股东是否通过高估资产价值以获取更多的增发股份。

(2) 在注入资产质量分析中, 观察了所注入资产的中长期绩效, 由于所注入资产与上市公司资产整合需要一个过程, 绩效呈现应该有一个迟滞, 所以观察中长期的业绩, 得出的结论也许会更加客观。

(3) 在定向增发定价中, 借鉴 F-O 模型计算每股的内在价值, 并将增发定价与其比较看是否合理。以每股内在价值作为比较标准, 可以避免市价比较中股市波动性及脆弱性的严重影响, 尤其是 2007 年底出现的全球性金融危机对股市的剧烈影响。

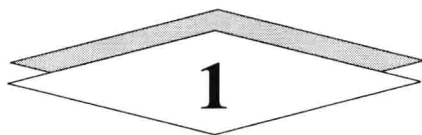
(4) 本书将市场择时理论拓展应用到定向增发融资, 创新性地用以分析控股股东定向增发资产注入的决策选择以及是否以资产作为增发对价的选择。



1	导论	(1)
1.1	研究背景及意义	(1)
1.2	概念界定	(2)
1.3	研究思路与框架	(3)
1.4	创新点与新发现	(5)
2	定向增发、资产注入及投资者保护的文献回顾与评述	(7)
2.1	资产注入与资产评估文献综述	(8)
2.2	定向增发资产注入与盈余管理研究综述	(11)
2.3	定向增发定价研究综述	(14)
2.4	定向增发公告效应研究综述	(19)
2.5	定向增发资产注入中时机选择问题研究综述	(22)
2.6	定向增发研究的简要述评	(22)
2.7	上市公司投资者保护研究综述	(23)
3	我国定向增发、资产注入概况	(26)
3.1	定向增发的概念	(26)
3.2	定向增发与公开增发的差异及其功能定位	(27)
3.3	不同股权再融资方式的政策差异比较	(29)
3.4	我国定向增发与美国私募发行异同比较	(35)
3.5	定向增发基本流程	(36)
3.6	定向增发募集资金用途	(40)
3.7	资产注入介绍	(43)
3.8	我国股权再融资市场现状及定向增发资产注入的现状	(46)

4	制度背景与理论基础	(50)
4.1	制度背景	(50)
4.2	理论基础	(64)
4.3	本章小结	(68)
5	定向增发资产注入中大股东行为分析	(69)
5.1	大股东概念界定	(69)
5.2	大股东的利益动机	(70)
5.3	大股东决策机制	(71)
5.4	获利手段	(72)
5.5	利益动机与获利手段之间相互影响	(72)
5.6	本章小结	(73)
6	基于市场择时的定向增发资产注入中大股东决策分析	(74)
6.1	定向增发资产注入中大股东市场择时存在性分析	(74)
6.2	驰宏锌锗定向增发市场择时的“学问”	(85)
6.3	本章小结	(89)
7	资产注入与大股东侵害	(91)
7.1	资产注入与大股东侵害机理分析	(91)
7.2	兔宝宝曲线资产注入的案例分折	(93)
7.3	注入资产质量优劣分析	(94)
7.4	注入资产评估增值率合理性分析	(105)
7.5	本章小结	(107)
8	定向增发资产注入样本增发定价与大股东侵害	(109)
8.1	定向增发折价与大股东侵害机理分析	(109)
8.2	增发价与内在价值比较合理性分析	(111)
8.3	折扣率分析	(113)
8.4	折扣率影响因素分析	(115)
8.5	国兴地产定价及大股东侵害分析	(131)
8.6	本章小结	(134)
9	定向增发资产注入与大股东盈余管理	(137)
9.1	定向增发资产注入样本事件前后盈余管理情况分析	(137)
9.2	定向增发资产注入前一年盈余管理程度影响因素分析	(142)

9.3	驰宏锌锗事件前后盈余管理的“奥妙”	(145)
9.4	本章小结	(147)
10	定向增发资产注入的经济后果及大股东侵害分析	(149)
10.1	大股东获取超额收益的衡量和检验	(149)
10.2	大股东收益与公司经营绩效匹配性分析	(153)
10.3	基于代理理论的大股东超额收益的影响因素分析	(155)
10.4	定向增发资产注入样本限售股解禁后的市场反应	(158)
10.5	大股东在资产注入定向增发过程中内幕交易效应分析	(159)
10.6	定向增发锁定期内上市公司分红的分析	(162)
10.7	大股东在定向增发资产注入解禁后减持行为分析	(164)
10.8	本章小结	(165)
11	定向增发资产注入行业分析	(167)
11.1	总体概况	(167)
11.2	房地产行业定向增发资产注入情况分析	(170)
11.3	金属非金属行业定向增发资产注入情况分析	(176)
11.4	机械设备仪表行业定向增发资产注入情况分析	(180)
11.5	行业分析小结	(183)
12	定向增发资产注入中中小投资者权益保护分析	(184)
12.1	后股权分置时期中小投资者权益保护面临的挑战	(184)
12.2	后股权分置时期中小投资者权益保护的意义	(186)
12.3	定向增发资产注入中中小投资者权益保护的对策建议	(188)
12.4	本章小结	(195)
13	研究总结、局限及展望	(197)
13.1	主要研究结论及政策建议	(197)
13.2	研究局限及展望	(200)
	附录：根据 WIND 数据库整理的样本	(202)
	参考文献	(215)
	后记	(225)



导 论

1.1 研究背景及意义

随着股权分置改革的完成，流通股股东和非流通股股东的利益日渐趋于一致，加上法律法规的不断完善（如修改后的《公司法》明确了大股东恶意掏空上市公司应承担相应责任；《刑法修正案（六）》明确了对控股股东或实际控制人侵害上市公司利益的刑罚标准等），旧有的控股股东侵害中小股东利益的方式，如资金占用、违规担保等施行的空间越来越小。但是，由于我国的经济制度、法制体系、企业结构等因素的综合影响，控股股东侵害现象不可能在短时间内杜绝，而是以更加隐蔽的方式呈现出来。

近年来兴起的定向增发融资模式，整体而言，发挥了积极的作用，特别是大股东注入优质资产，消除同业竞争，以及上市公司引入战略投资者和机构投资者改进公司经营和业绩，这些都对资本市场的长远发展具有重要意义。但是，基于我国的制度背景，定向增发理论上容易成为控股股东进行利益输送的有利工具，因为定向增发涉及新老股东的利益再分配，而我国目前的投资者保护环境意识较差，股权又相对集中，大股东主观上存在利用定向增发进行利益侵害的机会主义动机；同时，定向增发作为全流通时代的一项制度创新，与配股和公开增发相比，相关的法律法规及监管政策都尚需完善，这又为大股东的机会主义行为创造了有利环境。而且朱红军（2008）通过对驰宏锌锗的案例研究已证实了该点。那该现象到底是个例还是普遍现象呢？不少学者（何贤杰，2009；张鸣，2009；王志强，2010；汪宜霞，2009）都通过大样本实证检

验初步表明定向增发已在一定程度上成为控股股东进行利益侵害的隐蔽手段。可见定向增发融资方式存在“寻租”行为已遭到了理论界的广泛质疑。

而与国外纯粹的融资和现金认购不同，我国上市公司定向增发中有相当一部分是为了大股东的资产注入、整体上市或收购而采取了资产认购方式，而在这买与卖的“双重关联交易”中则更容易滋生大股东的侵害行为。那么，事实是否如此呢？目前，国内还很少有文献系统研究该过程中的股东利益均衡问题，很值得推敲和验证。本选题将重点关注资产注入类定向增发，通过股东控制权理论、信息不对称理论及机会窗口理论来解释其中是否存在大股东的侵害行为，以及如何保护中小股东利益问题。

通过这一问题的研究，在理论上可以揭示资产注入型定向增发中大股东利益侵害的机理，丰富定向增发的理论解释；在实践上，有利于规范定向增发行为，为定向增发政策和监管的改进提供一定的启示和依据，有利于该融资方式的健康发展。同时也可以为正处于逐步规范中的新兴市场国家的相关研究提供经验证据。

1.2 概念界定

资产注入是指上市公司股东将自己的资产出售给上市公司。本书所指的资产注入是指上市公司大股东将其持有的未上市的资产注入其控制的上市公司中去。这里的资产可以是大股东拥有的非上市公司的股权，也可以是其拥有的其他实物资产，例如，土地使用权、矿山、设备等。

定向增发资产注入是指上市公司为实现大股东的资产注入而进行的定向增发新股的行为。包括两方面：一是大股东直接以非现金资产认购上市公司定向增发的股份；二是大股东先是以现金认购增发股份，然后上市公司再用所筹集的现金认购大股东手中的非现金资产。这两类都是本书定向增发资产注入的研究对象。后文阐述中定向增发资产注入及资产注入型定向增发表达的都是同一个意思。

大股东是指按持有的股份数为标准，持有多数股份的股东。大股东凭借其掌握的相对多数的表决权资本享有控制权。从严格意义上讲，大股东与控股股东的概念不完全一致。比如可以存在非拥有控制权的大股东或非持有多数股份的控股股东。但为简化起见，在下述研究中，大股东如没特殊说明，均指上市

公司的直接控股股东及其一致行动人，对上市公司具有实质控制的能力。大股东持股比例也是指“直接控股股东及其一致行动人”持股比例之和。文中大股东、控股股东、第一大股东意义等同。关于大股东的含义还会在第5部分控股股东行为分析中做详细界定。

1.3 研究思路与框架

本书共13章，各章内容安排如下：

第1章：导论。阐述了本书选题的背景和意义、主要概念的界定、研究的主要内容、创新点与新发现。

第2章：文献回顾。分资产注入和资产评估、资产注入与盈余管理、定向增发定价、市场择时四个部分对国内外相关文献进行了回顾，并结合中国新兴加转轨的资本市场特点及公司治理的实际情况，就研究成果在中国的适用性等进行了评述。

本书研究的逻辑框架如图1-1所示。

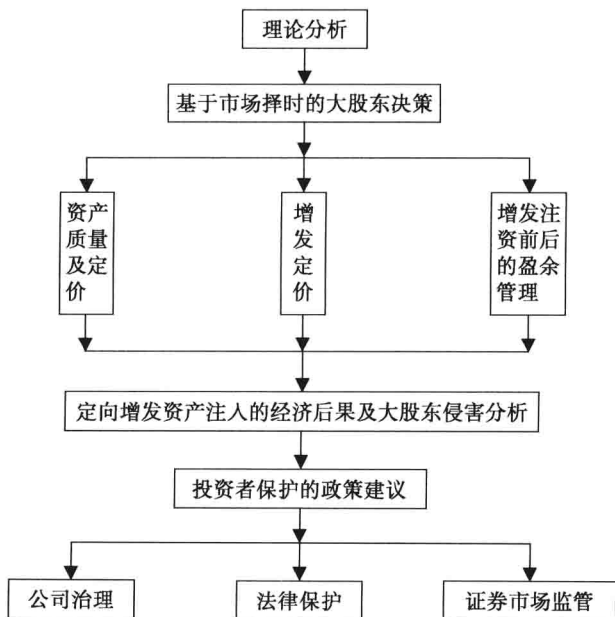


图1-1 本书研究逻辑框架

第3章：我国定向增发、资产注入概况。本章介绍了定向增发的概念，分析了定向增发与公开增发的差异及其功能定位，不同股权再融资方式的政策差异比较，我国定向增发与美国私募发行的异同，定向增发的具体流程及其募集资金的用途。最后对其中的资产注入类型进行了详细介绍，并分析了我国再融资市场现状以及我国定向增发资产注入现状。

第4章：制度背景与理论基础。本章首先分析了股权再融资制度的历史沿革及发行审核制度的演变，股权分置改革及一系列政策法规的推动使得上市公司定向增发、大股东资产注入在该时期得到了迅速发展。但是弱的内部治理、法律和监管等的不到位以及投资者自我保护意识差等因素使得中小投资者的权益容易遭受侵害。接着用第二类代理理论、信息不对称理论及市场择时理论来分析定向增发资产注入中可能存在的大股东利益侵害行为。

第5章：定向增发资产注入中大股东行为分析。本章在对大股东进行明确界定的基础上，详细分析了大股东在定向增发资产注入中的利益动机、决策机制及其获利手段，搭建了大股东侵害的理论框架并为后文开展实证研究奠定了基础。

第6章：基于市场择时的定向增发资产注入中大股东决策分析。本章首先在分析市场择时理论的基础上提出了研究假说，通过建立 Logistic 回归模型来检验机会窗口对控股股东行为决策的影响，观察大股东是否会倾向于在基准价格低于每股内在价值时进行定向增发资产注入，在对价支付方式上是否有选择性偏好等。并用驰宏锌锗定向增发资产注入中大股东的市场择时进行解释说明。

第7章：资产注入与大股东侵占。本章首先分析了大股东在资产注入中的利益侵占机理，并用兔宝宝的案例来佐证。接着从注入资产质量及注入资产的评估增值率两个方面，来说明是否存在大股东的利益侵占。关于注入资产质量的分析从单指标和综合绩效指标两方面展开，并关注中长期效果。又进一步与配对样本的经营绩效进行了比较研究。然后用综合绩效指标作为因变量回归分析进行稳健性检验。关于资产评估增值率的分析先进行描述性统计，然后通过计算非正常增值率来进行回归分析，以寻找相关的影响因素。

第8章：定向增发定价与大股东侵占。本章首先分析大股东利用定向增发定价进行利益侵占的机理。接着从增发价格与内在价值的比较及折扣率两个方面分析定向增发定价的合理性。然后从各个角度分析了定向增发资产注入样本公司折扣率的影响因素。并用国兴地产定向增发资产注入案例进行了解释

说明。

第9章：定向增发资产注入与大股东盈余管理。检验大股东是否通过盈余管理来配合资产估价及增发定价来实现利益侵占。主要通过多元回归分析来检验定向增发资产注入前后是否存在大股东通过任意的盈余管理来进行利益输送的行为，通过修正的 Jones 模型计算可操纵性应计利润来度量盈余管理程度，并考虑了市场环境因素对结果的影响。然后用驰宏锌锗定向增发前后利润的“抑与扬”补充说明盈余管理的存在性。

第10章：定向增发资产注入的经济后果及大股东侵占分析。本章拟从大股东获得的超额收益来间接检验大股东在定向增发资产注入中对中小股东利益的侵占，并将其获取的超额收益与样本公司真实的经营业绩比较观察获利的合理性。最后观察了定向增发资产注入样本限售股解禁后的市场反应，大股东在事件中的内幕交易效应，锁定期内上市公司分红以及限售股解禁后大股东的减持行为等几个方面。

第11章：定向增发资产注入的行业分析。先介绍行业分布的总体概况，然后就占比前三的金属非金属、机械设备仪表、房地产分别分析他们的定向增发资产注入具体情况。

第12章：定向增发资产注入中中小投资者权益保护分析。本章首先分析了后股权分置时期中小投资者权益保护面临的挑战，接着分析了对中小投资者权益进行保护的重大意义，然后对上市公司定向增发、大股东资产注入事件中可能存在的利益侵占问题从公司治理、法律保护、证券市场监管三个方面提出了中小投资者权益保护的政策建议。

第13章：研究总结、局限及展望。本章首先对本书的主要的研究结论做了理论总结并提出了相关的政策建议。然后分析了样本量、时间跨度、数据可得性等一系列研究局限。最后对后续研究做了简要说明。

1.4 创新点与新发现

(1) 与国外纯粹的融资和现金认购不同，我国上市公司的定向增发中有相当一部分是大股东资产认购，因此，本文结合国情重点关注定向增发中的资产注入部分。相对于其他研究资产注入文献更进一步的是，本文利用因子分析法计算了综合绩效得分作为衡量资产注入后企业经营绩效的指标，以观察所注

入资产的质量。并计算了所注入资产评估的非正常增值率，以观察是否存在通过高估资产价值以获取更多增发股份的现象。

(2) 在注入资产质量分析中，考察了所注入资产的长期绩效，与短期普遍正面效应不同，从长期来看，所注入资产对上市公司绩效的影响是下降的。由于所注入资产跟上市公司资产整合需要一个过程，所以绩效呈现应该有个迟滞，因此，观察中长期的业绩，结果将更为客观。同时在该部分的分析中采用了经营绩效指标，而不是常用的市场绩效指标，是为了尽量避免在样本研究期间因世界性经济危机引致的市场行情剧烈震荡可能对市场绩效指标带来的剧烈影响。同时为了尽量减少宏观经济因素对研究结果的干扰，本部分还进行了配对样本检验。

(3) 在定向增发定价中，借鉴基于账面价值和剩余收益的 F-O 模型计算每股的内在价值，并将增发定价与每股内在价值比较看是否合理。以每股内在价值作为比较标准，可以避免市价比较中股市波动性及脆弱性的严重影响，尤其是 2007 年底出现的全球性金融危机对股市的剧烈影响。并且从代理理论角度分析了折扣率影响因素且控制了市场环境因素的干扰。

(4) 本书将市场择时理论拓展应用到定向增发融资，用以创新性地分析控股股东资产注入定向增发的决策选择以及是否以资产作为增发对价的选择，发现机会窗口确实影响了控股股东的行为决策。

定向增发、资产注入及投资者保护的 文献回顾与评述

定向增发作为股权再融资的重要方式之一，其广受理论界和实务界关注的是定价，定价容易成为上市公司及其大股东进行利益寻租的手段，能够暴露出定向增发中可能存在的潜在问题。相当多的国内外文献也都是围绕增发定价展开的。而比较具有中国特色的是，与国外纯融资目的不同，定向增发在国外基本上都是现金认购，而在国内有相当一部分是采取资产认购的，以达到资产重组、整体上市、并购等目的。因此，围绕所注入资产的研究也是很重要的一块内容。对于股权融资偏好一直是国内研究的热点，鉴于我国资本市场新兴加转轨的特征，相对不成熟，市场择时理论更能解释我国上市公司的融资行为。在定向增发资产注入过程中，由于控股股东的优势地位，掌握着决策主动权，能够根据自身利益最大化原则来决定是否进行定向增发、何时进行定向增发、是否进行资产注入、何时进行资产注入等事项。那么围绕市场择时理论对上市公司股权融资行为，特别是定向增发资产注入的研究，也是不可或缺的内容。无论是定价、资产认购或是择时，以及事件前后是否伴随盈余管理等问题都涉及到利益输送问题，特别是针对大股东及其关联方的注资增发，在我国新兴加转轨的资本市场中，由于中小投资者的法律保护不健全，上市公司治理不完善等原因，很容易对其利益造成侵害，因此，对中小股东利益的保护也必将是一个重点和热点。下文文献也主要围绕以下几个方面展开：

2.1 资产注入与资产评估文献综述

定向增发中大股东资产注入到底是向上市公司的利益输入，还是从上市公司的利益输出？在已有的关于资产注入、资产置换、并购重组的研究结论中正反观点都有。而利益输送的机理在于通过关联交易中资产的高估或低估并配合增发的低定价来进行利益输送，因此，定价是关键的问题。而在涉及上市公司的各种资产交易过程中，由于评估结果往往被作为交易定价的直接依据，很容易诱发控股股东对评估结果的操纵，然后以看似合法合理的评估结果作为增发定价依据来掩盖其利益输出的实质，还可以避开舆论的口舌及其有关部门的监管，可谓一石多鸟。因此，对资产注入与利益输送的研究还可以从相关研究资产评估的文献中寻找规律。因此，下面分掏空、支持、资产评估三个方面对该主题的文獻进行综述：

2.1.1 掏空

关于资产注入与利益输送的文獻梳理还应追溯及对利益输送的研究。Jensen 和 Meckling (1976) 正式开始研究股东和经理层利益冲突这一委托代理问题，他们在分析内外部股东行为冲突基础上提出了“代理成本”的概念。随后许多学者对该问题进行了一系列研究。之后 La Porta 等 (1999) 研究发现现实中股权集中是普遍现象，世界上大多数大企业中主要的代理问题是大股东侵害小股东，而不是职业经理人侵害外部股东利益的问题，由此开启了第二类代理问题研究的先河。Johnson 等 (2003) 首次提出“隧道行为”来描述大股东的掏空行为，指上市公司控股股东通过转移资产和利润的方式来谋取私利，侵害中小股东利益的行为，是对第二类代理问题的直观表述。

自 20 世纪 80 年代以来，定向增发已逐步成为欧美资本市场中主要的再融资方式，关于定向增发的研究也从那时开始逐渐增多。与利益输送有关的研究主要集中在定向增发折价公告效应、业绩表现等方面。由于定向增发在国外主要以融资为目的并且多为现金认购，所以鲜有关注资产注入的文獻。国内对掏空行为研究开始于 2002 年，相当多的研究也已经证实我国存在较为严重的大股东掏空上市公司的现象。比如，唐宗明 (2002) 以上市公司大宗股权转让数据为样本，获得了控股股东利用控制权侵害中小股东利益的经验证据，研究