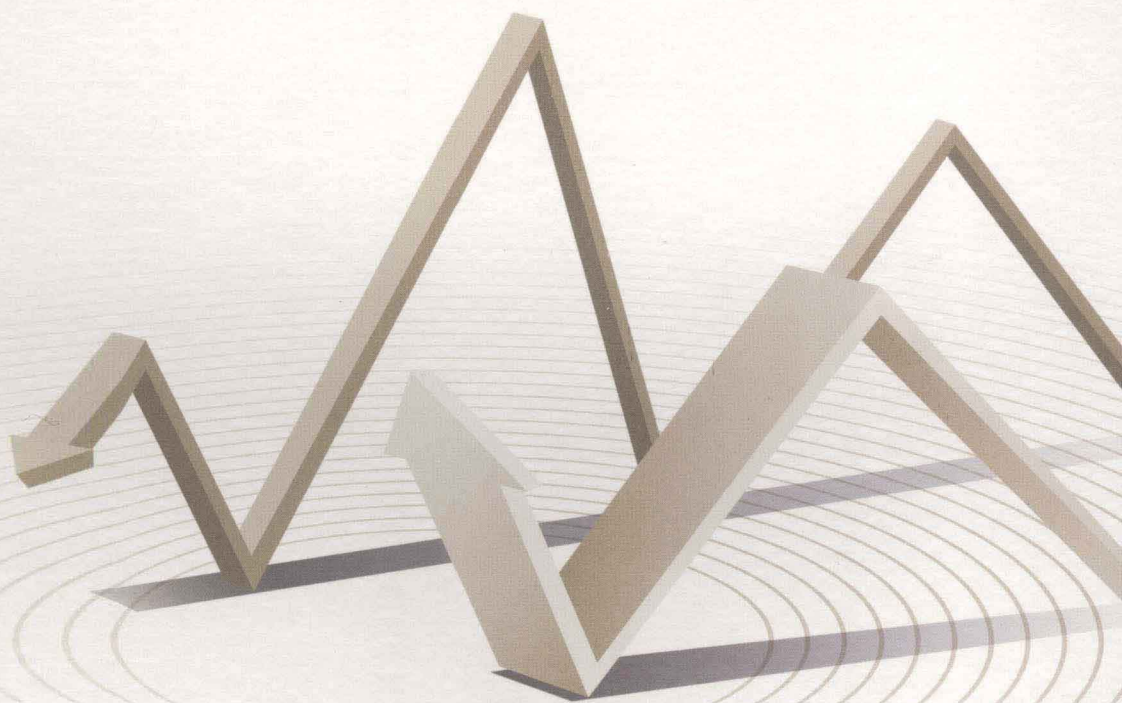


SHANGSHIGONGSI JIAOCHACHIGU DE GUJIAXIAOYING JI GUIZHI LUJING YANJIU

上市公司交叉持股的 股价效应及规制路径研究

——基于公允价值计量模式视角

赵翠 著



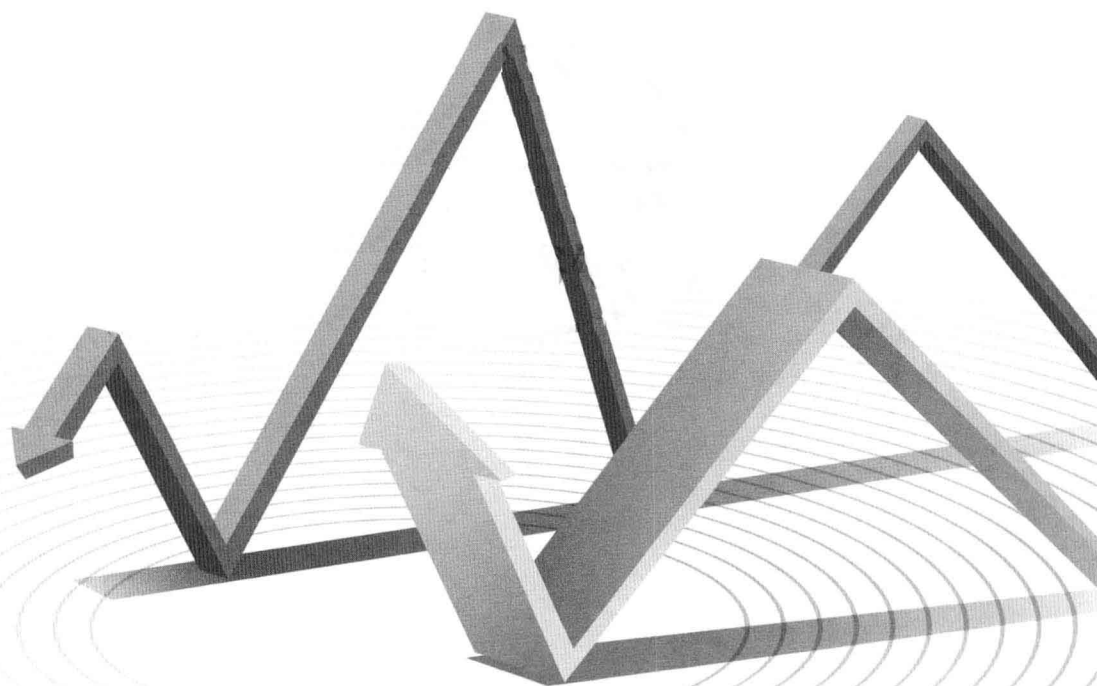
中国社会科学出版社

SHANGSHIGONGSI JIAOCHACHIGU DE GUJIAXIAOYING

上市公司交叉持股的 股价效应及规制路径研究

——基于公允价值计量模式视角

赵翠 著



中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

上市公司交叉持股的股价效应及规制路径研究:基于公允价值计量模式
视角/赵翠著. —北京:中国社会科学出版社, 2013. 8

ISBN 978 - 7 - 5161 - 3102 - 2

I. ①上… II. ①赵… III. ①上市公司—股份制—研究—中国
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 192188 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 周晓慧
责任校对 李 莉
责任印制 李 建

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 北京市大兴区新魏印刷厂
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2013 年 8 月第 1 版
印 次 2013 年 8 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 13.5
插 页 2
字 数 213 千字
定 价 39.00 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

本书为河北省社会科学基金 2012 年度项目“上市公司交叉持股的股价效应与规制路径研究——基于河北省上市公司股权结构优化的视角”的研究成果(课题编号:HB12YJ044)

目 录

前言	(1)
第一章 导论	(1)
一 研究背景及意义	(1)
(一)研究背景:上市公司交叉持股的双刃剑效应	(1)
(二)研究意义	(3)
二 研究目标及方法	(3)
(一)研究目标	(3)
(二)研究方法	(4)
三 结构安排及创新点	(5)
(一)本书的结构安排	(5)
(二)创新点	(8)
第二章 基于公允价值计量的交叉持股研究综述	(9)
一 交叉持股的国内外研究现状述评	(9)
(一)交叉持股的国外研究现状述评	(9)
(二)交叉持股的国内研究现状述评	(17)
二 公允价值计量模式下的交叉持股研究述评	(20)
(一)公允价值计量下交叉持股的价值相关性研究述评	(21)
(二)公允价值计量模式对交叉持股公司盈余影响的研究	(22)
第三章 上市公司交叉持股的正负效应分析	(25)
一 交叉持股与公允价值的相关概念界定	(25)

(一)交叉持股的内涵及其分类	(25)
(二)公允价值计量及其特性	(29)
二 上市公司交叉持股的正负效应分析	(38)
(一)上市公司交叉持股的正效应分析	(38)
(二)上市公司交叉持股的负效应分析	(41)
三 上市公司交叉持股应用公允价值计量的正负效应分析	(46)
(一)上市公司交叉持股应用公允价值计量的正效应分析	(46)
(二)上市公司交叉持股应用公允价值计量的负效应分析	(48)
第四章 交叉持股实践的国际比较	(51)
一 “市场导向”的英美交叉持股的实践	(51)
二 “银行导向”的日德交叉持股的实践	(52)
(一)日德交叉持股的实践	(52)
(二)日德交叉持股制度作用的评价	(64)
三 国外交叉持股实践的比较及简要评论	(69)
(一)日德模式与英美交叉持股实践的比较	(69)
(二)国外交叉持股实践的启示	(70)
第五章 中国基于公允价值计量的交叉持股现状特征分析	(72)
一 交叉持股现象在中国的产生和发展	(72)
二 公允价值计量对中国上市公司交叉持股的影响分析	(73)
(一)公允价值计量在中国交叉持股股权投资中的应用历程	(73)
(二)公允价值计量对中国交叉持股上市公司的影响	(75)
三 公允价值计量下中国上市公司交叉持股的现状特征	(76)
(一)中国上市公司交叉持股的结构特征	(77)
(二)中国上市公司交叉持股的财务特征	(82)
(三)中国上市公司交叉持股现状特征的简要分析	(83)
第六章 基于公允价值计量的交叉持股相关理论	(86)
一 现代金融财务理论对于股价效应的解释	(86)

(一)有效市场理论(EMH)	(86)
(二)资本资产定价模型(CAPM)	(89)
二 噪音交易理论对于股价效应的解释	(90)
三 行为金融理论对于股价效应的解释	(91)
四 基于公允价值计量的交叉持股股价效应理论分析	(93)
(一)验证公允价值计量下交叉持股价值相关性的 计量观理论	(93)
(二)验证公允价值计量下交叉持股股价效应的 信息观理论	(97)

第七章 基于公允价值计量的上市公司交叉持股价值相关性分析

.....	(99)
一 研究方法的选取与研究假设的提出	(99)
(一)研究方法的选取	(99)
(二)研究假设的提出	(100)
二 研究模型的设计与样本的选取	(101)
(一)研究模型的设定	(101)
(二)样本的选取	(105)
三 样本的描述性统计	(105)
四 回归结果及分析	(107)
五 实证研究结论	(112)

第八章 基于公允价值计量的上市公司交叉持股股价效应分析

.....	(113)
一 研究方法的选取与研究客体的细分	(113)
(一)研究方法的选取	(113)
(二)研究客体的细分	(114)
二 研究模型的设计	(114)
三 上市公司间交叉持股的股价效应分析	(117)
(一)样本的选取与数据来源	(117)
(二)样本的描述性统计	(118)

(三) 回归结果及分析	(119)
四 上市公司与机构投资者间交叉持股的股价效应分析	(120)
(一) 样本的选取与数据来源	(121)
(二) 样本的描述性统计	(121)
(三) 回归结果及分析	(122)
五 实证研究结论	(124)
 第九章 完善中国上市公司交叉持股制度的政策建议	(125)
一 国外交叉持股的法律规制与比较	(125)
(一) 英美交叉持股的法律规制	(125)
(二) 日德交叉持股的法律规制	(126)
(三) 日德与英美交叉持股的法律规制比较	(127)
二 中国对公司交叉持股的法律规制	(131)
(一) 中国对公司交叉持股的相关规定	(131)
(二) 中国交叉持股法律规制存在的问题	(132)
三 完善中国上市公司交叉持股制度的建议	(133)
(一) 完善中国上市公司交叉持股制度需注意的问题	(133)
(二) 完善交叉持股的相关法律制度	(134)
(三) 加强证监会的行政监管力度	(137)
(四) 健全与交叉持股相关的其他配套制度	(138)
 结束语	(140)
 参考文献	(143)
附表一	(157)
附表二	(160)
附表三	(162)
附表四	(177)
附表五	(192)
后记	(207)

第一章

导 论

一 研究背景及意义

（一）研究背景：上市公司交叉持股的双刃剑效应

2005 年股权分置改革全面展开，中国境内上市公司纷纷加入股改行列，中国股市步入了“全流通”时代。资本运作方式的多样化，使得中国证券市场的监管难度不断加大，其中交叉持股是企业常用的一种扩大经营规模的资本运作方式。企业可通过实行交叉持股策略，实现资本的联合与集中，提高资本的使用效率。然而，如果企业对于交叉持股运用不当，则会导致产生内部人控制、侵害公司利益相关者权益等问题，甚至形成证券市场泡沫，危害实体经济的健康发展。尤其是亚洲金融危机的爆发、日本经济的长期衰退、美国次贷危机所引致的全球性经济危机以及中国实施新准则即采用公允价值计量企业交叉持股投资所形成的股市“非理性繁荣”，使得人们开始了对于交叉持股的反思。

目前，中国理论与实务界对交叉持股所产生的正反两方面效应均有所认识。但是由于中国企业间交叉持股现象出现较晚，企业间交叉持股行为对于中国宏观经济运行、资本市场完善以及企业自身发展的影响尚未充分显现，人们对于交叉持股尚缺乏深入、全面的认识。因此，在中国证券市场日益健全的今天，有必要对上市公司交叉持股行为及其可能引发的经济后果进行系统研究。

2006 年 2 月 15 日，中国正式颁布了包括一项基本准则和三十八项具体准则在内的新的《企业会计准则》（以下简称“新准则”）。新准则已于 2007 年 1 月 1 日率先在上市公司实施。时至今日，除小企业单独执行小企业会计制度外，中国所有大中型企业已基本实施新企业准则。

2006年《企业会计准则》的实施,实现了中国企业会计准则与国际会计准则的实质性趋同与等效,同时也为会计实务工作带来了诸多机遇与挑战。新准则的实施在提高上市公司会计信息的真实性和可靠性的同时促使上市公司更加关注其资本的营运质量,从而提升了上市公司对于金融风险的防范能力,保证了资本市场的健康运行,维护了市场经济的秩序。

2006年《企业会计准则》最为引人瞩目的变化是公允价值计量属性的引入。《企业会计准则——基本准则》中明确规定“会计计量属性包括公允价值。在公允价值计量下,资产和负债按照在公平交易中,熟悉情况的交易双方自愿进行资产交换或者债务清偿的金额计量”,从而确立了公允价值在企业会计准则体系中的重要地位。2006年《企业会计准则》中有17项具体涉及了公允价值计量的问题,主要体现在金融工具、投资性房地产、非共同控制下的企业合并、债务重组和非货币性交易等方面。其中“金融工具确认和计量”准则中对股权投资的初始计量规定:对能在公开市场取得可靠交易价格且该投资对被投资企业不具有重大影响的股权投资,应当采用公允价值计量;对于企业在二级市场上购入的、短期内持有且以赚取价差为目的的股权和债权投资,也应当以公允价值进行初始计量和后续计量。于是,上市公司通过将其所持股份确认为“交易性金融资产”或“可供出售金融资产”,在持股期间将股票价格的波动计入了当期损益或所有者权益的变动。

股改和新准则的实施催生了股市史无前例的涨跌,而上市公司间的交叉持股无疑对股市具有助涨杀跌的作用,即国有上市公司持有的大量非流通股经股改上市后获得流通权,同时新会计准则的实施将其以公允价值核算,股价上升,导致上市公司每股收益与每股净资产价值大幅提高,进而推动公司股价继续上升,其他交叉持股公司从中获益,推动股价连环上涨,最终造成股市泡沫的堆积;当行情逆转下行,公司股价下跌,以公允价值计价的股权差价计入投资损失或减少公司净资产,进而推动公司股价进一步下跌。20世纪80年代中后期日本畸形发展的泡沫经济最终造成股市的崩盘,则是上述过程的前车之鉴。

由此可见,上市公司之间的交叉持股是一把双刃剑,不仅会对双方当事企业的生产经营产生影响,而且对于整个证券市场的影响也是不容忽视的。一方面,在经济繁荣期,上市公司通过交叉持股,获取投资收

益,从而迅速增加企业净资产并提高企业盈利,推动上市公司股票价格上涨,助涨了市场的非理性繁荣。另一方面,在经济衰退期,上市公司间投资型交叉持股也会使上市公司净资产快速缩水,业绩大幅下降,进而导致股价大幅下跌,投资者权益随之受到损害。因此,必须合理规范和引导上市公司的非理性交叉持股行为。

(二) 研究意义

本书的研究意义在于:

1. 在理论研究方面,美欧以及日本的一些经济学家对于企业交叉持股制度进行了大量的理论和实证研究,并取得了丰硕的研究成果。但是,现有的对于企业交叉持股制度的研究仍然存在许多不足。例如,从不同类型的交叉持股角度来分析交叉持股对企业的影响尚缺乏相关研究,特别是中国关于公允价值计量模式与上市公司交叉持股问题的学术研究正处于起步阶段。因此,本书对企业交叉持股制度的上述问题进行理论分析以及相关实证研究,对于丰富企业交叉持股制度和企业理论以及产业组织理论具有重要的理论意义。

2. 对实践的指导方面,企业交叉持股制度在日本普遍存在,具有日本独特的经济特征。而近十几年来国内学者研究认为,中国的交叉持股还没有成为突出问题表现出来,但是在2006年和2007年的股市中,交叉持股对股价的推动却成为社会关注的焦点问题。另外,交叉持股现象在中国资本市场的出现,对资本市场的发展造成了不可忽视的影响,而当前新的会计准则对于交叉持股问题却没有涉及,因此,对于国内企业交叉持股问题,尤其是交叉持股对上市公司股价的影响问题加以理论及实证分析,并据此提出相应的政策建议,对于会计准则的制定完善、证券部门的监管发展以及填补会计实务的空白具有现实指导意义,对中国企业改革未来方向的选择具有十分重要的实践指导意义。

二 研究目标及方法

(一) 研究目标

本书选取公允价值计量下交叉持股的股价效应作为实证分析的研究

对象,主要是由于以下两个方面的原因:一方面,国内外许多专家学者在对日本交叉持股制度进行分析之后认为,交叉持股是造成日本 20 世纪末泡沫经济的元凶;另一方面,国内许多专家学者普遍认为,在中国 2006 年股市暴涨中,交叉持股对股价起到了推波助澜的作用,尤其是在上市公司实施新准则,公司交叉持股投资采用公允价值计量之后,2007 年 6 月上证综指高达 6124.04 点,之后却一路回落,在 2008 年 10 月 28 日达到最低点——1664.92 点。这一现象是交叉持股在股价上升通道中的助推,在下降通道中的助降所造成的。

基于以上两点考虑,本书的具体研究目标是:

1. 搜集沪深两市 A 股上市公司交叉持股数据,分析总结中国上市公司交叉持股的规律性特征,分析交叉持股为国家宏观经济、资本市场、公司治理所带来的正面与负面效应。

2. 在计量观指导下,运用 Feltham-Ohlson (1995) 股权估值模型,验证以公允价值计量的上市公司交叉持股的价值相关性,以检验交叉持股上市公司的股价与新增公允价值计量的会计信息是否相关。

3. 在信息观指导下,运用股票价格波动性分析方法建立中国上市公司交叉持股的股价效应模型,测算交叉持股的股价效应,以正确反映采用公允价值计量模式的上市公司实施交叉持股行为是否能够对公司股价起到稳定作用,进而起到增强证券市场稳定性的目的。

4. 依据定性与定量分析结果,借鉴国外交叉持股的成功经验,提出完善中国交叉持股制度的政策建议,以规制和矫正交叉持股所造成的弊端,维护证券市场的正常秩序,有效保护投资者的合法权益。

(二) 研究方法

根据研究的需要,本书采用的研究方法有:

1. 定性分析与定量分析相结合。定性分析法贯穿于全书,首先通过定性分析找出需要研究的问题,其次通过对大量经验数据的定量研究,发现问题的本质,最后通过定性分析找出解决方案。

2. 规范研究与实证研究相结合。规范分析和实证分析是经济分析的两种基本方法,规范分析主要研究判断经济行为“好”和“坏”的标准,并用这些标准去衡量、评价经济行为应该怎样;实证分析则只对

事实做客观描述，而不对经济行为结果做出价值判断，主要回答“是什么”或“怎么样”的问题。因为只有搞清楚“是什么”，才能更好地回答“怎么做”的问题。本书研究的重点放在“是什么”这个问题上，即对上市公司交叉持股行为所引起的股价波动效应进行实证分析。

3. 比较研究法。本书在对国外交叉持股的实践与法律规制进行研究时应用了比较研究的方法。

三 结构安排及创新点

（一）本书的结构安排

依据国内外研究的现状及需要解决的主要问题，以沪深两市 A 股上市公司交叉持股为研究对象，从公允价值计量的视角出发，通过对上市公司交叉持股所产生的股价效应的实证分析，揭示上市公司交叉持股与证券市场股价波动的关系，为中国规范上市公司交叉持股行为，提供有益的参考。

本书共九章，研究的主要内容：

第一章“导论”：主要描述了本书的研究背景、理论及实践意义，提出研究目标；简要介绍了本书的研究思路、研究方法及创新点。

第二章“基于公允价值计量的交叉持股研究综述”：在广泛深入收集和阅读的基础上对国内外关于交叉持股的一般研究以及公允价值计量下的交叉持股研究的相关文献进行整理及评述。

第三章“上市公司交叉持股的正负效应分析”：首先，介绍了交叉持股的概念和分类以及公允价值的发展历程，概念界定和特性，对本书公允价值计量下交叉持股的研究范围进行了界定；其次，定性分析了上市公司交叉持股以及上市公司交叉持股采用公允价值计量后对经济增长、行业发展、资本市场和公司本身所带来的正面和负面效应。为规避交叉持股的弊端，为完善交叉持股制度的具体措施提供依据。

第四章“交叉持股实践的国际比较”：梳理了日本和德国、美国 and 英国两种交叉持股模式的实践历程，对其进行对比分析与经验总结，为中国规范上市公司交叉持股提供借鉴作用。

第五章“中国基于公允价值计量的交叉持股现状特征分析”：首

先,介绍了中国上市公司交叉持股的发展历程以及新准则中关于股权投资应用公允价值计量的规定,分析了公允价值计量对中国交叉持股上市公司的影响;其次,通过整理沪深两市A股上市公司交叉持股数据,分析总结公允价值计量下中国上市公司交叉持股的现状特征。通过该部分的分析,提出本书实证研究需要解决的两个问题:(1)中国交叉持股上市公司应用公允价值计量后所提供的会计信息对股价变动是否具有价值相关性?在中国股票市场尚待完善的情况下,新增会计信息能否为投资者提供与决策相关的内容?(2)实证检验中国上市公司交叉持股行为对股价波动的影响,以证明交叉持股对于中国上市公司股价是否具有稳定作用?

第六章“基于公允价值计量的交叉持股相关理论”:从现代金融财务理论、噪音交易理论、行为金融理论的视角解释了证券市场的股价波动效应;并分析公允价值计量下交叉持股的股价效应理论,阐述本书研究股价效应的计量观与信息观理论。该部分是全书定性与定量分析的理论依据。

第七、八章为本书的实证分析部分:第七章在计量观理论指导下,运用 Feltham-Ohlson (1995) 股权估值模型,通过验证公允价值计量上市公司交叉持股后所提供的会计信息对股价变动的相关关系,一方面证明公允价值计量属性应用于中国公司间交叉持股投资是否有利于提高股价中的信息含量;另一方面,从会计信息的提供角度验证中国股票市场的有效性。在第七章的实证研究结果基础上,第八章实证分析了除会计信息之外的交叉持股公司所提供的其他市场信息,如交叉持股比例、所处行业差异、公司规模等因素与股价变动的作用关系。首先细化研究对象,将上市公司交叉持股按对象划分为上市公司间、上市公司与机构投资者间两大类。其次在信息观的视角下,运用股票价格波动性分析方法建立中国上市公司交叉持股的股价效应模型,对上市公司交叉持股以公允价值计量的股价效应进行实证分析,以验证股票价格与交叉持股比例、交叉持股主体所在行业差异、公司规模等变量之间是否存在稳定的线性关系。

第九章“完善中国上市公司交叉持股制度的政策建议”:在上述定量与定性分析的基础上,从公司法、证券法、证券监管机构以及相关配

套制度建设四个角度提出了完善交叉持股制度、规制上市公司交叉持股行为的具体措施。

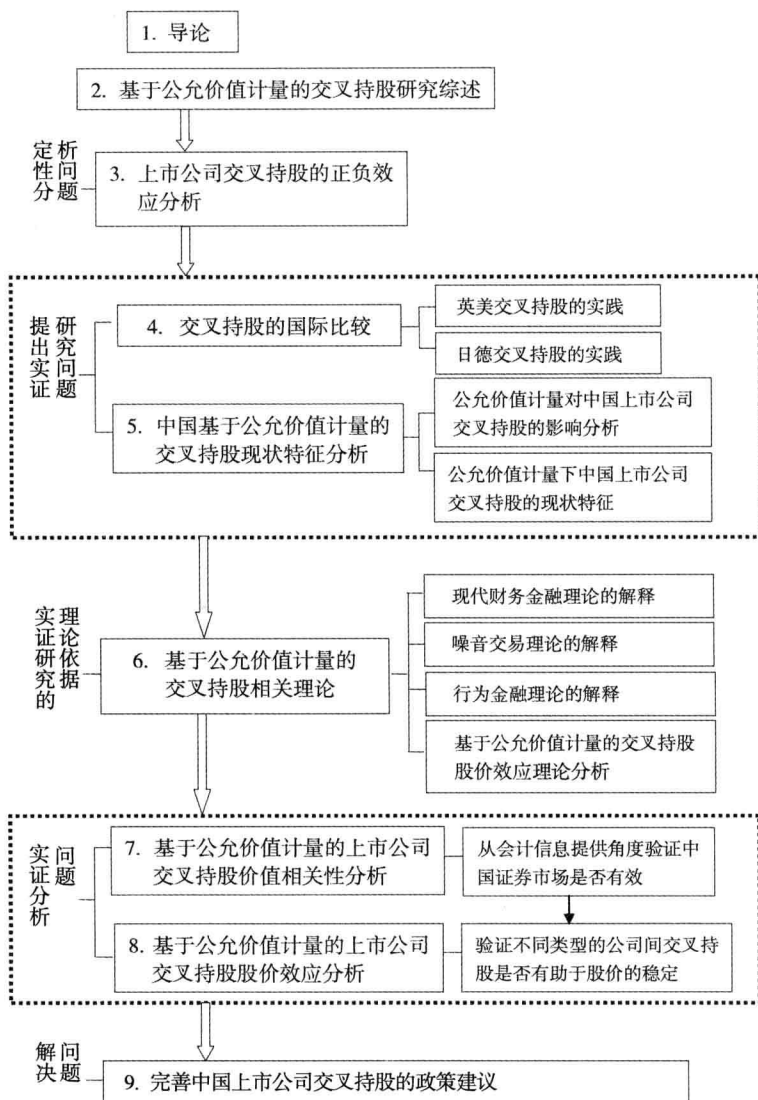


图 1—1 本书研究路径

（二）创新点

对国内外研究的评议性回顾，就是试图寻求能够继续进行拓展性研究的空间和切入点。本书研究的创新之处主要体现在对现有研究的拓展上，主要包括以下几个方面：

一是研究视角的创新。在梳理和归纳国内外关于交叉持股相关理论的基础上，从公允价值计量模式的视角，建立上市公司交叉持股的理论研究框架。

二是研究观念的创新。在进行实证分析时，首先从计量观的角度出发，对交叉持股上市公司采用公允价值计量的价值相关性进行了检验，得到企业提供的会计信息在一定程度上能够反映证券价格的结论；其次从信息观的角度出发，在证券市场弱势有效的前提下，对上市公司交叉持股的股价效应进行了检验。

三是对实证模型的改进。本书以 Feltham-Ohlson（1995）股权估值模型为参考，运用财务分析方法对每股收益与每股净资产进行分解，构建了用以验证中国交叉持股上市公司采用公允价值计量的相关性模型。

四是研究观点的创新。中国大量专家学者对企业间交叉持股的实证研究数据多集中于 2007—2008 年，研究期间短且得出的结论是交叉持股造成了股市的同涨共跌，该结论带有时间的局限性。本书则使用中国实施新准则以来即自 2007 年 1 月 1 日至 2011 年 6 月 30 日中国交叉持股上市公司的最新数据进行实证研究，得到了交叉持股在较长时间看来有利于稳定交叉持股公司股价的结论。

第二章

基于公允价值计量的 交叉持股研究综述

一 交叉持股的国内外研究现状述评

(一) 交叉持股的国外研究现状述评

交叉持股起源于战后的日本，并创造了日本股市的神话，因此国外特别是欧美国家很早就对交叉持股有所关注，对交叉持股的研究起步较早，各方面的研究较全面。总体来说可以分为六个方面：交叉持股动机的研究；交叉持股对公司治理影响的研究；交叉持股相关会计处理问题的研究；交叉持股对公司业绩影响的研究；交叉持股行为对股价变动影响的研究；国外对交叉持股的监管和相关法律法规规范。

1. 交叉持股动机的研究

国外学者对于交叉持股动机的研究主要可分为两个方面：

一方面是研究交叉持股行为的产生动机。研究结果表明，交叉持股的动机极为复杂，但主要动机是抵制恶意收购、规避交易风险和获取垄断利润，其中最原始的动机是抵制恶意收购、规避交易风险。研究的成果主要有：

(1) 规避交易风险。最早研究交叉持股动机的是克莱恩、克劳福德和阿尔钦（Klein, Crawford & Alchain, 1978）以及威廉姆森（Williamson, 1979），他们经过长期的调查研究后发现，企业法人间产生交叉持股行为的动机是为了降低因贸易伙伴的不诚信行为所导致的合同交易风险。弗拉思（Flath, 1996）通过研究后认为，集团企业间通过交叉持股允许成员企业通过声誉和“用脚投票”的方式向对方施加压力，从而在一定程度上杜绝了交易中机会主义行为所造成的不良交易后果。