

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: X2005142001

UDC _____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

控制权私人利益的影响因素与经济后果研究

A Study on the Economic Consequence and Determinants
of Private Benefits of Corporate Control

李 苗

指导教师姓名: 朱建平 教授

专业名称: 统 计 学

论文提交日期: 2009 年 3 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 3 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

本文研究的对象是上市公司的控制权私人利益问题。主要回答两方面问题，一是在我国特有的制度背景下影响控制权私人利益的因素有哪些？二是控制权私人利益所引发的经济后果是什么？

文章首先介绍本文研究的理论基础、控制权私人利益概念、控制权私人利益的度量等基本概念和问题，对控制权私利的影响因素和引起的经济后果两方面的文献进行回顾和评述。然后选取 1997 年到 2003 年中同一年中同一公司既发生控股股权变更也发生非控股股权的交易为样本，以非控股股权的交易价格作为控制权共享利益的估计，以控股股权的转让价格与非控股股权的交易价格的差额作为控制权私人利益的估计来对我国上市公司控制权私人利益的总体水平进行比较；接着对控制权私人利益进行分组差异性检验，应用因子分析、多元回归分析等方法对影响我国控制权私人利益的因素进行实证分析；更进一步，文章还使用控制权转移后的三年超常累积月收益率作为样本公司价值增损的估计，用整体样本公司的超常累积平均月收益率来分析控制权私人利益的影响，对控制权私人利益的经济后果进行计量分析，研究发现控制权私人利益与公司价值创造呈现显著的负相关；最后，文章总结了本文的主要研究结论，并就此提出一些建议，为完善我国上市公司的法律保护体系、建立规范有效的控制权市场，完善治理机制提供一些借鉴。

本文的创新和贡献主要表现在控制权私人利益计量模型的改进上，本文选取同一年中同一公司既发生控股股权变更也发生非控股股权交易的样本，以非控股股权的交易价格作为控制权共享利益的估计，而控股股权的转让价格与非控股股权的交易价格的差额可认为是控股股东为获得公司控制权而愿意付出的代价，这部分的溢价作为控制权私人利益的估计更直观、更准确；本文不仅分析了在中国特有的制度背景下影响控制权私人利益的因素，得出了颇有启发性的研究结论，而且还对较少学者涉及的控制权私人利益引发公司价值创造变化的问题进行了理论和实证研究。

关键词： 控制权私人利益； 影响因素； 经济后果；

ABSTRACT

This paper deals with private profits of corporate control and answers the following 2 questions. Firstly, what are the determinants that affect the private profits of corporate control under Chinese special institutional background? Secondly, what are the economic consequences of private profits of corporate control?

The first part of this paper introduces the related research theories, some basics of private profits of corporate control and gives a brief review and comment on related literature. Then, using a sample of listed companies that had both the controlling block and the non-controlling block within same year from 1997-2003, I evaluate the overall level of private profits of control of Chinese listed companies from two aspects: on the one hand, to estimate shared profits of control right with the help of transfer price of non-controlling block; on the other, to evaluate the private profits of control base on the transfer price difference between the controlling block and the non-controlling block of a company. Thirdly, I have an empirical analysis on determinants of Chinese private profits of control right. Furthermore, the value of the sample company is evaluated by its 3-year unusual accumulated monthly return after control right transfer. Research found that private profits of corporate control and company value creation are of negative relationship. The final part of this paper summarizes the main research findings of this research and proposes suggestion for improving the legal protection system for the listed companies, constructing effective control right market and perfecting the governing system.

The innovation of this research lies in the improvement on the model of private benefit of corporate control. The use of transfer premium of control to evaluate the private profits of corporate control is more direct and accurate. And a theoretical and empirical study on the relationship between private profits of corporate control and company value creation are another contribution of this paper since there is little literature found on this issue.

Key Words: private profits of corporate control; determinants; economic consequences

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 第一章 导 论 | 1 |
| 第一节 问题的提出 | 1 |
| 第二节 理论回顾与分析 | 2 |
| 第三节 结构安排及主要创新 | 16 |
| 第二章 我国上市公司控制权私人收益的计量 | 18 |
| 第一节 数据与控制权私人收益的计量方式 | 18 |
| 第二节 控制权私人收益的国内比较 | 19 |
| 第三节 控制权私人收益的国际比较 | 20 |
| 第三章 影响我国控制权私人利益因素的研究 | 23 |
| 第一节 分组差异性检验 | 23 |
| 第二节 控制权私人利益影响因素的计量分析 | 32 |
| 第四章 控制权私人利益经济后果研究 | 35 |
| 第一节 相关假设和描述性统计 | 35 |
| 第二节 控制权私人利益经济后果的计量分析 | 40 |
| 第五章 主要结论与研究启示 | 42 |
| 第一节 主要结论 | 42 |
| 第二节 研究启示 | 43 |
| 参考文献 | 45 |
| 致 谢 | 48 |

Contents

| | |
|---|-----------|
| Chapter 1 Introduction | 1 |
| Subchapter 1 Problems | 1 |
| Subchapter 2 Theoretical Review and Analysis | 2 |
| Subchapter 3 Framework and the main innovation | 16 |
| Chapter 2 The measurement of China's Private Benefits of Corporate Control | 18 |
| Subchapter 1 Data and measuring of Private Benefits of Corporate Control | 18 |
| Subchapter 2 National comparison..... | 18 |
| Subchapter 3 International Comparison..... | 19 |
| Chapter 3 Study on Determinants of Private Benefits of Corporate Control | 23 |
| Subchapter 1 Subgroup differences in test..... | 23 |
| Subchapter 2 The Econometric Analysis of influencing factors of private profits of control | 32 |
| Chapter 4 Study on the Economic Consequence of Private Benefits of Corporate Control | 35 |
| Subchapter 1 Related assumptions and descriptive statistics..... | 35 |
| Subchapter 2 The Econometric Analysis of the Economic Consequence of Private Benefits of Corporate Control | 40 |
| Chapter 5 The main conclusions and research Inspiration | 42 |
| Subchapter 1 Conclusions | 42 |
| Subchapter 2 Research Inspiration | 43 |
| References..... | 45 |
| Acknowledgement | 48 |

第一章 导论

第一节 问题的提出

自 Berle 和 Means (1932)^①在其开创性的研究中指出现代公司的股权结构分散化的特征，并系统论述了所有权与控制权相分离的问题后，几十年来，股权结构及其相关问题就一直成为理论界争论的焦点。然而，从上世纪八十年代以来，世界大部分国家的公司所有权结构却出现适度集中的趋势，这一现象的出现改变研究者关注的角度，随着研究不断深入，对公司治理的研究也逐渐从传统的管理者和股东之间的代理问题转向由于股权集中带来的另一类代理问题。

诚然，股权相对集中的大股东治理在一定程度上缓解了公司股东和经理人员之间的传统代理问题，但同时，随着大股东控股地位的形成，大股东利用控股优势侵占中小股东利益的情况时有发生。在我国由于特殊的政治、经济、法制与历史文化背景，大多数上市公司普遍存在“一股独大”的特殊现象，股权的“天然”集中为我国上市公司大股东利用其特殊的权力谋取私利提供了便利，侵占中小股东利益的现象层出不穷。以资金占用为例，2002年底，根据中国证监会和国家经贸委联合召开的“上市公司现代企业制度建设交流暨总结大会”上披露，对当年 1175 家上市公司进行的普查发现，共有 676 家公司存在控股股东占用资金的现象，占款总额为 967 亿元；在上市公司自查结果中，也有 27% 的公司存在控股股东及关联方违规占用资金或资产的行为；20% 的上市公司为控股股东及关联方提供担保。更有甚者，一些大股东把上市公司当成“提款机”和“摇钱树”，滥用和侵占上市公司资金，ST 猴王（000535）、济南轻骑（600698）、ST 九州（000653）等公司都从业绩优良的企业被“掏空”成负债累累的垃圾股。

除了占用上市公司资金这一常见方式以外，我国上市公司的控股股东还通过非公允的关联交易、转移定价、现金股利、配股、借款担保等不同的手段对中小股东利益进行侵占。^②

可以看到，作为经济转型期的新兴市场经济国家，不仅要解决好传统的公司治理

^① Berly, A. and G.Means. The Modern Corporation and Private Property[M].Macmillan.1932.

^② 刘峰、贺建刚.股权结构与大股东利益实现方式的选择[C].中国第二届实证会计国际会议论文集,2003年12月,P739-753

理问题即所有权和经营权分离条件下的代理问题，更要关注和应对大股东与小股东之间的利益冲突带来新的代理问题。可喜的是，随着控制权和私人利益概念的提出，以 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer、Vishny 以及 Zingales 等为代表的国外经济学家们在“控制权私人收益”领域中，取得了令人瞩目的研究成果和重大研究发现。近年来，我国国内的一些学者也对控制权私人收益问题进行了诸多研究，在保护投资者利益、法与金融等领域做出了重要的贡献。然而，我国学界对控制权私人收益的研究尚还存在一些不足，仍需要不断地改进和深化。例如控制权私人利益的合理度量、控制权私人利益引发的经济后果缺乏严谨的实证分析等等。

那么，处在我国独特的背景（如法律保护环境薄弱、公司治理结构不健全、股权结构较独特等）下的上市公司，又面临一个什么样的治理困境呢？无疑，我国特有的治理环境缺失与不足增加了问题的复杂性。因此，借鉴已有的研究成果，进一步厘清我国上市公司控制权私人利益形成机理，发现和探讨我国上市公司控制权私人利益的规模，与西方发达国家的控制权私人利益规模进行比较，找出影响我国上市公司控制权私人利益的主要因素，探讨所引发的经济后果（对公司价值的创造影响）等等问题就显得颇为迫切和富有挑战性。本文将就上述问题进行理论和实证分析，重点是分析影响我国控制权私人利益的因素，考察控制权私人利益对上市公司价值创造的影响，并为完善法律保护体系、建立规范有效的控制权市场，完善上市公司治理机制提供一些借鉴。

第二节 理论回顾与分析

一、控制权的理论基础

作为现代企业理论的基本命题，科斯（Coase, 1937）指出企业是一系列契约的有机组合，他的经典论文《企业的性质》改进了人们对市场机制及企业组织制度运行的认识，开创了“企业的契约理论”（the contractual theory of the firm），后随着 Alchian and Demsetz、Williamson、Grossman and Hart、Hart and Moore 等学者从不同的角度论证了契约的不完全性及其相机治理等，从而得以发扬光大。这一理论可以用如下三句话来概括^①：①企业的契约性（the contractual nature of the firm）；②契约

^① 张维迎，企业理论与中国企业改革，北京大学出版社，1999年第11版。

的不完备性(或不完全性)(the incompleteness of the contracts); ③以及由此导致的所有权的重要性(relevance of ownership)。

现实世界中绝大多数的契约是不完全性的。所谓契约就是签约方在签约时做出的, 预期在未来能够被兑现的一组承诺的集合。完全契约则是指在这一组承诺的集合里完全包括了签约双方在未来预期的事件发生时所享有的权利和承担的义务。但是拟定完全契约是不可能的, 不完全契约是必然和经常存在的。正是如此, Hart^①认为, 在给定当事人风险偏好中性、信息对称以及当事人可以进行事后再谈判这三个假定后, 有三种因素导致契约的不完全性: 一是在复杂的、十分不可预测的世界中, 人们不能完全预知未来; 二是即使人们能够预测, 也很难找到一种语言在契约里加以清晰地描述; 三是即使双方能将自己的意思在契约里写明白, 在契约出现纠纷的时候, 外部权威, 比如说法院, 即使能够观察到双方的状况, 也很难对双方的实际状况加以证实, 从而强制执行, 所以现实中的契约绝大部分都是不完全契约。

正是因为企业的契约是不完备, 因此就产生了两个问题一是剩余索取和剩余控制权应该怎样安排; 二是由谁拥有企业的所有权更为重要? 对此, 比较统一的观点是对契约中没有明确约定的事宜只有资产的所有者拥有对资产的支配权。

由于契约的不完备性和信息不对称性, 要让企业的剩余索取权和剩余控制权完全对应是不可能的, 具体表现为传统的所有权与控制权分离, 经营者成为了企业事实上的决策管理者。但实际上由于经营者对企业资产的控制权力并不以其个人的财产为抵押, 同时由于人的相对理性, 所有者与经营者各自的目标函数本质上的差异, 导致所有者追求企业价值的最大化, 个人资产的最大增值; 而经营者追求个人效用最大化, 包括物质上(薪金、奖金和在职消费)的和精神上的(闲暇、满足感和荣誉感)。这种差异将导致实际掌握控制权力的经营者按照自己的偏好与效用进行决策, 使企业的经营管理偏离所有者利益最大化的原则, 进而产生了经济学上所谓的委托—代理问题。

现代企业经营管理中的委托代理的出现, 不仅是企业产权制度的要求, 而且也是企业内分工与专业化的反映。有分工必然就有合作, 有合作必然就有冲突, 冲突的存在说明了分工在给企业带来报酬递增收益的同时, 也伴随着冲突所带来的效率损失和组织协调费用, 这种效率损失和组织协调费用在代理问题上就表现为代理成

^① 哈 特, 企业、合同与财务结构, 上海三联书店, 1998 年第 1 版。

本。詹森和麦克林(Jensen and Meckling, 1976)^①对企业内的代理成本进行了深入分析后指出,代理成本可由三部分组成:一是委托人的监督成本,即委托人激励和监督代理人,以图后者为前者利益尽力的成本;二是代理人的担保成本,即代理人用以保证不采取损害委托人行为的成本,以及如果采取了哪种活动将给予赔偿的成本;三是剩余损失,它是委托人因代理人代行决策而产生的一种价值损失,等于代理人决策和委托人在假定其具有代理人相同信息和才能情况下自行效用最大化决策之间的差异。

从理论背景来看,传统委托代理理论把公司治理问题归结为股东—经理,股东—债权人,债权人—经理之间的代理关系,这种研究体系将股东和债权人分为独立的部分来研究,但对大股东控制问题却没有涉及,而现实是许多公司甚至是一些大型知名的公司内部都存在大股东。在内部人控制下,外部人集体中的中小股东和债权人具有共同的目标来防止内部人侵占。从对内部人侵占行为以及大股东控制相关问题出发,研究开始不仅仅关注于现金流量权,还开始注意到控制权所带来的收益在内部人控制下对公司治理产生的影响,进而使得内部人和外部人之间的委托代理问题越来越突出,而控制权私人收益概念的引入使得对问题的分析更加深化,正如 Zingales (2001) 所指出“引入控制权私人收益的概念能够调和理论研究上基于资产要求权的公司定价理论和模型分析中将投资者内生地分为内部人和外部人时的分析不一致”。

二、控制权私人利益的概念及表现形式

现代金融学理论基础之一是分散化,投资者可以通过组合投资来分散风险,但是,为什么投资者会放弃分散风险的利益,而把财富都集中在一种股票上呢?大量的研究表明两大因素影响了大宗股权的产生,即控制权的共享利益(Shared benefits)和私人利益(Private benefits),Grossman 和 Hart (1980, 1988)^②证明了控制权共享利益和私人利益的存在。那么什么是控制权共享利益和控制权私人利益呢?

控制权的共享利益来自于控股股东的决策权利和监督效应。Shleifer 和 Vishny

^① Jensen M, Meckling W. Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 34, 3(4):305-360.

^② Grossman S, Hart O. Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation [J]. *Bell Journal of Economics*, 1980, 11(1): 42~69. Grossman S, Hart, O. One Share –One Vote and the Market for Corporate Control [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1/2): 175~202.

(1997)^①认为投资者的法律保护和一定的股权集中是良好公司治理的重要因素。股权集中使得大股东有动力去搜集企业的信息和进行监督管理,在某些情况下,大股东还有足够多的投票权对经理施加压力甚至通过代理人争夺战和收购来罢免经理(Shleifer 和 Vishny, 1986),由于大股东普遍关心利润最大化并拥有足够多的控制权,所以可以解决搭便车的问题。控股股东的持股比例越高,其越有动力来提高公司的价值,由此而产生的更多现金流,并能同所有股东共享,这就产生了控制权共享利益。而控制权私人利益来源于公司控制者的自由裁量权(discretion),即无法在契约中事先规定的情况下出现的剩余决策权,由于控制者在信息和(或)人力资本方面的优势,这一剩余决策权常常被控制者用于谋取非股东利益最大化的私人目的,即这一部分利益不是按所持有股份比例在所有股东之间分享,而是只有处于控制地位的内部人才能享受,则这种价值就是控制权的私人利益。

Johson 等(2000)^②说明控股股东不但有强烈的谋取私人利益的偏好,而且有能力侵占公司的资源或谋取其它股东无法获得的利益。Denlsetz(1985)、La Porta 等(1999)、Baracly 和 Holdeness (1989)认为,控股股东和外部小股东的利益并不一致,两者之间经常出现严重的利益冲突。在缺乏监督或者股权分散化的情况下,控股股东可能会为追求自身利益而以牺牲其他股东的利益为代价,其侵害其它股东利益的手段多种多样,比如证券回购、资产转移和利用转移定价进行内部交易等,例如意大利国有企业的资产被高价转卖给了拥有大量小股东的公司,这种交易稀释了这些小股东们的权益;在韩国,财阀则把其附属公司低价转让给亲属。事实上,由于发现和取证成本等原因,对转移价格的微小偏离很难或根本不可能被法庭证实,当交易数量庞大时,这种微小偏离的差价将导致数量可观的私人利益。鉴于这些手段的非公开性,Johson 等(2000)形象地将其称之为隧道策略(tunneling)。因此,由于股权集中形成的控制权也带来另一种代理问题,即大股东和小股东的代理问题。正如 La Porta 等(1999)^③所说的在很多国家的大公司中最主要的代理问题不是 Jensen 和 Meckling (1976)所证明的股东和管理者的冲突,而是大股东和小股东的代理问题。

^① Shleifer A, Vishny R. A Survey of Corporate Governance [J]. Journal of Finance, 1987, 52(2): 737~783

^② Johson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Tunneling [J]. American Economic Review, 2000, 90(2): 22~27.

^③ La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate Ownership around in the World [J]. Journal of Finance, 1999, 54(2): 471~517.

我国资本市场是一个典型的新兴市场，发展时间短，保护投资者的相关法律和司法体系还相当不健全。公司资产和利润被转移到其控制性股东手中的“隧道行为”普遍存在，特别是上市公司还面临独特的制度背景，包括目前这种剥离部分优质资产上市的改制方式、“一股独大”的所有权模式以及流通股与非流通股并存的二元股权结构，使得控股股东转移上市公司资源的动机更加强烈。

据统计，2002年底，中国证监会与国家经贸委联合召开上市公司现代企业制度建设经验交流暨总结大会，会上通告2002年下半年对在沪深证券交易所挂牌的1175家上市公司进行普查发现，有57.53%的上市公司(676家)存在被大股东占用巨额资金的现象，被占用资金合计高达966.69亿元，超过2002年市场一年的首发新股融资额度560亿元。而2002年全年，全部上市公司通过证券市场融资总额仅为761.75亿元。到2005年初至2006年10月，共有119起上市公司及高管人员受到证监会、交易所和海关等监管部门行政处罚的案例。其中，明确涉及侵占上市公司权益的公司58起，绝大多数属于关联方侵占的行为。这些大股东将上市公司当成圈钱的工具，强行将上市公司的资金占为己有，并频频通过关联交易、担保等手段侵占上市公司利益，造成了一些上市公司无法正常经营，甚至使上市公司沦为空壳，对中国股市的制度和完善形成直接挑战。具体表现在：^①

1、直接占用上市公司资金

大股东占用上市公司巨额资金拖欠不还，而作为债权人的诸多上市公司，也对大股东欠款逆来顺受，在讨债方面并不积极。尽管监管部门出台各种措施大力清欠，但通过对2003年巨亏公司年报的分析不难发现，大股东占用上市公司巨额资金久拖不还，是导致上市公司出现巨额亏损的首要原因。由于资金被大股东或其有关联的企业的无缘由长期占用，上市公司流动资金极度匮乏，正常经营举步维艰。在这种情况下，不少上市公司在年报中对应收款计提了巨额坏账准备，由此导致关联费用剧增，吞噬利润，直接产生巨额亏损。继“三九案”、“猴王案”以及“轻骑案”后，又陆续爆发了“华北制药”、“莲花味精”、“*ST珠峰”、“*ST江纸”等欠款大案，大股东侵占上市公司资金可以说是“前仆后继”。

2003年每股亏损高达2.844元的“*ST江纸”就是大股东占款的典型牺牲品。该公司2003年亏损4.58亿元，加上公司2001年和2002年亏损的2.99亿元和3.32

^① 摘自 王松华 杨晨，我国上市公司大股东占款问题研究，p50-52，西南财经大学出版社，2007

亿元，三年累计亏损额高达 10.89 亿元。年报显示，“*ST 江纸”三年巨亏完全缘于巨额资金被大股东占用。“*ST 江纸”只得对这笔欠款计提坏账准备。2001 年，“*ST 江纸”计提了应收款坏账准备 2.61 亿元；2002 年，“*ST 江纸”被占用的资金增加到 10.03 亿元，公司相应计提了应收款坏账准备 2.28 亿元；2003 年被占用资金仍高达 9.94 亿元，公司再次计提了坏账准备及资金减值准备 3.53 亿元。

2、关联交易转移上市公司资产

由于一股独大股权结构的普遍存在，上市公司与母公司的关联交易问题是中国上市公司一直无法根治的病症。由于关联交易最容易造成非公允价格定价，而关联交易又极其隐蔽，某些大股东便利用其控制地位，在重大关联交易中以牺牲上市公司及广大中小股东的正当利益，以不合理的高价将其产品或劣质资产出售或置换给上市公司，换取上市公司的现金或优良资产，或者以不合理的低价从上市公司购买产品或资产，甚至不支付价款，致使上市公司应收账款不断增加，资金被长期占用，直接严重影响上市公司正常生产经营。而有的大股东则干脆将关联交易的一方作为一个中间环节，间接地将上市公司资产转移出来。

“北大科技”是被恶意重组方采用“贱货贵卖”法占用的一个典型。“北大科技”原名大连北大车行股份有限公司，1999 年之前业绩一直稳健。1999 年 3 月，厦门万时红集团出资 1.2 亿元，收购原北大车行大股东大连北大企业集团 95% 的股权，间接控股北大车行。在万时红集团操作之下，“北大科技”以 1 亿多元的价格收购了万时红集团的一个分公司晋江昌盛分公司。此后，万时红集团又操纵“北大科技”以 2 亿多元自深圳置换进几十套纺织设备，并将这些资产注入晋江昌盛公司。“北大科技”为这些资产付出了 3.9 亿元的高昂代价，但是事后注册会计师却认为这些资产“不能认定其真实价值”。万时红集团实际上就是通过劣质资产置换的手法将“北大科技”的巨额注册明目张胆地偷梁换柱。在万时红集团的操纵之下，原来经营稳健的“北大科技”业绩每况愈下，陷于泥潭而不能自拔。

3、利用上市公司进行借款担保

大股东操纵上市公司，无论采取哪种手法圈钱掠财，期间都会或多或少地采取利用上市公司信用为其提供巨额担保从银行获得贷款的手段。在中国的证券市场上，因受大股东操纵而为其担保，最终使公司陷入业绩危机的例子不在少数。

“ST 长控”的重组就是一场彻头彻尾的引狼入室遭遇浩劫的噩梦。“中国造纸

行业百强企业”四川长江包装控股股份有限公司上市一年便惨遭 ST。在重组中，泰港实业和西藏天科正式托管“ST 长控”国有股。泰港成为实际控制入股后，不仅拖欠股权转让款及占用公司资金近 2 亿元之巨，还先后要求“长江控股”为其在银行借款 2.05 亿元提供担保。此后，由于泰港逾期不还，贷款的风险被不断地转嫁到“长江控股”头上，“长江控股”主要生产线全面瘫痪，又一次戴上了 ST 帽。在不到两年的时间内“长江控股”的担保金额已经超过了 2001 年底其净资产的 140%。

证券市场曾引爆过不少的“担保地雷”。例如“ST 幸福”、“ST 九州”、“ST 海洋”等。而在 2003 年，最大的担保圈莫过于“ST 啤酒花”的担保圈，该公司自身也因为处于担保圈的核心而亏损 12.15 亿元，每股净亏损 3.304 元。年报显示，截止到 2003 年 12 月 31 日，公司及控股子公司对外担保累计 18.57 亿元，其中属于应披露的大股东及关联方占用公司的资金金额为 1.69 亿元。公司在 2003 年度计提了 9.51 亿元的关联费用，比上年增加了 9.02 亿元，营业外支出达 5.38 亿元，较上年增加 5.36 亿元，主要原因是预计担保损失较上年增加了 5.28 亿元。

以上林林总总是我国证券市场出现大股东侵害小股东利益的主要表现形式。此外，大股东还可能采取其他多种方式和手段掠夺小股东，如支付给高级管理者过高的报酬、股权稀释、夺取企业的投资机会或者迫使企业投资于不盈利但却有利于大股东的投资项目等等。

三、控制权私人利益的度量

虽然我们可以有种种存在控制权私人利益的间接证据，但是对控制权私人利益的直接衡量并不是一件容易的事情，正因为这部分控制权私人利益的隐密性，所以对其的估值就变得很困难。

国外通常有两种方法来间接度量它。第一种是由 Barclay 和 Holderness(1989)提出，他们推断如果公司股东都按照持股比例获取公司利润，那控制权就没有私人利益，但是，如果大股东能通过控制权获得小股东无法获得的利益，那么大宗股权的交易就会存在溢价，而溢价的部分接近控制权私人利益的贴现值，他们通过对美国 1978-1982 年 63 宗超过 5% 比例的股权交易进行研究，发现成交价大大高于股权交易宣布后的价格，平均溢价约为 20%。Dyck 和 Zingales(2004)研究了 1999-2000 年发生在 39 个国家和地区的 393 宗控制权交易，发现这些国家和地区的控制权转让溢

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库