

大股东地位、产权属性与控制权利益获取^{*}

——基于大宗股权交易视角的分析

叶 会¹, 李善民²

(1. 浙江工商大学 财务与会计学院, 浙江 杭州 310018;

2. 中山大学 管理学院, 广东 广州 510275)

摘要:文章利用2006—2010年发生的大宗股权交易事件,对大股东获取控制权利益行为进行分析。研究结论表明,大股东在所有权结构中的控制能力越强,能够获取的控制权利益水平就越高,但是与非控股大股东相比,处于控股地位的大股东更倾向于以私有收益的方式实现控制权利益;与非国有股东相比,国有性质的股东更倾向于以私有收益的方式实现控制权利益;较好的市场环境能够有效抑制获取控制权私利行为,尤其是对控股大股东和国有性质股东获取私利行为的作用程度和效果更明显。

关键词:大股东地位;产权属性;控制权利益;大宗股权

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)09-0134-11

一、引言

Berle等(1932)指出,美国公司的所有权高度分散,由于所有权和控制权的分离进而引发了管理者的代理行为。这篇开创性的研究成为后来20世纪70年代以来公司治理研究的一个起点。既然存在管理者的代理行为,投资者为什么还愿意把钱交给管理者呢? Shleifer等(1997)认为是因为有一系列的公司治理制度可以约束管理者的代理行为,其中,大股东的存在就是一种重要的内部治理机制。大股东既有动机,也有能力对管理者实施监督,并获得这种监督行为带来的好处,即控制权共享收益。但是大股东治理模式是有成本的,大股东可能利用其掌握的信息优势和控制权侵占上市公司利益,获得控制权私有收益。

共享收益和私有收益是大股东控制权利益的两个构成部分。理论上,大股东可以选择其中任何一种方式实现控制权利益,这决定了大股东在公司治

收稿日期:2011-03-11

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70972074);教育部人文社会科学研究青年基金资助项目(10YJC630369);教育部人文社会科学研究资助项目(09YJC630203)

作者简介:叶 会(1979—),女,河南南阳人,浙江工商大学财务与会计学院讲师,博士;

李善民(1963—),男,四川巴中人,中山大学管理学院教授,博士生导师。

理中所扮演的角色和作用。那么在公司治理实践中,大股东究竟起了什么样的作用? 以往的研究提供了两种证据:一方面,对控制权私有收益进行的相关研究表明,在大宗股权交易过程中存在巨额的控制权私利(Barclay 等,1989; Dyck 等,2004),大宗股权交易行为本身就面临着代理问题的考验(Burkart 等,2000);另一方面,对大宗股权交易经济后果的研究发现,大宗股权交易为股东创造了正的超额回报,这表明大股东在公司治理中起到了积极的监督和制衡作用(Bethel 等,1991;王志成等,2004)。

由此可见,关于大股东在公司治理实践中的作用现有文献并没有定论。获取控制权利益作为大股东行为的一种体现,更多可能与大股东自身面临的激励和约束环境有关,而国内关于大股东利益获取行为的研究主要集中在对控制权私利的度量和较为泛化的影响因素方面,如公司规模、财务杠杆、盈利水平、行业特征和资本投资特征等对控制权私利的影响(唐宗明等,2002;赵昌文等,2004;林朝南等,2006;郝颖等,2010)。与以往研究相比,本文的主要贡献是从大股东自身特征(大股东在所有权结构中的地位和产权属性)和制度环境特征角度深入分析决定大股东行为的内在动机和约束环境,进而分析大股东对控制权利益的获取。

二、理论分析和研究假设

(一)大股东地位与大股东利益行为选择

Zwibel(1995)指出,控制权利益是可分割的,大股东获取利益的能力与其在控制权联盟中的地位有关。比如,如果公司存在一个具有控制地位的股东,那么在这个公司中只拥有适度集中股权的大股东能够获得的控制权利益几乎非常有限;而在一个股权相对分散的公司中同样适度集中的股权却能够带来相当程度的控制能力。

我国上市公司的所有权高度集中,并且由于制度上的原因和各种治理机制的薄弱,控股股东存在着掏空上市公司获取私利的动机和条件。首先,我国大部分上市公司是国有企业改制而来,原国有企业承担的大量政策性负担和非生产经营性资产经过重组往往存续于控股公司中。因此,控股股东自身的盈利能力非常有限,甚至处于亏损境地。在这种情况下,上市公司不可避免地会沦为控股股东的“提款机”。此外,资本市场上的股权分置制度导致控股股东无法直接享受企业价值或股价提升带来的好处,从而进一步加重了控股股东的激励扭曲和代理行为。股权分置改革的要旨是实现股东利益的趋同,改善公司治理、降低控制者的私有收益。然而,股改的效果在长期内有所削弱,控制者的利益取向在短期回归公司价值后又开始出现偏离,原因是大股东依然能通过对公司和二级市场的双重控制攫取私有收益(周生春等,2010)。其次,我国的司法制度整体上依然比较薄弱,司法系统的执法效率和公司治理制

度的执行效率较差,小股东几乎没有对抗控股股东不当行为的有效渠道(Allen等,2005)。这种不完善的制度环境助长了控股股东通过各种隐蔽甚至是违规方式获取私利的行为,导致控股股东掏空上市公司的现象屡禁不止。

在上述背景下,控股股东既有动机也有能力获取控制权私利,并更倾向于以私有收益的方式实现控制权利益。在控股股东占据优势控制性地位的情况下,非控股大股东的控制能力相对较小,获取私有收益的难度和成本相对要大。因此,非控股大股东更有可能在公司治理中发挥积极的监督和制衡作用。例如,如果非控股大股东没有被包括在控股股东获取私利的交易行为中,那么他们可能会揭发或制止这种权利的滥用,或者是以“用脚投票”(场外协议转让股权)的形式表达对控股股东的不满和对抗。因此,本文提出假设1。

假设1:与非控股大股东相比,处于控制性地位的大股东更倾向于以私有收益的方式实现控制权利益。

(二)产权属性与大股东利益行为选择

在转型经济环境下,产权属性的不同导致企业的经营目标、动机和行为存在较大差异。一方面,由于改制不彻底形成的国有大股东自身盈利能力较弱,更倾向于侵占上市公司利益以弥补盈利能力的不足;另一方面,政府鉴于维持庞大的开支、弥补地区财政赤字和实现充分就业等问题,更有可能对其控制的国有企业直接实施干预,将其承担的社会功能转嫁给国有企业。因此,国有大股东掏空上市公司的行为具有一定的必然性和普遍性。非政府控制的上市公司承担的社会功能和政策性负担较少,经营目标主要以实现盈利和企业价值增值为核心。因此,非国有股东侵害上市公司利益的掏空动机相对于国有股东来说较弱。

就获取私有收益的能力而言,国有股东获取私有收益的能力要大于非国有股东。原因是在经济转型过程中,政府手中拥有巨大的行政权力受到的约束有限,并且出于政绩显示的目的存在较大动机对其控制的企业给予过多的保护和关照,例如使国有企业位于保护性和垄断性行业,从而较少地受到市场竞争的约束。此外,政府还有可能对其控制的企业进行较少的监督和约束,甚至对其违规行为予以庇护,从而使其面临较少的法律制度约束。这种相对宽松的市场约束和法律约束,在一定程度上助长了国有股东获取私有收益的行为。因此,本文提出假设2。

假设2:与非国有股东相比,国有股东更倾向于选择以私有收益的方式实现控制权利益。

(三)市场环境与大股东利益行为选择

在向市场经济转型过程中,各地区之间的市场化进程并不平衡(樊纲等,2010)。因此,不同地区上市公司所处的外部市场环境存在较大的差异。一方面,市场环境越差的地方,经济发展水平和投资环境也较差,地方政府在同其他地区争夺有限的资源时越是处于劣势。也就是说,经济发展越是落后的地方,政

府能够吸引外资和得到中央政府资源配置的机会越少。而地方政府为了维持庞大的日常开支,更有动机对其控制的企业进行经济掠夺。因此,市场环境越差的地方,大股东获取私利的行为越严重。此外,市场环境越好的地方,来自产品、要素等市场的竞争越激烈,律师、会计师等中介组织发育越完善,法律制度环境和执法有效性也越好,大股东攫取私有收益的成本增加了,企业被市场淘汰或接管的风险也增加了。因此,较好的市场环境可以通过市场机制和法律机制有效约束大股东获取私有收益的行为。因此,本文提出假设 3。

假设 3a:较好的外部市场环境能降低大股东获取私有收益的水平。

根据假设 1 和假设 2 的分析,若控股大股东和国有大股东更倾向于攫取私有收益的话,那么外部市场环境对控股大股东和国有大股东获取私有收益行为的制约程度更大。因此,在假设 3a 的基础上本文提出如下两个假设。

假设 3b:与非控股大股东相比,外部市场环境的改善对控股大股东获取私有收益行为的制约程度更大。

假设 3c:与非国有股东相比,外部市场环境的改善对国有股东获取私有收益行为的制约程度更大。

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

本文以 CSMAR 数据库提供的 2006—2010 年发生的股权协议转让事件作为初选样本,然后剔除:(1)以无偿划拨、拍卖、抵债等方式发生的股权交易;(2)协议转让日期、转让价格、转让比例不详和交易未成功的样本;(3)股票价格和相关财务数据缺失的样本。最后得到的样本总数为 173 个。股权协议转让数据、财务数据和股权结构数据来自于 CCER 和 CSMAR 数据库,市场环境数据来自于樊纲等(2010)的研究成果。

(二)变量定义和模型设计

因变量(Benef)是大宗股权支付价格与交易后 20 个交易日流通价格平均值之比。公司股票在发行上市时,大股东的认购成本非常低,上市后经过分红和配股,其持股成本更低甚至为零,与流通股东的持股成本存在巨大价差。因此,大宗股权的支付价格基本上反映了这部分股权能够获得的控制权利益。如果购买方预期能够从控制权获得的利益越多,其愿意为股权支付的价格越高,同样,在位者放弃这部分股权索要的价格也越高。

大股东在控制权结构中所处的地位通过两种方式来描述,一是大宗股权在控制权联盟中所具有的控制能力(Cntrl),二是购买方是否通过股权交易获得控制性地位(Kzq)。产权属性(Propty)是指根据被交易股权产权性质的划分,若被交易股权为国家各级政府、国有资产管理机构或者国有企业持有,则 Propty 取值为 1,否则为 0。市场环境变量参照樊纲等(2010)的市场化指数

(Market)、金融业市场化指数(Fince)和法律环境指数(Law)。其中,市场化指数从总体上反映了各地市场化进程,金融业市场化指数反映了各地金融业的竞争程度,法律环境指数反映了各地律师、会计师等市场中介组织的发育程度和法律制度环境。

在控制变量方面,本文控制了企业规模(Size)、财务杠杆(Lever)、经营业绩(Roa)、关联交易(Glly)、同属管辖(Prov)和行业(Indu)因素。行业分类以中国证监会的行业分类为依据,样本来自8个行业,设置7个行业虚拟变量。变量的详细定义和描述如表1所示。

表1 变量名称和定义

变量符号	变量名称	定 义
Benef	股权交易价格	股权交易价格/交易后20个交易日平均流通价格
Kzq	是否获得控制权	虚拟变量,购买方获得控制权时为1,否则为0
Cntrl	股权控制能力	股权交易比例/前十大股东持股比例之和
Propty	产权属性	虚拟变量,被交易股权被各级政府、国有资产管理机构或国有企业持有时为1,否则为0
Market	市场化指数	数值越大,表示市场化进程越快
Fince	金融业市场化	数值越大,表示当地金融业竞争程度越高
Law	法律环境	数值越大,表示当地中介组织和法律环境越完善
Size	企业规模	企业总资产的自然对数
Lever	财务杠杆	债务/总资产
Roa	经营业绩	总资产收益率
Glly	关联交易	虚拟变量,关联交易时取值为1,否则为0
Prov	是否同属管辖	虚拟变量,交易双方属同省或直辖市时为1,否则为0
Indu	行业	虚拟变量,处于该行业时取值为1,否则为0

为了验证假设1至假设3a,本文构建如下回归模型:

$$\text{Benef} = a + \beta_1 \text{Cntrl} + \beta_2 \text{Kzq} + \beta_3 \text{Propty} + \beta_4 \text{Market} + \beta_5 \text{Size} + \beta_6 \text{Lever} + \beta_7 \text{Roa} + \beta_8 \text{Glly} + \beta_9 \text{Prov} + \sum_{i=1}^7 \gamma_i \text{Indu}_i + \epsilon \quad (1)$$

为了验证假设3b和3c,本文构建如下回归模型:

$$\text{Benef} = a + \beta_1 \text{Cntrl} + \beta_2 \text{Propty} + \beta_3 \text{Market} + \beta_4 \text{Kzq} \times \text{Market} + \beta_5 \text{Size} + \beta_6 \text{Lever} + \beta_7 \text{Roa} + \beta_8 \text{Glly} + \beta_9 \text{Prov} + \sum_{i=1}^7 \gamma_i \text{Indu}_i + \epsilon \quad (2)$$

$$\text{Benef} = a + \beta_1 \text{Cntrl} + \beta_2 \text{Market} + \beta_3 \text{Propty} \times \text{Market} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Lever} + \beta_6 \text{Roa} + \beta_7 \text{Glly} + \beta_8 \text{Prov} + \sum_{i=1}^7 \gamma_i \text{Indu}_i + \epsilon \quad (3)$$

(三)描述性统计分析

表2是对变量的描述性统计。

表 2 变量的描述性统计

变量	均值	最大值	最小值	标准差
Benef	0.453	1.486	0.003	0.273
Kzq	0.419	1.00	0	0.494
Cntrl	0.330	0.968	0.006	0.249
Propty	0.878	1.00	0	0.328
Market	8.64	11.25	4.44	2.04
Fince	8.78	11.67	4.86	1.62
Law	8.33	15.24	2.42	4.14
Size	21.00	25.28	18.46	1.078
Lever	0.735	7.979	0.012	0.814
Roa	0.020	0.335	-1.453	0.13
Gljy	0.174	1	0	0.380
Prov	0.449	1	0	0.499

从表 2 对变量的描述性统计来看，大宗股权交易价格仅相当于流通价格的 45.3%，这表明在股改以后，带有一定控制权的大宗股权的协议转让价格与流通价格相比仍然存在较高的折价水平。在全部样本中，大约 42% 的购买方通过交易获得控股地位；88% 的被转让股权属于国有性质。如果以前十大股东持股比例之和来反映公司控制权联盟的话，股权转让比例在控制权联盟中的平均值是 33%，具有相当程度的控制能力。表 2 还显示，发生股权交易的上市公司的经营业绩总体上不是很理想，平均资产回报率为 2%，负债比率较高，为 73.5%。

四、实证研究结果和分析

(一)模型(1)的回归结果及分析

表 3 为模型(1)的回归结果。

表 3 模型(1)的回归结果(173 个样本)

变量	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
c	-0.331	0.501	-0.359	0.288	-0.296	0.555
Cntrl	0.0004***	0.009	0.0004***	0.009	0.0004***	0.009
Kzq	0.068	0.12	0.065	0.136	0.070*	0.100
Propty	0.181***	0.002	0.185**	0.002	0.173***	0.004
Market	-0.022**	0.030				
Law			-0.012**	0.011		
Fince					-0.021*	0.078
Size	0.042*	0.075	0.047**	0.042	0.041*	0.088
Lever	0.026	0.409	0.026	0.411	0.025	0.469
Roa	0.046***	0.008	0.047***	0.006	0.047***	0.007
Gljy	0.062	0.213	0.063	0.203	0.054	0.291
Prov	-0.036	0.361	-0.033	0.406	-0.043	0.299
Indu	Yes		Yes		Yes	
Adj.R ²	0.246		0.255		0.241	
F 值	5.66***		5.88***		5.45***	

注：*、** 和 *** 分别表示显著性水平为 10%、5% 和 1%。

从表3可知,大股东在所有权结构中所处地位、产权属性和外部市场环境显著影响了对控制权利益的获取。

大股东在所有权结构中所处地位决定了其能够获取的控制权利益水平。在表3的三个回归结果中 Cntrl 的系数均在1%的水平上显著为正,表明大宗股权在控制权联盟中的控制能力越强,大股东能够获得的控制权利益越多,因此为购买大宗股权所愿意支付的价格也越高。Kzq 的系数均为正,并且有一个通过10%的显著性检验,表明当购买方通过交易获得控制性地位时,愿意为控制权支付的价格就越高。这与假设1基本一致。交易比例越大时,大宗股权的控制能力就越强,购买方获取控制性地位的可能性就越大,因此变量 Kzq 的影响已经部分包含在变量 Cntrl 之中,这可能是导致 Kzq 的系数并不是很显著的原因。对假设1进一步的验证可以在模型(2)的回归结果中得到。

产权属性内在地决定了大股东的动机及其对控制权利益的获取。在表3中,产权属性的回归系数均为正并且高度显著,这说明国有性质的股权交易价格显著高于非国有性质的股权交易价格。相对来说,国有股东的经营目标并不是以单纯的盈利为目的,而且面临的监督和约束又相对较少,因此,国有股东更倾向于掏空上市公司以获取私有收益,这与假设2的分析一致。

较好的外部环境是抑制控制权私利的一种有效机制。市场环境的三个代理变量 Market、Fince 和 Law 的系数均显著为负,这表明当外部环境越差时,大股东能够获取的私有收益水平越高;而市场环境越好时,产品、要素市场的竞争越激烈,各种中介组织的发育和法律制度环境越完善,大股东获取私有收益的难度和成本越大,因此对大宗股权的支付价格也降低了。假设3a的分析得到验证。

企业规模越大、经营业绩越好,大股东能够从中得到的私有收益就越多。在控制变量中,Size 和 Roa 的系数显著为正,这表明企业的规模越大、经营业绩越好,大股东能够从控制权中获得的私有收益就越多。例如,规模越大的企业可能给其控制者带来的声誉、地位和社会资源越多;经营业绩越好,大股东能够从中转移的资源就越多。而公司的负债比例、是否关联交易等其他控制变量的影响却并不显著。

(二)模型(2)的回归结果及分析

表4为模型(2)引入交叉项的回归结果。在使用方差膨胀因子(VIF)对变量进行多重共线性检验时,VIF均小于10,因此变量之间不存在严重的多重共线性问题。表4结果显示,市场环境变量的系数仍然为负,其中 Market 和 Law 的系数都通过了10%的显著性检验。市场环境变量与 Kzq 交叉项的回归系数均为负,其中 Market、Fince 与 Kzq 交叉项的系数均在10%的水平上显著。在三个回归结果中,交叉项系数与相应市场环境变量系数之比介于48%—75%之间,这意味着当购买方获得控股地位时,市场环境对控制

表 4 模型(2)的回归结果(173 个样本)

变量	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
c	-0.322	0.509	-0.351	0.470	-0.274	0.582
Cntrl	0.0004 ***	0.007	0.0004 ***	0.008	0.0004 ***	0.006
Propty	0.179 ***	0.002	0.185 ***	0.001	0.172 ***	0.003
Market	-0.017 *	0.081				
Kzq×Market	-0.008 *	0.10				
Law			-0.008 *	0.09		
Kzq×law			-0.006	0.15		
Fince					-0.018	0.136
Kzq×Fince					-0.009 *	0.074
Size	0.041 *	0.085	0.039 *	0.102	0.038 *	0.104
Lever	0.027	0.392	0.025	0.423	0.025	0.435
Roa	0.048 ***	0.006	0.048 ***	0.005	0.048 ***	0.006
Gljy	0.055	0.267	0.059	0.235	0.055	0.269
Prov	-0.046	0.251	-0.048	0.234	-0.047	0.241
Indu	Yes		Yes		Yes	
Adj.R ²	0.254		0.260		0.249	
F 值	5.48 ***		5.63 ***		5.36 ***	

注：*、** 和 *** 分别表示显著性水平为 10%、5% 和 1%。

权私利的抑制作用要比没有获得控股地位时增加 47%—75%。换句话说,与非控股大股东相比,市场环境对控股大股东获取私有收益行为的抑制作用更大。假设 3b 在模型(2)的回归结果中得到了验证。假设 3b 成立的逻辑是,与非控股大股东相比,处于控股地位的大股东更倾向于以私有收益的方式实现控制权利益。因此,市场环境对非控股大股东的约束作用自然也就不如对照股大股东的的作用那么大。假设 1 的分析在这里又进一步地得到了证明。

在表 4 中,其他变量的分析结论与表 3 保持一致:大宗股权在所有权结构中的控制能力越强,大股东能够获得的私有收益越多;国有股东相对于非国有股东来说更倾向于攫取私有收益;公司规模越大、经营业绩越好,大股东能够获取的私有收益越多。

(三)模型(3)的回归结果及分析

表 5 是模型(3)的回归结果。

表 5 模型(3)的回归结果(173 个样本)

变量	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
c	-0.643	0.183	-0.656	0.171	-0.564	0.254
Cntrl	0.0003 **	0.026	0.003 **	0.033	0.0003 **	0.030
Market	-0.005	0.607				
Propty×Market	-0.019 ***	0.003				
Law			0.002	0.789		
Propty×Law			-0.016 ***	0.005		
Fince					-0.008	0.513
Propty×Fince					-0.018 ***	0.006
Size	0.05 **	0.031	0.046 **	0.046	0.048 **	0.042
Lever	0.028	0.384	0.030	0.344	0.025	0.433
Roa	0.047 ***	0.007	0.050 ***	0.004	0.047 ***	0.007
Gljy	0.059	0.235	0.058	0.247	0.062	0.219

续表 5 模型(3)的回归结果(173个样本)

变量	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
Prov	-0.037	0.352	-0.035	0.386	-0.038	0.345
Indu	Yes		Yes		Yes	
Adj.R ²	0.241		0.242		0.231	
F 值	5.52***		5.55***		5.28***	

注: *、** 和 *** 分别表示显著性水平为 10%、5% 和 1%。

表 5 的回归结果显示,市场环境变量系数均不显著,但是产权属性与市场环境变量交叉项的系数均显著均为负。这表明,市场环境对控制权私有收益的作用与被交易股份的产权属性密切相关:当被交易股份为国有性质时,市场环境对私有收益能够起到显著抑制和约束作用;但是当被交易股份为私人持有时,市场环境的作用在统计上不显著。这个结论与假设 3c 的分析也一致。结论成立的逻辑是,与非国有股东相比,国有股东更倾向于攫取私有收益。因此,市场环境对国有股东获取私有收益的约束作用更为显著。假设 2 的分析进一步得到了验证。

(四)稳健性检验

Barclay 等(1989)提出的股权溢价法是衡量控制权私利的主要方法,国内学者均在此基础上结合我国实际从不同角度修正对控制权私利的度量。本文采用唐宗明等(2005)提出的较为精确的修正模型对控制权私利进行度量,结论并没有发生实质性变化。这表明,由于控制权私有收益本身的隐蔽性,无论采用何种测量方法都不可能对其进行精确度量。换句话说,一个经过精心设计的、更为复杂的测量指标和一个简单的指标相比,能够带来的信息增量是有限的,因此,关于控制权私有收益的相关研究,分析的视角或许比指标的测量更为重要、更有意义。

五、结论和启示

本文利用 2006—2010 年发生的大宗股权交易事件对大股东获取控制权利益行为进行研究,主要结论如下:(1)大股东在控制权联盟中的控制能力越强,或者处于控股地位时,其能够获取的控制权利益水平就越高,进而对股权支付的价格越高;(2)与非控股大股东相比,处于控股地位的大股东更倾向于以私有收益的方式实现控制权利益;(3)与民营大股东相比,国有性质的大股东更倾向于以私有收益的方式实现控制权利益;(4)较好的市场环境能够有效抑制获取控制权私利的行为,尤其是对控股股东和国有股东获取私利行为的抑制程度更高、效果更明显。

由此可见,大股东所处地位、产权属性决定了大股东获取控制权利益的内在动机和实现利益的能力,进而决定了大股东在公司治理中发挥的作用。本文结论的政策含义是:第一,通过优化股权结构积极引导大股东在公司治理中

发挥正面作用,例如增加机构投资者和法人股东等非控股大股东在公司治理中的话语权,改变控股股东在董事会中“一言堂”的现象。第二,有针对性地推进国有企业的产权改革,通过控制权市场推进国有上市公司的民营化改革。第三,完善市场竞争机制,为企业建立一个公平、竞争和法制化的外部制度环境。

* 感谢匿名审稿人的建设性意见,使本文更加充实,当然文责自负。

参考文献:

- [1]樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年度报告[M].北京:经济科学出版社,2010.
- [2]郝颖,林朝南,刘星.股权控制、投资规模与利益获取[J].管理科学学报,2010,(7): 68—87.
- [3]林朝南,刘星,郝颖.行业特征与控制权私利:来自中国上市公司的经验证据[J],经济科学,2006,(3):61—72.
- [4]唐宗明,蒋位.中国上市公司大股东侵害度实证分析[J].经济研究,2002,(4):44—50.
- [5]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[J].系统工程理论方法应用,2005,(6):509—513.
- [6]王志诚,张翼.大宗股权转让和公司控制[J].管理世界,2004,(5):116—126.
- [7]徐信忠,黄张凯,刘寅,等.大宗股权定价的实证检验[J].经济研究,2006,(1):101—108.
- [8]赵昌文,蒲自立,杨安华.中国上市公司控制权私有收益的度量及影响因素[J].中国工业经济,2004,(6):100—106.
- [9]周生春,徐萌娜.民营上市公司控制权私有收益影响因素的实证分析——兼论股权分置改革的长期绩效[J].浙江社会科学,2010,(10):11—17.
- [10]Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77: 57—116.
- [11]Barclay M J, Holderness C G. Private benefits from control of public corporations[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25: 371—395.
- [12]Berle A, Means G. The modern corporation and private property[M]. New York: Macmillan, 1932.
- [13]Bethel J, Liebeskind J, Opler T. Block share purchases and corporate performance[J]. Journal of Finance, 1998, 53: 605—634.
- [14]Burkart M, Gromb D, Panunzi F. Agency conflicts in public and negotiated transfers of corporate control[J]. Journal of Finance, 2000, 55: 647—677.
- [15]Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison[J]. Journal of Finance, 2004, 59: 537—600.
- [16]Shleifer A, Vishny R. A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52: 737—783.
- [17]Zwiebel J. Block investment and partial benefits of corporate control[J]. Review of Economic Studies, 1995, 62(2): 161—185.

Large Shareholders' Position, Features of Property Right and the Gain of Control Benefits: Analysis from the Angle of Block Share Transfer

YE Hui¹, LI Shan-min²

(1.School of Finance and Accounting ,Zhejiang Gongshang University,
Hangzhou 310018,China ;2.School of Business ,Sun Yat-sen
University,Guangzhou 510275,China)

Abstract: This paper explores the behavior of large shareholders' gaining control benefits by using the data of block share transfer from 2006 to 2010. The results show that under the stronger control of large shareholders in ownership structure, large shareholders will gain control benefits with a higher level, and compared to non-controlling shareholders, large shareholders as controlling shareholders are more apt to achieve control benefits by private benefits; compared to non-state-owned shareholders, state-owned shareholders are more apt to achieve control benefits by private benefits; a sound market environment could effectively curb the behavior of gaining private benefits, especially the behavior of controlling and state-owned shareholders' gaining private benefits.

Key words: large shareholders' position; feature of property right; control benefit; block share (责任编辑 金 澜)

(上接第 133 页)

investigates the relationship between the background characteristics of CFOs and the quality of accounting information. It finds that the financial expertise of CFOs, namely CFO is a CPA, is positively related to the quality of accounting information and the companies whose CFOs are female are more likely to get the good quality of accounting information. Furthermore, the financial expertise of CFOs is beneficial to the reduction in the occurrence probability and frequency of accounting errors. The conclusions affirm the role of CFOs in financial statement and provide evidence for correcting accounting information distortion.

Key words: CFO background characteristics; quality of accounting information; financial restatement (责任编辑 金 澜)