

# 公司控制权市场对证券市场效率的影响

高雷虹, 罗剑朝

(西北农林科技大学 经济管理学院, 陕西 杨凌 712100)

**摘要:**学术界对我国证券市场效率问题的研究多从“有效市场理论”出发,但对证券市场效率内涵的模糊认识以及侧重于信息效率分析的理论不足,使得基于“有效市场理论”的研究不能准确指出我国证券市场效率低下的制度性根源。从公司控制权市场理论出发,明确了公司控制权市场对提高证券市场效率的功能性和基础性意义。在我国经济转型期,改善公司控制权市场的制度性抑制对提高证券市场效率意义重大,控制权市场的规范与否一定程度上直接决定着证券市场效率。

**关键词:**证券市场;公司控制权市场;资源配置效率;资源配置优化

中图分类号:F830.91

文献标识码:A

文章编号:1671-6248(2004)03-0048-06

## Effect of market for corporate control on efficiency of stock market

GAO Lei-hong, LUO Jian-chao

(School of Economics and Management, Northwest Agriculture and Forestry University, Yangling 712100, China)

**Abstract:** Generally following on Efficient Market Hypothesis (EMH), researches on the efficiency of Chinese stock market cannot accurately point out the systematical origin of the market's low efficiency due to the inaccurate definition of stock market efficiency and the undue emphasis on analyzing information efficiency. On the background of institution change, market for corporate control is a fundamental and institutional factor in improving the efficiency of Chinaese stocks market, and its development to some extent directly determines the efficiency of the stock market.

**Key words:** stock market; market for corporate control; the efficiency of resource allocation; the optimize of resource allocation

我国证券市场在十多年的发展期间,发挥了强有效的资源动员能力,持续的资本生成能力有力地支撑了我国经济市场化转轨对资本的广泛需求,证券市场的融资制度功能绩效显著。与此同时,对我国证券市场的另一个普遍认识是证券市场效率低下,证券市场的功能地位因此受到削弱。效率作为市场经济的本质追求,对于我国的经济转轨而言意义尤其重大,因此,国内学者对证券市场效率问题给予了极大关注,进行了大量富有成效的理论实证研究,并从经济转轨、金融体制、管理模式等不同的角度提出了证券市场效率低下的逻辑根源。但对于何谓证券市场效率,证券市场效率的内涵究竟是什么,

学者之间有着不同认识,在概念界定上存在一定程度的混乱;多数学者采用“有效市场理论”对市场有效性的判断能否作为评价证券市场效率的标准,对我国证券市场是否具有完全的解释能力,也值得商榷。对“现象”解释力的缺乏必然导致所提出的改善“本质”的措施手段发生偏差,难以从根本上改善证券市场效率。

股份制公司是证券市场的主要参与主体和制度载体,基于“贝利—米恩斯命题”的控制权交易对上市公司经营绩效以至证券市场效率影响巨大,但公司控制权市场对提高证券市场效率的基础性意义并没有得到充分重视,已有的研究也鲜有从公司控制

收稿日期:2004-04-22

作者简介:高雷虹(1971-),男,山西河津人,西北农林科技大学经济管理学院博士生。

©1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. <http://www.cnki.net>

权市场的视角,分析我国证券市场效率低下的制度性原因。本文首先简要评析“有效市场理论”在分析我国证券市场效率中的缺陷,并从中引出证券市场效率的制度性内涵,在此基础上,明确公司控制权市场对提高证券市场效率的功能性和基础性意义,指出我国证券市场对公司控制权市场的制度性抑制,并相应提出完善公司控制权市场的建议措施。

## 一、以“有效市场理论”判断中国证券市场效率存在局限性

### (一)“有效市场理论”的基本内容及其实质

有效市场假说(Efficient Market Hypothesis, EMH)是西方主流金融市场理论。有效市场假说实际上是信息效率理论,Roberts(1967)根据市场价格所反映的信息集,将市场分为弱式有效、半强式有效和强式有效三种市场类型。弱式有效、半强式有效和强式有效三种市场类型分别反映的是市场的历史价格信息、所有公开有效的信息及所有可知的信息(包括内部的和私人的资料)。Fama(1970)对有关有效市场假设的研究作了系统的总结,并在此基础上提出了一个完整的理论框架。

“若资本市场在证券价格形成中充分而准确地反映了全部相关信息,则称其为有效率”。按照这一定义,Fama的“有效市场理论”显然侧重于通过描述证券的价格序列对于时间序列下信息集的反应程度,来度量证券市场价格决定机制的有效率与否。也就是从证券价格发现到实现证券价格的价值回归的过程中,市场各交易主体在多大程度上利用了并且在多大程度上依赖于相关信息,同时客观上证券价格的形成是否构成了引导资源配置的正确信号,对这两者实现程度的描述也即构成了证券市场效率高低的判断。显然可见,“市场有效性”更多地是从投资的角度来分析证券交易过程中的定价效率,并按照新古典经济学的传统假设,以完善配套的市场体制为前提,将定价效率等同于证券市场效率。这一分析范式认同市场有效性本身就是证券市场效率,并认为通过证券市场的信息传导与价格机制,定价效率可以决定证券市场效率的高低,并最终决定经济资源的配置效率。

### (二)“有效市场理论”的理论不足及应用中的局限性

证券市场作为资本所有权在经济体之间重新分配的虚拟市场,它的有效性实际上是在多个维度上被共同决定的,仅以对“市场有效性”的检验作为分

析证券市场效率的手段至少存在着以下几点欠缺:

(1)有效市场理论的研究主要集中在证券价格对信息反应的速度与分布上,但这一理论并未对信息给予明确的定义,导致“价格反映所有信息”的定义是模糊的,实际上不可能对其进行精确测度。

(2)尽管价格效率在很大程度上反映了证券市场的运行效率,但它只是证券市场效率的一个维度,不能代替证券市场效率的全部内容。

(3)证券市场是资金在社会范围内重配置的场所,在这里资本实际上是作为可配置实物资源的符号参与分配,并以实现资源的最优配置和获取相应最大的资本收益作为目标。有效市场理论的信息效率仅仅反映这一过程中证券价格是否充分吸收和反映了所有历史信息、公开及非公开信息,信息集的不同决定了证券价格定价有效性的高低,而这显然不能反映资金配置从虚拟市场到实体经济的全过程,也就无从对证券市场的资源配置功能及其效率的高低做出全面评价。萨缪尔森(1965)对市场的信息有效性和资源配置有效性的区分,指出了信息有效并不意味着资源配置一定有效,Beaver(1998)也认为市场信息效率并不包含社会需求性的含义,那种认为市场效率越大,间接的资源配置就会更好的论断难以成立。

(4)证券市场效率的发挥与功能的完善同样具有阶段性的特点,有效市场理论分析多以发达国家的证券市场为样本,以整个市场体系较为完善成熟为前提,对新兴市场的适应性较弱。同时,各国市场体系和制度结构的不同也影响着证券市场效率的发挥,而有效市场理论并未考虑到证券市场所依存的市场体系和制度结构的差异。

上述分析表明,有效市场理论分析的假设条件和研究对象、研究目的与证券市场效率分析契合度较差,它的理论框架在这一领域的适用性和应用效果自然也就大打折扣。同时,在实证检验方面,近年来国内外学者也尝试运用各种经济计量模型对我国这一新兴证券市场有效性进行了不少经验检验,他们的研究结论主要集中于证券市场信息披露制度和市场监管模式的建立完善上,由于检验方法和模型采用的不同,不同学者之间的研究结果也大相径庭,研究结论难有足够的说服力。这表明,已有的实证研究在诸如模型的选择、样本容量、样本期间的划分、变量的度量以及应用条件等方面仍旧存在设计缺陷,有待进一步改进;而市场有效性理论的经验检验,实质上是对市场运行结果的检验,本身无法说明

市场运行过程或产生效率结果背后的原因,这在现阶段同样限制了证券市场效率分析在有效市场理论分析框架下的适用性、准确性和可信度,这就要求我们对证券市场效率的考察不能局限于“市场有效”的理论视野。

证券市场功能的实现最终体现在它的资源配置情况方面,因而,对证券市场效率的要求集中表现为对证券市场资源配置效率的要求。提高证券市场效率也就意味着不仅需要提高证券市场的内在运行效率,也就是通过信息效率的提高,促使价格成为资源配置的准确信号;更为重要的是要探寻证券市场外在转化效率提高所需要的市场条件和制度条件,这样,证券市场才有可能真正成长为功能健全,资源配置高效的场所,而不仅仅表现为市场容量大,交投活跃的表面繁荣,这对于正处于转型经济中,存在许多制度缺陷的我国证券市场来说尤其如此。

## 二、资源配置优化与公司控制权市场

评价证券市场的效率,必须明确证券市场各功能在经济发展的具体作用及其相对地位,并结合不同历史阶段经济体制的市场化程度和证券市场的市场定位,动态性地进行考察分析,这样,对证券市场及其效率的评价才更具有现实意义和指导意义,也才能更准确找到提高证券市场功能发挥及其效率所需的市场制度条件。

### (一)证券市场效率的集中体现:资源配置优化功能

现代证券市场不仅能够提供各种信用工具,满足不同偏好的投融资需要,而且在提供流动性、分散风险、获取信息、增强企业约束方面有着其他金融市场难以替代的作用。也就是说,高效的证券市场应该具备两个功能:即融资功能和优化资源配置功能。现代意义上的证券市场即发源于对融资的需求,聚集社会资本也历来是证券市场的一个传统功能。作为传统货币性金融市场的补充,证券市场应该具有较强的资本动员能力,在一个专门化的平台上实现资金盈余部门与短缺部门的对接,通过资金的有序流动实现社会资金由储蓄向投资的转化。但如果证券市场仅仅局限于单一的融资功能,与传统货币性金融市场相比,不但功能重叠,而且在资本动员数量和速度方面,总体上已没有任何优势可言。现代证券市场相对于证券市场诞生之初,交易工具、交易形态和市场规模都有了极大的发展和扩大,对市场有着更深的介入程度,所面临的市场制度条件也差别

巨大,在功能上已不再局限于最初的融资功能,优化资源配置的功能地位随着市场经济体制中企业制度和金融制度的演变也变得越来越重要和突出。

证券市场优化资源配置的功能主要体现在:以流动性为保障,证券市场应能以效率标准实现资源配置,并能建立有效的激励机制促进微观经济主体改善资源利用效率,提高创新能力。这一功能的完备与否也是判断证券市场有效性高低的一个主要标准。证券市场效率最终体现在证券市场对资源配置的影响,即作为虚拟经济载体的证券市场对实体经济运行效率的影响。具体而言表现在两个方面:宏观层面资金的配置效率和微观层面各经济单位资源利用效率的提高。宏观上资金的配置效率主要指证券市场规模、结构对货币总量和结构等宏观经济变量的影响,以及何种类型和质量的企业能够进入市场融资,可融资金量的多少和融资成本的高低。微观层面上资源利用效率的提高,则是证券市场外部监督机制的反映,通过合理的股份化,构建完善公司治理机制,通过股份持有人“用手投票”和“用脚投票”的双重机制来实现对公司的监督和治理,缓解委托代理矛盾,促进公司高效运行。

但是,资金的合理配置和治理机制的完善不可能在证券初次发行中一次性实现,也不能仅仅依赖于优化公司内部治理机制,必须同时施以持续的外部治理约束。企业经济活动的动态性决定了市场必须在之后的股票交易中对公司的价值进行动态性的判断、识别和选择,并通过股权交易实现控制权的现实转移或潜在威胁,以此为手段对企业施以持续性的外部压力和约束,促进企业改善经营管理,提高资金利用效率,整体上实现资源优化配置,证券市场才有可能达到“有效市场理论”中描述的市场有效状态。有效的持续性外部治理机制的建立需要一个较为完善的公司控制权市场为依托,从而证券市场优化资源配置功能的发挥很大程度上取决于公司控制权市场的规范程度及其效率。

### (二)公司控制权市场:提升资源配置效率的有效通道

公司控制权市场是不同的利益主体通过各种手段收集具有控制权地位的股权或委托表决权,以获得对公司控制而相互竞争的市场,多指公众公司控制权被交易的市场,主要的方式有兼并、收购、要约收购与委托书收购等。

从微观上讲,公司控制权市场是现代市场经济体制借以解决企业内的委托代理问题,实现激励相

容,提高资源利用效率的重要外部机制。从宏观而言,作为资本市场的重要组成部分和功能模块,控制权市场的运作效率,决定着资本市场的规模和整体有效性,很大程度上影响着金融深化的程度。有效的公司控制权市场还能有效地降低资本市场中的信息噪音,吸引外部投资者将储蓄转化为有效投资,加速证券市场的发展。

(1)公司控制权市场是调整资本存量的有效途径。“有效市场假说”的分析重点是信息效率,从投资者的角度看其能否获得超额利润。价格波动虽与投资者的收益相关,却与金融资源的配置没有直接的关系。对于已完成股票发行的上市公司来讲,股价的高低并不影响其已经实际占有的金融资源,个别的“用脚投票”并不能直接影响公司对市场资源的占有和资源的利用,交易只是造成财富在投资者之间的再分配。因为股份这种虚拟资本与实体资本的运动相脱离时,价格变化已不再是金融资源再配置的途径,除非经营不善而使其股票价格大跌,面临被其他公司兼并的威胁,兼并企业的管理者在失去工作的压力下,为提高企业业绩而努力工作,从而改善资源利用效率,或者被其他投资者收购,发生控制权的转移,新的控制权主体通过业务和管理的调整,才可以改善资源的利用效率,而这正是公司控制权市场的功能体现。

(2)公司控制权市场是增量资本配置的导向器。证券市场对资源配置的调整,一方面通过公司控制权市场,调整存量资本,即通过上市公司的控制权交易调整存量资本在产业和企业间的重新分布;另一方面通过增发新股、配股来配置增量资本并促进经济结构调整。在配股和增发的过程中,已上市交易的公司股票价格影响配股所获得的资金量的大小,从而影响金融资源的流向。而投资者对配股和增发价格的认同与否,根本上取决于公司控制权主体对既有资源的利用效率,以及在此基础上投资者所获得的回报和产生的未来预期。正是公司控制权市场对控制权主体的筛选和持续威胁,才促使管理层以公司价值最大化和所有者利益最大化为目标,努力改善经营管理,进而使再融资获得众多投资者和大小股东的广泛认同。同时,实践中控制权的现实转移往往伴随着投资者重新评价企业价值,并建立公司经营能力改善的良好预期,从而那些目前绩效不佳但效率潜力巨大的企业仍有机会获得投资者的认同,在配股和增发中赢得支持,相应地市场增量资金仍可保持较高的配置效率,而不会因企业暂时的表

现产生误配置。

国外证券市场历史上很多公司并购事件都伴随有公司股票的溢价,国外大量经验研究也试图证实控制权转移和收购是否创造价值并导致效率的提高。据 Jensen (1993)估计:“美国 1976 ~ 1990 年目标公司的股票市场价值共增加了 7 500 亿美元。虽然关于总价值(目标公司价值和收购公司价值之和)增加是由兼并收购引起还是对以前股票市场价值被低估的反映存在争议,但股票市场数据表明其总价值确实大大增加了”,这也从侧面说明由于公司控制权市场的存在,不论公司价值增加是因为兼并收购还是因为股票价值的回归,两者对增量资金在效率意义上的导入是毋庸置疑的。

(3)公司控制权市场是实现创新型资源整合的外部条件。传统的公司控制权理论以委托代理理论为基础,强调公司控制权市场在降低代理成本,惩罚不称职的企业管理人员等方面的作用,当企业经营无法保障所有者利益时,投资者就会抛售企业股票,企业价值就可能被市场低估,从而有可能成为收购的对象,发生控制权的转移。但实际上在证券市场中并非所有的并购对象都是那些市场价值被低估,或经营管理不善的企业。许多经营业绩良好,市场表现优异的企业,也时常成为被收购的对象,甚至强强之间也出现兼并与收购。因为相同的资源对不同的企业家而言因利用方式的不同而具有不同的经济价值,在某些企业家管理下达到“最优利用”的资源,可能在其他更具创新意识的企业家眼中有更大的价值和提高利用效率的空间。通过公司控制权市场,创新者可以以适当的溢价收购企业的控制权,追求资本利用的更大收益,从而以较低的成本实现资源的创新利用,达到更高的利用水平,进一步提高证券市场资源配置效率。可以说,有效的公司控制权市场不仅是企业公司治理结构有效的外部约束机制,而且有效的公司控制权市场是实现企业家创新能力发挥的重要市场条件,致力于创新的企业家有可能以较低的成本取得市场资源的控制权,并以较高的经营管理能力从根本上提高资源配置效率。

### 三、控制权市场的低效是中国证券市场效率的制约因素

曼尼(Manne, 1965)经过实证分析认为:“资本市场要有效运作,一个有活力的公司控制权市场是非常必要的,公司控制权市场外部约束机制在确保资源配置方面可能是非常重要的”,如果缺乏一个高

效规范的公司控制权市场,证券市场也就无法通过控制权的现实交易和潜在的交易威胁实现资源配置效率的提高,因而,证券市场中公司控制权市场的完善程度在很大程度上直接影响着证券市场效率的高低。

中国政府主导型的证券市场受初始发展条件的制约,制度设置与制度安排不完全,加上经济转轨中旧体制内涵因素持续作用于市场运行,证券市场存在着明显的内生性制度缺陷与市场缺陷,这种非市场化的结构和制度安排同时也极大地制约着控制权市场的形成和功能发挥,控制权市场的不规范已成为影响证券市场效率的根本因素。

#### (一)市场的人为分割与低流通性

由于中国股票市场产生之初对国有企业上市做出了特殊股权安排,表现为上市公司股权结构复杂,有国有股、法人股、A股、B股、H股、内部职工股和转配股等,其中国有股、法人股、内部职工股和转配股不能在股票市场自由转让,这些未流通股占上市公司总股本的比重大,国有股一直处于控股地位,A股、B股和H股虽然可以在股票市场上自由流通,但各自流通的市场是彼此分割的。并且随着股市规模的扩大,国有股比重过高,非流通的国有股、法人股总量越来越大。对在深、沪证交所公布1998年年报的公司进行统计表明,包括国家股和法人股在内的非流通股占上市公司全部股本的68.4%,由国家控股的上市公司为495家,占深、沪A股总数的57%,其中绝对控股为265家,相对控股的为163家,持股数额在30%以下,但仍相对控股的为67家。2003年年末未流通股份占62.60%,其中国有股占到了47.43%。国家股、法人股累积存量,导致总体资产流通性差,非控股股东要想取得公司控制权几乎不可能,机构投资者即使将流通股全部买断,也无法成为上市公司的最大股东,从而无法获得控制权以实现战略目的,加大了公司控制权市场运作的难度和成本,难以对资源进行重新配置,降低了证券市场的效率。目前流通市场上的收购多是一种短期行为,通常只是为了达到影响以至操纵股价的目的,而不是真正意义上的战略投资行动。

#### (二)股权过度集中

上市公司股权结构的非适度性还表现在股权集中度过高。用第一大股东占全部股份的比例来代表股权集中度,第一大股东拥有50%以上的股权的,视为股权高度集中;第一大股东拥有20%以下股权的,视为股权高度分散;第一大股东拥有20%~

50%的股权的,视为股权相对集中或相对分散。1997年中国上市公司前5位大股东的股权集中度为59%,而同年美国、日本和德国上市公司这一数字分别为25.4%、33.1%和41.5%。股权的高度集中使国有企业股权主要集中在少数机构手中,上市公司的治理结构与传统的国有企业差别不大。即使通过协议和拍卖的形式实现控制权的转移,垄断的存在也使交易艰难而低效。由于不担心公司控制权旁落,中小股东监督约束软化,公司的重大决策仍掌握在控股股东手中,缺乏约束激励。解决委托代理问题的外部接管机制的缺失,使得由控股股东任命的企业高层管理经营者更缺乏决策激励,甚至与控股股东合谋坑害中小股东和其他投资者。

#### (三)控制权市场法律及相关规范制度缺乏

中国证券市场上为数不多的“三无概念股”和部分国有上市公司通过国有股和法人股的有偿转让和拍卖,可以发生公司控制权的转移。但是,由于信息披露的不规范和相关法律制度的不完善,我国证券市场中上市公司的收购兼并活动中的关联交易较多,三无板块和国有上市公司频频上演假重组,收购者与控股大股东联手操纵市场,通过虚假信息披露,在股价波动中借机牟取暴利,导致收购重组等控制权转移行为极不规范,背离了通过控制权转移实现资源重配置的根本目的。据实证分析,我国上市公司大股东侵害度(控制权溢价)远高于英美和日本、新加坡等国家。无疑,缺乏法律和相应的各种约束制度的规范,控制权市场的效力必然大打折扣。

## 四、结 语

完善中国的公司控制权市场制度与结构,本身就是完善中国证券市场制度的重要内容,也是中国经济转型期证券市场发展的一个重要思路。公司控制权市场的规范发展,可以促进证券市场制度与结构的逐步完善,实现证券市场功能的扩展与优化,并最终促进我国证券市场效率的提高,对加速我国的金融深化与经济市场化进程意义重大。

#### (一)合理调整股权结构

股权结构不合理对公司控制权市场的制度性抑制,是我国证券市场许多问题的深层根源。控制权的首要特征即是基于证券流动性的可转移性,因而完善控制权市场必然要求改善股票的流通性,实践中我国全流通问题的解决以及证券市场的整合都与此息息相关。如前所述,良好的股权结构有利于形成相互制衡的有效的公司治理结构,有利于实现公

司股东价值最大化,从而影响公司投资者的目的及其在资本市场的行为,最终表现为股市的繁荣和稳定。这就要求在解决我国证券市场上非流通股份的上市流通问题时,应该从促进控制权市场的规范发展和股市的功能完善出发,而不能局限于通过减持来筹集资金的短期目标。

### (二)对收购和反收购立法规范

在建立有效的运行规则基础上,公司控制权市场的规范运行同样需要相应的立法监督和适度的合规性监管。监管者不能替代当事人做出经济价值判断,但维护程序正义以及交易中尽可能的公开、公平、公正对监管者来说责无旁贷。应建立相应信息披露制度,要求有收购意图的收购人必须详细披露其持股的基本状况、收购资金来源、收购目的、进一步收购计划与发展计划、一致行动人等信息,尽量让投资者了解收购方的实力和意图,以做出理性的判断,减少市场操纵的可能性。《公司法》既要有利于公司的长远战略发展,也要有利于公司控制权市场的运作。现行的《公司法》对公司控制权交易规则的制定多从收购的角度出发,在未来《公司法》修订时,应确立反收购立法的原则,对控股股东通过修改公司章程限制公司控制权市场的作用要引起足够的注意。

### (三)维护中小投资者利益

除了机构投资者和各类大股东外,中小投资者也是公司控制权市场的重要参与力量,更是参与公司控制权市场交易的基础力量。监管机构必须以保护中小股东利益为最高原则,建立相应的证券民事赔偿责任制度,对收购者在信息披露方面的误导性陈述、虚假记载、重大遗漏等违规行为,确立严格、可操作的惩处制度。可以借鉴发达国家的经验,引入相关的法律诉讼制度,对控制权市场的运作进行全方位的监管和规范,实现对中小投资者利益的有效保护。

### 参考文献:

[1] Beaver W, Landsman W. Note on the Behavior or

Residual Sesidual Security Returns for Winner and Loser Portfolios[J]. Journal of Accounting and economics, 1981, (12): 223—241.

[2] Fama E. Efficient capital market: A review of theory and empirical work[J]. Journal of finance, 1970, (25): 383—417.

[3] Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics 1976, (3): 305—360.

[4] Manne H. Mergers and the market for corporate control[J]. Journal of Political Economy, 1975, (73): 110—120.

[5] Roberts H. Statistical versus clinical prediction of the stock market[J]. Unpublished manuscript, Center for Research in Security Prices University of Chicago, May, 1967, (5): 135—168.

[6] Samuelson P. Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly[J]. Industrial Management Review, 1965, (6): 41—49

[7] 李小慧. 股票市场与经济运行均衡发展新论[M]. 北京: 经济科学出版社, 2001.

[8] 郭旺, 李自如. 公司控制权的演变与治理结构[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2003, (1).

[9] 张亦春, 周颖刚. 中国股市弱式有效研究综述[J]. 当代财经, 2001, (8).

[10] 徐加福, 黄才伟. 对我国证券市场有效性的检验[J]. 财经科学, 2000, (4).

[11] 冯根福, 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 经济研究, 2001, (1).

[12] 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).

[13] 李广众, 王美今. 市场操纵与证券市场弱有效性检验[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2003, (5).

[14] 赵增耀, 刘新权. 西方关于公司控制权市场的争论及启示[J]. 经济学动态, 2002, (5).

[责任编辑 陈志和]