

东北大学“985工程”建设专项经费资助

利益侵占外部制衡：

——一个基于债权人约束和博弈视角的研究

LIYI QINZHAN WAIBU ZHIHENG

YIGE JIYU ZHAIQUANREN YUESHU HE BOYI SHIJIAO DE YANJIU

王艳辉 著



经济科学出版社
Economic Science Press

东北大学“985工程”建设专项

利益侵占外部制衡：

——一个基于债权人约束和博弈视角的研究

LIYI QINZHAN WAIBU ZHIHENG

YIGE JIYU ZHAIQUANREN YUESHU HE BOYI SHIJIAO DE YANJIU

王艳辉 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

利益侵占外部制衡：一个基于债权人约束和博弈视角
研究/王艳辉著. —北京：经济科学出版社，2011. 12
东北大学“985 工程”建设专项经费资助
ISBN 978 - 7 - 5141 - 1295 - 5

I. ①利… II. ①王… III. ①上市公司 - 债务 - 融资 -
研究 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 239995 号

责任编辑：李 雪
责任校对：王肖楠
版式设计：代小卫
技术编辑：邱 天

**利益侵占外部制衡：一个基于债权人约束
和博弈视角的研究**

王艳辉 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142
总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京欣舒印务有限公司印刷

德利装订厂装订

710 × 1000 16 开 9.75 印张 170000 字

2012 年 1 月第 1 版 2012 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1295 - 5 定价：34.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

利益侵占的概念是由国外学者约翰逊和拉泊塔等人首先提出来的，它是指能够控制公司的控股股东或管理者为了自身利益而将公司的财产或利润转移出去的行为。利益侵占是一种异常的公司行为，它不以公司价值最大化或者全体股东财富最大化为行为目标，其发生主要是为了某一利益群体而非全部利益群体的利益，并且在使该利益群体获益的同时，会损害其他利益群体的利益。目前国内外学者研究表明：法律制度、股利分配政策、独立董事制度、股权制衡等因素能在一定程度上抑制利益侵占，但是没有更多的文献系统深入地探究债务融资对利益侵占的约束效应。实际上，融资工具本身就是公司治理工具，那么深入研究融资工具的治理效应，特别是债务融资对利益侵占的约束效应并提出相应的政策建议，正是本书欲达到的目的。全书内容共分四部分：

第一部分，对债务融资与控股股东利益侵占约束的相关文献进行梳理，从理论上分析债务融资对利益侵占的约束效应，然后在我国上市公司融资状况进行统计分析基础上，选取上市公司相关数据，运用数据包络分析方法和t检验法对上市公司债务融资的利益侵占约束效应进行检验。第二部分，对债务结构与利益侵占的文献进行梳理，然后从理论上分析债务结构对控股股东利益侵占的约束作用，接着加入债务结构因素，对控股股东利益侵占模型（LLSV）进行改建，借此分析债务期限结构、债务布置结构以及债务优先权结构三类债务结构对控股股东利益侵占的约束效应，并以存在直接控股关

系的上市公司为样本，建立多元线性回归模型，检验债务期限结构、债务布置结构以及债务优先权结构三类债务结构的利益侵占约束效应。第三部分，以少数所有权控制结构形成的最终控制人所有权与控制权分离为研究对象，梳理了终极控制人利益侵占的影响因素，分析债务结构对终极控制人利益侵占的约束作用，然后将债务结构与终极控制人特征两个变量同时加入到控股股东利益侵占模型（LLSV）中，借此分析债务结构与终极控制人特征两个变量对利益侵占的影响，并以存在终极控制人侵占上市公司利益的上市公司为样本，实证检验债务结构对终极控制人利益侵占的约束效应。第四部分，运用博弈方法，通过建立控股股东与债权人的博弈模型，对控股股东与债权人的利益冲突进行分析，并进一步考虑我国转轨时期的经济特征，对已建立的控股股东与债权人的博弈模型进行扩展和分析，为约束我国上市公司控股股东利益侵占，完善公司外部治理机制，提供了一个综合分析框架。

王艳辉

2011年11月18日

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 关于利益侵占及其约束文献回顾	3
1.3 研究内容与可能创新点	9
第 2 章 债务融资对利益侵占约束：理论与实证	12
2.1 债务融资与利益侵占的约束	12
2.2 我国上市公司融资状况的统计分析	16
2.3 基于 DEA 的债务融资对利益侵占约束的实证检验	19
第 3 章 债务结构对控股股东利益侵占约束的理论分析	23
3.1 债务结构概述	23
3.2 债务结构与利益侵占约束	24
3.3 LLSV 模型概述	29
3.4 基于债务结构的 LLSV 模型改进和分析	31
第 4 章 债务结构对控股股东利益侵占约束的 实证检验	38
4.1 控股股东利益侵占过程	38
4.2 实证假设、样本选择与变量设计	42
4.3 研究变量的描述性统计	47
4.4 回归结果分析与实证结论	52

第5章 债务结构对终极控制人利益侵占约束的	
理论分析	58
5.1 控制权与终极控制权概述	58
5.2 终极控制权与利益侵占	65
5.3 加入终极控制人与债务结构因素 LLSV 模型扩展	70
第6章 债务结构对终极控制人利益侵占约束的	
实证检验	75
6.1 实证研究假设	75
6.2 变量设计与样本	76
6.3 实证检验结果与分析	81
第7章 控股股东与债权人利益冲突：机理与	
表现	87
7.1 控股股东与债权人利益冲突的文献回顾	87
7.2 控股股东和债权人利益冲突机理	90
7.3 控股股东和债权人利益冲突表现形式	93
7.4 控股股东与债权人博弈模型假设的提出	95
第8章 控股股东与债权人利益冲突：基本博弈模型	97
8.1 控股股东基本支付函数构建	97
8.2 债权人基本支付函数构建	100
8.3 控股股东与债权人基本博弈模型构建与分析	102
第9章 基于股权分置改革和政府干预的博弈模型	
扩展分析	108
9.1 转型经济下的特殊制度背景	108
9.2 基于股权分置改革的博弈模型分析	110
9.3 基于政府干预程度的博弈模型分析	115

第 10 章 基于声誉机制和监管政策的博弈模型	
扩展与分析	119
10.1 声誉机制与控股股东利益侵占	119
10.2 基于声誉机制的控股股东与债权人博弈模型扩展	121
10.3 监管部门、控股股东与债权人三方博弈的提出	127
10.4 基于监管政策的三方博弈模型构建及启示	130
参考文献	136
后记	149

第 1 章

绪 论

1.1 研究背景与意义

20 世纪 80 年代以来越来越多的学者的研究发现，除美国 and 英国等少数几个国家外，世界上大部分国家和地区的企业股权不是分散而是相当集中的。德姆塞茨（Demsetz，1983），舍费和韦斯尼（Shleifer and Vishny，1986）研究发现，即使在被普遍认为股权充分分散的美国市场，股权集中现象在一定程度上也是存在的。在对其他发达国家的个案研究中发现，存在更加显著的股权集中现象，且往往存在一个具有控制权的控股股东。拉泊塔和舍费（La Porta, Lopez-silance, shleifer and vishny，1999）首次系统研究了世界各地的股权结构，通过从 27 个发达经济体中选取市值最大的 20 家上市公司，第一次追踪上市公司的终极控制人，并以 20% 控制权为控股标准，发现在 27 个高收入国家中约有 64% 的大企业存在控股股东，并且约有 30% 的样本公司受家族控制。科雷森斯（Claessens，2000）等探讨了东亚 9 个经济体 2980 个公开上市公司样本股权结构，发现股权集中现象在东亚市场十分普遍，当以 20% 的控制权为标准时，57% 的公司有终极控股股东，其中有 38% 的公司为家族最终控制。法克奥（Faccio，2002）对西欧 13 个国家 5232 个上市公司进行类似的研究，发现除了英国、爱尔兰等少数国家外，其他 13 个西欧国家股权高度集中，在 5232 家上市公司中，有 44.29% 由家族控制。

我国的证券市场中，股权集中程度同样相当高，尤其是一股独大现象

非常突出。胡天存和杨鸥（2003）研究发现，若以总股本为基数，我国上市公司中控股股东绝对控股的比例为 40.08%，控股股东控股比例在 30% 以上的有 71.97%，在 20% 以下的只有 7.33%，若以非流通股为基数，72.62% 的上市公司掌握绝对控股权，控股 30% 以上的高达 60.04%，在 20% 以下的只有 0.94%。朱慈蕴（2004）的研究指出，根据中国证监会的统计资料，截止到 2004 年 5 月底，我国共有 1324 家上市公司，其中控股股东持股比例达 50% 以上的有 486 家，20% ~ 50% 的有 724 家，二者合计占上市公司总数的 91.4%，而这当中，国有股控股股东持股比例在 50% 以上的有 419 家；持股比例在 20% ~ 50% 的有 450 家，二者合计占全部上市公司总数的 65.6%。

拉泊塔、拉泊兹、舍费和韦斯尼（2000）进一步研究发现，在这些股权集中的公司中，控股股东掌握公司的实际控制权，从而形成由控股股东和经理构成的内部人集团和由中小股东和债权人构成的外部人集团。巴克雷、米歇尔和豪德尼斯（Barclay, Michael and Holdness; 1989），伯格斯托姆、克拉斯和瑞得维斯克（Bergstrom, Clas and Rydqvist; 1990），英格尔斯（Zingales, 1994），伯川德和马瑞尼（Bertrand, Marianne, 2002），贝、金莫等（Bae, Jin-Mo; 2002），阿塔纳斯和韦迪米尔（Atanasov and Vladimir 2005）分别在瑞典、美国、意大利、印度、韩国和保加利亚找到了控股股东掏空公司的证据。

中国社会科学院世界经济与政治所公司治理研究中心发布的“中国上市公司 100 强公司治理评价”披露，在资金往来方面，集团公司对上市公司有较强的控制权，表现在关联资产收购与出售、关联债务担保、债务债权往来等。而且，控股股东的占款方式越来越隐秘，控股股东的资金占用行为直接使上市公司陷入经营困难。据统计，连续两年亏损的上市公司中，70% 存在控股股东侵占资金行为。据相关信息，早在 2002 年末，中国证监会就对 1000 多家上市公司进行了普查，发现半数以上存在控股股东占款现象，总额高达 967 亿元。截至 2005 年 6 月 30 日，沪深两市仍有 480 家上市公司的近 480 亿元被占用，相当于 2006 年上半年上市公司净利润的一半。如何约束控股股东利益侵占行为，不仅关系到外部投资者的利益，也关系到公司的长远发展，最终也会影响资本市场的健康发展。

1.2 关于利益侵占及其约束文献回顾

1.2.1 股权集中下的利益侵占行为

早在1776年,亚当·斯密(Adam. Smith)在其著作《国富论》中就提及:当企业的管理者不是企业的所有者时,就会出现疏忽和浪费的委托代理问题。1932年,伯利和米恩斯(Berle and Means)研究了当时以股权广泛分散背景下股东与管理者之间的委托代理问题,他们指出所有权与控制权的分离导致管理者与股东的利益不一致,管理者往往采取背离公司利润最大化的机会主义行为,从而对股东利益带来了损害,这实际上是公司治理,也是利益侵占问题研究的起点。利益侵占的概念是由国外学者约翰逊和拉泊塔(2000)等人首先提出来的。利益侵占是指能够控制公司的股东为了自身利益而将公司的财产或利润转移出去的行为。利益侵占是现代公司代理冲突的一种具体表现形式。

舍费和韦斯尼(1986)通过实证研究发现在现代公司中,大股东是普遍存在的。随后,越来越多的学者通过全球各地公司的股权结构数据证实了股权集中现象的普遍性。在股权呈现集中的趋势下,对控股股东而言,他们所持有的庞大股份难以在资本市场上自由卖出,资本利得收益面临重大的不确定性,出售股票这种“用脚投票”的监督方式因各种市场机制的不完善,效用被大大削弱了。为保证资产的安全性和收益性,控股股东渐渐改变治理策略,通过在董事任命、经营者报酬等公司重要决策上行使否决权等形式,谋求上市公司的内部治理权,从而替代管理层,成为实际掌握公司控制权的一方。由于持股较多,控股股东的利益与公司利益关系更加密切,因此决策行为将比管理者更加谨慎,能够减少不当决策对公司造成的损失。由于对公司的控制权由管理层转移到了控股股东手中,管理层实质上成为了控股股东的附庸,控股股东行使内部治理权可以在一定程度上降低全体股东与管理层之间的代理成本,因此在股权集中的环境下,所有者和经营者之间的委托代理问题显得不那么重要了。然而,控股股东的存在引发了新的代理问题。拉泊塔等(1997)认为,当所

有权超过一定比例之后，控股股东会利用公司财产为自己谋取私利，有时甚至是以牺牲中小股东利益为代价的，他们列举的控股股东利益侵占的类型有：特权消费、再投资现金流于偏爱项目的非理性扩张、不再胜任公司运营工作仍不愿被接替的贪恋权位行为。拉泊塔等（2000）列举的侵占类型有：转移资产的完全偷盗行为、对内部人发行股份稀释外部人股权、过高的薪酬、以偏爱的价格把公司资产卖给自己或其控制的公司或以转移价格卖给他们控制的其他实体。法可澳等（2002）研究了欧洲和亚洲商业集团控股股东利益侵占的定量证据，给出了两种表现形式：一是公司内部人选择投资低收益或负收益项目，因为它们可以产生利益侵占的机会；二是家族所控制的商业集团内的关联交易，并由此来侵占中小股东的利益。

国内对控股股东利益侵占方式的研究与国外的结论大致相同。唐宗明和蒋位（2002）以 1999 ~ 2001 年上市公司大宗股权转让数据为样本，对我国上市公司控股股东利用控制权侵害中小股东利益的行为进行了实证分析，结果表明平均控制权溢价近 30%，同时指出中国上市公司控股股东侵害中小股东的程度远高于美英等国。韩德宗和叶春华（2004）对我国国有上市公司中控股股东利益侵占的方式归纳为以下四个方面：一是利用关联交易向母公司或其控股子公司转移利润；二是非法占用上市公司巨额资金或者利用上市公司的名义进行各种担保和恶意融资；三是为上市公司高层管理人员（大股东委派）提供不合理的高薪水和特殊津贴；四是利用控制权转移事件与二级市场的炒家联手进行内幕交易。李耀和梁健斌（2006）从关联交易的角度对上市公司 MBO 后的隧道效应进行了实证研究，发现 MBO 后公司管理层，通常也是控股股东，主要通过成立合资公司或对子公司增资、关联出售与收购资产的关联交易向外转移现金、提高上市公司的财务业绩并在上市公司与关联方之间挖掘更多的利益输送“隧道”。

1.2.2 关于控股股东利益侵占约束的研究

控股股东的利益侵占行为说明传统公司治理问题中，对经理层的监督约束作用已然发生了异化，对经理层监督的利益导向从维护全体股东利益偏向为了为控股股东服务，因此需要在公司治理机制中健全对控股股东利益侵占行为的约束。对于约束因素的研究主要包括外部环境制约的研究和公司内部治理机制制

约的研究。

1.2.2.1 外部环境制约方面的研究

主要是从法律环境的角度来说的。国外研究方面，拉泊塔等（1999）指出，减少控股股东与中小股东之间的代理冲突的一个途径就是改进法律环境，使控股股东侵占中小股东行为更加困难。约翰逊、拉泊塔、拉泊兹和舍费（2000）发现与普通法系的国家相比，大陆法系国家虽然能通过使用法律条文阻止明显的偷窃和欺诈行为，但却难以阻止看似有商业目的的自我买卖交易，从而为控股股东的“掏空”行为提供了方便。舍费和沃芬森（Shleifer and Wolfenzon, 2002）系统研究了控股股东利用控制权侵占上市公司利益的问题，也发现法律保护程度的强弱影响利益侵占程度，为一系列经验发现提供了理论解释。

国内研究方面，万俊毅（2005）指出，在目前我国法律制度对控股股东掠夺行为远没起到应有作用的基础上，最为有效的措施是完善相关立法并加大执法力度。杨国祥和胡一朗（2006）在理性经济人假设下，建立监管者、中小股东与控股股东的三方博弈模型，通过求解纳什均衡，结合各参数变量的政策含义，提出了市场监管方面的建议：首先强化证券法及相关法律法规中有关民事赔偿责任的规定；其次监管者要严格依法办事，加大控股股东侵害行为的成本，并采用先进的技术手段以降低监管成本；最后要提高中小股东的识别能力和维权意识。

1.2.2.2 关于内部治理机制方面的研究

关于内部治理机制方面的研究主要是从股权结构和董事会结构的角度来说的。国外关于股权结构角度的研究，詹森和麦克林（Jensen and Meckling, 1976）认为控股股东拥有的股权越少，其掏空动机就越强。拉泊塔等（1999）认为，当持股数超过一定比例之后，控股股东就会享有中小股东无法享有的控制权收益，在这种情况下，控股股东可能利用其控股地位为自己谋取私利，从而有可能侵害其他中小股东的利益。比如，控股股东可以选择不支付股利或者把公司的收益转移到其他由其完全控制的公司来侵害各中小股东的利益，多个大股东的存在能起到股权制衡的作用，抑制控股股东的掏空。拉泊塔（2000）、法克奥等（2001）研究了股利政策对控股股东利益侵占的约束作用，

他们认为，现金股利在限制控股股东侵占上具有重要作用，因为它使公司收益转移到投资者手中，控股股东不能使用这些收益进行自利活动，高的股利支付率可以抑制控股股东利益侵占，而低的股利支付率会加剧控股股东利益侵占。

国内关于股权结构角度的研究，简和翁（Jian M. and T. J. Wong, 2003）根据 1997 ~ 2000 年 131 家中国上市公司的数据进行实证检验表明，由企业集团这种控股方式控制的公司比其他公司更容易进行关联交易，这些交易主要是同他们的控股股东或集团内部其他的企业之间进行的，这种关联交易可以更好地实现集团性质的控股股东对上市公司和外部投资者的利益侵占。李学峰（2004）指出仅从一般性的加强监管、规范上市公司行为等角度，不可能从根本上解决我国股票市场中日益增多的控股股东侵害行为，中国上市公司控股股东对中小股东利益的侵害直接源于控股股东投票权的非完备性，而控股股东投票权非完备性的直接原因即是控股股东所拥有的股权的不可交易性，控股股东以没有用脚投票的权利去侵害中小股东产权，这是控股股东在投票权非完备条件下保护自己的权利，追求自己利益最大化的一个理性选择。因此，应从完善控股股东投票权的完备性着手解决。李增泉（2004）、唐清泉等（2005）从资金占用的角度找到了控股股东利益侵占的证据，同时他们发现所有权结构是决定控股股东利益侵占的重要因素，国家控制和企业集团控制的公司遭受了更为严重的利益侵占。王琨和肖星（2005）发现机构投资者（证券公司和基金）持股有助于抑制控股股东的利益侵占。杨国祥和胡一朗（2006）的研究除了提出市场监管方面的建议，还提出在股权结构方面要减少控股大股东持股比例并增加公司财富，在限制控股股东侵占方面，广大中小股东的利益具有一致性，具备联合起来防止自己利益受到侵占的条件。

国外关于董事会结构的研究，比瑞德和希克曼（Byrd and Hickman, 1992）的研究表明董事会独立董事的比例越高，越有利于公司获得良好的业绩，这也就是相当于独立董事的比例越高，全体投资者的利益越容易得到保障，而不是仅满足控股股东这一方投资者的收益需求。罗森斯坦因和沃亚特（Rosenstein and Wyatt, 1997）发现股票价格对外部董事的任命事件有积极的反应，这也就是说，广大中小投资者认为外部董事能够起到约束控股股东等内部投资者谋取私利的作用，能够促进公司经营业绩提升，有利于保障全体投资者的利益。然而也有学者对董事会结构的影响效果持相反的观点，艾格瑞沃和诺科尔（Aggrawal and Knoeker, 1996）认为外部董事对企业信息了解不足，因

此他们扮演的是非对抗的咨询者而非关键的监督者。国内于东智（2003）通过实证表明我国独立董事对提高公司绩效，约束利益侵占没有显著影响。

还有些研究将外部因素和内部因素结合起来，提出约束控股股东利益侵占，保护中小投资者利益的建议。赵小玲（2004）为保护中小股东利益提出以下几点建议：一是应加快明晰上市公司的产权；二是完善上市公司的法人治理结构，切实发挥上市公司股东大会制度作用（如：应当保证股东大会召集的及时性，确保股东大会的有效性，增加中小股东参与上市公司重大决策的途径，让中小股东对上市公司的重大事项尤其是再融资和分配等项有表决权和话语权等）；三是完善上市公司董事会制度、独立董事制度以及监事制度；四是切实做好上市公司投资者关系管理工作。

在约束控股股东利益侵占行为影响因素的研究中，还有不少学者考虑到负债融资的因素。

国外研究方面，戴蒙德（Diamond，1984）认为，银行作为主要的债权人，有动力和能力搜集企业信息，监督企业运作，从而使得负债成为一种有效率的约束机制，这个研究重点强调了银行这种债权人的监督能力和监督作用。卢莫尔（Lummer，1989）研究了续借贷款和新增贷款的市场反应，发现市场对续借贷款的公告有反应而对新增贷款的公告没有反应，续借贷款意味着借款人通过了银行的长期跟踪和评估，说明市场认同银行监督是有效的。赫斯切、斯罗文和扎马（Hirschey，Slovin and Zama，1990）的研究发现，拥有较高银行贷款的公司在宣布贱卖消息前后会有正的市场收益，但市场对银行贷款较低的公司的此类公告没有反应。法克奥、朗和扬（Faccio，Lang and Young，2001）以5个欧洲国家和9个东亚国家的公司为样本，分析了金字塔股权结构下控股股东利用债务侵占外部债权人与中小股东利益的问题。他们发现在经理人市场发达的欧洲，良好的债权人保护制度可以有效地约束控股股东对债务的使用，而在东亚，因金字塔股权结构而形成的公司间复杂的网络关系使得债务关系变得复杂，子（孙）公司增加的负债不仅不能对控股股东形成约束，反而增加了控股股东对更多资源的控制，债权人法律保护并没有发挥效力。他们进一步发现当债权人保护较弱时，高杠杆为控股股东剥夺公司资源提供了条件，当债权人保护较强时，外部债权人和中小股东能够有效地约束债务水平，控股股东的利益侵占行为也相应受到了限制。

国内研究方面，很多学者研究了负债融资与公司绩效之间的关系。另外，也



有一些研究明确阐述了负债融资与控股股东利益侵占的关系。李秉祥（2003）认为在我国经济转轨时期，严重的内部人控制现象和银行对企业债权约束的软化是导致财务危机企业投资行为偏移的主要原因，债权软约束为控股股东侵占利益提供了便利，而信息的不对称性又加剧了投资策略的扭曲程度，在投资策略的扭曲中，主要受害的是中小股东和债权人，而控股股东则通过侵占中小股东和债权人的利益，获取私人收益，弥补了投资策略扭曲遭受的损失，当债权人逐渐趋向于理性经济人，为了维护自身利益，对控股股东的监督和约束开始加强了。张晖和赵涛（2005）在比较英美德日等国的经验后认为，随着商业银行的股份制改革步伐不断加快，商业银行作为债权人，从自身利益考虑，必然会接受中小股东的委托对控股股东实施监管，从而迫使控股股东考虑中小股东的利益，进而成为制约控股股东侵害中小股东利益的不可忽视的力量。

目前，在为数不多的直接研究债务结构对控股股东利益侵占约束作用的文献中，主要都只涉及债务期限结构。胡奕明等（2004）的课题研究除了从债务总体上来解释债权人的监督作用，还指出长期贷款对增加公司价值有益，而短期贷款对公司下一年度的 ROE 有负面影响，肯定了长期债务对公司的积极作用。许慧（2009）通过对国有上市公司的实证分析认为：①短期借款比例与控股股东的资金占用呈负向关系，即短期借款越多，企业现金流压力越重，控股股东越趋向于不侵占，特别是地方政府控制的上市公司；②长期借款比例与控股股东的资金占用呈正向关系，即长期借款越多，企业现金流压力越轻，控股股东越趋向于侵占，且同样地方政府控制的上市公司尤其突出；③债务治理对由于正常购销等形成的资金占用的影响正好相反，上市公司的短期借款比重与控股股东的正常资金占用呈显著的正向关系，特别是地方政府控制的上市公司；④长期借款的比重却与控股股东正常资金占用呈显著的负向关系，且同样地方政府控制的上市公司尤其突出；⑤政府的控制为上市公司取得长期借款带来了方便，但却也给予控股股东的资金占用创造了机会；⑥中央政府对长期借款干预较少，使得中央控制的上市公司样本的长期借款比例对控股股东侵占不显著；而地方政府对长期借款进行过多干预，导致长期借款的治理效用“扭曲”。

这些引入债务因素的研究，已经从正面和侧面说明了债务对控股股东利益侵占行为是有约束作用的，但是，除了少数研究是针对债务期限结构的，其他都是从债务总体上来说的，忽略了债务本身也是有多多种形式的。如果从债务结

构的角度细化分析债务对控股股东利益侵占行为的约束作用,将能更加合理地安排公司债务融资结构以便更好地约束控股股东的利益侵占,也能让中小股东及债权人等外部投资者从债务结构这个比较新的角度去分析公司的投资价值,为防止因控股股东利益侵占而导致自身权益受损增加信息来源。此外也没有既考虑债务结构又考虑终极控制人状况进行研究,同时更无研究考虑特殊的转轨经济特征下,对控股股东与债权人之间进行博弈分析,揭示两者冲突的制约因素进而约束控股股东利益侵占的分析框架方面的研究。

本书旨在前人研究的基础上,从债务规模、债务结构和债权人与控股股东博弈的角度研究如何约束控股股东利益侵占行为,为保护债权人及中小股东等外部投资者利益,维护证券市场健康发展提供一个研究思路。

1.3 研究内容与可能创新点

1.3.1 研究内容

根据利益侵占包括直接控股股东和终极控制人利益侵占两方面,本书内容在总体上分析了债务融资对利益侵占的约束后,先分析债务结构对直接控股股东利益侵占行为的约束,再分析债务结构对终极控制人利益侵占的约束,然后分析控股股东与债权人的博弈关系,并通过博弈模型扩展将债务融资以外的其他因素纳入统一的博弈分析框架,系统研究控股股东利益侵占约束问题。因此将本书10章内容作如下具体安排:

第1章 绪论。首先介绍利益侵占研究背景及意义,然后介绍研究思路及研究内容,最后介绍研究方法与创新点。

第2章 债务融资对利益侵占约束:理论与实证。分别对债务融资利益侵占约束的相关文献进行梳理,从理论上分析债务融资的约束效应,然后选取上市公司相关数据,运用数据包络分析方法(DEA)和 T 检验法检验我国上市公司债务融资对利益侵占约束效应。

第3章 债务结构对控股股东利益侵占约束的理论分析。对债务结构与利益侵占的文献进行梳理,然后通过加入债务结构因素,对控股股东利益侵占基