

编辑寄语

我们在会计学广袤无垠的
大海上追逐浪花
发现了这些
闪耀着理性火花的小小贝壳
经过细细筛选
我们将
那些最具潜质的珠贝
奉献给广大读者
并期待着您的回应

会计学博士论丛

Accounting Doctoral Dissertation Series



侯晓红 著

我国上市公司 大股东占款 行为研究

Study on Embezzlement Behavior
of the Controlling Shareholder in
Chinese Listed Company

中国财政经济出版社



会计学博士论丛

我国上市公司大股东 占款行为研究

侯晓红
著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

我国上市公司大股东占款行为研究 / 侯晓红著. —北京:
中国财政经济出版社, 2009. 9

(会计学博士论丛)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1739 - 0

I. 我… II. 侯… III. 上市公司 - 金融审计 - 风险管理
- 研究 - 中国 IV. F279.246 F239.65

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 125031 号

责任编辑: 樊清玉

责任校对: 黄亚青

封面设计: 郁 佳

版式设计: 汤广才

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 7.25 印张 162 000 字

2009 年 9 月第 1 版 2009 年 9 月北京第 1 次印刷

定价: 18.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1739 - 0/F · 1474

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744



学术界应以总结与探索理论为己任，会计学界也不例外。会计理论研究成果的直接载体应当说是会计学术著作，而最能反映最新会计学术观点的往往是那些中青年学者的论著，会计学博士论文就是其中新鲜的、有活力的、闪耀着思想火花的论著中的一部分。时值今日，我们会计界培养了一批又一批博士生高级专门人才，他们是会计科研的新生力量并成为会计事业发展的希望。他们的创新能力强，成果产出率高，特别是在他们的博士论文中，某些观点如经深化和完善，有可能成为全新的、具有开拓性的，甚至是代表会计领域今后创新研究的学术思想。

本此初表，中国财政经济出版社会计分社的编辑策划了一套“会计学博士论丛”，将会计学术研究领域中那些具有较高理论水



平和创新意识，能在一定程度上填补会计理论的空白并与现实需要贴近、对实务操作具有指导意义的财务、会计、审计方面的，主要是博士生的理论著作收录进来，旨在宏扬会计学理论，活跃学术氛围，促进会计理论研究向纵深发展。

我考虑这套“会计学博士论丛”的出版，具有以下意义：

一、总结和反映了我国现代会计教育的最新成果

我在 1995 年的一篇文章（《我国会计理论研究的若干认识》）中曾经谈到，综观当今世界，既不存在会计教育落后而会计实务先进的情形，也不存在会计教育先进而会计实务落后的情形，会计教育的变革与会计实践的进步密切相关，而会计理论研究成果也很大程度上是通过会计教育转化为对实践的指导作用的。我们每年都要培养一批博士生，他们是会计教育的较高层次上的受益者，是未来的会计理论研究者，将他们在校的研究成果去粗存精、陆续出版，应当说是能够反映我国现代会计教育的最新成果的。

二、较为系统、全面地反映了当前会计学理论与实务研究发展的全貌

综观我国近年来的会计理论与会计理论建设情况，很难用一句话概括，学术界的评价也褒贬不一，相持不下。现今的会计学术界也是派系林立，各院校之间门户之见颇多，财经出版社将新近完成的、具有较高理论水准的博士生论文相继出版，可以说是为会计界做了一件好事，使我们不出门便可详细了解最新的会计研究动态和成果。会计是一门有史、有论、有独特的方法与技术且包罗众多分支学科的知识体系，一两本著作，难以道其万一，出一本合集，又难免只见树木、不见森



林,难以窥见会计学的动态发展,这样,出版“会计学博士论丛”不失为良策,可以使我们动态地综观与掌握当前会计学理论与实务研究发展的全貌。

三、能够活跃未来我国的会计理论研究,丰富我国的会计理论

现阶段的在校博士生一般都具有工作或实践经验,他们除具备专业知识外,在相关经济学科知识以及电脑和外语等应用技能方面远比我们那个时代丰富,他们的思想也是非常活跃的。他们在汲取了一系列会计理论研究成果的养分之后,将其充分消化、吸收,有的还能将其发展、创新,提出新的理论观点,在学术界引起争鸣。综观会计发展史,不乏事例。将这批活跃人群的思想、观点整理出版,必将有利于丰富和活跃我国的会计理论研究。

理论是社会需要的产物。我衷心希望这套“会计学博士论丛”中能不断涌现出适应当前社会需要的、推动会计理论研究向纵深发展的著作!

2001年8月9日



公司治理与投资者利益保护问题是当今国际社会所面临的重大现实问题。如何加强公司治理、保护投资者利益，已是世界各国在推进经济健康发展过程中必须予以重视的重大课题，也是学术界在推进现代公司财务管理进程中必须加强研究和予以解决的重大课题。侯晓红博士所著《我国上市公司大股东占款行为研究》一书，便是在理论与实践的双重需求下，就现代公司代理冲突中大股东对中小股东利益剥夺问题的理论及其防范措施进行的系统研究，是立足于中国实际，切实解决中国在这方面所存在的问题的一部具有创新价值的论著。该著作是在作者博士论文的基础上，经过拓展形成的具有较高学术价值，并对公司治理实践具有重要启示和指导意义的专著。其研究成果既有利于我国证券市场的健康发展，又有助于拓展现



代公司治理理论的研究视野，并推进现代公司治理实务的发展。

早期的公司治理理论大都根据柏林和米恩斯关于现代公司所有权与控制权高度分离的观点，因而研究所关注的重点是在两权高度分离下管理者与外部股东之间的代理问题。然而，近年来研究发现，世界上大部分国家的企业股权不是高度分散而是相当集中。由于股权集中在大股东手中，大股东便有足够的权力控制上市公司，并通过影响上市公司的各种决策谋取私利，从而导致大股东对中小股东利益的剥夺。因此，现代公司代理冲突更普遍地表现在大股东与中小股东之间，如何有效解决这一问题，已成为目前公司治理研究中的一个重点。然而，我国财务学界在这方面的研究起步较晚，西方财务学界虽然证明了大股东控制权私人受益的存在及其后果，但却忽视了上市公司盈利能力对大股东获取控制权私人收益的影响，以及对大股东资源侵占行为的影响。侯晓红博士的《我国上市公司大股东占款行为研究》是以现代产权理论为指导，立足于我国社会主义市场经济环境并紧密结合我国制度背景，系统研究了大股东资源侵占行为及其治理问题，故其研究具有针对性与切实性。

侯晓红博士的这部论著，应用现代产权理论、委托代理理论和资产专用性理论，深入分析了大股东对上市公司资源侵占与支持的动因与条件，精炼地阐明了大股东对上市公司资源侵占与支持行为的动态关系，并建立了动态模型；突出了对大股东控制权私人收益影响的产权理论分析，从而为整个论著的研究提供了理论支持，使研究具有理论上的深度。这部论著重点研究了我国上市公司大股东占款行为的制度因素，从上市公司的发行审核制度到上市公司的二元股权结构，从股权再融资制

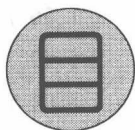


度和 ST 制度到中小投资者权益保护的法律制度,都做了深入探索。并且,通过这几方面研究的有机结合,最终构建了大股东占款行为研究的理论框架,由此体现了作者在研究大股东占款行为理论问题中所具有的创新意识和能力。这篇论著的实证部分,作者采用多元回归、非参数检验和事项研究等方法,以我国资本市场的股票发行审核制度、股权再融资制度和 ST 制度为基础,实证分析了我国上市公司大股东资源侵占与支持行为及两者之间的关系、上市公司自身盈利能力对大股东占款行为的影响,以及大股东占款程度与占款行为对上市公司未来经营业绩的影响。在实证研究结论的基础上,作者提出了防范大股东占款不良现象的政策性建议,其建议具有一定参考价值,值得管理当局重视。

综观该著,其研究体系的逻辑关系清晰,理论表述严谨,论述充分,说理透彻,研究思路明确,实现了规范研究与实证研究相结合,理论与实践相结合。该著的研究质量及突出的成果表明作者研究方案设计和样本选取科学,观点新颖,创新点突出,充分地反映了作者扎实的专业理论知识、深厚的理论水平和严谨求实的治学精神。本书是公司治理研究方面的一部力作。我相信该书的出版对我国上市公司治理理论的研究和投资者利益保护的实践均具有积极和重要的推动作用。为此,我乐于为这部书作序,并深信它将会受到广大读者的欢迎。

郑道扬

2009 年 8 月于武昌竹苑



内容摘要	(1)
Abstract	(5)
第 1 章 导 论	(11)
1.1 研究背景与研究意义	(12)
1.2 相关概念的界定	(18)
1.3 国内外研究现状	(20)
1.4 拟重点研究与解决的 问题	(29)
1.5 本书研究的思路与 方法	(30)
1.6 研究内容与特点	(31)
第 2 章 控制权配置与控制权收益 的理论分析	(35)
2.1 大股东存在的动因	(36)
2.2 控制权安排与大股东 侵占	(40)



2.3	资产专用性与大股东的支持	(56)
2.4	大股东侵占与支持的动态分析	(59)
2.5	本章小结	(63)
第3章	我国上市公司大股东占款行为的制度 分析	(65)
3.1	我国上市公司的发行审核制度	(66)
3.2	我国上市公司的二元股权结构	(84)
3.3	我国上市公司的股权再融资制度与 ST 制度	(96)
3.4	我国中小投资者权益保护的法律制度	(106)
3.5	本章小结	(115)
第4章	我国上市公司大股东占款行为的实证 研究 (一)	(119)
4.1	相关研究现状	(119)
4.2	研究假设	(121)
4.3	研究设计	(123)
4.4	样本与描述统计	(128)
4.5	实证结果	(137)
4.6	本章小结	(141)
第5章	我国上市公司大股东占款行为的实证 研究 (二)	(143)
5.1	问题的提出	(143)
5.2	假说的发展	(144)
5.3	研究设计	(145)
5.4	样本与描述性统计	(147)
5.5	实证结果	(152)
5.6	本章小结	(156)



第6章 大股东占款与上市公司未来经营业绩关系	
研究	(157)
6.1 相关研究现状	(157)
6.2 研究假设	(159)
6.3 研究设计	(160)
6.4 研究样本与描述统计	(163)
6.5 实证结果	(167)
6.6 大股东占款的市场反应	(174)
6.7 本章小结	(178)
第7章 研究结论与建议	(180)
7.1 主要结论	(181)
7.2 相关政策建议	(183)
7.3 本书研究的创新点	(197)
7.4 研究的局限与未来的研究方向	(199)
参考文献	(201)
致谢	(215)



内容摘要

史实表明,世界上大多数国家都存在股权集中现象,对此,中国也不例外。在我国,有近70%的上市公司存在控制股权的大股东。大股东操持控制权而谋私利,导致对上市公司资源的侵占从而严重损害了中小股东利益。因此,如何防范大股东的侵占行为及其所带来的后果,这一问题不仅成为我国上市公司治理的重点,也是世界上大多数股权集中国家上市公司治理中亟待解决的问题。

本书应用现代产权理论和委托代理理论分析了大股东在上市公司控制权配置中的优势与控制权收益,以及控制权收益与投资者权益保护的法律制度关系,并应用资产专用性理论分析了大股东支持行为的动机与可能性,根据上市公司盈利能力与大股东控制权私人收益之间的关系,建立了大股东对上市



公司资源侵占与支持的动态模型,从而克服了以往仅从大股东侵占或支持单一视角研究的片面性,辩证地分析了大股东资金侵占与支持行为及其相互关系,为更全面地理解上市公司大股东的占款行为提供了理论依据。

本书研究了我国上市公司大股东占款行为的制度因素。首先,由于我国发行审核制度的行政化特征,导致证券市场的供需瓶颈,使计划性的发行审核制度具有了典型的创租特征,使大股东在获取上市公司控制权的过程中付出了巨大的代价,为大股东日后侵占上市公司资源留下了隐患。同时,增量发行与同股不同价的定价方式,使我国上市公司开始就形成了高度集中的股权结构和大股东股票的非流通性,致使公司治理的内外机制失灵,为大股东侵害小股东利益提供了可能。其次,由于我国上市公司的二元股权结构,使大股东通过股票增值实现资本收益的获利途径受到限制,现金股利成为其获取正当收益的唯一途径。但是,由于大股东承担了改制上市或买壳上市的巨大成本,并将优质资产注入上市公司而与所有股东“共享”,如果仅仅与流通股股东一样按所持股份比例获取现金股利,难以满足大股东的投资预期。因此,在大股东实现投资报酬和兑现其财富的多种选择方式中,由于其控制权优势以及我国保护投资者权益法律制度的薄弱,使侵占上市公司资源成为必然选择。再次,由于我国证券市场形成与发展的计划性特征,导致证券市场融资功能强化,使大股东将上市公司视为融资工具与融资平台,通常会尽力保持和维护上市公司的融资功能以提供其资金来源。但是,由于股权再融资政策要求上市公司具有一定的盈利能力,为了使上市公司达到规定的盈利能力要求,大股东有用自己的资金支持上市公司的动机,做到“先输血再抽血”。另外,按照我国证监会关于股票退市的条



件规定,如果上市公司连续两年亏损,就有退市风险。当上市公司亏损或处在亏损边缘时,大股东有用自己的资源对上市公司进行支持的动机。当上市公司扭亏无望时,大股东会加快掠夺上市公司资源或抽逃资金以避免损失。最后,由于有关投资者保护的相关法律与法规的制定滞后于我国资本市场的迅速发展,同时由于公司立法的不完善,使公司内部治理机制失效,并且由于缺乏有效的民事赔偿机制和司法介入的不足,使大股东侵害小股东利益的违法成本很低,不能从法律制度上对大股东的资源侵占行为进行有效的制约。

本书实证分析了我国上市公司大股东的占款行为。以我国证券市场 1998~2003 年的非金融类上市公司为样本,检验了我国上市公司大股东的资金侵占与支持行为以及两者之间的关系。研究结果表明,当上市公司处在配股的前三年时,为了达到配股要求,大股东对上市公司的资金侵占减少,但当配股或增发完成之后,大股东的这种约束行为消失,上市公司的配股明显地表现出大股东的“圈钱”动机。我国上市公司的 ST 制度使具有避亏动机的上市公司的大股东不仅没有减少对上市公司的资金侵占,反而却使大股东占用的资金程度更高。

本书研究了上市公司自身盈利能力对大股东占款行为的影响。研究发现,上市公司的投资回报率处在不同水平,大股东的占款行为不同。当上市公司的投资回报率处在正常水平时,大股东的占款程度与上市公司投资回报率呈负相关关系;当上市公司投资回报率低于预期水平时,为了避免破产而带来的损失,大股东倾向于更多地侵占上市公司的资金;当上市公司的投资回报率介于上述区间内时,为免于破产,大股东的占款程度会随着投资回报率的降低而减少。

本书研究了大股东占款程度与占款行为对上市公司未来经



营业绩的影响。研究结果表明,上市公司未来的经营业绩与大股东的占款程度具有显著的负相关关系,大股东的资金侵占行为对上市公司未来经营业绩具有显著的降低作用,大股东的资金支持行为对上市公司未来经营业绩具有提高作用,但不显著。事项法研究表明,因大股东资金侵占行为而遭证券交易所谴责的上市公司,在消息公布之后的 20 个交易日内超额累计收益率一直处于下降之中,说明投资者因此遭受了持续的投资损失。

基于上述研究,为防范大股东占款的不良现象,本书提出了短期内以完善公司内部治理制约机制和重构企业内部权利制衡体系为基础,以改进上市公司发行审核制度、完善外部法律监管体系为长远目标的政策性建议。



Abstract

Historical facts indicate that ownership concentration prevails in most countries. China is not an exception. In China, controlling shareholders, who control the stock right, exist in 70% of listed companies. Controlling shareholders manipulate the control right to earn their own benefits and result in their expropriation of listed company's resources, which does great harm to middle and small shareholders' benefits. Therefore, how to prevent controlling shareholders' expropriation of listed company's resources and its consequences is not only the key to the governing of listed company, but also the crucial problem pressing for the settlement for most countries where ownership concentration of listed companies exists.

Based on modern property right theory