

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620070153721

UDC_____

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

控股股东行为变化与中小股东利益保护研究

——以后股权分置时代上市公司股权结构变化为视角

**Study on Controlling Shareholder's Behavior Change and
Minority Shareholder's Interest Protection**

——take listed companys' ownership structure change
as the research perspective

孙君明

指导教师姓名: 张亦春教授

专业名称: 金融学

论文提交日期: 2010年4月

论文答辩时间: 2010年6月

学位授予日期: 2010年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2010年4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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

论文摘要

中国证券市场经历从股权分置到股权全流通这一制度变革后，整个市场的生态环境和交易环境将发生深刻变化，作为现代公司金融研究的核心问题——控股股东与中小股东之间的利益冲突问题在新环境下必然表现出新的特点。在这一背景下，本文以上市公司股权结构变化为视角，研究后股权分置时代控股股东侵占中小股东利益行为的变化，并在此基础上研究全流通环境下保护中小股东利益的对策。目前，国内针对这一问题还缺乏较系统的研究和论证。因此，随着全流通时代的临近，本文对这一问题的研究，无论是从理论角度还是从实践角度，都是非常必要的，而且是紧迫的。

本文的研究结论是：控股股东的行为特征与上市公司的股权结构密切相关；后股权分置时代，控股股东通过异常派现、资金占用、恶意圈钱等方式直接侵占中小股东利益的行为将会受到一定抑制，但控股股东更偏向定向增发进行再融资，向关联方特别是控股股东增发股份，并通过利益输送的方式获取控制权私人利益；由于中小股东投资行为的非理性，而控股股东对资金、信息和持股等资源具有主导性，在利益驱动下，后股权分置时代控股股东具有在证券市场上操纵股价的行为；后股权分置时代一般法人控股股东和自然人控股股东更具有侵占中小股东利益的动机；后股权分置时代，中小股东将越来越处于不利的地位，其利益可能会遭受更大的损害，因此加强对中小股东的利益保护很有必要。

本文的创新主要体现在三个方面：一是以上市公司股权结构变化为视角，提出后股权分置时代控股股东侵占中小股东利益的手段会更加多样和间接，并且一般法人控股股东和自然人控股股东更具有侵占中小股东利益的动机；二是揭示出后股权分置时代我国中小股东在证券市场中将越来越处于不利的地位，认为现阶段我国仍然有必要保持国有控股的股权结构，只有在公司治理制度、法规制度和监管制度能够承担起相应的投资者保护功能的条件下，上市公司股权结构优化、国有股减持才能提上议程；三是针对后股权分置时代控股股东侵占中小股东利益的新特点，通过比较和借鉴国外公司治理制度、法规制度和监管制度的相关经验，结合中国证券市场的实际情况，提出保护中小股东利益的对策建议。

关键词：控股股东行为；中小股东；利益保护；股权结构

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

China's securities market is experiencing from equity separation to equity full circulation, the entire market environment will undergo profound changes. As a core issue of modern corporate finance, the interest conflict between controlling shareholder and minority shareholder will demonstrate many new features in the new environment. Against this background, this paper takes listed companies' ownership structure change as the research perspective, studies the behavior change of controlling shareholder expropriates minority shareholder's interests in post non-tradable share reform era, and on this basis to study countermeasures of protecting minority shareholder's interests. At present, this issue is lack of systematic research and demonstration in China, thus, with the full circulation time is approaching, researching on this issue has not only academic value but also practical meanings.

The conclusions in this paper are as follows. Firstly, controlling shareholder's behavioral characteristics is closely related to ownership structure. Secondly, in post non-tradable share reform era, some behavior that controlling shareholder directly expropriates minority shareholder's interests subject to certain inhibition, such as unusual cash bonus, fund appropriation and unsuitable financing, but controlling shareholder will prefer private placement, obtaining personal interests indirectly by means of related-party transactions. Thirdly, as the invest behavior of minority shareholder is irrational, and controlling shareholders is dominant in capital, information, holdings and other resources, controlling shareholder has the behavior of stock price manipulation in order to obtain private benefits in post non-tradable share reform era. Fourthly, non-state-owned controlling shareholder has a stronger motivation to expropriate minority shareholder's interests than state-owned controlling shareholder in post non-tradable share reform era. Fifthly, minority shareholder's interests will suffer greater damage in post non-tradable share reform era, so it is necessary to strengthen the protection of minority shareholder.

The major contributions of this paper, as well as its innovations, are primarily manifested in the following aspects. Firstly, this paper takes listed companies'

ownership structure change as the research perspective and reveals that the means of controlling shareholder's expropriation behavior will be more diverse and indirect in post non-tradable share reform era, and non-state-owned controlling shareholder has a stronger motivation to expropriate minority shareholder's interests. Secondly, this paper reveals that China's minority shareholder will become increasingly at a disadvantage, and puts forward that at this stage it is need to maintain China's state-controlled shareholding structure. Finally, based on the new features of controlling shareholder expropriates minority shareholder's interests in post non-tradable share reform era, this paper puts forward some advices about minority shareholder's interest protection through the comparison and reference to foreign corporate governance systems, law systems and regulatory regime, and combines with the actual situation of China's stock market.

Keywords: controlling shareholder's behavior; minority shareholder; interest protection; ownership structure

目 录

1 导论	1
1.1 选题背景、研究目的及意义	1
1.1.1 选题背景.....	1
1.1.2 研究目的及意义.....	3
1.2 控股股东和中小股东的概念界定	4
1.3 论文的研究思路及结构安排	4
1.3.1 论文的研究思路.....	4
1.3.2 论文的结构安排.....	5
1.4 研究方法和主要创新点	7
1.4.1 论文的研究方法.....	7
1.4.2 论文的主要创新点.....	8
2 文献综述	9
2.1 控股股东侵害中小股东利益的文献综述	9
2.1.1 国外文献综述.....	9
2.1.2 股权分置时代的国内文献综述.....	15
2.1.3 后股权分置时代的国内文献综述.....	19
2.2 中小股东利益保护的文献综述	21
2.2.1 国外文献综述.....	21
2.2.2 股权分置时代的国内文献综述.....	22
2.2.3 后股权分置时代的国内文献综述.....	24
2.3 评述	25
3 上市公司股权结构与控股股东行为关系的理论分析	26
3.1 股权结构与股东行为	26
3.1.1 股权结构及其特征.....	26
3.1.2 不同股权结构下的股东行为.....	27
3.2 中国上市公司股权分置改革与股权结构变化分析	28

3.2.1 中国上市公司股权分置改革的历史与原因.....	28
3.2.2 股权分置改革后上市公司股权结构的变化分析.....	29
3.3 股权结构变化对控股股东盈利模式和利益取向的影响分析	33
3.3.1 股权结构变化对控股股东盈利模式的影响分析.....	34
3.3.2 股权结构变化对控股股东利益取向的影响分析.....	36
3.4 本章小结	41
4 后股权分置时代控股股东“隧道行为”变化研究	43
4.1 上市公司的现金股利支付行为研究	43
4.1.1 股权结构变化对上市公司超能力派现行为的影响分析.....	44
4.1.2 股权结构与上市公司现金股利支付关系的实证分析.....	46
4.2 上市公司的股权再融资行为研究	50
4.2.1 后股权分置时代上市公司定向增发行为偏好的理论分析.....	50
4.2.2 后股权分置时代上市公司定向增发行为的实证与案例分析.....	55
4.3 上市公司的关联交易行为研究	61
4.3.1 上市公司的关联交易行为.....	61
4.3.2 后股权分置时代上市公司关联交易行为的实证分析.....	63
4.4 本章小结	68
5 后股权分置时代控股股东股价操纵行为研究	69
5.1 中小股东的非理性与控股股东的相对理性	69
5.1.1 中小股东的羊群行为.....	69
5.1.2 中小股东的正反馈交易行为.....	72
5.2 后股权分置时代控股股东操纵股价的动因分析	74
5.3 后股权分置时代控股股东减持股份过程中的股价操纵行为分析	80
5.4 后股权分置时代控股股东市场交易过程中的股价操纵行为分析	85
5.4.1 控股股东以上市公司业绩为媒介操纵上市公司股价.....	85
5.4.2 控股股东通过蛊惑交易或信息披露操纵上市公司股价.....	86
5.4.3 控股股东通过并购重组等形式操纵上市公司股价.....	87
5.5 后股权分置时代控股股东股价操纵行为的案例分析	88

5.5.1 控股股东减持股份过程中的股价操纵案例分析.....	88
5.5.2 控股股东市场交易过程中的股价操纵案例分析.....	91
5.6 本章小结	93
6 后股权分置时代中小股东利益保护研究	95
6.1 后股权分置时代中小股东利益保护面临的新问题	95
6.1.1 控股股东对中小股东利益侵占行为的变化.....	95
6.1.2 新市场环境对中小股东利益造成的影响.....	96
6.1.3 加强对中小股东利益保护的必要性.....	97
6.2 中小股东利益保护：国际经验借鉴	98
6.2.1 公司治理与中小股东利益保护.....	99
6.2.2 法规制度与中小股东利益保护.....	103
6.2.3 监管制度与中小股东利益保护.....	106
6.3 后股权分置时代加强中小股东利益保护的对策建议	109
6.3.1 完善公司治理制度，加强对控股股东侵害行为的约束.....	110
6.3.2 完善法规制度建设，加强对控股股东侵害行为的约束.....	116
6.3.3 完善监管制度建设，加强对控股股东侵害行为的约束.....	119
6.4 本章小结	122
7 结语.....	124
7.1 研究结论	124
7.2 研究的局限性和未来的研究方向	125
参考文献.....	126
后记.....	139

图表目录

图 1-1: 2006~2012 年股改限售股存量统计图	2
图 1-2: 2008~2012 年股改上市公司股权全流通进程统计图	2
图 1-3: 论文的框架结构图	6
图 2-1: Allen-Gale 模型的股价操纵过程	12
图 3-1: 控股股东与中小股东之间利益的动态博弈树	39
图 5-1: 股价操纵期间其他投资者不跟风的股价波动情况	76
图 5-2: 股价操纵期间其他投资者跟风的股价波动情况	77
图 5-3: 减持事件分析时间轴	82
图 5-4: 减持日前后 20 个交易日样本公司平均超常收益率统计图	83
图 5-5: 减持日前后 20 个交易日样本公司平均累计超常收益率统计图	84
图 5-6: 2003~2009 年沪深两市上市公司并购重组情况统计图	88
表 3-1: 2003~2009 年上市公司流通股与非流通股比例分布统计表	30
表 3-2: 2003~2009 年上市公司第一大股东持股比例描述性统计表	31
表 3-3: 2003~2009 年上市公司第一大股东持股比例分布统计表	31
表 3-4: 2003~2009 年第一大股东与第二大股东持股倍数比描述性统计表	32
表 3-5: 2003~2009 年上市公司第一大股东股权构成情况统计表	33
表 3-6: 股权分置改革前后控股股东盈利模式比较分析表	34
表 4-1: 超利润派现公司现金股利支付率描述性统计表	45
表 4-2: 超利润和超经营现金净流量派现公司现金股利支付率统计表	45
表 4-3: 现金股利支付率和股权结构的变量定义及说明	47
表 4-4: 现金股利支付率和股权结构的研究变量描述性统计表	48
表 4-5: 现金股利支付率和股权结构关系的各组研究样本简要描述	49
表 4-6: 影响现金股利支付率的因素: 面板回归结果	49
表 4-7: 2003~2009 年上市公司 A 股股权再融资情况统计表	56
表 4-8: 2006~2009 年我国上市公司定向增发对象情况统计表	56

表 4-9: 定向增发与利益输送关系的变量定义和说明	57
表 4-10: 定向增发价格折价率与上市公司股权结构变量描述性统计表	58
表 4-11: 定向增发价格折价率影响因素的回归结果	59
表 4-12: 2004~2008 年我国上市公司大股东直接占用资金情况统计表	64
表 4-13: 2004~2008 年我国上市公司大股东应收和预付账款情况统计表	64
表 4-14: 2004~2008 年披露的我国上市公司提供关联担保情况统计表	64
表 4-15: 关联交易量与公司绩效关系的变量定义和说明	65
表 4-16: 公司绩效关联交易量的描述性统计结果	66
表 4-17: 关联交易量与公司绩效关系的各组研究样本的简要描述	66
表 4-18: 关联交易量与公司绩效相关性的回归结果	67
表 5-1: 羊群效应各组研究样本的简要描述	71
表 5-2: 羊群效应: 实证检验结果	71
表 5-3: 国内关于投资者正反馈交易行为的实证研究结果比较	73
表 5-4: 减持日前后 20 个交易日样本公司股票超常收益率情况统计表	83
表 6-1: 西方各国各类机构投资者资产总额统计表	101
表 6-2: 西方各国机构投资者资产组合构成统计表	102
表 6-3: 德国银行参与公司治理情况统计表	102
表 6-4: 德国公司监事会成员分布情况统计表	103
表 6-5: 中国与部分国家证券市场监管效率指标比较	107
表 6-6: 国外成熟市场公司治理制度保护中小股东利益的经验	110
表 6-7: 中国各机构投资者资产规模及持有股票情况统计表	115
表 6-8: 2001~2008 年中国机构投资者平均持股周转率统计表	115

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

1 Introduction	1
1.1 On the chosen topic	1
1.1.1 Background of the chosen topic.....	1
1.1.2 Purpose and significance of the study.....	3
1.2 Definitions of controlling shareholder and minority shareholder	4
1.3 Research ideas and structure arrangement	4
1.3.1 Research ideas.....	4
1.3.2 Structure arrangement.....	5
1.4 The methodology and innovations	7
1.4.1 Research methods.....	7
1.4.2 Innovations.....	8
2 Literature review	9
2.1 Literature review on controlling shareholder expropriates minority shareholder's interests	9
2.1.1 Foreign literature review.....	9
2.1.2 Domestic literature review in equity separation era.....	15
2.1.3 Domestic literature review in post non-tradable share reform era.....	19
2.2 Literature review on minority shareholder's interest protection	21
2.2.1 Foreign literature review.....	21
2.2.2 Domestic literature review in equity separation era.....	22
2.2.3 Domestic literature review in post non-tradable share reform era.....	24
2.3 Comments	25
3 Theory analysis of the relationship between ownership structure and controlling shareholder's behavior	26
3.1 Ownership structure and shareholder's behavior	26

3.1.1	Ownership structure and its characteristics.....	26
3.1.2	Shareholder's behavior under different ownership structure.....	27
3.2	Analysis on China's equity splitting reform and listed companys'ownership structure change.....	28
3.2.1	The history and causes on China's equity splitting issue.....	28
3.2.2	Analysis on listed companys'ownership structure change after China's equity splitting reform	29
3.3	Analysis on the change of controlling shareholder's profit model and interest orientation.....	33
3.3.1	Analysis on the change of controlling shareholder's profit model.....	34
3.3.2	Analysis on the change of controlling shareholder's interest orientation..	36
3.4	Summary.....	41
4	Study on controlling shareholder's “tunneling behavior” change in post non-tradable share reform era	43
4.1	Study on listed companys' cash dividend payment behavior.....	43
4.1.1	Analysis on the change of listed companys' unusual cash bonus	44
4.1.2	Emperical analysis of the relationship between ownership structure and listed companys' cash dividend payment.....	46
4.2	Study on listed companys' refinancing behavior.....	50
4.2.1	Theory analysis on listed companys prefer private sale	50
4.2.2	Emperical analysis and case analysis on listed companys' refinancing behavior	55
4.3	Study on listed companys' related-party transactions behavior.....	61
4.3.1	listed companys' related-party transactions behavior	61
4.3.2	Emperical analysis on related-party transactions behavior.....	63
4.4	Summary.....	68
5	Study on controlling shareholder's stock price manipulation behavior in post non-tradable share reform era.....	69

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