

# 学术前沿讲座纪要

(东南大学经管学院财务与会计系)

(2012-10-24)

**讲座题目:** 控股股东在减持过程中获得了控制权私人收益了吗?

**主讲嘉宾:** 黄志忠 教授

现为南京大学财务与会计研究院教授, 1990年毕业于福建师范大学数学系, 获得理学学士, 并于1998年与2004年在厦门大学会计系获得经济学硕士与管理学博士学位。已在《管理世界》、《经济研究》、《会计研究》等杂志发表几十篇高质量的论文, 主要研究领域为资本市场财务会计、事务所与社会审计等。主要学术成果有:

**出版著作:**

1. 黄志忠, 2003年3月, 财务信息与证券市场: 经验的分析, 东北财经大学出版社

**公开发表论文:**

1. 黄志忠、白云霞、李畅欣, 2010, 所有权、公司治理与财务报表重述, 南开管理评论 第5期
2. 黄志忠、熊焰韧, 2010, 哪种模式MBA能够培养出色的经理人? ——来自CEO变更的证据, 管理世界 第8期
3. Zhizhong Huang, Jianqin Yang, Wenli Xie and Hengli Li, 2010, Does MBA Education make Better Managers?-An Empirical Study from CEO Replacement of Chinese Listed Firms., International Journal of Management in Education. forthcoming
4. 黄志忠、郗群, 2009, 薪酬制度考虑外部监管了吗——来自中国上市公司的证据, 南开管理评论 第1期
5. 黄志忠、周炜、谢文丽, 2009, 大股东减持股份的动因: 理论和证据, 经济评论 第6期
6. 黄志忠, 2006, 股权比例、大股东‘掏空’策略与全流通, 南开管理评论 第1期
7. 黄志忠、白云霞, 2004, 会计方法变迁、会计信息质量与股市效应, 中国会计评论 第2期
8. 黄志忠, 2002, 论上市公司盈利的信息含量, 经济评论 第3期
9. 黄志忠、白云霞, 2002, 中国上市公司举债、股东财富与股市效应关系的实证研究, 经济研究 第7期
10. 黄志忠、陈龙, 2000, 中国上市公司盈利成长规律的实证分析, 经济研究 第12期
11. 黄志忠, 1997, 从会计本质看会计职能, 会计研究 第6期

**主持人:** 东南大学会计系主任、博士生导师, 陈志斌教授

**点评人:** 涂建明副教授

**参与人员:** 财务与会计系教师, 经济管理学院博士生和部分硕士生

**地点:** 九龙湖经济管理学院B-201会议室

## 主讲内容简报：

[1]本学术讲座由财务与会计系主任陈志斌教授主持，他对主讲人黄志忠教授的学术背景和学术成就进行了介绍，对黄教授的到来表示感谢。陈志斌教授希望大家积极参与讨论，向黄教授提出自己的问题，与在场人员交流自己的看法和观点。

[2]黄志忠教授对到场的各位老师和同学表达了问候，随后对本次讲座的主要内容进行了介绍。本次讲座主要对黄教授自己的一篇在投论文进行报告，讲解该论文的研究情况，主要分五个部分进行：问题提出；研究方法；样本选取；实证模型与处理结果；研究结论。

[3]问题提出。公司制企业中，相对于企业所有者与管理者之间的矛盾，大



股东与小股东之间的矛盾日渐突出，主要是由于公司控股股东存在利用控制权侵占小股东利益的动机和条件，以此获得额外控制权收益，从而导致双方利益

冲突。黄教授的选题来源于自己的生活经历，从自己的投资经历引发思考，认为股改以后的上市公司目前仍存在大股东侵占小股东利益的行为，尤其是控股股东在减持过程中通过各种方式谋取私人收益的现象比较突出。但目前的研究大多局限于理论分析或者统计性描述，为求得更加严格、有说服力的证据，黄教授开始对此问题进行实证研究。

[4]研究方法。黄教授总结了目前学者们所采用的研究方法，主要分为直接法和间接法两类。直接法就是直接衡量关联交易的数量，资金侵占的数量以及为关联公司提供担保的数量。间接法是计算控制权转移价格与大宗股权交易价格的差，比较相关法律出台后上市公司价值的增加情况。黄教授采用的方法属于直接法，但与前人的方法又有所不同，论文是直接计算控股股东减持时是否获得超常收益，来计量控股股东的“掏空”程度。并研究大股东减持前后的行为是否对获取私人收益有所影响，主要从发布信息的情况，与基金的配合两方面进行研究。

[5]样本选取。黄教授的研究基于2007-2010年大非减持数据，起初搜集样本2000多个，但是剔除各种不合适的样本后只剩200多个，即有效样本比例仅为10%左右。黄教授也解释了可能某些人存在的疑问，有效研究样本数仅为10%，研究结论是否会缺乏一般性，是否对整体的定论缺乏说服力。黄教授认为，剔除的样本大多是因为存在不同程度的不透明性，没有按照相关规定进行充分的信息披露或者存在较多的私人操作，由此可断定，被剔除的样本企业在大股东侵占小股东利益问题上只可能会比剩余的10%更为严重。由此可知，本文的研究结论只可能是低估，而不会高估，从而消除了相关学者的疑问。黄教授还对样本的选择性偏差问题进行了纠正。

[6]实证模型与处理结果。黄教授建立了线性回归模型研究控股股东利用控制权获得私人收益的行为，



将公司规模Size与市值账面值比MB作为控制变量，然后分别将发布信息的情况与基金配合情况作为变量加入模型，对大股东的两方面行为单独进行研究，考察大股东减持前后的行为与控制权私人收益的关系。最后，黄教授阐述了数据处理和模型研究的结果。

[7]研究结论。黄教授通过研究，得出结论：第一大股东确实能够在其股份减持过程中获得控制权私人收益。其控制权私人收益主要通过两个途径获得：一是在减持前频繁发布利好消息，二是取得基金的配合。同时还发现，非第一大股东同样能够通过以上两个途径获得超常减持收益。

### 研究答疑：

**有博士生问：**对大股东发布利好消息与利差消息的区分，无法区分大股东发布的消息哪些属于恶意的消息，哪些属于属实的消息。

**解答：**关于两者的区分存在较大的困难，尚未找到合适的区分方法。尽量采取其他方面的措施来减弱这方面的影响。

**有老师问：**黄教授的文章关于个别方法的介绍比较少，详细介绍相关方法的原理和思想应该更有利于读者的理解。而且理论部分介绍较少，是否应该丰富一下理论部分的内容。

**解答：**黄教授肯定了老师的问题，觉得很有道理，会对相关方法的采用进行更为丰富的阐述。另外，关于理论部分的阐述问题，黄教授说这次的论文相比之前发表的论文有一个不同，就是故意减少了理论部分的长篇大论，只保留有针对性的阐述，是一个尝试，也是为了让论文更加简明扼要，思路清晰化、简单化。

**有研究生问：**关于目前研究中存在的 $\beta$ 系数取值问题，该怎么确定。

**解答：**可以通过某些回归方法来确定 $\beta$ 系数的取值，对待不同问题有不同的解决方法。



### 点评：

涂建明副教授对黄教授的整个论文进行了点评，觉得黄教授的论文选题很有新意，容易引起读者的兴趣，而且贴合实际，有较高的研究价值。涂教授还指出黄教授的论文思路非常清晰明了，考虑的问题也非常全面，有较强的说服力和参考性。另外，对黄教授的论文提出了一些建议和看法，提出一些论文可以改进的地方，与黄教授进行了交流。

会计系主任陈志斌教授对黄教授的报告进行了点评,陈教授在肯定了黄教授论文成果的基础上,特别赞扬了黄教授细心严谨的研究态度。一方面,认为黄教授善于观察生活细节,从生活中发现问题的态度值得大家借鉴;另一方面,黄教授在研究论题过程中体现出的“剥洋葱”式的细致深入的研究态度值得大家学习。

最后,陈志斌教授代表经管学院财务与会计系的老师和研究生对黄教授的报告表示了感谢,并赠予礼品,与黄教授合影留念,至此,讲座圆满结束。

(供稿:李敬涛)