摘 要

由于我们股权结构高度集中，公司的治理结构尚未健全，再加上外部监管机制薄弱，这些原因造成我国上市公司之间存在大量的关联方交易，使得控股股东掏空公司资产、侵占中小型股东的利益。近年来发生了很多例如“猴王股份”、“格林科尔”、“莱钢”、“春兰”等知名企业因为关联交易的丑闻，这些事件也表明，控股股东通过关联交易掏空公司资产已经严重影响了我国上市公司治理。如何控制控股股东的隧道行为，保护中小型股东的权益，已是目前我国资本市场上亟待解决的问题。

本文的研究内容是，通过现有的文献理论成果结合本文的研究方法，首先研究控股股东隧道行为产生的机理、危害及实现方式，然后分析控股股东利用关联方交易实施隧道行为的原因，在此基础上进行实证分析，将 2003 一 2008 年上市公司关联交易的数据样本进行检验。建立计量经济学模型，度量上市公司与控股股东间的关联交易的价值效应及影响控股股东这种掏空行为的因素，本文的研究成果发现样本数据都能证实我们的研究假设，最后针对我们的研究成果，提出相关政策意见。

本文的研究结论是，第一关联交易是我国上市公司控股股东隧道行为的重要方式之一，其中商品购销、资产和资金交易以及担保抵押这四种关联交易更容易导致控股股东的隧道行为。第二控股股东的掏空行为会降低公司的经营绩效和市场价值。第三在研究影响控股股东掏空行为的因素中，发现控股股东的持股比例与以关联交易比重衡量的控股股东掏空行为正相关;与非国有股东相比，国有股控股股东更倾向于对公司资源进行掏空，控股股东的股权性质和控股股东的隧道行为是显著正相关的；流通股比例与控股股东的掏空行为成反比；独立董事制度和监事会在保护中小行股东权益方面发挥了积极的作用。但是公司董事长和总经理是否为同一个人担任对上市公司没有明显影响.

关键词： 上市公司，关联交易，控股股东，隧道行为

Abstract

Because we are highly concentrated ownership structure, corporate governance structure is sound, coupled with weak external monitoring mechanism, the causes listed companies in China between the amount of related party transactions, making the controlling shareholder of fleecing the company assets, occupation of the shareholders of small and medium interests. A lot in recent years such as "Monkey King shares," "Green Corner", "Laiwu Steel", "Chunlan" and other well-known companies because of the scandal associated with trading, these events also show that the controlling shareholder of assets of the company through related party transactions have been emptied seriously affected the governance of listed companies. How to control the controlling shareholder of the tunnel, protect the interests of small shareholders, is currently China's capital market problems to be solved.

Purpose of this study is that the existing literature by combining theoretical results of this research method to study the controlling shareholder of the use of hollowed out the problems associated with transactions and related party transactions and controlling shareholder of the relationship between emptying. The research method is to use the combination of theoretical and empirical, to 2003, a listed company in 2008 associated with the transaction data sample for testing. The establishment of econometric models, measurement and controlling shareholders of listed companies affiliated transactions between the effect and impact of the value of the controlling shareholder of the factors that emptying behavior, the results of this study can be found in the sample data confirm our hypothesis, the last for our research, make relevant policy advice.

This study concluded that the first transaction is associated with controlling shareholders of listed companies in China an important way to conduct one of the tunnel, which purchase and sale of goods, assets and financial transactions and to guarantee the security of these four related transactions more easily lead to acts of controlling shareholders of the tunnel.

Key words: listed company,related party transactions, controlling shareholder, expropriation

独 创 性 声 明

本人声明，所呈交的论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得武汉理工大学或其它教育机构的学位或证书而使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

签 名：[illegible] 日 期：10.5.10

关于论文使用授权的说明

本人完全了解武汉理工大学有关保留、使用学位论文的规定，即学校有权保留、送交论文的复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其他复制手段保存论文。

签 名：[illegible] 导师签名：[illegible] 日 期：10.5.10

第1章 引言

1.1 选题背景及意义

关联方交易是指关联方之间转移资源或义务的事项，它是一种独特的交易形式，也是一把双刃剑，有积极和消极两方面的作用，一方面，关联方之间的交易可以节约交易的信息成本，实现公司集团利益的最大化，而另一方面，关联方交易的规则和非关联交易不同，控股方往往利用其对上市公司的控制权，占用关联方的资源，而且他们发生的交易往往是不公允的，这种交易就是非公允的关联方交易，损害了上市公司和外部中小型投资者的利益。

关联方交易，这把“双刃剑”广泛地存在于我国上市公司的日常经营活动中。而我国大部分的上市公司的前身就是国有大中型企业，他们是由控股股东控制以及国有股比重过高，正因为这种特殊股权结构导致了上市公司治理结构尚未完善，又由于我国控股股东的特殊行为模式和身份，使得关联方交易的公平性和公正性亟待规范。通过分析这些年来上市公司发生的关于控股股东隧道行为的案例，比如“猴王股份”、“莱钢”、“春兰”等知名企业的破产问题，可以看出如何上市公司与其控股股东间的关联交易行为，是亟需解决的问题。

目前，我国学者在关联交易的研究内容上主要集中在关联交易会计规范的内容、会计信息披露、关联交易分类和关联交易的法律规范方面，对涉及到关联交易产生的原因和应采取的具体措施的研究还不够系统、深入。本文在总结已有研究成果及目前我国关联交易现状分析的基础上，试图探讨关联交易的机理，找到产生关联交易的真正原因，并根据目前我国关联交易及监管中存在的问题，为规范关联交易建立一套全方位的监管体系。以下我们详细说明，本文的选题意义，具体如下：

（1）从理论上来说，深入研究关联交易和控股股东隧道行为问题，能够使我们公司治理方向的研究更加丰富，同时能推动相关学科的发展。

国外的相关学者都是在发达国家健全的证券市场上，来研究控股股东对上市公司实施的隧道行为的问题。虽然这些年来，专家学者开始就很多发展中国家的新兴资本市场进行研究，但是没有把我们中国作为研究对象，例如CDL(2000)等的研究表明。在这些新起的资本市场上，控股股东隧道行为的问题尤为恶劣，

这是因为新起的市场机制还尚未健全，例如缺少相关法律对中小型股东的权益进行保护、法律体系的效率不高、股权结构过度集中、监事会与独立董事没有完全发挥他们监督上市公司的职能、外部接管市场尚未健全还有对披露信息的管理缺少效率。再加上我国的资本市场本来就是一个刚新起的市场，同时用来保护广大投资者的相关法律体系和监管市场尚未健全，所以控股股东的行为基本不用受到其他股东的监管。继续研究分析我国这个制度背景不一样的刚新起的市场，对现代公司治理理论研究是有利的，为后来学者提供借鉴。

（2）从上市公司的市场价值和效益来说，进一步对关联方交易和控股股东隧道行为的进行研究，能够帮助建立公司合理的治理结构，从而提高上市公司的市场价值和经营效益。

因为公司治理结构上本身存在缺陷，所有导致控股股东可以利用这个缺陷通过关联方交易来实施隧道行为，这样就给了控股股东有机可乘的机会，他们实施隧道行为时不用害怕会受到法律的制裁。通过进一步控股股东隧道行为的产生的根本原因和具体实施所用的手段，可以使我们发现上市公司治理结构方面存在的问题并找到解决的方式，从而使上市公司的资产不用遭受控股股东的侵占，这样对提高上市公司的市场价值和经营效益是有帮助的。

（3）站在保护中小股东以及其和上市公司经济效益的关系的角度来说，在证券市场上中小型投资者投入的资金是筹资市场上资金的主要来源之一，同时中小型投资者也是证券市场的重要参与者之一，是否能够保护中小型投资者免遭控股股东的侵占，对树立投资者的信心和保证资本市场的健康发展，使资源优化配置，都有着重要的影响，同时对国家的经济增长也有积极影响。反之不然，一旦国家对中小型投资者保护力度不够的话，控股股东就会趁机钻空子利用关联放交易实施隧道行为，使得市场效率不高，严重的会产生危机。有很多经验告诉我们进一步研究控股股东的隧道问题，研究如何对中小型股东实施有效的保护，对我国的整个经济发展是有重要意义的。

（4）从监管这个方面来说，进一步研究关联方交易和控股股东隧道行为的问题，并且找到他们之间的规律，这样当上市公司的控股股东发生掏空性的关联交易时，我们相关的监管部门正确做出判断，从而能够对发生掏空行为的上市公司实施严厉的监管，同时加强对控股股东掏空行为的防范，提高管理的作用，从而保证证券市场能健康发展。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国外研究现状

Grossman 和 Hart(1988)[32]对控股股东与中小股东的利益冲突进行了分析，他们研究发现如果控股股东没有持有上市公司的全部股份得情况下，他们就会想尽办法掏空上市公司得资产，以期获得最大收益，这样一来可能就会牺牲中小股东的利益，他们就成为了无辜得牺牲者。

Sheifer 和 Vishny(l997)[33]认为，在一些国家，因为公司得所有者和经营者分离带来的代理问题，会引起控股股东和中小型股东的利益矛盾冲突。

Fuerst 等(1998) [34]在他们的研究中，是以美国资本市场为例，研究发现控股股东的持股比例和公司经营业绩是负相关得，也就是说控股股东对上市公司越掏空，上市公司得经营业绩越差，表明就算在美国这样一个非常发达的资本市场上，也同样存在着控股股东的隧道行为。

Faccio (2000) [35]等研究发现，只要企业存在控制性股东，那么就会有掏空行为的发生。总的来说，掏空行为会使股东和经营者之间的冲突更加严重，并且也使上市公司的市场价值下降。

Pagano(1995) [36]等，研究了控股股东通过什么手段来侵占中小投资者的权益，发现有这些方式，例如对和控股股东有关联的高管人员支付高额薪金，利用上市公司得资产为自己提供担保贷款，或者通过配股筹资得方式达到稀释中小股东的股权得目的，也能利用关联交易将上市公司得资产和利润转移到自己身上，将公司的投资机会窃取或者迫使公司选择一些投资项目，而这些项目有利于控股股东而不利于公司的成长。

Laporta 等(1999) [37]研究发现，在全球 20 多个发达国家里，控股股东在上市公司总占有绝对的控制地位，掌握了公司大部分股权，这样一来上市公司的控股股东和中小型投资者之间有存在严重的利益冲突。经相关资料显示在东亚几个国家和地区里，几乎大部分的大公司都是由控股股东来控制的。由此，控股股东和中小投资者的矛盾问题已成为公司治理中的热门问题。

Johson 等(JLLs)(2000) [38]把上市公司的控股股东损害中小型股东权益的一些不正当和非法的手段称作“隧道行为”，它的含义是控股股东为了追求自身利益利用不为人知的方式将上市公司的资源转移出去的行为。Johson 发现学者将在捷克经历经济转轨时发生的控股股东利用隐蔽方式转移资源的行为，形象地比作隧道行为，这种行为严重损害了中小型投资者的权益，研究发现控股股东的这种隧道行为不仅在发展中国家资本市场上存在，同时就算在像欧美这样资本

市场发达的国家里，这种行为也广泛存在。即使在资本市场监管非常严格、信息披露较完善的情况下，也可能出现部分投资者利用隧道行为来侵占中小型股东权益的行为。当然，在刚新起的市场还不成熟的情况下，这些隧道行为更加严重。

在控股股东的隧道行为实证研究方面， Claessens(2002) [39]等学者分别对东亚和西欧国家公司治理的相关问题进行研究表明，在这些国家企业普遍是以家族控股公司或集团的形式存在的，由于公司的控制权和现金流量权是分离的，控股股东可以从中获取不正当的利益，从而侵害了外部更多的中小投资者的权益。Bertrand 等(2002)研究的是印度市场，他用会计业绩变化作为变量实证分析了控股股东的隧道行为。Bae 等(2002)站在市场反应的角度分析了韩国企业集团内部的并购行为，发现当由集团公司作为某上市公司最大控股股东时实施并购时，公司股价就会下跌，但是控股股东却通过这种并购活动获得了收益，正因为如此控股股东热衷隧道行为。

在研究控股股东实施隧道行为的手段的文献中，La Porta 在 99 年 [40]通过对全球公司所有权结构进行研究，发现在普遍存在控股股东存在的国家里，控股股东所拥有的控制权超过他拥有的现金流量权，是利用发行双重投票权股票、金字塔持股、交叉持股的方式实现的，这样就达到控制上市公司的目的，就能将上市公司得利益转移出去。Johnson 等(2000)认为，一般隧道行为有两种方式：第一，控股股东以追求自身利益为目的，直接通过集团内部得关联交易将上市公司得资产和利润转移出去，这种交易方式有直接的偷盗和欺诈，或者是以较低的价格将上市公司的资产出售给控股股东或其关联公司、向其公司高管人员支付过高的薪酬、提供担保贷款以及影响上市公司的前途等。第二，与第一种方式相反，控股股东不转移上市公司的资源，而是通过发行新股票来稀释中小股东的权利从而损害中小型投资者的权益。Bae 等在 02 年研究韩国集团公司时发现，由集团控制的公司的兼并收购行为只对控股股东有益，但是会降低公司的市场价值，这说明兼并收购只是控股股东实施隧道行为的一种方式。

因为控股股东与中小型股东得代理问题，所以引起了控股股东的隧道行为，其行为必然受一些因素的影响。Faccio 等在 01 年 [41]研究 8 个东亚国家上市公司向股东派息的比例，发现控股股东有绝对控制权的公司会发放较高的股息，相反的是，没有控股股东绝对控制的公司派发的股息不高，派息的高低程度还与控制权和现金流量权的分离有关。Clasessens 等通过以控制权与现金流量权的分离程度来衡量控股股东隧道行为，研究表明增加控股股东现金流量权的比

例可以有效约束隧道行为。

控股的隧道行为在危害中小股东的利益的同时，对整个金融市场的发展也有消极影响。Morck 和 Wurgler 等(2000)对股票价格的信息含量与资本市场效率关系进行了研究发现，控股股东的隧道行为不利于资本市场的资源优化配置的功能的发挥。Johnson 等(2000)证明，控股股东肆无忌惮的隧道行为是导致 1999 年亚洲金融危机的重要原因。Bertrand 等在 02 发现，上市公司的最大持股股东对上市公司有绝对控制权，那么控股就会转移上市公司的资产，这样会不断恶化了控股股东与中小股东之间的冲突，并指出控股股东隧道行为可能降低资本市场的透明度及导致上市公司的财务作假行为。

1.2.2 国内研究现状

国内的相关学者在 Johson 等 2000 年提出了“隧道行为”这个概念后，才开始认识和重视这个现象，由于引入概念的时间不长所以国内相关的实证研究还不多，综述如下：

国内学者研究了我国上市公司控股股东隧道行为的存在性和利用的方式。苏启林等在 03 年 [3]发现，我国国有控股股东和国外相似，都是利用分离所有权和现金流量权的手段来损害中小型投资者的权益。贺建刚等[4]在他们研究发现外部对我国控股股东的隧道行为的监管力度不强，甚至缺少监管，法律风险低，同时监管部门倾向于保护国有控股股东的利益。在这种情况下，控股股东通过各种非法方式对上市公司进行隧道行为就是理所当然的事。余明桂和夏新平(2003) [5]发现，我国控股股东通过盈余管理获取由于控制权带来得私人收益。贺建刚(2004)从市场反应的角度对 1998 年至 2001 年我国 A 股市场上市公司的重大资产收购关联交易行为的财富效应进行了实证检验，结果表明，控股股东确实存在通过非公允加个向上市公司出售资产的隧道行为。余明桂等在 04 年 [6]对 1999 年到 2000 年我国发生的关联交易进行实证研究，发现由控股股东控制的公司，发生关联方交易的频率比无控股股东的公司高，由控股股东担任高管的公司，也有一样的现象，控股股东通过关联方交易将公司的资源转移出去、从而损害中小型投资者的权益。

因为我国证券市场的特殊性，发展还未成熟。很多学者分别对上市公司控股股东的隧道行为进行了实证研究，例如对影响我国上市公司控股股东的隧道行为的因素的实证研究。刘峰等在 04 年站在隧道行为的角度研究了我国上市公

司的分派股利都是利用高额的现金的形式，并且对研究样本进行了抽样发现，控股股东的持股比例与高派现现象是成正比的、并且是通过关联交易的方式实现隧道行为的；持股比例低的股东容易通过转让股权、提供担保和占用资金等手段来实施掏空行为。王力军(2006)[7]通过对我国民营上市公司的研究中，发现民营上市公司的控股结构是呈金字塔型的，这样不利于公司的价值增长，绝对控股股东是通过关联方为其提供资产担保，通过关联方资金占用和上司公司与关联方的商品交易来损害中小型投资者的权益。李增泉等在04年[8]的研究中发现，上市公司的股权结构会影响控股股东的资金占用行为，控股股东占用的上市公司资金与最大控股股东持股比例是先增大后减少的，但与其他股东的持股比例则是明显成反比的。王俊秋(2006)[9]也得到了与上面学者一样的结论，并发现由国有企业控股的上市公司更倾向占用上市公司的资金。陈洪涛等在05年的实证研究发现，我国上市公司的绝对控股股东所拥有的股份和他们得到的股利是先减小后增大的，但是第二大股东拥有的股份和现金股利成反比。唐清泉等[10]在06年研究发现，大部分上市公司都有控股股东的隧道行为，如果控股股东是集团公司的话，这个问题就更加严重了。同时发现，第二大股东的存在可以约束最大控股股东隧道行为，当机构投资者作为上市公司的第二大股东时，他们也会同最大控股股东一样，掏空上市公司的资产。第三大股东的存在也对隧道行为有显著的约束作用，所以更能代表中小股东的权益。

综上所述，国内学者的相关研究集中在对我国上市公司控股股东的存在性、实施隧道行为的方式和根源等间接的研究。虽然目前国内学者对隧道行为的影响因素也有所研究，但是基本都没有直接去衡量，很少有人对绝对控制股东的性质和隧道行为产生的影响进行研究。

1.3 研究内容及创新点

1.3.1 研究内容

本文的研究目的是分析我国上市公司控股股东进行隧道行为所使用的方式、产生的原因以及产生的危害，在得到结论的基础上提出解决意见。本文在借鉴国内外学者研究成果的基础上，结合我国的实际经济形势，运用规范与实证相结合、定性分析和定量分析相结合的方法，得到我们要分析的结论，并且建立计量模型对控股股东的隧道行为进行实证分析，得到控股股东隧道行为程

度的理论衡量方式并加以计量；此外本来还分别从上市公司的资金占用、关联交易、现金股利和高管收入四个不同角度来度量并检验我们上市公司的股权结构、公司内外部治理以及股东性质等对控股股东隧道行为的影响，最后对如何制约控股股东的隧道行为进行了研究，.提出意见。论文整体是分一下章节展开的。

第一章为引言，首先介绍论文的选题意义及背景，其次是国内外研究现状，介绍了国内外学者在此领域的研究状况，最后介绍了本文的研究内容及创新点。

第二章是关联交易及控股股东隧道行为的理论综述。首先对关联交易进行理论分析，然后明确控股股东的含义及隧道行为的界定，总结分析我国上市公司控股股东隧道行为的方式、成因及危害。

第三章是我国上市公司关联交易的现状与制度背景分析

第四章是本文的实证部分，首先提出相关研究假设，对数据来源与样本选取进行说明，分别从关联交易的价值效应检验、控股股东隧道行为影响因素回归分析等几个方面进行实证分析，得出实证结果并给出可能的解释和说明。

第五章是本论文的结论部分，对全文的研究工作进行总结与展望。

第 2 章　关联交易与控股股东隧道行为的理论分析

2.1 关联交易的理论综述

2.1.1 关联方和关联方交易的定义

首先我们要了解到底什么是关联方和关联方交易，只有了解了它们的定义才能明确控股股东和上市公司之间发生的交易是不是掏空行为，我们根据 2006 年最新颁布的《企业会计准则》中的规定，对关联方和关联交易下个定义。关联方是指由一方控制或两方共同控制第三方或对第三方产生重大影响，以及两方或两方以上同受一方控制、共同控制或产生重大影响的，这些都属于关联方。在这之中，控制指的是对一个公司的经营决策有参与制定的权利，正因为有这样的权利控制方能够从被控制方获得利益；共同控制指的是按合同制定对某事项所拥有的共同控制权利，但只在当跟该事项相关的财务和经营决策需要共同控制的双方达成共识时才成立；重大影响指的是虽然对该企业没有控制或共同控制的权利，但是对这个公司的经营决策仍然有发言权。依据相关规定，构成公司的关联方如下：

（1）此公司的母公司。

（2）此公司的子公司。

（3）与该公司同一控制下的其他公司。

（4）对该公司实施共同控制的投资方。

（5）对该公司有重大影响的投资方。

（6）该公司的合营企业。

（7）该公司的联营企业。

（8）该公司的主要个人投资者以及和该投资者有关的亲属。这里说的主要个人投资者指的是能够控制或共同控制一个公司或者对该公司有重大影响的个人投资者。

（9）该公司或其母公司的重要高管及控股股东高管的亲属。重要高管，是指有管理公司日常经营活动的人员。控股股东或高管的亲属，是指会对控股股东或高管的决策构成影响的亲属。

关联方交易指的是，关联方之间发生转移资产、劳务或义务的行为，不管

有没有收取价款或价款是否公允。跟据企业会计准则对关联方的定义有这样几个标准：

（1）根据关联方的概念，关联方交易指的是在存在关联关系的公司之间或存在关联关系的公司和个人发生的交易活动。

（2）关联方交易的主要特点是资源的转移，与此同时与资源相关的报酬也跟着转移了。

（3）关联交易是否具有公允性，就需要了解他们在交易资源是的定价原则。会计上称为计量问题、公允的交易时指交易价格是经交易双方协商并达成一致的价格，如果是关联方交易，定价很可能只对一方有利但对另一方有害，但迫于压力成交了。

2.1.2 关联方交易的种类

根据2006年最新颁布的《企业会计准则》中的相关规定，本文对关联方交易的种类列举如下：

（1）关联方之间发生的购销商品的行为。这种事项在关联方之间常常发生的。比如，同属一个母公司控制下的子公司之间发生的这种购销行为就属于关联方交易。

（2）关联方之间发生的除商品之外的其他购销行为。这是关联方交易的一种主要类型。比如，母公司将其拥有的固定资产销售给其子公司，不论是不是以公允的价格这都属于关联方交易。

（3）关联方之间提供或接受劳务。这个也是关联方交易的一种主要类型之一。比如，两个同属于一个母公司控制下的子公司，而其中的一个公司专门为另一家公司提供运输服务。

（4）关联方之间相互提供资产担保。比如在一家企业为其具有关联关系的企业提供贷款担保。

（5）关联方之间互相提供资金。这里所说的资金不光是货币资金还有实物资产。比如，一家公司从其关联方获得资金贷款，或是所有者权益的变动等。

（6）关联方之间的租赁。关联方之间的租赁事项是时常发生的。租赁主要包括为满足经营需求发生的经营租赁和为满足融资需求发生的融资租赁。

（7）关联方之间的代理行为。代理主要是根据有关的合同中的约定，一家企业可以为其关联企业代理相关事务，例如A公司为B公司代销商品，而A公

司和B公司是关联企业。

（8）关联方之间的研究和开发项目转移。比如两个关联企业，其中一企业将其研究和开发的项目转交给另一家关联企业，那么这家企业就能通过这种关联交易获得利益。

（9）关联方之间许可协议。如果两个关联企业就某项事宜达成协议，比如允许一个企业能够使用另一个企业的专利权等，这样的行为属于关联方交易。

（10）关联企业的代表和与其有关联关系的企业之间的债务结算。比如，总公司为其分公司支付销售费用，或者为分公司偿还过期的长期债务等。

（11）支付给主要高管人员薪酬。企业给其主要的高管人员支付高额报酬，这也是一种主要的关联方交易。

上面所讲到的这些关联方交易的类型不能代表全部，在判断一项交易是不是关联交易的时候，应该遵循实质重于形式的原则，同时要综合考虑各种因素来加以判断。

2.2 控股股东的含义及隧道行为的界定

2.2.1 控股股东的含义

控股股东全称为控制性股东，指的是拥有公司控制权达到一定比例，能够对股东大会和董事会产生重大影响，并且可以控制公司的其他股东。从定义上控股股东有广义和狭义的区别，狭义的控股股东指的就是持有公司股份最多的股东，而广义的控股股东则包括狭义的控股股东，还包括上市公司的间接控制人，也就是虽然持股比例不是最大但对上市公司有实际控制权。而本文中的控股股东指的是广义的控股股东。

2.2.2 控股股东隧道行为的定义

由于控股股东对上市公司有绝对控制权，所以基本能控制上市公司的董事会和监事会，如果外部对控股股东没有有效的监管的话，他们就在整个公司具有独一无二的权利，因此侵占中小型投资者权益的现象很严重。从低层次来说，控股股东是想利用上市来公司增加筹集资金的来源，但是他们的真实的目的却是利用他们拥有的控制权以牺牲中小型投资者的权益为代价来获取自身的私利。只要控股股东拥有了公司的控制权，他们就会利用各种不论是合法还是非

法的手段掏空上市公司的资源，这样就损害了上市公司和中小型投资者的权益。而控股股东通过这种方式获得的私利只要大于付出的成本的话，他们就有掏空上市公司资产的动机了，但是这种行为造成的后果却由全体股东来平坦，这样是不公平的，控股股东将广大中小股东的利益转移给自己，但风险却由大家共担。

因此通过关联交易的这个链条像隧道一样，它不断地把属于全部所有者资产转移给了控股股东，公司治理的相关文献把这种资源转移的行为称为隧道行为，由它产生的效应称为隧道效应。因为股权过度集中的这种股权结构带来的公司控股股东与中小型投资者股东之间的代理问题，控股股东为了追求自身的利益通过隧道行为去掏空上市公司的利益，严重的视中小型投资者的权益不顾。

2.3 隧道行为产生的机理、危害及实现方式

2.3.1 导致控股股东隧道行为的原因

因为上市公司流通在外的股份十分分散，那么作为上市公司的中小型投资者来说想监管上市公司的运作就要付出代价，而这种代价是无法通过获得公司利益来弥补的，因此中小型投资者没有必要对其进行监管，所以没有外部投资者的监管那么上市公司的高管更无所顾忌的侵占公司的资源了。这时控股股东的存在，解决了高管无人监督的问题，那么中小股东也就依赖控股股东对上市公司的监管了。可是这样也不代表万无一失，又有了另外一个问题，就是控股股东对上市公司实施隧道行为，同时也会损害中小型股东的权益。

现代公司治理理论告诉我们，因为公司的控制权和现金流权的分开才导致了控股股东实施隧道行为。在公平的情况下应该是股东拥有的控制权和其拥有的现金流量权是相等的，但实际情况则不然控制权往往比现金流权大，因为控制权和现金流权的不等，所以上市公司的所有者占有公司的股份在 50%以上时就能行使对上市公司绝对的控制权。但是控股股东要行使这样的控制权必需付出代价的，那么在对上市公司有控制权之前，控股股东要认购或收购该公司的股票，这个需要付出资金；而当控股股东拥有了上市公司的控制权后还要付出相应的交易成本；最后在公司经营过程中还要对公司的高管人员进行监督这也要花费资金，一旦公司出现财务危机时控股股东还要支持上市公司为了日后更好的对其进行掏空，这个也要付出资金，同时还要维护公司的社会形象付出的

成本，比如保护环境和捐款等等，当然还存在一些恶意收购现象，那么控股股东也要付出费用。这样看来控股股东在公司经营过程中要付出比中小型投资者更多的成本，控股如果也只上市公司靠年底分红来获得回报的话，明显是收不抵支的，那么控股股东就没有了继续控制的动力了，但事实上在我国的资本市场上却发生着控股股东竞争收购上市公司从而能对其控制的事件，如果控股股东不能从中获得高额至少大于他付出的成本的回报的话，控股股东是没有必要这样做的，但为什么他们都愿意这样做，原因很简单他们除了获得分红之外，肯定还有别的方式来获得收益，这就是为什么控股股东会实施隧道行为了。

2.3.2 控股股东隧道行为产生的危害

控股股东的隧道行为的存在首先对中小型投资者不利，再者也不利于我们证券市场的健康发展，这种行为的存在会导致我国证券市场缺少诚信，让投资者失去信心，总所周知证券市场有两大基本作用，一是实现资源的优化配置，二是帮助企业筹资，但现在证券市场似乎更强调筹资功能。总的来说，我国上市公司控股股东实施隧道行为的危害如下：

（1）损害中小股东权益，动摇投资者信心

控股股东实施的隧道行为最直接的影响就是损害了上市公司外部中小型投资者的权益。控股股东从中获得的收益是由其自身独享的，但为此付出的代价却是由全部股东共同分摊的，这样的行为明显对中小型股东是有失公平的。那么控股股东的这种行为地会影响投资者的投资信心，一旦出现众多投资者都对市场失去信心的话，股市就会开始低迷，投资资金就会相继退出股市，导致股市的动荡，事实证明 2001 年到 2004 年期间，我国股市的持续走低就和投资者的缺乏信心有很大的联系。

（2）使上市公司盈利能力下降，甚至导致危机

控股股东的隧道行为，会使上市公司的盈利能力下降，严重的还可能导致上市公司出现财务危机，甚至还可能出现被迫退市的情况。根据我国上市公司 06 年的年度会计报表，其中亏损的上市公司有 179 家，比 05 年和 04 年的数量都要大。控股股东的隧道行为在这之中起了很大作用。

（3）上市公司资产质量下降

控股股东通过隧道行为将上市公司的优质资产转移给对控股股东有利的关联方公司中去了，那么必然会导致上市公司的资产质量下降。这样会形成一个

恶性循环，即使投资者不断的投入新的股本，但控股股东还是不断的对其进行掏空，这样一来公司的资产质量还是会呈下降趋势。

（4）投机行为是市场的资源优化配置功能失灵

投机行为具有两面性，对投资者来说，正因为隧道行为的存在，使很多投资者不得不短期持有上市公司的股票以期获得差价收益，这样会使市场投机行为更加严重，影响市场的资源优化配置的功能。如果隧道行为持续发生又没有有效的监管措施的话，会使部分投资者将资金撤出股票市场，只有少部分会继续参与市场投资，但是由于控股股东的隧道行为的存在使投资者无法从长期持有中获得收益，必然就会改做短线的投机。站在控股股东一方来说，因为控股股东对利益占有的动机，而现实又为这种动机提供了实现的可能性，所以导致了控股股东实施隧道行为，而且由于付出的代价小于获得的收益所以更加激励了这种行为的发生。控股股东的行为会影响其他股东，会让大家纷纷效仿。大家的这种短期的不以长期持有为目的的投资，会影响证券市场的健康发展，从而使证券市场无法实现资源的优化配置。

2.3.3 控股股东隧道行为的实现方式

控股股东因为其对上市公司有绝对控制权，所以他能对其进行掏空，但这种行为总要通过一些手段才能实现，总的来说控股股东的目的就是获得最大收益。控股股东利用的手段有很多，主要有两种：一种是，控股股东直接利用关联方交易将上市公司的资源运输出去，主要有偷盗和舞弊行为，以非公允的价值向控股股东或管理方出售上市公司的资产，向高管人员支付高额报酬、为关联方提供担保等等。另一种是，控股股东不将上市公司的资产运输出去，取而代之是利用发行股票来稀释中小股东的权利，或发生关联交易等来损害中小型投资者的权益。当前我国控股股东实施隧道行为利用的手段主要有下面几种：

（1）占用上市公司资金

控股股东占用上市公司的资金由来已久。因为我们公司的治理结构还不完善，所以给了一些控股股东有机可乘的机会，他们利用自己对上市公司的控制权，通过各种方式挪用和占用上市公司资金，有的最终导致上市公司的资产被完全掏空。而控股股东是如何占用上市公司的资金的呢，他们利用的方式有很多，例如无偿占用、拖欠往来账款等。很多上市公司好不容易从资本市场上筹集到的资金都被控股股东轻易占用了，这样的便利让控股股东把上市公司当作

“银行”一样。根据相关数据统计表明，在03到05年期间，在我国金融市场上每年大概有550家左右的上市公司存在资金占用的问题，占用金额达到1999亿元以上。相关案例有，2005年作为控股股东的香港力益公司占用了明星电力的资金高达1.51亿元人民币。同年，科龙公司被控股股东挪用的高达12亿元人民币。

2006年9月1日，我国上交所和深交所就上市公司资金被其控股股东占用的情况发出了公告。公告之后根据相关数据表示，到06年8月31日止，在我国上交所和深交所上市的831家公司才还清了拖欠关联企业的款项，还有69家上市公司尚未还清，拖欠金额高达213亿元人民币，但还有1431家公司还有资金占用问题，余额高达301亿元。综上所述我国控股股东占用上市公司资金的现象广泛且严重。

为了研究分析我国上市公司资金占用的问题，我们用年末上市公司资金占用余额与该年公司总资产的比值代表上市公司资金占用的程度，而上市公司的资金占用主要通过上市公司应收账款、预付账款和其他应收账款三个会计科目来反映，我们对1999—2008年间的样本中上市公司的资金占用情况进行了统计，统计结果见表2-1。从表2-1上看，上市公司资金占用程度大体呈下降趋势。

表2-1　1999-2008年度上市公司资金占用情况统计表（单位：亿元）

年度	平均值	最大值	最小值	标准差	公司数
1999	0.199845	1.721458	0.005251	0.175890	921
2000	0.246598	2.569841	0.001325	0.214589	1102
2001	0.298457	1.892541	0.000012	0.245980	1134
2002	0.213564	0.985214	0.000325	0.112548	1156
2003	0.201458	1.021548	0.002154	0.145987	1271
2004	0.195247	1.023568	0.000602	0.122478	1303
2005	0.1987425	0.925147	0.002032	0.198745	1351
2006	0.184572	1.023658	0.000612	0.146871	1371
2007	0.161014	1.234125	0.000432	0.131256	1441
2008	0.151213	0.987646	0.000643	0.133215	1516

资料来源：根据CSMAR公司研究数据库系统数据整理计算所得

（2）让上市公司为其提供资产担保

控股股东通常凭借其对上市公司的控制权，让上市公司为自己提供资产担保，把上市公司当初自己的“银行”一样，直到上市沦为空壳为止，这样会导致上市公司陷入财务危机。最终也会牵连整个市场面临风险。上市公司为其关联方或控股股东提供的资产担保是不合法，这样会置上市公司于巨大风险之中。如果关联方或控股股东到期无力偿还的话，上市公司也要负责任，这样上市公司也会遭受损失；如果上市公司提供的担保形成了一个链条似的话，那么只要其中一家上市公司面临风险，就会导致处于这个链条中的其他公司也会相继面临困境，最终会导致进整个资本市场面临风险；目前，我国很多上市公司都因为这样的担保时间陷入财务危机，由此发生接二连三的法律诉述，严重阻碍了上市公司的发展，有的甚至导致上市公司退市。相关资料显示，我国上市公司都存在严重的资产担保现象，对外提供担保的数量多，资产额大，其中最为常见到的是为其子公司提供担保。根据上市公司 05 年的会计年报显示，在发行 A 股的上市公司中有对外提供担保的有 811 家，所占比例为 61%；担保资金总计高达 912 亿元人民币，在这之中有 241 家公司有不合理到的担保行为，担保资金总计高达 422 亿元人民币，所占比例为 54%，较 04 年增长了大约 90 亿元人民币。在这些违规资产担保中，有 151 家上市公司是为其控股股东或关联方提供担保的，其中有 112 家上市公司对负债率很高的关联方提供资产担保。相关案例有亚华种业在 04 年为其关联企业嘉瑞新材提供资产担保，为其取得银行 7921 万元人民币的贷款，亚华种业在 05 年又为其另一家关联企业国光瓷业提供资产担保，为其取得银行 12358 万元人民币的贷款。到 06 年 1 月，该上市公司总计对外担保高达 19254 万元人民币，占其 04 年度及资产的 31.25%。由于亚华种业和其关联方之间发生的链条似的资产担保，最终使得其控股公司以破产收场。

为了研究上市公司对外提供担保的情况，我们衡量上市公司对外担保程度的指标是上市公司的年度对外担保总额与总资产的比值，对 1999 至 2008 年期间的的样本公司的担保情况做了统计，结果见表 2-2。从表 2-2 上看，上市公司的对外提供资产担保的程度总的来说是不断上升的，并在 05 年达到最大值。

表 2-2　1999-2008 年度上市公司提供担保情况统计表

年度	平均值	最大值	最小值	标准差	公司数
1999	0.162548	2.125984	0	0.268974	99
2000	0.135874	0.812457	0	0.135470	101
2001	0.145987	1.025681	0	0.000251	211
2002	0.182471	7.021458	0	0.502136	239
2003	0.192547	6.321547	0	0.394571	246
2004	0.215647	5.214569	0	0.471235	281
2005	0.235478	4.25187	0	0.298547	269
2006	0.192475	3.012458	0	0.265178	582
2007	0.183245	2.721540	0	0.213041	621
2008	0.174652	2.782654	0	0.198521	890

资料来源：根据 CSMAR 公司研究数据库系统数据整理计算所得

（3）利用不公平关联交易将上市公司资源运输出去

很多控股股东利用不公平的关联方交易，把上市公司的资源从上市公司运输出去，使用的主要手段有：商品的购销活动、再就是出售公司的资产等。他们通常是低买高卖，总之控股股东都会从中获得收益。存在多个关联方的集团公司会利用种种手段，将自己拥有的资产以非公允的价格出售给被控制的上市公司，而控股股东都是收取现金的。另外当许多控股股东拖欠被控制的上市公司的款项时，通常会将自己拥有的劣质的实物资产转给上市公司用来抵债，金额往往非常大，这样不公允的交易最终受害的还是上市公司。相关案例如下：到 03 年止五粮液集团已向其控制的上市公司收取各种费用高达 95648 万元人民币，此外五粮液收取了使用其商标与标志的费用总计 53215 万元人民币。此外，我国证监会在 04 年年底对海南航空展开专门调查，查出海航在其负债率高达 89.23%期间，还和关联方陕发生了多达 3.9 亿元资金的非法交易。问题是海航在年度会计报表中没有披露此关联关系，也没有此项关联交易。

为了研究非公允关联交易转移上市公司资产的情况，在这里关联交易的程度由上市公司的年度关联交易总额与总资产的比值来衡量，从 1999 到 2008 年间的样本公司的关联交易做了统计，结果见表 2-3。从表 2-3 得知，上市公司的关联程度总的来说是不断上升的，在 05 年达到最大值。

表 2-3　1999-2008 年度上市公司关联交易情况统计表（单位：亿元）

年度	平均值	最大值	最小值	标准差	公司数
1999	0.256870	5.012473	0	0.412580	419
2000	0.195847	12.47851	0	0.603251	422
2001	0.273214	6.021475	0	0.503697	489
2002	0.301247	13.47158	0	0.712546	501
2003	0.295471	6.021473	0	0.491236	492
2004	0.361258	13.21478	0	0.803254	613
2005	0.388792	11.58741	0	0.693147	652
2006	0.302517	18.35874	0	0.592472	990
2007	0.285410	17.32547	0	0.632154	1013
2008	0.275421	19.21547	0	0.621457	1395

资料来源：根据 CSMAR 公司研究数据库系统数据整理计算所得

（4）给股东派高现

目前，我国有很多上市公司有高派现问题，并且大部分都是用现金派息的。高派现能够表明上市公司的盈利能力在增强，也突出了流通股股东和非流通股股东的矛盾，最后高派现成了控股股东实施隧道行为的方式之一。通过派现使控股股东获得的现金，事实上来源于中小型投资者投入的资金，这个其实就是控股股东把在资本市场上从中小型投资者那筹集的资金以这种方式分给了控股股东。从而将上市公司的资金转给了其控股股东。相关案例如下，西宁特钢公布的 03 年的年度会计报表，他每股收益只有 0.18 元，但他的确采用的高派现的分配方案，准备每 10 股派 4.9 元股利，让人觉得不可思议。假设即期的股价为 5 元左右，算出股息率为 10.6%，远远大于同期投资银行存款和国债的利率。进一步研究发现西宁特钢作为该企业最大控股股东原来是国有控股的，根据这个股利的分配方案，大概有 1.9 亿元人民币的资金被西宁特钢集团公司所占有，回报率高达 50%以上，也不存在任何风险而言。但是其他的中小型投资者却获得不了这样的收益，即使可以也要承担巨大的风险。所以，在这样的特殊的股权结构中，公司非流通控股股东成了这种高派现的最终也是最大的获利人。

为了研究上市公司高派现的情况，现金股利的派发程度我们用上市公司的股利支付率代表，从 1999 到 2008 年间的样本上市公司的现金股利派发情况的做了统计，结果见表 2-4。从表 2-4 中得知，上市公司的现金股利支付金额是先

减后增的，并在07年达到最小值。

表2-4 1999-2008年度上市公司现金股利支付情况统计表

年度	平均值	最大值	最小值	标准差	公司数
1999	0.214578	6.021457	0	0.502147	923
2000	0.348521	9.921471	0	0.602154	1049
2001	0.293145	4.697410	0	0.395874	1095
2002	0.312498	3.896140	0	0.395412	1201
2003	0.273685	4.021587	0	0.378546	1301
2004	0.295413	14.24857	0	0.703125	1353
2005	0.302147	5.125478	0	0.412479	1359
2006	0.035789	2.01547	0	0.501247	1411
2007	0.028741	2.356872	0	0.478921	1441
2008	0.321548	2.698742	0	0.563214	1516

资料来源：根据CSMAR公司研究数据库系统数据整理计算所得

（5）通过配股和发行新股来筹资

在研究我国上市公司的筹资方式中发现，大部分上市公司偏好采用发行股票的方式来筹资，不少上市公司经常发行新股或给已有的股东配股，资金虽然筹集到了但对如何利用却不清晰，所以导致使用效率不高，这些现象都受上市公司的控股股东隧道行为的影响。控股股东将其控制的上市公司当成自己的提款机一样，并将由此带来的风险转移给全部股东来共同分担，控股股东的这种筹资方式从本质上来讲就是拿中小型投资者的资金来虚增上市公司的资产，避免面临破产的风险。从而使他们能对上市公司进行掏空。因为我们上市公司的控股股东所持股份有非流通的特点，所以导致他们并不在意股价的升降，他们通常在对外发行股票时采用溢价的方式来得到资金，控股股东通过发行新股的上市，将筹集的资金占用的现象尤其严重，如果筹集的是实物资产的话他们也会想方设法的将其转移出去。陆涛在05年发现，我国上市公司过度筹资的比例高达10.24%，其中筹资的总金额占平均筹资金额的60.14%，过度筹资的总金额高达2.99亿元人民币。由此得知这种问题涉及的范围广，性质恶劣。下面我们以房地产行业为例，这个行业最重要的就是资金，所以筹资问题对他们至关重要，如果股市一路上涨对房地产行业很有利。

相关数据显示自07年起，由于股市表现出牛市，所以大家都频频利用发行股票的手段来筹资。金地集团在此期间也有筹集计划，据统计房地产行业09年通过发行股票筹集的资金总额高达1235.12亿元人民币。可以看出该行业的胃口之大啊。还有很多房地产企业两次筹资的时间间隔很短。去年6月，金地公司通过私募发行的方式出售了金额高达50.32亿元人民币的股票；过了还不到一个月的时间金地又为另一个项目利用公募发行的方式出售了高达34.12亿元的新股，可以看出房地产行业这么频繁的筹集，原因无非是因为金融市场形势大好，正好为上述公司源源不断的注入资金。

为了研究上市公司发行股票来筹资的问题，发行新股的情况我们用上市公司的年度发行总额与其总资产的比值来表示上市公司的配股增发程度，对1999到2008年间的样本公司发行新股的情况做了统计分析，结果见表2-5。从表2-5中得知，上市公司的配股增发程度大体呈下降趋势，在05年达到最大值。

表2-5　1999-2008年度上市公司配股增发情况统计表

年度	平均值	最大值	最小值	标准差	公司数
1999	0.214578	0.492578	0.079518	0.096587	119
2000	0.193247	0.493258	0.032547	0.089625	159
2001	0.201476	0.701254	0.059687	0.092587	139
2002	0.216897	0.412597	0.612598	0.102568	66
2003	0.153214	0.402156	0.049857	0.104785	51
2004	0.096587	0.395874	0.029358	0.095874	41
2005	0.218687	0.395847	0.052147	0.135985	9
2006	0.095784	0.289547	0.063258	0.98571	7
2007	0.117859	0.321541	0.021547	0.082145	65
2008	0.125487	0.289541	0.035698	0.075412	43

资料来源：根据CSMAR公司研究数据库系统数据整理计算所得

（6）通过重组资产对上市公司实施隧道行为

因为我国资本市场有个重要特征是实现资源的优化配置，那么资产重组从本质上也是为了这个目的、剔除劣质资产保留优质资产，从而提高公司的市场竞争能力，也能提高生产效率，本来目的是好的，但还是有一些控股股东利用资产重组来获得一己私利。控股股东通常会将自己的劣质资产以不公允的价格

出售给被控制的上市公司，达到它挪用资金的目的，那么由资产重组获得的利益都归控股股东所占有。在我国资产重组基本都是在关联公司之间进行的，即使前面我们提到关联交易的资产重组有他的优势，但导致的问题也很多，因为上市公司可以打着资产重组的旗号，做些不可见人的勾当，这样的事件大量存在。在上市公司发生资产重组过程中表现出很多问题，比如公司的经营效益不真实、披露信息不全面也不明确、价格不公允的交易大量存在，最终导致外部的中小型投资者的权利得不到有效的保护。相关案例如下，06 年西安省国资委为了让 ST 秦丰公司逃离财务困境，决定将其和另一家公司进行资产重组，而采用的都是不合规定的做法，例如将其进行托管重组，实行了先托管后重组、先接管后审计评估和先注册后清产核资的手段，致使对其没有进行有力的监管。最终的后果是使整个集团公司净资产从正值减少到负值，在短短的时间内，集团公司的总资产减少了 3.9 亿元人民币之多。

因为在实际中关于资产重组我们不好认定，数据也不易选取，所以在下面的分析研究中我们改用资产交易来替代资产重组。

为了研究上市公司资产交易的问题，我们用上市公司的年度资产交易总额与该年度公司总资产的比值来表示上市公司的资产交易程度，对 1999 至 2008 年间的样本公司的资产交易情况做了统计分析，结果见表 2-6。从表 2-6 上得知，上市公司的资产交易总的来说是不断下降的，并在 08 年达到最大值。

表 2-6　1999-2008 年度上市公司资产交易情况统计表

年度	平均值	最大值	最小值	标准差	公司数
1999	0.078214	0.601254	0	0.092514	121
2000	0.052147	0.602158	0	0.114785	78
2001	0.073589	1.025981	0	0.159874	108
2002	0.052147	0.721587	0	0.103698	141
2003	0.063598	3.021482	0	0.301247	116
2004	0.032147	0.412589	0	0.085247	201
2005	0.042159	0.268971	0	0.063211	113
2006	0.053687	0.958741	0	0.147852	246
2007	0.056987	1.025899	0	0.112547	325
2008	0.068574	1.365325	0	0.098521	415

资料来源：根据 CSMAR 公司研究数据库系统数据整理计算所得

（7）高层在职高消费

很多上市公司的高级管理人员或董事会以及监事会的成员都是和控股股东有着千丝万缕的联系的，要么是控股股东本身要么是他们的亲属，因为存在这种关联关系，往往上市公司需要对这些人支付高额的报酬，这和他们对公司的作用是不成比例的。同时他们在职享受高消费，最终这些损失都是由全部外部的中小型投资者来共同承担的。相关案例如下：我国从98年开始上市公司在年底会计报表中披露其高级管理人员的薪酬情况，至今已经过了十余载了，上市公司高层的薪酬一年比一年高，但这些公司却是年年亏损，但他们的高层却依然享受这么高的报酬。比如海正药业，03年该公司向其高层支付了高达8900万元的奖金，数量上等于这一年该公司所有普通员工的工资。从荣正资讯公开的《2004 年中国上市公司高管身价排行榜》可以看出，科龙电器的高层是我们所有上市公司中拿的报酬最高的，为年薪441万元人民币，比03年的411万元高，但通过科龙电器04年的会计报表可以看出他们这年并未盈利反而亏损了。这个事件的发生引起我们高度的重视，亏损却依然获得高额报酬甚至比别的公司都高，这严重说明在我国缺乏对上市公司的治理和监督，这种现象在那些有控股股东存在的企业更加严重。一旦上市公司的高层本身就是其公司的控股股东。那么在追求自身利益最大化的动机的驱使下，总会不断的提高自己的薪酬，而这些报酬远远高于高层为上市公司所做的贡献，那么对公司的其他中小型投资者究是不公平的。大部分上市公司高层的工资都没有直接和他们的业绩挂钩，因此他们无所谓公司治理的好坏依然可以享受这么高额的薪酬，这一不利于上市公司的发展，因此，这样的现象也是导致上市公司被掏空的原因之一。

为了研究上市公司高层在职消费的问题，公司高层的消费程度我们用上市公司的年度董事、监事及高管报酬总额与主营业收入总额的比值来表示，对1999至 2008 年间的样本公司的高管人员在职消费情况进行了统计，统计结果见表2-7。从表上看，上市公司的高层在职消费程度总的来说是不断上升的，并在04年达到最大值，04年后稳步回升。

表 2-7 1999-2008 年度上市公司董事、监事及高管报酬总额情况统计结果

年度	平均值	最大值	最小值	标准差	公司数
1999	0.002145	0.052681	1.31E-05	0.004268	681
2000	0.003214	0.195847	1.51E-05	0.009857	668
2001	0.003581	0.051247	5.16E-06	0.019857	1012
2002	0.039258	0.536987	5.79E-06	0.030258	1169
2003	0.005368	0.802147	6.33E-06	0.049325	1196
2004	0.006017	0.092568	10.15E-06	0.007902	1296
2005	0.004215	0.401258	0	0.009368	1346
2006	0.004259	0.302414	0	0.011254	1381
2007	0.002985	0.289524	0	0.014257	1441
2008	0.003698	0.275895	0	0.013589	1516

资料来源：根据 CSMAR 公司研究数据库系统数据整理计算所得

本章小结

本章对控股股东和其实施的隧道行为都下了明确的定义，并且总结分析了我国上市公司控股股东隧道行为的危害和使用的方式。上市公司控股股东隧道行为的危害主要有损害中小型投资者的利益，动摇投资者的信心；使上市公司盈利能力下降，产生危机；上市公司资产质量下降；使投机现象更加严重，市场资源优化配置功能无效等。我国上市公司控股股东隧道行为的方式主要有占用上市公司的资金、非公允关联交易、向股东派发高额现金股利、发行新股来筹资、资产重组和高管的在职高消费等。

第3章 我国上市公司关联交易的现状及原因分析

3.1 我国上市公司关联交易现状

3.1.1 我国上市公司关联交易的总体情况

我国上市公司关联交易的总体情况见表3-1、表3-2。从表3-1我们得知，2003至2008年我国上市公司的关联交易的金额和交易次数都一年比一年高。03年关联交易总金额高达7452.12亿元人民币，交易次数达13658次。到2008年总金额就到了79368.26亿元人民币，约为03年的11倍，交易次数为29584次，是3年的两倍，从各年份的比较中还能看出，在05年之前关联交易的总金额和发生次数上升的更快，之后就呈稳定上升的势态了。表3-2是对发生关联交易的公司数目的统计。可以得知，数目也是一年比一年大的，从03年的1015家发展到08年1516的家；从比例上看，也是一年比一年大，同时还能看到在04年之前的比例在80%左右，但从04开始涨到90%以上。

表3-1 2003-2008年上市公司关联交易总体情况

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008
交易金额（亿元）	7452.12	17524.32	34258.25	55369.21	63214.35	79368.26
交易次数	13658	21569	22156	25647	26987	29584

资料来源：根据CSMAR公司研究数据库系统数据整理计算所得

表3-2 2003-2008年发生关联交易的公司数目

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008
发生关联交易的上市公司数	1015	1289	1198	1299	1441	1516
上市公司总数	1321	1361	1390	1426	1530	1604
发生关联交易的上市公司数所占比例（%）	78.01	92.88	92.69	92.82	94.18	94.51

资料来源：根据CSMAR公司研究数据库系统数据整理计算所得

3.1.2 关联交易发生类型的分析

我们在这里将上市公司的关联方交易分成以下几类，一、商品购销、二资产购销、三、提供和接受劳务、四、委托代理、五、资金往来、六、提供担保、七、租赁等等一共 17 个种类。表 3-3 和表 3-4 分别描述了我国资本市场上的 17 种关联交易的频数和发生金额的比率。从频数比率我们得知，商品购销、资金购销、提供和接受劳务、提供担保和租赁是发生的较多的关联交易活动，这五种关联交易在 2008 年所占比率就达 60%以上。从纵向比较中我们得知，商品购销的下降速度最快，由 03 年的 50.55%下降到 08 年 33.58%。与之不同的是，提供担保上升速度最快，它由 03 年的 14.04%快速增涨到 04 年的 21.98%，为什么 04 年的比率如此之高能，相关学者分析原因可能是因为国家的宏观调控和央行银行紧缩货币政策，如果到期债务人无法偿还贷款，可能会导致担保方曝光。在我们样本期间的六年里，增长速度最快的是债权债务和高管的薪水的发生频率。下面我们再看一下发生的金额，商品购销、资产和资金的购销、提供担保以及债权债务交易发生的金额最大，商品购销的金额一年比一年低，03 至 04 年的比利低于 9%，但 07 到 08 年又有所上升在 14%以上，这是由于公司的商品购销活动之不过是一项最正常的日常经营活动罢了，公司发生类关联交易只是为了减少交易的费用。但每一年的交易类别占比重变化却无常：03 年交易比重最大的是商品购销，位于第二的是提供担保；04 年商品购销的比重也比较大，有 39.40%之多；在 2007 至 2008 年这段期间提供担保的交易比重最高，有 49.53%之多，商品购销位于第二；2008 年提供担保的比重高达 31.21%位于第一；06 年债权债务交易和合作项目也异军突起，共占总额的 47%。由此得知，上市公司发生的关联交易使用的方式千变万化，控股股东的隧道行为就更加不为人知了。另外，在表 3-3 中劳务和租赁类虽然涉及的金额不高但是的数额还比较高；最后赠与和非货币交易、许可协议、研究开发、高管薪酬等种类，两方面发生额的都不大。

表 3-3 2003-2008 年我国上市公司关联交易分类的交易频数

类别 比例	2003	2004	2005	2006	2007	2008
商品购销	50.55	38.40	38.50	35.52	34.21	33.58
资产购销	2.61	3.69	2.79	2.38	4.21	3.58
劳　务	12.41	14.56	14.52	13.05	16.52	15.21
代理委托	1.58	1.62	1.15	1.16	1.25	1.12
资金购销	7.58	7.61	6.91	6.44	1.25	4.54
提供担保	14.04	20.96	24.10	23.10	25.32	26.21
租　赁	6.74	6.94	6.66	6.43	1.88	0.38
托管经营	0.50	0.33	0.22	0.27	0.21	0.15
赠　与	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
非货币交易	0	0.05	0.06	0.00	0.00	0.00
股权交易	1.53	2.28	1.80	1.83	2.35	2.58
债权债务	0.33	0.73	0.35	5.34	6.21	6.58
合作项目	0.64	0.65	0.42	0.60	0.45	0.58
许可协议	0.05	0.46	0.48	0.32	0.51	0.85
研究开发	0.68	0.32	0.03	0.11	0.10	0.15
高管报酬	0.54	0.98	0.99	2.98	5.21	4.25
其他事项	0.29	0.42	1.03	0.46	0.32	0.24
总　计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：根据 CSMAR 公司研究数据库系统数据整理计算所得

表 3-4 2003-2008 年我国上市公司关联交易分类的交易规模

类别 比例	2003	2004	2005	2006	2007	2008
商品购销	6.15	4.71	27.05	18.62	16.21	15.32
资产交易	0.48	0.80	3.37	5.09	6.05	6.54
劳　务	0.40	1.28	3.06	2.15	2.65	3.12
代理委托	0.23	0.12	0.60	0.73	0.61	0.65
资金购销	4.28	5.06	3.36	7.91	8.21	8.13

续表 3-4 2003-2008 年我国上市公司关联交易分类的交易规模

类别 比例	2003	2004	2005	2006	2007	2008
提供担保	88.09	87.13	59.92	9.52	6.61	8.03
租　　赁	0.14	0.09	0.51	0.42	0.60	0.30
托管经营	0.00	0.00	0.01	0.05	0.05	0.05
赠　　与	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
非货币交易	0.00	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
股权交易	0.09	0.71	1.19	0.91	1.21	1.32
债权债务	0.03	0.01	0.05	21.99	30.21	29.21
合作项目	0.07	0.07	0.20	24.36	21.35	22.13
许可协议	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
研究开发	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
高管报酬	0.00	0.00	0.02	0.01	0.02	0.03
其他事项	0.03	0.01	0.62	8.25	6.21	5.16
总　　计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：根据 CSMAR 公司研究数据库系统数据整理计算所得

3.1.3 不同行业发生的关联交易分析

在此我们将我国的行业分成以下几个种类，有农业、采掘业、制造业、电力煤气和水的生产和供应业、建筑业、交通运输业、信息技术业、批发与零售业、金融保险业、房地产业、社会服务业、传播与文化产业及综合类等 13 个行业类别，因为金融行业的特殊性我们不予考虑，所以只对其他 12 个行业来研究。表 3-5 和表 3-6 分别记录了 03 年至 08 年各行业存在关联交易的公司数和交易规模的比率，我们由表得知制造业的关联交易发生较为频繁，每年涉及的公司数都比较多比例在 59%左右，原因可能是因为制造业中的公司最多，而且他是所有行业中业务最为复杂的，那么发生关联交易的可能性也就越大。其次批发和零售业、信息技术业和交通运输业中存在关联交易的现象也比较多，比率都大于 4%。再看各行业的交易规模，制造业的比重也是最大的，其他行业所占的比重都相对小些。

表 3-5 2003-2008 年我国上市公司关联交易行业分布的公司数目比例

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
农林牧渔	2.19	2.42	2.27	2.40	2.46	2.21
采掘	1.69	1.88	1.88	1.88	1.78	1.79
制造	59.86	58.25	58.67	58.38	59.32	60.57
电煤气水	4.38	4.46	4.69	4.51	4.21	4.56
建筑	1.89	1.80	1.72	2.10	1.65	1.84
交通运输	3.88	4.22	4.22	4.36	4.12	3.98
信息技术	6.27	6.02	6.17	6.46	6.05	6.14
批发零售	5.28	5.55	5.31	4.96	4.82	4.86
金融保险	0.30	0.63	0.55	0.83	0.91	0.94
房地产	3.88	3.91	3.67	3.68	3.54	3.41
社会服务	2.49	2.58	2.73	2.63	2.66	2.71
传播文化	0.60	0.63	0.55	0.53	0.52	0.51
综合	7.27	7.66	7.58	7.29	7.90	6.48
总计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：根据 CSMAR 公司研究数据库系统数据整理计算所得

表 3-6 2003-2008 年我国上市公司关联交易行业分布的交易规模比例

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
农林牧渔	0.05	0.09	0.37	0.28	0.25	0.24
采掘	0.70	2.27	6.21	5.29	4.84	4.72
制造	96.63	83.23	77.20	70.51	69.56	68.45
电煤气水	0.76	5.07	2.64	1.75	2.21	2.36
建筑	0.10	0.09	0.34	0.34	0.36	0.25
交通运输	0.28	0.42	2.71	4.49	4.05	4.36
信息技术	0.43	8.16	2.13	1.29	2.25	2.36
批发零售	0.33	0.18	1.50	0.88	1.26	1.64
金融保险	0.02	0.07	0.40	13.04	10.25	9.68
房地产	0.24	0.12	1.67	0.71	1.28	1.34
社会服务	0.11	0.07	0.51	0.44	0.66	0.58
传播文化	0.02	0.02	0.06	0.09	0.08	0.09
综合	0.33	0.20	4.26	0.90	2.95	1.57
总计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：根据 CSMAR 公司研究数据库系统数据整理计算所得

3.2 控股股东利用关联交易进行隧道行为的内部原因分析

3.2.1 内部原因分析

（1）我国上市公司的股权结构特征

我国目前的很多上市公司在未改革以前都是国有的企业，由于这种特殊性导致我国上市公司很多都存在国有控股股东，那么这些上市公司都是以公募发行股票的方式向广大投资者筹资的。但这些公司往往经营业绩不佳，负债率也比较高，为了满足证监会关于上市的条件，大部分国有企业都是利用剔除劣质资产包装优质的资产的方式顺利完成上市的。当然最终集团公司是最大控股股东。即使成功上市，但上市公司还是不能完全脱离控股公司，和其母公司之间在很多方面都有千丝万缕的联系，并且多母公司有强烈的依赖性。那么控股股东就能利用这一点对上市公司实施隧道行为。此外，由于为了成功上市都是将优质的资产包装起来的，但那些不能盈利的资产都还是母公司所控制和拥有。上市的目的就是为了通过股票市场筹集更多资金。由此可知控股股东帮助公司上市就是为了日后好对上市公司的资源实施掏空做准备的尤其重要的是，由于我国上市公司股权存在缺陷，也就给了控股股东有机可趁的机会。接下来我们就从这样几个方面来分析上市公司的股权结构的特征：

①国有股所占比例过大

我们从表 3-7 得知，上市公司的股份分流通和未流通，其中未流通股份以国家控股所持有的股份为主，03 年占了发行总股本的 60.15%，但 2007 年和 2008 年有所降低，别的都在不断上涨，截止 06 年底上涨到 61.57%。如果国有控股的比率很大的话，在一定程度上对上市公司的诸多事项有不利的影响，比如政策和发展目的。另外，股权结构中国有股和公司股的非流通股占绝大多数，上市公司中未流通股份的比率高达 61%，反之流通股比率就不高了，A 股流通股所占比率有 22.01%左右。可以看出两者的差距很大，同时持有上市公司流通股的人员比较分散而且多数是个人投资者，所以监管力度不够。再加上个人投资者参与证券市场的主要目的是低买高卖赚取差价，带有很强的投机色彩，最终会使控股股东的隧道行为无人过问，还会导致影响证券市场的健康发展。

表 3-7 2003-2008 上市公司股本结构情况

股份名称	2003	2004	2005	2006	2007	2008
一、未流通股份						
1. 发起人股份	60.15	59.39	57.41	61.57	53.22	53.69
其中：						
国家持股	46.11	43.46	40.61	52.45	50.68	50.69
境内法人持股	12.4	14.53	15	6.52	1.62	2
外资法人持股	0.77	0.98	1.01	0.97	0.86	0.54
其他发起人股	0.07	0.42	0.79	0.62	0.06	0.46
2. 募集法人股	4.91	4.32	4.27	0.7	5.09	6.30
3. 内部职工股	0.12	0.09	0.06	0.04	1.12	1.31
4. 机构配售	0.22	0.08	0.01	1.28	2.11	2.19
5. 其他	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
未流通股份合计	64.62	63.88	61.75	62.59	61.54	63.49
二、及流通股份						
1. A 股流通股	27.17	28.27	30.25	21.81	26.54	25.31
2. B 股流通股	2.25	2.23	2.37	1.28	2.58	2.16
3. 境外上市外资股	5.97	5.62	5.63	14.32	9.34	9.04
4. 其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
及流通股份合计	35.38	36.12	38.25	37.41	38.46	36.51
三、股份总数	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：根据 CSMAR 公司研究数据库系统数据整理计算所得

②控股股东大量存在

到 2008 年为止，上市公司的最大控股股东的平均拥有股份高达 35.98%，已经达到控股的要求，最大持股比率甚至高达 81.99%。第二大股东平均拥有股份有 8.18%左右，第三大股东平均拥有股份不到 3.64%。因为股东在公司的表决权是由他们所持股份的比例决定的，所以无疑最大控股股东处于绝对控制地位，其他股东基本没有发挥作用，所以方便了控股股东对公司进行掏空行为，从而导致其他中小投资者的利益得不到保证。

表 3-8 前三大股东持股比例的描述统计

	第一大股东	第二大股东	第三大股东
最大值	81.99	43.58	21.03
最小值	5.98	0.11	0.1
均值	35.98	8.18	3.64
中位数	34.04	7.15	2.69
标准差	14.98	8.12	4.12

资料来源：根据 CSMAR 公司研究数据库系统数据整理计算所得

表 3-9 第一大股东持股比例的描述统计

持股比例	样本数	占总样本比例	累计比例
50%以上	200	21.8	21.8
40%-50%	157	17.1	38.8
30%-40%	171	18.6	57.5
20%-30%	274	29.8	87.3
10%-20%	108	11.8	99
10%以下	9	1	100
总计	919	100	

资料来源：根据 CSMAR 公司研究数据库系统数据整理计算所得

我国国家控股现象很多而且都占绝对控制地位，所以导致国有控股股东对管理者的管理有强制性，这些股东的经营理念与利益取向都影响着上市公司的经营活动，国有控股股东过多的对公司管理层进行干预，干扰公司经营的目标，使企业的良性自主运行机制无法实现。而且国有股具有无法在二级市场上流通的特点，一方面使得国有股股东无法在二级市场上进行股票交易获得利益，导致他们取得收益的方式受到限制，另一方面即使控股股东对公司进行掏空使得上市公司的股价下跌，因为他们的特殊性也不会使他们失去控制的权力。控股股东在不断追求自身利益的情况下，自然而然就会对上市公司进行掏空，而且因为控股股东的绝对控制地位不会因为他们的隧道行为而受到影响，所以他们

就肆无忌惮的通过关联交易来转移上市公司的资产。另外，在二级市场上的流通股比较少，所以无法形成强有力的监管，所以控股股东完全能够通过各种隧道行为将上市公司所募集的资金和经营的利润据为己有，最终只能导致上市公司变成空壳而已。

（2）公司治理结构

在现代企业制度中，关于上市公司的治理结构的规定，应该是同时设立股东大会、董事会和监事会，并且这三者的权利是相互独立并且能互相制约的，但这种框架在我国的实际运用中还是有很多的不足。第一，股东大会不能表现全体股东的利益。在我国《公司法》中有明确规定，股东大会是公司的最高权利机构。但是在实际运用中股东大会并没有发挥它真正的作用，而是由董事会取代了其最高权利机构的实际地位和法律地位。并且经常由董事会来决定是否召开股东大会，那么股东大会的地位实际上名存实亡，董事会已经将自己的权利凌驾于股东大会之上，并且还影响着股东大会的决策。这样一来严重违背了股东大会和董事会两权分立的规定。与此同时，因为国有股具有非流通的特征，并且是以国有股为主的，这种特殊的股权结构导致股东大会的表决经常倒向控股股东这边，中小型股东基本没有行使自身的权利，那么这样一来股东大会的决策也就是控股股东的决策，其没有发挥应有的职能。

第二，在组成董事会的成员中，大部分都是内部董事，并且这些内部董事通常是受控于控股股东的。因为国有股占有绝对优势地位，所以导致董事会基本是由未改制以前的企业的管理人员组成，所以这些成员不受来自改制后的上市公司的股东的压力，因此形成了自我管理和监控的模式，并且还有国家行政的干预。当然在董事会的成员中还有独立董事，这些独立董事的存在是为了代表中小股东的利益的，但他们的存在往往也难以发挥其真正的作用。2001 年 8 月，证监会要求我们上市公司全面引入独立董事制度。然而控股股东凭借自己的绝对控制地位，排斥独立董事或推荐更容易倾向控股股东的独立董事，这样一来独立董事并不独立，他的决策和对上市公司的监控要受控股股东的影响，有时他们干脆不发表任何意见，纯当摆设。

最后，我们来讨论一下监事会，事实上他们也没有发挥应有的职责，第一，因为控股股东的对上市公司有绝对控制权利，所以股东大会也就成为其控制公司的手段，而公司的监事是由股东大会选出来的，所以监事是代表控股股东的利益的，这样监事就无法独立行使其对上市公司的监察权。第二，《公司法》规定监事会可以对上市公司的董事和高管人员进行监管，当上市公司的董事和高

管有违规行为时，监事会可以要求他们改正，虽然《公司法》有规定，但这些规定没有强制性，所以在实际中无法运作。上市公司董事和高管完全不用理会监事会的监管，这样一来监事会的职能就没有得到真正的发挥。

综上所述，正因为公司这种治理结构的不合理性，使得上市公司拥有权力的机关股东大会、董事会及监事会被控股股东架空，也就是说这三者没有发挥他们真正的作用，不具有独立性而是被控股股东控制，那么不管上市公司作出什么决策都是维护控股股东的利益的，这样控股股东就能对上市公司实施隧道行为。

（3）没有正确的企业价值观念

在证券市场尚未成熟，而市场的诚信机制也没有完全建立起来的时候，企业几乎没有自我约束能力。但在证券市场成熟时，完善的诚信机制能在一定程度上制约控股股东的隧道行为，众所周知上市公司的信誉越好，其市场价值越大，但是如果上市公司诚信缺失的话，社会公众舆论会对其进行谴责，并且上市公司如果想在资本市场上筹资的话，还要付出更高的失信成本。结合我国证券市场的情况，目前还处于不成熟阶段，没有建立起良好的信誉机制，投资者多数是以投机的目的参与市场交易，所以控股股东的行为常常是一次性博弈，为了追求一时的利益往往用尽一切手段来掏空公司资源，从不考虑这样的隧道行为会影响公司的发展前景，更加不会为获得信誉带来的长久利益而拒绝现时利益的诱惑。同时，由于失信者的失信成本较低，社会公众的舆论谴责没有作用，控股股东对上市公司的信誉完全不在乎，对公司的诚信建设问题也没有过多的关心。企业没有树立正确的、可持续发展的价值观念，所以也不会对可能造成企业市场价值下降的控股股东的隧道行为多加遏制。

3.3 控股股东利用关联交易进行隧道行为的外部原因分析

3.3.1 信息披露制度的不完善

为了预防控股股东的隧道行为，保护中小型股东的权益，我们应该正确贯彻实施有效的信息披露制度。但是控股股东在公司治理中架空股东大会、监事会和董事会，具有对上市公司的绝对控制权，因此控股股东可以剥夺中小股东对上市公司发生的重大事务以及财务会计资料等信息的知情权，造成了信息的严重不对称，有时甚至还向中小型股东提供伪造和虚假的相关信息。目前，关联方交易的有关信息披露问题最为突出。即使我国在制定相关法律法规是也对其

提出了一些规范，但是由于制度本身还具有缺陷，所以给上市公司提供了可以规避的空间。

当前，我国相关法规对上市公司关联交易的信息披露问题的规定的还不够详细和严格，如果上市公司出现了违规现象，也缺乏相应的惩罚措施，那么中小型投资的利益就得不到保证，如果上市公司发生关联交易，我们只要求其披露关联交易的双方、关联交易的内容、数量、价格、金额及该交易对公司的影响，对于关联交易的定价基础没有要求披露，恰好这又是最重要的一部分，这样就给非公允关联交易有机可乘的机会。

3.3.2 市场约束机制的不完善

首先，对资本市场的作用认识不对。资本市场两大基本作用分别是：一是筹资，二是优化资源配置，使资金从效益低的部门流向效益高的部门。优化资源配置本来是作为资本市场最主要的作用。然而由我国资本市场实际状况得知，公司高层往往更重视资本市场的筹资作用，将资本市场当成上市公司的提款机一样，而往往忽略了资源优化配置的功能。控股股东最希望是利用上市公司在资本市场上筹资，因为这种筹资较别的非上市公司更方便，他们将筹集到的资金来解决自身的财务问题，但是对怎么经营公司和怎样让上市公司市场价值上升的问题，他们是没有兴趣的。

其次，缺乏有效的监管惩戒制度。近年来上市公司与关联方之间的关联交易发生的金额正快速增涨，但是监督部门并没有加强相应的监督手段和监督力度，监督力度的不够和法律的缺位导致控股股东实施隧道行为的付出的代价很低，所以控股股东的隧道行为时常发生。比如我国《证券法》对不法关联交易和信息披露问题的处理方法有行政警告和罚款等；如果严重到触犯刑法的话，要承担刑事责任。相关资料现在在我国对此类问题处罚多半较轻，要么交易所只会对其公开谴责严重一点的就是证监会行政处罚。但在发达国家处罚就更严重一些，监管机构对上市公司控股股东的不法关联交易给予民事处罚，利益受到侵占的中小股东可以通过法律来维护自身的利益，并得到应有的赔偿。这样可知其实我对上市公司非公允的关联交易处理的程度太轻，从而为控股股东无所畏惧的继续实施隧道行为。

再次，缺乏有效的外部接管市场。因为国有股权具有非流通性的特殊性，所以控股股东往往处于绝对控制地位，公司的相关部门也是被控股股东操纵的，外部接管市场也无法影响上市公司的运作，国有股东对上市公司的有绝对控制地位，所以也导致了隧道行为的发生。

3.3.3 缺乏有效的法律保障

我们资本市场经历了十多年的坎坷发展，为了对资本市场的实施有效的监管，我国已经渐渐建立了相对完整的法律体系。但是和一些发达国家想对比而言，两者之间存在的差距还是很大的。针对控股股东通过关联交易的手段损害中小型投资者权益的问题，仍然有下列法律层面上的问题：

①缺少监管法律

尽管关联交易是一把双刃剑，有利也有弊，但从很多证券舞弊的案件中可以看出，关联交易在其中发挥了重要作用。如果要想有效约束上市公司通过关联交易来操纵公司的经营活动和损害中小股东的利益，就必须严格制定和实施相关的监管法律和法规制度。当前我国监管上市公司的法律规范主要有财政部颁布的会计准则和证监会颁布的规章还有上交所和深交所的自律性规范文件，但这些法律规范的层次还比较低，没有较强的强制性。甚至有些是用行政手段代替法律规范来规范关联交易，本来我们处事的原则是依据市场规律的，但是这种做法严重的违反了此项原则，有些规定的实际可操纵性有不强，自然控股股东对此就无所畏惧了。

②各部门法律法规口径不一致

当前，在我国对关联交易的规范是各个不同的部门制定的，由于所站的角度不一样，这就导致立法的出发点和监管重点不同，同时这些部门又不具有权威性，所以使得我们对他们制定的法律质量存在怀疑，又由于各个立法部门存在混乱和矛盾，所以最终导致监督缺乏有效性。比如，各类法规所采用的专业词汇都不同而且很混乱，比如对于关联人的说法就有很多，例如关联企业、关联方、关联公司等等，而且在不同的法规中他们的含义又不完全一样。这些规范与规范之间的自相矛盾为控股股东通过关联交易进行不规范操作提供有机可乘的机会。

③保护中小股东的力度不够

在很多发达国家里，保护广大投资者的权益基本都是利用法律和规范的实施来完成。LLSV 的研究说明，在一些国家，如果他们的法律能有效的保护中小型投资的权益的话，那么控股股东对中小股东的权益的损害也不大。长久以来，我国控股股东损害中小股东权益的事件时常发生，但在立法上对此责任的追究是缺失的，虽然上市公司和中小投资者可以对控股股东提出诉讼，但是因为没有此类案件的具体相关规定，所以中小股东在缺乏有效法律的支持的情况下，很难赢得诉讼，同时想要维护自身权益就要付出高昂的法律成本，这样是众多

中小型投资者无法承受的。那么控股股东实施隧道行为就没有付出相应的代价，一旦上市公司的资源被控股股东掏空后，必然会使上市公司的市场价值遭受损失，而这样的损失却需要由中小股东共同承担，而在整个过程中中小型投资者都是无辜的。

第 4 章　上市公司控股股东隧道行为的实证研究

4.1 提出研究假设

这一章我们首先分别以 TobinQ、ROA、ROB 为被解释变量建立计量经济学模型，检验关联交易的价值效应，从而分析出控股股东的关联方交易对上市公司的价值效应的影响程度，然后我们就可以得出控股股东对上市公司的掏空程度。下面在此基础上，我们再分析控股股东实施隧道行为的影响因素，并通过多元回归模型将影响程度进行量化分析。

4.1.1 上市公司关联交易价值效应模型的假设

众所周知关联方交易是一把双刃剑，有利也有弊。所以我们也要站在两个不同的角度对控股股东利用关联交易实施的隧道行为对上市公司的 TobinQ、ROA、ROB 值的影响来全面分析。

首先有利的一面是，关联交易能够降低公司的交易成本和营业风险。这是因为对于非关联方交易，我们不能及时了解交易对手的信息，所以在交易过程中可能由于这种信息的不对称导致增加了营业风险，那么这样的风险一旦发生就会导致企业付出更大的代价，增加交易费用。那么如果说同属于一个母公司控制下的若干子公司就会基于减少交易成本的因素考虑，就会大量的进行关联方交易而不是进行非关联方交易。那么从这一点上来看，关联方交易对上市公司还是有利的，能够提高企业价值的提高。

其次不利的一面是，关联方交易是在具有关联关系的企业之间进行的，这些企业往往是同属一个母公司控制的，那么他们之间的交易的公允性就值得怀疑了，通常控股股东会利用定价等不公允手段来的实施隧道行为。控股股东会利用自身能控制上市公司的优势，控制并利用关联交易将上市公司的资产转移到对自己有利的地方，这样就损害了中小股东的利益。尤其在我国，监管控股股东隧道行为的法规体系还未健全，股权结构又过度集中，控股股东就更肆无忌惮的想尽一切办法来掏空公司的资源，使自己获得更大的收益，而完全置中小型投资者的权益于不顾。国内外相关学者在对我们上市公司研究发现，控股股东也不完全只会对上市公司进行掏空，有时也会支持上市公司，但这种支持也只是暂时的，因为他们最终的目的是通过支持然后筹得更多资金，从而可以

对其进一步掏空，这样看来这种行为从本质上看还是一种隧道行为。王力军在2006年研究了我国资本市场上2002-2004年期间的418家民营上市公司，发现这些上市公司的最大控股股东也是利用关系方交易来掏空上市公司资产的，这些关联方交易的类型有提供资产担保、占用资金以及关联方之间的产品销售行为。2007年Jian与wong研究分析了我国1998-2002年期间上市公司发生关联交易的情况，证实控股股东为了上市获得在资本市场上筹资的资格，同时上市后有想免遭退市的危险，会同时关联交易还虚增上市公司的盈利，这样就能达到证监会关于上市的基本要求，这种行为表现为控股股东对上市公司的支持，但上面我们也提到这种支持最终的目的还是掏空上市公司的资源，所以结果还是降低了上市公司的市场价值和经营绩效。

总的来说，我们提出本章的前两个假设：

假设一：控股股东的隧道行为与公司的市场价值负相关。

假设二：控股股东的隧道行为与公司的营业效益负相关。

4.1.2 控股股东利用关联交易实施隧道行为的影响因素假设

本节依据第三章中分析研究的相关结果，进一步提出两个假设，分别是股权结构的假设和关于公司治理问题的假设。

（1）股权结构对控股股东隧道行为的影响假设

控股股东对上市公司的控制权的大小是由其所拥有的股权的多少来度量的，这种控制权会影响控股股东的隧道行为。控股股东的持股比例越高，控股股东就越有动机提高公司的市场价值，这样自己就能从中获得更大的收益，那么此时上市公司的所有者和经营者的目的是一致的，他们之间就不存在由代理问题引起的矛盾。此外，这样的过度集中的股权结构却可能使得控股股东和中小型投资者产生矛盾。具体的说，一旦控股股东拥有的股份到达一定比例时，控股股东得到由此带来的利益是其他中小型投资者所没有的，这样一来控股股东会就里欧诺个自己的权利优势，实施隧道行为来损害外部中小型投资者的权益。比如，在年终时控股股东通过董事会制定不向股东支付股利，或者通过关联交易将上市公司的资产转移到对自己有利的一方去，这样无疑会给外部中小型投资者带来损失。综上所述，上市公司的股权结构对控股股东隧道行为的影响表现在两个方面：首先，上市公司的股权过度集中会使控股股东更能利益这种权利来掏空上市公司的资产；其次，一旦控股股东拥有的股份能让其在上市

公司占有绝对控制地位时，那么再增加其持股的比例也不会让控股股东更有掏空公司资产的动机了。通常我们把股权结构的这种双面特征分别叫做“壕沟防御效应”和“利益协同效应”。

在现代公司治理理论中，由于公司的所有权和经营权的分离，再加上中小型投资者很少能参与公司的经营决策，而是由控股股东全全管理这就是著名的代理问题，目前控股股东利用关联交易侵占中小型投资者的权益、从而降低上市公司市场价值的现象的行为常常发生，表明我们上面所提到的有股权结构带来的壕沟防御效应大于利益协同效应。

综上，在此提出本章的假设三：控股股东的持股比例和其隧道行为正相关。

我国现在企业很多都是由之前的国有企业改制而来的，在建立我们资本市场时就是为了完成这样的改革，而资本市场本身就具有筹资和优化资源配置的功能，这就导致了我国控股股东和国外不一样，大部分是国有控股的。相关文献说明：赖建清研究我们上市公司的最大控股股东，证实大概有 69.21%的上市公司是由国有股东直接或间接控制的，对上市公司有绝对控制权。还有很多公司是有国有控股股东独资的，大概占样本的 60.14%。

国有控股股东在上市公司拥有的绝对控制地位其实有很多不好的影响。第一，控股股东对上市公司的管理者和资源都有控制权，那么他们能够利用关联方交易肆无忌惮的掏空公司的资源。第二，因为所有权和经营权的分离，导致控股股东对管理者的监管效率不高，这样上市公司的管理者也能利用一些方式来损害所有者的权益。第三，公司内部没有制定相关的激励制度。上述这些不利的因素使得管理上市公司的效率不高，控股股东存在严重的隧道行为，严重的情况下有些上市公司的资源被全部侵占，例如 ST 猴王。刘建民在 2003 年利用实证的方式研究了我国上交所和深交所的全部上市公司的股权结构与公司效益和关联方交易数量的关系，发现检验结果是显著的，详细的说：股权不集中的上市公司的经营效益比存在控股股东的上市公司还要好，但是存在控股股东的上市公司的经营效益又比存在国有控股股东的公司要好。徐悦在 2002 年研究了 1998-2001 年的 1987 个上市公司发现，国有控股股东占绝对控制地位的公司的市场价值和盈利能力都很低，治理企业的效率也不高，原因是国有控股股东对其管理人员的监管不够，也没有激励制度。

所以，在此提出本章的假设四：国有股控股股东更倾向于对上市公司实施隧道行为。

我国上市公司还存在一个问题，就是发行在外的股票不多，而且控股股东

基本是国有的，他们持有的股票不能流通，这样也给他们的隧道行为提供了方便。因为这种特殊性即使股票市价上涨他们也不能抛售股票来套取现金，这样控股股东就只能通过隧道行为获得收益了。反之，外部投资者的持股比例越高，控股股东要实施隧道行为所付出的成本就越高，这样也就削弱了控股股东实施隧道行为的动机。

在此提出本章假设五：上市公司的非流通股比例与控股股东的隧道行为正相关。

（2）公司治理结构对控股股东隧道行为的影响假设

监事会是负责监督上市公司存在的机构。依据我国《公司法》，公司必须成立至少由三人组成的监事会。但是也有特殊情况，在公司规模不大或股东不多的情况，可以不成立监事会，只要存在一到两名监事就行了。监事会的成员可以使公司股东或公司的员工作为代表。有关监事会的章程也表明，上市公司一定要有监事会，监事会所发挥的作用主要有：定期审核公司的财务报告、并且监督上市公司的董事和经理是否履行各自的职责。由此可知，控股股东的隧道行为会受监事会的约束。

因此提出本章的假设六：监事会的规模与控股股东的隧道行为负相关。

证监会在 2001 年 8 月 21 日颁布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》规定，对于上市公司的重大关联交易应先由独立董事审核，然后在由董事会作决策。这个规定可以使上市公司的关联方交易公开公平，研究表明独立董事的存在可以提高上市公司的市场价值，也能够保护其他中小型投资的权益。

所以在此提出本章的假设七：独立董事的比例与控股股东的隧道行负相关。

对公司高管人员的监督是董事会的职能之一，那么就要求这两者是不相容的，如果不独立就表示进行的监督是自我监督，而高管人员总是以自己的利益为重，这样就容易造成舞弊现象，所以代理理论觉得，董事长和高管人员不能由同一人担任，这样可以保证董事会监督的独立性和有效性。还有就是董事长对公司有重大影响。如果职位不单一，会使董事会失去独立性，对管理人员的监管就没有效率，同时董事长可以利用董事和高管的身份为自己发放过高的薪酬，而且作为高管人员对公司的经营状况更清楚，这样就更方便的为自己谋取私利了。

提出本章假设八：董事长和高管二职合一容易导致控股股东实施隧道行为。

4.2 数据来源及样本选取标准

本文数据选择的是从 2003 到 2008 年在我国上海证券交易所和深圳证券交易所上市的所有 A 股的上市公司，以它们作为我们研究的样本数据。为什么选择这个时期呢？因为在这段时期内，我国顺利完成了股权分置的改革，与此同时新的《公司法》和《证券法》也颁布实施，上市公司的独立董事制度也在逐渐完善，这些政策的变化都会影响上市公司的治理，同时对上市公司的控股股东的隧道行为也会产生一定的影响。这个期间的样本数据的变化可以让我们了解到控股股东的隧道行为及影响隧道行为的因素的变化，同时还帮我们了解这些法规政策的实施有没有实际效果。但根据我们研究的需要，不是所有的样本数据我们都能利用，我们必须做一些剔除，具体做法如下：

（1）为了避免股权结构太过复杂，我们剔除了同时发行发行 A 股 B 股的上市公司；

（2）样本中我们也剔除了金融类的公司，主要是因为金融类的公司具有特殊的资产负债结构与经营现金流特征；

（3）样本中我们剔除在样本选择期间新上市的公司；

（4）样本中剔除财务数据不完整或相关指标有异常的公司。

通过上述剔除后，我们最后选择了 2003—2008 年总共 6764 个样本，详情见表 4-1。本文研究上市公司关联方交易、股权结构和公司治理的数据主要来自国泰安数据库，还有其他相关数据来源于上交所深交所网站、新浪巨潮数据库和证监会网站。

表 4-1　各年度样本数量

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008
样本数量	785	969	1002	1051	1441	1516

资料来源：根据 CSMAR 公司研究数据库系统数据整理计算所得

4.3 关联方交易价值效应的检验

本章先分析关联交易对公司的 TobinQ、ROA 和 ROB 的影响，也就是关联方交易对公司市场价值和绩效的影响程度。一旦通过了实证检验，就能得出关

联交易与被解释变量是相关的。我们下面的工作就是分析影响关联方交易的因素，再进一步分析公司的股权结构因素和公司治理因素对关联交易的影响。

4.3.1 研究变量和计量模型

为了量化控股股东的掏空程度，以下建立计量经济学模型对掏空程度进行回归分析：

$$v=\beta_0+\beta_1 \mathrm{Re}late+\beta_2 Size+\beta_3 Finleve+$$
$$\beta_4 Year1+\beta_5 Year2+\beta_6 Year3+\beta_7 Year4+\beta_8 Year5+\varepsilon_1 \qquad \text{公式（4-1）}$$

（1）被解释变量

①TobinQ-公司市场价值

TobinQ 是指公司市场价值，数值等于公司资产的市场价值和重置成本的比值。因为我国存在流通股和非流通股这种特殊的股权结构，那么公司的市场价值就等于流通股的市场价值与非流通股份的价值之和，非流通股的数值是等于非流通股份与年末净资产的比值。债务资本的市场价值采用年末负债总额来计算。公司资产的重置成本就是公司总资产的账面价值。综上所述，上市公司的市场价值 TobinQ 的计算方式如下：

$$TobinQ=\frac{\text{年末流通市值}+\text{非流通股份数}\times\text{每股净资产}+\text{年末总负债}}{\text{年末总资产}}$$

因为股权分置改革的顺利完成，上市公司的股权结构有了变动，我国上市公司的股票从流通股票和非流通股票转变为流通股票。所有，在这种情况下，上市公司的市场价值 TobinQ 计算公式如下：

$$TobinQ=\frac{\text{非限售股票总市值}+\text{限售股票总市值}+\text{年末总负债}}{\text{年末总资产}}$$

②资产收益率 ROA

ROA 是公司息税前盈余减去利息费用后和公司总资产的比值，。

③净资产收益率 ROB

ROB 是公司净利润和公司净资产的比率。

（2）解释变量

Relate 是指关联方交易占总交易的比例。

Relate 是衡量上市公司关联交易数量的，它是控股股东实施隧道行为的方式之一，所以用它来反映上市公司被掏空的情况。计算方式如下：

$$关联交易比重=\frac{关联交易年度发生金额}{年末总资产}$$

（3）控制变量

①Size-公司规模

公司规模也会影响控股股东的隧道行为，数值上等于总资产的自然对数。规模大的公司的未来发展空间相对较小，所以市场价值也就不高。所以本文认为 size 和公司市场价值成反比。

②Finleve 财务杠杆

财务杠杆在数值上等于年末总负债和总资产之商。学者认为，因为负债所付出的财务费用是可以再税前列支的，所以适量的通过负债来筹资能够是公司的 TobinQ 值提高。所以，本文认为财务杠杆和公司市场价值成正比。

③Year 年度

年度是个虚拟变量，帮我们找到年度不同给研究结果带来的影响。因为我们选择的是 2003—2008 年这 6 年的数据样本，所以用五个年度虚拟变量：例如 2003 年的样本，Yearl 为 1，别的年份的样本为 0：Year2 为 1 时表示 2004 年的样本；其他的类似。

4.3.2 实证分析

表 4-2、4-3、4-4 分别是被解释变量 TobinQ、ROA 和 ROB 的线性回归结果数据表。由分析的实证结果可以看出，以 TobinQ 与 ROA 为被解释变量的模型拟合程度较理想，修正可决系数都较高；但以 ROB 为被解释变量的模型的拟合程度不理想，拟合优度比较低，变量的系数的 T 值过了显著性水平检验的不多，所以我们以前两个模型得出我们的相关结论。

我们按照回归结果可以得出，关联交易和上市公司的市场价值与营业效益是成反比的。在 TobinQ 为被解释变量的回归结果中，只有 2004 年的 Relate 的系数是正的，别的年度的 Relate 的系数均为负数，并且 T 值过了 10%的检验。再来看一下 2003—2008 年的综合回归结果中，Relate 的系数为-0.0033，在 10%的水平下明显负相关，表示当 Relate 上涨 1%时，就会让 TobinQ 的值下降 0.0033%，说明关联交易对上市公司的市场价值有不利影响。在 ROA 的回归结果中，Relate 的系数都是负数，2007 年的数据都在 10%以上明显相关，其他年份的 Relate 的系数都在 10%以下明显相关，03、05、06 与 08 年的 Relate 的系数

都过了1%的T值检验，证明关联方交易与上市公司营业效益成反比。再来看2003到2008年的综合数据回归结果，Relate的系数为-0.0046，说明上市公司的关联方交易与ROA是成反比的。

经过上述分析可以得知，本章的假设一和假设二成立，也就是上市公司的控股股东和TobinQ、ROA、ROB是成反比的。在我国的上市公司中，控股股东会尽可能的通过关联交易来掏空公司资源和侵占中小型投资者的权益，而不是为了减少公司交易付出的费用、从而实现规模经营。所以我们必须深入研究控股股东隧道行为的影响因素，这样可以帮助我们提出相关的治理意见。

表 4-2　以 Tobin Q 为被解释变量的线性回归结果

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2003-2008
	系数	5.5214***	3.1547***	3.1265***	3.8214***	4.0215***	3.6821***	4.7892***
C	T 值	17.6271	12.1136	21.1437	14.5758	15.3265	13.5214	33.2058
	系数	–0.0054*	-0.0032	–0.0016**	–0.0012***	–0.0036***	–0.0041***	–0.0033*
Relate	T 值	-1.7592	-1.0841	-1.9118	-2.6855	-1.9852	-2.1548	-1.7524
	系数	–0.2121***	–0.1181***	–0.0962***	–0.1315***	–0.1851***	–0.1450***	–0.1695***
Size	T 值	-13.796	-9.3189	-14.3317	-10.4141	-12.2548	-13.6589	-27.0542
	系数	0.1606***	0.9551***	0.2870***	0.3851***	0.2450***	0.4453***	0.6564***
Finleve	T 值	3.7890	58.0848	19.3938	14.2435	26.2541	18.2145	51.3521
	系数							0.4021***
year1	T 值							16.5481
	系数							0.1265***
year2	T 值							5.9514
	系数							-0.0138
year3	T 值							-0.5214
	系数							–0.1368***
year4	T 值							-6.7891
	系数							–0.2314***
year5	T 值							-12.3254
Adj.R^2		0.2138	0.7825	0.3891	0.2602	0.4512	0.6321	0.4892
F 值		72.0280	1226.6210	219.0214	122.0236	154.2145	178.3214	512.3214
D-W 值		1.8061	1.8542	1.9214	1.8824	1.8751	1.8521	1.8977

注:*、**和***分别表示10%、5%和1%的水平上显著

表 4-3 以 ROA 为被解释变量的线性回归结果

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2003-2008
C	系数	-0.4461***	-0.4891***	-0.4860***	-0.2176***	-0.3761***	-0.4821***	-0.3452***
	T 值	-6.5057	-6.1961	-7.7254	-3.8438	-4.2548	-5.6891	-11.951
Relate	系数	-0.0027***	-0.0008*	-0.0178***	-0.0001***	-0.0028	-0.0023***	-0.0046***
	T 值	-2.6493	-1.7191	-2.5802	-2.3164	-2.5481	-2.7892	-1.9632
Size	系数	-0.0254***	-0.0266***	-0.0271***	-0.0154***	-0.0261***	-0.0198***	-0.0225***
	T 值	-8.3994	-7.0483	-9.2861	-5.8392	-6.2154	-0.5984	-15.2478
Finleve	系数	0.2114***	0.0882***	0.1543***	0.1516***	0.2654***	0.1984***	0.1458***
	T 值	22.3558	16.7263	22.1607	25.8162	23.1542	21.1584	51.6224
year1	系数							-0.0082*
	T 值							-1.8078
year2	系数							-0.0125***
	T 值							-2.8021
year3	系数							-0.0124***
	T 值							-2.6021
year4	系数							-0.0086***
	T 值							-2.1949
year5	系数							-0.0183***
	T 值							-4.4111
Adj.R^2		0.4363	0.2748	0.3893	0.4208	0.4621	0.4126	0.3912
F 值		201.8781	123.2169	213.4421	255.4354	235.4895	231.1254	415.3654
D-W 值		1.9764	1.9221	1.9797	2.0173	1.9951	1.9632	1.9836

注:*、**和***分别表示10%、5%和1%的水平上显著

表 4-4 以 ROB 为被解释变量的线性回归结果

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2003-2008
	系数	1.6574	-0.5213	19.0887	0.3016	18.3214	5.2648	3.7891
C	T 值	1.4459	-0.9561	0.6387	0.3557	0.4569	0.5214	0.6381
	系数	-0.0043	-0.0002	2.1562	-0.0001	-0.0021	-0.0125	0.0018
Relate	T 值	-0.1412	-0.2048	0.6211	-0.0217	-0.0315	-0.0365	0.0134
	系数	-0.1321***	0.0242	-0.9848	-0.0137	-0.0365	-0.0458	-0.2111
Size	T 值	-2.4194	0.9474	-0.0791	-0.3495	-0.5621	-0.9521	-0.7641
	系数	2.4621***	0.1277***	5.5451*	0.0796	2.1654***	3.2154***	1.1962***
Finleve	T 值	15.2091	3.2687	1.7184	0.9132	2.3126	3.1254	2.1654
	系数							0.0892
year1	T 值							0.0991
	系数							0.0786
year2	T 值							0.0856
	系数							0.1089
year3	T 值							0.1195
	系数							0.0218
year4	T 值							0.0252
	系数							1.6139***
year5	T 值							1.9031
Adj.R^2		0.2359	0.0083	0.0012	-0.0019	0.0032	0.0098	0.0059
F 值		81.6486	3.6621	1.3865	0.3602	2.3659	2.3156	1.3866
D-W 值		2.0398	1.9897	2.0045	1.9931	1.9958	1.8745	2.0031

注:*、**和***分别表示10%、5%和1%的水平上显著

4.4 影响控股股东隧道行为因素的实证分析

4.4.1 研究变量和计量模型

在我们上一节研究的基础上，本节要继续分析影响关联交易的因素，得出约束控股股东的隧道行为的方法。影响因素主要有两个，一是公司的股权结构，二是公司的治理方式，为了分析公司的股权结构和公司治理方式对关联方交易的影响，我们建立了计量模型 4-2 与 4-3 来进行实证分析：

$$Relate = \beta_0 + \beta_1 Largehold + \beta_2 Nature + \beta_3 EEC + \beta_4 Size + \beta_5 Finleve + \beta_6 Year1 + \beta_7 Year2 + \beta_8 Year3 + \beta_9 Year4 + \beta_{10} Year5 + \varepsilon_2 \quad \text{公式（4-2）}$$

$$Relate = \beta_0 + \beta_1 Audsize + \beta_2 Roid + \beta_3 Chair + \beta_4 Size + \beta_5 Finleve + \beta_6 Year1 + \beta_7 Year2 + \beta_8 Year3 + \beta_9 Year4 + \beta_{10} Year5 + \varepsilon_3 \quad \text{公式（4-3）}$$

（1）被解释变量

Relate 指关联方交易占总交易的比例

（2）解释变量

①Largehold 指控股股东持股比率

因为本文研究的是最大控股股东对上市公司的掏空行为，所以 Largehold 是指最大控股股东的持股比率

②Nature 指股权性质

Nature 在这是个虚拟变量。我们将样本数据分成国有控股股东与非国有控股股东。Nature 在最大控股股东是为国有企业时的值是 1，其他时候是 0。

③EEC 股权分置程度

指的是非流通股数除以流通股股数的商。

④Audsize 监事会规模

Audsize 在数值上等于公司监事会的人数。

⑤Roid 独立董事占全部董事的比重

Roid 在数值上等于独立董事数量和全部董事数量的比值，独立董事本身应该具有独立性，不受任何部门的控制，独立董事的存在可以监督公司相关部门的管理活动，能够使公司的市场价值上升，也能防止中小型股东的利益免遭侵

占。

⑥Chair 董事长和高管是否二职合一

Chair 也是个虚拟变量。一旦董事长和高管二职合一时，它的值是 1；不然值为 0。

（3）控制变量

①Size 公司规模

②Fiuleve 财务杠杆

③Year 年度

4.4.2 实证分析

首先分析关联交易由于股权结构因素所带来的影响，在进行回归分析之前，我们已经对各个自变量做了多重共线性、自相关和异方差性的检验，结果都和我们之前的假设一致。但是回归结果拟合的不太理想，可决系数均没过 10%，F 值都不大，但是各方程自变量的系数都显著相关，证明我们选择的变量在一定程度上可以解释被解释变量。

数据表示除 2003 年的 Largehold 的系数没过了 10%的显著水平检验，其他年份 Largehold 的系数均过了 10%显著性水平检验，尤其是 2005 年的系数低于 1%，并且所以系数都是正的，这证明 Largehold 值与关联交易占总交易的比例成正比，也就是控股股东的掏空程度随控股股东持股比例的增大而增大，这两者是成正比的。所以假设三成立，说明在我们研究的数据中，Largehold 带来的的壕沟防御效应比利益协同效应要显著，股权过度集中的这种结构特点使控股股东更容易掏空上市公司。

我们检验的七个回归方程中，在 2005 年、2006 年、2007 年和 2008 年这四个方程中 Nature 的系数均过了 10%的显著性检验，其中 2006 年为 0.2237，2007 年为 0.4125，2008 年为 0.3025，可以看出系数均不小，这可以说明 Nature 对其通过关联交易实施隧道行为有不小的影响。由国有控股的公司发生的关联交易的数量比其他公司要大，可以看出国有控股股东比非国有股东更有掏空公司资产的意向，所以假设四得到证实。

在前面几个年度的回归方程中可以看出，EEC 和以 Relate 表示的控股股东隧道行为没有显著关联，自 05 年起 EEC 和 Relate 的系数开始表现出相关性，

EEC 和 Relate 明显是成正比的。根据 EEC 的计算公式我们得知，当 EEC 的值越大是表明上市公司的非流通股份越多。回归结果可以看出，公司非流通股所占的比重越大，关联交易的比重也就越大，因为大部分控股股东的股份都是以非流通股的形式存在的，不能通过二级市场进行交易来获得收益，从而不得不使控股股东利用关联交易将上市公司的资源转移出去，从而获得更多的利益，所以假设五得到证实。

下面我们来讨论一下影响公司治理因素的回归分析结果，可以看出各个方程的拟合优度与 F 值都不大，但我们还是能够分析控股股东隧道行为的因素。从表 4-6 得知，在 2003 年的回归方程中 Roid 的系数不显著，但是在 2004 年、2006 年和 2008 年都表现出成反比的关系，这是因为在 2003 年 6 月 30 日以前独立董事制度还尚未健全，所以不能发挥它的监管职能，证监会是在 2003 年 6 月 30 日之后才要求上市公司设置独立董事人数要达到规定比例。自 2004 年起，上市公司正式引入独立董事制度后，可以看出董事会中独立董事的比重和代表控股股东隧道行为的关联交易的比重是成反比的，显而易见，独立董事制度的建立在优化公司治理结构、保护中小投资者权益等方面都起到了积极的作用，所以本章的假设六成立。在 04 年、07 年和 03-08 年的回归方程中 Audsize 都低于 1%的水平，这表示 Audsize 和关联交易是成反比的，说明监事会在我国上市公司治理中还是具有有利影响的，所以假设七也得到了实证检验。用来表示董事长和高管是否为同一人担任的虚拟变量没有通过显著性检验，所以假设八没有通过检验不成立，看来上市公司的高管是否具有独立性并不能对控股股东的隧道行为产生影响，这也能够从另一方面来说明我国上市公司缺乏有效的治理，从而导致无法有效的制约控制控股股东利用隧道等方式来降低公司的市场价值和损侵害中小股东利益的行为。

表 4-5 股权结构影响因素的回归模型

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2003-2008
	系数	-2.5332	18.9772	-0.5311	3.5012	5.2145	4.1256	0.8265
C	T值	-1.8171	0.8847	-1.7920	0.7435	-1.9254	0.8621	0.1556
	系数	0.0006	0.0912*	0.0047***	0.0019*	0.0812**	0.0562**	0.0113**
largehold	T值	1.1801	1.8337	4.5210	1.8652	2.3569	3.2154	1.9740
	系数	0.0766	1.1865	0.0218*	0.2237*	0.4125*	0.3025*	0.0758
nature	T值	1.5721	0.5301	1.7112	1.8012	1.6025	1.9851	1.1318
	系数	0.2134***	0.0061	0.0037*	0.0311***	0.0521**	0.5621**	0.1899
eec	T值	3.0079	0.0045	1.7024	2.6121	3.1580	2.1584	0.6412
	系数	0.1089	-1.0365	0.0267*	-0.1674	0.0315*	0.0412**	-0.0135
size	T值	1.6512	-0.9621	1.8521	-0.7231	1.9521	-0.8521	-0.0488
	系数	0.1950	-0.1947	0.0544*	0.2412	0.3125	0.4125	-0.0932
finleve	T值	1.0151	-0.1445	1.6541	0.5125	0.6852	0.1256	-0.1881
	系数							0.0012
year1	T值							0.0011
	系数							0.8124
year2	T值							0.9215
	系数							-0.2775
year3	T值							-0.3336
	系数							0.8431
year4	T值							1.0217
	系数							-0.3358
year5	T值							-0.4179
Adj.R^2		0.129	0.0124	0.0301	0.0401	0.0512	0.0481	0.0112
F值		3.0518	2.8987	7.2031	8.0140	7.2154	6.1254	2.8244
D-W值		2.0008	2.0082	2.0063	1.9964	2.1354	1.9925	2.0038

注:*、**和***分别表示10%、5%和1%的水平上显著

表 4-6 公司治理影响因素的回归模型

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2003-2008
C	系数	-2.6401	31.7655	-0.6722	4.0119	-3.1258	9.1236	2.5436
	T 值	-1.8810	1.3847	-2.1782	0.8361	-3.6548	0.9584	0.4601
riod	系数	0.5821	-46.8125***	-0.3812	-2.8251*	0.6985	-21.3589***	-5.3081
	T 值	0.5811	-2.5536	-1.2168	-1.7998	-2.1584	-3.0125	-1.3911
audsize	系数	-0.0187	-1.4126***	-0.0132	0.0482	-2.5215***	0.2514	-0.4476***
	T 值	-0.4683	-2.0465	-1.3625	0.3008	-0.3694	0.2584	-2.5777
chair	系数	-0.0108	-0.9918	0.0595	-0.4419	0.6987	-0.5987	-0.4921
	T 值	-0.0567	-0.3135	1.2721	-0.6321	2.3658	-0.6984	-0.6162
size	系数	0.1388**	-0.9475	0.0490***	-0.1265	0.2658***	-0.3589	-0.0915
	T 值	1.9881	-0.9093	3.6375	-0.5931	4.2158	-0.3654	-0.3491
finleve	系数	0.1445	0.3115	0.0414	0.2324	0.3154	0.4598	-0.0362
	T 值	0.8121	0.3212	1.2972	0.4521	0.2584	0.3698	-0.0664
year1	系数							-1.6415
	T 值							-1.1865
year2	系数							0.1176
	T 值							0.1261
year3	系数							-0.5125
	T 值							-0.5917
year4	系数							0.7110
	T 值							0.8776
year5	系数							-0.3963
	T 值							-0.5111
Adj.R^2		0.0002	0.0174	0.0124	0.0036	0.0045	0.0056	0.0069
F 值		1.0732	5.4409	3.3068	1.9781	2.1547	1.2569	1.3513
D-W 值		2.0059	1.9954	2.0038	1.9965	2.0147	2.1254	2.0016

注:*、**和***分别表示10%、5%和1%的水平上显著

第5章 结论与建议

5.1 研究结论

本文首先检验了关联交易的上市公司 TobinQ、ROA 和 ROB 的影响程度，通过建立计量经济学理论和实证模型，对控股股东的隧道行为进行了理论和实证分析，并将上市公司控股股东隧道行为程度的量化，本文主要的结论包括：

（1）关联交易是我国上市公司控股股东隧道行为的重要方式之一，关联交易的类型主要有资金占用、非公允关联交易、向股东高派现、发行新股等过度筹资、资产重组与在职高消费等。其中商品购销、资产和资金购销和提供担保这四中关联交易更容易导致控股股东实施隧道行为。原因之一是公司控制权和现金流量权的分离；原因之二是上市股权结构不合理、公司内部治理机制不完善等。危害主要有损害中小型投资者权益和动摇他们信心；还会使上市公司盈利能力下降，导致危机；上市公司资产质量下降；加剧投机现象，市场资源配置功能失灵等。

（2）控股股东利用关联交易而实施的掏空行为对公司的经营绩效和市场价值都有明显的负面影响。在对关联交易价值效应的模型研究中，我们可以看到，以关联交易的相对比重测度的控股股东隧道行为对公司市场价值和代表公司经营绩效的 ROA 有显著的不良影响。证实关联交易是控股股东实施隧道行为的重要手段之一；控股股东利用关联交易来掏空公司，导致上市公司的市场价值和经营绩效都下降，最终损害了外部中小股东的权益。

（3）从公司内部机制角度全面分析关联交易的影响因素，在代表股权结构的变量中，控股股东的持股比例与以关联交易比重衡量的控股股东掏空行为正相关，说明我国上市公司控股股东持股比例的壕沟防御效应比利益协同效应更加明显，控股股东想利用关联交易获取控制权的欲望会随着其持股比例的增加而增加。控股股东的股权性质和控股股东的隧道行为是显著正相关的，因为国家控股的上市公司在股权结构与公司治理等方面具有特殊性，国有控股股东相比非国有控股股东会更加毫无顾忌地侵占公司资源。随着流通股比例的增加，控股股东的掏空行为在一定程度上也得到了防范，由于流通股的比例提高了，那么控股股东掏空公司资源的行为一旦暴露，流通股股东在感觉自身利益受到

侵害时可能大量抛售手上所持有的股票，这样一来会导致上市公司的股价大跌，造成的直接后果就是控股股东持有的股票价值会随着降低，因此会收敛自己的掏空行为。在代表公司治理的变量中，独立董事所占比例与控股股东掏空行为明显负相关，这说明建立完善的独立董事制度基本上达到了期望中的政策效果。另一方面监事会在监督控股股东的各种行为和保护中小投资者权益等方面也发挥了有利的作用，然而董事长与总经理是否二职合一的这一指标没有通过统计检验，这表明上市公司在公司治理结构上还是存在缺陷，导致在防范控股股东的掏空行为等方面并没有发挥积极的作用。

5.2 研究的局限性

本文研究的局限行主要有以下两个方面：

首先，由于难以获取相关数据，本文只对2003—2008这6年的数据进行了研究，如果可以对更长的期间的数据再进行分析的话，所得到的研究结论也许能更加符合实际情况。与此同时，有些上市公司并没有完全根据证监会的要求进行信息披露，所以导致有些数据不够全面。

其次，本文将控股股东和上市公司发生关联交易的相对规模作为衡量控股股东掏空的指标，虽然通过了实证检验，证明其与公司价值和效益都是成反比的，但关联交易相对规模只能作为间接指标来度量控股股东的掏空行为，而且目前还没有一种有效且可行的方法来明确区分什么属于公允的关联交易、什么属于非公允的关联交易，所以自然而然地出现代表性误差，从而影响研究结论的正确性。

5.3 相关意见

5.3.1 优化和完善上市公司的股权结构

根据我国上市公司的实际情况来看，要想优化和完善上市公司的股权结构，首先，可以利用发行新股和收购等各种手段来增加第二或第三大股东的持股数量，这样一来最大控股股东所拥有的股份自然就减少了，那么各个股东的持股比例的差距就减少了，这样就不存在绝对控股股东了，各股东就会相互约束彼此的行为，这是一种均衡的股权结构。那么从一定程度上能够抑制控股股东的

隧道行为。

另外，还能通过引入机构投资者这样一项优化上市公司股权结构的方式。因为机构投资者的投资额往往比个人投资大的多，那么他们可以凭借自己的持股比例来约束控股股东的行为，而且机构投资者又有较高的专业知识能够很好的管理上市公司，会使公司市场价值和经营绩效上升。根据我国的实际情况，有以下这些机构投资者适合引入：

（1）QFll一合格的境外机构投资者

首先合格的境外机构投资者是适合引入的机构投资者之一，我国上市公司的质量正在不断的提高、市场透明化程度也越来越高，根据我国资本市场实际发展情况来看，我们可以适时、循序的调整QF11制度，例如，一、逐渐对境外投资者的资格要求放宽，对于一些新兴的机构投资者我们应该允许其参与我国的资本市场；二、逐渐对单个境外投资者投资额度的限制加以放宽；三、针对不同行业我们应该差别对待，对他们持股比例应该有不同的标准加以限制，并且应该放松一些要求来吸引境外机构投资者。利用这些方式可以约束控股股东的行为。

（2）证券投资基金

证券投资基金也是相当重要的机构投资者，为了保证证券市场的健康发展我们要鼓励证券投资基金的发展，我们可以鼓励商业银行、保险控股公司等金融机构作为基金的主要发起人，因为这些金融机构的运作往往非常的稳定，与此同时还能推进保险基金参与证券市场，在很多不同基金中都能提高投资股票的比例，从而提高商业银行、保险控股公司、保险资产管理公司等众多基金主体从事基金业务的速度。

5.3.2 健全上市公司的法人治理机制

（1）健全监事会职能

监事会的主要只能就是监督上市公司董事和高管，想要这种监管有效的话，就必须要监事会不受控股股东的支配要有独立性，不然监事会只能形同摆设起不到任何作用。那么为了避免这种现象的发生，我们可以通过法律的形式来明确监事会的职责和权利，在德国，董事会决定相关事务的权力是由监事会行使或由两者共同行使，例如决定公司的经营计划和投资方案、聘任或解聘公司高层及他们的薪酬问题、制定公司的基本管理制度等。与此同时，我们要通过立

法的形式来确保监事的充分知情权，这样监事才能够独立行使自己的职能。

（2）健全独立董事制度

有关资料表明，截止2009年，我国大部分上市公司都有自己的独立董事，本文在第四章进行的研究也说明在关联交易方面我国的独立董事还是发挥了作用。但还是存在一些问题，比如有独立董事与监事会的职能分工有矛盾、独董职责不清晰等等问题。所以对于独立董事的职责我们需要明确和强化，建立规范的独立董事资格认证和选任制度，防止有控股股东来操控独立董事的选任，从而确保独董真正独立。同时要保证独立董事的数量，这样才能更好的发挥其作用，

（3）监事会制度与独立董事制度统筹协调

首先要保证监事会制度和独立董事制度都起到自身应有的作用，然后再将两者协调起来，互相弥补不足，发挥他们最大的作用。对了董事会提出的议案，独立董事应在事前和事中对其公允性进行监督和检查，还要对一些特别重要的事项发表独立意见，这样才能防止发生侵占中小股东权益的行为。这是独立董事要发挥的作用，那么监事会应该做什么呢？监事会应该对以下行为进行监督，比如第一董事会的决策行为，第二高管在执行董事会决议中的违法乱纪的行为。只有这两者通力合作并能使其职能达成一致，才能完善公司的治理结构。

5.3.3 完善对上市公司的监管

（1）完善会计准则对上市公司披露关联交易信息的监管

让上市公司及时且详细的披露有关关联交易的信息是规范关联交易的一个最重要的方法，这样就能使外部的中小股东之多有关上市公司的关联交易的情况同时监督控股股东的运作。虽然目前在我国会计准则要求上市公司对于关联交易的定价问题要披露相关信息，单要求不严格所以好像没有发挥什么作用。所以建议会计准则对关联交易的相关问题应该要求的更详细一些，比如，对一般的商品购销活动，要披露定价的依据，如是按公平的市场价格定价的话，则应披露有关依据；对于资金往来的关联交易，应披露所用的利率，让我们知道利率和银行同期贷款利率是否不用。而监管部门应根据会计准则的精神，制定更加详细的披露要求，并结合定期报告的内容和格式准则，以便于投资者运用关联交易定价方法来判断关联交易的是否公允。

（2）加大监管力度，建立我国上市公司的声誉机制

声誉是保障市场化改革健康发展的重要机制。在很多发达国家，声誉在公司治理中起到了很积极的作用。例如在美国，控制性股东一旦侵害中小股东的利益之时，如果此控制性股东再想在资本市场上筹资的话，那么市场就会结合控股股东之前的这种侵占行为，这样控制性股东只有付出更多的筹资费用才能在资本市场上筹集到资金。因此我们应该建立上市公司的诚信档案资料，那么控股股东就会注意自己在社会上的影响，自然就会对自己的行为有所收敛。

致 谢

在论文完成之际，首先要忠心感谢我的导师胡华夏教授。从论文的选题、构思到修改成文都汇聚了胡老师大量的时间和精力，他深厚的理论素养，严谨的治学态度，平和淡泊、乐观豁达的学者风范使我受益匪浅;其次感谢武汉理工大学管理学院所有老师对我的帮助和支持。

最后我要感谢我的家人和同学。他们在生活和学习上给了我一贯的支持和理解，使我能全心投入到学习中去并最终顺利地完成学业。在以后的工作和学习中，我将用百倍的努力和更大的进步来回报所有给予我帮助的老师、同学和朋友，回报社会，谢谢你们!

参考文献

[1] 陈荣荣.关联方交易与利润操纵相关问题探析.商业会计，2006（12）：56-58

[2] 崔扬.几种常见关联方交易形式的会计影响.现代审计与会计,2004(12):51-53

[3] 李传双.对关联方交易若干问题的思考.财会月刊(会计),2005(1):45-47

[4] 李恒悦.关联方关系及其交易信息披露问题初探.审计理论与实践,2001(8):5-6

[5] 李秀云.浅谈几种常见关联方交易形式的会计影响.经济技术协作信息,2005(18):20-22

[6] 刘尚华.试论上市公司关联方交易的监管.对外经济财会,2005(6):31-33

[7] 刘胜强.浅析利用关联方交易进行盈余管理.重庆工商大学学报,2005(10):5-6

[8] 吕学典.浅析上市公司的利润操纵与关联方交易,会计之友,2006(1):16-18

[9] 石永忠.我国上市公司关联方交易存在问题及其分析.河南商业高等专科学校学报,2006(19):44-45

[10] 田钊品.关联方交易会计规范的不足与完善.科技和产业,2006(6):30-32

[11] 汪全勇.上市公司关联方交易现状分析.集团经济研究,2007(1):19-20

[12] 王成军.关联方交易信息披露问题研究.经济研究导刊,2007(7):23-24

[13] 王军旭.对企业关联方交易转移定价的分析.财政金融,2006(20):11-12

[14] 吴晓微.透视企业的虚假利润.商业经济.2003(7):50-52

[15] 肖虹.上市公司关联方交易盈余管理实证研究.财会月刊(会计),2001(4):6-7

[16] 叶咽.关联方交易常见形式及影响.广东财经职业学院学报,2006(3):8-9

[17] 俞雪松.论关联方交易与利润操纵.广州大学学报,2007(6):15-18

[18] 张大联.上市公司操纵利润的方法及对策.财会月刊(综合),2005(1):6-8

[19] 张军.浅析关联方交易转移定价的动机和影响.财政金融,2004(3):20-21

[20] 赵俊梅.浅析关联方交易转移定价.内蒙古石油化工,2006(8):29-31

[21] 曾学波等.披露情况总体趋好，规范监管尚需加强——沪深 A 股上市公司 1997 年杜关联交易及其披露情况综合分析[N].中国证券报，1998 年 5 月 14 日

[22] 原红旗.从中期报告看关联交易：现实问题与理性思考[J].会计研究，1998 第 4 期：1-6

[23] 陆宇峰，李树华.上市公司关联方关系及关联交易披露的分析[J].证券市场导报，1997 年第 12 期：47-52

[24] Hinton,R.Related Party Transaction:the UK Way[J].Accountancy,1989(6):26-27

[25] Ming Jian and T.J.Wong.Earning Management and Tunneling through Related Party Transactions: Evidence from Chinese Corporate Groups[J].The Hong Kong University of Science and Technology,2003(6)

[26] Sebastian Chong and Graeme Dean.Related Party Transactions:APreliminary Evaluation of SFAS 57 and IAS 24 Using Four Case Studies[J].Abacus,1985(3):84-100

[27] Robbins,B.P.AQuestion of Basis—the Proprietary and Entity Theories inAction[J].Journal of Accountancy,1987(3):96-101

[28] Blatterg,A and Deighten,G.Donna Card Charron Stockholders and Stakeholders:the Battle for Control of the Corporation Stockholders and Stakeholders.Journal of Economic Persp-ecties,Vol.15No.4,pp.153-158

[29] Ke Zhong,Donald W.Gribbin Xiaofan Zheng.The Effect of Monitoring by Outside Blockholders on Earnings Management.Quarterly journal of Business & Econmics Vol.46No.1,pp.45-46

[30] Luca Enriques and Paolo Volpin.Corporate Governance Reforms in Continental Europ. Journal of Economic Perspectives,Vol.21No.1,pp.17-20

[31] Australia Exchange,the Listing Rules,Chapter 10,Transactions with persons in a position of influence. FASB.SFAS57:Related Party Disclosures.

[32] IASC.IAS32: Related Party Disclosures.

[33] London Exchange,the Listing Rules,Chapter 10,Transactions with related parties.

[34] Ontario Securities Commission Rule 61-501, Part 5, Related party transactions. SEC, Regulation. & 229.404 and &228.404.Item 404.

[35] Singappore Exchange,the Listing Rules,Chapter 9,Interested person transaction.

[36] Sebastian Chong and Graeme Dean.Related Party Transactions:APreliminary Evaluation of

[37] SFAS 57 and IAS 24 Using Four Case Studies[J].Abacus,1985(3):84-100

[38] Robbins,B.P.AQuestion of Basis—the Proprietary and Entity Theories inAction[J].Journalof Accountancy,1987(3):96-101

[39] Nash,R.Auditing Related Party Transaction[J].The CPAJournal,1988(4):84-86

[40] Hinton,R.Related Party Transaction:the UK Way[J].Accountancy,1989(6):26-27

[41] Ming Jian and T.J.Wong.Earning Management and Tunneling through Related Party Transactions:Evidence from Chinese Corporate Groups[J].The Hong Kong University of Science and Technology,2003(6)

[42] Elizabeth A.Gordon,Elaine Henry and Darius Palia.Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value[J].www.ssrn.com,2004(8)

[43] Jian and Wong.Propping and Tunneling through Related Party Transactions[J].Working Paper.The Chinese University of Hong Kong,2005

[44] Wang Kun.From government to corporation:largest shareholder's change and firm performance[D].Hong Kong,PhD:The Hong Kong University of Science and Technology, 2003

[45] Eckland Todd.SEC Proposes Changes to Executive Compensation and Related Party Disclosure[J].Mondaq Business Briefing,2006(3)

[46] Catherine M.Dalton and Dan R.Dalton.Related party transactions:too close for (shareholders')comfort[J].Journal of Business Strategy,2006(11):5-7

[47] Chen J.,S.Chen and X.Su.Is accounting information value-revaluation the emerging Chinese stock market?[J].Journal of International Accounting,Auditing and Taxation,2001(10):1-22

[48] Chung,R.,Firth,M.,Kim,J.B.Institutional monitoring and opportunistic earnings management [J].Journal of Corporate Finance,2002(8):29-48

发表论文和科研情况说明

发表的论文：

[1] 张倩 .控股股东掏空行为因素实证分析. 现代商贸工业 2009.11

参与的科研项目：

[1] 参与上市公司股东交叉持股现象的研究工作 2007 年 12 月

[2] 参与上市公司审计业务 2008 年 10 月-2009 年 3 月

[3] 参与上市公司关联交易问题研究 2009 年 6 月