



暨南大学产业经济研究院博士文库

A Series of Ph.D. Dissertations of Institute of Industrial Economics, Jinan University

Who is Tunneling

—Research on the Family-controlled Tunneling Behavior of Chinese Private Listed Companies

# 谁在掏空中国上市公司

——上市公司控制性家族的隧道行为研究

申明浩 / 著



经济科学出版社  
Economic Science Press



清华大学经济管理学院工商管理案例库

清华大学工商管理案例库  
Tsinghua University Business Case Library

# 谁在掏空中国上市公司

——上市公司控股股东减持行为研究

李俊峰 著



暨南大学产业经济研究院博士文库

曾获广东省应用经济学一级学科优秀博士论文

# 谁在掏空中国上市公司

——上市公司控制性家族的隧道行为研究

---

Who is Tunneling

——Research on the Family-controlled Tunneling  
Behavior of Chinese Private Listed Companies

申明浩/著

经济科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

谁在掏空中国上市公司：上市公司控制性家族的隧道行为研究/申明浩著. —北京：经济科学出版社，2012. 8

(暨南大学产业经济研究院博士文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2383 - 8

I. ①谁… II. ①申… III. ①家族 - 私营企业 - 上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279.245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 210118 号

责任编辑：杜 鹏

责任校对：刘欣欣

责任印制：王世伟

### 谁在掏空中国上市公司

——上市公司控制性家族的隧道行为研究

申明浩/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：88191537

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@esp.com.cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 6.125 印张 170000 字

2012 年 8 月第 1 版 2012 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2383 - 8 定价：19.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：88191502)

(版权所有 翻印必究)

《暨南大学产业经济研究院博士文库》

编 委 会

---

丛书主编

朱卫平

丛书编委

张耀辉 聂普焱 苏启林 顾乃华 周 浩

# 《暨南大学产业经济研究院博士文库》

## 总 序

暨南大学产业经济学科源于1963年我国著名工业经济学家黄德鸿教授领衔建立的工业经济专业，1981年获硕士学位授予权，1986年获博士学位授予权，是华南地区最早的经济类博士点，1996年被评为广东省A类重点学科，是国家计委批复立项的暨南大学“211工程”重点项目之一。2002年本学科被批准为国家重点学科。2007年5月以优异的成绩通过了教育部组织的国家重点学科考核评估，继2002年后再次被确定为国家重点学科。

产业经济学科成为国家重点学科后，通过从“十五”到“十一五”期间的强化建设，在学科方向凝练、学术团队建设、人才培养、科学研究、为地方经济建设服务、国内外学术交流、教学科研条件建设方面均有了长足的发展，基本实现了“将本学科建设成为具有国内一流水平的学科”的建设目标。

为了进一步加强产业经济学国家重点学科的建设，我校于2006年成立了产业经济研究院。建院近5年来，产业经济学科团队先后承担了国家社会科学基金重点和面上课题、教育部哲学社会科学重大项目、国家自然科学基金重点与面上课题10多项，省部级课题20多项，国际组织资助或国际合作项目3项，研究经费人年均达到15万元；大量高水平研究成果不断形成，在SSCI、国内权威期刊和CSSCI期刊发表论文200余篇。在为地方经济建设服务方面，先后承担了各级政府部门和企事业单位委托的横向课题40多项，提交各类研究报告40多篇，多人多次参与了广东省经贸委主持的“产业结构调整方案”的制订和论证、广东省及多个市（区）的“十一五”规划的制定和“十二五”规划的前期研究，多人受聘担任广东省政府决策咨询顾问、发展研究中心特约研究员和知名企业顾问。广东省政府委托胡军教授主持“广东省工业产业竞争力研究总报告”研究，最终成果获得广东省委、省政府主要领导的高度评价，成为广东省政府作出相关决策的重要依据，并荣获广东省人文社会科学研究成果一等奖和教育部人文社会科学优秀成果二等奖。

本学科一直重视博士、硕士研究生的理论研究能力的培养。1987年以来，本学科共招收博士研究生200人，博士后20多人。博士研究生日益成为本学科重要的研究力量，

他们在理论研究上屡有建树。如本专业毕业的钟阳胜博士的博士学位论文《追赶型经济增长理论》综合运用经济学理论和史学知识，突破了经济增长理论以发达国家为对象的传统，明确提出了发展中国家和地区的经济增长问题，全面系统地阐述了发展中国家和地区的经济增长理论，强调人作为主体在经济增长中的中心地位和作用，被认为是该领域重要的创新和突破，被评为全国十佳经济读物，并在第47届法兰克福国际图书博览会参展。该书再版4次，发行量达4.8万册。王聪博士的博士学位论文《我国证券市场交易成本制度研究——关于中国证券市场的SCP分析框架》获全国百篇优秀博士论文称号，实现了暨南大学在该奖项上的零的突破。此外还有多位博士毕业生的学位论文获得广东省优秀博士论文称号。2007年我们已经出版了《产业经济学博士文库》共10册。为了展示近年来本学科博士研究生的优秀研究成果，我们决定继续出版《暨南大学产业经济研究院博士文库》系列。

**朱卫平**

2010年5月于暨南园



# 摘 要

---

中国股市乱象牵动着亿万股民的神经，股市的基本元素“上市公司”的质量是人们关注的焦点，股民财富不但没有随着上市公司的成长而增加，反而被不为人知的幕后黑手操控和剥夺。本书借助公司治理等理论工具，关注幕后黑手的探寻，希望能找到“谁在掏空中国上市公司”这一问题的答案。

基于近年逐渐增多的控制性家族通过关联交易挖掘隧道剥削小股东的现实，本书选取截至 2004 年年底全部沪、深两市的民营家族上市公司 280 家作为研究对象，在合谋理论的支撑下，构建了家族主义、控制形式和信任格局的三维度框架，分析控制性家族股东与经理合谋对上市公司进行隧道行为的动机和影响因素。研究区分了“资本家控制型”（CFB）和“企业家控制型”（EFB）两种不同样本，发现资本家控制的上市公司金字塔结构层级、控制权与现金流权偏离系数均高于企业家控制的上市公司，因而其隧道行为倾向也较 EFB 明显，但企业价值却低于 EFB。

理论模型分析发现，健全的法律环境和完善的公司治理机制可以减少家族掏空上市公司的隧道挖掘行为，家族控股股东的持股比例的增加与隧道行为强度呈现先上升后下降的倒 U 型关系，而家族

的隧道行为强度直接关系到其能够从资本市场上获得的资金规模大小。

实证研究结果显示，资本家家族的隧道行为动机和强度远远高于企业家家族，企业家家族有大股东的监督倾向。资本家家族倾向于通过构建多层控制链实施隧道行为；企业家家族成员在上市公司任职有利于形成合谋挖掘隧道转移资源；控股股东以企业集团方式存在的公司遭受了更加严重的掏空；家族控制的上市公司中独立董事没有发挥有效的监督作用；总经理持股比例与隧道行为强度呈现U型关系，存在“监管激励效应”及“合谋掏空效应”。

在理论、实证研究及监管博弈分析的基础上，笔者提出政策建议：在中国未来的证券市场改革过程中，要避免中小股东利益被侵害现象的发生，就应当在各级证券监管机构实行领导问责制，增加其在监管过程中失职失误给自己带来的损失；同时，健全市场监管机制和外部治理机制，实施上市公司的分类分级管理，把有限的监管资源集中用在那些隧道行为动机强的公司；加大控制股东违规的成本和惩处力度，增加其违规从事隧道行为的潜在成本，压制其投机心理，规范控制权市场，增强股权制衡度；进一步完善上市公司稽查制度，使上市公司在公开、公正、有序的市场环境中健康成长。

# ABSTRACT

---

Messy phenomenons of our country stock market strains millions of shareholders' nerves. Quality of "listed companies", the basic element of stock market, becomes the focus. Shareholders' wealth not only failed to increase with the growth of listed company, but also was manipulated and dispossessed by the unknown Evil Hand. By using theoretical tools of corporate governance, this book concerns the Evil Hand, hoping to find the answer of "who emptied Chinese listed company" .

In recent years, with the increase of family-controlled holding companies, some cases emerge frequently, in which the interests of small shareholders are deprived because of assets transferring. These family-controlled holding companies aim to gather fortune by means of digging tunnel through affiliated transactions. In the book; we choose the whole body of 280 private listed companies by the end of 2004 as research subjects. Under the support of collusion theory, we establish a three-dimensional framework which includes familism, control form and trust pattern , and then analyse the motives and factors of the tunneling behavior to the listed companies by the controlled family shareholders in collusion with

the managers. The research, which distinguishes Capitalists-controlled (CFB) from Entrepreneurs -controlled (EFB), finds out that the levels of the pyramid structure, Control and Cash flow coefficient of deviation of Capitalists-controlled listed companies are higher than those controlled by entrepreneurs. Therefore Capitalists-controlled listed companies have more obvious tendency towards tunneling behavior than EFB. But the enterprise values of the former are lower than the latter.

The results of regression analysis on family occupying of listed companies' capital show: capitalist-families incline to conduct tunnel behavior by the means of establishing multi-layer control chain; members of the entrepreneur-families working in listed company is conducive to the formation of collusion, digging tunnel and transferring resources; companies whose controlling shareholders exist in the form of enterprise groups suffer from being emptied more seriously; in family-controlled listed companies, independent directors have not played an effective supervisory role; the equity ratio of general manager and intensity of the tunneling behavior show U-shaped relationship, "the incentive effects of regulation" and "collusion draining effect" existing.

The policy recommendations of the book are based on the analysis of the game model: a sound legal environment and a good corporate governance mechanism could decrease the possibility that families empty listed companies through tunneling behavior. The increase of the family controlling shareholder equity ratio and the intensity of the tunneling behavior show inverted-U relationship first decreased and then increased. The regulatory strategy of securities regulatory authorities and family irregularities cost show reverse relations, and so do the family irregularities strategy and

the reputation of securities regulatory authorities. Therefore, in the prospective process of reforming China's stock market, if we want to avoid undermining the interests of small shareholders, we should implement leadership accountability system on securities regulatory authorities at all levels, in case of loss. At the same time, we must perfect market regulation mechanism and external mechanisms of corporate governance while enhancing the cost and intensity of penalty of family irregularities. And we should also increase potential costs of tunneling behavior so as to suppress their speculation. Efforts must be made to standardize control of the market and build up equity degrees. Furthermore, listed companies inspection system need to be perfected. Thus, private listed companies could grow healthily in an open, fair, and orderly market environment.

# 目 录

<b>第1章 绪论</b>	<b>/ 1</b>
1.1 问题的提出	/ 1
1.2 上市公司隧道行为：回顾与评论	/ 3
1.2.1 研究回顾	/ 3
1.2.2 研究评论	/ 6
1.3 研究对象、方法与逻辑框架	/ 8
1.3.1 研究对象	/ 8
1.3.2 研究方法与主要指标选取	/ 9
1.3.3 研究思路与逻辑框架	/ 11
1.4 各章内容简介	/ 12
1.5 本书贡献及创新	/ 16
<hr/>	
<b>第2章 合谋理论对隧道行为的解释</b>	<b>/ 17</b>
2.1 委托—代理理论	/ 18
2.1.1 传统委托—代理理论与公司治理	/ 18
2.1.2 双重委托—代理理论与公司治理	/ 20
2.2 合谋理论	/ 22
2.2.1 Tirole 的三层层级组织合谋研究	/ 24

- 2.2.2 Laffont 的监管与合谋分析框架 / 25
- 2.3 合谋理论的应用与检验：隧道行为的  
经验研究 / 26
- 2.4 小结 / 32

---

### 第3章 家族企业治理的变迁路径与存在问题 / 34

- 3.1 中外家族企业治理模式比较 / 34
  - 3.1.1 美国模式 / 34
  - 3.1.2 西欧模式 / 38
  - 3.1.3 东亚模式 / 40
  - 3.1.4 不同模式中的隧道行为 / 42
- 3.2 中国家族企业治理模式演化路径 / 44
  - 3.2.1 家族治理的关系契约模式 / 44
  - 3.2.2 过渡时期的混合契约模式 / 45
  - 3.2.3 规范化的契约治理模式 / 47
- 3.3 家族企业上市的目标选择与存在的问题 / 48
  - 3.3.1 家族企业上市的动力与目标 / 48
  - 3.3.2 上市家族企业治理结构存在的问题 / 51
  - 3.3.3 家族上市公司机会主义行为 / 52
- 3.4 小结 / 53

---

### 第4章 上市公司控制性家族隧道行为的 理论模型 / 55

- 4.1 文献回顾 / 55
- 4.2 模型假设 / 57

4.3	理论模型与分析结果	/	59
4.3.1	家族所有权与隧道行为关系模型	/	59
4.3.2	家族企业隧道行为强度与上市融资规模 关系模型	/	62
4.4	相关讨论	/	63
4.5	小结	/	65

---

## 第5章 上市公司隧道行为的实现形式:

### 关联交易 / 66

5.1	三维度分析框架	/	66
5.1.1	家族主义维度	/	67
5.1.2	控制维度	/	77
5.1.3	信任关系维度	/	79
5.2	家族类上市公司关联交易研究现状	/	84
5.2.1	关联交易的研究回顾	/	84
5.2.2	本书研究样本的分类	/	87
5.3	研究假设的提出	/	89
5.4	数据来源与描述性统计	/	90
5.4.1	变量定义与数据来源	/	90
5.4.2	描述性分析	/	92
5.5	统计检验与结果分析	/	97
5.5.1	企业价值、关联交易与治理结构的关系	/	97
5.5.2	关联交易的影响因素分析	/	103
5.6	小结	/	106

---



## 第6章 上市公司隧道行为的发生机理 / 107

- 6.1 企业控制者的动机 / 107
  - 6.1.1 盈余管理动机 / 108
  - 6.1.2 利益输出动机 / 112
- 6.2 家族企业控制权特征 / 113
  - 6.2.1 家族股独大的股权结构 / 113
  - 6.2.2 金字塔控制结构 / 114
  - 6.2.3 企业集团控股结构 / 115
  - 6.2.4 股权割裂的历史问题 / 116
  - 6.2.5 双重委托—代理问题 / 116
- 6.3 监管法规对中小股东的利益保护  
操作性不强 / 117
- 6.4 小结 / 119

---

## 第7章 上市公司控制性家族隧道行为的 影响因素分析 / 121

- 7.1 公司内部治理机制对隧道行为的作用 / 123
  - 7.1.1 股权结构与隧道行为 / 123
  - 7.1.2 董事会结构与隧道行为 / 124
  - 7.1.3 经理持股与隧道行为 / 125
  - 7.1.4 企业集团与隧道行为 / 127
- 7.2 研究设计 / 128
  - 7.2.1 数据来源与样本选择 / 128
  - 7.2.2 研究变量和模型 / 130
  - 7.2.3 描述性统计说明 / 131