

中国财务与投资前沿研究丛书

股权分置改革后控股股东新的 掏空行为研究

A Study on New Tunneling Behaviors by Controlling
Shareholders after Non-tradable Share Reform in China

吴育辉 ©著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

中国财务与投资前沿研究丛书

股权分置改革后控股股东新的 掏空行为研究

吴育辉 ©著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

股权分置改革后控股股东新的掏空行为研究/吴育辉著. —北京: 北京大学出版社, 2012. 4

(中国财务与投资前沿研究丛书)

ISBN 978-7-301-20536-5

I. ①股… II. ①吴… III. ①上市公司—股份制—研究—中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 065227 号

书 名: 股权分置改革后控股股东新的掏空行为研究

著作责任者: 吴育辉 著

策 划 编 辑: 朱启兵

责 任 编 辑: 叶 楠 樊 果

标 准 书 号: ISBN 978-7-301-20536-5/F · 3143

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 电子邮箱: em@pup.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

印 刷 者: 三河市北燕印装有限公司

经 销 者: 新华书店

650 毫米×980 毫米 16 开本 13 印张 200 千字

2012 年 4 月第 1 版 2012 年 4 月第 1 次印刷

印 数: 0001—3000 册

定 价: 32.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

编委会名单

主 编

吴世农/厦门大学

编委(按拼音排序)

曹 勇/南洋理工大学	陆正飞/北京大学
陈小悦/清华大学	曲晓辉/厦门大学
陈 晓/清华大学	沈艺峰/厦门大学
陈信元/上海财经大学	孙 谦/厦门大学
陈志武/耶鲁大学	孙 铮/上海财经大学
洪永森/康奈尔大学	仝允桓/清华大学
李若山/复旦大学	张 华/香港中文大学
李善民/中山大学	张 维/天津财经大学
刘 锋/麦吉尔大学	赵德武/西南财经大学
刘 力/北京大学	周春生/长江商学院
刘志远/南开大学	

总 序

综观过去 30 年公司财务 (Corporate Finance) 与资本市场 (Capital Market) 的研究动态,这一领域的研究发生了一些革命性的变化,通过不同学科 (例如,经济学、心理学、法学、非线性动力学、金融学、投资学、会计学和审计学等) 的相互碰撞和融合,产生了一系列具有挑战性的新课题。我认为,以下四方面新的研究课题反映了当代公司财务和资本市场研究发展的新趋势。

第一,公司财务和资本市场的研究与公司治理的研究相互融合,探讨公司治理是否对公司财务产生影响、为什么影响和如何影响。传统的公司财务都是在一般均衡条件下讨论成本最小化或收益最大化,而忽略了公司的股权结构、董事会构成、总经理与董事会关系、经理持股、经理薪酬制度等对公司财务政策的影响。事实上,近年来的许多案例和研究成果都表明,无论是在国内还是在国外,公司治理因素对公司财务政策选择和业绩都具有显著影响。但迄今为止,在公司治理如何影响公司的资本结构、融资方式、股利分配政策、投资决策和业绩等方面,并没有明确的结论;公司治理是否影响公司资产定价,即“公司治理溢价”(Corporate Governance Premium)是否存在? 等等。由此可见,公司财务与公司治理之间的关系仍是一个值得深究的“谜”!

第二,公司财务和资本市场的研究与心理学及行为科学的研究相互融合,探讨管理者和投资者的非完全理性行为是否以及如何影响公司财务政策、投资决策和资产定价等。传统的公司财务和投资理论都是在理性投资者或管理者的前提下讨论财务理论和投资理论的,但研究发现,不仅投资者存在非理性行为,而且管理者也存在非理性行为。这些发现对

传统的财务理论和投资理论无疑是个巨大的挑战。也正是由于这些发现,使得研究者开始从心理学的视角来解释公司财务和资本市场存在的某些反复出现却难以用传统的财务理论和投资理论来解释的“异象”(Anomalies),例如,为什么股票价格涨(跌)得越快,投资者买(卖)得越多,即使股价已经超过(低于)其价值?从心理学角度研究投资行为和理财行为,推动了行为金融(Behavior Finance)和行为公司财务(Behavior Corporate Finance)这些新思想和新理论的产生与发展。

第三,公司财务和资本市场的研究与法律的研究相互融合,探讨法律是否以及如何影响公司财务政策和投资行为等。法律作为公司外部治理变量,早年属于公司治理研究的范畴,但近年来,法律与公司财务及投资的关系研究纷纷兴起,特别是投资者法律保护是否影响公司的股权结构、财务政策选择和投资决策?投资者法律保护是否能够提高公司的价值?等等。当前,“法律与金融”(Law and Finance)以及“法律与公司财务”(Law and Corporate Finance)已经成为财务和资本市场研究的新领域。

第四,公司财务和资本市场的研究与微观结构(Microstructure)的研究相互融合,探讨从微观的视角,采用高频数据(High Frequency Data),研究投资者潜在需求如何最终转化为公司资产价格和交易量的过程。更具体地说,微观结构思想和方法的导入,使得我们能够更加细致地观测各种信息与资产价格及交易量之间的变动过程和关系、价格形成与交易规则之间的关系、信息透明度与交易行为及交易策略的关系、流动性程度与资产收益的关系,也有助于我们从市场微观结构解释股票首次公开发行(IPO)、股票拆细、小公司股票筹资、境内资本市场分割、外汇交易市场等“谜题”。

本系列丛书的作者正是立足财务与投资研究的前沿,结合国情,以中国上市公司和资本市场为研究对象,针对中国上市公司面临的财务政策、融资与投资决策、公司治理与财务管理、投资者行为等相关问题展开专题研究,发现并提出许多具有科学意义和应用价值的结论和建议。我相信,本系列丛书所介绍的研究成果,不但有助于我国高校理财、会计、金融、投资专业的教师和研究生,也有助于证券业研究机构的研究人员拓展研究

思路,拓宽研究视野,掌握研究动态和深化我国财务和投资的研究;不但有助于我国上市公司、投资基金和证券业的财务和投资管理工作者深入了解我国上市公司财务管理和资本市场面临的问题以及公司的财务行为、投资者行为和资本市场的变化趋势,掌握基于价值创造理念以科学地制定上市公司的财务政策和投资决策的原理,进一步完善上市公司的财务制度和治理结构,做好财务管理工作,也有助于证券监管机构的管理者了解上市公司的财务行为及其成因,以及资本市场投资者行为及其成因,为制定和完善我国证券市场监管政策提供科学依据。

本系列丛书的撰写和出版得到福耀玻璃工业集团总裁曹德旺先生的关心和支持。福耀玻璃工业集团本着办好民族企业和为股东创造价值的理念,艰苦创业,注重技术创新和管理创新,强调品质第一,以质量强化品牌,不断开拓市场,研究国内外市场需求变化,加强财务管理,追求投资效益。福耀玻璃工业集团所生产的汽车玻璃先后赢得了国内外诸多荣誉,成为优秀的民族品牌,企业的经济效益也日益上升,成长为一个“价值创造型企业”,不断为股东创造价值,并为投资者带来丰厚的回报。曹先生办企业兴民族产业的卓越领导才能,举善事以回报社会的爱国爱乡之心,有口皆碑。我谨代表本系列丛书的全体作者,真诚地感谢曹先生和福耀玻璃工业集团对学术研究的支持!

本系列丛书的出版,得到原北京大学出版社梁鸿飞博士及北京大学出版社其他同事的理解和支持。梁博士以敏锐的学术眼光和高超的专业精神,对本系列丛书的定位、选题、学术价值、编委会组成等,提出了诸多宝贵的意见和建议,特此致谢!此外,本系列丛书的编选和出版,还得到国内外同行专家的帮助和支持,他们都是财务与投资研究领域的杰出学者。因此,我还要代表全体作者深深感谢全体编委会成员,他们为提高这套丛书的学术价值和质量作出了重要的贡献!

吴世农

2006年2月于厦门大学芙蓉湖畔嘉庚楼

前 言

控股股东掏空长期以来是我国资本市场存在的一个顽疾。控股股东通过占用上市公司资金,利用上市公司进行违规担保,以及其他关联交易侵害上市公司和中小股东利益的案例屡见不鲜,对我国资本市场的健康发展造成了非常恶劣的影响。2005年4月,股权分置改革启动,一方面解决了股权分置现象;另一方面,在推进股权分置改革的同时,监管机构也积极出台各项法律法规,加强上市公司治理,提高中小投资者保护。2006年年底,随着股权分置改革的基本完成,控股股东原有的掏空行为在很大程度上得到遏制。

本书在收集、分析和借鉴国内外文献的基础上,结合我国的制度背景分析,以股权分置改革后是否产生控股股东新的掏空行为这一问题作为研究的出发点,围绕股权分置改革后新出现的三种控股股东及上市公司的财务行为——“股票减持”、“定向增发”和“股权激励”,展开案例分析和实证研究,探讨其中存在的控股股东掏空行为,并研究公司内部治理机制对制约控股股东掏空行为的作用。本书发现,股权分置改革后我国上市公司的控股股东掏空行为,从违规占款和关联交易等“现金流掏空”或“资产掏空”行为,转变为更加隐蔽的“股权掏空”行为,即通过各种手段来低买高卖上市公司股权,在二级市场上套取中小股东利益,而公司内部治理机制,特别是董事会治理机制,无法对控股股东新的掏空行为起到有效的约束作用。我希望通过本书的研究,能够引起监管机构对股改后控股股东“股权掏空”行为的重视,并出台相应的措施制约控股股东新的掏空行为,保护中小投资者利益。

本书的成稿离不开许多教导、关心和帮助我的老师。首先,我要感谢我的导师吴世农教授,他不仅在学术方面对我悉心指导和严格要求,而且在生活方面也对我关心备至。其次,我要感谢沈艺峰教授、沈维涛教授、

屈文洲教授、李常青教授和王志强教授等厦门大学管理学院的老师,他们对本书的写作提供了非常重要的指导和帮助。最后,我还要感谢复旦大学的吕长江教授、重庆大学的刘星教授和湖南大学的杨胜刚教授,他们同样对本书提出了非常宝贵的建议和意见。

此外,本书的出版要特别感谢国家自然科学基金委员会青年科学基金项目“股权掏空、公司价值与投资者保护”(项目批准号:71102059)和中央高校基本科研业务费专项资金(项目编号:2010221028)的大力资助。感谢北京大学出版社对本书的出版,感谢林君秀老师、朱启兵老师和叶楠老师为本书出版付出的辛苦工作。

最后,将本书送给长期关心和支持我的家人!

吴育辉

2012年3月18日

于厦门大学管理学院

摘 要

管理层与股东之间的代理冲突长期以来一直是公司治理研究的焦点 (Berle 和 Means, 1932; Jensen 和 Meckling, 1976)。但自从 1997—1998 年亚洲金融危机爆发之后,越来越多的学者开始将关注点集中在控股股东与中小股东之间的代理问题上。Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer (2000) 将控股股东对中小股东的利益侵占称为控股股东“掏空”(Tunneling)。^①

股权分置改革之前,控股股东的掏空行为在我国资本市场上屡见不鲜,其中一种解释就是我国上市公司“一股独大”和“股权分置”并存,即上市公司存在控股股东,且其持有的股票无法上市流通,使得控股股东不关心上市公司的股价表现,从而导致控股股东与中小股东之间存在严重的利益冲突,引发控股股东屡屡通过占用上市公司款项、违规担保、配股融资等方式掏空上市公司资产,损害中小投资者的利益。

2005 年 4 月,中国政府和监管机构决定启动股权分置改革,一场具有中国特色的股权分置改革拉开序幕。股权分置改革一方面解决了我国资本市场长期存在的股权分置现象;另一方面,在推进股权分置改革的同时,监管机构也积极出台各项加强公司治理、提高中小投资者保护的法律法规,旨在遏制控股股东的掏空行为。那么,控股股东掏空行为在股权分置改革之后是否还继续存在呢?如果存在,又是以何种形式表现出来呢?上市公司内部治理机制能否对控股股东掏空行为发挥有效的监督和约束作用?

^① 在国内一些文献中,“Tunneling”一词也有翻译为“隧道效应”(刘俏和陆洲,2004;张祥建和郭岚,2007),“隧道挖掘”(唐清泉、罗党论和王莉,2005;刘慧龙、陆勇和宋乐,2009)或“利益输送”(刘峰和贺建刚,2004),但大部分文献都将其翻译为“掏空行为”(李增泉、孙铮和王志伟,2004;高雷、何少华和黄志忠,2006;吕长江和肖成民,2006;叶康涛、陆正飞和张志华,2007)。

带着这些问题,本书在收集、分析和借鉴国内外文献的基础上,结合我国的制度背景分析,以股权分置改革后是否产生控股股东新的掏空行为这一问题作为研究的出发点,围绕股权分置改革后新出现的三种控股股东及上市公司的财务行为——“股票减持”、“定向增发”和“股权激励”,展开案例分析和实证研究,探讨其中存在的控股股东掏空行为,并研究公司内部治理机制对制约控股股东掏空行为的作用,最后根据研究结论提出政策性建议。

全书共分为七章,各章的主要内容安排如下:

第一章为导论,具体内容包括研究背景与选题动机,研究思路、主要内容和研究框架,以及改进与创新之处。

第二章为文献回顾,首先介绍大股东在世界范围的普遍存在及其在公司治理中的作用,然后对国内外控股股东掏空行为的相关文献进行梳理和回顾,最后总结归纳出已有研究存在的不足之处,为本书的研究提供系统的文献支持。

第三章对本书所研究问题的相关制度背景进行分析。本章一方面介绍了股权分置改革前我国控股股东掏空行为的主要特点,股权分置改革的主要进程及其对控股股东利益获取方式产生的影响;另一方面介绍和分析了股权分置改革后控股股东及其上市公司三种新的财务行为——股票减持、定向增发和股权激励在产生和发展过程中所处的相关制度背景。

第四章探讨和研究了控股股东在股票减持过程中的掏空行为。笔者首先通过典型案例分析,提出控股股东在股票减持过程中存在操控上市公司重大信息披露的行为,即第一种新的掏空行为。之后在文献分析的基础上,构建研究假设,收集样本数据,设计统计检验方案,分析和验证控股股东是否以及如何通过操控上市公司重大信息披露来提高其股票减持收益,并研究公司内部治理机制是否对控股股东的信息操控行为发挥有效的约束作用。

第五章探讨和研究了控股股东在定向增发过程中的掏空行为。笔者首先通过典型案例分析,提出控股股东在定向增发过程中存在时机选择和停牌操控行为,即第二种新的掏空行为。之后在文献分析的基础上,构建研究假设,收集样本数据,设计统计检验方案,分析和验证控股股东是否以及如何通过时机选择和定向增发前的停牌操控来节约其购买增发新

股的成本,并研究公司内部治理机制是否对控股股东的时机选择和停牌操控行为发挥有效的约束作用。

第六章探讨和研究了控股股东在股权激励过程中的掏空行为。笔者首先通过典型案例分析,指出控股股东和经理人为一体的公司,在股权激励过程中存在“自我激励”和制定过度宽松的绩效考核指标的行为,即第三种新的掏空行为。之后在文献分析的基础上,构建研究假设,收集样本数据,设计统计检验方案,分析和验证控股股东是否以及如何通过实施“自我激励”并制定过度宽松的绩效考核指标,将上市公司的大部分经营成果转移至自己或利益一致人手中,并研究公司内部治理机制是否对控股股东操纵股权激励方案的行为发挥有效的约束作用。

第七章是全书的总结,具体包括主要结论,研究启示与政策建议,并分析了本书研究的局限性及未来的研究方向。

本书研究获得以下几个主要结论:

第一,股权分置改革后,控股股东的利益获取方式发生了重大变化,由向上市公司掏取收益,转变为向二级市场投资者掏取收益。旧的掏空行为消失,新的掏空行为又出现了。这种现象主要是由于股权分置改革后控股股东“一股独大”的本质没有发生变化,加上法律法规的改善并未有效提高控股股东的违规成本,从而无法真正对控股股东的违规行为产生威慑作用,因此,控股股东的掏空动机和能力并没有得到实质性的改变,控股股东仍将试图通过新的手段实施对中小股东利益的掏空。

第二,股权分置改革后,控股股东掏空行为虽然继续存在,但其掏空方式发生了新的变化,呈现出新的表现形式,具体而言:(1)在股票减持过程中,控股股东通过操控上市公司的重大信息披露,即在减持前披露好消息,或(并)将坏消息延迟至减持后披露,来提高股票的减持价格,或(并)延缓股票减持价格下跌,进而提高控股股东在股票减持中的收益。(2)在上市公司对控股股东的定向增发过程中,控股股东通过操控上市公司实施增发前的时机选择和临时停牌,将增发价格锁定在较低的价格,从而帮助控股股东节约购买新股的成本,以低价获取上市公司更多股权,为其今后的股票减持提供更多低价“筹码”。(3)在控股股东和高层管理者一体化的上市公司,控股股东通过在股权激励过程中实施“自我激励”,并设定宽松的绩效考核指标体系,使控股股东非常轻松容易、“名正言顺”地获

得并兑现股票期权,一方面导致控股股东将大部分经营成果转移到自己或利益一致人手中,另一方面为控股股东今后的减持行为提供更多的股票。

第三,与股权分置改革之前的控股股东掏空行为相比较,股改后由于控股股东的利益获取方式发生了重大变化,控股股东掏空行为也呈现出新的特点,主要体现在:(1)从掏空对象来看,控股股东由股权分置改革前对上市公司的“现金流掏空”或“资产掏空”,即对上市公司现金和资产的偷窃和掠夺,转变为股权分置改革后的“股权掏空”,即通过低价取得股票并高价减持股票,摊薄中小投资者的股权比例,进而盘剥二级市场的中小投资者。(2)从掏空普遍性来看,与股改前普遍存在的控股股东掏空行为相比较,由于距离股改完成的时间不过短短的4年,股票减持、定向增发以及股权激励行为大多处于初步发展阶段,仅有少量上市公司参与其中,涉及金额相对于上市公司市值而言也不是很大。(3)从掏空方式来看,控股股东由股权分置改革前赤裸裸的掠夺、欺诈、偷窃等非法掏空方式,转变为股权分置改革后隐蔽性更强的掏空方式,而且往往都是在合法的幌子下进行的,使得投资者和监管机构更加难以辨别。(4)从掏空程度和后果来看,股权分置改革前,控股股东掏空行为披露时往往出现显著为负的市场反应;股权分置改革后,由于投资者对新的控股股东掏空行为认识不足,控股股东掏空行为披露时的市场反应往往显著为正。股权分置改革前,控股股东掏空行为往往对上市公司的经营管理活动 and 公司绩效造成严重危害;股权分置改革后,控股股东掏空行为对上市公司经营管理活动 and 公司绩效的危害程度有了明显的降低,但对二级市场上中小投资者的利益侵害并没有发生变化。

第四,公司内部治理机制,特别是董事会治理机制,无法对控股股东新的掏空行为起到有效的约束作用。究其原因,笔者认为,由于控股股东的“一股独大”,能够对公司董事会的构成和运行效率起到决定性作用,如聘用与自己关系良好的独立董事,而回避对自己严格监督的独立董事,这样一来,缺乏独立性的董事会就只能对控股股东唯命是从,自然也就无法发挥有效的监督作用。

本书研究的改进与创新在于:

第一,研究选题创新。本书结合中国国情,系统性地将研究的焦点集

中在股权分置改革之后我国上市公司控股股东新的掏空行为及其表现形式。股权分置改革后,我国相关法律法规的完善有效地约束了上市公司控股股东原有的掏空行为——控股股东占款、违规担保、配股融资等。但是,掏空行为是否就此消失了呢?围绕这一问题,笔者探讨股权分置改革后,我国上市公司的控股股东是否出现新的掏空行为?如何掏空?公司内部治理是否可以有效地遏制控股股东新的掏空行为?笔者以股权分置改革后上市公司及其控股股东出现的三种新的财务行为——“股票减持”、“定向增发”和“股权激励”作为本书研究的出发点,通过案例分析和系统性的实证研究,发现并揭示了这三种财务行为背后隐含的新的控股股东掏空行为及其表现形式,并分别研究和探讨了公司内部治理机制对三种掏空行为的约束作用。研究股权分置改革后我国控股股东这些新的掏空行为,一方面丰富了关于上市公司控股股东掏空行为和方式的理论研究,并提供了新的经验证据;另一方面,有助于投资者和监管机构更加深入地了解股权分置改革后控股股东新的掏空行为、方式及其危害性,进一步加强监管,提高对中小投资者的法律保护程度。

第二,研究视角和内容创新。主要表现为:(1)以前的文献大多从“现金流掏空”或“资产掏空”的角度研究控股股东掏空行为,例如研究控股股东对上市公司的资金占用、上市公司违规担保和配股融资“圈钱”;而本书尝试从“股权掏空”的角度,即内部人交易、摊薄性定向增发、基于股权的激励性薪酬,研究控股股东的掏空行为。(2)以前的文献大多以“财务指标”为载体,研究控股股东对财务信息的盈余管理和操控行为;而本书尝试从控股股东对上市公司信息披露行为的操控,增发时机的选择和停牌操控,以及对上市公司股权激励方案的操控等“非财务指标”的角度研究控股股东掏空行为。(3)以前的文献主要关注控股股东“显性”的掏空行为及其表现形式和特征;而本书重点研究控股股东“隐性”的掏空行为及其表现形式和特征。(4)本书还从上市公司发布的相关公告入手,深入探讨这些新的掏空行为的整体设计和实施流程,背后隐藏的控股股东掏空动机以及内部治理机制对控股股东掏空行为的约束作用,为研究控股股东掏空行为提供了新的研究视角和研究内容。

第三,研究方法改进。笔者采用案例分析与实证研究相结合的研究方法,从现象和案例分析入手,结合文献梳理和理论模型分析,构建了 15

个相关的研究假设,而后收集样本数据、设计实证方案进行了大样本研究,检验并验证了我国上市公司控股股东通过采取三种新的掏空方式,损害了中小投资者的利益。具体的实证方法包括:(1)应用事件研究法和 Logistic 回归分析方法,构建检验模型,用于检验控股股东如何通过操控上市公司重大信息披露,从而实现掏空目的。(2)应用回归分析方法,构建检验模型,用于检验控股股东如何通过时机选择和停牌操控,低价对控股股东实施定向增发,从而实现掏空目的。(3)初步设计出一套绩效考核指标的评价体系,用于评价和检验股权激励过程中控股股东和管理者如何通过“自我激励”并操控绩效考核指标的设计,从而实现掏空目的。由于本书所研究的问题是新出现的问题,这些研究方法具有探索性和新意,一方面为未来的相关研究提供分析工具和方法;另一方面有助于监管机构和投资者更加直观地认识股权分置改革后我国上市公司控股股东新的掏空行为和表现形式,同时认识内部治理机制是否在其中发挥了约束作用。

本书的研究也存在一些局限性。一是控股股东掏空行为的代表性问题。本书选择的三种控股股东掏空行为并不能涵盖股权分置改革后控股股东所有的掏空行为,可能忽略掉控股股东其他的掏空行为,例如控股股东可能将劣质资产注入上市公司来换取对上市公司更多的股权。二是在本书的实证研究中,样本量较少,在一定程度上影响研究结论的稳健性。这主要是由于目前距离股改完成的时间较短,控股股东这些新的掏空行为尚处于起步阶段,并未扩展到全部上市公司中。三是本书主要研究了股权分置改革后资本市场上是否存在控股股东新的掏空行为,以及新的掏空行为的具体表现形式,但并未对控股股东掏空程度的主要影响因素展开理论和实证研究。笔者认为,只要控股股东因掏空行为所获得的收益远远超过其付出的成本,控股股东对中小股东的利益侵害行为就不会停止,无论在国内或国外,对控股股东各种具体掏空行为的研究在未来一段时间仍将是一个具有挑战性的研究课题。

Abstract

The key point about corporate governance in the firms suggested by Berle and Means (1932) and Jensen and Meckling (1976) is that there exists an agency problem between top management and shareholders. However, since the Asian financial crisis happened during 1997—1998, more and more scholars have focused their attention on another agency problem between controlling and minority shareholders. Since the controlling shareholders may expropriate benefits from minority shareholders, Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (2000) call such behaviors “tunneling”.

In China, tunneling behaviors by controlling shareholders were pervasive in listed firms before 2005. One excuse is that ownership concentration is high in listed firms and stocks held by controlling shareholders can not be sold in stock exchanges, which results in unconcern for stock prices by controlling shareholders and leads to serious interest conflicts between controlling and minority shareholders.

With the beginning of non-tradable share reform since April 2005, controlling shareholders get transferring rights of their stocks by giving up some stocks to minority shareholders. At the same time, regulatory institutions, such as China Securities Regulatory Commission, or CSRC, and State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council, or SASAC, carry out lots of rules to control tunneling behaviors by controlling shareholders. Based on this background, there are some interesting questions to answer. First, do tunneling behaviors disappear after non-tradable share reform? Second, if there still are some

expropriations by controlling shareholders in listed firms, how do they exist? Third, how does internal corporate governance work to monitor and control such tunneling behaviors by controlling shareholders?

To answer these questions, I review lots of related literature on tunneling, both in China and abroad, and do an analysis on institutional background in China. Then, I select and discuss three new types of financial behaviors by controlling shareholders and listed firms after non-tradable share reform, which are stock-selling behaviors by controlling shareholders, equity private placements by listed firms, and executive stock options in listed firms, to find out some evidence of new tunneling behaviors in such activities. Finally, I explore the effects of internal corporate governance on controlling tunneling behaviors by controlling shareholders and give some suggestions for regulatory institutions.

This book consists of seven chapters.

Chapter 1 is the introduction, which briefly introduces the research background and motivation, research issues and framework, and research improvements and innovations.

Chapter 2 reviews the literature on tunneling. In this chapter, I firstly review literature about relation between large shareholders and corporate governance. Then I introduce theoretical and empirical studies on tunneling in China and abroad. Finally, I make some comments on these papers.

Chapter 3 summaries the main characteristics of tunneling behaviors before non-tradable share reform firstly, then introduces the proceeding of non-tradable share reform in China as well as the changes of controlling shareholders' interests caused by this reform. After that, I analyze the institutional background for stock-selling behaviors by controlling shareholders, equity private placements and stock option plans by listed firms.

Chapter 4—6 analyze new tunneling behaviors during stock-selling