关联方非经营性资金占用清偿完毕公告的市场反应研究

韩维芳(博士)，沈佳瑜

【摘要】以关联方非经营性资金占用强制偿还这一独特的监管规定为背景，采用事件研究方法，检验关联方非经营性资金占用清偿完毕的市场反应，从而为评价监管政策的执行效果提供参考。研究发现，样本公司在清偿完毕日的市场反应显著为正，清偿方式、股权结构、是否为ST公司会显著影响清偿公告的市场反应，而清偿时间、股权性质、审计师规模、审计意见在一定程度上影响市场反应。

【关键词】资金占用；清偿完毕公告；市场反应

【中图分类号】F230　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2016)24-0024-5

一、引言

2003年证监会发布了《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》，对上市公司与控股股东及其他关联方的资金占用问题进行了规定。2004年《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中第十条明确提及了偿还的方式及偿还期限，提出可以采取现金清偿、红利抵债、以股抵债、以资抵债等方式，且需要在2006年底前偿还完毕。

我国上市公司的关联方交易长期以来都处于一个较高的水平。由于大股东占用资金而陷入困境的上市公司也屡见不鲜，猴王股份、幸福实业、三九药业、济南轻骑等都是鲜明的例证。经营性资金占用行为产生于正常的经营活动，日后无法偿还的风险较小。而控股股东的非经营性资金占用行为，产生于大股东自身的经营困难、多元化投资需求、帮助股份公司扭亏进行的收购过程(杨丽娟，2004)，其目的很可能是侵占上市公司的利益，这增加了日后不能偿还或不能及时偿还的风险，2006年的清欠风波也主要针对的是非经营性资金占用事项。上市公司收到非经营性资金偿还款之后，可以减少企业无法收回款项的不确定性，从而增加了公司的价值，投资者是否会给予积极的反应呢?市场对于不同偿还时间以及不同偿还方式的事件是否会给予不同的反应?不同公司治理结构下的市场反应是否不同?本文以关联方非经营性资金占用强制偿还这一独特的监管规定为背景，采用事件研究方法，检验关联方非经营性资金占用清偿完毕的市场反应。

本文的研究贡献为：第一，Ball(2009)提出市场机制和监管机制是约束上市公司财务造假的两种重要机制，关联方非经营性资金占用强制清偿是一项重要的监管机制，本文的研究有助于评价监管政策的效果。第二，关联方资金占用与公司治理机制有关，本文进一步关注公司治理机制对监管政策执行效果的影响，有助于了解公司治理机制的作用。第三，本文以2006年的监管政策为背景，但现阶段仍有上市公司存在关联方资金占用行为，而新三板公司中关联方资金占用现象更严重，重新理解监管政策的执行效果仍有现实意义。

二、文献回顾及假说提出

关联交易的产生可以从效率观和机会主义观两个角度来解释。Coase(1937)提出企业和市场都是资源配置的组织方式，市场交易存在一定的不确定性和风险，当企业外部交易的成本高于内部交易的成本时，企业选择内部交易可以提高企业的经营效率。可见，关联交易可以提高企业的经营效率。而Shleifer和Vishny(1986)提出大股东持股比例的增加提高了大股东谋取私人利益(控制权私有收益)的能力。Johnson et al.(2000)发现控股股东通过“利益输送”等一系列方式实施对上市公司的“掏空”，进而降低了公司的价值。可见，关联交易也可能是控股股东进行利益输送的方式，进而降低了公司的价值。

那么在我国，关联方交易究竟扮演着什么样的角色呢?已有的文献大都支持“掏空”假说，如李增泉等(2005)发现不同目的的并购重组会对上市公司的业绩产生不同的影响；张

【基金项目】国家自然科学基金项目(项目编号：71502108)；上海市晨光项目(项目编号：14CG58)；上海高校青年教师培养资助计划(项目编号：ZZLX15001)；高校创新创业教育基地(项目编号：10-7109-04-012)

祥建等(2007)得出配股后的关联方资金占用降低了公司价值的结论。但也有文献支持效率观,如刘凤委等(2007)得出制造业的关联购销有利于提高上市公司价值的结论。同时也有文献认为两方面作用共存,如洪剑峭等(2005)得出关联购销与价值相关性之间呈倒"U"型关系的结论。与其他方式相比,关联方资金占用并不是一把"双刃剑",受益的仅是资金占用方,而带给资金提供方的仅是风险。

上市公司控股股东及关联方占用上市公司资金的行为严重侵害了中小股东的利益,同时增加了上市公司被处罚和无法收回款项的潜在风险,进而导致资本市场的消极反应及公司价值的降低。因此,本文预期投资者会给予非经营性资金占用偿还完毕公告以正的反应。据此,本文提出假说1:

假说1:投资者给予控股股东及其他关联方非经营性资金占用清偿完毕的上市公司以正的市场反应。

控股股东及关联方可以采取现金、红利抵债、以股抵债、以资抵债等方式偿还占用资金。在2006年的偿还交易中,约有36%以非现金方式进行偿还。在这种偿还方式下,需要对非现金资产进行定价,尽管有中介机构的参与,但仍存在一定人为操纵的空间。这样可能导致流入上市公司的利益低于应偿还的部分,造成了对中小投资者利益的侵害,而现金清偿可以保证应有利益的流入。因此,可以预期市场对于不同清偿方式的反应不同。据此,本文提出假说2:

假说2:投资者给予以现金方式清偿为主的关联方非经营性资金占用的上市公司的市场反应要强于以其他方式清偿的上市公司。

2006年仅有53%的上市公司在6月1日之前完成清欠,不同上市公司清欠的时间不同。陈利军等(2008)的分析显示,控股股东性质、控股股东持股比例、股权制衡、审计师声誉及地区治理均对关联方资金占用清偿进度产生影响。因此,控股股东较早清欠的行为表明上市公司较早消除了资金占用无法及时偿还的不确定性及公司被处罚的可能性,对中小股股东利益的保障程度较高,能够引起更强的市场反应。据此,本文提出假说3:

假说3:投资者给予较早清偿完毕关联方非经营性资金占用上市公司的市场反应要强于较晚清偿的上市公司。

按照控股股东持股比例可以将上市公司分为股权集中型、相对集中型、股权分散型,按照控股股东股权性质可以分为国有和非国有。关联方交易的规模与股权结构和股权性质相关。陈晓等(2005)发现关联交易的规模与第一大股东比例正相关,而与其他股东对第一大股东的制衡能力负相关。李增泉等(2005)发现,控股股东持股比例与关联方资金占用呈倒U型关系,国有企业控制的上市公司其控股股东占用资金高于非国有企业控制的上市公司。控股股东持股比例越高,一方面,其他股东对其的制衡能力越弱;另一方面,在股权分离的背景下,控股股东有动机侵占小股东的利益以获取控制权私有收益而不仅是控制权共有收益。关联方资金占用的偿还虽然减少了控股股东进行利益侵占的方式,但是控股股东仍有动机和能力通过其他方式侵占上市公司和小股东的利益。因此,投资者给予控股股东持股比例较高的上市公司的关联方资金占用偿还公告的市场反应弱于持股比例较低的上市公司。相比国有控股上市公司,民营上市公司存在较严重的控制权共有收益和私有收益的分离,且其代理冲突更严重。据此,本文提出假说4和假说5:

假说4:市场给予控股股东持股比例较高的关联方非经营性资金占用的上市公司的反应要强于控股股东持股比例较低的上市公司。

假说5:市场给予民营控股公司的关联方非经营性资金占用清偿完毕的反应要强于国有控股公司。

刘建民等(2007)和封思贤(2005)发现独立董事制度并不能够降低关联方的资金占用。吕伟等(2007)发现审计师能够对关联方交易发挥有效的监督作用。可见,不同的治理机制会导致不同的代理冲突及关联方资金占用水平。

《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》要求注册会计师在审计上市公司年度财务报告时,若上市公司存在控股股东及其他关联方资金占用的情况,应对其出具专项说明,公司应当就专项说明做出公告。上交所颁发的《关于在2005年年报中披露清理资金占用情况的通知》规定上市公司如存在资金占用问题,应当在2005年年度报告全文的"重要事项"部分的"关联债权债务往来"中,增加披露大股东及附属企业非经营性占用上市公司资金的余额、占用原因及清欠方案。审计师需要对年报出具审计意见,也就要合理保证年报中的有关资金占用余额的准确性和偿还的及时性。同时,不同质量的会计师事务所对大股东制定的偿还进度的监督及执行的力度不同。规模较大的会计师事务所为了维护自己的声誉,能够较好地监督大股东及关联方占用资金按照制定的日程及时且较高质量地偿还。据此,本文提出假说6:

假说6:在短窗口内,市场给予经十大会计师事务所审计的上市公司的关联方非经营性资金占用清偿完毕的反应要强于经其他会计师事务所审计的上市公司。而在长窗口内,两者并没有显著的区别。

在我国,由于大股东占用资金而陷入困境的上市公司屡见不鲜,猴王股份、幸福实业、三九药业、济南轻骑等都是鲜明的例证。在连续两年亏损的上市公司中,70%存在控股股东侵占资金行为。在已退市的15家公司中,经营失败的重要原因之一就是控股股东的侵占行为。袁树民等(2007)也发现关联方资金占用可能导致上市公司的财务舞弊及监管部门的处罚。因此,ST公司关联方非经营性资金的偿还,可以提高该公司的现金流和经营业绩,提高上市公司"摘帽"的可能性,市场给予其更强的反应。据此,本文提出假说7:

假说7:市场给予ST公司关联方非经营性资金占用清偿完毕的反应要强于非ST公司。

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

1. 事件的确定。本文采取事件研究法对研究假说进行实证检验,事件研究的基本要求是有一个相对来说突发性的重要事件,因此,首先要确定该事件。根据证监会的规定,所有的上市公司需要在2006年底之前完成控股股东及关联方非经营性资金占用清偿工作。截至2005年底仍有一些上市公司未完成该清欠工作,本研究选取截至2005年底仍未完成清欠工作且在2006年底已完成清欠工作的上市公司清欠公告为事件,清欠公告日为事件日。

2. 样本公司的确定。本研究以在2006年非经营性资金占用偿还完毕的A股上市公司为样本。在样本选取的过程中进行如下处理:①剔除金融类上市公司;②剔除在2006年之前已经完成资金偿还的上市公司;③为了减少不同监管环境的影响,剔除AH和AB上市公司;④剔除数据缺失的样本。经过整理,最后共找出满足以上条件的A股上市公司334家。

3. 数据来源。本文关联方非经营性资金占用清偿日根据CSMAR中国股票市场研究数据库相关数据并结合证券交易所网站进行手工整理获取,其他数据均来自CSMAR。

(二)检验模型和变量设定

根据上文的分析,采用以下模型来检验研究假说:

$$CAR=\beta_0+\beta_1PAY+\beta_2EARLY+\beta_3SHARE1+\beta_4STATE+\beta_5BIG10+\beta_6ST+\beta_7AUDIT+\varepsilon$$

1. 因变量。CAR代表事件期的累计超额回报,通常采用三种方法分别计算超额回报。Brown和Warner(1985)用仿真的方法证明对于非聚类事件,无论是采用均值调整法、市场调整法还是市场及风险调整法计算超额报酬率,都可以得到较高的检验功效。因此,本研究主要采用市场及风险调整法计算超额回报,以其他方法进行稳健性检验。

2. 自变量。PAY代表清偿的方式,若清偿方式为现金,则PAY取值为1,否则为0,这一变量用以衡量不同支付方式的市场反应。EARLY代表清偿时间的早晚,若清偿事件日早于样本清偿事件日中位数,则EARLY取值为1,否则为0,这一变量衡量清偿时间的早晚是否影响该事件的市场反应。SHARE1代表控股股东持股比例,用以衡量不同股权结构是否影响该事件的市场反应。STATE代表股权性质,若2005年年报披露的控股股东为国有控股,则STATE取值为1,否则为0,这一变量用以衡量不同股权性质的市场反应。BIG10代表审计师的规模,若2005年对上市公司进行审计的事务所为国内前十大,则BIG10取值为1,否则为0。ST代表上市公司是否被"特别处理",若上市公司在2006年底仍为ST公司,则取值为1,否则为0。AUDIT代表审计师出具审计意见的类型,若审计师对上市公司2005年的年报出具标准无保留审计意见,则AUDIT取值为1,否则为0。具体变量定义见表1:

表1　　变量定义

变量名	含义
$AR_{i,t}$	公司i在t时的超额回报
CAR[-m,n]	[-m,n]期间的累计超额报酬
PAY	以现金方式进行清偿,取值为1;否则为0
EARLY	清欠时间早于所有清欠时间的中位数,取值为1;否则为0
SHARE1	第一大股东持股比例
FIRSHARE	当SHARE1>50%时,取值为1;否则为0
STATE	当控股股东性质为国有时,取值为1;否则为0
BIG10	当事务所为国内前十大时,取值为1;否则为0
ST	当上市公司在2006年底仍为ST时,取值为1;否则为0
AUDIT	当会计师事务所对2005年的年报出具标准无保留的审计意见时,取值为1;否则为0

四、实证分析

本文的实证分析分为三个部分:首先给出全样本在事件期的超额回报;接着报告不同分组情况下子样本在事件期市场反应的区别;最后进行多变量回归,以验证不同公司对于该事件市场反应的区别。

(一)超额回报及是否显著的检验

表2给出了不同计算方法下的超额回报,并给出了该超额回报是否显著异于0的t值。下页图描述了事件期的超额回报。在事件日附近的窗口[-10,-9]内,最多有3个事件日表现为显著为正的反应。在事件日,无论从经济意义上还是统计意义上,都表现为显著为正且大于其他事件日的市场反应。而在事件日之后的20天内,大多表现为显著为正的市场反应。同时,也可以看出事件日发生了明显的跳跃,市场给予该事件显著为正的反应。这些结果支持本文的研究假说1。

(二)市场反应的组间差异比较

接下来,检验在不同的清偿方式下和不同性质的公司中,针对该公告的市场反应是否存在差异。

清偿方式:在事件日,以现金方式进行清偿的公司(PAY=1)平均超额市场回报为0.0256,以非现金方式进行清偿的公司(PAY=0)平均超额市场回报为0.0072。支持研究假说2。

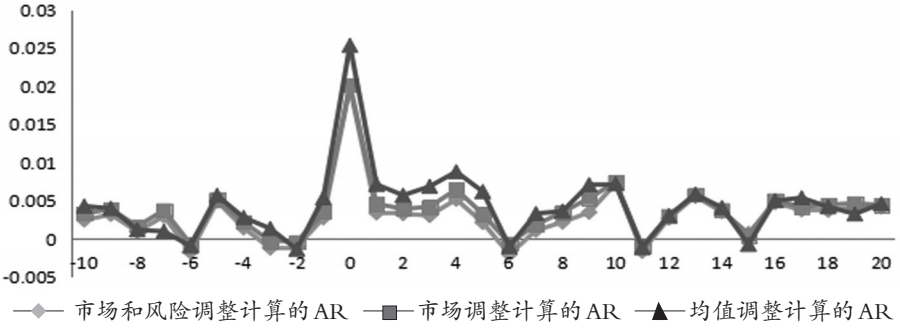
清偿时间:在事件日之前的10天内,早清偿公司(EARLY=1)的超额回报并没有显著高于晚清偿公司(EARLY=0)。但在事件日之后,早清偿公司的市场反应强于晚清偿的公司。支持研究假说3。

股权结构:在[-10,10]事件窗口内,仅有-8、-6、-5、6天的FIRSHARE=0的平均回报低于FIRSHARE=1的回报。在事件日,FIRSHARE=0的超额回报为0.0223,而FIRSHARE=1的超额回报仅为0.0145,股权集中型公司的市场反应弱于

表 2　　不同方法下计算的超额回报

事件日	N	市场和风险调整法		市场调整法		均值调整法	
		AR	t 值	AR	t 值	AR	t 值
−10	334	0.0024	1.45	0.0033	1.98**	0.0043	2.24**
−9	334	0.0032	1.93*	0.0039	2.38**	0.0040	2.18**
−8	334	0.0009	0.53	0.0016	0.93	0.0012	0.6
−7	334	0.0030	1.51	0.0037	1.95*	0.0010	0.45
−6	334	−0.0017	−0.94	−0.0007	−0.39	−0.0009	−0.45
−5	334	0.0049	2.63***	0.0052	2.78***	0.0057	2.76***
−4	334	0.0014	0.76	0.0022	1.18	0.0028	1.38
−3	334	−0.0012	−0.66	−0.0003	−0.17	0.0013	0.67
−2	334	−0.0011	−0.64	−0.0004	−0.26	−0.0014	−0.71
−1	334	0.0027	1.05	0.0035	1.38	0.0054	1.98**
0	334	0.0198	3.9***	0.0201	4***	0.0253	5***
1	334	0.0034	1.67*	0.0046	2.27**	0.0071	3.27***
2	334	0.0033	1.65*	0.0039	2.04**	0.0057	2.68***
3	334	0.0030	1.64*	0.0042	2.3**	0.0068	3.44***
4	334	0.0052	2.69***	0.0065	3.43***	0.0088	3.89***
5	334	0.0021	0.82	0.0032	1.27	0.0062	2.14**
6	334	−0.0020	−0.97	−0.0006	−0.32	−0.0010	−0.46
7	334	0.0011	0.66	0.0019	1.15	0.0033	1.65*
8	334	0.0022	1.11	0.0035	1.81*	0.0036	1.61
9	334	0.0035	1.81*	0.0053	2.78***	0.0071	3.22***
10	334	0.0072	3.74***	0.0074	3.94***	0.0072	3.24***
11	334	−0.0017	−0.95	−0.0010	−0.58	−0.0012	−0.53
12	334	0.0027	1.41	0.0030	1.61	0.0030	1.45
13	334	0.0055	2.93***	0.0058	3.06***	0.0058	2.88***
14	334	0.0035	1.98**	0.0038	2.14**	0.0041	2.01**
15	334	0.0007	0.39	0.0004	0.24	−0.0007	−0.34
16	334	0.0047	2.8***	0.0050	3.06***	0.0050	2.58***
17	334	0.0037	2**	0.0042	2.25	0.0054	2.56***
18	334	0.0037	2.16**	0.0045	2.67***	0.0042	2.23**
19	334	0.0042	2.31**	0.0047	2.59***	0.0032	1.64*
20	334	0.0041	2.5***	0.0044	2.69***	0.0046	2.36***

注：*、**和***分别表示在0.10、0.05和0.01的水平上显著。



不同方法下计算的超额回报

非股权集中型的公司。

股权类型：在事件日之前，民营上市公司的平均市场反应稍强于国有上市公司，民营上市公司CAR[−10，−9]值为0.0168，而国有上市公司的为0.0133。在事件日及之后，民营上市公司的平均市场反应仍强于国有上市公司。支持假说5。

审计师规模：在事件日，BIG10=1和BIG10=0审计下的平均市场反应分别为0.0317和0.0179，市场认为十大对于关联方资金占用清偿发挥了较强的鉴证功能。但在长窗口内，结论减弱。支持假说6。

审计意见、ST：在事件日，2005年被出具标准无保留审计意见公司的平均市场反应为0.0188，而被出具非标准审计意见公司的平均市场反应为0.0242，在事件日及之后的窗口内，被出具非标准审计意见公司的平均市场反应要强于对照组。在事件日及之后，市场给予ST公司的市场反应要强于非ST公司。与假说7一致。

（三）多元回归分析

以不同窗口计算的累计超额回报（CAR）为因变量，共有11个回归方程，具体的回归结果见表3。

支付方式变量（PAY）：在所有的回归中，其回归系数均为正，且其中有8个系数是显著的。

清偿时间早晚变量（EARLY）：在[−10，10]、[−10，20]、[0，10]、[0，20]窗口的回归下，EARLY的回归系数显著为正，其他窗口下EARLY的回归系数不显著区别于0。

股权集中度变量（SHARE1）：回归系数均为负数，且其中有8个系数是显著的，表明市场给予股权集中型公司资金清偿公告的市场反应较弱。

股权性质（STATE）：市场给予国有上市公司清偿事件的市场反应均强于非国有上市公司，在3个窗口内的回归系数显著异于0，这可能是由于民营上市公司控股股东的掏空动机所导致的。

审计师规模（BIG10）：市场给予经十大审计的上市公司关联方资金占用清偿公告[0，1]的CAR在10%的水平上显著为正，在较长窗口[−10，20]、[−10，10]和[0，20]不显著为负，在其他窗口表现为不显著为正。这说明市场认为十大发挥了很好的鉴证功能，能够保证较高质量的清偿，但是这种效应仅在事件日附近较短窗口奏效。

审计意见（AUDIT）：除了CAR[−5，5]和CAR[−10，10]外，其他列回归系数均为负，表明关联方资金占用偿还对被出具非标准审计意见的上市公司的市场反应总体上较强。

对于ST变量，回归系数大多显著为正，说明ST公司的平均市场反应较强。

表 3　　多变量回归结果

自变量及参数	预期符号	因变量										
		CAR [−1,1]	CAR [−3,3]	CAR [−5,5]	CAR [−10,10]	CAR [−10,20]	CAR [0,0]	CAR [0,1]	CAR [0,3]	CAR [0,5]	CAR [0,10]	CAR [0,20]
INTERCEPT	?	−0.0028 (−0.13)	−0.0069 (−0.25)	−0.0082 (−0.25)	−0.0171 (−0.43)	0.03483 (0.79)	0.0028 (0.15)	0.0068 (0.34)	0.0134 (0.58)	0.0271 (1.06)	0.02285 (0.78)	0.07481** (2.05)
PAY	+	0.0393*** (2.76)	0.0330* (1.87)	0.0336* (1.64)	0.0376 (1.48)	0.04847* (1.72)	0.0313*** (2.65)	0.0312*** (2.49)	0.0295** (2.00)	0.0289* (1.77)	0.02265 (1.21)	0.03352 (1.44)
EARLY	+	−0.0008 (−0.06)	0.0135 (0.80)	0.0149 (0.76)	0.0555*** (2.30)	0.10332*** (3.86)	−0.0159 (−1.42)	−0.0124 (−1.04)	0.0087 (0.62)	0.0110 (0.71)	0.04741*** (2.66)	0.09522*** (4.30)
SHARE1	−	−0.0125 (−0.85)	−0.0343* (−1.90)	−0.0470** (−2.23)	−0.0541** (−2.08)	−0.05177* (−1.79)	−0.0035 (−0.28)	−0.0086 (−0.67)	−0.0249* (−1.65)	−0.0313* (−1.87)	−0.04341** (−2.26)	−0.04105* (−1.72)
STATE	+	0.0073 (0.50)	0.0239 (1.30)	0.0348* (1.63)	0.0394 (1.49)	0.01407 (0.48)	0.0107 (0.87)	0.0133 (1.02)	0.0268* (1.75)	0.0271 (1.60)	0.03647* (1.87)	0.01114 (0.46)
BIG10	+	0.0269 (1.53)	0.0274 (1.26)	0.0125 (0.49)	−0.0205 (−0.65)	−0.02961 (−0.85)	0.0240* (1.64)	0.02564* (1.65)	0.0185 (1.01)	0.0160 (0.79)	0.00703 (0.30)	−0.00205 (−0.07)
AUDIT	+	−0.0087 (−0.47)	−0.0060 −0.26	0.0036 (0.13)	0.0215 (0.65)	−0.02209 (−0.60)	−0.0110 (−0.72)	−0.01459 (−0.89)	−0.0257 (−1.34)	−0.0357* (−1.68)	−0.03214 (−1.32)	−0.07575*** (−2.50)
ST	+	0.0434** (2.34)	0.0518** (2.26)	0.0701*** (2.63)	0.0617* (1.87)	0.05257 (1.43)	0.0354** (2.30)	0.0372** (2.28)	0.0305 (1.59)	0.0412* (1.94)	0.04013* (1.65)	0.031 (1.02)
N		334	334	334	334	334	334	334	334	334	334	334
F Value		2.3	2.06	2.19	2.19	3.61	2.49	2.44	2.04	2.41	2.63	4.62
Pr > F		0.0265	0.0475	0.0349	0.0346	0.0009	0.0165	0.0187	0.0491	0.0202	0.0116	<.0001
R−Square		0.0426	0.0383	0.0405	0.0406	0.0653	0.0459	0.0451	0.038	0.0445	0.0484	0.0819
Adj R−Square		0.024	0.0197	0.022	0.0221	0.0472	0.0275	0.0266	0.0194	0.026	0.03	0.0642

注:*、**和***分别表示在0.10、0.05和0.01的水平上统计显著。

五、研究结论和启示

关联方占款成为上市公司和证券市场发展的阻力,证监会要求所有上市公司在2006年底完成关联方资金占用的清偿,那么上市公司执行这一强制性规定的市场反应如何,不同类型公司的市场反应是否存在不同?研究发现,样本公司在完成清欠日的市场反应显著为正,清偿方式、股权结构、是否为ST公司会显著影响清偿公告的市场反应,而清偿时间、股权性质、审计师规模、审计意见一定程度影响市场反应。本文补充了强制性规定执行效果的研究。

主要参考文献:

杨丽娟.上市公司大股东及关联方资金占用的现状与应对措施[J].经济论坛,2004(18).

Ball R.. Market and Political/Regulatory Perspectives on the Recent Accounting Scandals[J]. Journal of Accounting Research,2009(2).

Shleifer A., Vishny R W.. Larger shareholder and corporate conttrol[J]. The Journal of Political Economy,1986(3).

Johnson S., La Porta R., Lopez−De−Silanes F. et al.. Tunneling[J]. The American Economic Review,2000(2).

李增泉,余谦,王晓坤.掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J].经济研究,2005(1).

张祥建,王东静,徐晋.关联交易与控制性股东的"隧道行为"[J].南方经济,2007(5).

刘凤委,张人骥,崔磊磊.地区市场化进程、市场分割与公司关联交易行为[J].财经研究,2007(6).

洪剑峭,方军雄.关联交易和会计盈余的价值相关性[J].中国会计评论,2005(1).

陈利军,李刚,马亚东.关联方资金占用偿还及其影响因素的实证分析[J].财会通讯(学术版),2008(3).

王琨,陈晓.控股股东所有权结构与关联方担保[J].中国会计评论,2007(1).

刘建民,刘星.关联交易与公司内部治理机制实证研究——来自沪深股市的经验证据[J].中国软科学,2007(1).

封思贤.独立董事制度对关联交易影响的实证研究[J].商业经济与管理,2005(3).

吕伟,林昭呈.关联方交易、审计意见与外部监管[J].审计研究,2007(4).

袁树民,杨召华.上市公司财务舞弊与关联方交易——来自中国A股市场的经验研究[J].财会通讯(学术版),2007(1).

作者单位:上海立信会计金融学院会计学院,上海201620