

大股东隧道行为对中小投资者信心 及行为的影响研究

——基于问卷调查

陈 耿, 芮 竹, 陈 诚

(重庆大学 经济与工商管理学院, 重庆 400030)

摘 要: 本文利用问卷调查的方法, 研究了普通中小投资者对大股东隧道行为、投资者保护等问题的认识和理解, 以及隧道行为对中小投资者的信心、行为、投资策略等的影响。通过对问卷结果进行统计与分析, 发现大股东的隧道行为会造成中小投资者信心缺失, 并使投资者做出相应的行为调整, 改变他们对市场发展的判断和看法, 最终给资本市场带来负面影响。

关键词: 隧道行为; 中小投资者; 问卷调查

中图分类号: F275 5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-980X(2010)12-0089-06

1 研究背景

多种因素的影响, 造成我国资本市场的制度建设较为薄弱, 同时上市公司的股权结构较为集中。在这种背景下, 控股大股东经常利用信息优势、资源优势和控制权优势实施“自利”行为, 而这种自利行为往往以损害公司及外部中小股东的利益为代价^[1], 如占用上市公司资源、与上市公司进行不公平的关联交易、转移公司资产, 侵占公司投资机会等^[2]。这种行为被 Johnson 等称作“隧道挖掘”^[3]。此时, 公司治理的主要矛盾是控股大股东与外部中小股东的冲突。股权分置改革后, 我国资本市场进入全流通时代, 但制度建设相对落后和股权集中的状况并未在短期内得到实质性改变, 因此这个矛盾依然存在。并且, 在新的条件下, 大股东隧道行为的实现形式更加多样化而且更具有隐蔽性, 继续给资本市场带来巨大的影响。因此, 深入研究隧道行为在资本市场上产生的各种效应, 具有重要的现实意义。

迄今为止, 国内外学者对控股大股东的隧道行为进行了大量的研究。在研究大股东隧道行为给资本市场带来的影响时, 多数文献都是从控股大股东的角度出发, 考察隧道行为对公司及中小投资者利

益的直接侵占以及由此给资本市场带来的负面冲击。研究发现, 隧道行为降低了上市公司的投资价值, 损害了中小投资者的利益, 使股权的市场定价偏低, 并加大了企业外部融资的困难等^[4]。

应该注意到, 除了其直接影响外, 隧道行为还会通过其他途径对资本市场造成间接影响。其中一个很重要的间接影响途径就是通过影响外部中小投资者对市场的认识、反应和信心, 进而再反馈到资本市场^[5]。从已有资料看, 目前还很少有人从中小投资者认知的角度来研究投资者对大股东隧道行为的认识、理解和反应, 以及由此给资本市场运行带来的间接影响^[6]。因此, 我们试图在这个领域有所研究和发现。

本文以问卷调查为研究方法, 以中小投资者为调查对象, 所设计的一系列问题旨在了解中小投资者对大股东隧道行为的认识、理解和反应, 以及隧道行为对中小投资者信心的影响, 以便于深入掌握大股东隧道行为对资本市场造成的间接冲击。

2 调查问卷的设计^[7]

2.1 设计原则

本次问卷的设计主要是围绕大股东隧道行为是

收稿日期: 2010-09-23

基金项目: 国家哲学社会科学基金项目“全流通条件下的大股东行为、股市泡沫与金融风险防范: 基于隧道理论的视角”(08XJY032); 教育部人文社会科学研究项目“股权全流通条件下的大股东行为及其效应研究: 基于隧道理论的视角”(07JC630009)

作者简介: 陈耿(1973—), 男, 重庆人, 重庆大学经济与工商管理学院副教授, 博士, 研究方向: 公司金融与公司治理; 芮竹(1986—), 男, 重庆人, 重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生, 研究方向: 公司金融与公司治理; 陈诚(1985—), 男, 湖北人, 重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生, 研究方向: 公司金融与公司治理。

否会影响中小投资者信心和投资行为这一中心来设计的。考虑到被调查者的教育背景和专业背景,我们在问卷设计时严格遵循了明确简洁的原则,即尽量避免使用专业词汇以及被调查者不易理解的提法,而尽可能使用通俗易懂的表达方式。同时,在设计问题时,特别注意避免出现提示性和诱导性的描述。本次问卷采用匿名作答方式。

2.2 调查对象

本次问卷调查的对象主要为我国境内 A 股市场的个人投资者。他们投资的资金量小,所持股份占上市公司总股份数的比例微乎其微,属于典型的外部中小投资者。

2.3 问卷内容

本问卷总共设计了 25 道选择题,其中有 6 道多选题、19 道单选题。问卷主要涵盖以下 5 个方面的调查内容: (1) 对调查对象基本情况的了解。包括其受教育情况、入市时间、平均持股时间以及对大股东隧道行为的了解程度。(2) 当大股东利用控制管理层、关联交易等手段掏空上市公司时,调查对象作出的反应及具体操作倾向。(3) 调查普通投资者的重大投资决策与投资者保护之间的关系。例如:投资者长期持有或者重仓持有某只股票时,是否会考虑上市公司大股东行为是否规范、中小投资者是否得到有效保护等因素。(4) 调查对象对两类上市公司(对投资者保护好和对投资者保护差)的看法。例如:投资者是否愿意给予那些对投资者保护好的公司更高的估价。(5) 调查对象对隧道行为与资本市场发展两者之间关系的看法。

3 问卷的调查形式和途径

本次问卷采用了两种调查方式: ①直接到证券公司营业部,向投资者发放并回收问卷。在重庆市内的西南证券、东北证券和国泰君安 3 家证券公司,我们随机选择了 12 家营业部展开问卷调查。②通过与重庆大学经管学院有关管理部门联系,直接向该学院有股票投资经历的 MBA、MPA、MPAcc 学员发放调查问卷。调查时间为 2009 年 6 月 18 日—2009 年 9 月 20 日。本次问卷共发放调查问卷 686 份,总共收回 434 份,其中有效问卷 414 份,有效收回率 60.3%。

4 调查结果统计与分析

下面我们分项报告问卷五大部分的调查情况和统计结果,并对结果进行分析。

4.1 被调查者的基本情况统计与分析

表 1 投资者基本情况统计

问卷题目	选项	被选次数	比例(%)
“是否为专职的投资者?”	是	52	12.6
	否	362	87.4
“是否接受过经济/管理类专业的教育?”	是	287	69.6
	否	127	30.4
“参与股票投资有多长时间?”	1 年以内	126	30.4
	1~ 3 年	105	25.6
	3~ 5 年	84	20.3
	5 年以上	99	23.7
“在实际操作中平均持股时间有多久?”	1 个月以内	66	15.9
	1~ 3 个月	108	26.1
	3~ 6 个月	113	27.1
	6~ 12 个月	58	14.0
	1 年以上	69	16.9

表 2 投资者资金量调查结果统计

问卷题目	选项	被选次数	比例(%)
“近 1 年来,用于股票投资的基金(包括已经购买的股票、股票型基金的价值)平均水平上有多少?”	5 万元以内	231	55.9
	5 万元~ 10 万元	108	26.0
	10 万元~ 50 万元	65	15.7
	50 万元以上	10	2.4
“近 1 年来,您用于股票投资的资金(包括已经购买的股票、股票型基金的价值)占家庭总资产的比例为多少?”	20% 以下	267	64.6
	20%~ 40% 以内	119	28.3
	40%~ 75%	16	3.9
	75% 以上	12	3.1

通过对回收的 414 份有效问卷的统计发现(见表 1): 被调查者中有 12.6% 为专职投资者, 87.4% 为非专职投资者; 从教育背景来看, 有 69.6% 的被调查者接受过经济或管理专业教育, 30.4% 的没有接受过该类的专业教育; 从被调查者入市时间来看, 入市 3 年以内的占到 56.0%, 3 年以上的占 44.0%, “新手”的比例较高; 从持股时间上来看, 有 69.1% 的投资者热衷于短线操作^①。

从投资者所投资资金量来看(见表 2), 近 1 年来, 81.9% 的被调查者用于股票投资的资金在 10 万元以内; 92.9% 的被调查者投资股票的资金占家庭总资产的比例不到 40%, 其中在 20% 以下的占 64.6%。该结果反映出投资者对股票投资的态度是比较谨慎的。

综合来看, 本次被调查者的基本情况与其他研究我国中小投资者情况的资料基本相符, 能满足本次研究的需要。

为了进一步了解被调查者对大股东隧道行为的认知程度, 我们设计了问题: 请问您认为上市公司对中小投资者权益保护不到位可能表现在以下哪些方

① 本文将平均持股时间在 6 个月以内定义为短线操作。

面(多选)”^[8], 调查的统计结果见表 3。由表 3 可见, 大股东与上市公司进行关联交易、大股东挪用占用上市公司资金、上市公司披露信息不及时不完整是被调查者最为熟悉的大股东侵占中小股东利益的 3 种行为。同时, 表 3 显示被调查者对其他形式的隧道行为也有一定的了解。

表 3 投资者对大股东隧道行为认知程度的统计结果

选项	样本 总数	被选 次数	比例 (%)	排名
大股东与上市公司进行关联交易	414	305	73.4	1
为控股股东提供担保	414	178	43.0	6
大股东挪用、占用上市公司资金	414	302	72.9	2
大股东频繁买卖其控制的上市公司股票	414	257	62.3	4
董事会完全由大股东控制	414	234	56.5	5
上市公司向大股东定向增发股票	414	176	42.5	7
上市公司披露信息不及时、不完整	414	300	72.5	3

4.2 中小投资者对大股东隧道行为的反应分析

当大股东利用隧道行为转移上市公司资产、掏空上市公司时, 中小股东为了维护自身的利益不受到侵占, 会采取某些方式来反对或规避大股东的隧道行为^[9]。结合中小股东的行为特征来看, 其主要反应是规避。我们设计了一系列问题来了解投资者在遭遇可能性较大的利益侵占行为时的反应, 并将其调查结果汇总到表 4。从表 4 的问题及其选项设计看, 如果被调查者选择 C 或 D, 说明投资者对已经受到或可能将要受到的利益侵占行为反应强烈, 倾向于卖出或尽快卖出股票, 它表示投资者的信心受到大股东利益侵占行为的严重冲击。

表 4 的统计结果显示: ①当大股东绝对控制董事会或者管理层时, 被调查者选择 C 或 D 项的比例合计占到 31.0%; ②当上市公司与控股股东之间

表 4 投资者对随到行为反应的问卷统计结果列表

问题	选项	被选次数	比例(%)
“当您发现您投资的上市公司的董事会或者管理层由大股东绝对控制时, 您的反应是什么?”	A. 非常乐观, 继续持有股票	30	7.20
	B. 有点乐观, 谨慎持有股票	165	40.10
	C. 有点悲观, 考虑卖出股票	101	24.20
	D. 非常悲观, 尽快卖出股票	28	6.80
	E. 股票走势与此无关, 对自己的操作没有直接影响	90	21.70
“当您发现您投资的上市公司经常与大股东之间发生大额关联交易, 您的反应是什么?”	A. 非常乐观, 继续持有股票	12	2.90
	B. 有点乐观, 谨慎持有股票	99	23.70
	C. 有点悲观, 考虑卖出股票	193	46.90
	D. 非常悲观, 尽快卖出股票	54	13.00
	E. 股票走势与此无关, 对自己的操作没有直接影响	56	13.50
“当您发现您投资的上市公司的控股大股东频繁买卖自己的股票, 您的反应是什么?”	A. 非常乐观, 继续持有股票	18	4.40
	B. 有点乐观, 谨慎持有股票	101	24.60
	C. 有点悲观, 考虑卖出股票	167	40.10
	D. 非常悲观, 尽快卖出股票	84	20.30
	E. 股票走势与此无关, 对自己的操作没有直接影响	44	10.60
“在经济不景气的时候, 上市公司宣布继续为公司高层支付高额的薪酬。您的反应是什么?”	A. 非常乐观, 继续持有股票	12	2.90
	B. 有点乐观, 谨慎持有股票	70	16.90
	C. 有点悲观, 考虑卖出股票	147	35.70
	D. 非常悲观, 尽快卖出股票	105	25.20
	E. 股票走势与此无关, 对自己的操作没有直接影响	80	19.30
“当您发现您投资的上市公司虽然发展较好, 但不进行股利分配或只是象征性分配, 您的反应是什么?”	A. 非常乐观, 继续持有股票	30	7.20
	B. 有点乐观, 谨慎持有股票	105	25.60
	C. 有点悲观, 考虑卖出股票	143	34.30
	D. 非常悲观, 尽快卖出股票	64	15.50
	E. 股票走势与此无关, 对自己的操作没有直接影响	72	17.40
“当您发现投资的上市公司信息披露不及时、不完整或不规范时, 您的反应是什么?”	A. 非常乐观, 继续持有股票	4	1.00
	B. 有点乐观, 谨慎持有股票	78	18.80
	C. 有点悲观, 考虑卖出股票	177	42.50
	D. 非常悲观, 尽快卖出股票	121	29.50
	E. 股票走势与此无关, 对自己的操作没有直接影响	34	8.20
“当监管部门或媒体披露出某公司大股东侵占中小股东权益的事件时, 如果您正好持有该公司股票, 您的反应是什么?”	A. 非常乐观, 继续持有股票	2	0.50
	B. 有点乐观, 谨慎持有股票	32	7.70
	C. 有点悲观, 考虑卖出股票	172	41.50
	D. 非常悲观, 尽快卖出股票	176	42.60
	E. 股票走势与此无关, 对自己的操作没有直接影响	32	7.70

发生大额关联交易时,被调查者选择 C 或 D 项的比例合计占到 59.9%;③当大股东频繁买卖自己的股票时,被调查者选择 C 或 D 项的比例合计占到 60.4%;④当在经济不景气的时候,上市公司宣布继续为公司高层支付高额的薪酬,被调查者选择 C 或 D 项的比例合计占到 60.9%;⑤当上市公司虽然发展较好,但不进行股利分配或只是象征性分配时,被调查者选择 C 或 D 项的比例合计占到 49.8%;⑥当上市公司信息披露不及时、不完整或不规范时,被调查者选择 C 或 D 项的比例合计占到 72.0%;⑦当监管部门或媒体披露出某公司大股东侵占中小股东权益的事件时,被调查者选择 C 或 D 项的比例合计占到 84.1%。

从上述统计结果看,投资者对大股东各种形式的隧道行为均有所认识和理解,并会对这些行为做出不同程度的“规避”反应。

4.3 投资者的重大投资决策与投资者保护的关系

中小投资者在选择长期持有或者重仓持有一只股票时,对其而言意味着做出一项重大决策,通常比短期操作更为慎重,考虑的因素也会更多^[10]。本部分主要调查投资者进行长期或重仓投资时,是否会考虑投资者保护因素。调查具体结果见表 5~ 表 6。

表 5 和表 6 显示:在进行长期持有某公司股票的决策时,有 34.3% 的被调查者会将投资者的保护问题纳入考虑范围,在进行重仓持有的决策时有 26.6% 的人会将此问题纳入考虑范围。这说明投资者的受保护状况的确对投资者的信心和决策带来了影响。

另外,我们还调查了在实践中长期投资策略难以真正得到投资者认同的主要原因(见表 7)。从表 7 可见,61.8% 的被调查者认为“中小投资者保护不到位。即使公司赚钱,中小股东也很难得到实在的好处。与其长期投资,不如捞一把就跑”是造成难以坚持长期投资的首要因素。该结果反映出投资者保护对投资者行为影响的重要性:投资者保护不到位将会使投资者行为倾向于短期化。

表 5 选择长期持有某只股票的原因(多选)统计结果

选项	样本 总数	被选 次数	比例 (%)	排名
技术趋势长期向好	414	190	45.9	3
公司的大股东行为规范,在中小股东的保护方面做得好	414	142	34.3	4
公司的基本面比较突出	414	268	64.7	2
该公司所处行业发展前景好	414	316	76.3	1
该公司是大公司	414	74	17.9	5
其他	414	40	9.7	6

表 6 选择重仓持有某只股票的原因(多选)统计结果

选项	样本 总数	被选 次数	比例 (%)	排名
最近一段时间涨势比较好	414	252	30.4	2
朋友推荐	414	240	29.0	4
公司的基本面比较突出	414	293	71.0	1
该公司对中小股东的利益保护较好	414	110	26.6	5
有内部消息	414	122	29.5	3
其他	414	62	15.0	6

表 7 长期投资策略在实践中难以得到真正认同的主要原因(多选)统计结果

选项	样本 总数	被选 次数	比例 (%)	排名
公司基本面难以持续向好	414	124	30.0	4
宏观面、行业因素可能发生不利变化	414	253	61.1	2
对中小投资者的保护不到位(即使公司赚钱,中小股东也很难得到实在的好处,与其长期投资,不如捞一把就跑)	414	257	61.8	1
技术分析经常会发出明显的卖出信号	414	150	36.2	3
其他	414	54	13.0	5

4.4 对投资者保护高与低的公司比较^[11]

本部分主要调查投资者如何看待对投资者保护好与差的公司之间的差异。调查及统计结果见表 8。

由表 8 可见,在其他条件相同的情况下:①77.8% 的投资者愿意给予在中小投资者保护方面做的好的公司更高的估价;②38.6% 的被调查者认为长期投资对中小投资者保护较好的公司将获得更高的收益。这个比例明显高于选择“投资收益差不多”与“投资收益更低”的投资者;③57.0% 的被调查者认为对中小投资者保护较好的公司安全性更好。这个比例明显高于选择“安全性差不多”与“安全性更低”的投资者。

当调查投资者对投资者保护水平不同的公司在牛市阶段走势的看法时,对投资者保护较好的公司,被调查者选择“上涨幅度更大”的比例为 22.7%,选择“上涨幅度更小”的比例为 10.1%,前者明显大于后者。当调查投资者对投资者保护水平不同的公司在熊市阶段走势的看法时,对投资者保护较好的公司,被调查者选择“下跌幅度更大”的比例为 8.7%,选择“下跌幅度更小”的比例为 33.3%,后者是前者的 3 倍多。

综合这两项调查结果,反映出中小投资者在牛市阶段不大在意投资者保护状况,但在熊市阶段则明显要重视得多。一个可能的解释是:牛市的赚钱效应冲淡了中小投资者对大股东隧道行为的担忧。

但在熊市阶段, 投资者面对股票价格下跌, 信心受到动摇, 此时更加关注资产的安全性, 加重了对大股东利益侵占行为的担忧。因此, 那些对投资者缺乏保

护的公司, 会进一步打击投资者信心, 加剧股票价格的下跌幅度, 从而放大了市场风险。

表 8 投资者保护好与差公司的评价结果统计

问题	选项	被选次数	比例(%)
“其他条件相同, 您是否愿意对中小投资者保护较好的公司的股票给出更高的估价?”	是	322	77.8
	否	92	22.2
“其他条件相同, 相对于投资对中小投资者保护较差的公司而言, 当选择长期投资于对中小投资者保护较好的公司时, 您更认可下面哪种说法?”	投资收益更高	161	38.6
	投资收益差不多	44	10.6
	投资收益更低	28	6.8
	不好判断	181	44.0
“其他条件相同, 相对于对中小投资者保护较差的公司而言, 当选择长期投资于对中小投资者保护较好的公司时, 您更认可下面哪种说法?”	安全性更好	237	57.0
	安全性差不多	36	8.7
	安全性更低	24	5.8
	不好判断	117	28.5
“较之对投资者保护差的股票, 在牛市时, 对于对投资者保护较好的上市公司的股票, 您认为下面哪种说法更准确?”	上涨幅度更大	94	22.7
	上涨幅度更小	42	10.1
	投资者保护与股价上涨幅度之间没有什么关系	106	25.6
	不好判断	172	41.5
“您认为在熊市时, 对投资者保护较好的上市公司的股票较之对投资者保护差的股票, 哪种说法更准确?”	下跌幅度更大	36	8.7
	下跌幅度更小	138	33.3
	投资者保护与股价下跌幅度之间没有什么关系	70	16.9
	不好判断	170	41.1

注意到该部分问题的答案中, 大量的被调查者选择了“投资者保护与股价变化没有关系”或者“不好判断”的选项。这一结果并不影响我们的分析结论, 因为现实中股价变动的影响因素是非常多样化的, 投资者持有这样的看法在我们的意料之中。

4.5 隧道行为与市场发展的关系^[11-12]

该部分调查投资者对“大股东隧道行为与市场发展关系”的看法。当被问及对我国资本市场长期发展感到信心不足的问题时, 有 79.2% 的被调查者选择了“公司信息不透明, 太多暗箱操作, 投资者保护不到位”, 排在第 1 位, 远远超过了排在第二的“大小非减持”(见表 9)。

表 9 对我国资本市场长期发展感到信心不足的原因 (多选) 结果统计

选项	总数	被选次数	比例 (%)	排名
宏观经济形势不确定	414	164	39.6	3
宏观调控, 资金紧张	414	128	30.9	4
公司信息不透明, 太多暗箱操作, 投资者保护不到位	414	328	79.2	1
大小非减持	414	200	48.3	2

自从本次世界性金融危机爆发以来, 在很短的时间内, 我国股市从最高点跌到最低点, 跌幅大概有 70%, 排在全球股市跌幅前几位。当被问及我国股市出现如此大跌幅的深层次原因时, 有 68.1% 的被调查者选择了“制度不完善, 对中小投资者的保护不

到位, 使市场缺乏信心”这个选项, 也是排在第 1 位 (见表 10)。

表 10 2007 年以来我国股市大跌的深层次原因 (多选) 结果统计

选项	总数	被选次数	比例 (%)	排名
前两年我国股市出现了过度大幅上涨	414	256	61.8	2
企业的业绩迅速恶化	414	110	26.6	6
制度不完善, 对中小投资者的保护不到位, 使市场缺乏信心	414	281	68.1	1
国家宏观调控	414	168	40.6	4
宏观经济形势恶化	414	242	58.5	3
其他原因	414	122	29.5	5

综合以上结果可以得出, 中小投资者对资本市场长期发展的判断确实受到投资者保护状况的巨大影响。相对于发达资本市场而言, 我国的资本市场才刚刚起步, 在投资者保护问题上还存在许多不足^[13]。在面对 2007 年发生的世界性金融风暴时, 大股东不但没有起到稳定市场的作用, 反而继续利用隧道行为侵占中小投资者利益, 严重打击了投资者的信心。为了免受更大的损失, 中小投资者只有选择用脚来投票。当众多的投资者均选择这一行动时, 无疑会加剧股市的下跌, 最终结果是进一步放大了资本市场的风险^[13]。

5 结论与启示

通过对普通中小投资者的问卷调查, 本文主要得到以下结论: 中小投资者对大股东隧道行为、投资

者保护问题有一定的认识和理解。投资者保护的好坏会影响到投资者信心、买卖行为、投资策略以及对市场整体发展的看法。这些影响会通过投资者的行为最终反馈到市场,并对资本市场造成负面冲击。通过调查,我们可以发现造成对中小投资者保护不力的一些原因:①我国制度和监管不够成熟。制度上的缺陷和监管环节的低效,不能有效的约束一些大股东伤害中小投资者的行为。②股权过于集中。少数的大股东占有大部分的股权,使得公司的决策偏向大股东的利益。③中小投资者不够成熟。中小投资者自身素质普遍较低,缺乏对上市公司的认识。④信息的披露不透明。上市公司诸多决策不透明甚至暗箱操作,使得大股东与中小投资者的信息严重的不对称^[14]。

由本文得到的启示:现代市场经济在某种意义上就是“信心经济”。市场参与者若保持足够信心,即使经济有一些问题,也可能在发展过程中逐步化解;而如果信心缺失,则会给整个市场带来致命的冲击,从而造成资本市场大幅的波动,加大市场风险,更有甚者可能导致整个金融市场丧失融资功能和资源分配功能。因此,坚定信心是应对世界经济动荡和金融危机的有力武器,也是维护资本市场健康平稳发展的有力保障。而加强投资者保护,特别是加强对中小投资者的保护,抑制大股东的隧道行为,则是增强市场信心的重要途径。

在加强投资者保护方面,应做好以下方面的工作:①加强对我国公司股权结构的改造,扭转“一股独大”的局面;②进一步完善信息披露制度,加大外部监管力度,提高公司违规成本,增强管理层的诚信意识;③严格监控大股东在二级市场上买卖股票的行为,防止大股东利用掌握的信息和资源优势操纵股价;④进一步完善独立董事制度,充分保证独立董事的公正;⑤加大外部审计力度,确保外部审计制度

有效执行。

参考文献

- [1] SHLEIFER A, WOLFENZON D. Investor protection and equity markets[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 66: 3-27.
- [2] JOHNSON S R, LAPORTA R F, SHLEIFER A. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90: 22-27.
- [3] LEORA F. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets[J]. Journal of Corporate Finance, 2004, 10: 703-728.
- [4] LAPORTA R, LOPEZ DE SILANES F, SHLEIFER A, et al. Investor protection and corporate valuation[J]. Journal of Financial, 2002, 58: 1147-1170.
- [5] JOHNSON S, BOONE P, BREACH A, et al. Corporate governance in the Asian financial crisis[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 141-186.
- [6] SHLEIFER A, VISHNY R. Large shareholders and corporate control[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94: 461-488.
- [7] 周勤业, 卢宗辉, 金瑛. 上市公司信息披露与投资者信息获取的成本效益问卷调查分析[J]. 会计研究, 2003(5): 3-11.
- [8] 屠巧平. 股权结构与控股股东行为的实证研究[J]. 技术经济, 2009(7): 100-104.
- [9] 陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护[J]. 经济研究, 2001(11): 3-11.
- [10] 宾国强, 舒元. 股权分割、公司业绩与投资者保护[J]. 管理世界, 2003(5): 101-108.
- [11] 姜国华, 徐信忠, 赵龙凯. 公司治理与投资者保护研究综述[J]. 管理世界, 2006(6): 161-170.
- [12] 贾明, 张喆, 万迪昉. 控制权私人收益相关研究综述[J]. 会计研究, 2007(6): 86-96.
- [13] 沈艺峰, 许年行, 杨熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验[J]. 经济研究, 2004(9): 90-100.
- [14] 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. 经济研究, 2002(4): 44-50.
- [15] 严若松. 公司隧道效应研究评述[J]. 经济理论与经济管理, 2008(10): 37-40.

Study on Influence of Tunneling Behavior of Controlling Shareholders on Confidence and Behavior of Small Shareholders: Based on Questionnaire Survey

Chen Geng, Guo Zhu, Chen Cheng

(College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract: Based on the questionnaire survey, this paper studies the understanding of small shareholders for tunneling behavior of controlling shareholders, and the impacts of tunneling behavior on their confidence, behavior and investing strategies. The results show that tunneling would weaken small shareholders' confidence, and shift their investing decisions and behaviors, and change their judgement about future development of capital market, which ultimately brings negative strike for capital market.

Key words: tunneling behavior; small shareholder; questionnaire survey