

# 公司交叉持股的战略动因研究

李青原<sup>1</sup> 刘志成<sup>2</sup>

(1. 武汉大学经济与管理学院, 湖北 武汉 430072; 2. 二滩水电开发有限责任公司, 四川 成都 610021)

**摘要:** 交叉持股战略动因的基本理论主要包括战略联盟、公司治理、逆向选择成本和交易成本。本文以 2006 年我国沪深非金融上市公司为样本, 主要检验公司治理、逆向选择和现金流量管理等三个理论, 研究初步发现: (1) 随着我国上市公司第一大股东持股比例或管理层持股比例超过一定比率后越高, 管理层浪费公司资源进行股权投资的倾向越小, 公司交叉股权投资比率相应越小; (2) 交叉持股起到了金融缓冲的作用, 以为新增的长期资产投资提供内部资金支持, 降低因外部融资造成的潜在逆向选择成本; (3) 当现金流入流出不同步的时候, 交叉持股作为一个流动性缓冲器, 构成投资者现金流量管理系统的一部分。

**关键词:** 交叉持股; 公司治理; 公司战略; 交易成本

**作者简介:** 李青原, 会计学博士(后), 武汉大学经济与管理学院会计系副教授, 研究方向: 资本市场财务与会计。刘志成, 任职于二滩水电开发有限公司。

**中图分类号:** F276.6

**文献标识码:** A

Abstract: In this paper, theories of strategic motives of intercorporate shareholdings include strategic alliances, corporate governance problems, adverse selection costs, and transaction costs. It mainly test corporate governance, adverse selection, and cash flow management hypotheses using some data of listed corporations in Shanghai and Shenzhen security markets in 2006. It primarily finds: 1) with the shareholding of top shareholder and management increasing beyond some limit, less propensity management has to waste corporate resources to cross-invest, the less intercorporate shareholdings is; 2) interfirm equity holdings serve as financial slack, reducing potential adverse selection costs by providing an internal funding source for new investments in long-term assets; 3) intercorporate shareholdings are an integrated part of the investor's cash flow management system by being a liquidity buffer when cash inflows and cash outflows are non-synchronous.

Key words:

## 引言

交叉持股又称相互持股、相互参股, 是指两个以上的公司为了实现特定目的而互相持有对方一定比例的股份, 从而形成的企业法人间相互持股的现象。公司法人间交叉持股是公司间的一种经营策略, 也是企业并购的重要途径。一方面, 根据交叉持股的公司间是否具有母子关系, 可以区分为垂直式(纵向型)交叉持股与水平式(横向型)交叉持股; 另一方面, 根据交叉持股方向以及结合的企业数量多少, 又可以区分为单纯型交叉持股、直线型交叉持股、环状型交叉持股、网状型交叉持股和放射型交叉持股等五种基本形态。1998年广发证券和辽宁成大相互持股成为我国第一个上市公司交叉持股案例, 随后交叉持股现象日益出现在我国上市公司之间。截至目前, 国内学者对公司交叉持股的研究在理论界和法律界尚处于起步阶段, 对于公司交叉持股战略动因的研究更是凤毛麟角。储一昀和王伟志(2001)针对辽宁成大与广发证券相互持股这个案例, 指出交叉持股战略动因包括护盘、经济资源的优势联合、地方保护主义和单一投资主体的人为操纵等。<sup>[10]</sup>因此, 本文欲结合上市公司交叉持股的现状与相关规定, 梳理公司交叉持股战略动因的基本理论, 通过 2006 年我国

非金融上市公司交叉持股数据来初步实证检验我国上市公司交叉持股的战略动因。

### 相关研究评述

如果委托人与代理人之间不存在信息不对称，并且产品、劳动力和资本市场都是无摩擦和完全竞争的，那么交叉持股对于公司资源的获取、管理和估值毫无影响，相反，交叉持股则会受到战略联盟、公司治理、逆向选择成本和短期现金流量管理的影响。为了建立一个全面综合的分析框架，结合主流文献，我们将总结出国内外学者对公司交叉持股战略动因的研究（见表1），具体如下：

表1 公司交叉持股战略动因的研究总结

<p>战略联盟</p> <p>交叉股权投资比率会随着计量和分配合作联盟发生的成本和收益难度的增加而增加。</p>
<p>公司治理</p> <p>交叉股权投资比率随着投资者自由现金流量的增加而增加；</p> <p>两个公司间的经济相关性越低，它们越会相互地进行交叉投资；</p> <p>被收购的目标公司比其它公司更多地进行交叉投资。</p>
<p>逆向选择成本</p> <p>当公司花费大量资金投资于长期资产时，交叉股权投资比率将会随着债券和股票发行收入的增加而降低；</p>
<p>交易成本</p> <p>交叉股权投资比率随着管理层预计下期现金流出量的增加而增加，随着波动性的加剧而减少。</p>

资料来源：作者整理。

#### 一、战略联盟

一个战略联盟通常尝试通过合作来创造价值，或通过产品市场的共谋来实现，或通过共同的研究开发、生产和营销来实现合作利益，那么通过共同研发等产生合作利益的情况时，如何计量和分配合作联盟发生的成本和收益尤为重要。按照Grossman和Hart（1986）的观点，签订一份能够非常清楚地界定双方权利义务的合同需要付出高昂代价，契约问题随之出现，那么通过交叉持股的制度安排可能会是分配收益的一种有效方式，即当合作双方对于共同收益的贡献很难界定时，运用所有权结构而非一个明确详细的合同作为收益分配的机制会更加有效。<sup>[2]</sup>此外，Reynolds和Snapp（1986）指出，如果战略联盟涉及共谋，那么通过共谋者彼此间的约束效应，交叉持股可能会影响市场力量，甚而摧毁一个完美的竞争市场。<sup>[3]</sup>Amundsen和Bergman（2002）通过研究北欧能源市场中大型发电站之间交叉持股行为，结果发现交叉持股是为了提高垄断价格，获得超额垄断利润的证据。<sup>[4]</sup>然而，Clayton和Jorgensen（2005）认为此产品市场均衡下的交叉持股比例并非是一个纳什均衡，因为交叉持股中的某家公司可以通过降低交叉持股的比例来获得更高的利润。<sup>[5]</sup>总之，借助交叉持股可以有效地实现公司之间的业务协作与整合，实现“你中有我，我中有你”的格局。在中国资本市场中的这样的例子也很多，如2001年新浪网和阳光卫视就曾经通过交叉持股实现两者在网上和网下媒体的业务联姻与合作，而中信证券曾经也试图通过交叉持股与贝尔斯登实现业务上的跨国协作。<sup>[11]</sup>

#### 二、公司治理

公司经理的人力资本较专用性地依赖于公司的长久存在，因此追求自我效用最大化的经理人可能会通过降低公司财务杠杆，并且过度分散化公司资产来降低其出现财务困境的风险（Jensen和Meckling,1976）。[6]蒋学跃（2009）特别指出，对于周期性较强的行业交叉持股可以分散经营风险，虽然一般的多元化经营也可以实现风险分散的目的，但是利用交叉持股分散风险的好处在于其无需通过实际的资金支出，最为典型的就双方换股的方式实现各自的多元化经营以减少行业周期性的影响。[11]当意识到经理人倾向于浪费公司资源来降低公司的可分散风险时，股东就会通过限制经理人对自由现金流量的裁决权以降低代理成本，如他们会选择一种高杠杆高股利支付率的财务政策。代理成本理论认为，给定一个公司的财务和股利政策，公司交叉股权投资比率会随着公司自由现金流量的增加而增加，而且由于管理层投资于其它公司的目的是降低公司专用性风险，那么根据投资组合理论，管理层会随着两个公司间经济相关性的降低而更多地增加交叉股权投资比率。同时投资公司的股权结构也将会影响自由现金流量带来的代理成本（Shleifer和Vishny,1997）。<sup>[7]</sup>显然，公司第一大股东持股比率越高，内部管理层持股比率越高，那么经理人越不愿意浪费自由现金流量进行风险降低型股权投资。此外，交叉持股也常用于目标公司管理层对于要约收购的抵制，即被收购的目标公司与其它友好的公司签订一份协议，且同时在股票市场上相互买进对方股票，那么交叉持股及其协议就会大大减少潜在敌意收购者购买的流通股数量，从而降低了其被敌意收购的概率，从而提高了管理层的自保能力，使管理层避免受外部市场控制因素（如敌意收购）的干扰（Isagawa,2002）。<sup>[8]</sup>当然，交叉持股也有可能成为控股股东剥削小股东利益的一种手段。La Porta et al.（1999）指出，控股股东可以通过交叉持股提高对公司的控制，并且随着控股股东控制权与现金流权分离程度的提高，控股股东就可以用较少的现金流来实现对目标公司的实质性控制，从而产生侵害小股东利益的强烈动机，损害公司的运营效率，抑制了潜在投资者的投资动力。<sup>[9]</sup>

### 三、 逆向选择成本

为了支持新投资而维持的流动性缓冲器（财务宽松）需要依赖于发行新债或者股票，但Myers和Majluf（1984）指出，一个不知情的投资者会因信息不对称而很难分辨被高估和低估的公司，一般他们将发行新股视为一个关于公司内在价值的不利信息，因此为了防止发行的新股被高估，市场会因此降低任何试图发行新股公司的价格，同样逆向选择的原理也适用于债券发行，但是债权人的求偿权优先于股东，所以逆向选择的效应没有发行新股那么严重。<sup>[1]</sup>根据Myers和Majluf（1984）的优序融资理论，为了避免较强地依赖于对外融资，公司需要维持一定的财务宽松。因此，当公司花费大量资金投资于长期资产时，交叉股权投资比率将会随着债券和股票发行收入的增加而降低。

### 四、 交易成本

在一个完美的资本市场中，公司可以通过借贷瞬间解决现金流入流出的短期不平衡问题，但资本市场存在交易成本时，最优现金流量管理方案可能是将流动性缓冲器的一部分投资于债券和股票市场，而不是全部持有现金，以期获得正的投资回报，因此持有其它公司股票可以视为公司现金流量管理的一个有机组成部分。

流动性缓冲器的最优规模取决于公司现金流量的风险及每日现金流入流出的规模和时间差异。此外，公司可能为一些明显且可预测的股利、税金、债务利息以及偿债基金等现金流出保持一个流动性缓冲器。《上市公司发行新股管理办法》、《中国证监会股票发行审核委员会关于上市公司新股发行审核工作的指导意见》和《关于社会公众股股东权益保护的若干规定》都在强化上市公司现金分

红意识，因此现金股利是我国上市公司一个重要且可预测的现金流出部分。显然，如果不将支付现金股利所需要的大额资金暂时投资于股票市场，而是以现金持有，那么将会产生巨大且不可忽略的资金机会成本。因此，公司交叉股权投资比率随着管理层预计下期股利发放量的增加而增加。

根据交易成本的观点，流动性缓冲器的第二个决定因素是现金流的波动性。一个很难预测的现金流意味着流动性缓冲器将会被频繁使用，但是现实中相对较高的股票买卖交易成本会降低运用股票投资而非现金和银行存款作为流动性缓冲器的优越性。因此，公司交叉股权投资比率会随着预计现金流量波动性的增加而降低。

除此之外，对于交叉持股的战略动因，中外学者还有其他一些观点，例如“资本运作”“市值管理”等。因其很难实证检验，本文略去不谈。

### 模型设计与数据来源

#### 一、模型设计

由于样本的限制，我们仅运用 2006 年我国非金融上市公司交叉持股数据检验公司治理、逆向选择和交易成本等三个理论。为了避免因变量与解释变量间可能存在的同期性偏见，解释变量将采用滞后一期的数值，建立的估计模型如下：

$$VS_{it} = a_0 + a_1MS_{it-1} + a_2QMS_{it-1} + a_3QFS_{it-1} + a_4FCF_{it-1} + a_5INV_{it-1} + a_6FS_{it-1} + a_7LEV_{it-1} + a_8ISU_{it-1} + a_9DIV_{it-1} + a_{10}VAR_{it-1} + a_{11}COR_{it-1} + e_{it} \quad (1)$$

回归方程 (1) 中， $VS$  为公司交叉股权投资比率，包括  $TVS$  和  $LVS$ ； $FCF$  为自由现金流量； $MS$ 、 $QMS$ 、 $QFS$  和  $FS$  为所有权结构； $INV$  为长期资产的新增投资； $LEV$  为财务杠杆； $ISU$  为公司在时期  $t$  是否发行股票的哑变量； $DIV$  为公司现金股利、 $VAR$  为股票月收益率标准差； $COR$  为两公司经济相关性。其中  $MS$ 、 $QMS$ 、 $QFS$  和  $FS$  是检验公司治理假设； $INV$ 、 $LEV$  和  $ISU$  是检验逆向选择成本假设； $VAR$  和  $COR$  是检验交易成本假设。如表 2。

表2 变量和计算方法

变量名称	符号	变量定义
交叉股权投资比率 ( $VS$ )	$TVS$	$TVS = (\text{持股比例} \times \text{被持公司总股数} \times \text{市价}) / \text{持股公司期初总资产}$
	$LVS$	$LVS = [\text{持股比例} \times (\text{被持公司流通股数} \times \text{市价} + \text{被持公司非流通股数} \times \text{净资产})] / \text{持股公司期初总资产}$
高管持股比例	$MS$	中心化调整后经理和董事会成员持股的比例
高管持股比例平方值	$QMS$	中心化调整后经理和董事会成员持股比例的平方值
第一大股东持股比例	$FS$	中心化调整后第一大股东持股比例
第一大股东持股比例平方	$QFS$	中心化调整后第一大股东持股比例的平方值
自由现金流量	$FCF$	(税后的营运现金流量减去长期资产的新增投资) / 期初总资产
新增长期资产投资	$INV$	长期资产的新增投资 / 期初总资产
财务杠杆	$LEV$	负债账面价值 / 期初总资产的账面价值
股票发行	$ISU$	哑变量，如果公司在时期 $t$ 发行新股，则其值为 1，否则为 0。
现金股利	$DIV$	指当期确定的，将于下年支付的现金股利 / 期初总资产
股票收益波动性	$VAR$	公司股票月收益率标准差

业务相关性	<i>COR</i>	两公司股票月收益相关系数
-------	------------	--------------

## 二、数据来源和样本选择

本文选取2006年6月6日《证券日报》第B03版和长江证券股份有限公司于2007年6月10日发布的投资策略报告《交叉持股下的投资机会》中列示的交叉持股上市公司为初选样本，其它财务数据均来自《国泰安研究服务中心数据库》。样本的选取遵循以下原则：（1）《证券日报》和《交叉持股下的投资机会》中列示的交叉持股上市公司相互核对，同时又通过新浪财经网站和上市公司年报手工收集再次核对；（2）实际上交叉持股可细分为两类，即A公司拥有B公司的股票，而B不拥有A的股票称之为单向的股票持有，同样的两个公司相互持有对方的股票则称之为交叉持股、双向持股或者连锁持股，但是考虑到2006年我国非金融上市公司中仅有两例双向交叉持股，所以我们样本中交叉持股基本是单向持股类；（3）鉴于金融性公司的交叉持股与一般公司差异较大，考虑到我们的研究目的，剔除此类公司的观察值；（4）剔除无法获取相关数据的公司。因此，基于上述样本选取原则，共获得125个样本数据。

## 实证结果与分析

### 一、描述性统计和 Pearson 相关性检验

表3中 Panel A 列出了样本观测值的描述性统计。公司交叉股权投资比率（*TVS* 和 *LVS*）的均值（标准差）分别为 0.041（0.101）和 0.028（0.068）。中心化调整前高管持股（*MS*）均值和标准差分别为 0.0001（0.0007），说明我国交叉持股类上市公司中高管持股普遍很低，同时中心化调整前第一大股东持股（*FS*）均值（标准差）为 0.378（0.167），意味着我国交叉持股类上市公司中第一大股东持股比例较高。此外，我国交叉持股类上市公司的股票收益波动性（*VAR*）和两公司经济相关性（*COR*）的均值（标准差）分别为 0.131（0.065）和 0.323（0.298）。

与此同时，表3中 Panel B 列出了变量的 Pearson 相关性检验结果。公司交叉股权投资比率（*TVS* 和 *LVS*）分别与自由现金流量（*FCF*）、所有权结构（*MS*、*QMS*、*QFS* 和 *FS*）、长期资产的新增投资（*INV*）、财务杠杆（*LEV*）、公司在时期 *t* 是否发行股票（*ISU*）和公司现金股利（*DIV*）负相关，而与股票收益波动性（*VAR*）和两公司经济相关性（*COR*）正相关，初步表明我国上市公司交叉持股的战略动因基本支持检验公司治理假设、逆向选择假设和交易成本假设。当然严格结论还有待于下文的多元化回归分析。此外，解释变量间 Spearman 相关系数基本都较低，意味着样本不存在较大的多重共线性。

表3 样本的描述性统计和Pearson相关性检验

Panel A: 描述性统计

	Mean	STD	Median	Min	Max
<i>TVS</i>	.041	.101	.008	.000	.857
<i>LVS</i>	.028	.068	.006	.000	.561
<i>MS</i>	.000	.001	.000	.000	.008
<i>QMS</i>	.000	.000	.000	.000	.000
<i>FS</i>	.000	.167	-.017	-.298	.433
<i>QFS</i>	.028	.035	.016	.000	.188

<i>FCF</i>	.041	.055	.021	.000	.278
<i>INV</i>	.005	.029	.000	.000	.212
<i>LEV</i>	.482	.182	.495	.046	.979
<i>ISU</i>	.240	.429	.000	.000	1.000
<i>DIV</i>	.003	.013	.000	.000	.118
<i>VAR</i>	.131	.065	.113	.051	.471
<i>COR</i>	.323	.298	.371	-.526	.803

Panel B: Pearson相关性检验

	TVS	LVS	MS	QMS	FS	QFS	FCF	INV	LEV	ISU	DIV	VAR
TVS	1.000											
LVS	.982	1.000										
MS	-.023	-.023	1.000									
QMS	-.032	-.029	.977	1.000								
FS	-.128	-.116	.021	.054	1.000							
QFS	-.109	-.121	-.056	-.043	.261	1.000						
FCF	-.068	-.065	-.038	-.013	.369	.198	1.000					
INV	-.053	-.062	-.028	-.018	-.028	-.026	-.140	1.000				
LEV	-.006	-.028	-.104	-.117	.026	.077	.017	.135	1.000			
ISU	-.067	-.101	-.055	-.051	-.143	.041	-.149	-.045	.220	1.000		
DIV	-.008	.004	-.037	-.025	.245	.283	.389	-.049	-.024	.056	1.000	
VAR	.001	-.020	-.018	-.020	.137	-.093	.091	.008	.171	-.122	.194	1.000
COR	.054	.075	-.047	-.045	.005	.002	.016	-.118	-.026	-.226	-.007	-.058

注：*TVS* 和 *LVS* 为公司交叉股权投资比率；*FCF* 为自由现金流量；*MS*、*QMS*、*QFS* 和 *FS* 为所有权结构；*INV* 为长期资产的新增投资；*LEV* 为财务杠杆；*ISU* 为公司在时期  $t$  是否发行股票的哑变量；*DIV* 为公司下期现金股利；*VAR* 为股票收益波动性；*COR* 为两公司经济相关性。

## 二、回归分析

由于检验样本仅是截面数据，故我们将运用普通最小二乘法（OLS）进行多元化回归分析来估计模型（1），而且还分别考察了模型中自变量的VIF值，但考虑到中心化调整后的管理层持股比率及其平方值间的高度线性相关，故我们又分别放入中心化调整后的管理层持股比率及其平方值进行回归分析，但因中心化调整后的管理层持股比率平方值的回归系数较为显著，同时也分别对回归模型进行White异方差调整，从而使我们的实证结论更可靠和稳健。

表4 回归分析结果

	<i>TVS</i>		<i>LVS</i>	
	A	B	C	D

	coeff	T	coeff	T	coeff	T	coeff	T
<i>Cons</i>	.049 <sup>**</sup>	1.950	.049 <sup>*</sup>	1.910	.041 <sup>**</sup>	2.060	.041	2.100
<i>MS</i>	2.733	.060			-3.094	-.130		
<i>QMS</i>	-873.210	-.170	-528.423 <sup>**</sup>	-2.660	21.506	.010	-368.171 <sup>**</sup>	-2.470
<i>FS</i>	-.068	-1.620	-.069	-1.600	-.040	-1.470	-.040	-1.430
<i>QFS</i>	-.267 <sup>*</sup>	-1.850	-.267 <sup>*</sup>	-1.860	-.223 <sup>**</sup>	-2.190	-.223 <sup>**</sup>	-2.210
<i>FCF</i>	-.114	-1.530	-.115	-1.540	-.093	-1.640	-.092	-1.650
<i>INV</i>	-.249 <sup>**</sup>	-2.220	-.251 <sup>**</sup>	-2.200	-.190 <sup>**</sup>	-2.500	-.189 <sup>**</sup>	-2.500
<i>LEV</i>	.022	.660	.022	.650	.013	.560	.013	0.540
<i>ISU</i>	-.024	-1.210	-.024	-1.240	-.022 <sup>*</sup>	-1.810	-.022 <sup>*</sup>	-1.840
<i>DIV</i>	.619 <sup>**</sup>	2.480	.620 <sup>**</sup>	2.510	.562 <sup>***</sup>	2.850	.561 <sup>***</sup>	2.880
<i>VAR</i>	-.030	-.340	-.030	-.350	-.053	-.870	-.053	-0.870
<i>COR</i>	.008	.380	.008	.380	.008	.580	.008	0.590
<i>R</i> <sup>2</sup>	.041		.041		.034		.053	
F value	2.61 <sup>***</sup>		2.91 <sup>***</sup>		2.00 <sup>**</sup>		2.18 <sup>**</sup>	
N	125		125		125		125	

注：变量定义见表4\*，\*\*，\*\*\*分别表示参数在10%、5%和1%的显著性水平下显著异于零；T值用White（1980）进行了修正。

表4回归结果显示，首先，模型A、B、C和D都表明公司长期资产的新增投资（*INV*）的回归系数显著为负，意味着当公司新增长期资产投资时，其会相应卖出所持股票筹集资金，因此新增长期投资越高，则公司交叉股权投资比率越低，同时模型C和D中公司股票发行的回归系数显著为负，意味着公司交叉股权投资比率将会随着债券和股票发行收入的增加而降低，与公司交叉持股战略动因下逆向选择假设相一致；其次，模型A、B、C和D都表明下期发放现金股利（*DIV*）的回归系数显著为负，意味着公司会将下一期要发放的股利先投资于股票市场，以期获得一定的投资收益，待要实际发放时再将股票卖出以支付股利，因此预计公司交叉股权投资比率会随着计划要发放股利的增长而增长，即公司会将交叉持股作为现金流量管理的重要手段，与公司交叉持股战略动因下交易成本假设相一致；再其次，模型A、B、C和D都表明第一大股东、管理层持股比率及其平方值的回归系数均为负，且它们平方值的回归系数都较为显著，意味着随着我国上市公司第一大股东持股比率或管理层持股比率超过一定比率后越高，管理层浪费公司资源进行股权投资的倾向越小，公司交叉股权投资比率相应越小，与公司交叉持股战略动因下公司治理假设相一致；最后，股票收益波动性（*VAR*）的回归系数、两公司经济相关性（*COR*）和自由现金流量的回归系数（*FCF*）的回归系数不显著。

总之，我们的检验结果初步发现：（1）交叉持股量受到公司治理的影响；（2）交叉持股起到了金融缓冲的作用，以为新增的长期资产投资提供内部资金支持，降低因外部融资造成的潜在的逆向选择成本；（3）当现金流入流出不同步的时候，交叉持股作为一个流动性缓冲器，构成投资者现金流量管理系统的一部分。

## 结论

交叉持股战略动因的基本理论主要包括战略联盟、公司治理、逆向选择成本和交易成本。以2006年我国沪深非金融上市交叉持股公司为样本，本文初步发现公司治理、逆向选择成本和交易成本假设仍然能够解释我国上市公司交叉持股的战略动因，即新增长期资产投资、当年发行股票、下期发行现金股利、第一大股东持股比例和管理层持股比例等都会影响我国上市公司交叉股权投资比率。

尽管我们的实证结果能够初步发现我国非金融上市公司交叉持股战略动因，但是实证检验中我们仅研究了2006年上市公司交叉持股数据，得到的样本较少，所以是否全面又合适地反映我国上市公司交叉持股的现状和战略动因仍需进一步商榷，是否能够通过其它途径获得更全面的交叉持股数据，同时选取较长时间序列数据进行研究，以更好地反映相关因素对交叉持股的影响？

[基金项目：国家自然科学基金青年项目（70702017）、第四十批博士后科学基金项目（400075）]

### 参考文献：

- [1] Myers,S.C.,Majluf,N.S.,Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have,Journal of Financial Economics,1984,13.
- [2] Grossman,Sanford J.,Hart,O.,The cost and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration,Journal of political Economy,1986,(94).
- [3] Reynolds,R.J.,Snapp,B.R.,The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures,International Journal of Industrial Organization,1986(4).
- [4] Eirik S. Amundsen,LarsBergman, Will Cross-ownership reestablish Market Power in the Nordic Power Market? ,The Energy Journal ,2002,23(2).
- [5] M. J. Clayton,B. N. Jorgensen,Optimal Cross Holding with Externalities and Strategic Interactions ,Journal of Business,2005,78(4).
- [6]Jensen,M.C,Meckling,W.,Theory of the firm:Managerial behavior,agency costs,and capital structure,Journal of Financial Economics,1976,3.
- [7] Shleifer,A.,Vishny,R.W.,A survey of corporate governance,Journal of Finance,1997,52.
- [8] Isagawa N.,Unwinding of Cross Shareholding under Managerial Entrenchment,Working paper,2002.
- [9] La Porta.R.,F.,Loptz-de-Silanes,A.,Shleifer.Corporate Ownership around the World,Journal of Finance,1999,54(2).
- [10]储一昀,王伟志.我国第一起交互持股案例引发的思考[J].管理世界,2001,(5).
- [11]蒋学跃.上市公司交叉持股的法律规制研究[R].深圳证券交易所综合研究所,2009.