

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 15620060153066

UDC \_\_\_\_\_

廈門大學

博 士 学 位 论 文

控股股东类型与控制权私利的比较研究

Comparing Study on Controlling Shareholder Types  
and Their Private Benefits of Control

王 玉 英

指导教师姓名: 张 亦 春 教授

专业名称: 金 融 学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩日期: 2009 年 6 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 内容摘要

近年来，控制权私利问题愈发成为公司金融领域的研究热点。以 LLSV、Zingales 等为代表的学者在控制权私利领域取得了令人瞩目的研究成果。我国在这一领域的研究也有了较好起点，学者们从不同角度出发就控制权私利问题做了大量研究，出现了一些较有价值的论著。

在总结前人研究成果的基础上，本文首先分析了我国上市公司大股东获取控制权私利的制度基础与方式，为文章的实证分析做了铺垫。随后，以终极控制人类型为标准将上市公司划分为国有资产管理机构、国有企业和民营企业三个类别，对三类企业的控制权私利规模做了计量和比较分析，并就其终极控制股东的现金流权与控制权的分离对控制权私利的影响做了研究。其中，测度三类企业控制权私利规模时选用大宗股权溢价模型，筛选了沪深股市 1999-2007 年之间发生股权协议转让交易的 240 个样本数据进行研究，发现国有资产管理机构的控制权私利程度最低，民营企业的控制权私利程度最严重。而在探讨终极控制股东的现金流权与控制权分离对控制权私利影响问题时，选用了 2004-2007 年的 138 家公司样本；在一一计算其现金流权比例、控制权比例、现控比和金字塔层级的基础上，就上述每个因素对控制权私利的影响做了实证分析。

本研究对认识中国各类上市公司的控制权私利规模、上市公司的真实产权类别、终极控制者的控股结构、公司治理建设有重要参考价值。通过对三大类上市公司的控制权私利规模进行测定与比较分析，就终极控制股东的现金流权与控制权分离对控制权私利的影响做系统的比较研究，以及提出约束控制权私利的措施，有助于国有资产管理体制的完善、有助于国家对资本市场及上市公司的管理、有助于督促上市公司构建更合理的公司治理机制、也因此有助于中小投资者的保护机制建设。

**关键词：**控股股东类型；控制权私利；比较研究

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## Abstract

Private Benefits of Control has been a new hot topic in corporate finance during recent years. Researchers represented by La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny and Zingales have done remarkable research and got meaningful results. China has also done some good jobs in the subject of Private Benefits of Control.

At the very beginning the dissertation analyzes the institutional factors cause the Private Benefits of Control, and the ways of obtaining Private Benefits of Control based on the well review of previous studies. This work paves the way to the following empirical studies. Then referring to LLSV(1999) and other ones "Ultimate Control Shareholder" idea, the dissertation divides China's Listed Companies into three kinds, that's State-owned Asset Management Agency, State-owned Enterprises and Private Enterprises. The dissertation calculates and compares the scale of Private Benefits of Control of the 240 samples of the three kinds of companies happened during 1999-2007 in the first empirical study part. When doing this, the dissertation uses the adjusted premium model raised by Barclay and Holderness in 1989, and the adjustment is using Net Asset of Per-Shareholder to substitute the market price in the BH model. In the second empirical study part the dissertation measures the Cash Flow Rights ratio, the Control Rights ratio, the separation Quantum of Cash Flow Rights and Control Rights, and the Levels of Pyramid Shareholder Structure of the 138 samples happened during 2004-2007. After doing this the study tests and compares their impacts on the Private Benefits of Control.

This study is meaningful to find out the scale of every kind of enterprises, the real property rights status and the ultimate control shareholder rights structure of listed companies. Through comparing the Private Benefits of Control scale of different companies, and the different impacts of CR, VR, SQ and Pyramid Levels imposed on the Private Benefits of Control systematically, it is good to perfect the State-owned Asset administration, to supervise the capital market and listed companies, to find out better corporate governance, and all these are necessary to perfect the system aims at protecting small and medium sized investors.

**Key words:** controlling shareholder type; Private Benefits of Control; comparing study

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 目录

导论.....	1
第一章 文献综述 .....	10
第一节 控制权私利理论基础 .....	10
第二节 控制权私利的测度方法及相关实证 .....	16
第三节 控制权私利的影响因素 .....	26
第二章 控股股东获取控制权私利的制度基础.....	32
第一节 我国的股权分置制度安排 .....	32
第二节 上市公司的控制权配置 .....	37
第三节 上市公司的公司治理机制 .....	44
第四节 我国的公司控制权市场 .....	50
第三章 上市公司控制权私利的获取方式 .....	61
第一节 获取控制权私利的常见方式 .....	61
第二节 中国上市公司控制权私利的获取方式 .....	66
第四章 上市公司控制权私利的测度 .....	78
第一节 控制权私利测量模型的选取 .....	78
第二节 我国上市公司控制权私利测度 .....	81
第三节 控股股东类型与控制权私利规模的多元分析 .....	92
第五章 现金流权和控制权分离下的控制权私利 .....	97
第一节 现金流权和控制权分离的实现形式 .....	97
第二节 现金流权和控制权分离对控制权私利的影响 .....	99
第六章 研究结论、对策建议与进一步研究方向 .....	109
第一节 研究结论 .....	109
第二节 对策建议 .....	110
第三节 文章进一步研究的方向 .....	117
参考文献.....	119
后记.....	130

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 图表目录

图 0-1: 本文框架结构图 .....	7
图 2-1: 并购前后的上市公司业绩变化 .....	59
图 4-1: 各类型控股股东的样本公司数 .....	83
图 4-2: 国有资产管理机构各口径的控制权私利规模 .....	89
图 4-3: 国有企业各口径控制权私利规模 .....	89
图 4-4: 民营企业各口径控制权私利规模 .....	89
图 5-1: 威达医用科技股份有限公司的金字塔股权结构 .....	98
图 5-2: 兰州铝业股份有限公司的金字塔股权结构 .....	98
表 1-1: 投资者保护水平的国际比较 .....	27
表 1-2: 投资者保护水平和控制权私人收益 .....	28
表 2-1: 中国上市公司股权结构及其变动情况 .....	34
表 2-2: 我国民营上市公司股权结构 .....	35
表 2-3: 股改后中国上市公司的股权结构及其变动情况 .....	37
表 2-4: 上市公司国有股权所占比例分布 .....	39
表 2-5: 我国上市公司股权集中度描述 .....	40
表 2-6: 部分国家现金流权与最终控制权的差异情况 .....	41
表 2-7: 中国上市公司终极所有者的 C/O 值及金字塔控股情况 .....	42
表 2-8: 要约收购与协议收购的区别 .....	53
表 2-9: 历年上市公司并购及国有股权交易 .....	55
表 2-10: 部分国有股和法人股协议转让情况 .....	56
表 3-1: 关联交易类型及各自主要的业务种类 .....	63
表 3-2: 控制权私利的获取手段 .....	66
表 3-3: 大股东占用上市公司资金的家数和金额 .....	67
表 3-4: 上市公司大股东及其附属企业非经营性资金占用情况 .....	68
表 3-5: 历年上市公司再融资一览 .....	71
表 3-6: 部分发行新股的上市公司 .....	72

表 3-7: 非流通股股东利用 IPO 进行“隧道挖掘”情况.....	73
表 3-8: 上市公司并购中无偿支付和有偿支付方式.....	77
表 4-1: 各类型买家的样本数量与交易所分布.....	82
表 4-2: SAMA 控股的上市公司样本描述性统计.....	83
表 4-3: SOE 控股的上市公司样本描述性统计.....	84
表 4-4: PE 控股的上市公司样本描述性统计.....	84
表 4-5: 我国上市公司 1999-2007 年平均净资产收益率(AROE).....	85
表 4-6: 国有资产管理机构控股上市公司的控制权私利.....	86
表 4-7: 国有企业控股上市公司的控制权私利.....	87
表 4-8: 民营企业控股上市公司控制权私利.....	88
表 4-9: 国内对控制权私利水平的一些研究结果.....	91
表 4-10: Dyck & Zingales(2004)国别比较研究结果.....	92
表 4-11: 回归模型变量定义.....	93
表 4-12: 1999-2003 年控股股东类型和控制权私利的回归结果.....	94
表 4-13: 2004-2007 年控股股东类型和控制权私利的回归结果.....	95
表 5-1: SAMA 的现金流权、控制权与两权分离率.....	101
表 5-2: SOE 的现金流权、控制权与两权分离率.....	101
表 5-3: PE 的现金流权、控制权与两权分离率.....	101
表 5-4: SAMA、SOE 和 PE 金字塔层级的描述性统计.....	102
表 5-5: 模型变量定义.....	104
表 5-6: SAMA 中 CR、VR、SQ 和 Level 的相关系数.....	104
表 5-7: SOE 中 CR、VR、SQ 和 Level 的相关系数.....	104
表 5-8: PE 中 CR、VR、SQ 和 Level 的相关系数.....	105
表 5-9: 国有资产管理机构两权分离对 PBC 的影响.....	105
表 5-10: 国有企业两权分离对 PBC 的影响.....	106
表 5-11: 民营企业两权分离对 PBC 的影响.....	107

## Contents

<b>Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 1 Review of Private Benefits of Control .....</b>	<b>10</b>
Section 1 Theories about Private Benefits of Control.....	10
Section 2 Measurement methods of Private Benefits of Control .....	16
Section 3 Factors affecting Private Benefits of Control.....	26
<b>Chapter 2 The institutional background of Private Benefits of Control.</b>	<b>32</b>
Section 1 Shareholder Rights Splitting arrangement .....	32
Section 2 Control Rights arrangement in Listed Companies .....	37
Section 3 Corporate governance in Listed Companies.....	44
Section 4 The market for corporate control .....	50
<b>Chapter 3 Forms and Measurers to obtain Private Benefits of Control .</b>	<b>61</b>
Section 1 Regular forms and measurers .....	61
Section 2 Forms and measurers obtaining Private Benefits of Control in China .....	66
<b>Chapter 4 Measurements and Comparison of Private Benefits of Control in different companies.....</b>	<b>78</b>
Section 1 Choosing the measuring methods .....	78
Section 2 Measurements and Comparison of Private Benefits of Control .	81
Section 3 Multivariate Analysis of different Controlling Shareholder's influences to Private Benefits of Control .....	92
<b>Chapter 5 Private Benefits of Control under the separation of Cash Flow Rights and Voting Rights .....</b>	<b>97</b>
Section 1 Separation forms between Cash Flow Rights and Voting Rights..	97
Section 2 The influences to Private Benefits of Control with the separation of Cash Flow Rights and Voting Rights .....	99

<b>Chapter 6 Conclusions and Suggestions</b> .....	<b>109</b>
<b>Section 1 Conclusion of the dissertation</b> .....	<b>109</b>
<b>Section 2 Suggestions to constraint Private Benefits of Control</b> .....	<b>110</b>
<b>Section 3 Further study orientations</b> .....	<b>117</b>
<b>References</b> .....	<b>119</b>
<b>Postscript</b> .....	<b>130</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 导论

### 一. 研究背景

#### (一) 关于公司金融和公司治理的研究是热点课题

公司金融理论是研究公司资金流动和运作规律的科学，它源于西方，以发达的资本市场为基础。西方经典的关于公司金融的研究始自 Franco Modigliani 和 Merton Miller (1958) 的 MM 理论。MM 理论的主要内容是“在完美、有效的市场和完全套利的假设下，公司的融资结构和股利政策不会影响其市场价值”。<sup>[1]</sup> 半个多世纪以来，关于现代公司金融的大量研究均以 MM 理论为出发点，通过放松其假定来进行。首先，放松完美市场的假定，逐步加入税收、破产成本、信息不对称等因素，形成了权衡理论、非对称信息理论等；之后，人们将研究着力于公司金融和管理经营的互动上，即放松了经营决策外生的假定，形成了代理理论、公司治理理论、产品市场与资本结构理论等。

这些研究是以英、美等具有较完善的内部公司治理机制的公司为分析对象、以较有效的外部市场为研究前提的，没有关注各国市场不同的制度结构所带来的金融冲突及其协调机制等问题，忽视了文化和法律传统、经济制度变迁的背景，公司治理的发展阶段等因素，使得其结论缺乏普适性。所以，在西方相关研究成果的基础上，结合新兴经济体的特殊体制、经济、文化因素，有众多可供研究的方向，也形成了一些有参考价值的文献。

随着经济的发展、产权制度的变革和资本市场的建立运营，我国学者在公司金融方面的研究也日渐增多。由于中国资本市场和企业公司治理的不完善，使得在公司金融领域有众多或饶有趣味，或非常严峻的问题值得探讨。尤其是近年来，随着我国社会科学工作研究队伍的迅速壮大，关于公司金融的研究日渐成为国内研究的重要热点。

#### (二) 控制权私利问题是公司治理研究中的新方向

从公司治理研究的发展过程来看，早期的研究主要注重股权高度分散环境下，由所有权与控制权两权分离而导致的管理者与外部股东之间的传统代理问题，也就是现在所谓的第一类委托代理问题。该种代理问题的研究主要是基于

Berle 和 Means(1932)的股权分散的假定框架来进行的。Berle 和 Means(1932)在《现代公司和私有财产》中指出,现代公司的股权结构相当分散,导致所有权与控制权的分离,因为分散的小股东与经理人之间的利益目标不一致,而小股东无法对经理人员形成有力的监督。<sup>[2]</sup>Jensen and Meckling(1976)也表达了类似的观点,认为委托代理问题是伴随现代公司的出现而产生的,现代公司的典型组织形式是股份制。股份制企业中,企业资本由无数的个人提供,所有者高度分散,每一个人提供的资本与庞大的企业经济规模相比都微不足道。因此,没有任何一个资本所有者由于其投入企业的资产而对企业享有绝对的支配权;而经营者人数少而集中,很容易合谋。当经营者持股比例较小时,代理人易于采取与委托人目标和利益不一致的机会主义行为,于是产生了由于所有权与经营权的分离而带来的委托代理问题。<sup>[3]</sup>这一领域出现了一大批杰出的研究者,形成了大量的文献成果。

然而,1980年代以来的一些实证结果显示,除美国和英国等少数几个国家外,世界上大部分国家的企业股权不是分散而是相对或相当集中的。Berle 和 Means(1932)意义上的股权高度分散的“现代企业”在现实中已不多见,现代企业内部已经出现了显著的股权集中现象。所以,传统公司治理研究的研究思路应有所调适。于是,人们改变了 Berle 和 Means(1932)分析框架下视所有股东为一体的做法,开始探究不同持股地位的股东之间的行为差异,并分析这种差异对不同股东之间关系的影响。

Grossman 和 Hart(1986, 1988)、Shleifer 和 Vishny(1986)等通过对大股东参与治理的动机和条件进行分析后认为:和小股东相比,持股量的上升可以使大股东突破“搭便车”的心理,从而愿意为内部化监督成本而供给监督,为提高公司价值创造有利条件。<sup>[4][5][6]</sup>此外,Maug(1998)、Holmstrom 和 Tirole(1993)等人基于股权流动角度的分析发现,股权的流动性可以降低大股东的监督成本,为大股东的监督提供激励。即,在控股股东治理模式下,控股股东的存在可能带来全体股东都能分享的控制权公共收益,因为控股股东对企业管理层的管理与监督可能降低公司股东和经理人员之间的传统代理问题,从而提高企业价值。<sup>[7][8]</sup>

但是,有人的地方就有江湖,有人的地方就有利益冲突,股东利益的冲突是公司中最为普遍,也最为引人注目的问题之一。虽然,股东一旦将财产用于公司出资,即不再能够直接处分该财产,但股权集中企业内的控股股东实质上不仅能

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库