

# 公司

## 控制权收益 问题研究

刘佳刚 ©著

GONG SI  
KONG ZHI QUAN  
SHOU YI WEN TI YAN JIU

湖南人民出版社

# 公司

## 控制权收益 问题研究

刘佳刚 著

GONG SI  
KONG ZHI QUAN  
SHOU YI WEN TI YAN JIU

湖南人民出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

公司控制权收益问题研究 / 刘佳刚著. —长沙:

湖南人民出版社, 2009. 10

ISBN 978 - 7 - 5438 - 6050 - 6

I. 公… II. 刘… III. 公司 - 股东 - 收入 - 研究 - 中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 181565 号

## 公司控制权收益问题研究

刘佳刚 著

出 版 人: 李建国

责任编辑: 刘德华 杨 林

装帧设计: 洪 杰

出版、发行: 湖南人民出版社

网 址: <http://www.hnppp.com>

地 址: 长沙市营盘东路 3 号

邮 编: 410005

经 销: 湖南省新华书店

印 刷: 湖南贝特尔特印务有限公司

印 次: 2009 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 850 × 1168 1/32

印 张: 8.25

字 数: 200000

书 号: ISBN 978 - 7 - 5438 - 6050 - 6

定 价: 20.00 元

---

营销电话: 0731 - 82226732

(如发现印装质量问题请与承印厂调换)

## 摘 要

从理论上对公司控制权收益产生的基础进行了分析,建立了管理者控制权收益结构模型和大股东控制权收益结构模型,并且分析了公司内部人与外部人在项目投资、资本结构选择和股利政策选择三方面的利益冲突,比较分析了管理者与大股东在上述三方面的差异,研究了在两者共享公司控制权条件下,两者如何博弈获取彼此控制权收益最大化过程。从实证角度选择了在上海证券交易所上市的制造行业公司作为研究的样本,针对它们存在高额控制权收益问题进行实证研究,分析了中国上市公司控制权制度安排存在的缺陷,给出了上市公司控制权制度安排的变迁路径。本书主要采用了边际理论分析、博弈理论分析、数学微分理论分析、产权经济学分析、制度经济学分析、实证分析、规范分析和法理分析等方法。

本书研究得出以下几个结论:

(1) 在其他条件相同情况下,公司残缺产权度与公司控制权收益呈正相关,公司契约非对称性程度与公司控制权收益呈正相关,信息非对称性程度与公司控制权收益呈正相关,监督收益共享程度与公司控制权收益呈正相关。

(2) 管理者控制权收益由固定收入、奖金、职务消费、声誉收益等组成。影响管理者控制权收益的因素有资产规模、前期

控制权收益、资产负债率、公司成长能力、关联交易、法律保护程度等因素。公司管理者相对于公司外部利益主体，更偏爱权益融资，追求规模扩大与多元化，实行低股利政策。如果管理者控制权收益中超额部分比例较大，则会对公司业绩造成较大负面影响，相反，则对公司业绩负面影响较小，整体上可能还会推动公司业绩上升。

(3) 大股东控制权收益由占用资金收益、担保收益、关联交易收益组成。影响大股东控制权收益的因素有资产规模、资产结构、资本结构、法律保护程度、公司成长能力、独立董事数额、是否控股、是否国有、是否存在外部股东等。大股东相对于公司外部利益主体，更偏爱权益融资，追求规模扩大与多元化，实行低股利政策。大股东控制权收益有损于公司业绩的提升。

(4) 虽然大股东与管理者在项目投资、资本结构选择、股利政策三方面具有相同偏好，但它们之间也存在选择程度上的差异。管理者追求上述目标需要考虑其控制权的稳定性，以及公司业绩下降对其声誉收益影响问题，而大股东短期不会考虑公司业绩对它的控制权稳固性影响。因此，管理者对规模扩大与业务多元化的要求小于大股东相对应的要求。管理者控制权收益对公司业绩的负面影响，远小于大股东控制权收益对公司业绩的负面影响。

(5) 在大股东与管理者共享控制权条件下，如果它们在决策前不能相互进行信息沟通，则大股东会选择获取控制权收益，管理者会选择获取超额控制权收益。上述均衡属于公司最优均衡，它有利于社会福利最大化。因为现实中存在较多相互进行信息沟通的条件，所以，它们都不会选择不获取高额控制权收益的行为决策，并且它们会尽量谋求控制权收益共享的最大化。在混合战略博弈条件下，它们会选择与对方对应的混合战略结构。

(6) 中国上市公司并不存在严重的管理者控制权收益问题。上市公司管理者控制权收益与公司惯性因子呈正相关。上述表明公司资产规模越大,或者前期管理者控制权收益越高,则当期管理者控制权收益越大。上市公司管理者控制权收益与现金流因子呈负相关。上述表明公司成长能力越强,则会导致公司富余现金流减少,从而导致管理者控制权收益减少。上市公司管理者控制权收益与资本结构因子呈正相关。上述表明,债务资本对公司管理者的约束性并不强,公司管理者偏爱权益融资的倾向要低于大股东。上市公司管理者控制权收益与关联交易呈正相关。上述表明公司管理者与大股东存在合谋控制权收益最大化的倾向。上市公司管理者控制权收益与公司监督因子呈正相关。上述表明,公司内部监督对管理者已失去了约束作用。上市公司管理者控制权收益与公司业绩呈弱性正相关。上述表明,公司管理者控制权收益问题并不严重,它对公司业绩产生的消极影响有限。

(7) 中国上市公司存在较严重的大股东控制权收益问题。在其他条件相同的情况下,控股公司的大股东控制权收益高于非控股公司的大股东控制权收益,国有控股公司的大股东控制权收益高于非国有控股公司的大股东控制权收益,不存在持有5%以上权益比例的外部股东的公司大股东控制权收益高于存在持有5%以上权益比例的外部股东的公司大股东控制权收益,大股东担任公司管理者相对于大股东不担任公司管理者,前者的控制权收益高于后者的控制权收益。公司规模与大股东控制权收益呈正相关。公司资产负债率与大股东控制权收益呈负相关,上述说明债务资本对大股东具有较强的制约性。第一股东权益比例与大股东控制权收益呈正相关。公司成长能力与大股东控制权收益呈负相关。大股东控制权收益与公司业绩呈显著负相关关系,上述说明,大股东控制权收益对公司业绩提升明显不利。

(8) 中国上市公司存在较严重的控制权收益问题,主要就

是因为中国上市公司控制权制度安排存在诸多缺陷。公司控制权分配失衡。上述导致了上市公司存在“一股独大”和超强控制权问题。严重的信息非对称性。中国信息披露制度在披露内容、披露时间、信息披露制约性等方面存在不足，导致公司内部人与外部人存在较大的信息非对称性问题。监督制约性差。一方面，外部监督机构缺乏监督的激励，从而导致公司内部人获取高额控制权收益被发现的概率降低；另一方面，外部监督机构对上述行为的惩罚成本偏小。上述两方面使公司内部人获取高额控制权收益的风险成本不高。大宗股权交易成本较大。大宗股权交易存在流通股比例较小、大宗股权交易费用较大、交易程序复杂和交易时间较长等问题。经理人才市场缺乏活跃性。上述导致经理人才供求双方的更换成本较大，从而不利于公司大股东与管理者形成有效的相互牵制的关系。外部融资市场的宽容性。中国对存在较大控制权收益问题的公司，并没有给予相应的外部融资限制。

(9) 非正常控制权收益治理的制度安排有：建立削弱大股东控制权的制度；建立强化中小股东控制权的制度；建立有效的独立董事制度；建立有效的监督制度；建立规范的信息披露制度；建立优化的大宗股权交易制度；建立高效的经理人才市场制度；建立新的外部融资制度。

**关键词：**控制权，控制权收益，上市公司，制度安排

## 目 录

第一章 前 言	( 1 )
1.1 问题的提出	( 1 )
1.2 相关文献综述	( 6 )
1.3 研究内容、思路和方法	( 16 )
1.4 本书基本框架	( 18 )
第二章 公司控制权收益产生的理论基础分析	( 20 )
2.1 残缺产权收益理论	( 20 )
2.2 契约非完备性收益理论	( 24 )
2.3 信息非对称性收益理论	( 28 )
2.4 监督收益共享性收益理论	( 31 )
2.5 本章小结	( 33 )
第三章 管理者控制权收益理论分析	( 35 )
3.1 研究背景	( 35 )
3.2 基本模型	( 36 )
3.3 影响因素分析	( 41 )
3.4 决策行为分析	( 44 )



---

3.5	对公司治理的影响 .....	(45)
3.6	本章小结 .....	(55)
<b>第四章</b>	<b>大股东控制权收益理论分析</b> .....	<b>(58)</b>
4.1	基本模型 .....	(58)
4.2	影响因素分析 .....	(62)
4.3	利益冲突分析 .....	(65)
4.4	对盈利能力的影响 .....	(72)
4.5	本章小结 .....	(72)
<b>第五章</b>	<b>大股东与管理者获取控制权收益博弈理论分析</b> .....	<b>(76)</b>
5.1	研究背景 .....	(76)
5.2	完全信息下单战略纳什均衡分析 .....	(78)
5.3	完全信息下混合战略纳什均衡分析 .....	(81)
5.4	本章小结 .....	(85)
<b>第六章</b>	<b>上市公司管理者控制权收益实证分析</b> .....	<b>(87)</b>
6.1	研究方法 .....	(87)
6.2	结果分析及解释 .....	(92)
6.3	对公司绩效的影响分析 .....	(103)
6.4	本章小结 .....	(114)
<b>第七章</b>	<b>上市公司大股东控制权收益的实证分析</b> .....	<b>(117)</b>
7.1	研究方法 .....	(117)
7.2	单变量影响因素分析 .....	(123)
7.3	多变量影响因素分析 .....	(146)
7.4	对公司绩效的影响分析 .....	(155)

---

7.5 本章小结 .....	(166)
<b>第八章 上市公司控制权制度安排的缺陷分析</b> .....	<b>(169)</b>
8.1 总体制度结构 .....	(169)
8.2 内控制度缺陷 .....	(171)
8.3 外控制度缺陷 .....	(185)
8.4 本章小结 .....	(203)
<b>第九章 非正常控制权收益治理的制度安排</b> .....	<b>(207)</b>
9.1 内控制度安排 .....	(207)
9.2 外控制度安排 .....	(218)
9.3 本章小结 .....	(229)
<b>第十章 结论与展望</b> .....	<b>(233)</b>
10.1 结论.....	(233)
10.2 展望.....	(237)
<b>参考文献</b> .....	<b>(239)</b>
<b>致 谢</b> .....	<b>(255)</b>

## 第一章 前言

### 1.1 问题的提出

Eisenberg (1976)、Demsetz (1983)、Lehn (1985)、Shleifer and Vishny (1986)、Morck、Shleifer and Vishny (1988)、Holderness and Sheehan (1988) 等人的研究表明, 现实生活中美国大公司的股份并没有出现所谓高度分散问题, 相反, 却明显呈现一定程度的集中趋势。在其他发达国家, 公司权益股份也呈现出一定的集中, 比如德国 (Franks and Myer, 1994)、意大利 (Barca, 1995)、日本 (Prowse, 1992) 等, 其中 7 个 OECD 国家也出现了股份相对集中趋势 (欧洲公司治理, 1997)。Barca and Becht (2001)、Claessens (2000) 和 La porta (1999) 研究发现, 世界上大部分国家的公司股权不是高度分散而是比较集中。La porta (1999) 发现, 在 27 个高收入国家中约有 64% 的大公司存在大股东。Claessens (2000) 研究发现, 除日本以外其他的东亚国家, 40% 以上的公司都由家族控制。Lins (2000) 研

究发现,在 22 个新兴市场中,有 58% 的公司至少有一个大股东。Faccio and Lang (2002) 研究发现,在 13 个西欧国家中,除英国与爱尔兰外,其他国家的股权高度集中,在 5232 家上市公司中,有 44.29% 比例的公司由家族控制。Frank and Mayer (1997) 研究发现,在德国,家族控制的公司占有 20.5% 的比例。Zingales (1994)、Cronqvist and Nilsson (2003) 研究发现,在意大利和瑞典,大部分上市公司都处在大股东严密控制之下。

上述研究表明,公司权益比例并不是像传统学者的研究结论一样高度分散,相反,公司权益股份存在一定程度的集中,即存在大股东。上述研究也蕴含着公司大股东持有公司控制权,而不是完全由管理者独自享有公司控制权。

传统公司治理问题主要就是股东与管理者之间的代理问题,现代公司治理问题主要就是大股东与中小股东之间的代理问题。大股东不仅可以获取投资收益,而且更重要的是它还可以获取控制权收益。

全世界普遍存在公司控制权收益问题。Dyck and Zingales (2004) 以发生在 39 个国家 393 家上市公司的控制权转让作为研究样本,利用控制权转让价格与公开市场交易价格的差,作为度量大股东控制权收益多少的指标。结论表明,无论在发达国家还是发展中国家,公司大股东都或多或少存在获取控制权收益问题,见表 1.1。从表中可以发现,发达国家的公司大股东获取控制权收益的程度,要小于不发达国家的公司大股东,比如加拿大的公司大股东仅获取 1% 的控制权收益,而巴西的公司大股东则获取了高达 65% 的高额控制权收益。

中国存在严重的大股东控制权收益问题。施东晖 (2003) 以控制权交易与小额股权交易差额计算控制权价值,得出中国上市公司控制权收益高达 24% 左右的结论。上述数据表明,中国上市公司存在高于世界其他发展中国家的大股东控制权收益水

平。国内其他很多学者对此也进行了研究，诸多研究结论都表明，中国上市公司大股东存在获取高额控制权收益的强烈动机。2004 年年报显示，有担保事项的 A 股上市公司有 788 家，担保总额为 889 亿元，其中占上市公司净资产比例超过 50% 的有 99 家，其中 230 家公司存在违规担保现象，违规担保总额达 412 亿元，比 2003 年增加了近 85 亿元，关联方资金占用余额为 478 亿元，关联方资金占用发生额为 913 亿元。上述都表明，中国上市公司大股东获取高额控制权收益问题严重。

表 1.1 控制权收益的国际比较

国家	均值	最小值	最大值	标准差
澳大利亚	0.02	-0.03	0.11	0.04
加拿大	0.01	-0.02	0.06	0.04
马来西亚	0.07	-0.08	0.39	0.10
新加坡	0.03	-0.01	0.06	0.03
英国	0.02	-0.06	0.17	0.05
美国	0.02	-0.02	0.4	0.10
阿根廷	0.27	0.05	0.66	0.26
巴西	0.65	0.06	2.99	0.83
哥伦比亚	0.27	0.06	0.87	0.34
法国	0.02	-0.10	0.17	0.10
秘鲁	0.14	0.03	0.23	0.11
西班牙	0.04	-0.01	0.13	0.06
德国	0.10	-0.24	0.13	0.13
中国	0.24*			

数据来源于：Dyck and Zingales (2004) 研究结论 \* 施东晖 (2003) 研究结论

西方发达国家存在成熟的司法体系、经理人才市场、资本市场和产品市场，因此，上述国家就不存在明显的公司管理者获取超额控制权收益的问题。上述导致西方学者不太重视公司管理者获取超额控制权收益的问题研究。

不同于西方国家的公司管理者，中国公司的管理者获取隐性控制权收益非常明显。中国劳动和社会保障部劳动工资研究所狄煌（2001）研究得出，国有公司管理者的职务消费数额是他们工资的10倍左右，而西方国家的公司管理者的职务消费数额仅占他们收入的2%左右（陈佳贵，2001）。中国企业家汽车消费调查显示，中国公司的管理者专车消费每年在15万元以上。

周其仁（2002）认为，公司管理者为了获取高额控制权收益，会导致公司交易费用增加、公司资源浪费等问题。范瑛（2005）认为，公司管理者由公司付账的信用卡消费、公费旅游等职务消费以及回扣、提成、红包等“灰色收入”不计其数。童卫华（2005）研究认为，中国公司管理者获取高额控制权收益，损害了公司股东利益。

上述仅仅是对中国公司管理者获取隐性控制权收益的一种简单评价，他们并没有结合公司管理者控制权收益结构与总量进行研究。本书认为，不能简单依据他们获取了高额的隐性收益，就得出他们获取了超额控制权收益，损害了中小投资者利益的结论。本书认为，上述问题都需要进行系统研究，最终才能对中国公司管理者是否存在获取超额控制权收益得出结论。

从微观角度看，公司内部人存在获取高额控制权收益的动机，它们会导致公司治理行为的扭曲（比如过于偏好权益融资、非效率投资，操纵公司盈余），它最终会导致公司内部资源难以

得到最佳利用，中小股东利益遭受重大损失的后果。<sup>①</sup>从宏观角度看，公司内部人重点关注获取超额控制权收益，它会导致公司恶意融资的倾向更加明显，上述影响了资本市场功能的发挥，对资本市场长远发展不利，它最终还会导致公司形成一种吞噬文化，而不是一种资产运营文化，上述不利于社会资源利用效率的提高。<sup>②</sup>

本书研究就是想从理论上解释公司控制权收益产生的基础，建立公司控制权收益结构模型，分析公司控制权收益受哪些因素影响，研究公司控制权收益对公司治理的影响，分析公司控制权收益对公司绩效的影响。上述理论研究就是想初步建立公司控制权收益的理论框架，为后面对公司控制权收益进行实证研究提供理论基础。本书从实证角度研究了中国上市公司控制权收益问题，分析了中国上市公司存在高额控制权收益问题的制度根源，给出了非正常控制权收益治理的制度安排。上述实证研究就是希望，上述研究成果可以为相关部门提供采取相应对策的依据，从而达到减少公司超额控制权收益、保护中小投资者利益、促进资本市场健康发展、提高社会资源利用效率的目的。

---

① 公司内部人指持有公司控制权的主体，主要指公司管理者和公司大股东。

② 吞噬文化是指公司内部人不重视从投资收益中获取回报，而是通过转移公司其他投资者利益来获取回报的一种氛围。

## 1.2 相关文献综述

### 1.2.1 关于公司控制权研究

在公司理论中,公司控制权有两种定义。第一种是以伯勒和米恩斯为代表,他们认为,公司控制权就是选举董事会或多数董事的权力;第二种是以产权学派为代表,他们认为,公司控制权就是“不完全合约理论”中的剩余控制权。Hart (1995)认为剩余索取权并不一定是一个健全的或有用的权力,因为公司利润如果得不到合约当事人证实,该利润如何在当事人当中分配就比较难了。Aghion and Tirole (1997)曾将公司控制权划分为名义控制权 (Formal Authority) 和实际控制权 (Real Authority),他们这种划分继承了韦伯的合理控制权与法定控制权的划分,上述对控制权的分类表明了享有控制权与行使控制权的差异。Hart (1995)认为控制权就是可以按照任何不与先前惯例、合同、法规相违背的方式,决定公司资产所有用法的权力。

周其仁 (1997)认为,公司控制权可以被理解为排他性使用公司资产,特别是利用公司资产从事投资与市场运营的决策权。杨瑞龙 (1997)认为,公司剩余控制权是公司重要的控制权。董秀良 (2002)认为,公司控制权就是重大决策权,以及决策制定与决策执行的监督权总和。聂祖荣 (2002)认为,公司控制权就是在公司的经营方略、日常管理和财务上面的决策权。刘垒 (2004)认为,公司控制权就是在公司中能够产生某种预期效果的能力。他认为,控制权包括核心控制权与一般控制权,核心控制权是指能够决定其他控制权而且对其产生影响的控



制权，一般控制权就是指受核心控制权支配与影响的控制权，前者对公司运行产生间接作用，后者对公司运行产生直接作用。

上述对公司控制权的界定都欠缺全面性，而且定义相对简单，对控制权核心内容阐述不清晰。本书认为，公司控制权就是可以对公司经营生产、项目投资、盈余分配等重大事项，产生较大决策影响力的权利。从契约性角度看，其可以被分成契约化的权利和非契约化的权利，前者对企业价值负面影响较小，后者对企业价值负面影响较大，因为后者操作更具有隐蔽性特点。从享有主体看，其可以被分成大股东控制权与管理者控制权。<sup>①</sup>

### 1.2.2 关于公司控制权收益研究

Jensen and Mecking (1976) 认为管理层在职消费是控制权利益的来源。Harris and Raviv (1988) 认为控制权利益就是一种精神上的享受。Grossman and Hart (1980) 提出了控制权收益概念，认为大股东和管理层收益包括两部分：一部分是现金流价值，另一部分是控制权收益。前者是按照其持有股份比例进行分配，后者为大股东和管理层专有。他们认为控制权收益包括内幕交易收益、过度报酬与在职消费等。他们按照投票权与现金流权标准，将大股东收益分成私人收益与共享收益两种，前者受是否享有公司控制权，以及控制权大小、控制权结构等因素影响，后者受持有公司权益比例、公司利润总额等因素影响。这成果为后来学者研究控制权收益提供了基础。Dyck and Zingales (2001) 定义控制权收益为大股东享有而中小股东不能分享的利益。

徐宁 (2003) 认为，公司控制权收益往往是非货币形态的收益，它与控制权相联系，包括权力和自我实现的满足感，可享有的有形与无形的职务消费等。韩德宗 (2004) 认为，中国上

<sup>①</sup> 本书仅考虑非破产状态下的公司控制权。