



中国经济文库·应用经济学精品系列

Corporate Control Right Structure and Performance:  
An Emperical Study  
on China's Private Listed Enterprises

# 公司控制权结构与经营绩效

——基于中国民营上市公司的实证分析

王  
永  
◎  
著

 中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



中国经济文库·应用经济学精品系列

Corporate Control Right Structure and Performance:  
An Emperical Study  
on China's Private Listed Enterprises

---

# 公司控制权结构与经营绩效

## ——基于中国民营上市公司的实证分析

---

 中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

## 图书在版编目 (CIP) 数据

公司控制权结构与经营绩效/王永著

北京: 中国经济出版社, 2012. 1

ISBN 978 - 7 - 5136 - 0870 - 1

I. ①公… II. ①王… III. ①民营企业 - 上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国

IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 145442 号

责任编辑 郭国玺

责任审读 贺 静

责任印制 张江虹

封面设计 华子图文设计公司

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京金华印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 11.5

字 数 151 千字

版 次 2012 年 1 月第 1 版

印 次 2012 年 1 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 0870 - 1/F · 8945

定 价 36.00 元

中国经济出版社 网址 [www.economyph.com](http://www.economyph.com) 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

# 序

2011年7月的时候，苏州大学罗正英教授打来电话，邀请我给她2010年毕业的博士，徐州师范大学的王永老师正在准备出版的专著《公司控制权结构与经营绩效》作序。我与罗正英老师多次进行过学术交流，深知她和她的团队有着良好的学术精神和学术理念，并孜孜以求地探索着学术中的真谛。王永老师作为这个团队中的一员，我相信她的这本专著是一部精心之作，同时我本人也很愿意为学术新人的成长尽一份绵薄之力，因此欣然答应了罗老师的邀请。随后，王永老师很快寄来了书稿，使我能够先睹为快。

本书所研究的主题是当今公司财务、公司治理等领域的核心问题之一，具有重要的学术价值和实际意义。公司控制权结构问题本质上是公司的剩余控制权到底由谁掌控，以何种方式掌控的问题。我们知道，现代股份公司是各种利益相关者之间的一个复杂合约体，所面临是一个持续波动的“非连续性环境”，在这种情况下，一方面公司契约的不完全程度进一步提高，剩余控制权的空间加大，另一方面公司又必须将这种权利恰当地赋予某种主体去应对非连续性的战略环境。而拥有公司最终有效实际控制权力的主体，则既可能追求控制权公共收益，也可能追求控制权私有收益，或者两者兼而有之，其间存在着复杂权衡、组合和选择的过程。而不同动机之间的权衡、组合与选择，对公司的价值创造、战略选择、经营绩效和利益分配等公司行为和目标将产生不可忽视的重要影响。因此，控制权结构已经成为认识、理解当代公司经营行为和经营绩效的决定性因素之

一。对该方面问题的深入研究，将有助于我们深刻把握当代公司运行的逻辑和规律，探寻更加有效的公司治理方案，实现更为完善的投资者保护，促进资本市场健康发展等都具有十分重要的意义。读完本书，我很高兴地看到王永博士在前人研究的基础上又进行了新的具有较高质量的探索，进一步增进了我们对于控制权结构对公司经营行为和经营绩效影响的理论认知与实践理解。

从内容安排上看，本书对中国民营上市公司控制权结构与产品经营绩效、资产经营绩效、资本经营绩效等多个层面的关系进行了全面系统的探究。既综合运用企业战略管理、金融经济学、公司治理、公司理财等基础理论，阐述了当今企业所处的商业环境“非连续性”的一般特点及其对公司价值创造过程、公司经营的各个层面、以及不同层面经营绩效的影响，并构建了基于非连续性环境、现金流视角的公司价值创造动态模型，剖析了公司控制权与经营绩效指标投入资本报酬率、现金股利分配率和现金持有比例之间的理论关系；又在此基础上，提出了我国民营上市公司控制权结构与经营绩效关系的理论假说，并利用 150 家民营上市公司、连续五年共 750 个样本数据，分别从公司的产品经营、资产经营、资本经营等不同层面展开实证检验，此外还分析了我国民营上市公司控制权结构的统计特征，并对“德隆系”进行了案例分析。从中可以看出，王永博士努力将理论演绎的严谨性和实践的丰富性、鲜活性相结合，试图将控制权私有收益的可能实现形式与公司的具体经营绩效联系起来，从而使得控制权与公司经营绩效的关系更加清晰，相关结论也更加可靠。应该说，本书较好地实现了这一目的。

从本书的特色看，本书利用经营绩效（公共收益）和私有收益此消彼长的关系将两者巧妙结合是颇具匠心的一个做法，同时，从公司终极所有权层面研究控制权结构与公司绩效的关系，对于仅从中间所有权层面研究两者关系来说也是一个进步。就公司绩效而言，本文认为绩效是经营的结

果、经营是战略实施和价值创造的过程，分析控制权结构与绩效的关系一定要结合公司所处的战略环境，并在理论建构的基础上，将经营绩效分解到公司经营的三个层面，绩效指标的选择更加严谨、客观，然后分别检验控制权结构与各层面核心指标之间的关系，最终确定私有收益可能的实现方式，研究结论因此会更加客观、全面和可靠。此外，本书在检验高额现金持有问题的时候，先根据现金持有理论分析公司合理现金持有的各种决定因素并用模型加以检验，创造性地将正负残差区分为超额持有和持有不足两组，再分别探寻超额和不足与控制权结构的关系，最后发现，我国民营上市公司普遍存在的超额现金持有比例与非连续性所要求的公司预期成长性机会没有显著关系，进而证实私有收益存在的可能。从中可以看出，王永博士在前人研究的基础上，努力进行深度的理论思考与更加精细的实践探索，做出了具有创新价值的研究成果，为公司控制权领域的研究提供了一部具有启发性的新著。

我希望并祝愿王永博士在今后的学术道路上更加努力，不断为我们提供高质量的学术研究成果！

是为序。

刘志远

2011年10月10日于南开园

# 前 言

随着中国资本市场的发展和上市公司质量的逐步改善，公司控制权的作用逐渐凸现，与此同时，如何防止上市公司实际控制人滥用控制权实现私有收益、最终“掏空”上市公司、侵害中小股东权益等问题也正在成为理论界和公司实践共同关注的焦点。

本书在全面梳理国内外有关控制权、控制权配置、控制权私有收益、控制权市场、控制权与绩效关系等相关文献的基础上，首先，结合企业理论的发展过程界定了控制权的具体含义——剩余控制权，介绍了基于终极所有权的控制权度量方法，分析了控制权收益成本的非对称性和控制权私有收益实现的条件等基本理论；接着，重点阐述了当今企业所处的商业环境——“非连续性”的一般特点及其对公司价值创造过程、公司经营的各个层面、以及不同层面经营绩效的影响，并构建了基于非连续性环境、现金流视角的公司价值创造动态模型，深刻剖析了公司控制权与经营绩效指标投入资本报酬率、现金股利分配率和现金持有比例之间的理论关系；最后，分析了我国民营上市公司控制权结构的统计特征，并进行了国际比较，同时以“德隆系”为例，探讨了我国民营上市公司控制权结构形成的根本原因是实现控制权私有收益。

在上述理论模型构建和现状成因分析的基础上，本书提出我国民营上市公司控制权结构与经营绩效关系的理论假说，并利用 150 家民营上市公司、连续五年共 750 个样本数据，分别从公司的产品经营、资产经营、资本经营等不同层面展开实证检验。

在产品经营层面，在控制了影响自由现金流其它驱动因素的前提下，检验了投入资本报酬率与控制权结构之间的关系。研究发现，在民营上市公司的经营环节，现金流权的激励效应是主要的，尤其在相对控制组激励效应最为明显，当实际控制人完全控制公司的时候，实现公司规模扩张将是他们的共同冲动和最终选择。另外，本研究没有发现实际控制人利用关联交易实现私有收益的直接证据。

在资产经营层面，以公司总资产中流动性最强的资产—现金为例，重点分析了控制权结构与现金持有比例之间的关系。研究发现控制权比例是影响样本公司资产经营尤其是现金持有决策的主要因素，具体表现为，随着控制权比例的上升，现金持有比例会显著提高；而在通过兼并重组上市的公司中，控制权比例以 42.2% 为界对于现金持有的影响表现出区间差异。进一步分析超额现金持有的程度与控制权特征变量之间关系，结果表明现金流权比例的提高，超额持有的程度越高，另一方面，控制权比例的提高可以减缓现金持有不足的程度。最后，我们发现样本公司现金持有比例与其预期成长性机会以及现金股利分配需要等因素均无显著关系，这进一步证明超额现金持有的“隧道效应”存在。

在资本经营层面，首先对民营上市公司现金股利分配倾向进行了定性分析，并利用单因素方差分析和非参数秩和进一步检验，均未发现其与控制权结构特征有显著的关系。但是，在进一步考察现金股利分配力度等定量指标后，结果发现民营上市公司的现金股利分配力度与实际控制人现金流权的二次项存在显著正相关，同时还发现民营上市公司的现金股利分配力度与公司的财务状况包括每股经营活动现金流、公司的成长性指标等都没有必然的联系，尤其值得注意的是分配力度与公司每股收益表现出不合常理的负相关关系。此外，本研究还发现在 2005 和 2006 两个股权分置改革年度，民营上市公司现金股利分配力度系统性加强的证据，可见，民营上市公司实际控制人超能力派现的短期行为非常明显，但是在实际控制人



指定管理层的上市公司，现金分配力度与现金流权虽然同样存在显著正相关关系，但是平均分红水平要略低一些。

根据控制权结构与经营绩效关系的理论推演和实证检验的结果，本书最后提出如下三点建议：第一、加快多层次资本市场体系建设，推动家族企业社会化进程；第二、健全民营上市公司控制权结构等信息披露制度，提高资本市场监督功能；第三、民营企业自身要树立科学发展观，增强持续增长能力。

由于本人时间和水平有限，书中难免有疏漏和不足之处，还请广大热心读者多提宝贵意见。

王 永  
2011 年 9 月

序 .....	1
前 言 .....	1
第一章 引 论 .....	1
第一节 研究背景与问题的提出 .....	1
一、研究背景 .....	1
二、问题的提出 .....	3
第二节 研究对象、方法与数据 .....	4
第三节 研究目标与技术路线 .....	6
第四节 本书的主要内容与结构安排 .....	8
第五节 本书的主要创新之处 .....	10
第六节 本书的不足与进一步研究的展望 .....	11
第二章 文献综述 .....	13
第一节 关于公司控制权与控制权配置 .....	13
第二节 关于公司控制权市场 .....	16
第三节 关于公司控制权私有收益 .....	18
一、控制权私有收益的实现条件——控制权与 现金流权的分离 .....	18

二、控制权私有收益的实现方式 .....	20
三、控制权私有收益的影响因素 .....	22
四、公司控制权私有收益的度量 .....	25
第四节 关于公司控制权与公司绩效 .....	27
一、控制权与经营绩效关系研究 .....	27
二、我国民营上市公司控制权与绩效关系研究 .....	29
第五节 分析与评述 .....	34
<b>第三章 控制权结构与经营绩效的理论分析 .....</b>	<b>37</b>
第一节 公司控制权的含义、结构及其度量 .....	37
一、公司控制权的含义 .....	37
二、最终控制人、实际控制人与控制权结构 .....	41
三、基于终极所有权的控制权度量 .....	43
四、控制权收益 .....	48
第二节 价值创造与经营绩效 .....	53
一、非连续性环境下的公司战略 .....	53
二、公司战略、公司价值与经营绩效 .....	54
三、基于非连续性环境的价值创造与经营绩效关系模型 .....	71
第三节 公司控制权与经营绩效 .....	73
<b>第四章 我国民营上市公司控制权结构与经营绩效 .....</b>	<b>75</b>
第一节 我国民营上市公司发展现状 .....	75
第二节 我国民营上市公司控制权结构与成因分析 .....	77
一、控制权结构的统计特征与国际比较 .....	77
二、成因分析——以“德隆系”为例 .....	79
第三节 我国民营上市公司控制权结构与经营绩效的关系假设 .....	83

<b>第五章 实证检验 I：基于产品经营的检验</b> .....	87
第一节 控制权结构与投入资本报酬率关系假说 .....	87
第二节 样本与变量选择 .....	90
一、样本选择与说明 .....	90
二、变量选择与定义 .....	91
第三节 全样本变量关系检验 .....	93
一、变量描述性分析 .....	93
二、变量关系检验 .....	96
三、检验结果解释 .....	98
第四节 分组子样本变量关系检验 .....	100
一、按控制权分组的子样本检验 .....	100
二、检验结果解释 .....	102
第五节 本章小结 .....	104
<b>第六章 实证检验 II：基于资产经营的检验</b> .....	107
第一节 控制权结构与现金持有关系假说 .....	107
第二节 样本与变量选择 .....	110
一、样本选择与说明 .....	110
二、变量选择与定义 .....	110
三、变量描述性分析 .....	112
第三节 控制权结构与现金持有比例 .....	113
一、变量关系检验 .....	113
二、检验结果解释 .....	116
第四节 控制权结构与超额持有或持有不足关系的 进一步检验 .....	118
第五节 本章小结 .....	120

<b>第七章 实证检验Ⅲ：基于资本经营的检验</b> .....	123
第一节 控制权结构与现金股利关系假说 .....	123
第二节 样本与变量选择 .....	125
一、样本选择与说明 .....	125
二、变量选择与定义 .....	125
三、变量描述性分析 .....	126
第三节 控制权结构与分配倾向关系检验 .....	128
第四节 控制权结构与分配力度关系检验 .....	129
第五节 检验结果解释 .....	130
第六节 本章小结 .....	132
<b>第八章 结论与建议</b> .....	135
第一节 本书的主要结论 .....	135
第二节 几点建议 .....	138
一、加快多层次资本市场体系建设，推动家族企业 社会化进程 .....	138
二、健全民营上市公司控制权结构等信息披露制度， 提高资本市场监督功能 .....	139
三、民营企业自身要树立科学发展观，增强持续 增长能力 .....	140
<b>致 谢</b> .....	142
<b>附 录</b> .....	145
<b>参考文献</b> .....	153

## 第一节 研究背景与问题的提出

### 一、研究背景

#### (一) 世界范围内公司治理的反思

虽然贝利和米恩斯最早认为公司治理的重点是研究在分散所有权结构下经理和股东之间的利益关系问题，然而，从世界范围来看，公司所有权的集中治理结构正变得越来越普遍。正如 Shleifer 和 Vishny 所说，集中的所有权和具有优势的控制性所有权似乎已成为公司治理的既定规则，在这些公司中，集中的股权所形成的控制性股东掌握着公司的实际控制权，从而形成由控制性股东和经理构成的内部人与由中小股东和债权人构成的外部人两大利益集团。在内部人控制下，大股东的收益来源于两个方面：现金流权收益和控制权私有收益。大股东为了追求私有收益不惜侵占中小股

东利益的问题已经凸现并且日益严重，从而使得从控制权私有收益角度研究大股东控制问题成为现实的迫切需要。自 1999 年 La Porta, Lopez - de - Silanes 和 Shleifer 首次从最终控制权的角度探讨了公司现金流权与控制权分离问题以后，越来越多的学者开始关注民营上市公司的控制权结构与其经营绩效的关系问题。

### **(二) 中国资本市场的发展与投资者权益保护的要求**

中国资本市场从无到有、从计划导向到市场导向，经历了一个渐进、稳健的发展过程，目前已成为中国经济中运用市场机制配置资源的重要渠道。通过资本市场，提高资产的证券化程度，可以促进资产在更大范围内流动重组，进而吸收更多资本进入产业领域，使产业的产权和资源配置更加具有开放性。同时，通过资本市场进行产权交易，可以节省大量的中间成本，减少交易费用，提高效率，从而可以用更低的成本实现产业重组。然而，相对于产品市场和其他要素市场的发展而言，我国资本权益的市场化程度还远远不够。虽然产品市场的充分竞争能够为公司的有效治理提供有益的保障，但是只有资本权益的市场化和控制权市场的同时充分发展，才能够为资本资产的合理定价、资本资源的合理配置、代理成本的有效降低、投资者权益保护等提供更为充分的市场监督机制。

### **(三) 我国家族企业持续发展与企业家价值实现的要求**

家族企业在创业之初，往往凭借一个创意或捕捉一个市场机会，便能获得迅速发展。随着企业发展超出家族管理禀赋所能支撑的范围，企业迫切需要建立起分权化的组织架构和决策约束机制。另外，企业竞争优势的取得也需要企业拥有一个有效的治理结构。我国家族企业正处于制度变迁和制度创新的转轨时期，在治理选择方面，“子承父业”依然是中国家族企业继任的主流模式，中国民营上市公司治理结构的现状调查也表明：中国多数民营上市公司仍倾向于集权式治理结构。这一方面造成家族企业的

人力资源短缺，另一方面也导致企业所有权、经营权、使用权、转让权及剩余利润索取权合而为一，严重制约家族企业的持续发展。虽然很多大型家族企业都建立了股东大会、董事会、监事会和总经理办公会等组织和相应制度，逐渐向规范的现代公司制靠拢，但家族控制特征仍很突出。

企业是物质资本与人力资本的契约，随着知识经济的到来，物质资本的谈判力逐步下降，人力资本的谈判力逐步提升，家族企业更需要对其治理结构进行调整，充分利用控制权市场，建立分权化的组织架构和决策约束机制，实现家族企业资本社会化的过程。只有实现控制权的顺利转移，家族企业才可以持续健康地发展，也才能保持整个社会创业企业家的创业热情。

## 二、问题的提出

与国外研究相适应，国内学者对于我国民营上市公司的关注度正在逐步提高，随着研究的不断深入，无论从理论还是从实证层面都开始出现不同的观点。就理论层面而言：一种观点认为民营经济为企业家人力资本的价值实现提供了最佳路径，从有效激励角度民营上市公司的效率一定高于国有及国有控股上市公司（杨其静、杨瑞龙、张俊喜等）；另一种观点则认为，民营公司实质上是由若干不完全合同组成的契约结合体，掌握剩余控制权的家族控股股东会通过包括金字塔式持股等多种手段强化控制权，以关联交易、股权投资、资金占用、超能力派现等形式实现控制权私有收益，结果必然侵害外部股东的利益（李新春等）。就实证层面而言：一种观点认为中国金融体制改革尚不充分，民营经济相对于国有经济受到更多的金融约束，金字塔式持股结构所形成的集团公司网络恰好为民营上市公司的发展提供了便利的内部资本市场，从而弥补了外部融资交易成本过高的现实缺陷（郑志刚、李增泉、辛显刚、于旭辉等）。另一种观点则认为我国投资者保护体系尚不健全，民营上市公司的控股股东会不遗余力地通



通过各种“隧道”实现控制权私有收益的转移和输送，直至最终掏空整个上市公司（刘峰等）。

我国民营上市公司究竟是企业家实现自身价值的平台还是利用控制权侵害外部股东的装置？民营上市公司的金字塔结构究竟是构建内部资本市场<sup>①</sup>所需还是行利益输送之实？超额持有的现金究竟是非连续性环境下的战略考虑还是私有收益实现的“隧道”？如果说金字塔结构引致的现金流权和控制权分离度放大的效应果真使实际控制人产生利益侵占动机的话，那么其利益侵占的可能路径又是什么？这些都将是本书试图探讨的问题。

## 第二节 研究对象、方法与数据

本书的研究对象是中国民营上市公司控制权结构与经营绩效之间的关系问题，同时运用企业战略管理、金融经济学、公司治理、公司理财等基础理论，结合数量经济学、统计学等基本的分析工具，对公司控制权结构与产品经营绩效、资产经营绩效、资本经营绩效等多个层面的关系进行全面系统的探究。具体研究方法是：从与公司价值创造相关的若干基本问题入手，分析当今企业所处的非连续性环境的一般特点，沿着公司战略决定公司经营、公司经营创造公司价值、公司价值体现为经营绩效，而公司控制权作为剩余控制权无论是追求公共收益还是追求私有收益，也只有通过公司经营的各个不同层面来实现，而且最终必然体现为经营绩效的差异。因此，本书沿着这条思路逐步追寻我国民营上市公司实际控制人的行为目标。

在本书研究框架内，公司价值创造是一个相对复杂的过程，结合当今

---

<sup>①</sup> 王永．我国企业集团财务公司发展策略研究[J]．财会月刊，2007（8）．