

# 股权结构、实际控制人与企业战略实施风险

——基于五粮液、南京新百、万科的案例分析

卞琳琳(副教授), 程立(副教授)

**【摘要】** 公司不同的股权结构对实际控制人约束效力或激励效用不同,促使不同股权结构的公司形成了不同的治理模式,从而影响企业战略实施。按照上市公司实际控制人拥有的所有权比例,可以将上市公司分为三大类:股权高度集中型实际控制人公司、股权相对集中型实际控制人公司和股权分散型实际控制人公司,分别以五粮液、南京新百、万科三家上市公司作为典型代表,讨论不同类型实际控制人公司的企业战略实施风险,研究结果表明:股权高度集中型风险最小,股权相对集中型风险次之,而股权分散型风险最大。

**【关键词】** 股权结构; 实际控制人; 企业战略实施风险; 五粮液; 南京新百; 万科

**【中图分类号】** F275.5

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)28-0076-5

战略是有关企业基本长期经营目标的决定,以及为实现目标所必须采取的行动和相应资源的分配规划方案,它通过协调、配置或构造企业在多个市场上的活动进行价值创造,为企业赢得竞争优势。在转型经济条件下,企业的战略选择和制定逐渐成为决定企业运作绩效的关键。然而,企业既定战略的实施是有风险的,企业的控制权决定了企业的战略制定,企业实际控制人的变更往往会导致集中企业资源优势的既定战略无法实施,从而不利于企业的长期发展;而企业的实际控制人与股权结构有着千丝万缕的联系。

## 一、实际控制人概念界定

我国《公司法》第217条和《上市公司章程指引(2006年修订)》对“实际控制人”的含义均做出了解释:“实际控制人,是指虽不是公司的股东,但通过投资关系、协议或者其他安排,能够实际支配公司行为的人。”根据这个定义,实际控制人显然不包括公司的股东,有关法规之所以这样界定就是要将实际控制人与公司股东做一个明确区分。然而,笔者认为,这种区分固然有利于相关部门实施监管,在本文的研究当中却是有待商榷的。

在中国的经济实体中,公司的实际控制主体与股东特别是控股股东有着密切联系,它可能是控股股东,也可能是控股股东的控股股东,因为它可以通过直接控股和间接控股两种方式对上市公司实施控制。而部分公司的实际控制者直接或间接所持股份并未超过50%,也可以通过其他方式对公司实施控制。笔者认为,对于实际控制人的界定,应当根据实质

重于形式的原则予以判断,只要是取得了公司实际控制权的行为人,就是公司的实际控制人。借鉴《企业会计准则第33号——合并财务报表》中对于“控制”的定义,本文认为,只要一方能够通过参与另一方的相关活动且享有可变回报,并有能力运用对另一方的影响决定其回报金额,它就是另一方企业的实际控制人。本文对于实际控制人概念的界定,就遵循这一原则。

## 二、理论分析与文献综述

La Porta等(1999)在分析27个富有经济体的最大20家公司所有权结构时,首次将关注重点放在公司最终控制性股东上,指出要理清企业实际所有权与控制权,仅识别控股股东是不够的,更重要的是追溯企业最终控制人,从而掀起对实际控制人研究的热潮。此后,学者们分别从不同的角度阐述了控制性股东的激励效应(Claessens等,2000、2002; La Porta等,2002; 万立全,2010; 林乐等,2013),如实际控制人的现金流权与高管薪酬、业绩之间的关系(Cao等,2011),实际控制人利益攫取对中小投资者的利益侵害(Nenova T.等,2003; Alexander D.等,2004; Wang等,2011; 魏明海等,2013),或者在一定条件下的利益输送(Friedman E.等,2003; Gonenc, 2008)等。研究发现:在终极控制权视角下,实际控制人对企业的发展至关重要(刘亭立等,2012),他们的治理行为可能有三种,即掏空(Tunneling)、监督(Monitoring)或者支持(Propping)。当实际控制人的治理行为主要表现为监督或支持时,其对企业发展有更多的积极作用(林乐等,2013),而当

**【基金项目】** 上海第二工业大学金融学校重点(培育)学科项目(项目编号:XXKPY1602)

实际控制人的治理行为更多地表现为掏空时,其转移公司资源的动机就非常强烈(张宏亮等,2009),企业的战略实施必然存在较大的风险。

尽管监管层把股东排除在实际控制人之外,股权控制却是获得公司实际控制权的重要手段,关于不同的股权结构下实际控制人对公司治理行为差异的研究更是层出不穷(李增泉等,2005;侯晓红等,2008;柳建华等,2008;马金城等,2009;Jian等,2010;章卫东等,2012;郑秀田等,2013;姜付秀等,2015)。学者们普遍认为,实际控制人对于上市公司的掏空、监督或支持行为都是条件依存的,公司不同的股权结构造成对实际控制人约束效力或激励效用的不同,从而形成了不同的治理模式。

截至2014年12月31日,沪深两市2226家A股主板上市公司中,不存在实际控制人的仅49家,占总数的2.20%,可见实际控制人控制公司的现象在我国非常普遍。表1反映了存在实际控制人的上市公司中,根据股权控制链计算所得的实际控制人拥有上市公司所有权比例概况。从表1可以看出,这类公司的股权结构主要有三种类型:高度集中型、相对集中型和分散型。

表1 实际控制人拥有上市公司所有权比例

	>50%	20%~50%	<20%	合计
上市公司数	462	1135	496	2093
占总数比例	22.07%	54.23%	23.70%	100.00%
所有权比例平均值	60.48%	33.92%	13.20%	34.87%

表1中的比例值根据国泰安数据库的相关数据计算而得。截至2014年12月31日,沪深两市存在实际控制人的上市公司共计2177家,剔除数据库中数据不全的84家以后,其余2093家上市公司。

从实际控制人与企业战略实施关系来看,主要的风险来源于两方面:①掏空风险。实际控制人可能会运用所掌握的控制权对企业实施侵占以满足自身利益最大化的需求,从而使企业无法有效实施既定战略。②实际控制人变更风险。实际控制人一旦发生变更,可能会改变企业原有战略,使原有战略无法实施。下文区分股权高度集中型(股权>50%)、相对集中型(股权介于20%~50%之间)和分散型(股权<20%)三种

情况探讨实际控制人与企业战略实施风险之间的关系。

### 三、不同股权结构下实际控制人与企业战略实施风险

#### (一)股权高度集中型实际控制人与企业战略实施风险

当实际控制人拥有公司所有权比例超过50%时,本文将其定义为股权高度集中型实际控制人。沪深两市共有462家上市公司实际控制人属于此种类型,约占总数的22.07%。从理论上说,只要实际控制人拥有公司所有权比例未达到100%,他就有可能利用其控制权从所控制实体中获利。然而,正如李婉丽和郭天文(2007)所述,控股股东拥有的股权越多,其掏空的动机就越弱,较高的持股比例有助于减少控股股东的掏空行为。

就我国实际情况而言,股权分置改革完成以后,实际控制人控制的股份已转化成流通股,实际控制人和其他股东的利益得到了高度统一,兼之法律监管力度的加大,掏空上市公司的难度和成本也在加大,实际控制人掏空公司的收益已低于其成本,对于掌握50%以上股权的实际控制人而言更是如此。马金城和王磊(2009)对复星集团的案例研究就是一个有力证据:在复星系的四个上市公司中,复星集团对豫园商城的持股比例最少,掏空程度最为严重;南钢股份持股比例适中,掏空或支持因时而异;而集团对复星医药和上海复地始终都拥有较高的持股比例,因此,在后期对这两个公司的支持十分有力度。

当然,前人的研究也曾提出相反的例证,其中尤以对五粮液为讨论代表。五粮液的实际控制人名为宜宾市国有资产经营有限公司,现实中则由五粮液集团行使控制权,属于股权高度集中型实际控制人。刘峰等(2004)通过对五粮液集团和五粮液之间1998~2003年利益往来情况的研究,提出在中国实际控制人借助关联交易进行利益输送具有一定的普遍性。在此基础上,贺建刚等(2008)进一步研究了五粮液2004~2007年的关联交易情况,以期了解五粮液治理缺陷引起市场广泛关注后,大股东的利益输送行为是否有所减少,却发现五粮液大股东借助控制权实现利益输送的行为并没有发生明显改变。然而,不可忽视的是,在接下来的2008~2014年,情形却大为改观。

表2中2007年前数据来源于贺建刚等(2008)《利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究》文中表1的数据资

表2 五粮液的关联交易情况

单位:万元

	2003年之前年平均	2004~2007年平均	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
产品购销关联交易	98336	444158	648174	535934	90624	77075	96178	99471	45072
接受劳务关联交易	13309	16161		23352	38703	37259	38271	45395	41446
品牌使用关联交易	9299	10673		13549	18741	23966	34618	31923	28015
租赁业务关联交易	5389	7130	7483	6170	33162	24218	35327	35369	36078
资产购销关联交易	60048	0.13		382661	6218	459	3163	2660	1892
其他	56254	25967	4110	25056	38691	44696	20921	1694	1674
关联交易合计额	242635	504089.13	659767	986722	226139	207673	228478	216512	154177

□ 案例分析

料,2008~2014年数据根据五粮液相应年度会计报表整理。

由表2可知,2004~2007年之间五粮液的关联交易情况与2003年之前相比有过之而无不及,其关联交易总额是2003年之前的两倍有余,紧随其后的2008、2009年也有大幅上涨。然而,2009年五粮液重拳整治关联交易后,情况发生了根本性的转变,五粮液的关联交易总额由2009年的98.67亿,下降到2014年的15.42亿,与此同时,它的销售收入、净利润却分别由111.29亿和34.67亿,上升到210.11亿和60.58亿。说明后股权分置时代,以五粮液为代表的股权高度集中型实际控制人利用关联交易对上市公司的掏空行为大为减少,这有利于上市公司企业战略的实施。再看五粮液一度为世人所诟病的现金股利分配政策。刘峰等(2004)指出,从1998年上市至2003年底共六年时间里,五粮液累计实现净利润高达41亿元,但只有上市当年进行过一次现金股利分配,其余年份没有真正意义上的现金股利分配,作为实际控制人的五粮液集团通过现金股利合法获得的收益也就微乎其微。由此可以推断,其主要借助于关联交易从上市公司窃取利益。那么2004~2014年这一情况发生改变了吗?

表3列示了五粮液2004~2014年度的现金股利分配方案及当年的净利润。从表3可以看出,2004~2009年的六年间,五粮液延续了“铁公鸡”的形象,虽然实现累计净利润92.62亿元,但现金股利的分配却微乎其微。从2010年开始,五粮液的现金股利分配政策明显改善,这与2009年五粮液对关联交易的重拳出击显然保持了同步,从这一年起,五粮液集团从上市公司五粮液中获取利益的途径,终于和其他中小股东保持了高度一致。

表3 2004~2014年五粮液现金股利分配方案

年份	现金股利(每10股送)(元)	净利润(亿元)	年份	现金股利(每10股送)(元)	净利润(亿元)
2004年	0.0	8.28	2010年	3	45.62
2005年	1.0	7.91	2011年	5	63.94
2006年	0.6	11.70	2012年	8	103.36
2007年	0.0	11.77	2013年	7	83.22
2008年	0.5	18.30	2014年	6	60.58
2009年	1.5	34.67	合计		449.35

既然实际控制人的利益和中小股东的利益取得了高度一致,那么从这个角度而言,企业战略实施风险并不大。接下来讨论另外一个问题:股权集中型实际控制人变更风险大吗?这个问题的答案是显而易见的。既然公司的股权高度集中,那么想要取而代之绝非易事。笔者通过考察沪深两市2014年实际控制人股份份额前20名的上市公司,发现2003~2014年间,实际控制人易主的公司只有银亿股份一家,证实了本文的观点。

综上所述,后股权分置改革时代,股权集中型实际控制人掏空企业的意愿并不强烈,且实际控制人变更风险小,企

业战略实施风险较小。

(二)股权相对集中型实际控制人与企业战略实施风险

当实际控制人拥有公司所有权比例介于20%~50%之间时,我们定义这是股权相对集中型实际控制人。沪深两市共有1135家上市公司的实际控制人属于此种类型,约占总数的54.23%,也就是说,大部分上市公司由股权相对集中型实际控制人控制。

股权的相对集中往往意味着公司存在某种程度上的股权制衡。多数学者认为股权制衡既能保留股权相对集中的优势,又能有效抑制大股东对上市公司利益的侵害,从而带来公司治理改善和业绩提升(Pagano等,1998;La Porta等,2002;徐莉萍等,2006;张斌等,2014;郝云宏等,2015)。然而仍有学者认为股权制衡并不能抑制掏空行为(高雷等,2006;马金城等,2009),股权相对集中型实际控制人的权力并没有受到制约。

南京新百原是一家老牌国有商场,2005年实现民营化,实际控制人变更为南京金鹰国际集团有限公司的王恒。2011年,王恒旗下企业及其他企业向三胞集团出售所持南京新百股份,袁亚非累计持有上市公司21.98%股份,成为公司新的实际控制人,王恒所持股份降为12.98%,成为公司第二大股东,从理论上来说,公司存在股权制衡人,那么实际控制人受到制约了吗?

从南京新百成立到2005年实际控制人变更为王恒之前,南京新百基本上专注于商业零售业务;2005年王恒取得新百控制权以后,也基本坚持了这一战略,只在经营布局上有所调整。而2011年袁亚非入主新百后,却提出“公司将围绕零售百货这条主线,立足南京,拓展江苏沿海和安徽皖江地区,广泛储备适合公司中长期发展的商业项目,在条件成熟的情况下,迈出对外拓展的步伐;在条件适合的情况下,开展资本市场运作,打开融资渠道,进行资源整合和外延并购,重塑上市公司形象”。虽然措辞谨慎,却向外界透露了其将利用上市公司进行资本运作的战略思维。此后,南京新百果然开始频繁并购,迅速扩张,仅2014年就完成了对英国Highland Group、南京国际贸易中心(以下简称“国贸中心”)、美国上市公司麦考林等一系列收购,2015年更启动了对安康通、三胞国际、齐鲁干细胞等的收购。

一系列的并购之后,南京新百取得了跨越式发展,资产总额由2011年末的30.92亿元迅速扩充至2015年9月30日的147.96亿元。然而众所周知,与快速的扩张相伴而来的必然是高风险,如并购英国Highland Group时南京新百就支付了155330878英镑现金(按即期汇率折合人民币约15.60亿元),造成上市公司资金链紧张,这恐非广大中小股东所愿意看到的。

再者,对南京新百一系列的收购略作进行剖析,不难发现多笔收购行为中涉及与其控股股东三胞集团的关联交易,



如已完成的南京国际贸易中心收购项目、进行中的安康通项目、三胞国际项目等。以国贸中心收购项目为例,南京新百发行96853701股股份用于购买三胞集团持有的兴宁实业100%股权,发行4900684股股份用于购买三胞集团持有的瑞和商贸100%股权(兴宁实业、瑞和商贸持有的主要资产为国贸中心),同时向不超过10名其他特定投资者发行股份募集配套资金。此次交易完成以后,三胞集团不费一分一厘就使自己手中的南京新百股权增至34.84%,同时仍拥有对国贸中心的完全控制权,还为交易完成后新增自有物业的装修改造及流动资金需求筹得了资金;安康通项目、三胞国际项目也大抵如此。一系列的并购之后,南京新百实际控制人袁亚非才是最大的赢家,实为资本运作之高手。

在南京新百的案例里,实际控制人变更后改变了企业原有战略,并充分运用了所掌握的控制权以满足自身利益最大化需求,作为制衡股东的王恒似乎无所作为。那么,对于股权相对集中型上市公司而言,控制权改变的可能性大吗?

由于股权相对集中型上市公司实际控制人仅持有20%~50%的股权,所以与股权高度集中型上市公司相比,股权相对集中型上市公司的实际控制人变更的可能性应当更大。经过查阅2014年此类上市公司中实际控制人持股比例前二十名和后二十名发现,2003~2014年,实际控制人变更的上市公司各有五家和七家,这进一步证实了本文的观点,实际控制人持股比例越低,变更的可能性就越大。

综上所述,股权相对集中型实际控制人更有可能利用所掌握的控制权满足自身利益最大化需求,同时实际控制人变更风险加大,企业战略实施具有一定的风险。

### (三)股权分散型实际控制人与企业战略实施风险

当实际控制人拥有公司所有权比例低于20%时,我们定义这是股权分散型实际控制人。沪深两市共有496家上市公司实际控制人属于此种类型,约占总数的23.70%。和集中的股权结构相比,分散的股权结构有其优点,它有利于充分调动管理者的积极性,往往意味着更优秀的业绩和更高的企业价值(孙永祥,1999;李亚静等,2006)。然而,正如Jensen和Meckling早于1976年就指出的,控股股东拥有的股权越少,其掏空的动机就越强,当股权分散型公司存在实际控制人而又往往缺乏必要的制衡股东时,其被掏空的强度很可能是最大的。如复星集团在2002~2008年间,通过与豫园商城关联投资,使得豫园商城现金流出达6.3亿元(不含豫园商城与复星集团旗下复星医药间日常产品采销交易的数额);通过股权转让,使得豫园商城现金流出达近11亿元;通过中北房地产在2007、2008年两年累计占用豫园商城资金近9.8亿元;通过招金矿业股权托管占用保证金7230万元长达四年之久,七年间从豫园商城累计支出现金高达27.8亿元。

然而,综观股权分散型实际控制人上市公司可发现其中不乏一些知名企业,多年来稳健实施其企业战略,有的甚至

是行业内的佼佼者,如招商银行、万科、格力电器、伊利股份、上海梅林等,它们成功的秘诀是什么呢?下文以万科为例,对此类上市公司进行分析。

2015年宝能系对万科的收购将万科再次推上了风口浪尖。万科成立于1984年,1988年进入房地产行业,曾连续多次获得“中国最受尊敬企业”称号,是目前中国最大的专业住宅开发企业,也是中国股市的代表性地产业蓝筹股。万科的董事会主席王石是公司的创始人,他将万科从一个名不见经传的小公司发展至现今总资产达到5707.93亿元的“航空母舰”,万科的背后凝聚着王石几十年的心血。然而,万科的股权极其分散,截至2014年12月31日,其第一大股东华润股份有限公司也仅持有万科14.97%的股份,而王石本人仅持有总股份的0.05%。

尽管万科在年报中声称公司不存在实际控制人,外界却普遍认为国资委通过华润股份构成了对万科的实际控制。从理论上来说,股权分散型上市公司实际控制人会利用自己的控制权对公司肆意掏空,但万科却是个相反的例子。一直以来,华润股份给予了万科管理层高度的信任,如万科总经理郁亮所述,“华润是积极不干预管理的股东,是大股东的表率”,也正因为如此,万科实际上是一个内部人控制的典型企业,万科在其高管团队的精心呵护下稳步实施其既定的企业战略,一步步做大做强。

宝能系是指深圳市宝能投资集团有限公司及其所控制的旗下公司。2015年7月以来,宝能系通过旗下的投资公司大举收购万科股份,截至2015年12月24日,宝能系共持有万科24.26%的股权,力图成为万科新的实际控制人。宝能入主万科虽有难度,但其通过杠杆融资从二级市场收购了万科大量的股份,已经成为有话语权的万科大股东。对此,以王石为首的高管团队反应强烈,高调宣称不欢迎宝能系成为万科第一大股东,理由主要是因为宝能系素以擅长资本运作而著称,长期以来商业信用不佳,未来一旦控股万科,一些投资公司、大金融机构以及商业评级机构便可能因此调低对万科的信用评级,而万科更有可能沦为实际控制人掏空的工具。

王石的担忧并非多余,股权分散型上市公司被实际控制人掏空的案例比比皆是。由于华润拒绝增持万科股份,万科高管团队一度陷入控制权危机。后来还是深圳地铁集团的资产注入,暂时解除了万科高管团队的控制权危机。从万科的案例可以看出,股权分散型实际控制人是否会利用其控制权掏空上市公司,与实际控制人是否具备掏空上市公司的企图密切相关,而当企业实际控制人发生变更,企业战略实施风险将无限加大。那么,对于这类上市公司而言,实际控制人变更的风险大吗?从理论上来说,由于取得控制权成本相对较低,这一风险应当非常大。

查阅2014年此类上市公司中实际控制人持股比例前二十名和后二十名发现,2003~2014年间,实际控制人发生变

## □案例分析

更多的上市公司各有11家和16家,比例极高,这进一步证实了本文的观点,实际控制人持股比例越低,变更的可能性就越大。

综上所述,股权分散型实际控制人上市公司是否被掏空主要取决于实际控制人的战略意图,由于股权分散取得成本低,实际控制人变更风险非常大,企业战略实施风险较大。

## 四、结论

本文运用案例研究的方法,通过对五粮液、南京新百、万科这三类不同股权结构上市公司的实际控制人战略风险的研究,得出以下结论:

第一,后股权分置改革时代,股权集中型实际控制人的利益和中小股东的利益取得了高度一致,实际控制人掏空企业的意愿并不强烈,兼之股权的高度集中使实际控制人变更难度较大,总体来看企业战略实施风险并不大。

第二,股权相对集中型实际控制人利用所掌握的控制权满足自身利益最大化需求的可能性较大,同时由于持股比例的降低,实际控制人变更的风险较大,企业战略实施具有一定的风险。

第三,由于股权的分散和小股东“搭便车”心理的普遍存在,股权分散型实际控制人掏空上市公司的难度较小,其是否被掏空主要取决于实际控制人的战略意图,同时由于股权分散取得成本低,实际控制人变更风险非常大,企业战略实施风险较大。

笔者研究后发现,在后股权分置时代,过于分散的股权结构容易使上市公司沦为资本市场上资本运作的工具,而股权集中型实际控制人上市公司能更好地专注主业,坚持企业长期发展战略,从而稳步实现企业既定目标。

## 主要参考文献:

贺建刚,魏明海,刘峰.利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究[J].管理世界,2008(10).

侯晓红,李琦,罗炜.大股东占款与上市公司盈利能力关系研究[J].会计研究,2008(6).

贾明,张喆,万迪昉.终极控制权结构下上市公司实际控制人治理行为[J].系统工程理论与实践,2008(12).

姜付秀,马云飙,王运通.退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?[J].管理世界,2015(5).

李婉丽,郭天文.控股股东“掏空”行为影响因素的实证研究[J].开发研究,2007(5).

李亚静,朱宏泉,黄登仕,周应峰.股权结构与公司价值创造[J].管理科学学报,2006(10).

林乐,谢德仁,陈运森.实际控制人监督、行业竞争与经理人激励——来自私人控股上市公司的经验证据[J].会计研究,2013(9).

刘峰,贺建刚,魏明海.控制权、业绩与利益输送——基

于五粮液的案例研究[J].管理世界,2004(8).

刘亭立,杨松令.上市公司股东关系分析:基于实际控制人的视角[J].经济与管理研究,2012(8).

马金城,王磊.家族控制人掏空与支持上市公司的博弈——基于复星系的案例研究[J].管理世界,2009(12).

万立全.实际控制人特征与上市公司价值关系研究——基于股权分置改革后的实证分析[J].南方经济,2010(4).

王化成,胡国柳.股权结构与企业投资多元化关系:理论与实证分析[J].会计研究,2006(8).

魏明海,程敏英,郑国坚.从股权结构到股东关系[J].会计研究,2011(1).

魏明海,黄琮宇,程敏英.家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角[J].管理世界,2013(3).

张斌,嵇凤珠.股权制衡与混合所有制改革:基于特质信息释放效率的视角[J].江海学刊,2014(6).

章卫东,张洪辉,邹斌.政府干预、大股东资产注入:支持抑或掏空[J].会计研究,2012(8).

赵晶,郭海.公司实际控制权、社会资本控制链与制度环境[J].管理世界,2014(9).

Alexander D., Luigi Z.. Private Benefits of Control: An International Comparison[J]. Journal of Finance, 2004(2).

Cao J., X. Pan, G. Tian. Disproportional Ownership Structure and Pay~performance Relationship: Evidence from China's Listed Firms[J]. Journal of Corporate Finance, 2011(3).

Gonenc H., Hermes N.. Propping: Evidence from New Share Issues of Turkish Business Group Firms[J]. Journal of Multinational Financial Management, 2008(3).

Jian M., Wong T. J.. Propping Through Related Party Transactions. Review of Accounting Studies [J]. Review of Accounting Studies, 2010(1).

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny. Investor Protection and Corporate Valuation[J]. Journal of Finance, 2002(57).

Nenova T.. The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 2003(3).

Pagano, M., A. Roel. The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public[J]. Quarterly Journal of Economics, 1998(1).

Wang, K., X. Xiao. Controlling Shareholders Tunneling and Executive Compensation: Evidence from China [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2011(1).

作者单位:上海第二工业大学经济与管理学院,上海201209