

终极控制、利益一致性与公司价值^①

冉戎¹, 郝颖²

(1. 重庆大学贸易与行政学院, 重庆 400030; 2. 重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400030)

摘要: 在我国上市公司终极控制背景下,对代表不同利益一致性的控制权私利的定性与作用进行了理论阐释,并以1998~2006年的数据为样本对代表不同利益一致性的控制权私利作用及其对公司价值的影响进行了研究. 研究发现:(1)我国的上市公司当中,存在超额控制权私利和合理控制权私利.(2)超额控制权私利具有侵害性质,会对公司产生负面影响,导致公司价值的贬损;合理控制权私利,它具有补偿和激励作用,对公司产生积极地正向效应,有助于公司价值增加.(3)不同的两权分离度对控制权私利影响公司价值的效用存在明显差异. 具体而言,较低的两权分离度,促进了合理控制权私利对公司价值的正向影响;较高的两权分离度加剧了超额控制权私利对公司价值的负面影响. 上述研究发现,可以为当前“控制权悖论”以及公司价值与控制权私利间的不确定关系提供一种解释,同时还能为公司治理中控制权私利的相关研究提供一个有益的视角.

关键词: 两权分离度; 控制权私利; 股东利益一致性; 公司价值

中图分类号: F270; F276. 6 文献标识码: A 文章编号: 1007-9807(2011)07-0083-12

0 引言

在公司所有权的集中治理结构下,大股东会产生获取控制权私利的行为,大股东对控制权私利的追求使得利益相关者得不到有效的保护,尤其是当资本市场缺乏有效的保护机制时,该问题将更为严重,大股东与中小股东的利益冲突已上升为公司的主要代理问题^[1].

由于在我国转型经济的制度背景下,由于缺乏制度支持、治理环境较差等原因,外部保护中小股东的法律机制不健全^[2],因此控制权私利现象在我国特别突出. 由于“控制权悖论”的出现以及研究中控制权私利与公司价值的不确定关系^[3-4],学者们对控制权私利的合理性进行了关注. 研究发现,适当的控制权私利并不一定意味着大股东侵害,适当控制权私利可以补偿大股东的

控制权成本,反而能够对大股东经营管理公司起到激励作用,并将这部分私利称为合理控制权私利,同时对公司造成侵害的私利称为超额控制权私利^[3,5]. 这表明,不同类型的控制权私利可能代表不同的股东利益一致性,代表不同股东利益一致性的控制权私利对公司发挥的作用也可能存在差异. 但是,当前的研究对该问题考虑不足,因而暂时无法对前述存在的问题进行合理解释. 在此背景下,以我国上市公司为样本,从终极股东与其他股东的利益一致性角度,来研究控制权私利对公司价值的影响,并分析控制权与现金流权分离度(后简称“两权分离度”)在其中所扮演的角色和所起的作用,为研究中发现的控制权私利与公司价值不确定关系提供一种统一框架下的理论解释和经验证据,具有一定的理论和现实意义.

本研究对已有的文献构成了以下两点发展和

① 收稿日期: 2010-01-25; 修订日期: 2011-05-04.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70772100; 70902030); 教育部人文社会科学基金资助项目(09YJC630242); 重庆市教委人文社会科学基金资助项目(10SKL12); 中央高校基本科研业务费资助项目(CDJSK11016; CDJRC10010012).

作者简介: 冉戎(1978-),男,重庆万州人,博士,讲师. Email: ranrong@163.com

补充:一是从公司业绩视角对控制权私利进行了划分,并进一步考察了不同控制权私利对公司价值影响的差异,为已有研究中发现的控制权私利与公司价值的不确定关系提供统一框架下的解释和说明;二是在中国上市公司终级控制背景下,提供合理控制权私利的正向作用和超额控制权私利的负面作用的经验证据,为研究和理解我国上市公司控制权私利行为提供了新的视角,为我国现实中股权分置改革、公司控制权市场的生成和发展,以及资本市场的监管提供一定理论依据。此外,本文还为进一步细分控制权私利并进行深入地研究的必要性,提供了较为直接的证据。

1 理论分析与研究假设

“控制权私利是对中小股东的直接侵害,是大股东以牺牲中小股东利益为前提的自利行为,是一种掏空公司的行为,它将导致内部人与外部人利益的对立”是国内外很多学者的普遍观点。他们认为任何不为中小股东所分享的收益,无论是货币的还是非货币的,都会激励大股东所有者做出偏离公司总价值最大化的决策,带来扭曲投资^[6],中小股东利益受损^[7-8]、公司业绩下降^[9]、公司价值减少^[10-11]以及产生负外部性^[12]等后果。

但一些最新研究表明,在获取控制权私利的过程中,大股东与中小股东的利益一致性是可以提升和实现的。研究发现控制权私利的存在不一定会产生负面影响,甚至在一定条件下对公司会有正面作用,并在最新研究成果中提供了相应的经验证据^[13-16]。Christian等^[13]发现,在法国上市公司中,允许攫取部分未引起巨大损失的控制权私利,会使所有股东的状况变得更佳。Andres^[14]对德国家族上市公司的研究发现,控制权私利在一定条件下可以使公司的业绩更好。Bozec等^[15]研究了加拿大上市公司的大股东控制权私利的获取动机与获取机会对公司业绩的影响,发现只有部分公司会因为控制权私利而表现不佳。Cronqvist等^[16]针对英国的上市公司进行的研究发现控制权私利具有正向激励作用,包括支付员工更

多的薪俸、与投资者建立好的社会关系、提供低努力水平谈判等。国内在这方面刚刚起步,只有少数学者在研究中对这一问题进行了关注,有学者发现了“控制权悖论”,并指出应关注控制权私利潜在的积极作用,对控制权私利进行细分,清楚认识不同类别的控制私有收益的不同作用,进而区别对待^[3,5]。未来研究方向应该会逐渐转向承认适当范围控制权收益的合理性方向^[17-18]。刘少波^[3]在研究中指出,大股东侵害的实质是攫取“超控制权私有收益”,而获取合理控制权收益只是对大股东控制权成本的补偿,除了具有激励大股东的作用,还会给中小股东带来好处,并对现有控制权理论进行了调整。冉戎等研究发现大股东攫取超额控制权私利会造成公司价值贬损,而获取合理控制权私利时,会带来公司价值上升、全体股东共赢的局面^②。另有学者对于大股东与公司价值关系的研究还远未达成一致,研究中发现它们之间具有不确定性关系,这些关系包括正向、负向或U形^[19-21],但是对于为何会出现这样的关系却暂时没有统一框架下的解释。

以上发现意味着控制权私利并非“百害而无一益”。分析表明,中小股东等利益相关者是否能够在大股东获取控制权私利的过程中受益,取决于大股东获取控制权私利的动机是侵害动机还是成本补偿动机。换句话说,控制权私利所代表的股东利益一致性可以在一定程度上解释上述现象。大股东攫取超额控制权私利的动机是侵害,所以会损害利益相关者利益和公司价值;而大股东获取合理控制权私利的动机是成本补偿,可以更好地激励大股东经营管理公司,因而会形成公司业绩上升、全体股东共赢的局面。也即是说,合理控制权私利代表着较高的股东利益一致性,超额控制权私利代表着较低的股东利益一致性,合理控制权私利和超额控制权私利对公司产生的影响炯然不同。当大股东攫取超额控制权私利时,除了谋求控制权成本补偿外,其真实目的是谋求私有收益,侵害中小股东利益,而合理控制权收益只是谋求控制权成本补偿,因此,超额控制权私利水平应该会明显高于合理控制权私利水平。

根据以上分析,提出本文的假设1。

② 两篇文献虽然使用了不同的名称,但所表达的含义基本一致,在后文将一直采用“超额控制权私利”来描述。

假设1 到代表较低股东利益一致性的超额控制权私利水平显著高于代表较高股东利益一致性的合理控制权私利水平。

总的来看,控制权私利与公司价值关系的已有研究结论还远未达成一致,它们在研究中表现出不确定性关系,这些关系包括正向、负向和U形^[19-21]。但对于造成这种现象背后的原因,则暂时没有提供统一框架下的解释。由前述分析可知,当大股东获取合理控制权私利时,其动机是补偿他的控制权成本,并没有侵害的动机。因此,合理控制权私利和超额控制权私利对公司产生的影响炯然不同。具体来说,合理控制权私利代表了较高的股东利益一致性,它可以激励大股东更好的经营管理公司,合理控制权私利与公司价值所表现出的就极可能是正向关系。而超额控制权私利代表的股东利益一致性较低(甚至代表着股东利益的对立),当大股东以侵害动机去攫取超额控制权私利时,由于大股东完全是按自身利益最大化目标行动,必然带来利益相关者利益受损,公司价值受损,甚至公司难以为继等负面影响。此时,超额控制权私利与公司价值所表现出的就极可能是负向关系。进一步,由于公司股东获取控制权私利的动机和能力发生变化,其代表的股东利益一致性必然也相应变化,此时,就可能出现控制权私利与公司价值的U形关系。因此,提出假设2^③。

假设2 在以成本补偿动机获取合理控制权私利的公司中,其控制权私利水平与公司价值正相关;在以侵害动机攫取超额控制权私利的公司中,其控制权私利水平与公司价值负相关。

在我国资本市场的上市公司中,存在终极控制股东的现象非常普遍^[21]。按照终极控制权的传导机制,终极控制人才是实际掌握上市公司财务政策的主体^[23]。因此,考虑终极股东在控制权私利与公司价值关系中的作用,会使研究结论更加贴近我国现实情况。控制性股东对公司的收益取决于它们有足够的财务激励,从而降低他们对其它中小投资者的侵占意愿,而控制性股东的现金流权则是这种激励的重要来源^[24]。现金流权(所

有权)比例越高,它们越有动机促使公司正常经营,从而提高自己的财富,降低损害公司价值获取私有收益的动机^[25]。如果控制性股东的现金流权与控制权是等价的,它们并没有明显的动机来故意损害公司价值^[26]。终极控制股东通过金字塔结构、交叉持股以及发行双重股票等方式来增强控制权,造成控制权大于现金流权^[27-28]。由于低现金流权与高额控制权的非匹配,终极控制股东有动机从被控制公司转移资源、进行攫取行为,从而以其它中小股东的利益损失为代价来获取私利。较多的控制权使终极控制股东有能力去侵占其它股东的利益、进行攫取行为,损害公司绩效,而较小的现金流权则降低了其攫取行为所带来的成本^[25]。所以,股权集中并不是大股东侵害的充分条件,它只是一个必要条件^[22]。当攫取条件具备时,大股东的动机决定其是否攫取。根据前文分析,不同类型的控制权私利可以深刻地反应这种动机,而且两权分离度可以强化或弱化这种动机。因此,提出的假设3,以考察不同的两权分离度在其中发挥的作用。

假设3 较高的两权分离度会更加激化超额控制权私利对公司价值的负面影响;较低的两权分离度会促进合理控制权私利对公司价值的正面影响。

2 研究设计

2.1 控制权私利的度量

在现实中,囿于控制权私利的隐秘性,要想直接度量公司的控制权私利是非常困难的,通常情况下,只有当控制权交易发生并导致控制权转移时,既已形成的控制权私利才能以具体的交易溢价形式显现^④。因此,首先需要为大股东的控制权私利(即控制权交易的溢价水平)进行度量。其基本思想是,找到一个合适的基准价格,然后通过比较控制权交易价格与基准价格二者之间的差额来计算控制权私利。

③ 未对U形关系提出假设的原因在于:本文是从控制权私利角度进行解释,囿于私利的隐秘性,控制权私利只有在控制权转移时才能通过溢价进行度量,因此样本数量很少,无法满足研究大股东动机变化对数据的要求,将在条件具备时进行研究。

④ 控制权私利的表现形式有两种:货币形式和非货币形式。非货币形式的控制权私利,如声誉、精神享受、社会关系等等,但由于它们是无形的,所以无法度量。因此,现有的度量方法主要针对能以货币形式衡量的控制权私利。

由于我国特殊的市场环境和特有的股权二元设置,使得直接套用成熟市场的控制权私利度量方法缺乏匹配的制度和市场条件.唐宗明率先借鉴了 Barclay and Holderness 的度量方法,以大宗股每股股份转让价格与每股净资产的差额来衡量大股东控制权私利.叶康涛沿用了该思想,并以上市公司非流通股转让交易中控股股份与非控股股份的价差对控制权私利进行了测算.在此基础上发展的测算方法还有马磊^[29]、^[31]等.本文采用了郝颖^[30]的度量方法,以控制权交易前3年净资产收益率的加权平均来反映公司未来增长的预期,并将其作为控制权公共收益的近似估计,从控制权溢价中扣除.具体度量模型如下.

$$CP = (TP - NA) / NA - EP \quad (1)$$

其中 $EP = \sum_{i=1}^3 R_i \times ROE_i / (R_1 + R_2 + R_3)$ $ROE_i = \alpha_0 + \alpha_1 ROE_{i-1}$ ($i = 1, 2, 3$ t 为交易当年).

模型中 CP 为控制权溢价,即控制权私利; TP 为发生了控制权转移的大宗股权转让中的每股价格; NA 为转让股份的每股净资产; EP 为并购方对目标企业的合理预期,由上公式计算得到.

2.2 样本数据及来源

本文选择 1998 ~ 2006 年沪深两市 A 股市场发生了非流通股交易的公司作为考察对象.参考已有研究控制权私利度量中必须遵循的基本原则,并结合我国市场实际和本文的研究需要,确定了本文研究样本所需要满足的条件:1) 股权转让后第一大股东发生变更;2) 公告披露为非关联交易并公布了转让价格;3) 交易双方为自愿协商转让,不包括国家股在国有单位之间的无偿、抵债或被法院公告拍卖;4) 样本中国有股的转让已得到有关政府管理部门的批准的确认;5) 剔除金融类上市公司和财务数据或治理结构数据无法获得的上市公司;6) 剔除上市公司发生股权转让后的两年内再次发生股权转让的公司.同时,为了避免对同一家上市公司在同一交易日公告的多笔股权转让交易记录重复计算,参阅 1998 ~ 2006 年涉及股权转让的所有上市公司总裁的交易公告,对两笔及两笔以上的交易记录进行了归并.

由前述理论分析,如果基于控制权成本补偿动机,大股东获取合理控制权私利,它代表了较高的股东利益一致性,对公司产生正向作用,公司业

绩上升是这种正向作用的最直接体现.如果公司平均业绩上升,说明公司是处于一种良好的经营状态,同时也可以反应出大股东所获取的控制权私利是对其经营和管理所付出努力的补偿,是对大股东的一种激励,是合理控制权私利.反之,如果公司平均业绩下降,说明公司是处于衰败状态,说明大股东在对公司进行“掏空”,大股东攫取了超额控制权私利.本文采用公司经营行业调整后的主营业务利润率(OPE)来度量公司业绩,一方面在度量公司业绩的指标中,主营业务利润率(OPE)综合表现力较强,且不易被操纵^[31];另一方面,采用相对业绩主要是为了控制影响行业的宏观经济因素,亦即人力无法控制的因素,可以更好的衡量公司管理者的表现^[31].另外,从公司全体股东角度来看,当公司业绩持续上升且高于同行业水平时,全体股东的利益得到了保证,因而利益一致性也较高,此时,大股东的私利动机很可能只是成本补偿;反之,当公司业绩持续下降,中小股东的利益没有得到保障.此时,体现出的股东利益一致性较低,所以,大股东攫取私利的动机很可能就是自利或侵害.因此,选取控制权转移后的主营业务利润率(OPE)作为基准,将样本公司分为两类,一类为三年平均 OPE 高于或等于行业三年平均 OPE,称为 RPBC 组(也可称高利益一致性组或合理控制权私利组);另一类为三年平均 OPE 低于行业三年平均 OPE,称为 EPBC 组(也可称低利益一致性组或超额控制权私利组).按前节理论分析,我们预期 RPBC 组的公司控制权私利水平会显著低于 EPBC 组的公司控制权私利水平,且 RPBC 组公司的公司价值应与控制权私利水平正相关,EPBC 组公司的公司价值与控制权私利水平负相关.

上市公司的股权转让数据来自 CCER《一般上市公司股权转让数据库》,治理结构数据来自 CCER《一般上市公司治理结构数据库》,财务数据来自 CCER《一般上市公司财务数据库》.最后,共得到符合条件的有效样本 494 个,其中 RPBC 组样本 271 个,EPBC 组样本 223 个.

2.3 研究模型

本文采用发生控制权转移后三年公司的平均 TobinQ 值表示公司价值,作为被解释变量.以控制权发生转移当年的控制权私利(PBC)为解释变量,参考叶勇^[4]、杨淑娥^[22]、叶康涛^[32]、郝

颖^[33] 等的研究 选取股权转让规模(*Scale*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、董事会规模(*Dir*)、独立董事比例(*Dedir*)、董事会执股数(*DirShare*)、公司规模(*Size*)、财务杠杆(*Lev*) 等变量作为控制变量,同时以年度(*Year*) 和行业(*Fields*) 虚拟变量. 设立回归模型(2)-(4),并对样本公司进行实证检验.

模型 1(式(2)) 考察代表不同股东利益一致性的控制权私利对公司价值产生的不同影响. 模型 2(式(3)) 考察两权分离度对控制权私利影响公司价值关系中发挥的整体效用. 模型 3(式(4)) 用于考察不同的两权分离度在控制权私利对公司价值影响中发挥效用的差异. 实证检验步骤如下,首先 借鉴郝颖,刘星^[30] 的方法 估算出发生控制权转移的样本公司的控制权私利水平. 随后按前述分组方法将样本公司分为两组,并对各组公司控制权私利水平进行描述性分析. 然后 运用均值差异 T 检验、Mann-Whitney U 检验等不同方法来

检验不同组别公司控制权私利水平的差异. 最后,用基于样本数据的多元回归方法,综合考察代表不同股东利益一致性的合理控制权私利与超额控制权私利对公司价值的影响,并进一步考察两权分离度在其中发挥的效用.

$$TobinQ = \alpha_0 + \alpha_1 PBC + \sum \alpha_i Control_i + \sum \alpha_i fields + \sum \alpha_i year \quad (2)$$

$$TobinQ = \alpha_0 + \alpha_1 PBC + \alpha_2 CV + \alpha_3 CV \times PBC_i + \sum \alpha_i Control_i + \sum \alpha_i fields + \sum \alpha_i year \quad (3)$$

$$TobinQ = \alpha_0 + \alpha_1 PBC + \alpha_2 CV + \sum_{i=3}^5 \alpha_i Dumm_i \times CV \times PBC + \sum \alpha_i Control_i + \sum \alpha_i fields + \sum \alpha_i year \quad (4)$$

其中 *Fields* 和 *Year* 为控制行业和年度的虚拟变量. 变量描述见下表 1.

表 1 变量描述

Table 1 Definition of variables

被解释变量	<i>TobinQ</i>	用发生控制权转让公司的经行业调整后 2 年平均 <i>TobinQ</i> 表示
解释变量	<i>PBC</i>	用控制权发生交易并产生转移时的控制权溢价水平表示
控制变量	<i>CV</i>	现金流权与控制权分离程度
	<i>Dumm_i</i>	不同两权分离程度的虚拟变量 (其中 <i>Dumm₁</i> = 1 表示 $0 \leq CV \leq 5$; <i>Dumm₂</i> = 1 表示 $5 < CV \leq 10$; <i>Dumm₃</i> = 1 表示 $10 < CV$)
	<i>Lev</i>	用债务资产比表示
	<i>Scale</i>	用参与转让的非流通股在总股份中的比例表示
	<i>Dir</i>	董事会规模,用公司董事会人数表示
	<i>Dedir</i>	独立董事占董事会人数比例
	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
	<i>DirShare</i>	董事会持股数
	<i>Year</i>	年度虚拟变量
	<i>Fields</i>	行业虚拟变量

3 实证结果及分析

3.1 描述性统计与差异性检验

表 2 是对 1998 ~ 2006 年发生控制权转移公司的行业^⑤分布情况,以及发生控制权转移后公

司业绩变化分布情况和百分比的描述性统计. 从表结果可以看到,发生控制权转移的公司遍布于各个行业,其中发生控制权转移最多的是制造业(269 起),最少的是采掘业(1 起). 发生控制权转移后业绩上升的公司在本行业占比例最多的是采

⑤ 根据《上市公司分类指引》中行业门类 and 制造业次类进行取值,研究样本分属于 8 个行业.

掘业(100%) ,其次是社会服务业(77.78%) ,最少的是建筑业和交通运输业(30%) ,总的来看 ,发生控制权转移以及发生控制权转移后业绩的上升或下降与行业无明显相关性.

表 2 发生控制权转移公司行业分布情况

Table 2 Fields distribution of companies with control right transform

行业分布	控制权转移总数	平均业绩上升公司	平均业绩下降公司	上升公司占百分比(%)
A 农、林、牧	12	4	8	33.33
B 采掘业	1	1	0	100
C 制造业	269	113	156	42
D 电力、煤气	13	7	6	53.85
E 建筑业	10	3	7	30
F 交通运输	10	3	7	30
G 信息技术	35	21	14	60
H 批发零售	49	25	24	51.02
J 房地产业	22	7	15	31.82
K 社会服务	18	14	4	77.78
L 传播	11	6	5	54.54
M 综合类	55	23	32	41.82
总计	494	223	271	44.95

表 3 是对发生控制权转移公司分年度描述性统计.从显示的结果上看,发生控制权转移公司的控制权私利水平的年度特征并不明显,控制权转移公司在各年分布和控制权私利水平均无明显差异,同时,各年度发生控制权转移公司三年年平均业绩变化趋势也无明显的特征.虽然,其中某几年

的控制权私利的平均水平明显高于其它年度,但相应年度发生控制权转移后公司业绩上升比例也相对较大.所以,很可能是由于大股东在经营管理公司时的付出成本更多,因而要求的补偿也更多的缘故,并不能简单地肯定大股东在这些年度的控制权转移中一定获得了高于其它各年的超额控制权私利.

表 3 发生控制权转移公司的控制权私利分年度描述性统计

Table 3 Descriptive statistics of private benefits of control by year

年度	样本数	PBC 均值	PBC 中位数	PBC 最小值	PBC 最大值	PBC 标准差	平均业绩下降	平均业绩上升	业绩上升公司所占比例
1998	52	0.146	0.102	-0.562	2.042	0.473	31	21	40.38
1999	46	0.021	0.016	-0.704	1.064	0.295	33	13	28.26
2000	53	0.809	0.022	-0.718	32.613	4.520	34	19	35.85
2001	42	0.417	0.086	-0.690	6.494	1.103	19	23	54.76
2002	66	0.254	0.078	-0.839	7.103	0.993	36	30	45.45
2003	76	0.551	0.119	-0.797	19.420	2.318	38	38	50.00
2004	57	0.386	0.062	-0.778	15.313	2.045	31	26	45.61
2005	45	0.724	0.089	-0.875	20.311	3.111	25	20	44.44
2006	57	0.795	0.234	-0.291	16.478	2.484	24	33	57.89
合计	494	0.499	0.080	-0.875	32.613	2.473	271	223	44.95

各变量的相关性分析系数如表 4 所示,从表中可以发现,控制权私利与公司价值呈负相关关系,两权分离度与其它变量间均未表现出明显的相关关系,其它变量之间的相关系数均远

小于 0.3。因此,上述模型主要变量间只部分呈现出弱相关关系,可以认为上述模型不会存在多重共线性问题,可以在同一个模型中进行回归。

表 4 主要变量 Pearson 相关性检验结果

Table 4 Pearson correlation analysis of main variable

	<i>TobinQ</i>	<i>PBC</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Scale</i>	<i>Dir</i>	<i>Dedir</i>	<i>Top1</i>	<i>DirShare</i>	<i>CV</i>
<i>TobinQ</i>	1									
<i>PBC</i>	-0.103 2**	1								
<i>Size</i>	-0.003 5	-0.266 1***	1							
<i>Lev</i>	-0.003 6	0.022 1	-0.017 8	1						
<i>Scale</i>	0.059 8	0.112 7**	-0.310 8**	0.023 2	1					
<i>Dir</i>	0.049 7	-0.025 4	0.109 1**	0.048 6	0.023 3	1				
<i>Dedir</i>	-0.135 3**	0.075 8*	0.231 5**	0.062 4	0.026 1	-0.072 7	1			
<i>Top1</i>	-0.069 6	0.009 5	0.128 4***	0.009 2	0.122 7**	-0.046 1	0.066 5	1		
<i>DirShare</i>	-0.025 2	-0.031 4	-0.005 9	0.002 4	0.001 6	-0.021 4	0.089 2**	-0.039 3	1	
<i>CV</i>	0.056 2	-0.064 5	-0.064 5	-0.010 8	0.003 7	-0.049 1	0.028 0	0.065 5	-0.075 1*	1

表 5 是对全样本及分组样本的控制权私利水平的描述性统计及统计检验结果。检验了假设 1。从表中结果容易发现,RPBC 组的控制权私利水平的均值明显低于 EPBC 组的控制权私利水平均值,通过了均值差异 T 检验和 Mann-Whitney U 检验,并且在 0.01 的水平上显著。说明两组样本的控制权私利平均水平不但有显著不同,而且超额控制权私利组的控制权私利水平显著高于合理控制权私利组,为中国上市公司中存在超额控制权私利提供了一定的经验证据。在 EPBC 组的公司

中,由于大股东获取控制权私利的动机为侵害动机,因此大股东对公司实施“掏空”,而不是尽力经营管理公司,所以造成公司业绩的下降。在业绩下降的公司中,大股东所攫取的正是代表了较低股东利益一致性的超额控制权私利。与之相对应的是,在 RPBC 组的公司中,由于大股东获取私利的动机是成本补偿,控制权私利可以对大股东经营管理公司所付出成本做出补偿,具有正向激励效应,同时也表明在业绩上升的公司中大股东获取的是代表了较高利益一致性的合理控制权私利。

表 5 控制权私利分组描述性统计、均值差异 T 检验及 Mann-Whitney U 检验

Table 5 T test and Mann-Whitney U test of private benefits of control in groups

组别	样本数	<i>PBC</i> 均值	<i>PBC</i> 标准误	<i>PBC</i> 标准差	95% 置信区间
全样本	494	0.498 518 7	0.110 063 7	2.473 373	[-0.196 26 2.599 01]
RPBC	223	1.240 753	0.235 361 8	3.546 083	[0.776 96 ,1.704 53]
EPBC	271	-0.107 550 2	0.013 580 8	0.226 436 8	[-0.134 28 , -0.080 81]
均值差异 t 检验 (Ho: diff = 0; Ha: diff > 0)				t = 6.325 2 (0.000 0) ***	
Mann-Whitney U 检验				z = 18.619 (0.000 0) ***	

注:*** 表示在 1% 水平上显著,** 表示在 5% 水平上显著,* 表示在 10% 水平上显著。

3.2 回归结果及分析

为进一步检验假设 2 和假设 3,按如前式(2)~(4)的模型,分别对代表不同利益一致性的控制权私利对公司价值的影响进行了回归分析,结

果如表 6。

表 6 的回归结果,验证了前文提出的假设 2 和假设 3。从表 6 中三个模型的 PBC 回归系数可以发现,在 RPBC 组,公司价值与控制权私利水平正相

关,且在 0.05 的显著性水平上通过检验;在 EPBC 组,公司价值与控制权私利水平负相关,且在 0.01 的显著性水平上通过检验.其次,观察 CV ×

PBC 的系数,发现两权分离度在上述关系中的效用并不明显.但是,当我们将两权分离度按高、中、低分组后(称为高分离度组,中分离度组和低分

表 6 合理控制权私利、超额控制权私利与公司价值回归结果

Table 6 Results of reasonable and excessive private benefits of control and corporate value

	模型 1		模型 2		模型 3	
	RPBC	EPBC	RPBC	EPBC	RPBC	EPBC
PBC	0.909** (-2.198)	-0.075*** (-2.774)	0.976** (2.052)	-0.087*** (-3.027)	1.053** (-2.42)	-0.073*** (-2.689)
CV	0.012 (0.919)	0.008 (0.592)	0.012 (0.936)	0.009 (0.658)	0.015 (1.124)	0.007 (0.551)
CV × PBC	0.0896 (0.060)	0.0121 (0.036)	0.091* (1.898)	-0.011* (1.800)	0.076 (1.523)	-0.012** (-2.192)
CV × PBC(Dumm ₁ = 1)	3.472*** (4.315)	0.140 (0.581)	3.631*** (4.212)	0.080 (0.321)	3.448*** (4.260)	0.205 (0.847)
CV × PBC(Dumm ₂ = 1)	0.036 (0.349)	-0.411 (-0.408)	0.018 (0.168)	-0.295 (-0.285)	0.031 (0.301)	0.019 (0.408)
CV × PBC(Dumm ₃ = 1)	0.245 (0.376)	-0.126*** (-3.818)	0.368 (0.532)	-0.130*** (-3.861)	0.637 (0.864)	-0.123*** (-3.791)
Size			0.0246 (0.25)	-0.0990 (-0.96)		
Lev			-0.00765 (-0.47)	0.0338 (0.32)		
Scale			-0.160 (-0.15)	0.713 (0.89)		
Dir					0.005 (0.141)	0.031 (0.800)
Dedir					-1.513** (-2.587)	-0.583 (-0.987)
Top1					-0.709 (-0.949)	-1.216 (-1.598)
DirShare _t					1.532 (0.673)	-9.879** (-2.135)
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	271	223	271	223	274	223
R ²	0.0172	0.0331	0.0257	0.0449	0.0504	0.0739
Adj. R ²	0.0136	0.0288	0.0205	0.0277	0.0327	0.0529
F	4.833**	7.695***	2.478**	2.608**	2.846**	3.525***
D. W.	1.935	1.940	1.955	1.985	2.003	2.015

注:回归因变量为控制权发生转移后 3 年公司的平均 TobinQ(经行业调整)表中数据为各自变量回归系数,括号内的数值为 T 值;***、**、* 分别表示显著性水平 0.01 0.05 0.10.

离度组),可以明显地看到两权分离度在公司价值与控制权私利关系中的作用. 具体来说,在高分离度的 *EPBC* 组,高分离度恶化了公司价值与控制权私利水平负向关系,且在 0.01 的显著性水平上通过检验,说明两权分离度越大,公司的终极控制股东越是抱着侵害动机去“掏空”公司,使公司雪上加霜,甚至难以为继;在低分离度的 *RPBC* 组,可以看到较低两权分离度促进了公司价值与控制权私利水平的正向关系,说明较低的两权分离度可以使全体股东利益更加趋于一致,公司的终极控制股东更容易抱着成本补偿的动机去管理经营公司. 最后,转让规模及公司杠杆水平无关,另外,在模型 3 中,在 *RPBC* 组,发现独立董事在董事会中的比例与公司价值负相关,且在 0.01 水平上显著. 在 *EPBC* 组,发现董事会持股比例与公司价值负相关,且在 0.05 水平上显著.

利用该结论,能够为当前研究中出现的无法统一的研究结论和“控制权悖论”提供一种解释. 解释如下:在资本市场中,虽然控制权私利大量存在,但是公司并没有因此而大量衰落,而是运转良好. 说明控制权私利的存在并不必然导致公司衰败. 现有研究中“控制权私利 = 大股东侵害”的定性过于绝对. 实际上,在多数公司中所存在的控制权私利应属于合理控制权收益,而并非超额控制权私利. 合理控制权私利代表了较高的股东利益一致性,大股东获取合理控制权私利的动机是成本补偿,因此它对大股东经营管理公司具有正向激励作用,会对公司产生正面影响. 而真正具有侵害性质的是超额控制权私利,它所代表的股东利益一致性较低,大股东攫取超额控制权私利的动机是侵害,它的存在侵蚀了公司持续发展的基石,会导致公司的衰败,与经济和法律制度相悖,应成为治理的首要目标. 其次,本文的结论可以为研究中发现的大股东与公司绩效的不确定关系提供一种解释. 解释如下:当研究样本中的大股东以成本补偿动机获取合理控制权私利的时候,大股东与公司绩效可能表现为正相关关系. 反之,当大股东以侵害动机获取超额控制权私利的时候,大股东与公司绩效就表现出负相关关系,更进一步,当大股东获取的控制权私利动机发生动态变化时,就可能表现为大股东与公司绩效的 U 型关系或其它不确定关系. 另外,回归结果中,独立董事

变量和董事会持股变量都与公司价值负相关. 这暗示,在中国上市公司中,董事会和独立董事很可能并没有发挥其应有的作用,不能排除他们与大股东合谋的可能性.

3.3 稳健性检验

为检验上述结论的稳健性,执行了如下敏感性分析.

(1) 分别采用叶康涛^[34]和唐宗明^[35]的度量方法,以大宗股权每股转让价格与每股净资产的差额来衡量大股东的控制权私利,并以上市公司非流通股转让交易中控股股份与非控股股份的价差对控制权收益进行测算. 控制权私利变量替换后的回归结果与前文的结论一致;

(2) 分别采用常用的权益净利率、资产净利率代替主营业务资产收益率来描述公司业绩,对公司按业绩进行分类. 替代后的变量的回归结果与前文结论基本一致;

(3) 在模型 2 和模型 3 中,采用了不同的控制变量,得到的结果基本一致;

基于以上敏感性分析,我们认为,前文的结论是比较稳健的.

4 结束语

已有研究将控制权私利直接定性为大股东侵害,将内部人与外部人的利益直接对立起来. 但沿着该逻辑思路,在研究中却发现了“控制权悖论”等无法解释的现象. 同时,部分最新研究发现了控制权私利对公司具有积极作用. 这是否预示着当前对控制权私利的定性过于绝对? 如果能够从理论和实证两个方面对控制权私利进行更加深入地研究,更清晰地认识到控制权私利的性质与作用,将会给公司治理的研究提供新的视角.

基于此,本文在我国上市公司的终极控制背景下,对代表不同股东利益一致性的控制权私利对公司的影响进行了理论分析和实证检验. 结果发现,在我国的上市公司中,代表较低股东利益一致性的控制权私利水平明显高于代表较高股东利益一致性的控制权私利水平,表明在一定条件下大股东攫取了超额控制权私利. 而且超额控制权私利与公司价值负相关,显示出它的侵害性质和对公司的负面影响;合理控制权私利与公司价值

正相关,显示出它对大股东的激励效应和对公司的正面作用。进一步,在大股东以侵害动机攫取控制权私利时,较高的两权分离度更加恶化了超额控制权私利对公司的负面影响;在大股东以成本补偿动机获取控制权私利时,较低的两权分离度会更加促进合理控制权私利对公司的正向效用。另外,还有证据显示,在发生了控制权转移的我国上市公司中,董事会和独立董事很可能没有发挥其应有作用,反而存在与大股东合谋来侵害中小股东的可能性。上述发现不仅有助于更加清楚的认识终极控制股东的控制权私利行为,建立更加有效的约束终极控制股东攫取行为的机制,还有助于我们更深刻地理解终极控制股东与广大中小股东之间的代理问题。特别是在我国治理机制缺乏或运行不力的转型经济制度背景下,本文的研究结论无疑具有重要的理论和实践意义。

以上分析表明,控制权私利的存在并不一定意味着侵害,我们不能对不同性质的控制权私利

概而论之,而是应该深入控制权私利内部,合理区分不同类型的控制权私利,正确认识它们的不同性质与作用,正确理解研究中出现的“控制权悖论”问题。本文研究结论对我国上市公司的启示是,高度的股权集中与大股东侵害并无必然联系,大股东获取的控制权私利的动机决定了公司利益走向,代表着较低股东利益一致性的超额控制权私利才应该成为治理的首要目标。考虑到两权分离度在控制权私利与公司价值关系中所发挥的作用,股权分置改革的确有助于减少上市公司攫取超额控制权私利的行为。同时,更应该加强和完善市场机制和监管机制,强化法律约束机制;改革独立董事提名制度与产生方式,使独立董事能够发挥其应有作用;强化大股东声誉激励,设计更完备的激励机制对上市公司进行正确地引导等。通过以上各个方面的合力,使企业树立正确的资本配置动机,使得上市公司和其利益相关者达到共赢。

参 考 文 献:

- [1] Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The separation of ownership and control in East Asian corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1): 81 - 112.
- [2] Young M N, Peng M W, Ahlstrom D, et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective [J]. *Journal of Management Studies*, 2008, 45(1): 196 - 220.
- [3] 刘少波. 控制权收益悖论与超控制权收益——对大股东侵害小股东利益的一个新的理论解释 [J]. *经济研究*, 2007(2): 85 - 96.
Liu Shaobo. The paradox of private benefits of control and excessive benefits of control: A new theoretical explanation of large shareholders' expropriation of small ones [J]. *Economic Research Journal*, 2007(2): 85 - 96. (in Chinese)
- [4] 叶 勇, 胡 培, 谭德庆, 等. 控制权和现金流量权偏离下的公司价值和公司治理 [J]. *管理工程学报*, 2007, 21(1): 71 - 76.
Ye Yong, Hu Pei, Tan Deqing, et al. Control rights deviate from cash flow rights, corporate value and corporate governance [J]. *Journal of Industrial Engineering and Engineering Management*, 2007, 21(1): 71 - 76. (in Chinese)
- [5] 冉 戎, 刘 星. 合理控制权私有收益与超额控制权私有收益 [J]. *管理科学学报*, 2010, 13(6): 73 - 84.
Ran Rong, Liu Xing. Research on reasonable private benefits of control and excessive private benefits of control: Small shareholders' perspective [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2010, 13(6): 73 - 84. (in Chinese)
- [6] 郝 颖, 刘 星, 伍良华. 基于内部人寻租的扭曲性过度投资行为研究 [J]. *系统工程学报*, 2007, 22(2): 128 - 133.
Hao Ying, Liu Xing, Wu Lianghua. Research on distorted overinvestment behavior based on insider rent-seeking [J]. *Journal of Systems Engineering*, 2007, 22(2): 128 - 133. (in Chinese)
- [7] Grossman S J, Hart O D. One share-one vote and the market for corporate control [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1): 175 - 202.
- [8] Ehrhardt O, Nowak E. Private benefits and minority shareholder expropriation [C] // EFA 2003 Annual Conference Paper. No. 809. University of Strathclyde. 2003. 6. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=423506>
- [9] Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(2): 537 -

- 600.
- [10]Wu X , Wang Z. Equity financing in a Myers-Majluf framework with private benefits of control [J]. *Journal of Corporate Finance* ,2005 ,11(5) : 915 - 945.
- [11]谷 祺 ,邓德强 ,路 倩. 现金流权与控制权分离下的公司价值 [J]. *会计研究* ,2006(4) : 30 - 38.
Gu Qi ,Deng Deqiang ,Lu Qian. Corporate value of separating cash-flow rights from control: Empirical study on family owned public firms in China [J]. *Accounting Research* ,2006(4) : 30 - 38. (in Chinese)
- [12]贾 明 ,张 喆 ,万迪昉. 控制性股东侵占行为及其负外部性研究 [J]. *管理科学学报* ,2010 ,13(1) : 70 - 77.
Jia Ming ,Zhang Zhe ,Wan Difang. Study on expropriation behavior and negative externality of controlling shareholders [J]. *Journal of Management Sciences in China* ,2010 ,13(1) : 70 - 77. (in Chinese)
- [13]Christian A , Nathalie C ,Morand P , et al. Optimal executive compensation: Should private benefits be prohibited [J]. *Revue d'Economie Politique* ,2006(6) : 831 - 846.
- [14]Andres C. Large shareholders and firm performance -an empirical examination of founding-family ownership [J]. *Journal of Corporate Finance* ,2008 ,14(4) : 431 - 445.
- [15]Bozec Y ,Laurin C. Large shareholder entrenchment and performance: Empirical evidence from Canada [J]. *Journal of Business Finance & Accounting* ,2008 ,35(1) : 25 - 49.
- [16]Cronqvist H ,Heyman F ,Nilsson M , et al. Do entrenched managers pay their workers more [J]. *Journal of Finance* ,2009 ,64(1) : 309 - 339.
- [17]吴 斌 ,翁恺宁. 基于控制权收益的大股东与公司治理关系分析: 文献综述 [J]. *世界经济文汇* ,2003(2) : 71 - 80.
Wu Bin ,Wong Kaining. The relationships between benefits of control shareholder and corporate governance: A survey [J]. *World Economic Forum* ,2003(2) : 71 - 80. (in Chinese)
- [18]贾 明 ,张 喆 ,万迪昉. 控制权私有收益相关研究综述 [J]. *会计研究* ,2007(6) : 86 - 93.
Jia Ming ,Zhang Zhe ,Wan Difang. A survey of private benefits of control [J]. *Accounting Research* ,2007(6) : 86 - 93. (in Chinese)
- [19]Sun Q ,Tong J ,Tong W H S. How does government ownership affect firm performance evidence from China's privatization experience [J]. *Journal of Business Finance & Accounting* ,2002 ,29(1) : 1 - 27.
- [20]宾国强 ,舒 元. 股权分割、公司业绩与投资者保护 [J]. *管理世界* ,2003(5) : 101 - 108.
Bin Guoqiang ,Shu Yuan. Share splitting , company achievements and protection for investors [J]. *Management World* ,2003(5) : 101 - 108. (in Chinese)
- [21]Thomsen S ,Pedersen T. Ownership structure and economic performance in the largest European companies [J]. *Strategic Management Journal* ,2000 ,21(6) : 689 - 705.
- [22]杨淑娥 ,苏 坤. 终极控制、自由现金流约束与公司绩效 [J]. *会计研究* ,2009(4) : 78 - 87.
Yang Shu-e ,Su Kun. Ultimate control , free cash flow constraint and corporate performance: Evidence based on Chinese private-controlled listed companies [J]. *Accounting Research* ,2009(4) : 78 - 87. (in Chinese)
- [23]王化成 ,李春玲 ,卢 闯. 控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究 [J]. *管理世界* ,2007(1) : 122 - 127.
Wang Huacheng ,Li Chunling ,Lu Chuang. A case study of the impact of controlling shareholders on the listed companies' cash dividend policies [J]. *Management World* ,2007(1) : 122 - 127. (in Chinese)
- [24]Shleifer A , Vishny R W. A survey of corporate governance [J]. *The Journal of Finance* ,1997 ,52(2) : 737 - 783.
- [25]Yeh Y H. Do controlling shareholders enhance corporate value [J]. *Corporate Governance* ,2005 ,13(2) : 313 - 325.
- [26]Bozec Y ,Laurin C. Large shareholder entrenchment and performance: Empirical evidence from Canada [J]. *Journal of Business Finance & Accounting* ,2008 ,35(1) : 25 - 49.
- [27]La Porta R ,Florencio Lopez-De-Silanes , Shleifer A. Corporate ownership around the world [J]. *The Journal of Finance* ,1999 ,54(2) : 471 - 517.
- [28]Claessens S ,Djankov S ,Lang L H P. The separation of ownership and control in East Asian corporations [J]. *Journal of Financial Economics* ,2000 ,58(2) : 81 - 112.
- [29]马 磊 ,徐向艺. 中国上市公司控制权私有收益实证研究 [J]. *中国工业经济* ,2007(5) : 56 - 74.

- Ma Lei ,Xu Xiangyi. An empirical study on the pbc of China's listed company [J]. China Industrial Economy ,2007(5) : 56 - 74. (in Chinese)
- [30]郝颖,刘星. 资本投向、利益攫取与挤占效应[J]. 管理世界,2009(5) : 128 - 143.
Hao Ying ,Liu Xing. Capital investment ,benefit snatching and substitute effect [J]. Management World ,2009(5) : 128 - 143. (in Chinese)
- [31]陈晓,江东. 股权多元化、公司业绩与行业竞争性[J]. 经济研究,2000(8) : 28 - 37.
Chen Xiao ,Jiang Dong. Ownership pluralization firm performance and industry competition [J]. Economic Research Journal ,2000(8) : 28 - 37. (in Chinese)
- [32]叶康涛,陆正飞,张志华. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”? [J]. 经济研究,2007(4) : 101 - 111.
Ye Kangtao ,Lu Zhengfei ,Zhang Zhihua. Can independent directors deter the tunneling of large shareholders? [J]. Economic Research Journal ,2007(4) : 101 - 111. (in Chinese)
- [33]郝颖,刘星,林朝南. 上市公司大股东控制下的资本配置行为研究——基于控制权收益视角的实证分析[J]. 财经研究,2006(8) : 81 - 92.
Hao Ying ,Liu Xing ,Lin Chaonan. A research of the capital allocation behavior under the large shareholders' control in listed companies: Empirical evidence based on the control benefit [J]. Journal of Finance and Economics ,2006(8) : 81 - 92. (in Chinese)
- [34]叶康涛. 公司控制权的隐性收益——来自中国非流通股转让市场的研究[J]. 经济科学,2003(5) : 61 - 70.
Ye Kangtao. Invisible benefits of corporation control rights: A research based on China's non-tradable shares market [J]. Economic Science ,2003(5) : 61 - 70. (in Chinese)
- [35]唐宗明,余颖,俞乐. 我国上市公司控制权私人收益的经验研究[J]. 系统工程理论方法应用,2005(6) : 31 - 35.
Tang Zongming ,Yu Ying ,Yu Le. An empirical study on private benefits of control of China's public companies [J]. Systems Engineering: Theory Methodology Application ,2005 (6) : 31 - 35. (in Chinese)

Ultimate control shareholders , coherency of shareholders' benefits and corporate value

RAN Rong¹ ,HAO Ying²

1. College of Trade and Public Administration ,Chongqing University ,Chongqing 400030 ,China;
2. School of Economics and Business Administration ,Chongqing University ,Chongqing 400030 ,China

Abstract: We explain in theory how different kinds of private benefits of control represent different coherency of shareholders' benefits , under ultimate control structure of China's listed companies , and study the different effect of these private benefits of control on the value of a company using data of China's stock market from 1998 to 2006. We find that , firstly , there are excessive private benefits of control and reasonable private benefits of control in China's listed companies. Secondly , excessive private benefits of control characterized by entrenchment or expropriation would reduce the value of a company and has negative impact on the value of a company , in contrast with this , reasonable private benefits of control characterized by compensation and promotion would increase the value of a company and has positive effect on the value of a company. Further more , the separating degree of company control right affects those process differently , with low separating degree having positive effect , but high separating degree having negative effect. These findings support the primary inference and are useful to further studies in corporation governance.

Key words: separating degree; private benefits of control; coherency of shareholders' benefits; corporate value