

大股东在公司治理中作用的实证分析

刘茂平

(广东技术师范学院 会计学院, 广东 广州 510665)

摘要: 在公司治理中, 大股东拥有控制权优势, 从而为其侵害中小股东利益提供了便利条件。同时, 大股东也有可能通过加强监督等行为为提高公司价值做出贡献。利用中国证券市场研究数据库(CSMAR)中国上市公司中的34个有效样本, 以控制权交易价格和小额股权交易价格的差额估算控制权私有收益, 以总资产现金收益率(RCF)作为上市公司经营业绩的衡量指标, 研究结果表明, 大股东在获得控制权后, 对公司所做的贡献为正, 贡献度为13.01%, 但侵害度也达到6.91%。由此可见大股东治理具有双重效应: 努力监督减少经理层的代理成本有利于公司业绩的改善, 但利用控制权为自己谋取私利也损害了公司价值。因此, 对大股东的监督努力进行合理的补偿以强化其积极作用, 并且防止大股东侵占中小股东利益以弱化其消极作用, 是完善公司治理机制的重要方向。

关键词: 大股东; 积极作用; 消极作用; 控制权私有收益

中图分类号: F279.23

文献标志码: A

文章编号: 1009-2013(2010)05-0056-07

Effects of large shareholders in corporate governance

LIU Mao-ping

(Guangdong Polytechnic Normal University, Guangzhou 510665, China)

Abstract: The large shareholders have the facilities to expropriate the interests of small shareholders because of their advantages of control in corporate governance. At the same time, the large shareholders may also contribute to enhance the value of the company through the strengthening of supervision. Using 34 effective listed company samples in China Securities Market Research Database (CSMAR), estimating the private benefits of control by the difference between the transaction price of control equities and that of small equities, measuring the performance of a listed company by the assets' Return of Cash Flow (RCF), the research shows that the contribution is 13.01% and the expropriation is 6.91% after the big shareholders get the control of a company. The paper proved that the big shareholders possess dual effects in the corporate governance: the positive effect in reducing the agency cost by monitoring managers and the negative effect in seeking for personal gains. Therefore, this paper considers it is the key to compensate reasonably the large shareholders' monitoring efforts in order to strengthen their positive effect, and it is key how to prevent their expropriation in order to weaken their negative effect in improving the corporate governance.

Key words: positive effect; negative effect; private benefits of control

一、问题的提出

现代公司最主要的代理问题已不是股东和经

理的冲突, 而是大股东和小股东的代理问题(La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer和Vishny, 简称LLSV)^[1]。大股东利用控制权侵害小股东利益所引起的滥权现象, 已经成为一种广泛的存在, 这种剥

削已成为现代大公司治理的核心代理问题。一般用控制权私有收益(Private Benefits of Control, 简称为 PBC)来衡量这种侵害程度,但是公司控制权私有收益是否就一定代表控股股东对小股东利益的侵害值得商榷。

事实上,在现代公司中,获得公司控制权的大股东在后来的公司经营过程中,通过加强对公司经理人员的监督、加大资源整合以及注入优质资产等,提高了公司价值。大股东对公司经营者进行了监督,承担了所有的监督成本,而经营改善的收益增量却由所有的股东按其股份份额进行分享,由此产生了“搭便车”的现象。这种“搭便车”的影响是巨大的。根据公共选择理论,由民选政府为所有选民提供公共服务,所有选民则向政府支付税收从而消费公共品^[2]。对于公司而言,大股东提供了公共品却没有人为这种公共品“纳税”。现代的公司治理为代理人提供了多种激励措施,却没有对大股东所付出的成本给以补偿,甚至认为大股东所提供的监督是理所当然的,是他们的责任,根本无视大股东监督成本的存在。这鼓励了其它股东的“搭便车”行为,挫伤了大股东监督的积极性。一旦大股东提供的监督成本没有得到应有的补偿和回报,大股东就可能采取包括侵害中小股东利益等方式来补偿其成本。

如果把公司控制权私有收益界定为侵害所得,那就完全忽视了大股东所做的贡献,也即忽视了控制权的正面价值,会使得公司控制性股东产生扭曲行为。正如甘培忠^[3]所述:“从实务界看,公司的控制者要么灰头土脸、不知所措,在控制公司的事务中畏首畏尾,不敢越雷池一步,而他们也未必清楚雷池的界限何在,事实上懈怠了对公司承担的责任;要么继续奉行‘有权不用,过期作废’利己主义哲学教义,在违法成本很低的现实预期意识支配下,极尽手段套取公司资产,挤压中小股东,危害债权人的利益。”笔者认为,大股东在公司治理中起到积极和消极两种不同的作用:积极作用表现在加强监督管理、注入优质资产等;消极作用表现在“隧道挖掘”、侵害中小股东利益等。其积极作用应该得到承认和利益回报,而消极作用要通过完善各种监管手段予以制止和相应惩罚。

二、大股东控制权作用的争论

大量研究表明,大部分国家和地区的上市公司都具有集中的所有权结构。Demsetz(1983)、Shleifer和Vishny(1986)^[4]的研究均发现,在美国,富裕的投资者集中持有股份的现象远比一般想象中的情形更加普遍;LLSV(2000)、Claessens等(2000)、Faccio和Lang(2002)的相关研究发现,在西欧、东南亚、中东、拉美和非洲国家,很多上市公司都存在大的控股股东,其中一种形式是金字塔式控股。LLSV(1998)^[5]研究表明,在全世界 45 个国家和地区的最大 10 家公司中,前 3 位大股东持股比例和的平均数高达 46%,中位数高达 45%。从法系渊源来看,最大 10 家公司中前 3 位大股东持股比例和的平均数从低到高依次为:德国大陆法系、北欧大陆法系、英美法系以及法国大陆法系,分别是 34%、37%、43%和 54%。

“不要把所有的鸡蛋放到一个篮子里”是大家熟知的投资理念,那么投资者为什么会放弃分散化的收益而把财富集中到单个公司的股票上呢?原因就在于:大宗股权可以给其持有者带来除现金流权外的收益——控制权私有收益(Grossman和Hart, 1988)^[6]。因此,控制权便产生了经济价值。但这种控制权私有收益是合理所得还是侵占所得呢?对于此,理论界有两中不同的看法:

1. 财富再分配论

该理论的核心观点是,由于企业并购会引起公司利益相关者之间的利益再分配,兼并利益从债权人手中转到股东手中或从一般员工手中转到股东及消费者手中,企业并购并没有创造财富(Wiston 1998),即大股东在公司治理中起到的是消极作用。Richard Roll(1986)在分析公司收购时提出一个自大假说(Hubris Hypothesis),认为收购公司管理层在出价收购时,有可能会低估交易的不确定性、成本和风险从而会犯过于乐观的错误付出过高的溢价。该理论也称为剥削论^[7],因为控制权私人收益来源于对其它相关经济主体的利益的转移。

但是,如果这种财富再分配理论是合理的,就必然会导致一些无法解释的理论与现实的问题^[8]:如果控制权私有收益表现为对公司外部投资者的

剥夺,势必会损害公司长期发展的根基,最终使公司走向衰败并使控制权私有收益的获取难以为继。既然控制权私有收益就是大股东对中小股东的侵害,它就只能是一种超额收益,但在一个均衡的市场上,超额收益的存在是不可能具有长期性和系统性的,为什么会在均衡状态下长期存在超额收益?显然,大股东以“杀鸡取卵”的方式谋取控制权私有收益的可能性很小;同时,从现实的情况看,大股东谋求控制权私有收益的行为并未导致这类公司大量走向衰败。

2. 财富创造论

这种观点认为控制权私有收益是由于财富实实在在的增加,也就是蛋糕做大了,而不只是由于剥削即财富单纯转移那样的零和游戏,即大股东在公司治理中起到的是积极作用。财富的增加主要来源于以下几种途径:

第一种途径是协同效应。Daems,Herman(1978)用定量的方法说明了控制所带来的协同效应可以实现更大的利益。这种利益可以表现为产品互补、目标公司所有的特殊资源、规模经济效应、成本扣减、降低的借贷开支以及资本市场对联合企业的反应等,从而产生 $1+1>2$ 的经济效果。

第二种途径是效率论。这是因为加强目标公司高级管理人员的监管,导致管理效率的提高(Martin and McConnell 1991)。另外,还有可能就是由于并购双方管理能力的差异,兼并提高了管理效率。

第三种途径是信号理论。信号理论指特殊行动能够传达其他形式的重要信息。例如在涉及控制权转移的收购行为中,公司的收购要约会向社会市场传递一个信号,即目标企业存在未被人认知的额外价值。Dadd 和 Ruback(1977)以及 Bradley(1980)的研究表明,无论收购是否成功,目标企业的股价总体上呈现上涨趋势,原因就是该行动表明目标企业

被低估了,甚至从极端的情况讲,即使目标企业的管理不采取任何改进,市场也会进行重估。

按照这种理解,控制权收益与侵害无关,它的实现载体是控制权作用于公司治理绩效改进所产生的增量收益(刘少波,2007)^[8]。杨华(2003)认为控制权是一种商品,争夺的原因是因为控制权具有价值^[9],这符合商品属性的最关键特征。实际上,大股东提供的监督服务是一种俱乐部产品,大股东对中小股东利益的侵害是为补偿其监督成本(申尊焕,2003)^[2]。因此,笔者认为,大股东提供的监督服务等积极作用应该得到承认和补偿,其实施的侵害等消极作用则应该得到抑制和惩罚。

三、大股东作用的实证分析

(一) 积极作用的衡量

对大股东积极作用的衡量,笔者采用控制权转让后新的大股东在控制期间对公司业绩的影响来进行。这里牵涉到3个方面的控股股东:未转让前的原控股股东,转让后的新控股股东(新控股股东有一个控制期间即发挥作用的期间),再次转让后的潜在控股股东。

1. 研究样本

本文的研究数据和样本均来自于中国证券市场研究数据库(CSMAR)。样本选取标准:1)第一大股东在协议转让前后发生变更,实际控制权发生转移,并且至少发生两次控制权转移;2)两次控制权转移的时间间隔必须在一年以上,避免控股股东是为纯粹的炒作而进行股权转让;3)控制权的转移必须是交易双方自愿并按市场规则进行的;4)转让已经成功,且不存在关联交易;5)股权交易有公开的可获得的交易价格及相应的财务数据(剔除数据不全的)。按以上标准,笔者从中国上市公司中筛选出符合条件的有效样本34个(表1)。

表1 研究样本

证券代码	证券简称	行业代码	行业分类	第一次转让时间	第二次转让时间
600840	新湖创业	M	综合类	1997-05-14	1998-12-02
600885	力诺太阳	C43	石油石化塑胶	1996-11-25	1998-12-25
600766	园城股份	H11	批发零售	1998-01-07	1999-06-02
600879	火箭股份	C73	机械设备仪表	1998-05-15	1999-06-25
000622	岳阳恒立	C73	机械设备仪表	1997-11-24	2000-04-21
000703	世纪光华	G81	信息技术	1998-05-12	2000-09-02

600608	上海科技	C69	金属非金属	1998-03-17	2000-05-13
600622	嘉宝集团	M	综合类	1999-05-01	2000-09-29
600692	亚通股份	F07	交通运输	1999-03-18	2000-05-10
000510	金路集团	C43	石油石化塑胶	1998-10-27	2001-03-22
000602	金马集团	G85	信息技术	2000-07-14	2001-08-03
000656	重庆东源	C65	金属非金属	1999-01-20	2001-10-16
600783	鲁信高新	C61	金属非金属	1998-11-26	2001-06-14

续表

证券代码	证券简称	行业代码	行业分类	第一次转让时间	第二次转让时间
600847	万里电池	C76	机械仪器仪表	1999-10-22	2001-07-05
600857	工大首创	G87	信息技术	1999-04-13	2001-08-21
000403	三九生化	M	综合类	1998-07-16	2002-04-18
000407	胜利股份	C49	石油石化塑胶	2000-03-03	2002-11-15
000509	同人华塑	M	综合类	1998-07-28	2002-09-11
600681	城成文化	M	综合类	1998-08-25	2002-05-14
000545	吉林制药	C81	医药制造	1999-07-14	2003-06-25
000603	威达医械	C73	机械仪器仪表	2001-12-20	2003-07-26
000722	金果实业	M	综合类	1998-07-02	2003-10-16
000801	四川湖山	C55	电子	2000-03-04	2003-06-03
600607	上实医药	M	综合类	1997-06-19	2003-05-22
600665	天地源	C65	金属非金属	1998-10-21	2003-02-18
600730	中国高科	M	综合类	1998-05-28	2003-09-22
000582	北海港	F11	交通运输	1999-01-19	2004-04-23
000723	美锦能源	C76	机械仪器仪表	2003-02-21	2004-04-17
600133	东湖高新	M	综合类	1998-10-14	2004-04-13
000703	世纪光华	G81	信息技术	2000-09-02	2005-12-27
000722	金果实业	M	综合类	2003-10-16	2005-06-15
600077	国能集团	G81	信息技术	1998-05-28	2006-06-09
600859	王府井	H11	批发零售	1997-04-25	2006-06-02
600889	南京化纤	C47	石油石化塑胶	1997-10-28	2006-07-06

注：数据来源于由国泰安公司与香港大学联合设计研发的中国证券市场交易数据库 (CSMAR)

2. 控制权私有收益的计量方法

笔者采用Hanouna, Sarin and Shaprio(2002)^[10]提出的计量方法，以控制权交易价格和小额股权交易价格的差额来估测控制权的私有收益(Private Benefits of Control, 简称为PBC)。其计算公式如下：

$$PBC = \frac{P_C/NA_C - P_M/NA_M}{P_M/NA_M}$$

其中， P_C 和 P_M 分别表示控制权和小额股权交易的价格， NA_C 和 NA_M 为对应的公司每股净资产。本文计算PBC的时间点是同一家公司第二次发生转让的时间(表 1)。这样在第二次转让时计算的控制权私有收益即是新控股股东已经获得的收益。

3. 绩效衡量基准

对控制权转移绩效的研究，传统的方法主要有会计业绩和财务业绩两种。前者通过企业利润的变

化来研究控制权转移对公司经营业绩的影响，但其有效性容易受到支付方式以及会计合并方法的影响；后者通过计量股票价格的波动来研究控制权转移对公司股东财富的影响，但其前提是市场必须是有效的。近年来，多数学者倾向于采用现金流量来衡量控制权转移绩效^[11-12]。该方法是通过比较控制权转移前后企业现金流量的变化，来考察控制权转移对企业绩效的影响。其具体计算公式为：

经营现金流量 = 营业收入 - 营业成本 - 营业费用 - 管理费用 + 折旧费用 + 商誉摊销费用

笔者选取与上述类似的总资产现金收益率 (Return of Cash Flow, 简称为RCF) 作为上市公司经营业绩的衡量指标。其具体计算方法如下：

$$RCF_t = \frac{OP_t + FC_t + TE_t}{TA_t}$$

其中， OP_t 、 FC_t 、 TE_t 和 TA_t 分别表示企业第 t

年度的营业利润、财务费用、汇兑损益和总资产。

Barber和Lyon(1996)认为,衡量事件(这里的事件是控制权转让)对公司业绩(本文考察的是长期业绩)的影响,最有效的方法是以配对样本(以事件前的业绩和规模为配对依据)为基准。白云霞、吴联生和徐信忠(2004)^[13]也采取类似方法。因此,为了尽可能剔除行业、经济周期、公司规模以及控制权转移前业绩等因素对公司经营绩效的影响,从而突出控制权转让后大股东的作用。本文为所选取的每个控制权转移样本公司选择一个尽可能接近的配对样本组进行配对。选择标准如下:1)与研究样本属于同行业,行业按照中国证监会2001年4月的将上市公司划分的22个行业标准(制造业细分到二级标准)进行;2)配对期间没有发生控制权转移;3)分别选择总资产收益率和总资产与研究样本在第一次转移前1年最接近的各5家公司。这样使得RCF%和ASSET%的绝对值越小,样本越接近。

$$RCF\% = \frac{RCF_i - RCF_y}{RCF_y} \quad ASSET\% = \frac{ASSET_i - ASSET_y}{ASSET_y}$$

其中: ECF_i 、 $ASSET_i$ 分别表示第*i*个公司的总资产收益率和总资产; RCF_y 、 $ASSET_y$ 分别表示样本公司的总资产收益率和总资产。

从上面选出来的公司中,选择总变化率TAL%最小的5家公司作为配对样本组。其计算方法为:

$$TAL\% = |RCF\%| + |ASSET\%|$$

选择配对样本组RCF的均值作为控制权转移公司绩效的基准,得到各样本公司在原控股股东和新控股股东两个经营时间段的通过行业调整的总资产现金收益率 $adjRCF_{ymt}$ 。其计算方法为:

$$adjRCF_{ymt} = RCF_{ymt} - \overline{RCF_{imt}}$$

其中: RCF_{ymt} 为第*m*个样本公司在第*t*年的总资产现金收益率, $\overline{RCF_{imt}}$ 为第*m*个样本公司对应的配对样本组第*t*年的平均总资产现金收益率。

新控股股东的年均贡献就是前后两个时间段经过调整的RCF的平均增量的差值,可以表示为:

$$\Delta RCF = \overline{adjRCF_{ymt2}} - \overline{adjRCF_{ymt1}}$$

表2 研究样本的配对情况

指标	研究样本	配对样本	差异	t值
资产/亿	5.733	7.364	-1.6315	-5.054***

RCF/%	0.056	0.071	-0.0149	-3.063***
-------	-------	-------	---------	-----------

注:本表列示了研究样本的配对情况;***为1%水平上显著性不等于0(双尾检验)

表2显示,尽管按照上面的步骤去找差异最小的配对样本,但配对样本和研究样本之间的总资产以及总资产现金收益率还存在显著差异,这是由于多次发生控制权转移的公司基本上属于盘面较小业绩较差的公司,有些是属于同行业中业绩最差的公司,因而无法找到极为相近的公司。因此,为了分析的严谨,笔者在稍后的分析中再对控制权转移事件与公司绩效的关系做一分析,以强化对研究结论的支持。

(二) 消极作用的衡量

大股东在经营期间做出的贡献应该得到合理的回报,其载体就是前后两个时间段调整RCF的总增量 ΔRCF ,它的值等于新控股股东的年均贡献 $\overline{\Delta RCF}$ 乘以新控股股东的经营年限。那么,超控制权收益EBC(Excessive Benefits of Control)就等于PBC中超出 ΔRCF 的部分。由于 ΔRCF 是以总资产现金收益率为基础得来的,为了统一量纲,笔者把这3个指标都统一转化成货币单位,即: $EBC \times$ 交易总价 = $PBC \times$ 交易总价 - $\Delta RCF \times$ 总资产。因此,EBC的计算公式为:

$$EBC = PBC - \Delta RCF \times \frac{\text{总资产}}{\text{交易总价}}$$

说明:具体计算过程中,总资产用新控股股东控制期间的平均值代表,交易总价是控制权转移时的市场交易总价格。

上述公式的最后一部分,实际上就是大股东作用于公司的贡献度,可用控制权收益率BC(Benefits of Control)来表示。

表3 控制权转移大股东作用的贡献度和侵害度

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
PBC	34	0.1993	0.685	-0.92	2.61
$\overline{\Delta RCF}$	34	0.0055	0.057	-0.13	0.12
ΔRCF	34	0.0099	0.199	-0.54	0.49
BC	34	0.1301	1.162	-2.74	2.03
EBC	34	0.0691	1.168	-1.84	3.43

表3列出了控制权转移大股东作用的贡献度和侵害度的研究结果。平均来说,大股东(新控股股东)

在获得控制权后，对公司做出的贡献是正的，年均总资产收益率增量为 0.55%，控制期间 RCF 增量总和平均为 0.99%，贡献度达到 13.01%，但同时侵害度也达到 6.91%。因此，对于大股东来说，PBC 是对他付出努力的回报，但其中包含了一部分不应该属于大股东的收益。因此，如何降低甚至消除控制权私有收益中的侵害部分是监管层以及公司治理机制所应该值得关注的。

(三) 控制权转移事件与公司绩效的关系

笔者先用事件研究法对上市公司控制权转移的市场反应进行分析，然后分析控制权转移事件与转移后公司绩效的关系，进一步衡量市场对大股东积极作用的反应。

1. 控制权转移的市场反应

(1) 确定事件窗口。由于讨论的对象是新控股股东，因此，笔者把第一次控制权转移公告日定义为“0”，如果公告日当天刚好休市，那么选择接下来的开始日作为“0”，并将事件窗口期设定为公告日前 120 个交易日以及公告日后的 60 个交易日，这样选的原因是本文研究的公司绩效是长期而非短期绩效，市场反应窗口期间长一点产生的误差会小一些。各公司“事件”公告日发生前后的股票收益价记为 P_{jt} ，其中， j 代表第 j 家公司的股票， t 代表第 t 个观测日， $t = -120, -119, \dots, -1, 0, 1, \dots, 59, 60$ 。

(2) 计算平均超常收益率 AAR_t 。

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N (R_{jt} - R_{mt})$$

(3) 累计平均超常收益率 CAR_t 。

$$CAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \sum_{t=s}^E (R_{jt} - R_{mt})$$

其中， R_{jt} 代表第 j 家样本公司股票在 t 观测日的日收益率， R_{mt} 代表与样本公司股票收益价格观测日 t 相对应的上海和深圳证券交易所综合指数收益率， s 代表累计平均超常收益率开始计算的起始日， E 代表结束计算的终止日。值得注意的是，上述计算都按复权后的股票价格进行计算，以消除与控制权转移无关事件对股价的影响。

2. 事件研究法的实证结果及分析

图 1 描绘了整个事件期内平均超额收益率和累计平均超额收益率时间序列曲线图。直观趋势表

明，控制权转移作为一个完整事件，从总体上讲，市场反应从统计上是显著的。并且图中数据表明，在公告日前共有 15 天时间的 AAR 显著为正，且离公告日越近，呈显著性的日子越多。在公告日前 30 天时间里，有 6 天的 AAR 显著异于 0，并且在这 30 天里，共有 21 天的 AAR 为正，占到 70%，只有 30% 的天数 AAR 为负。累计超额收益率在公告日前 89 天开始一直为正，且到公告日前第 24 天开始显著为正。在公告日当天， AAR 为负且不显著，说明转让信息提前泄漏，在之前市场已经充分反应了。这是因为协议转让要通过多轮谈判协商之后才能达成协议，信息在转让公告日之前就已经透露出去了。 CAR 在公告日当天达到 13.2%，并且通过了 1% 的显著性检验。在公告日后市场信息已经完全得以释放， AAR 不再显著异于 0， CAR 在 $[0, +60]$ 时间窗口内比较平缓的图也直观地表明了这一特征。由于本文考察的公司业绩是长期绩效，因此， AAR 和 CAR 都采用较长的时间跨度，由于在公告日后 CAR 比较平缓，作为比较，在下面的分析中，笔者也用 CAR 在 $[-120, 20]$ 的窗口期进行了检验。

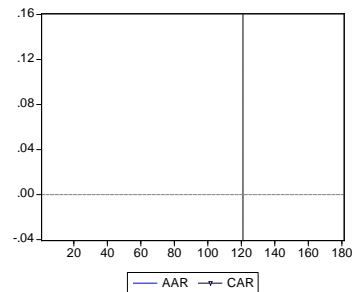


图 1 样本平均 AAR, CAR 的时间序列数值图

3. 市场反应与绩效的关系

从理论上讲，如果控制权转移公告期间的市场反应是基于控制权转移后企业业绩得以改善的一种预期，那么两者应该显著正相关；而如果该反应是基于市场无效而被庄家操纵的结果，那么两者关系应该没有相关性，也即与 0 没有显著性差异^[12]。

表 4 Kendall 相关分析表

	$CAR[-120,60]$	$CAR[-120,20]$	后平均 RCF_{adj}	后 RCF_{adj} 总值
$CAR[-120,60]$	1.000	0.626** (0.000)	0.173* (0.075)	0.152* (0.104)
$CAR[-120,20]$		1.000	0.169*	0.141*

	(0.080)	(0.121)
后平均 RCF_{adj}	1.000	0.857***
		(0.000)
后 RCF_{adj} 总值		1.000

表5 Spearman 相关分析表

	CAR[-120,60]	CAR[-120,20]	后平均 RCF_{adj}	后 RCF_{adj} 总值
CAR[-120,60]	1.000	0.812*** (0.000)	0.261* (0.068)	0.237* (0.089)
CAR[-120,20]		1.000	0.221+ (0.104)	0.194+ (0.136)
后平均 RCF_{adj}			1.000	0.961*** (0.000)
后 RCF_{adj} 总值				1.000

表6 Pearson 相关分析表

	CAR[-120,60]	CAR[-120,20]	后平均 RCF_{adj}	后 RCF_{adj} 总值
CAR[-120,60]	1.000	0.864*** (0.000)	0.192+ (0.138)	0.202+ (0.126)
CAR[-120,20]		1.000	0.110 (0.268)	0.134 (0.224)
后平均 RCF_{adj}			1.000	0.902*** (0.000)
后 RCF_{adj} 总值				1.000

注：***, **, *分别表示在 1%, 5%, 10%水平上显著；此外，还用+号表示在 15%水平上显著

表4、表5和表6分别列出了累计超额收益率和获得控制权以后新控股股东在控制期间经过调整后的公司业绩的相关性。从结果可以发现，累计超额收益率和以后的公司业绩有显著的正相关关系。因此，这种关系可以证明，控制权转移期间上市公司股东获得的超额报酬在一定程度上反映了市场对新控股股东获得控制权后能提高企业业绩的一种预期。这从另外一个角度说明了控制权转移能够给公司股东带来收益，也是大股东对公司绩效正向作用的一种体现。

四、结论

在公司治理中，大股东有可能利用控制权优势侵害中小股东利益，同时，大股东也有可能通过加强监督等行为为提高公司价值做出贡献。平均来说，大股东在获得控制权后，对公司做出的贡献是正的，年均总资产收益率增量为 0.55%，控制期间 RCF 增量总和平均为 0.99%，贡献度达到 13.01%。说明合理的控制权收益就是对其贡献的补偿，用合适的激励方式调动大股东的监督努力是客观需要。

同时，控制权转移公告期间的市场反应与控制权转移后企业业绩呈显著正相关，说明这种市场反应是基于控制权转移后企业业绩得以改善的一种预期。但大股东在获得控制权后其侵害度也达到 6.91%。这说明大股东治理具有双重效应：努力监督减少经理层的代理成本有利于公司业绩的改善，但利用控制权为自己谋取私利可能损害公司价值。因此，对大股东的监督努力进行合理的补偿以强化其积极作用，并且防止大股东侵占中小股东利益以弱化其消极作用，是完善公司治理机制的重要方向。

参考文献：

- [1] La Porta, R., F.Lopez-de-Silanes, A.Shleifer, et al. Investor Protection and Corporate Valuation[J]. Journal of Finance, 2002(57): 1 147-1 170.
- [2] 申尊焕. 大股东补偿、激励与中小股东利益保护[J]. 财贸研究, 2003(5): 76-80.
- [3] 甘培忠. 公司控制权的正当行使[M]. 北京: 法律出版社, 2006.
- [4] Shleifer A, Vishny R. Large Shareholders and Corporate Control[J]. Journal of Political Economy, 1986(94): 461-488.
- [5] La Porta R, F Lopez-de-Silanes, A Shleifer, et al. Law and Finance[J]. Journal of Political Economy, 1998(106): 1 113-1 155.
- [6] Grossman S, Hart O. Takeover Bids, The Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation[J]. Dell Journal of Economics, 1980(11): 42-64.
- [7] 屠巧平. 公司控制权溢价理论及实证研究述评[J]. 经济经纬, 2005(4): 82-84.
- [8] 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.
- [9] 杨华. 控制权市场的微观基础和宏观调控[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2003.
- [10] Hanouna P, Sarin A, Shapiro A. Value of Corporate Control: Some International Evidence[R]. Working Paper, 2002.
- [11] Healy P M, Palepu K G, Ruback R S. Does Corporate Performance Improve After Merger?[J]. Journal of Financial Economics, 1992(31): 135-175.
- [12] 孙铮, 李增泉. 股价反应、企业绩效与控制权转移: 来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国会计与财务研究, 2003(1): 1-31.
- [13] 白云霞, 吴联生, 徐信忠. 资产收购与控制权转移对经营业绩的影响[J]. 经济研究, 2004(12): 34-44.

责任编辑: 李东辉