

论公司控制权及对公司绩效的影响分析

蒲自立,刘芍佳

(四川大学工商管理学院,四川成都610041)

摘要:文章从公司控制权的有效性分析入手研究公司的控制权和绩效问题。文章计算了中国上市公司的控制权阈值比例,获得了控制上市公司的最低比例,并对控制权和公司绩效的关系进行了分析,通过实证分析,得到了获得公司控制权有利于公司绩效的基本结论,而且控制类公司的绩效要优于非控制类公司。

关键词:控制权;公司绩效;影响

中图分类号:F276.6;F224.7 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)10-0005-10

一、引言

自1932年Berle与Means的《现代公司和私有产权》著作出版以来,所有权、控制权与公司绩效的关系就成为理论界和企业界所关注的核心问题之一。其中,控制权是企业运营过程中的核心权力之一,Berle与Means认为控制权是指通过行使法定权力或施加影响,对大部分董事有实际的选择权;美国的P. I. Blumberg(1983)认为控制权是选择大部分董事和指导公司管理的权力;L. Loss(1988)认为控制权是对公司的经营和决策有主导的权力。Aghion和Tirole(1997)认为,公司财务理论应该在名义和实际的控制权之间划出清晰的界限,他们强调了经理人在决策中的信息优势。John Cubbin和Dennis Leech(1983)则认为有效控制权是指在股东会这一层面上,为了达到对公司的有效控制,控股股东所需拥有的最小持股比例。

实际上,公司的控制可以通过公司内部的管理规范和流程、公司之间的控股关系以及相互持股进行。因此,我们认为控制权是能够在公司股东会、董事会和经营层三个层面实施领导或能够执行的权力。尽管经理人在决策中有信

收稿日期:2004-08-02

作者简介:蒲自立(1968—),男,河南汝州人,四川大学工商管理学院金融投资与财务管理方向博士生;
刘芍佳(1960—),男,广东广州人,英国布鲁耐尔大学教授,四川大学工商管理学院教授,博士生导师。

息优势,但我们认为,公司的控制权应当属于股东及其代理。完整的公司控制应包括三个层面,即对股东会、董事会和经营层的控制,由于公司董事会和经营层均由股东会直接或间接确定,因此本文主要对公司的股东会层面进行研究,即大股东如何设计一个最低持股比例,既取得对公司的有效控制,又把控股所需的资本投入减到最低限度。对于上市公司而言,有效控制权的获得意味着股东用最小的资本股份获得控制权方面的最大收益,这样,财务杠杆的作用最大。根据 John Cubbin 和 Dennis Leech(1983)的定义及本文的研究范围,我们认为控制权在股东层面表现为控股权。

近些年来,有关控股的大量研究都是先假设一个特定的控股阈值(threshold),并以此为标准来判断大股东的属性和公司的控制类型,若大股东的股权比例超过该阈值比例,则该大股东为控制性股东,在此基础上检验控制权对公司绩效的影响。用一个假设的控股阈值去划分企业是否控股,并以此类推企业是所有者控制型还是管理者控制型,未免显得有些牵强,因为阈值的假设并没有得到一个很好的理论解释或支持,为何阈值定在 20%而不是 25%,我们是否可以选在 30%,这个问题普遍存在于国际上与阈值应用有关的实证研究中。由此,阈值判别的武断性给过去这些实证研究所得出的结论在可靠性方面提出了质疑的依据。针对这一在国际研究中普遍存在的问题,本文试图从测算阈值的基本理论出发,利用中国上市公司 1997~2000 年的数据,首次对中国上市公司的控股阈值进行实证估算,并在估算的基础上对企业的控制类型作出划分。这一基于理论依据的划分,使我们能更可靠地对企业有效的控股与公司绩效的关系做进一步的研究,并获得有益于理论和实践决策的基本结论。

二、有效控股权的阈值度量

尽管对控制权的理论定义较为一致,但对控制权的度量却颇为困难。经济学家曾利用一些较为牵强的主观标准对公司的控制进行了分类,比如:Berle 和 Means 认为,如果公司中有一个股东的投票股数超过了总数的 20%而其他股东的股数都较为分散的话,该公司就被分为少数股东控股(minority controlled);Larner(1996)认为,只要拥有 10%的股份便可实现相对控股。之后,经济学家通过度量集中度来研究所有权结构和控制权,其主旨是股东的控制度不仅依赖于最大股东的大小,而且在更多的情况下要依赖于投票权的集中度。例如,两个各有 18%股权的股东有可能比只有 21%股份的一个股东的影响要大。基于此,Cubbin 和 Leech(1983)提出了控股权的度量方法,他们认为对于最大的若干个股东来说,该指标与这些股东的持股比例成正比,同时也与其他股东的分散度成正比。根据这种方法,如果其他股东的持股比例足够分散,则拥有较小股份的股东便可获得较高程度的控制。Cubbin 和 Leech 根

据控制制度的概率投票和一定假设,推导出了下述的控股权计算公式: $P^{**} = Z_{\alpha} \sqrt{\frac{\Pi H}{1 + Z_{\alpha}^2 \Pi}}$,其中, P^{**} 为公司控股阈值(以百分比计); Z_{α} 为预先分配的能够控制公司的概率 α (α 在0%~100%之间)下的正态离散变量; Π 是除第一大股东外的其他股东*i*投票的概率; H 为赫菲德尔系数(即为所有股东股份比例的平方和,是反映股权结构的指标)。

度量公司控制权的另一种方法是 Shapley-Shubik 指数法(以下简称 S 指数)。在用于度量控制权比例之前,S 指数曾广泛应用于度量博弈中参与者的权力。在给定投票的规则和参与者之间投票分布的情况下,S 指数可以度量参与者对赢得共谋投票的频度,而频度(how often)的度量则是基于参与者之间可能的排列组合和每个参与者对成功共谋的边际贡献。这种度量也排除了某种特定条件下产生的、由共同利益驱使的共谋的潜在因素。S 指数也可较好地分析公司股东的投票权力,由于 S 指数的计算是根据股东的排列组合进行的,当股东数量较多时,计算变得非常复杂。因此,当股东较少时,S 指数计算方便,但当股东较多时,S 指数的计算实际上是不现实的。但是,如果大部分的股东股权比例很小,利用 S 指数可以获得较好的逼近。由于上述的优势,S 指数最近在发达国家也广泛应用于对公司控股权的分析。值得说明的是,计算公司股东的 S 指数的计算是基于一个简化的假设,即拥有大部分的普通股可以对公司实施控制。将之推广到下述的情况是较为简单的,即公司拥有不同的股票,且投票权也不相同。但是,在公司的实际运作中,存在更为复杂的限制,这使得 S 指数的计算较为困难。对于简单多数通过的博弈和绝大部分才能通过的博弈,S 指数的计算较为简单。但在单个博弈中既存在简单多数通过的决策又存在绝大部分才能通过的决策的情况下,S 指数的计算则相当困难。总之,设计一种可以度量包罗万象的控制权的方法是极为困难的。

Banzhaf 指数也可用于对控制权的度量。该指数度量的是投票者自主改变投票意向的能力。更准确地说,参与者的 Banzhaf 指数可以定义为:在所有投票的矢量对等(Banzhaf,1965,1966,1968)的假设下,当参与者单方面改变主意时投票结构变化的概率。尽管 Banzhaf 指数和 S 指数存在技术上的差别,但两者都从本质上解释了同一种现象并得出了几乎一致的结论。但 Banzhaf 指数计算较为容易。鉴于上述度量控制权方法的具体假设和中国上市公司的现状,本文采用 Cubbin 和 Leech 的概率投票模型进行控制权的计算。

三、公司控股权与公司绩效的关系

1. 影响公司绩效的因素。经济学者对影响公司绩效因素的研究较多,大多数的研究认为影响公司绩效的因素为公司规模、公司市场份额、公司发展战

略、行业特性、金融环境和国家经济环境等宏观因素,但对涉及公司治理结构的因素考虑较少。实际上,股东之间的利益冲突、股东和管理层之间的利益冲突以及公司组织形式等对公司的业绩都有不同程度的影响。

当股东的控制权大于其所有权时,公司就可能存在股东间的冲突。如果一个股东拥有大于其所有权的控制权时,他便有追求私有收益的内在动力,这是因为他在获得所有的私有收益的同时,别的股东承担了成本。当控制性股东以牺牲中小股东的利益来获取其私有收益时,公司的绩效下降。当控制性股东的所有权的比例减少时,这种趋势便会增加(Jensen 和 Meckling, 1976)。若公司股东和新的投资者存在信息不对称,他们之间也会存在利益冲突。若公司通过发行新股稀释了现有股东的股份,现有股东就有可能放弃较好的投资机会,而当股票定价过高或项目前景堪忧时,公司发行新股。但是,市场中新的投资者会对公司的融资决策信息进行分析,新的股权融资会对市场发出负面信号,并因此降低公司价值。因此,当公司上市时,公司可能获取了比市场预期更低的利润(Myers 和 Mijluf, 1984)。

Jeff(1978)认为在某些特定条件下,企业集团比单独的公司具有较大的优势。它们通过内部交易克服市场的非安全性,并降低交易成本。由于企业集团的社会性使得金融机构等债权人对其更加了解,并有助于判断,同时,企业集团对其子公司的了解程度远远高于外部公司,因此更加容易监控和规范其行为,从而提高社会效率。Stein(1997)认为企业集团可以成立内部的资本市场,并为附属公司提供便利。由于信息的对称性、更低的交易成本、更高的社会效率和更便利的内部资本市场,企业集团的赢利性要比单独的公司好。值得说明的是,随着市场经济的发展和竞争的激烈,上述的优点并非始终存在。随着企业集团的不断庞大,企业在信息收集、处理、评价和应用上的效率逐渐降低,其相对优势逐渐丧失。而且,企业集团的大股东会通过资源的重新配置实现自身的利益,比如扭曲内部定价方式(高卖低买),从而降低整个集团的赢利性,导致整个资源的浪费。

2. 公司控股权与公司绩效的关系假说。控制性股东的利益与其他股东的利益冲突会导致整个公司绩效的降低。公司控股权的存在使得公司的控制性股东在最大化利用公司资源的同时相对最小化地承担成本(Shleifer 和 Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Johnson et al., 2000)。公司资源的最大化利用有多种形式,比如,高管人员的高工资、高津贴、对本公司进行无效投资等。在控制性股东同时担当公司管理层、拥有比现金流权更多的投票权以及在法律制度欠缺的国家时,这种侵吞现象更加严重(La Porta et. al., 1997, 1999; Bebchuk et al., 1999)。在保护公众投资者利益较差的国家中,所有权集中反而成为一种限制大股东侵吞小股东利益的有利方式。Jensen 和 Meckling(1976)、Gomes(2000)以及 Bennedsen 和 Wolfenzon(2000)认为大股东通

过持有大量的股份,控制性股东可以对私有收益进行消化,并因此降低侵吞的成本。由于控制性股东的出现既有可能带来成本也有可能带来收益,因此控制性股东对公司绩效的净影响无法获知,因此需要通过实证研究进行论证。

值得说明的是,近些年来,关于控制性股东对公司绩效的研究日趋增多,但由于绝大部分的研究集中于诸如美国和英国等发达国家,同时,由于现有的研究对控股阈值本身的假设存在武断性,因此无法获得统一的结论。同时,针对新兴市场(如中国)的研究较少,比如 Claessens 等人(2000)和 Lins(2000)只对新兴国家进行了一些比较研究,但由于这些国家在国家体制、法律体系、税法体系以及会计准则等方面存在较大差别,因此其结果差强人意。中国的资本市场经过 10 年的发展取得了较大的成绩,但对中国上市公司的控制权本身研究尚少,对控股阈值的度量的研究则更少,对于处在争夺控制权的机构和个人,控股权比例无疑是重要的比例,它表明了收购的最佳比例,从而发挥最大的收购杠杆作用。鉴于控股阈值的武断性以及公司绩效指标的片面性,使得现有的研究结论值得商榷。为此,我们构建下述模型来分析控制权对公司绩效的影响: $y=f(\beta)$ 。其中: $\beta \geq x$,表示大股东行使表决权对企业进行有效控制; $\beta < x$,表示股东享有剩余价值权的分配权,但无控制企业的力量, β 为股东的持股比例, x 为控制权比例(阈值)。同时,由于影响公司绩效的因素很多,我们以上述的因素为考虑对象,通过对控制权比例的计算,获得公司控制的最小投入比例,并对上市公司绩效的影响进行研究。

四、实证检验

1. 样本选择与变量定义。本文以 1997~2000 年中国上市公司为样本进行研究。样本数量为 2830。Hunt(1985)、Verracchia(1986)、Dyl(1989)以及 Jensen 和 Murphy(1990)认为已经使用了几十年的传统会计和评估方法并不可靠。在过去的十几年中,专家学者建议金融学界摒弃净收入、每股收益、收益增长率、净资产收益率、红利甚至现金流等不佳的绩效和价值度量方法,而引入能够反映企业真正价值的绩效指标。但长期以来,以每股收益、净资产收益率为代表的利润指标一直作为中国上市公司业绩的衡量标准,并且成为绝大多数上市公司管理者的经营目标及激励基准。考虑到 EVA 是企业绩效较好的度量方式且作为一个度量价值的指标较好地解决了传统指标的弊端(Brusco 和 Tortella, 2002),本文使用 EVA 作为度量企业绩效的指标之一,为此我们对中国 1997~2000 年的所有上市公司的 EVA(EVA 为正表示创值, EVA 为负表示耗值)进行了计算。从 1997 年到 2000 年,中国上市公司的净利润一直在增加,但创值却并非如此(见表 1)。

考虑到现有财务指标在中国上市公司使用的普遍性和 EVA 相对的公允性,本文使用净资产利润率、资本创值率、每股利润率和每股创值率来作为度

量公司绩效的指标。其他变量定义如表2所示。

表1 中国上市公司创值统计表

第一组:全部上市企业样品	1997	1998	1999	2000
企业平均创值额(单位:百万元)	-16.93	-14.47	-14.11	-28.66
企业平均净利润额(单位:百万元)	67.95	68.62	79.34	74.28
企业平均净资产率(单位:%)	11.40%	10.10%	9.60%	8.10%
耗值企业占总样本比重(耗值面)	62%	61%	60%	73%
市场总耗值额(上市企业数×平均耗值额)	126亿	123亿	133亿	312亿
有效样品观测值(去除丢失值和利润嫌疑值的样品)	620	674	740	855
实际测算样品观测值(去除极值后的有效样品)	613	666	721	823
第二组:耗值企业样品	1997	1998	1999	2000
企业平均创值额(单位:百万元)	-47.01	-49.93	-46.28	-61.16
企业平均利润额(单位:百万元)	52.18	42.28	53.77	44.72
企业平均资本投入(单位:百万元)	1128	1079.1	1128.5	1313.67
企业平均资本创值率(单位:%)	-3.20%	-3.60%	-3.40%	-4.80%
耗值观测值数	381	407	480	600
第三组:创值企业样品	1997	1998	1999	2000
企业平均创值额(单位:百万元)	32.24	41.05	49.4	58
企业平均利润额(单位:百万元)	93.73	109.8	129.8	153.08
企业平均资本投入(单位:百万元)	837.3	1021.8	1369	1606
企业平均资本创值率(单位:%)	5.50%	4.60%	4.60%	4.30%
创值企业观测值数	233	260	243	225

资料来源:刘芍佳提供。

表2 变量定义

变量名称	变量定义
国家终极产权	虚拟变量。若国有,取1,否则取0
内部人持股比例	内部人(包括经理层)持有上市公司的股权比例,单位为%
经理层持股比例	经理层持有上市公司的股权比例,单位为%
流通股比例	流通股占上市公司总股份的比例,单位为%
董事长和总经理两职合一	虚拟变量。若合一,取1,否则取0
改制	虚拟变量。若改制,取1,否则取0
企业上市时间	企业上市时间,单位为月
行业平均利润边际	根据行业分类之后的行业平均利润计算出的边际
绩效惯性影响	上一年度对本年度的绩效影响
年度宏观政策影响	虚拟变量。若为本年度,取1,否则取0
企业恒定特征影响	虚拟变量。若为本企业,取1,否则取0
控股权阈值	虚拟变量。若企业最大股东股权比例大于或等于计算出的控制权阈值,取1,否则取0

2. 变量的描述性统计。根据 Cubbin 和 Leech 的模型,我们选择了 1997~2000 年的所有上市公司作为我们的研究对象。根据概率投票模型和中国资本市场的特点,特作如下假设:(1)所有的股东投票是独立的,不存在相互串通的现象;(2)事先的控制度假设为 99.9%;(3)第十一大股东及更小的股东的股权忽略不计。通过计算我们得到表3结果。

由表3可见,随着公司股权集中度的递减,公司的控股权阈值也在逐步减小。最小值从1997年的3.24%减少到2000年的1.66%,而平均值则从1997年的43.33%仅增加到2000年的43.56%。值得注意的是,1998年无论是公

表 3 中国上市公司股权集中度和控股权阈值统计表

单位: %

年份	A ₁			A ₅			A ₁₀			控股权阈值		
	最小	平均	最大	最小	平均	最大	最小	平均	最大	最小	平均	最大
1997	4.19	44.88	88.58	6.52	59.01	94.52	8.54	62.03	94.68	3.24	43.33	83.06
1998	4.16	39.64	88.58	8.49	49.00	97.17	9.54	51.07	97.27	4.48	37.90	83.15
1999	2.29	45.49	88.58	6.9	59.95	97.31	7.92	62.88	97.41	2.67	44.07	83.18
2000	2.14	44.91	88.58	4.15	59.29	96.91	5.19	61.88	98.42	1.66	43.56	83.09
平均	2.97	43.84	87.98	5.25	57.50	96.49	6.50	60.41	97.08	2.78	42.86	82.52

说明: A₁ 表示第一大股东; A₅ 表示最大 5 个股东; A₁₀ 表示最大 10 个股东的股权集中度还是有效控制权比例都是最低的, 其部分原因可能是 1998 年资本市场的重组较为频繁, 使得公司的股权较为分散。同时, 从 1997 年到 2000 年, 尽管中国的资本市场不断发展, 但从本质上讲并没有发生重大的变化, 公司控制权的市场并未得到较好的发育, 中国股市存在的“一股独大”现象并未得到根本的改变, 公司的有效控制权在上述 4 年中没有发生较大的变化。表 4 给出了变量的描述性统计。

表 4 变量的描述性统计

指标	平均值	标准差	最小值	最大值
控股权阈值	0.4207	0.1500	0.0150	0.8318
资本创值率	-0.0070	0.0813	-0.5476	0.4013
净资产利润率	0.0772	0.0973	-0.7746	0.5290
每股利润率	0.2069	0.3386	-6.1681	2.6103
每股创值率	-0.0187	0.4526	-16.8009	1.7822

3. 变量的相关性分析。根据计算出的控制权阈值和相关数据, 利用 SAS 软件, 计算出如表 5 所示的结果。从以上回归结果中可得出以下结论: (1) 获得控股权对公司的绩效有积极的影响。控股权的获得使得大股东尽管获得了私有收益, 但公司的绩效也得到提升。公司控股权的获得使得大股东更能以自己的意愿在股东会和董事会行事, 实现大股东利益的最大化。由于中国上市公司的公众化倾向越来越明显, 上市公司的监管部门的监管力度逐渐增大, 大股东也没有无视小股东的利益, 因此公司利益也得到提升。获得控股权对度量公司绩效的指标(净资产利润率、每股利润率、资本创值率和每股创值率)都有积极的影响, 说明无论用传统的指标(净资产利润率和每股利润率)还是用度量公司绩效更为客观的指标(资本创值率和每股创值率)都能说明绩效的提升。值得说明的是董事长和总经理两职合一本来是公司控制权在经营层的延伸, 但两职合一对公司绩效(用传统的净资产利润率和每股利润率)却产生了负面的影响。这似乎表明公司经理层和股东的利益取向是不同的, 董事长和总经理的两职合一虽然降低了董事会和经理层的内部交易成本, 但股东和公司经理层本身的不同价值取向导致了两职合一也不能糅合这种矛盾。(2) 企业上市时间对公司绩效产生负面的影响。企业上市时间越长, 企业的经营绩效越差, 企业

越耗值,这一点与刘芍佳和丛树海(2002)的结论较为吻合。(3)经理层和内部人持股与否对上市公司的整体绩效并无影响,其原因可能是中国上市公司中经理层和内部人持股的情况较少,持股对经理层和内部人的激励难以凸现,造成经理层和股东的利益取向可能不同,故难以对公司的绩效产生影响。

表5 公司控股权与公司绩效回归结果

项目	净资产利润率	资本创值率	每股利润率	每股创值率
常数项	0.314(4.9)	0.052(1.0)	1.049(5.3)	0.318(1.04)
国家终极产权	0.315(4.5)	0.140(2.3)	0.097(0.5)	-0.037(0.1)
改制	0.029(4.8)	0.022(4.1)	0.074(3.4)	0.040(1.3)
董事长和总经理两职合一	-0.018(2.5)	-0.007(1.1)	-0.056(2.2)	-0.047(1.2)
控股权阈值	0.008(2.1)	0.008(2.4)	-0.002(2.1)	0.004(2.0)
流通股比例	-0.049(2.5)	-0.036(2.1)	-0.096(1.4)	-0.124(1.2)
内部人持股比例	0.106(2.6)	0.056(1.5)	0.314(2.1)	0.118(1.5)
企业上市时间	-0.003(5.5)	-0.002(3.2)	-0.009(4.6)	-0.008(2.9)
行业平均利润边际	0.0001(0.1)	-0.001(0.2)	0.001(0.1)	0.001(0.2)
绩效惯性影响	0.013(0.5)	0.067(3.2)	0.059(0.6)	0.281(2.1)
年度宏观政策影响				
1998年	-0.029(5.9)	-0.012(2.8)	-0.072(4.1)	-0.047(1.7)
1999年	-0.039(8.3)	-0.017(3.8)	-0.105(6.1)	-0.030(1.1)
2000年	-0.051(9.4)	-0.022(4.6)	-0.119(6.1)	-0.031(1.0)
企业恒定特征影响	965 企业虚拟变量 在回归中控制了 企业特征影响	966 企业虚拟变量 在回归中控制了 企业特征影响	967 企业虚拟变量 在回归中控制了 企业特征影响	968 企业虚拟变量 在回归中控制了 企业特征影响
R ²	0.6385	0.7821	0.7569	0.8012
回归样品观测数目	2830	2830	2830	2830

(4)改制对公司绩效有积极的影响。公司改制意味着企业激励机制和管理机制的改善,包括管理者持股和经营观念的改变都导致了对公司经营本身的改善。这种改善从我们的实证中发现对企业的绩效提升有着显著的正面影响。

为进一步分析控股权对上市公司绩效的影响,我们对所有的样本公司进行分类。若每一大股东的持股比例大于该公司的控股权阈值,则划分为控制类公司,否则为非控制类公司。为分析控制类公司和非控制类公司的绩效,我们使用方差分析,并得到如下结果(见表6)。

表6 控制类公司与非控制类公司的方差分析结果

参数	净资产利润率	资本创值率	每股利润率	每股创值率
样本量	2831	2831	2831	2831
模型方差	0.1236	0.0853	5.6901	0.0022
其他误差	26.6583	18.6072	318.5827	579.4455
P值	0.0003	0.0003	<0.0001	0.9177
误差的均方	0.0094	0.0066	0.1126	0.2048
t检验的临界值	1.9608	1.9608	1.9608	1.9608
最小显著差异(LSD)	0.0074	0.0062	0.0256	0.0345
控制类公司的t检验均值	0.0823	-0.0027	0.2416	-0.0181
非控制类公司的t检验均值	0.0687	-0.0141	0.1490	-0.0199
控制类公司的t检验分组字母	A	A	A	A
非控制类公司的t检验分组字母	B	B	B	A

如表 6 所示,控制类公司和非控制类公司的公司绩效差别是显著的。其中从净资产利润率、资本创值率和每股利润率指标来看,控制类公司的绩效要优于非控制类公司的绩效,它符合本文获得控制权对公司绩效有积极影响的论述。但从每股创值率的指标来看并不显著,这可能是由于中国上市公司由于存在非流通股,且各个公司的非流通股的数量差别较大,因此有可能造成创值率的指标有所偏颇。

五、结 论

本文从股东层面研究了公司控制权和公司绩效的关系。根据中国上市公司的现状,利用较为简单的模型和一定假设计算了中国上市公司的控制权阈值比例,获得了控制上市公司的最低股权比例,并对控制权和公司绩效的关系进行了分析,通过回归分析和方差分析,得到了获得公司控制权有利于公司绩效的基本结论,而且控制类公司的绩效要优于非控制类公司。分析表明:

1. 中国上市公司的控股权阈值较高,阻碍了控制权市场的发育和发展,公司获取公司控制权的代价也较大。虽然中国资本市场的发展取得了一定的进展,但公司控制权的比例却变化不大。

2. 影响公司绩效的因素较多,根据目前的研究,公司控股权对公司绩效影响的净效果却未可知,而本文的研究表明获得公司的控股权会对公司的绩效产生积极的影响。

3. 企业上市时间对公司绩效产生负面的影响;经理层和内部人持股与否对上市公司的整体绩效并无影响;而改制对公司绩效有积极的影响。公司改制意味着企业激励机制和管理机制的改善,包括管理者持股和经营观念的改变都导致了对公司经营本身的改善。

通过对所有的样本公司进行分类。控制类公司和非控制类公司的公司绩效差别是显著的。其中从净资产利润率、资本创值率和每股利润率指标来看,控制类公司的绩效要优于非控制类公司的绩效,它符合本文获得控制权对公司绩效有积极影响的论述。

参考文献:

- [1]陈郁. 所有权、控制权与激励—代理经济学文选[M]. 上海:上海三联书店、上海人民出版社,1997.
- [2]德姆塞茨. 所有权、控制与企业[M]. 北京:经济科学出版社,2000.
- [3]刘芍佳,丛树海. 创值论及其对企业绩效的评估[J]. 经济研究,2002,(7).
- [4]刘芍佳,李骥. 超产权论与企业绩效[J]. 经济研究,1998,(8).
- [5]刘芍佳,孙霖,刘乃全. 终极产权论、股权结构与公司绩效[J]. 经济研究,2003,(4).
- [6]徐晓东,陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业绩效的影响分析[J]. 经济研究,2003,(2).
- [7]张维迎. 所有制、治理结构及委托—代理关系[J]. 经济研究,1996,(9).

- [8]赵昌文,蒲自立. 资本市场对公司治理的作用机理及若干实证研究[J]. 中国工业经济, 2002, (9).
- [9]Alexander Dyck and Luigi Zingales. Private benefits of control: An international comparison[J]. The Journal of Finance, forthcoming, 2003.
- [10]Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. Large shareholders and corporate control[J]. Journal of Political Economy, vol. 94, No. 3, 1986.
- [11]Barclay, Michael J., and Clifford G. Holderness. Private benefits from control of public corporations[J]. Journal of Financial Economics 25:371~395, 1989.
- [12]Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Larry H. P. Lang. The separation of ownership and control in East Asian Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 58; 81~112, 2000.
- [13]Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon. Controlling shareholders[R]. The Center for Law and Economic Studies, Columbia Law School, Working Paper No. 228, 2003.
- [14]Y. Crama, L. Leruth, L. Renneboog, J. P. Urbain. Corporate governance, control structures, and performance in European markets: A tale of Two Systems[R]. 2001.
- [15]Yin-Hua Yeh, Tsum-Siou Lee, And Trace Woidtke. Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan[J]. International Review Of Finance, 2:1/2, 21~48, 2001.
- [16]Zhong Ma. Ownership and control structure in China family listed corporations[J]. USA-China Business Review, Volume 3, No. 6, June, 2003.

On Corporate Controlling Right and Its Influence on Corporate Performance

PU Zi-li, LIU Shao-jia

(School of Business Administration, Sichuan University, Chendu 610041, China)

Abstract: Starting from the analysis of the effectiveness of corporate controlling right, the paper makes a research on corporate controlling right and performance. It calculates the proportion of of the controlling right of listed companies in China, attains the lowest proportion to control a listed company, and analyses the relationship between controlling right and performance. Through empirical analysis, it comes to the conclusion that attaining the corporate controlling right is beneficial to its performance and that the performance of controlled corporates is superior to that of un-controlled corporates.

Key words: controlling right; corporate performance; influence