控制权私有收益测量方法综述

董丽萍

（中国矿业大学管理学院 江苏徐州 221116）

【摘要】大股东利用控制权攫取私有收益的行为往往会给上市公司造成十分严重的负面影响，它不仅侵害了中小股东的利益，影响了企业的融资效果，而且会影响资本市场的有序发展。因此，研究控制权私有收益问题对于改善公司治理具有重要意义。本文回顾了控制权私有收益测量的国内外研究文献，并结合我国的制度背景提出了该课题的未来研究方向。

【关键词】控制权私有收益 测量方法 测量模型

一、控制权私有收益的含义及其研究背景

控制权私有收益是控股股东通过掌握的控制权所获得的额外收益。控制权收益包含共享收益与私有收益，与其相对应的是显性收益与隐性收益。其中共享收益是指控股股东治理作用带来的公司价值的提升，该部分收益中小股东也能从中分享，其体现为一般股权的价值，可以证券市场的股票价格来衡量，它是一种外部性的显性收益。而控制权私有收益往往是通过一些不为人知的“隧道”来获得的，不仅包含物质上的利益，而且包括地位、声誉等精神上的好处，这种收益是隐性的、不能直接计量的，是一种隐性收益。

传统公司治理理论建立在股权分散情况下的所有者和管理者之间的委托代理关系之上。然而股权分散并非普遍现象，包括我国在内的多数国家和地区的上市公司股权不是分散而是相当集中的。在股权相当集中的公司中，大股东往往利用其控制地位侵占中小股东的利益。因此，学术界将大股东对公司治理作用的理论研究重点逐渐从减少大股东与管理层的代理

六、其他题材面事件

企业发生的一些特殊事件在财务报告披露前后会造成股价的波动。Freeman 和 Tse（1992）指出在上市公司年度盈余报告后发布的公告信息也会对其股票价格带来一定程度的驱动。他指出，投资者在盈余报告披露时不能确定盈余是否会持续增加或减少，因此他们不是很清楚是否应该调整他们对公司未来盈余的预期以及调整多少。James Alan Larson（1999）通过调查发现，小公司相对于大公司而言，其关键管理人员的突然死亡会给公司股价带来较大的负面驱动。Teppo Martikainen 等（1997）认为，不同的盈余计量方法会影响上市公司亏损发生的频率，进而改变盈余的分配关系。这说明亏损发生的频率会影响亏损上市公司的股价，并且发生亏损的频率越高，亏损上市公司股价波动的幅度就越大。

七、结论

资产重组、高管变更、关联方交易、盈余管理、政府挽救等题材会增强亏损上市公司的经营能力、提高公司的管理效率、降低代理成本、提高资源利用效率以及减少管制成本。因为投资者看中的是各类题材给公司可能带来的业绩变化，并没有过分关注上市公司亏损的信息，从而使得亏损上市公司的股价并没有马上出现下跌。与此相反，投资者对上市公司亏损后的收益预期可能使其最初做出逆向反应，抬高亏损上市公司的股价，直至他们认为公司未来应该具有的价值。因此，对于亏损上市公司而言，其会计盈余的价值相关性相对较弱，而各类题材的预期收益则表现出较强的价值相关性。从这一点来讲，上市公司各类题材的信息不仅在题材事件发生时会影响上市公司的股价，而且可以用来预测上市公司的未来价值，从而使得投资者可以据此判断亏损上市公司的价值。

【注】本文系国家社会科学基金项目“基于亏损异质的上市公司财务价值驱动因素研究”（项目编号：09CJY085）、国家自然科学基金项目“大股东控制下的中国上市公司资本配置行为研究”（项目编号：70772100）、教育部高校博士学科点基金资助项目（项目编号：20060611025）、教育部人文社科研究青年项目“我国海洋与渔业灾害风险防范的金融体系构建研究”和广东省哲学社会科学“十一五”规划项目（项目编号：08YO-01）的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. Canla Hayn. The Information Content of Losses. Journal of Accounting and Economics，1995；20

2. 檀向球，周维颖，夏宽云.“绩优成长股”股票定价模型研究.财经研究，2001；6

3. 薛爽.亏损公司的股票价格是如何确定的？中国会计与财务研究，2002；4

4. 孙国茂.公司价值与股票定价研究.上海：上海三联书店，2003

5. 孟焰，袁淳.亏损上市公司会计盈余价值相关性实证研究.会计研究，2005；5

6. 徐筱凤，李寿喜.企业盈亏、流通股规模与股票定价——来自中国证券市场的经验数据.经济经纬，2005；1

问题转移到了防止大股东侵害中小股东利益、减少大股东与中小股东的代理问题上来。大股东和中小股东的代理问题的核心是控股股东利用暗箱操作来侵占中小股东利益，攫取控制权私有收益。控制权私有收益现象以及攫取控制权私有收益的问题往往给上市公司造成十分严重的负面影响，它不仅侵害了中小股东的利益,影响了企业的融资效果,而且会影响资本市场的有序发展。因此一直以来,控制权私有收益问题都是国内外学者研究公司治理问题所关注的热点。

二、控制权私有收益测量方法的研究现状

(一)国外研究情况

国外对控制权私有收益的研究文献比较多，其对控制权私有收益的测量方法主要有以下四种：

1. 大额股权交易溢价法。当控制权发生转移时,大宗股权转让中的每股转让价格与市场股价之间的差额作为对控制权私有收益的度量。这种方法最早是由 Barclay 和 Holderness(1989)提出来的,他们对 1978～1982 年间纽约证券交易所和美国证券交易所发生的 65 项私下协议的大宗股权交易价格进行了分析研究，发现这些私下协议交易价格明显地高于转让协议公开后的市场价格,平均溢价水平达到 20.4%(中位数为 16%),相当于高出公司股价的 4.3%。在随后的研究中,他们对 1978～1997 年发生的 204 宗股权交易和 549 个私募发行活动进行了研究,得出大宗股权交易的溢价为 11%。

Nicodano 和 Sembenelli(2004)通过分析大宗股权转让过程中的控制权发生转移的概率来修正 Barclay 和 Holderness 的方法,他们认为,Barclay 和 Holderness(1989)提出的大额股权交易溢价法存在偏差,因为他们仅选用了超过 5%的大宗股权交易样本，而未考虑该交易是否导致了控制权的转移。所以，他们建立了一个模型来证明原来的方法低估了控制权私有收益水平,并提出了一个控制权私有收益测量新方法。他们选择意大利米兰交易所的 64 家制造业公司共 94 起大宗股权交易样本，分别运用传统方法和新方法计算得到控制权私有收益水平为 8.7%和 28.3%,证实了其前面的推测。

Altanasov(2005)估计了保加利亚上市公司的大宗股权转让中的控制权私有收益水平,结果发现了惊人的溢价,大宗股权转让价格竟然是公开交易价格的 10 倍。

2. 表决权溢价法。它又称差别投票权法。有些国家允许公司发行具有不同投票表决权但具有相同现金流量权的股票。该方法将有表决权与无表决权这两种股票之间的价格差异作为控制权私有收益的测量方法。Levy(1982)分析了以色列证券市场上投票权较大股票的溢价。他的研究表明,投票权较大的一类股票的平均溢价是 45.5%，最高的溢价超过 100%。此外,Levy 根据自己列出的投票权排名,考察了样本公司之间平均投票权股票溢价的关系，得出的结论是投票权差异越大，其投票权股票的溢价也越大。Lease、Mc Connell 和 Mikkelson(1984)建立了一个包括 30 家美国上市公司数据的数据库,这些公司在 1940～1978 年间的某些时候至少拥有两类公开交易的普通股股票，这两类股票只在投票权上有区别(对公司现金流的权利完全相同),其研究表明,拥有较多投票权股票与只有较少投票权股票之间通常存在 5%的溢价,这一溢价并不总是为正,它随着时间的变化而变化。

Zingales(1994)通过研究米兰证券交易所上市公司的投票权股票相对于无投票权股票的转让溢价情况,发现意大利上市公司控制权私有收益约为公司股票市场价格的 16%～37%。Zingales(1995) 通过对美国上市公司不同投票权股票的价差进行研究，发现美国上市公司的投票权股票相对于无投票权股票可以取得约 3.02%的控制权私有收益。

Smith、Amoako-Adu(1995)利用加拿大多伦多证券交易所上市公司的数据进行了研究,发现在存在监管的情况下,上市公司具有投票权的股票大约可以获得 4.17%的溢价。Nenova(2003)对这种方法进行了总结,用具有投票权股票与不具有投票权股票的价差除以不具有投票权股票的价格所得出的比例,作为控制权私有收益测量方法检验了 18 个国家发行差别投票权股票的 661 家公司，发现控制权价值最低的是丹麦,其价值为 0,最高的是墨西哥,其价值达到了 50%。

3. 大小宗股权配对交易差异法。这种方法是由 Hanouna、Sarin 和 Shapiro(2002)提出来的,他们把交易前后投票权不足 30%的交易称为小额交易，把交易前投票权不足 30%但交易后超过 50%的交易称为大额交易，该方法以控制权交易价格和小额股权交易价格的差额来衡量控制权私有收益。他们考察了西方美国等七国 1986 年 1 月至 2000 年 9 月间证券市场发生的 9 566 起并购事件,发现控制权交易价格平均比小额股权交易价格高 20%～30%;然后,他们又根据产业类别和交易时间将控制权交易价格和小额股权交易价格进行配对,发现控制权交易价格比小额股权交易价格高出 18%左右。

4. 累计超额收益法。以上市公司被 ST 前后的累计超额收益来计算控制权私有收益，这种方法是 Bai、Liu 和 Song(2002)在研究我国上市公司时提出来的,他们考察了 1998～1999 年被 ST 的 50 家上市公司的股价变动情况,发现这些公司 22 个月的平均累计超额收益率高达 29%。Bai、Liu 和 Song(2004)根据三阶段博弈模型又做了进一步研究,发现控制权大股东的最后出价一般与其获得的控制权私有收益相等。他们又以我国 1998～2000 年间的 66 家公司作为研究样本,发现 ST 公司的股票收益率高于市场平均收益率 31.81%。

(二)国内研究情况

国内学者对控制权私有收益也进行了大量研究，但大部分是在国外研究的基础上所进行的实证研究，由于我国不存在同等股利权对应不同投票权的股票，所以我国学者尚未开展使用表决权溢价法来计算控制权私有收益的研究。

1. 运用大额股权交易溢价法进行的研究。唐宗明和蒋位(2002)以 1999～2001 年间沪深两市 88 家上市公司共 90 项大宗国有股和法人股转让案件作为样本，以大宗股权协议转让价格与公司每股净资产之间的差额作为度量大股东侵害小股东利益的指标，得出我国上市公司大股东平均侵害程度不高(我国平均溢价 6%,低于各国平均溢价水平)但个别大股东对中小股东的侵害却极其严重的结论。唐宗明、余颖和俞乐(2005)又以 2002～2004 年间发生的 171 项大宗股权转让案

件作为样本观测数据进行研究，计算出我国上市公司控制权转让价格高出公司每股净资产价值的平均水平约为25.08%，各年控制权溢价比例呈逐年递增趋势。

韩德宗和叶春华(2004)采用了与唐宗明和蒋位(2002)类似的研究方法，选取了1998～2001年四年间发生的88起控制权转移事件作为样本，研究表明,1998～2001年控制权私有收益的均值分别为17.5%、19.9%、8.8%和9.0%。齐伟山和欧阳令南(2004)研究了2002年61家上市公司的控制权转移交易事件,认为并非所有的大宗股权转让都会发生控制权转移。他们通过假设，将发生控制权转移的股权比例限制在20%以上,以此计算出的控制权私有收益为17.42%。

赵昌文、蒲自立和杨安华(2004)根据姚先国等(2003)的控制权私有收益计量模型对1995年以来的符合条件的94个交易案例进行了研究，他们通过概率投票模型计算了每个公司在股权转让当年的控制权持股比例(阈值),在发生控制权转移的样本中,控制权私有收益的均值为15.83%。

林朝南、刘星和郝颖(2006)在研究中采用三步分析法:首先,以控制权交易发生当年的净资产收益率为被解释变量,分别以过去3年各年度的净资产收益率为解释变量，进行回归分析;然后,分别以回归结果中各自的相关系数与三个相关系数之和的比值作为相应年度净资产收益率的权重;最后,以过去3年净资产收益的加权平均值作为公司未来增长预期的估计值。他们选择2001～2004年沪深两市A股发生了非流通股交易的上市公司作为考察对象，分行业计算其控制权私有收益,结果发现:信息技术业和房地产业的控制权私有收益水平较高,均值分别达到了33%和26%;其次是制造业、农林牧渔业和批发零售业，这三个行业上市公司的控制权私有收益水平均值在12%～16%之间;控制权私有收益水平在10%以下的依次是社会服务业、交通运输仓储业和综合类行业的上市公司。三步分析法的优点是既能减少净资产收益率各年波动较大而带来的计量误差,又能适应我国的实际情况。

余明桂、夏新平和潘红波(2006)通过1988～2004年间发生的54个非流通股股权协议转让事件来测量我国上市公司的控制权私有收益水平,他们主要使用两个指标:①协议转让的每股价格相对于每股净资产的溢价；②协议转让的溢价总值与企业净资产的比率。其研究发现,买方为获得上市公司的控制权平均支付的每股溢价达45%,平均总溢价达17%。

邓德强和谭婕(2007)也利用上述方法进行了研究,他们将“股价”替换为“每股净资产”得到修正后的控制权私有收益计量模型,该模型以公司净资产作为股票价值的基础,不考虑公司未来发展的预期，主要用公司前三年净资产收益率进行调整,测得研究样本公司控制权私有收益为17%。

杨淑娥和王映美(2008)采用林朝南、刘星和郝颖(2006)的改进方法计算2003～2005年间所选取的168个样本公司的控制权私有收益水平，得出控制权私有收益的平均水平为0.123 1,最高控制权私有收益水平为3.680 3,最低为-1.235 7。他们抽样计算的结果还表明,2003～2005年间控制权私有收益水平呈波动趋势,分别为0.119 2、0.185 8、0.065 6,2005年控制权私有收益水平下降较明显。

2.运用大小宗股权配对交易差异法进行的研究。朱峰和曾五一(2002)选取了1997～2001年间的312宗非流通股股权转让为研究样本,结果表明,控制权交易的平均溢价水平明显高于一般股权交易,平均超额溢价幅度达到17.4%,控股权的每股平均超额溢价率大约为上市公司每股账面资产额12%左右,溢价率与净资产和转让比例成反比。叶康涛(2003)沿用上述方法，以2001年间162起非流通股转让交易为样本,通过分析控股股份与非控股股份在转让价格上的差异，对我国上市公司控制权私有收益进行定量分析,结果表明,我国上市公司控制权私有收益水平约为流通股市价的4%,相当于非控股股东的非流通股转让价格的28%。邓建平和曾勇(2004)的研究结果也发现控股权转让的溢价(28%)要显著高于非控股权转让的溢价(5%)。施东晖(2003)选取在一年内同时发生控制权交易和小额股权交易的35家上市公司,组合成一个近似理想的配对样本，并以配对样本中两种不同份额的股权交易价差来估算控制权私有收益,结果显示,我国上市公司的控制权私有收益平均为24.2%,稍高于国际水平。

3.运用累计超额收益法进行的研究。沿用Bai、Liu和Song(2004)对ST公司的研究方法,刘睿智和王向阳(2003)从我国沪深两市被ST的64家公司中随机抽取20家作样本进行研究,用ST公告日后1个月到24个月的平均累计超额收益率,测算出我国控制权私有收益水平高达56.73%。

三、控制权私有收益的测量模型

上面介绍了国内外研究控制权私有收益的四种测量方法。下面介绍四种代表性的控制权私有收益测量模型。

(一)国外的测量模型

1.大额股权交易溢价法。Nicodano和Sembenelli(2004)模型:

$$SBP=(P-P_e')N^T/E'$$

其中:SBP表示标准化的股权转让溢价;P表示大宗股权转让价格;P_e'表示股权转让后［t+7,t+30］的平均交易价格;N^T表示转让股数;E'表示转让股权在交易当天的市值。

2.表决权溢价法。Nenova(2003)模型:

$$VP=[P_M(t)-P_L(t)]/(1-k)\times\{[N_M+N_Lk]/2/[N_MP_M(t)+N_LP_L(t)]\}$$

$P_M(t)$和$P_L(t)$分别是多种投票权股票和有限投票权股票一周的平均价格,N_M和N_L是上述两种股票对应的股份数额,k是有限投票权股票的投票权权数与多种投票权股票的投票权权数之比。

3.大小宗股权配对交易差异法。Hanouna、Sarin和Shapiro(2001)模型:

$$\overline{V}=[\overline{(P/B)}_c-\overline{(P/B)}_m]/\overline{(P/B)}_m \quad (1)$$

$$V=(P_c-P_m)/P_m \quad (2)$$

式(1)计算市场总体的控制权价值,$(P/B)_c$是单宗控制权每股价格与标的公司每股净资产的比率,$\overline{(P/B)}_c$是$(P/B)_c$的平均值,$(P/B)_m$是单宗小额股权每股交易价格与标的公司每股净资产的比率,$\overline{(P/B)}_m$是$(P/B)_m$的平均值。式(2)计算

单宗控制权价值，P_c 是单宗控制权每股交易价格，P_m 是单宗小额股权每股交易价格。

4. 累计超额收益法。Bai、Liu 和 Song(2004)模型：

$$PER_j=\sum_{t=-3}^{24}(r_{j,t}-m_t) \quad (1)$$

$$PER=\sum_{t=-3}^{24}\frac{\sum_{j=1}^{N}(r_{j,t}-m_t)}{N} \quad (2)$$

式(1)计算第 j 个公司的超常收益，$r_{j,t}$ 是股票 j 在 t 月的月度收益，m_t 是市场在 t 月的月度收益；式(2)计算在窗口期内所有 ST 公司的平均超常回报。此方法是以一家上市公司被宣布 ST 前后的累计超额收益计算控制权私有收益。

(二)国内的测量模型

1. 大额股权交易溢价法。唐宗明等(2005)模型：

$$TP=n(P_A-P_B)/(n_1P_M+n_2P_B)$$

TP_t 表示转让溢价水平，P_A 表示有控制权的股票转让的每股交易价格，P_B 表示转让股份的每股净资产，n 表示转让股数，n_1 表示该公司流通股股数，n_2 表示该公司的非流通股数，P_M 表示转让前一天被转让公司流通股股价收盘价。

2. 大小宗股权配对交易差异法。施东晖(2003)模型：

$$V=(P_c-P_m)/P_m\times100\%$$

V 为公司的控制权价值，P_c 为单个公司的控制权交易每股价格，P_m 为该公司小额股权交易每股价格，对 V 求平均值即得到市场整体的平均控制权价值。

3. 累计超额收益法。刘睿智、王向阳(2003)模型：

$$CAR(a,b)=\sum_{t=a}^{n}\frac{\sum_{i=1}^{n}(R_{it}-M_{it})}{N}$$

R_{it} 和 M_{it} 分别表示 ST 公司的月收益率和市场的月收益率，(a,b)表示时间的时间窗口，N 表示样本量。

(三)小结

国外研究提出控制权私有收益的测量方法主要有四种，即：大额股权交易溢价法、表决权溢价法、大小宗股权配对交易差异法和累计超额收益法。

国内大部分研究均把注意力放在间接测量货币收益性质的控制权私有收益上，而对非货币收益研究较少。对非货币收益研究是今后的方向。国内学者尚未就表决权的方法开展研究，主要原因是国内公司尚未发行具有不同投票权的股票，同时股改前二元股权结构下的流通股与非流通股持股成本的天然差异也使得这一方法在我国不适用。我国学者研究控制权私有收益的测量方法主要还是大额股权交易溢价法，并在计算方法上进行了不断改进。由于控制权私有收益问题的隐蔽性，因此还很难找到一种所有公司都适用的测量方法。

四、未来的研究方向

由于控制权私有收益的测量方法目前尚没有一种大家认可的最好方法，因而对控制权私有收益的测量方法应结合每一个国家的特殊制度背景做相应的调整。考虑到近几年来我国相关法律政策的变动以及股权分置改革的顺利完成，结合已有学者的研究成果，笔者提出了控制权私有收益测量方法未来的研究方向。笔者认为，未来控制权私有收益的测量方法将在林朝南、刘星和郝颖等学者(2006)的测量方法的基础上引入股改进程函数来计算控制权私有收益水平。

林朝南等的测量方法是在姚先国和汪炜(2003)测量方法的基础上所进行的改进，其方法：首先，以控制权交易发生当年的净资产收益率为被解释变量，分别以过去三年各年度的净资产收益率为解释变量进行回归分析；然后，分别以回归结果中各自的相关系数与三个相关系数之和的比值作为相应年度净资产收益率的权重；最后，以过去三年净资产收益率的加权平均值作为公司未来增长预期的估计值。在林朝南等测量方法的基础上引入股改进程函数来计算控制权私有收益，加入股改进程函数后的测量模型如下：

$$PBC=\theta(t)\frac{\sum_{i=0}^{N_1}\frac{(TP_{1i}-NA_{1i})}{NA_{1i}}-EP_{1i}}{N_1}+[1-\theta(t)]\cdot\frac{\sum_{j=0}^{N_1}\frac{(TP_{2j}-NA_{2j})}{NA_{2j}}-EP_{2j}}{N_2}$$

PBC 表示控制权私有收益、股权分置改革进行程度特征数、完成股改上市公司的交易宗数、未完成股改上市公司的交易宗数，其下角标 1 表示完成股改、2 表示未完成股改。

主要参考文献

1. Vladinir Atanasov. How Much Value Can Blockholders Tunnel?Evidence from the Bulgarian Mass Privatization Auctions.Journal of Financial Economics,2005;76

2. Barclay,Holderness. Private Benefits from Control of Public Corporations.Journal of Financial Economics,1989;25

3. Alexander Dyck,Luigi Zingales. Private Benefits of Control:An International Comparison .Journal of Finance,2004;2

4. 邓德强，谭婕.控制权私人收益计量模型：剖析与应用.上海立信会计学院学报,2007;1

5. 邓建平，曾勇.大股东控制和控制权私人利益研究.中国软科学,2004;10

6. 韩德宗，叶春华.控制权收益的理论与实证研究.统计研究,2004;2

7. 林朝南，刘星，郝颖.行业特征与控制权私利：来自中国上市公司的经验证据.经济科学,2006;3

8. 刘睿智，王向阳.我国上市公司控制权私有收益的规模研究.华中科技大学学报(社会科学版),2003;3

9. 齐伟山，欧阳令南.我国上市公司控制权收益的实证研究.金融教学与研究,2004;6

10. 施东晖.上市公司控制权价值的实证研究.经济科学,2003;6

11. 唐宗明，蒋位.中国上市公司大股东侵害度实证分析.经济研究,2002;6

12. 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.系统工程理论方法应用,2005;6

13. 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.经济科学,2003;5