

控制权私有收益计量模型比较与改进

白亚龙 龚雪

(西南财经大学会计学院 成都 610074)

【摘要】 本文对控制权私有收益的定义做了探讨,在此基础上结合国内外学者的研究,对控制权私有收益的计量模型进行了比较分析,进而提出了计量控制权私有收益的修正模型。

【关键词】 股权结构 控制权私有收益 计量模型

一、控制权私有收益的理论概述

控制权私有收益概念的提出源于学术界对于普遍存在的大股东治理现象以及由此引发的诸多问题的思考。Holderness (1999) 采用时间序列法研究了美国公司的所有权集中度问题。他选择了1935年的大约1 500家上市公司和1995年的4 200家上市公司作为对比研究的样本。通过对比研究他发现,1935年管理层持股比例由13%上升到1995年的21%。La Porta 等人针对全世界 27 个属于超大型经济体的上市公司进行股权结构研究,并按不同控制权标准,将上市公司区分为股权分散和具有最终所有者两种类型。其研究结果表明,在以 20% 投票权为最终控制形态划分标准以及以各国超大型公司为研究样本的条件下,27 个国家和地区的上市公司中,除了美国、英国及日本显示出较高的股权分散比率外,其余国家大都存在最终控制股东,而且有 17 个国家和地区以家族控制为最主要

的控制形态,其中投资者保护制度较不完善的 11 个国家显示出较高的家族控制比率。Claessens 等人参考 La Porta 的研究方法,探讨了东亚九个国家总共 2 980 家公开上市公司的股权结构,结果也发现家族控制广泛存在于东亚九国的公司中。这些研究结果也都证实了“股权集中在全世界较为普遍”这一观点。

以上的研究同时表明,大股东并不简单地持有股份,而是积极地参与到公司治理中。

那么,是什么样的利益驱使大股东放弃分散投资的好处,承担起不可忽略的监督成本,而积极投身于公司治理当中呢? Grossman和Hart(1988)为这个问题给出了一个开创性的答案。他们认为,大股东可以通过获取控制权得到控制权共享收益和控制权私有收益。所谓控制权共享收益,是指大股东获得控制权后,通过加强公司管理、降低内部交易成本等方式创造

度中工国际现金流量指标发生了较大变化,但这主要是由于在此期间公司收回了工程项目的工程款,并不是由于受到新收入准则的影响。因此新收入准则并没有对于中工国际一季度的盈利能力以及现金流量产生重大影响。

2. 对于中工国际年报的影响。中工国际根据新收入准则确认的收入,对于2007年的资产负债表的非流动资产项目产生了较大的影响,因执行新收入准则确认的长期应收款净额占中工国际2007年资产负债表中非流动资产的42.7%。

通过比较中工国际2006~2008年第一季度业绩变化情况与2006~2007年年报业绩变化情况,我们发现,新收入准则仅对中工国际2007年的第一季度的业绩产生了比较大的影响,而对于2007年全年的业绩并没有产生显著影响。产生这种差异主要是因为中工国际在收入确认上存在一定的周期性不均衡,2007年的收入主要体现在第一季度,所以第一季度中工国际营业总收入及净利润上涨幅度较大,而2007年全年业绩的变化幅度较小。同时,新收入准则并没有对中工国际2007年的盈利能力以及现金流量产生重大的影响。

但是通过对中工国际2007年的盈利能力进行进一步的分析,我们发现,由于报告期内公司执行新收入准则,将实质上

具有融资性质的延期付款条件下的承包工程和成套设备出口项目按工程进度和应收的合同或协议价款的公允价值确认收入,导致融资收益在以后年度体现,因此使2007年中工国际的营业利润率同比减少6.46%。

通过分析我们还发现,按照新收入准则的规定,公司将具有融资性质的延期付款条件下承包工程和成套设备出口项目的收入,已按照工程进度和应收的合同或协议价款的公允价值确认,应收的合同或协议价款与公允价值之间的差额作为未实现融资收益按照实际利率法摊销,2007年中工国际按此法摊销确认849万元,占当期财务费用总额的19.86%。

通过上述对中工国际的分析,我们证实了新收入准则中关于实质上具有融资性质的延期付款条件下销售商品的会计处理规定对公司业绩、盈利能力、现金流量以及财务费用会产生影响。即新收入准则的该项规定改变了上市公司收入确认的时点,会降低上市公司收入确认当期的财务费用,提高收入确认当期的公司业绩,降低收入确认当期的营业利润率,而对于公司的盈利能力与现金流量,并不会产生实质性的影响。

主要参考文献

财政部.企业会计准则2006.北京:经济科学出版社,2006

公司价值,此收益为全部股东所共享,主要表现为公司股票
的资本利得以及股利分配所得;而控制权私有收益是指大股东
获得控制权后,利用公司内部信息使大股东关联公司获取超
额利润,或者通过侵占公司财产、以低价将中小股东驱逐以及
利用大股东的声望等方式为大股东获取的其他股东无法享有
的超额收益。Jensen和Meckling(1976)提出,“内部股东的私有
收益不仅来自货币性收益,而且包括由不同种类非货币性收
益带来的效用”。Bebchuk和Kahan(1990)对控制权私有收益这
样定义:“控制权私有收益是指内部股东运用其掌握的控制权
来侵占其所能获取的所有价值(这些价值不能在股东间进
行分配)。”Coffee(2001)认为控制权私有收益是“那些控制公
司的人因为自我利益而从公司中掠取的利益”,这些利益并不
与其他股东分享。Dyck和Zingales(2001)认为,控制权私有收
益是指“公司中只能由控股股东享有而中小股东不能分享的
利益”。

从以上定义中可以看出,控制权私有收益是通过公司控
制权来实现的。公司控制权是指通过投票权实现对企业主要
管理人员的任免及对重要经营管理活动的决策权和监督权。
控制权的拥有者可以凭借这种权利,按照符合自己利益的方
式经营公司并从中获益。控制权可以为控制方带来利益,这
种利益就包括控制权共享收益和控制权私有收益。公司控制
权可以在股东、经理、债权人、政府甚至员工之间分配。无
论哪方获得控制权,其都有可能利用控制权来获取控制权私
有收益。区别只在于主体不同,获取控制权私有收益的方式
不同而已。不可否认的是,企业正常状态下的所有者是股
东,而且这一正常状态是证券市场上的常态,因而本文研究
的是股东的控制权私有收益的计量模型。

二、控制权私有收益计量模型的分析与评价

实务中控制权私有收益的计量是很困难的。正如Dyck和
Zingales(2002)所指出的:“直接测量控制权私有收益是
非常困难的。只有当外部股东发现度量控股股东的控制权私
有收益非常困难或者不可能时,外部股东才会这么做。如果
控制权私有收益很容易度量,那么这些收益就不是私人的,因
为外部股东可以通过法律手段要求补偿这部分损失。”Dyck
和Zingales(2004)认为,除了上述因素外,控制在原有控
制性资源中所凝结的主观精神价值,因个体偏好的差异,也
很难统一和直接量化。控制权私有收益的隐秘性和控制者
主观价值判断的不确定性,使得从外部直接对控制权私有收
益进行度量陷入了困境。因此,目前对控制权私有收益度
量的基本思路为:找到一个合适的基准价格,通过比较控制
权交易价格与基准价格之间的差额来计算控制权私有收
益。

1. 控制权私有收益计量的主要方法与相关文献。

(1)涉及控制权转移的大宗股权转让的控制权溢价模型。
涉及控制权转移的大宗股权转让的控制权溢价模型(BH模
型)是由Barclay和Holderness在其1989年的论文《公共公
司的控制权私有收益》中首先提出的。他们认为,控制权私
有收益反映在大宗股权交易溢价上,因而可以用大宗股权转
让的价格相对于公开市场的股票交易价格的溢价水平来衡
量控制权

私有收益。这种方法简单方便,在目前的实证研究中也得
到了广泛的应用。

我国学者对于控制权私有收益的测量大多集中于大宗股
权交易,基本遵循BH模型。唐宗明、蒋位(2002)以1999~
2001年间沪深两市的88家上市公司共90项大宗国有股和法
人股转让事件为样本,以转让价格的溢价水平作为度量大股
东侵害小股东利益的指标,研究结果表明,我国上市公司大
股东平均侵害程度不高(我国平均溢价水平为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。韩德宗、叶春华(2004)以1998~2001年四年
间发生的88起控制权转移的上市公司为样本,研究结果表
明,1998~2001年这些公司的平均溢价水平分别为17.5%、
19.9%、8.8%和9.0%。另外,他们还将我国的控制权私
有收益与其他国家的控制权私有收益进行了比较,发现我
国控制权私有收益的平均值大于世界各国的平均值。

(2)投票权差异的控制权溢价模型。投票权差异的控制
权溢价模型是针对那些存在两种不同类型股票的公司,这
两种股票现金流要求权相同,但投票权不同。Lease、Mc
Connell和Mikkelsen于1984年在他们的论文——《封闭公
司的不同投票权的市场价值》中利用“投票权差异的控制
权溢价模型(LMM模型)”对公司控制权价值进行了研究。
LMM模型主要研究拥有多种投票权的双重股权的公司。所
谓多种投票权的双重股权是指公司存在两种或两种以上类
型的股权,它们具有相同的现金流要求权,但具有不同的
投票权。因此,掌握了具有投票权的股票才能对公司决策
产生影响,也才能控制公司。LMM模型认为,在一般市场
上的股权交易都是发生在小股东之间的,而小股东并不能
享有控制权私有收益。因此,不具有投票权的证券市场价
值仅仅代表了公司的现金流价值,而不包括公司的控制权
价值。然而,具有投票权的证券市场价值不仅包括公司现
金流价值,还包括公司控制权价值。因此,具有不同投票
权的证券市场价值间的差异就能够反映公司控制权价值。

(3)上市公司被ST前后的累积超额收益模型。这一模
型是由香港学者Bai、Liu和Song(2002)在研究中国上市
公司时提出的。他们认为,我国股票市场上某个公司被宣
布ST前后的累积超额收益率就是控制权私有收益的良好估
计值,并认为其方法与Barclay、Holderness(1989)的方
法是一致的。他们认为,一家上市公司被宣布ST之后,控
股股东为了保住壳资源往往会频繁运作,企图改善上市公
司的财务状况,这些努力自然会反映到上扬的股价中。他
们考察了1998~1999年被宣布ST的50只股票的价格变
动情况,发现ST公司22个月的平均累积超额收益率高达
29%,并且控制权的价值与第一大股东的持股比例及其他
大股东的股权集中度成正比。刘睿智、王向阳(2003)采
用类似的方法,测算出我国控制权私有收益水平高达56.73%,
反映出我国证券市场控股股东对中小股东侵害非常严重。

(4)控制权交易价格和小额股权交易价格的差额模型。该
方法是由Hanouna和Shapiro(2002)提出的,此方法是以控
制

权交易价格和小额股权交易价格的差额来衡量控制权价值的。他们对7个国家1986~2000年间发生的9 566宗收购案进行分析,根据产业类别和交易时间将控制权交易和小额股票交易进行配对发现,控制权交易价格比小额股权交易价格平均高出18%左右。我国也有一些学者采用类似的方法对我国上市公司控制权私有收益进行了研究。朱峰、曾五一(2002)研究发现,在上市公司股权交易中,控股权交易的平均溢价水平与一般股权交易的平均溢价水平存在显著差异。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%。叶康涛(2003)通过分析我国上市公司非流通股转让交易中控股股份与非控股股份在转让价格上的价差,对我国上市公司控制权的隐性收益水平进行直接测算,结果表明上市公司控制权的隐性收益约为流通股市价的4%,相当于非控股股东的非流通股转让价格的28%。施东晖(2003)选取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,构造了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作为控制权私有收益的测量结果。

2. 对控制权私有收益计量模型的评价与分析。

第一种方法,涉及控制权转移的大宗股权转让的控制权溢价模型,即BH模型。由于模型简单方便,因此得到广泛的推广与应用。但不可否认的是,BH模型的推导依赖诸多的假设。首先,BH模型假设控制权出售者具有完全的讨价还价能力,这一假设明显与事实不符,出让方的砍价能力的差异可能会对控制权私有收益的大小产生影响。其次,BH模型假设市场有效,从而认为股票市价反映了控股股东享有的控制权证券收益,这个假设在我国不成立。再次,由于我国股市投机性质较明显,影响我国股价的“噪声”较多,因此股票的市场价格难以反映公司控制权证券收益。综上所述,在当前证券市场环境下,股票市场价格不能真实反映控股股东享有的公司控制权证券收益成为限制BH模型在我国运用的关键因素。

第二种方法,投票权差异的控制权溢价模型。利用“投票权溢价”来分析控制权私有收益的确有其独到之处,但是其缺陷也是明显。例如,在很多国家,法律禁止发行含有不同投票权的股票,因此这个方法的应用存在很大的局限性。

第三种方法,上市公司被ST前后的累积超额收益模型。这一模型把上市公司被ST前后的累积超额收益等同于控制权私有收益的价值,然而,上市公司被ST前后的累积超额收益不仅体现在可借此获取控制权私有收益上,也包括其他同样重要的收益,如分散风险、满足企业发展资金需要、降低资本成本、提高资产流动性、获取外部监督以及品牌效应等。因此,这一方法很可能高估控制权私有收益。此外,由于ST公司数量在上市公司中所占比例不高(10%左右),因此不能用ST公司存在的情况来替代整个市场的情况。

第四种方法,控制权交易价格和小额股权交易价格的差额模型。利用同一市场控制权交易和非控制权交易的价格对比来分析控制权私有收益存在一个重要的缺陷,那就是很难严格地给控制权交易和非控制权交易划出一个界线。有时,股权交易比例较高并不意味着控制权的易手;而有时,小比例的

股权交易也可能包含了控制权的转让。

还有一个需要正视的问题是:各种间接度量控制权私有收益的方法都忽视了一个问题,即控制权私有收益实际上包括一些不能用货币度量的心理收益。这种心理收益也是控制权私有收益的重要组成部分,但这部分收益可能因人而异,不能完全反映在一些外在的价格指标上,例如股权协议转让价格、投票权溢价等。

三、控制权私有收益计量模型的改进

Grossman和Hart提出的“控制权价值的两分论”,认为一个公司中大宗股权的转让可以带来控制权收益,而这种收益可以分为两种,即控制权证券收益与控制权私有收益。其中控制权证券收益是可以为所有股东共享的,是由股票价格的变化和所有权集中(如监督的正效应)带来的利益;控制权私有收益则是通过侵害中小股东利益实现的。这样,在诸如兼并、收购等涉及控制权转移的大宗股权交易中,买卖双方最终达成的交易价格不仅能反映出买卖双方对控制权证券收益的估价,还能反映出他们对控制权私有收益的估价。另外,假设市场有效,股价就等于公司未来股利的现值。由于公司股利是公司控制权共享收益的主要载体,并且资本利得也表现为股价的差异,因此股票的市场价格反映出了所有股东(控制股东和中小股东)对公司控制权证券收益的估价。这样,当发生涉及控制权转移的大宗股权交易时,买卖双方达成的交易价格与公司股票市场价格的差额就反映了控制权私有收益的大小,而此差额正是所谓的控制权溢价。

笔者认为,在当前证券市场环境下,股票市场价格不能真实反映控股股东享有的公司控制权证券收益,这已成为限制BH模型在我国运用的关键因素。为了使BH模型适用于我国证券市场环境,我们需要寻找一个替代“股价”的变量来反映我国上市公司控股股东所享有的控制权证券收益。在国内的研究中,许多学者建立了适合我国特色的控制权私有收益计量模型,较多学者在研究中都选择将每股净资产作为替代股价的变量,但是由于每股净资产中包含了诸如三年以上应收款、长期待摊费用等所谓的不良资产项目,因此,需要对每股净资产指标进行一定的调整。修正后的控制权私有收益计量模型为:

$$PBC=(P-NA)\div NA\times N$$

其中,PBC表示控制权私有收益水平,P表示含控制权转移的股权交易价格,NA表示调整后的每股净资产,N表示转让的股权比例。

主要参考文献

1. 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
2. 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
3. 余明桂,夏新平,潘红波.控制权私有收益的实证分析.管理科学,2006;3
4. 赵昌文,蒲自立,杨安华.中国上市公司控制权私人收益的度量及影响因素.中国工业经济,2004;6