

中国上市公司控制权私有收益测度及其影响因素

杜魁 朱文莉

(陕西科技大学管理学院 西安 710021)

【摘要】大股东通过获取控制权私有收益来侵害中小股东利益在我国上市公司中已成为一种严重现象,但由于大股东的隧道行为及控制权私有收益本身所具有的隐蔽性,控制权私有收益的测量一直是学术界讨论的一个难点。本文通过对相关理论的回顾,选择适应于我国现状的控制权私有收益模型进行计量,筛选出2008~2010年上市公司大宗交易201宗作为样本,通过实证分析的方法研究净资产收益率、总资产增长率、资产负债率、企业规模等因素对控制权私有收益的影响程度。最后本文根据分析结果为约束大股东行为和维持证券市场秩序提出相关建议。

【关键词】控制权私有收益 测度 影响因素

控制权私有收益随着股份制公司的产生而出现,但学术界对控制权私有收益的研究从20世纪80年代才开始。Grossman、Hart(1988)首先提出控制权私有收益这一概念,认为控制权私有收益反映了控股股东对中小股东利益的侵害程度,具有排他性。随着证券市场的发展,上市公司数量的急剧增加。控制权私有收益已经成为危害广大中小股东利益的重要因素,在我国由于证券市场制度的不健全,控制权私有收益问题尤为严重。但控制权私有收益一般是大股东通过隧道行为获取的,这就造成了其测度的困难性。本文结合我国实际情况对控制权私有收益溢价模型进行修正,使其能够较为准确地反映我国控制权私有收益的现状。

一、控制权私有收益的界定

国内外学者主要从货币、非货币以及可转移性角度对控制权私有收益进行了界定。

1. 国外的相关观点。Grossman、Hart(1988)认为控制权私有收益是股东所独占的收益具有排他性,并且强调了控制权私有收益的货币性。而Harris、Ravi(1988)和Aghion、Bolton(1992)在最优控制权配置问题上进入了控制权私有收益概念,认为控制权私有收益主要指企业家的精神收益,从而强调了非货币性。随后又出现了将两者结合起来的观点,Ehrhardt(2003)和Mueller(2003)认为控制权私有收益既包括货币收益又包括非货币收益,其中当控制性股东为公司的创立者时非货币收益更为重要。

在控制权私有收益的可转移性方面也存在着不同的观点。Grossman、Hart(1988)和Bebchuk、Kahan(1990)认为控制权私有收益是通过转移中小股东的利益来实现。Coffee(2001)给出的控制权私有收益的定义也是基于可转移性得出的,认为获得控制权私有收益的行为包括低价转移资产、过度报酬等。强调控制权私有收益的可转移性实际上是关注控制性股东和中小股东之间的冲突。随后理论界又出现了不同的观点,Ehrhardt(2003)认为在控制权私有收益中还应包括一部

分不能被转移的收益,例如通过低价发行股票稀释中小股东利益的行为就没有直接涉及公司资产的转移,另外控制性股东获得的社会声誉也不能通过控制权的转移使新接任者获得。

2. 国内的相关观点。国内学者在总结了国外相关文献的基础上对控制权私有收益进行了研究。贾明、张喆、万迪昉(2007)通过两维度修正了控制权私有收益,将其划分为货币收益和非货币收益,且两者都包含转移和非转移部分。刘少波(2007)将控制权收益分为正常控制权收益和超控制权收益,认为正常的控制权收益是对控制权成本的补偿,是一种合理而非悖理的收益。冉戎、刘星(2010)从小股东的容忍水平出发将控制权私有收益分为合理控制权私有收益和超额控制权私有收益。

本文认同控制权私有收益具有非货币性和不可转移性,但由于非货币性或不可转移的控制权私有收益很难被计量,因此本文所说的控制权私有收益是具有货币性和可转移性的。另外,本文认为控制权私有收益应将作为一个整体进行研究,而不应将其分为正常的或超额的。

二、控制权私有收益的测度

由于直接对控制权私有收益进行计量是非常困难的,在实证研究中大多采用间接法对控制权私有收益进行计量。主要的间接计量法有两个:一种是以Zingales(1995)和Nenova(2003)为代表的基于具有不同股票权的股票价值计算的股票权益价来估计控制权私有收益水平,但由于我国实行的是同股同权的股票政策,因此这种方法在我国是不适用的。另一种方法是以Barclay和Holderness(1989)为代表的基于大宗股权转让的交易溢价来估计控制权私有收益水平,这也是我国大多数学者所采用的方法。

在控制权私有收益测量模型的建立方面,根据Grossman和Hart(1988)提出的两分法,大宗交易中的成交价格应当包括两部分:一是买卖双方对正当的控制权证券收益的估价,二是控制权私有收益的价值。而在有效的市场环境下,股票的价

格能够反映买卖双方对控制权证券收益的估价,因此,反映控制权私有收益水平的大宗股权转让交易溢价可以用成交价格减去交易时股票的价格。

在我国由于股权分置的存在,即控股股东持有的多为非流通股,而日常交易的股票价格无法正确反映这部分股票的价值,因此也就无法反映交易过程中买卖双方对控制权证券收益的估价。因此,为了使模型更加符合我国股票市场的特征,必须对其进行修正。本文应将“股价”替换为“每股净资产”,但每股净资产项目包含了诸如三年以上应收账款、长期待摊费用等所谓不良资产项目,因此必须对每股净资产进行调整,用调整后的每股净资产替代股价,得到修正后的控制权私有收益计量模型:

$$PBC=(P-NAPS)/NAPS * W$$

其中:P为每股大宗股权交易的成交价格;NAPS为调整后的每股净资产;W为大宗股权交易的转让比例。

三、关于控制权私有收益的实证分析

1. 样本的选取。本文选取的样本是2008~2010年三年间沪深股市股权转让数据,共选择201宗大宗交易,数据主要来源于大宗交易数据库及上市公司年报。为了使统计出的数据更加真实可靠,本文在筛选数据时做了如下限制:①删除转让方和受让方不明确或为关联交易的项目。②删除无转让价格或转让价格与转让比例明显不符的交易。③只保留转让方式为“协议转让”及方案进度为“实施”交易项目。④删除转让方上市公司每股净资产为负或被ST的交易。⑤多宗交易在转让方和受让方相同的情况下,如果转让价格相同则按一宗交易进行计量。

2. 描述性统计。利用模型通过对筛选的数据进行计算得出上市公司控制权私有收益规模,并利用SPSS软件对相关变量进行描述性统计:

表1 2008~2010年大宗股权转让交易统计

年份	2008	2009	2010
交易总数	58	71	72

表2 2008~2010年大宗交易股权转让比例描述性统计(%)

年份	极小值	极大值	均值	标准差
2008	0.08	75.00	19.70	18.60
2009	0.01	54.30	14.60	12.80
2010	0.10	48.90	11.51	9.94

表3 2008~2010年控制权私有收益测度结果(%)

年份	2008	2009	2010
控制权私有收益规模	3.04	4.69	4.78

表4 2008~2010年控制权私有收益描述性统计(%)

年份	极小值	极大值	均值	标准差
2008	0.01	13.16	3.04	3.09
2009	0.03	31.29	4.69	4.88
2010	0.01	55.98	4.78	7.55

通过以上一系列的分析结果可知,从2008年到2010年我国上市公司控制权私有收益规模呈上升趋势。这一方面是由于我国证券市场自身的特点存在股权分置,使得大股东对中小股东利益的侵害更加容易。虽然我国在推行股权分置改革,但短时间内很难从根本上解决这一问题,制度法律法规的不健全也为大股东索取控制权私有收益开了绿灯。另一方面,由于金融危机,我国上市公司受到了较大的冲击,大股东为了保护自身利益对中小股东的侵害更加严重,这导致了2009年的控制权私有收益规模较2008年有了较大的增长。

综上所述,从宏观来看我国上市公司的控制私有收益状况受到国内相关制度改革及国际经济形势的双重影响。但外部对上市公司控制权私有收益的影响毕竟有限,占主导地位的影响因素存在于企业内部,因此,下面本文将从微观方面即上市公司内部对控制权私有收益的影响因素进行分析。

四、控制权私有收益影响因素分析

(一)变量的选取

1. 被解释变量:控制权私有收益(PBC)。本文通过对大宗股权转让溢价法进行修正来计量上市公司控制权私有收益水平,具体模型如上文所示。

2. 解释变量。为了更加全面的分析控制权私有收益的影响因素,本文分别从上市公司的盈利能力、成长能力、偿债能力、企业规模及转让比例五个方面选择变量来分析其对控制权私有收益的影响程度:

净资产收益率(ROE)。净资产收益率表示的是企业利用股东所投入的资本获取收益的能力,当前已经成为评价企业盈利能力的核心指标。

总资产增长率(TAGR)。总资产增长率是指企业今年的总资产相比于去年的增长情况,是反映企业成长能力的重要指标。

资产负债率(DAR)。资产负债率是反映企业偿债能力的一个指标,该指标越高,表示企业的偿债压力越大。

总资产自然对数(LTA)。在实证分析中企业的规模通常用总资产自然对数来表示,这是由于企业之间总资产的差距往往比较悬殊,不利于比较,而对总资产取对数能够将这个差距控制到一定范围之内。

转让比例(TR)。转让比例是指企业在大宗交易过程中转让的股权数除以企业的股本,是控制权私有收益的一个重要解释变量。

(二)提出假设

本文根据以上变量提出以下五点假设:

第一,净资产收益率反映了企业利用净资产获利的能力,即净资产的使用效率,当使用效率较高时,大股东获取控制权私有收益的机会就会减少,因此净资产收益率与控制权私有收益呈负相关。

第二,当企业认为发展前景较好时,往往会选择融资成本较低担风险较大的债权融资,但有时企业为了使股东获取利益也会增加股权融资,因此无法预测总资产增长率与控制权私有收益的关系。

第三,控制权私有收益从理论上讲与资产负债率无相关关系。

第四,企业规模越大,内部的监督管理机制就更加健全,另外也会更加受到外部市场的关注,各方面的监督就会更加严格,因此企业规模与控制权私有收益呈负相关。

第五,在交易中,转让比例越大,大股东获取控制权私有收益的机会就会越多,因此转让比例与控制权私有收益呈正相关。

(三)模型的构建

本文采用线性回归方法来研究上市公司控制权私有收益与影响因素之间的相关性。具体的多元回归方程如下:

$$PBC = \alpha_1 ROE + \alpha_2 TAGR + \alpha_3 DAR + \alpha_4 LTA + \alpha_5 TR + \xi$$

其中: $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5$ 代表自变量的系数, ξ 代表常数项。

(四)研究结果分析

本文运用SPSS软件分析上述变量之间的关系,根据模型进行回归分析,并根据分析结果对上文提出的假设进行检验。

1. 相关性分析。相关性分析主要分析的是净资产收益率、总资产增长率、资产负债率、总资产的自然对数及转让比例与被解释变量控制权私有收益的相关关系。具体结果如表5所示。

表5 相关性分析结果

	PBC	ROE	TAGR	DAR	LTA	TR
PBC	1	-0.286 **	-0.042	-0.128	-0.396 **	0.559 **
ROE	-0.286 **	1	0.082	0.287 **	0.495 **	-0.4 **
TAGR	-0.042	0.082	1	0.064	0.089	-0.088
DAR	-0.128	0.287 **	0.064	1	0.618 **	-0.088
LTA	-0.396 **	0.495 **	0.089	0.618 **	1	-0.376 **
TR	0.559 **	-0.4 **	-0.088	-0.088	-0.376 **	1

注: **表示在0.01水平(双侧)上显著相关。

从表中可以看出,净资产收益率、总资产自然对数与控制权私有收益呈显著负相关,而转让比例与控制权私有收益呈显著正相关,总资产增长率、资产负债率与控制权私有收益呈负相关,但不显著。结合前文假设可知,检验结果与假设基本相符。

2. 多元回归分析。本文选择逐步回归分析方法来分析因变量与自变量之间的关系,具体的分析结果如表6所示。

表6 系数^a

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig
	B	Std. Error	Beta		
(常量)	16.092	4.458		3.610	0.000
ROE	-0.015	0.059	0.017	0.246	0.806
LTA	-0.671	0.204	-0.223	-3.289	0.001
TR	1.916	0.255	0.483	7.523	0.000

注:a表示因变量为控制权私有收益。

从上表可以看出,对控制权私有收益的逐步回归分析中剔除了总资产增长率和资产负债率两个不显著相关的变量,

得到的回归方程如下:

$$PBC = -0.015ROE - 0.671LTA + 1.916TR + 16.092$$

在回归分析中,转让比例的回归系数为1.916,呈明显正相关,表明上市公司一次性转让的股权越多,大股东获取控制权私有收益的可能性越大。公司规模与控制权私有收益呈负相关,与前文的假设一致。净资产收益率与控制权私有收益呈负相关,但与其他变量相比其影响不是很明显。

五、结论及相关建议

本文以2008~2010年三年间201宗大宗交易为研究对象,通过实证分析得出以下结论:利用模型对控制权私有收益水平进行计量,三年间我国上市公司的控制权私有收益水平处在上升阶段,其中2009年的涨幅最大。就其影响因素而言,净资产收益率与控制权私有收益呈负相关,企业规模与控制权私有收益呈显著负相关,转让比例与控制权私有收益呈显著正相关,而总资产增长率、资产负债率与控制权私有收益无明显关系。

根据实证分析结果,本文提出以下几点建议:

1. 继续深化股权分置改革,完善大宗股权交易制度。在同一上市公司流通股和非流通股分置的状态是我国证券市场所独有的特征,这同时也是导致我国控制权私有收益水平较高的原因之一,所以在改革过程中要增加流通股规模,同时减持非流通股。另外,大股东往往通过股权交易获取控制权私有收益,要完善我国证券市场相关法律法规减少大股东获取控制权私有收益的机会。

2. 加强对中小型上市公司的监督。大型上市公司由于其规模较大,更易受到内部及外部媒体的监督,而中小型上市公司由于这两方面的监督都较弱,其控制权私有收益水平往往较高。因此,必须要出台更多监督中小型上市公司的法律法规。

3. 控制权私有收益较高的公司往往表现为净资产收益率较低甚至为负。这是由于当公司在盈利方面遇到困难时,大股东为了维护自身利益往往会不惜损害中小股东的利益。因此,对盈利能力较差的上市公司必须加强监督和管理,保护广大中小股东的利益。

4. 提高上市公司报表的透明度。上市公司为了维护大股东的利益,在财务报表中往往刻意隐瞒甚至修改某些反映控制权私有收益的指标,以逃避广大中小股东及媒体的监督,达到其获取控制权私有收益的目的,而我国关于规范上市公司财务报表的法律法规还不健全。

主要参考文献

- 张蕾. 公司控制权私有收益问题研究——基于非流通股协议转让事件. 天津财经大学硕士论文, 2009
- 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; 4
- 邓建平, 曾勇. 大股东控制与控制权私有收益研究. 中国软科学, 2004; 10
- 邓德强, 谭婕. 控制权私人收益计量模型: 解剖与应用. 上海立信会计学院学报, 2007; 1