

控制权私有收益计量模型的 评述与改进

江东瀚

(福建江夏学院 金融学系,福建 福州 350108)

摘要:与传统的股东与管理者委托代理关系不同的控股股东与中小股东之间的代理问题(即第二类代理问题)成为近年来公司金融领域的研究热点。控制权私有收益问题的重要研究内容之一就是对其水平高低进行测定。文章在评述大股东控制权私有收益计量模型相关文献的基础上,从中国上市公司股权分置改革对计量模型产生影响的角度,对大宗股权转让溢价模型(BH模型)进行分析与修正,提出测度控制权私有收益的股改前模型和股改后模型。

关键词:控制权私有收益;计量模型;BH模型;股权分置改革

中图分类号:F830.91 **文献标志码:**A **文章编号:**1008-5831(2012)05-0070-07

一、控制权私有收益含义与研究背景

由于保护小股东的制度不完善,在新兴国家市场,大股东与小股东的利益冲突尤其严重。在这种背景下,与传统的股东与管理者委托代理关系不同的大股东与小股东之间的代理问题,即第二类代理问题,成为近一段时期公司金融领域的研究热点之一。

Grossman 和 Hart 提出,大股东的控制权共享收益(Shared Benefits of Control)与控制权私有收益(Private Benefit of Control,简称PBC)是大股东通过控制权获得的,体现了控制权对公司治理的作用。控制权共享收益是在大股东获得控制性股权后,通过加强对公司监督、降低企业内部交易成本等手段所创造的价值,此收益为全部股东共同拥有,主要表现为公司股票上涨的资本利得以及股息分配所得;而控制权私有收益则是大股东利用其控制地位使其关联人获取额外利益,或者通过占用公众公司财产、以低成本将中小持股人驱出(Freeze Out)以及大股东的声望带来的好处等只有大股东可获取的、不与其他股东共享的额外收益^[1]。Coffee认为私有收益是“公司实际控制人为实现自我利益而从公司中掠取的利益,这些利益并不在所有股东之间按持股比例进行分配”,例如超出市场正常水平的额外福利或不相称的报酬待遇(Non-pro Rata Payments)、通过内幕信息谋取非法利润或降低损失的内幕交易(Inside Trading)以及发行的股票具有稀释性等^[2]。Hanouna等认为控制权私有收益是“以利己为目的经营一个公司,如制定符合其偏好的经营政策、驱逐少数股权股东、掠夺以及从事

收稿日期:2011-09-17

基金项目:福建省教育厅A类社会科学研究项目“基于股权分置改革影响的公司控制权市场问题研究”(JA1285S)

作者简介:江东瀚(1970-),男,福建莆田人,福建江夏学院金融学系副教授,主要从事资本市场理论与实务研究。

自我交易等”^[3]。曾林阳认为,如果把公司放到控股股东持有股权的产业集团中考察,没有制定股东股权激励计划,则控制权私有收益可能来自:(1)在与产业集团中其他成员公司的关联交易中,由于控股股东获得本公司的控制权而减少的交易成本(内部化收益);(2)整个产业集团垄断力量的增强;(3)产业集团的规模经济效益^[4]。这三种控制权收益完全可以在不侵害小股东利益的前提下获得。因此可以认为大股东在实现控制权私有收益过程中可能会侵害小股东的利益,也可能不会^[5]。

控制权私有收益问题的重要研究内容之一就是对其水平高低的测定。Dyck 和 Zingales 认为控制权私有收益难以直接确定或观测^[6]。相关的实证研究大多采用间接的方式进行度量。国内也有一些学者就该问题做了研究,得出了一些很有参考价值的研究方法与成果。他们通常借鉴国外的研究模型,运用中国上市公司的相关数据来进行分析,但是目前还没有发现就中国股权分置改革对控制权私有收益计量模型的影响进行系统分析的文献,笔者拟从股权分置改革角度对控制权私有收益的计量模型进行分析与修正。

二、控制权私有收益计量模型的评述

学界对控制权私有收益的计量有多种研究模型,以下对其中主要的四类计量模型以及相应的文献进行评述。

(一)控制权私有收益计量的主要方法与相关文献

1. 投票权溢价模型

Lease、McConnell 和 Mikkelson 的模型(LMM 模型)关注于具有双重股权(Dual-class shares)的公司,这些公司的股权具有相同的现金流权,但是公司决策投票权不同。因此,只有持有较多具有投票权的股份才能控制公司管理者和决定公司政策,相应地,这些控制性股权的价格包括了证券市场价值和控制权的私有价值,不具有投票表决权的股票只能代表证券市场价值,其价格仅仅代表了按持股比例计算的现金流权的价值。所以,公司的控制权私有收益就会反映在这两类股权的市场价值差距上。根据这一思路,他们选取 30 家有投票权差异的美国上市公司作为样本,研究它们在 1940 - 1978 年期间交易数据,研究结果表明,优先投票权的股票比一般股票有平均 5.44% 的溢价,这一溢价水平就反映出了美国上市公司大股东的控制权价值^[7]。

采用与 LMM 模型相似的方法,Levy 根据以色列上市公司的数据分析了投票权较大股票的溢价。在

Levy 的样本中有 25 家公司都是 1981 年上半年在以色列股票市场发行上市,至少有两种股票,它们的投票权不同而现金流权完全相同。他的实证结果显示,投票权较大的这一类型的股票有 45.5% 的平均溢价,其中有些公司投票权较大股权的溢价水平超过 100%。此外 Levy 根据自己列出的投票权的排名,考察了平均投票权溢价在样本公司间的关系,得出结论,投票权差异越明显,相应股票的溢价水平越高^[8]。Rydqvist 研究表明,此种控制权溢价水平在瑞典为 6.5%^[9]。Zingales 分析了意大利的米兰股票交易所的上市公司后,发现投票权溢价高达 82%^[10]。Nenova 对 18 个国家中具有不同投票权股权的 661 家公司实证检验后发现,丹麦的控制权价值最低,其控制权的溢价为 0,而墨西哥最高,其溢价率达到 50%^[11]。

2. 控制权和少数股权的交易价差模型

Hanouna、Sarin 和 Shapiro 提出控制权和少数股权的交易价差模型,该模型以一般股权交易价格和控制性股权交易价格的差额作为控制权收益的衡量标准。他们分析了 7 国 1986 - 2000 年间发生的 9 566 宗收购案例,将少数股权交易定义为交易前后都不足 30% 的投票权交易,控制性股权交易界定为投票权在交易前少于 30% 而交易后多于 50% 的交易,控制权私有收益就是这两类交易的价格差距。然后,按照行业类别和交易时间将控制权交易和少数股权交易进行配对后发现,控制权交易价格比少数股权交易价格平均高出 20%^[12]。

中国也有一些学者用这种方法对境内上市公司的大股东控制权私有收益问题进行了研究。朱峰和曾五一研究发现,在中国证券市场上上市公司的股权转让中,涉及控制权交易的平均溢价水平与一般股权转让的平均溢价水平存在着显著差异。控制权转让大宗交易的溢价水平明显高于一般的非控制性股权转让,平均溢价幅度达到 17.4%^[13]。叶康涛通过分析中国上市公司非流通股协议转让交易中控股股份与非控股股份在协议转让价格上的差价,对中国上市公司大股东控制权的隐性收益水平进行直接测度,研究结果表明上市公司控制性股权的隐性收益约为二级市场上流通股市价的 4%,相当于其他非流通股协议转让价格的 28%^[14]。施东晖认为 Hanouna、Sarin 和 Shapiro 的方法是在总体上而非个体上研究大股东控制权私有收益的规模,因未实现同股配对的数据比较而可能产生较大误差。因此他在沿用这种方法思路时,筛选了 1997 - 2001 年内同时发生控制权交易和少数股权交易的公司样本,通过对同

股一一配对和公式(1)进行计算。

$$V = \frac{P_c - P_m}{P_m} \times 100\% \quad (1)$$

其中: P_c 是控制权交易的每股股价; P_m 是少数股权交易的每股股价; V 是控制权价值。

施东晖的计算结果显示中国上市公司的控制权溢价水平平均为 24%, 稍高于国外水平^[15]。邓建平和曾勇采用非流通法人股市场外转让交易中控股股东和非控股股东股权转让的溢价之差来计算控制权私有收益。研究显示, 控制性股权转让溢价为 28%, 而非控制性股权转让溢价为 5%, 高出部分达 23%, 证明了中国控制权私有收益的存在^[16]。

3. ST 前后的累积超额收益模型

ST 公司累积超常收益模型 (Cumulative Abnormal Returns, 简称 CAR) 由 Bai、Liu 和 Song 在研究中国上市公司时提出^[17]。ST 公司即特别处理 (Special Treatment) 公司是根据中国上海证券交易所和深圳证券交易所的股票上市规则划定的一类公司。这些被冠以“ST” (表示其他特别处理) 或“* ST” (表示退市风险警示) 的上市公司符合下列表明其财务状况恶化的条件之一: (1) 最近一个会计年度的审计结果显示其股东权益为负; (2) 最近一个会计年度的财务会计报告被注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告; (3) 最近 2 年连续亏损。按照中国沪深交易所的规定, ST 公司如不能按时脱帽, 则会面临终止上市的后果。

Bai、Liu 和 Song 认为, 由于上市资源很稀缺, 因此控股股东不会轻易放弃上市资格。一家上市的公众公司的控制权收益的估值就是宣布 ST 前后的累积超额收益。大股东或实际控制人为了保住壳资源往往会频繁地进行并购重组的资本市场操作, 以使财务状况得以改善, 显著提高业绩表现, 这些努力必然会在股价中反映^[17]。所以 ST 公司累积超常收益模型的计算公式为:

$$CAR_{-3 \sim 18} = \sum_{i=-3}^{18} \left[\frac{\sum_{j=1}^N (r_{j,i} - m_{j,i})}{N} \right] \quad (2)$$

其中: $r_{j,i}$ 和 $m_{j,i}$ 分别是每月的个股收益率和股票市场收益率; N 是样本公司中 ST 公司的数量; $-3 \sim 18$ 表示上市公司被 ST 特别处理的信息被宣布前三个月到信息宣布后 18 个月这段时间。

通过这种方法计算了 66 家 ST 公司特别处理信息宣布前后共 22 个月时间里的累积超常收益, 发现 CAR 均值为 28.99% (中值为 26.32%)。刘睿智、王向阳运用该方法, 用 ST 特别处理公告日后 1 个月到 24 个月的平均累积超额收益率, 计算出中国沪深

上市公司控制权私有收益达到 56.73%, 显示中国上市公司中大股东对中小股东的侵害很严重^[18]。

4. 大宗股权转让溢价模型 (BH 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 最早提出的^[19]。由于方法较为简单, 国内外很多学者均采用了 BH 模型进行研究。

Barclay 和 Holderness 分析了美国证券交易所和纽约证券交易所在 1978 - 1982 年间发生的 63 个大宗股权转让价格, 研究发现, 该交易价格要明显地高于消息被宣布后的流通市场价格, 平均溢价达到 20.4%。他们认为溢价水平反映了控制性所有权的价值。否则, 买方是不愿意收购这样的大宗股权的, 因为交易价格明显高于市场价格。在购买大宗股权前买方会对两方面的收益进行预估: 公共收益和私有收益。公共收益包括所有持股人按其股权比例均可获得的股息红利或股票溢价, 这部分收益的价值体现在股票公开交易的市场价格上; 私有利益则是大股东可以通过其掌握的控制权来获得的各种不会与其他小股东共享的收益。可见, 大宗控制权的交易价格需要同时考虑这两部分收益。那么在假定这种效应买卖两方都能够预期到时, 认为控制权私有收益会反映在大宗交易公布后在公开市场上流通的股价与大宗股票转让价格之间的差异上。计量控制权收益的水平 BH 模型如公式(3)所示:

$$PBC = \frac{p_b - p_e}{p_e} \quad (3)$$

其中: p_b 为大宗股权交易价格; p_e 为大宗股权转让公告次交易日公司股票的交易价格。

利用 BH 模型, Mikkelsen 和 Regassa 对美国证券市场上 1978 - 1987 年期间发生的 37 项控制权转让进行研究后发现, 溢价率均值为 9.2% (中值 5.5%)^[20]。Chang 和 Mayers 发现, 当大宗转让股数大于公司已发行总股本的 25% 时会有更高的溢价, 样本公司的溢价率均值为 13.6% (中值为 10.1%)^[21]。Dyck 和 Zingales 也用 BH 模型对发生在 39 个国家的 412 宗引起控制性股权转让的大宗股权交易行为进行实证研究, 计算结果发现大股东的私有收益介于 -4% 至 65%, 均值为 14%。他们的另外发现是, 越是股票市场不发达的地区, 越是股权集中度较高的市场, 控制权的私有收益就越高; 对小股东权益的法律保护越不完善, 则大股东的私有收益的规模也越大^[6]。

唐宗明和蒋位是较早对控制权私有收益问题进行研究的国内学者, 他们以 1999 - 2001 年间上海和深圳证券交易所的 88 家上市公司发生的 90 项大宗

非流通股交易事件作为研究样本,以协议转让的溢价作为衡量大股东对小股东利益进行侵占的指标,得出中国有6%的平均溢价率,低于国外平均溢价水平,认为中国证券市场大股东平均侵害程度不高,但个别上市公司控股股东对其他股东的侵害极其严重^[22]。韩德宗、叶春华选取了中国交易所1998-2001年4年间的88宗控制权关系发生转移的公司作为研究样本,结果显示,4年平均的大股东私有收益为17.5%、19.9%、8.8%和9.0%^[23]。赵昌文、蒲自立、杨安华对符合条件的1995年以来的94个大宗交易数据进行了分析。他们发现,控制权私有收益平均为15.83%,并发现与一些发展中国家市场相似,发生控制性股权转让的这些公司业绩差,控制权私有收益要高于发达国家^[24]。

(二) 控制权私有收益计量模型的评价与分析

双重投票权股票(Dual Class Stock)在巴西、加拿大、智利、丹麦、芬兰、德国、意大利、墨西哥、挪威、南非、韩国、瑞典、瑞士很常见;澳大利亚、法国、中国香港、英国和美国部分上市公司也存在双重投票权股票;在印度、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、西班牙、中国台湾和泰国,法律允许企业发行双重股票;而在比利时、中国大陆、日本、荷兰和新加坡,法律禁止投票权的差异性^[25]。中国的公司制度中尚不存在这种具有相同现金流权 and 不同投票权特征的股票类型,所以,运用投票权溢价模型对中国的控制权私有收益规模进行估计并不适当。

对于控制权和少数股权的交易价差模型,施东晖^[15]和邓建平等^[16]结合中国实际情况,进行了很有意义的实证研究。前者通过对同股一一配对,筛选了1997-2001年内同时发生控制性股权转让交易和少数股权交易的公司样本进行计算;后者采用当时不能流通的法人股协议转让中控股股权和非控股股权转让的溢价差来度量控制权私有收益的大小。但是这个方法也存在较明显缺陷,因为,同一个公司同时(或同期)发生控制权转移交易和少数股权交易的协议转让的案例较少,所以我们认为交易价差法在中国运用会存在样本量不足的问题。

ST公司累积超常收益模型只适用于ST公司,且前提条件是大股东付出的资产重组的代价与公司股票价格变动一致。同时,这种方法还存在样本量小、交易所对退市与恢复上市规定复杂多变等缺陷,也限制了该方法的应用。

大宗股权转让溢价模型(BH模型)因其简单易懂等特点而被国内外众多学者广泛采用,被认为是最适合中国市场情况的测量模型。以控制权溢价来

间接估测私有收益是BH模型的基本思路。控制权收益包括了控制权私有收益和现金流权收益(即全部股东都可依持股比例分得的共有收益)两个部分,而发生控制权转移的大宗股权转让的价格体现了股权交易双方对拥有控制性股权所能获得的现金流权收益与私有收益的整体估值,控制权现金流权收益体现在股票的公开市场交易价格上,所以股票市价与大宗股权转让价格的差额就是PBC,这就意味着控制权溢价作为控制权私有收益的估计的合理性。

唐宗明和蒋位以BH模型为基础定义了控制权溢价 $cp = (p_A - p_B) / p_B$,其中 p_A 是大宗股权交易的每股价格, p_B 是被转让股票的每股净资产^[22]。韩德宗、叶春华界定 $PBC = \omega(P - V) / V$,其中 ω 是控制性股权的持股份额, P 是控制权转让的每股价格,控制权转移以后的每股公司价值 V 用每股公司净资产值代替^[23]。林朝南、刘星和郝颖^[26]、林朝南^[27]定义 $PBC = (TP - NA) / NA - EP$,其中 TP 为发生了控制性股权转让的大宗交易的每股股价, NA 是目标公司股份交易之前最近一期财务报告公布的每股公司净资产值, EP 为买方对收购对象的合理预期,以收购前3年的加权平均净资产收益率来表示,之所以在计量控制权私有收益时减去了 EP ,是因为林朝南^[27]认为唐宗明和蒋位等^[22]的计算中含有大股东控制权共享收益,导致了高估。马忠估计私有收益的思路和他们相似,只是 EP 的计算有点不一样^[28]。这些计量模型存在共同缺陷,都没有考虑股权分置改革的影响。以下将会结合中国股权分置改革的实际状况和BH模型的思路,提出现在适应中国上市公司的控制权私有收益的计量模型。

三、控制权私有收益模型的改进

(一) 对中国学者运用BH模型的进一步分析

通过中国大量的控制权私有收益实证研究文献可以发现,在修正BH模型以适应中国股票市场过程中,学者们大都用“每股净资产”代替“股票市场价格”(BH模型中的大宗控制权转让公告次交易日公开市场上标的公司股票的价格)。那么,我们应当如何理解含有每股净资产的计量模型呢?

净资产就是公司股东拥有的账面价值,将每股净资产用于替代BH模型(公式3)中“大宗股票转让公告次交易日公开市场上公司股票的成交价格 Pe ”在理论上并不成功。因为每股账面价值并不能代表反映整体公司价值和未来盈利能力现值的股票价格。然而,在过去股权分置背景下,对国有企业管理者的主要考核指标之一就是每股账面价值的增长,

同时中国上市公司非流通股股东的目标函数也是提高净资产,这些可以影响控制权的股份大多无法在二级市场流通,控制权的转移往往必须以协议转让方式进行,而协议价格基本是以每股账面价值为基准来确定的。所以在这个基准上的溢价就被认为是控股股东能够常握的控制权私有收益。正如成熟市场上,大宗股权交易的议价基础是二级市场股价,自然地就把这个市场价格作为计量 PBC 的依据。

如公式(3)所示: $PBC = (p_b - p_e)/p_e$, 大宗股权转让的价格体现了股权交易双方对拥有控制权所能获得的现金流收益与私有收益的整体估价 (p_b)。而大宗股权转让公告次日公开市场上的股价恰恰体现了普通投资者对新的现金流收益的估值 (p_e), 所以两者相减 ($p_b - p_e$) 正是所要评估的对象 PBC 。

涉及控制权转移的大宗交易信息公告之后的股票价格,是市场对新现金流收益的再次评估 (p_e), 它可以理解为两个部分: 第一, 无控制权情况的现金流收益 (p_{e0}); 第二, 新控制权下的现金流收益 (即新的控制权给所有股东带来的共享收益) (p_{e1})。所以公式(3)可以改写为:

$$PBC = \frac{p_b - (p_{e0} + p_{e1})}{p_{e0} + p_{e1}} \quad (4)$$

其中: p_b 为大宗股票交易价格。

用公式(4)对 BH 模型进行处理后,我们可以把一些学者认为的“唐宗明和蒋位^[22]的估计中含有控制权共享收益,导致了对私有收益的高估”理解为唐宗明的模型并没有扣除控制权共享收益 (p_{e1}), 而只考虑以每股账面价值近似替代的在公司无控制权情况下的现金流收益 (p_{e0}), 所以林朝南^[27]的模型以“公司过去3年加权平均净资产收益率 EP ”来体现公司在新控股情形下的未来增长的预期, 所以 EP 就是新控制权下的现金流收益 (即新的控制权给所有股东带来的共享收益) (p_{e1}) 的近似估计从溢价计算中扣除。

韩德宗、叶春华^[23]等人的模型中都有“ ω ”(股份转让的比例), 这又与唐宗明和蒋位^[22]的计算模型、BH 模型不同, 笔者认为溢价率本身就是一个比率了, 它反映的正是每股控制性股票在转让中的溢价水平, 即控制权私有收益 (PBC), 所以这个“ ω ”不应该出现在计算中。而 PBC 与转让股权比例的关系可以通过实证分析进行研究。

董丽萍在综述 BH 模型在中国相关研究中运用现状的基础上, 尝试性地引入股权分置改革进程函数来计量大股东私有收益^[29]。但是股权分置改革后

的模型依然是以每股账面价值为设计基础。其实, 2005年4月开始的股权分置改革至今已有六年的时间, 除极个别公司, 现在股票市场已经基本实现了全流通, 二级市场的公开交易价格必然成为大宗股权的交易价格的主要参照, 由此, 江东瀚将大股东私有收益的度量分为两个阶段进行模型的重新设计, 即考虑每股账面价值的股改前模型与考虑股票公开市场价格的股改后模型^[30]。

(二) 股改前模型与股改后模型

1. 股改前 PBC 计量模型的确定

在股权分置改革之前, 由于大宗股权转让是以不能流通的法人股的协议交易为主, 转让价格的依据是每股净资产, 所以在 2005 年 4 月股权分置改革之前, 考虑每股净资产的股权分置改革前模型为:

$$PBC = \frac{P_A - NA}{NA} - EP \quad (5)$$

其中: P_A 为控制权交易的每股股价, NA 是股权转让之前公司最新一期会计报告公布的每股账面价值, EP 为收购方对标的公司共享收益的预期, 以并购发生时最近 3 年的加权平均净资产收益率来表示。

2. 股改后 PBC 计量模型的确定

始于 2005 年 4 月的股权分置改革, 将被永远地载入中国证券发展史的里程碑中, 不能流通的非流通股股东通过向二级市场的流通股股东支付对价的形式获得了二级市场流通权, 解决了中国上市公司“同股不同权”的难题。从此, 股价涨跌和公司市值大小成为所有股东共同的利益基础。国务院国有资产监督管理委员会和中国证券监督管理委员会于 2007 年 6 月联合发布《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》。该办法明确规定, 应根据证券交易所上市公司股票的公开交易价格确定国有性质股东转让所持上市公司股份的价格。2009 年 3 月, 财政部发布《金融企业国有资产转让管理办法》。其中也明确规定, 无论是通过大宗交易还是协议转让方式, 对外转让已上市的金融企业的国有股部分和国有金融企业对外转让所持一般上市公司的股份都必须遵照该上市公司的股票市价执行。

从国资部门所持股权的市场化定价可以看出, 股权分置改革后交易所市场股票成交价格成为大宗交易或协议转让成交价的参照基准, 这与股改前以每股净资产为基础的定价方式已有本质区别。所以考虑证券交易所市场股票成交价格的股权分置改革后模型借鉴了认为控制权现金流收益体现在股票的公开市场交易价格上的 BH 模型。公式(6)为股

改后 PBC 模型^[30]。

$$PBC = \frac{P_B - P_E}{P_E} \quad (6)$$

其中： P_B 为控制权交易的每股股价； P_E 为控制权交易第 1 次公告日前 3 个月二级市场上股价算术平均值。

由于涉及公司控制权变动的上市公司大宗股权转让要进行多次信息披露,其中包括第 1 次公告日和正式公告日,选择“第 1 次公告日前 3 个月交易所市场上股票价格的算术平均值”来替代 BH 模型中“大宗股权转让公告次交易日二级市场上股票的成交价格”,原因是,第一,公式(6)中的 P_E 体现的是控制权变更后的所有股东共享的股票现金流权收益,在中国交易公告次交易日的股价很容易被“热炒”,并不能客观反映真实公司股权价值,所以在股改后模型中放弃使用 BH 模型中“大宗交易公告次交易日的二级市场股价”;第二,选择第 1 次公告日前 3 个月交易所市场上股票价格作为计算基础,主要是考虑到这个阶段的股票价格表现是交易双方谈判的依据,且由于此时大宗股权转让的事实还无法最终确定,转让消息也没有公开,这个较长时间段的平均股价被人为操纵的概率是很小的,所以我们提出用第 1 次公告日前的股价平均值对 BH 模型进行修正^[30]。

四、总结及未来的研究方向

控制权私有收益的计量模型主要有四种:投票权溢价模型、控制权和少数股权的交易价差模型、ST 前后的累积超额收益模型、大宗股权转让溢价模型(BH 模型)。通过对这些模型的分析评述,可以发现,BH 模型即大宗股权转让溢价模型被众多国内外研究者广泛应用,也被认为是最适合中国上市公司情况和中国证券市场发展水平的计量模型。

由于中国上市公司长期存在流通股与非流通股的分置局面,所以有必要对 BH 模型进行修正,大多数研究者以“每股账面值”或“每股净资产”替代 BH 模型中的“公开市场股价”。但是,随着股权分置问题的解决和全流通时代的到来,上市公司控制性股权交易必然地趋向于市场化定价模式。股改后交易所市场股票成交价格成为控制权大宗交易成交价的参照标准,这与股改前以每股净资产作为定价依据已有本质区别。基于此,江东瀚提出将控制权私有收益计量模型分为考虑每股净资产值的股权分置改革前模型与考虑二级市场股价的股权分置改革后模型^[30]。

进一步的实证研究可以分别选取股权分置改革前,即 2005 年 4 月前的控制权发生转移的大宗股权

转让样本数据;与股权分置改革四年后(此时大多数公司的限售股已解禁),即 2009 年及以后的大宗股权转让样本数据,对考虑每股净资产的股改前模型与考虑公开市场价格的股改后模型进行相关实证分析。

参考文献:

- [1] GROSSMAN S, HART O. One share, one vote and the market for corporate control[J]. Journal of Financial Economics, 1988,20:175-202.
- [2] COFFEE J C. Do norms matters? A cross-country examination of the private benefits of control[R]. SSRN 2001 Working Paper.
- [3] HANOUNA P, SARIN A, SHAPIRO A. Value of corporate control: Some international evidence[R]. Working Paper of Marshall School, No. 02-4,2002.
- [4] 曾林阳. 大股东超控制权收益与合理控制权收益实现途径[J]. 云南民族大学学报,2008(4): 87-90.
- [5] 江东瀚. 控制权私有收益、控制权成本与补偿途径[J]. 集美大学学报,2010(3):40-45.
- [6] DYCK A, ZINGALES L. Private benefits of control: An international comparison[J]. Journal of Finance, 2004,59: 537-600.
- [7] LEASE R, McCONNELL J, MIKKELSON W. The market value of differential voting rights in closely held corporation[J]. Journal of Business, 1984, 57:443-467.
- [8] HARM L. Economic valuation of voting power of common stock[J]. Journal of Finance, 1982, 38:79-93.
- [9] RYDQVIST K. Empirical investigation of the voting premium [R]. Northwestern University, Working Paper, 1987.
- [10] ZINGALES L. The value of the voting right: A study of the milan stock exchange experience[J]. Review of Financial Studies, 1994(7):125-148.
- [11] NENOVA TATIANA. The value of corporate votes and control benefits: A cross-country analysis [J]. Journal of Financial Economics, 2003,68(3):325-351.
- [12] HANOUNA P, ATULYA S, SHAPIRO A C. Value of corporate control: Some international evidence[R]. University of Southern California, Working paper 1-4,2002.
- [13] 朱峰,曾五一. 上市公司控制权溢价研究[J]. 东南学术,2002(5):89-97.
- [14] 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[J]. 经济科学,2003(5):61-69.
- [15] 施东辉. 上市公司控制权价值的实证研究[J]. 经济科学,2003(6):83-89.

- [16] 邓建平,曾勇. 大股东控制和控制权私人收益研究[J]. 中国软科学,2004(10):50-58.
- [17] BAI C E, QIAO L, SONG F M. The value of private benefits: Evidence from an emerging market for corporate control[R]. University of HK, Working Paper,2002.
- [18] 刘睿智,王向阳. 我国上市公司控制权私有收益的规模研究[J]. 华中科技大学学报:社科版,2003(3):86-90.
- [19] BARCLAY M J, HOLDERNESS C G. Private benefits from control of public corporation[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25:271-395.
- [20] MIKKELSON W, REGASSA H. Premiums paid in block transactions [J]. Managerial and Decision Economics, 1991,12:511-517.
- [21] CHANG S, MAYERS D. Who benefits in a negotiated block trade? [R]. Unpublished Paper. University of California at Riverside, 1995.
- [22] 唐宗明,蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. 经济研究,2002(4):44-50.
- [23] 韩德宗,叶春华. 控制权收益的理论和实证研究[J]. 统计研究,2004(2):42-46.
- [24] 赵昌文,蒲自立,杨安华. 中国上市公司控制权私有收益的度量及影响因素[J]. 中国工业经济,2004(6):100-106.
- [25] 许文彬. 我国上市公司控制权私利的实证研究[J]. 中国工业经济,2009(2):120-130.
- [26] 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[J]. 经济科学,2006(3):61-72.
- [27] 林朝南. 中国上市公司控制权私利影响因素的理论与实证研究[D]. 重庆:重庆大学,2007.
- [28] 马忠. 金字塔结构下终极所有权与控制权研究[M]. 大连:东北财经大学出版社,2007.
- [29] 董丽萍. 控制权私有收益测量方法综述[J]. 财会月刊,2010(2):86-89.
- [30] 江东瀚. 股改前后、BH模型及经验证据[J]. 中国证券期货,2012(3):23-25.

The Comments and Improvement of Private Benefits of Control's Econometric Models

JIANG Donghan

(Department of Financial, Fujian Jiangxia College, Fuzhou 350108, P. R. China)

Abstract: Differing from traditional principal-agent relationship between shareholders and managers, the agency issue between controlling shareholders and small shareholders (namely second agency issue) has been a hot topic in corporate finance during recent years. One of the major issues of private benefits of control is to measure its level. Based on the comments about the literature of private benefits of control's econometric models, from an angle of the influences of China listed companies' shareholding reform on econometric models, this paper analyzes and improves Barclay and Holderness' private benefits from control of public corporations (BH Model), and raises the econometric models of before and after shareholding reform for private benefits of control.

Key words: private benefits of control; econometric model; BH model; shareholding reform

(责任编辑 傅旭东)