

# 股东回报公平指数之构建

范伟红(教授), 密斯雨

**【摘要】**公平是当前社会普遍关注的一个现实问题,就微观层面的企业而言,“控制权私有收益”造成了股东回报的不公平现象。通过对控制权成本进行分析,发现合理的控股股东私有收益可用平均高管薪酬来衡量。构建用于衡量公平情况下股东回报是否合理的公平指数G以及实际情况中的公平指数g,将公司实际的股东回报分布情况与最佳值进行比较,并用(g-G)表示由于超控制权私有收益引起的不公平性,一方面有利于促进股东回报的透明化,另一方面能起到对控股股东攫取私利行为的监督作用。

**【关键词】**控制权私有收益; 公平指数; 控制权成本; 股东回报

**【中图分类号】** F276.6

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)26-0114-5

## 一、引言

公平一直以来都是社会各界普遍关注的基本问题,无论是对于宏观的国家层面,还是对于微观的企业、个人层面而言,公平都是影响稳定与激励的重要变量。目前普遍认可的衡量公平的标准主要有“基尼系数”和“拉克尔系数”两种。其中基尼系数主要用于分析一个国家或地区的居民收入分配是否公平,而拉克尔系数则主要用于分析企业职工工资相对于该企业的总利润而言是否公平。然而,对于微观层面的企业而言,有关治理层各股东之间收益分配的公平问题,至今还没有相关指标可用来衡量。

从公司治理层与管理层的代理关系来看,控制权的集中使得大股东有动力对公司管理层进行监督,从而在一定程度上降低了代理成本,有利于提升公司价值。但从大股东与小股东的代理关系来看,一股独大不可避免地会造成控股股东侵占中小股东利益的问题,即大股东利用控制权攫取过多私有收益。已有诸多文献对控制权私有收益的获取途径、测量方法等进行了深入研究,本文认为,大股东获取的额外收益并非都是对中小股东利益的侵占,毕竟控制权的集中在一定程度上提升了公司的价值,大股东理应通过额外收益来弥补其付出的个人成本。但是,控股股东基于控制权获得的私有收益在多大程度上是合理的、公平的?目前除冉戎等(2010)从中小股东容忍的角度构建了合理控制权私有收益与超控制权私有收益模型外,鲜有其他文献对此进行探索。因此,本文力求通过构建公平指数来衡量各股东的收益是否公平合理。

## 二、控制权私有收益相关概念的回顾与评价

### (一)控制权私有收益相关概念的回顾

1. 控制权私有收益及控制权成本概念的梳理。“控制权私有收益”最早是由Grossman和Hart在1988年提出的,他们认为,控制权私有收益是控股股东通过行使控制权而占用的全部价值,包括通过内幕交易等获得小股东无法享有的收益。Demsetz和Lehn认为控制权私有收益不仅包括货币性收益,还包括名誉、地位等非货币性收益。国内学者唐宗明、蒋位(2002)认为,控股股东获得的额外收益是大股东对小股东进行侵害而获得的收益。

以上观点普遍认为控制权私有收益全然是控股股东对中小股东利益的侵占,然而刘少波(2007)通过分析控制权悖论一改前人的看法,开辟了合理控制权收益的先河。他认为,控制权私有收益应区分为控制权收益和超控制权收益,其中控制权收益是控制权成本的补偿,是控制权的风险溢价,它的实现载体是控制权作用于公司治理绩效改进所产生的增量收益,与大股东侵害无关,只有超控制权收益才是控股股东对中小股东利益的侵占。冉戎、刘星(2010)则从中小股东容忍的视角,将控制权收益区分为合理控制权私有收益与超额控制权私有收益,认为大股东会选择一个小股东沉默的水平来获取合理的控制权私有收益,以保持其收益的可持续性。江东瀚(2010)也将控制权收益分为合理控制权私有收益与超控制权私有收益两部分,对小股东“搭便车”提出了新的解释。

之所以认为控制权收益并非全部都是对中小股东利益

**【基金项目】** 西南政法大学研究生科研创新计划重点项目(项目编号:XZYJS2014033)

的侵占,主要是因为控股股东需要获取部分私有收益来弥补控制权成本。刘少波(2007)根据对控制权私有收益的划分,将控制权相关成本区分为控制权成本与控制权收益的成本,其中控制权成本包括控制权事前成本和控制权事后成本,与合理控制权收益对应。事前成本指控制权形成或获取的成本,事后成本指控制权的维护成本,具体包括承担的风险成本、监督成本、社会责任成本、控制权转移的防御成本等。控制权收益的成本则主要指声誉损失和法律风险等。之后的一些文献也基本沿用了刘少波的观点,将控制权成本分为事前成本与事后成本(江东瀚,2010;冉戎等,2010;徐光伟,2013)。

**2. 控制私有收益获取途径综述。**对于控制权私有收益的获取途径,LLSV(1999)发现控股股东主要通过资产买卖、高级管理层报酬、关联交易、信用担保等手段获取私有收益;Coffee(2001)指出控制性股东一般采用关联担保、低价转移资产以及过度报酬来获取私有收益;Marianne(2002)认为控股股东倾向于通过关联交易、关联担保、关联借款、关联投资、重组等手段将资金或者公司利润从拥有现金分红权较低的公司转移到其拥有高度现金分红权的公司中去,以便其获得更多的利益;刘少波(2007)认为超控制权收益的具体形式包括资金占用、关联担保、关联交易、变更公司资金投向。

**3. 控制权私有收益及测量方法回顾。**由于控制权私有收益的实现途径多样且隐蔽,目前还没有文献是对控制权私有收益进行直接的观察和测量的。间接测量方法可分为两大类:一类是由Barclay和Holderness在1989年提出的大宗股权转让溢价法,即将大宗股权每股转让价格与市场股价的差额作为控制权的溢价;另一类是Zingales在1994年提出的差别投票权法,即由不同投票权股票的价格差异说明控制权具有溢价,并用该价差衡量控制权私有收益。由于我国的股票市场不存在不同投票权股票,因此目前国内学者对于控制权溢价的测量大都采用第一种或者对其进行改良的方法。经统计相关文献,得出溢价水平如表1所示:

文献	溢价水平(平均值)	备注说明
马燃(2014)	15.58%	在计算出溢价水平的11篇文献中,享有控制权的股份在转让时存在溢价,但也有部分转让溢价为负,即股权转让存在折价
孙建民、薛瑞文(2013)	20%	
代宏尧(2013)	27.11%	
申京苑、徐洁(2013)	37.77%	
常青青(2011)	流通股:25.7% 非流通股:10.97%	
张蕾(2009)	52.5%	
李延喜、郑春燕等(2007)	14.04%	
潘琰(2007)	23.12%	
马忠(2007)	22.88%	
余明桂(2006)	45%	
唐宗明、蒋位(2002)	27.9%	

## (二)控制权私有收益的评价总结

从以上对控制权私有收益相关文献的梳理来看,控股股东的收益分为正当收益和非正当收益两部分。其中,正当收益包括按照持股比例取得的分红收益以及为弥补控制权成本而由控股股东独享的合理控制权私有收益;非正当收益为超控制权私有收益,实质上构成了对中小股东利益的侵占。本文延续刘少波等对控制权私有收益的划分,认为控股股东所获取的额外收益具备合理的区间,在该区间内对所有股东来说获取的收益都是公平的,超过该区间则造成了控股股东对中小股东利益的侵占。对于控股股东总收益的划分及其性质、获取途径,具体如表2所示:

表 2 控股股东总收益划分

	收益类别	性质	获取依据	获取途径
正当收益 (公平)	分红收益	共享收益	分红权	持股比例
	合理控制权私有收益	独享收益	弥补控制权成本	关联交易、关联担保、资金占用、过度报酬、在职消费等
非正当收益 (侵占)	超控制权私有收益	独享收益	利益侵占	

由表1可知,目前我国控制权溢价水平较高,超过了控股股东合理私有收益的范围,这确实损害了中小股东的利益,不利于公司的良好治理和证券市场的繁荣发展。因此,需要构建衡量股东回报是否合理的公平指数模型,一方面可用来判断公司利益分配是否均衡,另一方面可以起到对控股股东攫取私利行为的监督作用。

## 三、股东回报公平指数模型的构建

假设公司的股权较为分散时的剩余收益为 $R_0$ ,由所有股东按照持股比例享有,此时各股东没有足够的动力参与公司治理;但随着控制权的集中,大股东出于对自身利益的考虑,会对公司管理层进行监督,从而在一定程度上提升了公司价值。由于大股东的努力而提升的剩余收益记为 $\Delta R$ ,此时公司总的剩余收益为 $R_0 + \Delta R$ 。

理论上讲, $\Delta R$ 也应在所有股东之间按比例分配,但由于这部分收益是大股东付出了必要成本(控制权成本)而获得的,若由全部股东享有,会出现“搭便车”现象,对大股东而言也不公平。那么,究竟控股股东获取的私有收益在什么范围内是可取的,既使得该合理控制权收益能够弥补大股东控制权成本,又使中小股东认为大股东所获取的私有收益是合情的、可容忍的?本文认为可通过构建股东回报公平指数模型,将公司股东实际收益水平与该指数对比,观察股东回报公平与否,从而减少大股东对公司利益的侵占并促进中小股东投资的积极性。

构建股东回报公平指数,一是需要重新确定可供分配利润的基数,二是需要求出公平情况下的控制权私有收益,即合理的控制权收益。

(一) 重塑可供分配利润基数

通常认为可向公司所有股东分配的利润是利润表中可观察到的“可供分配利润”，记为OSR。而对公司股东回报公平性的研究，是要在所有可供分配利润的基础上展开的，也就是说，若遵循我国公司法“同股同权同利”的原则，公司所有利润均应按照持股比例归属于全部股东，包括可观察到的可供分配利润OSR以及控股股东占有的私有收益PB，且控制权私有收益PB包括合理控制权私有收益PB<sub>0</sub>以及超控制权私有收益PB<sub>1</sub>。因此，本文将利润分配基数SR重塑为利润表中可供分配利润及控制权私有收益二者之和，即：

$$SR = OSR + PB = R_0 + \Delta R \quad (1)$$

(二) 合理控制权私有收益的衡量

公式(1)中SR是恒定的，是可供分配利润与控制权私有收益(包括合理控制权私有收益与超控制权私有收益两部分)的总和；OSR可从利润表中观察到，但PB不能直接获取，对此前文也有所提及。不过当前已有大量文献对控制权溢价水平进行了测量(详见表1)，该溢价水平大致可以表明控制权私有收益水平，而且测量方法也比较成熟。因此，本文认为，可采用大宗股权转让溢价法求出近年的控制权溢价平均水平，记为 $\alpha$ ，那么 $\alpha$ 与该公司市场平均股价 $p$ 的乘积 $\alpha p$ 则表示控制权的每股溢价价格，以该溢价价格近似表示控制权私有收益，作为研究公平指数利润分配基数的一部分。因此，总的分配基数SR是可计算的。

为求得公平情况下的公平指数，需要对合理的控制权私有收益PB<sub>0</sub>(PB<sub>0</sub><PB)进行求解。合理控制权私有收益是对控制权成本的弥补，是控股股东付出努力应得的回报，所以为了弄清楚控股股东的私有收益中哪些是合理的，就需要对控制权成本进行分解。

本文认为，控制权事前成本是由于控制权的获取比购买普通股要多付出的溢价，但控股股东在将来转让股权时仍可以溢价出售。因此，事前成本可通过转让时获取的资本利得来弥补。事后成本中的风险成本(控股股东失去多样化投资可能获得的利益)是一种机会成本，虽然大股东投入多，但分红也多，所以风险成本可由分红弥补；事后成本中的监督成本(控股股东对管理层等进行监督的成本)与社会责任成本(控股股东需要履行一些社会责任来提高公司整体形象等)本质上是控股股东投入的努力，是一种人力成本，本文认为该部分成本可通过“高管薪酬”来弥补。一方面，高管薪酬是对高管为公司所投入的精力成本的弥补，控股股东为公司做出的努力可以近似于高管的努力，而且高管薪酬是需要在财务报告中披露的，数据容易获得。另一方面，从控制权私有收益的获取途径分析，合理控制私有收益与超控制权私有收益的表现形式是有差别的。比如，对于关联交易、关联担保、在职消费、过度报酬这四类主要途径，前三种明显属于大股东为获取超控制权私有收益而进行的利益输送，而过度报酬是通

过过高的报酬来获取私利，本质上是对股东努力的回报，但由于报酬过高而有利益输送的嫌疑。所以，本文用平均高管薪酬来衡量对控股股东的回报，从而弥补大股东付出的监督成本与社会责任成本。

综上所述，控制权成本分类弥补途径的总结如表3所示：

表3 控制权成本分类弥补

	成本分类	弥补途径	收益类别
事前成本	获取成本	将来交易时弥补	将来转让股权时的资本利得
事后成本	风险成本	分红弥补	分红收益
	监督成本	高管薪酬	合理控制权私有收益
	社会责任成本		

由表3可知，若平均高管薪酬为 $r$ ，则合理控制权私有收益PB<sub>0</sub>就等于 $r$ 。相对实际情况而言，在公平情况下，控股股东的私有收益减少了，而利润分配基数SR是一定的，所以由所有股东共享的可供分配利润OSR<sub>0</sub>就会相应增加。当PB<sub>0</sub>求出后，可按以下公式求得OSR<sub>0</sub>：

$$OSR_0 = SR - PB_0 = OSR + PB - PB_0 \quad (2)$$

(三) 公平指数构建原理——基尼系数

基尼系数是衡量收入公平与否的常用指标，用以比较和分析一个国家(地区)在不同时代或者不同国家(地区)在同一时代的财富是否平等。具体可用图1中的洛伦兹曲线来解释基尼系数。

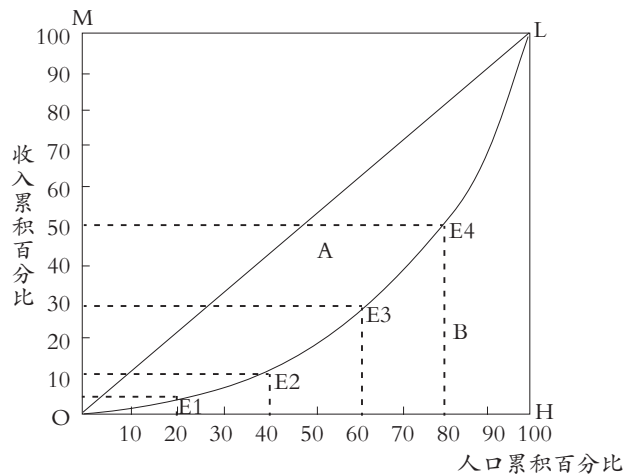


图1 洛伦兹曲线

图1中，横轴OH表示人口(按收入由低到高分组)的累积百分比，纵轴OM表示收入的累积百分比，弧线OL为洛伦兹曲线。洛伦兹曲线与斜率为1的直线OL围成的图形A为“不平等面积”，当收入分配达到完全不平等时，洛伦兹曲线成为折线OHL，OHL与斜率为1的直线OL围成的图形的面积A+B为“完全不平等面积”。不平等面积与完全不平等面积之比为基尼系数，记为G，G=A/(A+B)，是衡量一国贫富差距的标准，显然基尼系数不会大于1，也不会小于零。



$$\begin{aligned}
 &= (1-a) \left(1 - \frac{SR-r}{SR}\right) \\
 &= (1-a) \frac{r}{SR} \\
 &= (1-a) \frac{r}{OSR + \alpha p} \quad (5)
 \end{aligned}$$

至此,公式(5)中的控股股东持股比例 $a$ 、平均高管报酬 $r$ 、利润表中可供分配利润 $OSR$ 都可从披露的财务报告中获取,控制权溢价水平 $\alpha$ 可求得或可直接利用现有文献求得的 $\alpha$ 值,公司平均股价 $p$ 、控股股东持股数 $n$ 亦可获得。

由此可见,对于每个上市公司而言,衡量收益在所有股东间分配相对公平的指数 $G$ 是可求得的,且是确定值。由于可供分配利润是不断变化的,平均高管报酬也不恒定,所以公司应在每年年末对 $G$ 值进行更新。 $G$ 值就是控股股东在仅获取合理私有收益时的各股东回报与绝对平均时的差异度,是股东回报分布的理想状态。

3. 实际情况下公平指数 $g$ 的求解。实际情况与公平情况的不同之处在于,实际情况下超控制权私有收益的存在会导致图2中B点的位置下移,从而使得三角形OAL的面积大于公平情况下的面积。由上文的分析可知:

$$\begin{aligned}
 g &= 2S_1 \\
 &= 2 \cdot \frac{1}{2} \cdot OL \cdot OA \cdot \sin \angle LOA \\
 &= (1-a) \left[ 1 - \tan \left( \arctan \frac{OSR}{SR} \right) \right] \\
 &= (1-a) \left( 1 - \frac{OSR}{SR} \right) \\
 &= (1-a) \frac{PB}{OSR + PB} \\
 &= (1-a) \frac{n\alpha p}{OSR + n\alpha p} \quad (6)
 \end{aligned}$$

由公式(6)可以看出,在实际情况下, $SR$ 是确定的,控制权私有收益 $PB$ 越大,则 $g$ 值越大,对中小股东越不公平。计算公平指数最佳值 $G$ 的目的是将其与公司股东回报的实际公平指数 $g$ 值做比较,从而衡量控股股东获取的超控制权私有收益对中小股东的侵占程度,即 $(g-G)$ 表示由于超控制权私有收益的存在而引起的不公平。与 $G$ 值相同, $g$ 值在每年年末也需要更新,这样公司不仅可用 $(g-G)$ 判断当年的股东回报的公平性,也可通过比较不同年度间的 $g$ 和 $(g-G)$ 来判断股东回报公平性的变化。

#### 四、总结与展望

公平指数的构建可以用于衡量公司股东回报的公平问题,使股东回报更加公开、透明,从而为保护中小股东利益和促进证券市场发展提供保障。本文类比基尼系数的原理构建了上市公司控股股东在只获取合理控制权私有收益情况下

的公平指数 $G$ ,以及实际情况中控股股东获取较多超控制权私有收益的公平指数 $g$ 的计算模型。通过将公司实际的公平指数与公平指数最佳值进行比较,为研究大股东侵占中小股东利益问题提供了新的思路。但公平指数最佳值的推导是以合理控制权私有收益用平均高管薪酬代替为基础的,可能不够全面,模型仍比较粗糙,有待改进。对于未来关于股东回报公平指数的研究,笔者认为可将 $G$ 值与 $g$ 值作为一项披露事项反映在财务报告中,从而起到防止控股股东过分攫取私利的作用,并使中小股东可以看到公司股东回报的分布水平,促使我国证券市场更加的透明化。

#### 主要参考文献:

Grossman S. J., Hart O. D.. One-share vote and the market for corporate control[J]. Journal of Financial Economics, 1988(20).

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).

刘少波. 控制权收益悖论与超控制权收益——对大股东侵害小股东利益的一个新的理论解释[J]. 经济研究, 2007(2).

冉戎, 刘星. 合理控制权私有收益与超额控制权私有收益——基于中小股东视角的解释[J]. 管理科学学报, 2010(6).

Barclay M. J., Holderness C. G.. Private benefits from control of public corporations[J]. Journal of Financial Economics, 1989(25).

Zingales L.. The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience[J]. The Review of Financial Studies, 1994(7).

Dyck A., Zingales L.. Private benefits of control: An international comparison[J]. The Journal of Finance, 2004(59).

董丽萍. 控制权私有收益测量方法综述[J]. 财会月刊, 2010(11).

马燃. 我国上市公司控制权溢价影响因素实证研究[D]. 长春: 吉林大学, 2014.

常青青. 中国上市公司大股东控制权收益研究[D]. 广州: 广东商学院, 2011.

张学勇, 张雷妮, 陈欢等. 中国上市公司控制权价值多少?——基于全流通时代的经验证据[J]. 投资研究, 2013(32).

孙建明, 薛瑞文. 中国上市公司控制权溢价问题实证分析[J]. 中国资产评估, 2013(8).

胡祖光. 基尼系数与收入分布研究[M]. 杭州: 浙江工商大学出版社, 2010.

作者单位: 西南政法大学管理学院, 重庆 401120