

关于民营上市公司控制权转移动因的实证分析

颜淑姬

(浙江工商大学财会学院 杭州 310018)

【摘要】以争夺控制权为目的的上市公司并购重组一直是理论和实务界研究的一个热门话题。本文对民营上市公司控制权转移的动因进行了实证分析,并根据研究结论提出了相关建设。

【关键词】控制权转移 动因 股权分置改革 全流通

以争夺控制权为目的的上市公司并购重组一直是理论和实务界研究的一个热门话题。通过并购实现协同效应,增加企业的价值本应是价值并购的初衷,但是由于我国特殊的历史因素和制度环境背景、特殊的股权结构等因素导致并购重组并没有出现与西方发达资本市场国家类似的效果。大量的实证和案例研究发现,我国的并购重组只带来了短期的业绩改善,并没有提高上市公司持续的价值创造能力,甚至损害了股东价值。那么,我国上市公司之间的并购重组到底是为了提升价值呢还是为了利益侵占?这是值得深入研究的一个问题。另外,随着股权分置改革的完成以及相关公司法规的完善,这些制度环境的变化又会对控制权转移市场带来怎样的变化呢?本文想对这些问题进行实证研究,以考察股权分置改革对于恢复我国资本市场扭曲功能的作用和效果,并在此基础上提

一方面是对非量化指标的文字说明。

对成长性报告的补充说明,包括四类:财务状况及潜力,经营者及员工素质,行业及市场,产品竞争力。

对非量化指标的文字说明,包括三类:①行业及市场(营销能力、社会关系能力);②商业模式(价值主张、目标顾客、分销渠道、顾客关系、收入模式);③其他。

3. 创业板上市公司成长性信息披露的建议。我国至今未要求主板上市公司强制披露其成长性信息。但创业板上市公司的主要特征之一是高成长性,为了突出这一板块公司的特点,并有效对其进行监管,笔者提出以下建议:

(1)创业板成长性信息报告及附注要求上市公司强制披露。财务状况及潜力各项指标直接取自财务报表,经营者及员工素质指标可取自人力资源管理资料,基本没有编制成本;其他方面的成长性信息只有通过公司的披露,才能达到以最低成本获得最高信息透明度的目的。

(2)指标确认项目与附注文字说明相结合。从成长性信息内容看,有些是现行财务报表中的项目,有些可根据财务报表进行计算得出,从而不同企业间具有可比性。但是一些无法量化的成长性信息,只能以文字说明的形式在报告附注中体现。

(3)补充其他信息披露形式。对创业板公司而言,除定期

出了一些合理的政策建议。

一、研究对象的界定及样本选取

本文以我国民营上市公司作为研究对象,主要是考虑这样可以避免国有股定价问题、高管激励中的政治因素、行政部门的经营干预、国有股股权变动的审批问题等一系列非市场因素的影响。样本选取的标准如下:①通过协议转让获取目标公司的股份。②收购完成后,收购方民营上市公司成为目标公司第一大股东。③是有偿取得的,不考虑国有资产进行无偿划拨进行控制权转让的情况,并且交易价格为公开披露的价格。④同一控制方对同一上市公司的多次购买算一次控制权转移。⑤剔除买方在该笔交易前就是上市公司控股股东的样本,主是该类协议转让控制权并没有转移。基于上述标准,获取数据样本见表1:

报告外,其他信息披露的主要形式还有招股说明书、上市公告书和临时报告,在每一种形式中都可以利用其中一部分或部分对公司成长性予以披露。

(4)董事会要对成长性信息报告负责,但不强制要求CPA对其复核。由于成长性直接决定了创业板上市公司的发展能力与前景,为保证其可靠性,应要求公司董事会对成长性报告负责。但CPA由于其专业性的限制,不能要求其对公司的成长性报告复核。

【注】本文受到国家科技支撑计划课题“制造业产业集群技术信息服务体系研究及系统开发”(编号:2008BAF35801)资助。

主要参考文献

1. 余应敏. 中小企业财务报告行为理论与实证. 北京: 中国财政经济出版社, 2006
2. 肖华. 中国证券市场信息披露伦理研究. 北京: 中国经济出版社, 2008
3. 李益娟. 基于 Logistic 回归模型的上市公司成长性判定. 财会月刊, 2009; 6
4. 艾健明. 上市公司进入新行业持续经营的影响因素分析. 财会月刊, 2009; 6

表1 2003~2009年民营企业获取控制权交易样本情况

年份	样本数	平均每股交易价格	平均控股股份
2003	46	2.62	28.82%
2004	28	3.27	30.49%
2005	33	2.86	24.69%
2006	34	2.24	31.42%
2007	11	3.766	27.075%
2008	11	5.445	22.23%
2009	9	2.39	27.18%

上述样本均来自北京色诺芬信息服务有限公司提供的CCER数据库系统,样本部分数据手工取自于上海证券交易所和深圳证券交易所网站,股价的历史数据取自于国泰君安证券公司的大智慧软件。截止2009年6月底为止,共172个样本。在计算平均每股交易价格时,剔除了个别交易价格无法获取的样本公司。

二、研究假设及研究模型的设定

根据并购理论,收购方实行横向并购主要是为了实现管理协同,增加市场占有率,实现规模经济效应等。纵向并购则是为了节约交易费用,实现供应链或价值链管理的价值最大化等。因此,控制权溢价与并购类型存在关系,横向或纵向并购存在明显的协同效应功能。基于以上分析,本文提出假设1:控制权溢价与并购类型存在正相关关系。

为了降低收购成本,民营企业并购上市公司的最佳时机往往选择在公司出现危机,甚至被特别处理的时候。那么2008年出现的全球金融危机,目标企业股价低带来的并购低成本,无疑给企业间的并购提供了良机。因此,本文提出假设2:控制权溢价与交易状态是否处于特别处理负相关。

根据并购理论,真正的价值并购应能为并购企业带来潜在的价值增值,即具备良好的盈利能力、成长能力以及收益质量等。因此,本文提出假设3:控制权溢价与每股净资产、净资产收益率、每股收益、每股经营活动产生的现金流量净额呈正相关关系。

控制权溢价应与公司治理的强弱相关。本研究选取了反映制衡机制的Herfindahl-10(简称“H-10指数”)指数、独立董事的人数、是否设立审计委员会作为自变量进行分析。其中,H-10指数是指公司前10位大股东持股比例的平方和,该指标的效用在于对持股比例取平方后,会出现马太效应,即强者越强,弱者越弱,该指数越接近1,说明前10位股东的持股比例差距越大,该指数若大于0.25则说明前10位股东的持股比例分布不均衡。制衡机制越健全,控股股东获取控制权收益的机会就越少,控制权溢价就越低。根据上述分析,我们提出了假设4:控制权溢价与H-10指数正相关,与独立董事的个数负相关,与设立审计委员会负相关。

如果控股股东收购上市公司控制权的目的是为了配股再融资,由于控股股东自己并不参加配股,则往往倾向于并购流通股比例大的公司。但随着股权分置改革的进行,大量的非流通股逐步解禁,通过股权转让题材在二级市场上的炒作能为

控股股东带来高额的资本利得,因此股改进行中倾向于并购流通股比例相对较少的公司。因此,本文提出假设5:控制权溢价与目标公司流通股数与总股本数之比在股改前呈正相关关系,在股改中将呈负相关关系。

基于以上分析,笔者建立如下分析模型(变量定义见表2):

$$Y = \beta_0 + \beta_1 BGLX + \beta_2 JYZT + \beta_3 NAPS + \beta_4 ROE + \beta_5 EPS + \beta_6 CPS + \beta_7 H-10 + \beta_8 DDGS + \beta_9 SJWYH + \beta_{10} LTBL + \varepsilon \quad (1)$$

考虑到股权分置改革的完成以及限售股的逐步解禁,并购预期将以更市场化的方式进行。由于之前中国股市的特殊性,因此借鉴国内多数学者的处理方法将每股交易价格与每股净资产的差额来计算控制权溢价。但随着股权的全流通,公司价值的主要衡量方式预期将逐步转变为以市值为主,因此为了验证全流通是否修正我国资本市场的扭曲现象,本文还建立如下模型,以对样本进行重新回归检验:

$$YG = \beta_0 + \beta_1 BGLX + \beta_2 JYZT + \beta_3 NAPS + \beta_4 ROE + \beta_5 EPS + \beta_6 CPS + \beta_7 H-10 + \beta_8 DDGS + \beta_9 SJWYH + \beta_{10} LTBL + \varepsilon \quad (2)$$

表2 变量设计

类别	变量名称	定义
因变量	Y	控制权溢价,指每股成交价格与上年调整后的每股净资产的差额
	YG	控制权溢价,指每股成交价格与宣布控制性股权转让第二天股票收盘价格的差额
自变量	BGLX	并购类型,指民营上市公司收购目标企业控制权时,如是横向或纵向收购则为1,如为混合收购则为0
	JYZT	交易状态,指目标上市公司在发生控制权转移时,如处于特别处理状态,则为1,否则为0
	NAPS	上年调整后的每股净资产
	ROE	上年扣除非经常损益后的加权平均净资产收益率
	EPS	上年扣除非经常损益后的加权平均每股收益
	CPS	每股经营活动产生的现金流量净额
	H-10	公司前10大股东持股比例的平方和
	DDGS	独立董事个数
	SJWYH	审计委员会设立情况,设立了为1,没设立为0
	LTBL	流通比率,流通股占总股本的比例

三、统计检验与回归分析

1. 模型1的回归检验及结果分析。自2005年5月开始的股权分置改革,对并购市场产生了重大影响,而股票全流通将使上市公司的壳资源价值进一步提高,并购交易的价格估值也预期将以净资产为基础逐渐向以市值为主转变,这些也都会影响并购市场。因此,本文将总样本分为2003~2004、2005~2006、2007~2009/6三组对照样本利用模型1进行回归分析,分析模型及研究假设均以2003~2004组为基础,后两组主要分析是否发生了显著变化,以考察股权分置改革及全流通对民营企业并购市场所产生的影响。回归结果如表3所示。

从表3可知,该模型对2003~2004组、2005~2006组控制权溢价的解释度分别为32.5%和61.9%,且都通过了显著性检验。而对2007~2009/6组样本的控制权溢价的解释度

30.6%,但经调整后只有-4.1%,且未通过显著性检验。这说明股改后数据与股改时及股改前的数据已经发生了重要的变化。

表3 模型1三阶段样本的回归分析结果

自变量	2003~2004		2005~2006		2007~2009/6	
	参数估计	双侧概率	参数估计	双侧概率	参数估计	双侧概率
β_1	0.375	0.709	1.072	0.288	-0.393	0.699
BGLX	-0.574	0.568	2.303	0.025*	-0.484	0.634
JYZT	-2.426	0.018*	-0.271	0.787	-0.354	0.727
NAPS	-0.638	0.526	-3.369	0.001*	-0.669	0.511
ROE	0.001	0.999	0.801	0.427	0.716	0.482
EPS	-3.065	0.003*	-2.967	0.004*	-0.173	0.865
CPS	-0.039	0.969	1.590	0.117	2.118	0.047*
H-10	-0.150	0.881	0.378	0.707	0.941	0.358
DDGS	-0.687	0.495	-0.742	0.461	0.289	0.775
SJWYH	-0.460	0.647	-1.740	0.087	0.175	0.863
LTBL	2.084	0.041*	0.939	0.352	0.728	0.475
判定系数	0.325		0.619		0.306	
调整的判定系数	0.218		0.551		-0.041	
统计量	3.04		9.105		0.882	
统计量概率	0.003*		0.000*		0.564	

注:*表示回归系数在0.05的水平上显著。

(1)2003~2004年数据的回归结果分析。从上表可见,控制权溢价与并购类型负相关,但回归系数不显著。说明假设1不成立,也进一步说明了股改前民营企业收购上市公司并不是为了获取协同效应,而是还有其他的动机或目的。

控制权溢价与交易状态的回归系数成负相关,且回归系数显著。这进一步印证了该时期民营企业并购并非真正以价值并购为目的。

控制权溢价与每股净资产负相关,但不显著;与净资产收益率呈微弱的正相关;与每股收益显著负相关;与每股经营活动产生的现金流量净额呈微弱负相关。除净资产收益率外,均与假设3不符。又再一次说明了该时期民营企业并购并不具有价值并购的特征。

控制权溢价与H-10指数成负相关关系,但不显著,此与可能的解释是股改前股权结构的不合理,导致股权制衡对控制权溢价的解释力不足。同时,我们也发现控制权溢价与独立董事个数及是否设立审计委员会成负相关关系,这与假设4相符,但相关系数不显著。说明我国独立董事制度发挥的作用非常有限。

控制权溢价与流通比率在该时期呈显著的正相关关系,与假设5相符,也说明民营企业在该时期的并购并不是真正意义上的价值并购,而是动机异化,较多地以配股再融资为目的,这也尤其突显了我国证券市场“壳”资源的重要性。

通过以上的结论分析,我们发现股改前我国民营企业之间的并购并非以价值并购为动机。而更多地是为了获取控制权私利。

(2)2005~2006年数据的回归结果分析。与2003~2004年样本的实证结果相比,该时期样本的回归分析也通过了显著性检验,但与股改前样本不同的是该时期控制权溢价与并购类型成显著正相关关系,与假设1相符。说明随着股权分置改革的进行,民营企业之间的并购更多考虑的是协同效应,这与前一时期相比已发生了明显的不同。控制权溢价与交易状态虽仍成负相关关系,但已不显著,说明民企之间以获取控制权私利为动机的并购有所缓和或有所减弱,这与假设1的结论也是一致的。控制权溢价与每股净资产显著负相关;与净资产收益率正相关,但不显著;与每股收益仍旧成显著负相关关系,与每股经营活动产生的现金流量净额呈正相关,但不显著。两正两负,与前一时期相比,并没有得到明显的改善。控制权溢价与H-10指数正相关,与假设4相符,但不显著。说明随着股改的进行,我国上市公司的股权结构逐渐变的合理,股权制衡对于控股股东获取控制权收益能起到一定的阻碍作用,也证实了股改对改善上市公司治理结构的积极作用。控制权溢价与独立董事个数及是否设立审计委员会成负相关关系,但仍不显著,说明独立董事制度需要进一步的完善。控制权溢价与流通比率在该时期呈正相关关系,但不显著。说明该时期以配股再融资为目的的并购已不如原先显著。

综上分析,该时期民营企业收购上市公司的动机已逐渐向价值并购方向转化,但并不明显,这也许是股权分置改革等一系列制度变迁效应的初步显现。

(3)2007~2009/6样本的回归结果分析。该时期的实证结果与前两期的显著不同是,该时期样本的回归结果没有通过显著性检验。这至少说明了该时期的民营企业并购市场行为已经发生了显著的变化。该部分样本数据将进一步用模型2进行回归检验,以分析结果差异。

2.模型2回归检验及结果分析。为了验证股票全流通是否对资本市场扭曲功能的恢复起到了积极的作用,本文将2007~2009/6的样本数据用模型2再次进行回归分析,并将其与模型1的回归结果进行对比分析,见下页表4。

从表4可以看到,对同一时期的样本数据,模型2的解释度为52.3%,明显高于模型1的30.6%;F统计值也显然高于模型1,虽然在0.05的显著性水平上未通过检验,但在0.1水平上显著。这些都说明股权分置改革后股票市值比每股净资产更能反映一个上市公司的价值,资本市场的功能在逐渐得以恢复。当然要想达到西方成熟资本市场的功效,还需要一系列的制度改革和配套环境建设,还有很长的一段路要走。

接着将2007~2009/6组的样本数据用模型2得出的回归结果与2003~2004组及2005~2006组的样本数据用模型1得出的回归结果进行比较分析,见下页表5。

从表5可见,控制权溢价与并购类型成正相关,与第二阶段的结果一致,同时也符合假设1,但回归系数不显著。说明全流通时代民营企业收购上市公司同样考虑更多的是获取协同效应,但动机不是很显著。

控制权溢价与交易状态的回归系数成正相关,这与前两个阶段的结果刚好相反。但回归系数还不显著。这说明该时期民

表4 2007~2009/6样本两模型回归结果对比

自变量	2007~2009/6模型1		2007~2009/6模型2	
	参数估计	双侧概率	参数估计	双侧概率
β_1	-0.393	0.699	-0.814	0.426
BGLX	-0.484	0.634	0.822	0.421
JYZT	-0.354	0.727	0.405	0.690
NAPS	-0.669	0.511	-0.423	0.677
ROE	0.716	0.482	0.417	0.681
EPS	-0.173	0.865	-0.980	0.339
CPS	2.118	0.047**	-1.024	0.319
H-10	0.941	0.358	-1.662	0.113
DDGS	0.289	0.775	-0.411	0.685
SJWYH	0.175	0.863	1.148	0.265
LTBL	0.728	0.475	0.311	0.759
判定系数	0.306		0.523	
调整的判定系数	-0.041		0.271	
F统计量	0.882		2.079	
F统计量概率	0.564		0.081*	

注:**表示回归系数在0.05的水平上显著,*表示回归系数在0.1的水平上显著(下同)。

表5 两模型三阶段比较表

自变量	2003~2004(模型1)		2005~2006(模型1)		2007~2009/6(模型2)	
	参数估计	双侧概率	参数估计	双侧概率	参数估计	双侧概率
β_1	0.375	0.709	1.072	0.288	-0.814	0.426
BGLX	-0.574	0.568	2.303	0.025*	0.822	0.421
JYZT	-2.426	0.018*	-0.271	0.787	0.405	0.690
NAPS	-0.638	0.526	-3.369	0.001*	-0.423	0.677
ROE	0.001	0.999	0.801	0.427	0.417	0.681
EPS	-3.065	0.003*	-2.967	0.004*	-0.980	0.339
CPS	-0.039	0.969	1.590	0.117	-1.024	0.319
H-10	-0.150	0.881	0.378	0.707	-1.662	0.113
DDGS	-0.687	0.495	-0.742	0.461	-0.411	0.685
SJWYH	-0.460	0.647	-1.740	0.087	1.148	0.265
LTBL	2.084	0.041*	0.939	0.352	0.311	0.759
判定系数	0.325		0.619		0.523	
调整的判定系数	0.218		0.551		0.271	
F统计量	3.04		9.105		2.079	
F统计量概率	0.003*		0.000*		0.081	

营企业并购的目的已逐渐开始向价值并购回归,但还不明显。

控制权溢价与H-10指数呈负相关,但回归系数不显著,这又回到了第一阶段的结果,可能的原因是全流通时代,控股股东为了防止控制权旁落,采取了反手赎回等一系列手段,导致股权制衡度仍然不高,无法有效发挥对控股股东的抑制作用。与独立董事个数仍旧是负相关,说明问题还没有得到改善。与是否设立审计委员会成正相关关系,这是与前两阶段不同的,但相关系数仍不显著。说明审计委员会在我国上市公司公司治理中开始逐渐发挥作用,对控股股东获取控制权溢价

起到了一定的抑制作用。

除此之外,其他都没有得到明显改善。说明全流通时代民营企业对上市公司的收购的目的仍旧在朝着价值并购迈进,但由于数据选取的时间限制,该阶段的样本数据还不能完全代表全流通的状况,据中原证券研究报告显示,限售股解禁是个渐进的过程,至2009年底才能基础达到全流通的局面,因此研究显示的结果并不明显,也可能是制度变迁的路径依赖性以及环境变化中出现的新问题,股改效果未能充分呈现。对于后股改时代出现的大股东控制权“保卫战”、操纵股价、内幕交易,家族企业通过关联交易、虚构财务报表等行为,要想达到股改后股票全流通的预期效果,使控制权市场健康有序地发展,还需要相关制度的完善及监管力度的加强。

四、结论和建议

从以上对民营企业收购上市公司动机的实证分析来看,股权分置改革这一历史性的制度变革起到了积极的作用,使得民企控制权转移的动机更多考虑的是协同效用,而不是侵占效应,逐渐向价值并购回归。但由于样本选取的时间限制以及制度变迁的路径依赖性,从研究结果来看,效果还不是很明显。要想不断完善健全控制权市场,使资本市场发挥正常的定价功能,还需要相关配套措施的跟进以及监管力度的加强。

首先,要完善制度,提高上市公司规范运作水平。在控制权转移过程中,必须规范上市公司强制性信息披露,提高自愿性信息披露水平。需要完善上市公司治理结构,如对于独立董事制度,应改进其提名方式及薪酬激励机制,使其真正发挥独立的监督作用。应要求上市公司建立审计委员会,加强对上市公司控股股东、实际控制人和高管人员的监管等。

其次,对于全流通时代新出现的问题,必须创新监管方式,加强监管力度。如对于后股改时代上市公司大股东的控制权“保卫战”——通过隐性的一致行动人来实施股份增持计划,可以进行现场查证。通过现场查证,了解上市公司新进股东的注册资金来源,新进股东与大股东的股权关系及经济利益关系,新进股东与大股东各自董事、监事、高管人员间的交叉任职情况及亲属关系情况,为一致行动人关系的判定提供依据(广东证监局课题组,2006)。对于大股东操纵股价、内幕交易等行为,需要强化上市公司大股东和最终实际控制人的披露义务和责任;对于关联方交易问题,可通过完善事后责任追究机制来强化独立董事对关联方交易的事前审查义务,强化中介机构在关联方交易中的尽职调查义务和事后责任的追究,并深入研究事后法律救济机制。

主要参考文献

- 程新生等.控制权转移、股权分置改革与自愿性信息披露.当代财经,2008;8
- 巴曙松.全流通时代——中国开始战略并购之门.中国财经,2007;8
- 广东证监局课题组.全流通时代大股东行为及监管对策研究.上海证券报,2006-09-26
- 李涤非,颜蓉,罗新宇.企业并购实务.上海:上海交通大学出版社,2009