

上市公司融资结构影响控制权转移的实证研究

阎晓春(博士)

(浙江财经学院 杭州 310018)

【摘要】 本文采用 Logistic 模型对我国 A 股市场 2001~2003 年发生的上市公司控制权协议转让进行了实证分析,得出资本结构与控制权转移的互动机制仍在发生作用的结论。

【关键词】 控制权 协议转让 融资结构

融资结构理论不仅关注企业的现金流在不同类别的要求权人之间的分配,而且关注不同要求权下的企业控制权问题。企业融资结构与控制权争夺之间存在着紧密联系。融资结构不仅规定着企业收入流的分配,而且规定着企业控制权的分配,直接影响着一个企业的控制权争夺。尽管在目前我国的公司体制下并没有完善的能使控制权转移机制得到良好运作的外部制度环境,但作为证券市场的一个有机组成部分,我国上市公司之间的兼并收购也一直非常活跃,而对控制权的争夺是导致兼并收购事件的一个重要原因。因此,有必要分析我国公司控制权市场与融资结构的关系,引导公司融资方式方法的发展和完善。

一、文献回顾

在公司控制权市场发展至顶峰阶段的背景下崛起的资本结构管理控制学派理论主要研究资本结构与企业控制权竞争之间的关系,包括 Stulz 模型、Harris-Raviv 模型和 Israel 模型等重要的理论模型。根据资本结构管理控制学派理论,资本结构不仅决定着企业收入流的分配,而且决定着企业控制权的分配,直接影响着一个企业的控制权争夺。

Palepu(1986)针对 1980 年发生的全部并购事件,采用非对称的样本进行实证检验,发现公司被接管的可能性和企业的杠杆水平之间呈显著的负相关关系。邓和迪安吉罗(1988)则证实了“包括资本结构和所有权结构在内的财务政策要受到企业控制权市场的影响”这一结论。Berger(1997)等人分析了企业债务杠杆的相对水平与公司治理变量之间的关系,结果显示:当公司面临被收购而收购又不成功时,公司的财务杠杆系数就会显著增加;管理者防御的程度影响了企业的资本结构。国内相关的经验研究主要表现为对目标公司选择行为的研究。刘永祥、黄祖辉(1999)认为,股权分散的公司比股权集中的公司更易发生购并。赵勇、朱武祥(2000)的实证检验结果表明股权较为分散、总股本较小、每股净资产和市净率较低的公司具有较高的被收购概率,而资产负债率不具有显著性。对并购事件发生的解释和目标公司选择方面的研究,其隐含的逻辑是,目标公司的相关特征是导致它成为并购对象的根本原因,而相关特征可以用目标公司的财务特征来近似地替

代表述,所以目标公司的财务数据(如资产负债率等指标)在一定程度上能够解释并购事件的发生。但是到目前为止,有关公司的财务杠杆作用程度与其成为收购目标的概率之间关系的实证结论并不统一。

二、研究假设

本文在对国内外相关文献研究的基础上,根据我国上市公司融资结构和股权结构的特殊性,提出实证检验的研究假设,认为目标公司的以下财务特征可能影响控制权协议转让的发生:

1. 资本结构假设。根据资本结构管理控制模型,公司的负债水平与被收购成功的可能性负相关,负债权益比率的提高减少了在职管理者被替换的可能性。本文采用资产负债率(总负债/总资产)和长期负债率(长期负债/总资产)两个指标来表示资本结构。

2. 股权集中度假设。一般而言,股权集中度高的公司,被成功接管的可能性比较小。若公司股权相对分散,则公司容易成为并购市场上的目标公司。Stulz 模型证明,随着内部股东持股比例的增加,并购者接管该公司的可能性越小。由于我国上市公司管理层持股数量及比例极小,第一大股东对公司的重大决策拥有绝对的控制权,因此这里将第一大股东持股比例(SHAR)作为重要的考虑因素,同时将高管持股比例(PSM)也考虑进来。

3. 股权流动性假设。一般来讲,公司流通股比例越高,控制权转移机制发挥作用的空間就越大。由此可以推断,流通股比率与控制权转移正相关。所以,这里假设被收购的上市公司较未被收购的上市公司有较高的流通股比例(流通股/总股本)。

4. 收购成本假设。资产净值反映了公司过去的经营成果,因此其往往是判定公司价值的基础。由于考虑到流动性和可比性,我国的政策规定上市公司收购定价的判断基础是净资产,在一些研究中也把净资产作为衡量标准,因此每股净资产指标可被视作代表收购成本的变量,被收购公司应该较未被收购的公司具有较低的每股净资产(年末净资产/年末总股本)。

5. 资产变现能力假设。外来投资者收购上市公司控制性股权后,一般会与上市公司进行资产置换,即注入优质资产,置换出部分不良资产,这部分重组成本与公司不良资产规模或非流动性资产规模正相关。如果收购方看重的是上市资格,而并非与目标公司经营上的协同和规模效应,则较大比重的固定资产反而会增大并购方的重组成本。因此,被收购公司较未被收购公司应该具有较低的固定资产比例(固定资产/总资产)。

6. 主营业务衰退假设。主营业务出现衰退一方面会使上市公司更有转让公司控制权的动机;另一方面可能导致市场对公司价值做出不利的期望和评估,这时收购者对公司进行收购重组,如果重组成功则可能创造出与目前市场期望相反的未来的估价,增加收购者进行收购重组的间接效应。基于这两方面的考虑可以认为,被收购的上市公司可能较未被收购的上市公司出现了主营业务收入的滑坡。本文用主营业务收入增长率(GROW)表示该变量。

7. 公司规模假设。与大多数的并购理论和实践相一致,公司规模对并购可能性存在负面影响,公司规模越大,其成为目标公司的可能性就越小。本文用总股本(SIZE)指标来反映公司规模。

8. 资产运营状况假设。据有关资料显示,不具有配股资格的上市公司大多发展潜力有限,受让方要想使其恢复融资能力,就要花费较高的注资、整合成本,风险很大。因此,收购方更愿意收购具有配股资格的上市公司,而取得配股资格对公司的净资产收益率方面有硬性要求,也就是说,收购概率是与净资产收益率(ROE)有一定联系的。

9. 价值低估程度假设。一般认为,并购的发生主要是因为目标企业的价值被低估,也就是说,股票价值被低估的公司容易成为收购的目标。本文用市净率(MTB)来表示公司价值被低估的程度。

三、样本选择及模型估计方法

1. 样本数据说明。本文所选取的样本包括两部分:诊断样本和对照样本。针对2001~2003年公告的因发生控制权有偿协议转让导致第一大股东发生变更的所有A股公司,基于以下程序选取了155家公司作为诊断样本:①未公告收购价格的股权转让不纳入研究范围;②上市公司的净资产小于或等于0的股权转让不纳入研究范围;③剔除金融保险类公司;④剔除财务指标异常的公司。

对照样本是分年度从未发生控制权转移的公司中随机抽取的,基于以下程序选取了195家公司作为对照样本:①剔除金融类公司。②剔除研究年度首次公开发行股票(IPO)不满一年的公司。因为按照上市规则,上市公司第一大股东在上市前应承诺自股票上市之日起12个月内不得转让其持有的发行人股份,这限制了第一大股东转让股份的行为。③剔除股票全流通的上市公司。④剔除财务指标异常的公司。研究所使用的财务数据主要来源于聚源数据证券投资分析系统的数据库、证券之星网站。

2. 变量的选取。因变量的衡量:如果上市公司公告控制

权发生转移并且是有偿转让,则取值为1;如果是对照样本则取值为0。解释变量的定义如表1所示:

表1 变量的定义

考虑因素	变量	变量指标	预期符号
H1:资本结构	DEBT L-DB	资产负债率 长期负债率	- -
H2:股权集中度与内部人持股	SHAR PSM	第一大股东持股比例 高管持股比例	- -
H3:股权流动性	PCS	流通股比例	+
H4:收购成本	PNE	每股净资产	-
H5:资产变现能力	LIQU	固定资产比例	-
H6:主营业务衰退	GROW	主营业务收入增长率	-
H7:公司规模	SIZE	公司总股本	-
H8:资产运营状况	ROE	净资产收益率	+
H9:价值低估程度	MTB	市净率	-

对于诊断样本,以上所有变量取自公司控制权、第一大股东发生变更的股权交易公告日前上市公司最近一次财务报告所披露的指标数据。对照样本的数据则以上市公司各年年报的数据为准。

3. 模型估计方法。本文利用Logistic模型对研究假设进行检验,分析诊断样本和对照样本两组公司在财务特征上是否存在显著性差异,并验证相关假设对控制权转移事件的解释力。

四、Logistic模型回归结果

本文通过Hosmer-Lemeshow拟合优度指标、模型的预测准确性(似然比指数LRI、序次相关指标和Nagelkerke R²)和模型的X²统计量三个方面的指标评价Logistic估计模型。逐步回归的结果见表2,回归模型为:

$$\ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = 2.014 - 0.446x_1 + 0.123x_2 - 0.338x_3 - 0.024x_4 - 0.011x_5 - 3.141x_6 + 2.257x_7 - 1.357x_8$$

其中:p代表发生控制权转移的概率;x₁代表SIZE;x₂代表MTB;x₃代表PNE;x₄代表SHAR;x₅代表GROW;x₆代表L-DB;x₇代表PCS;x₈代表LIQU。

根据回归结果,可以作以下影响分析:

1. 长期负债率对控制权转移概率的影响。长期负债率与控制权转移概率呈显著的负相关关系,且相关系数最大,说明长期负债率越高越不容易发生控制权转移,这表明提高负债率确实能够有效抵制控制权转移的发生,内部股东完全有可能利用变动资本结构的方法来左右其对公司的控制,这在一定程度上验证了资本结构管理控制学派的观点。另外,随着ST公司退市的风险加大、上市条件放宽等,公司负债规模越大,其可能承担的债务重组成本越大,收购者进行收购重组活动的净收益就越小,因此高负债率的公司不易发生控制权转移。

2. 第一大股东持股比例对控制权转移概率的影响。第一大股东持股比例与控制权转移发生概率呈显著的负相关关系,这验证了前面的股权集中度假设,说明随着内部股东持股比例的增加,收购者接管该公司的可能性越小,股权分散对接

表 2

控制权转移的 logistic 回归模型

变 量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9	模型 10	模型 11
常数	1.016 ***	-0.122 ^a	1.507 **	2.486 ***	2.427 ***	2.805 ***	3.781 ***	1.423 ^a	2.014 *	1.999 *	2.123 *
SIZE	-0.490 ***	-0.392 ***	-0.454 ***	-0.440 ***	-0.437 ***	-0.453 ***	-0.463 ***	-0.426 ***	-0.446 *	-0.446 ***	-0.448 ***
MTB		0.185 ***	0.086 ^a	0.100 **	0.119 *	0.106 *	0.116 *	0.139 **	0.123 *	0.124 *	0.121 *
PNE			-0.372 ***	-0.353 ***	-0.302 **	-0.326 **	-0.419 ***	-0.303 **	-0.338 **	-0.331 *	-0.352 **
SHAR				-0.028 ***	-0.028 ***	-0.029 ***	-0.030 ***	-0.023 ***	-0.024 ***	-0.023 ***	-0.023 ***
GROW					-0.011 ***	-0.011 ***	-0.009 ***	-0.011 ***	-0.011 ***	-0.011 ***	-0.011 ***
L-DB						-3.726 **		-3.704 **	-3.141 *	-3.130 *	-3.559 *
DEBT							-2.091 ***				
PCS								2.323 *	2.257 *	2.233 *	2.074 *
LIQU									-1.357 *	-1.371 *	-1.398 *
ROE										-0.001 ^a	
PSM											406.348 ^a
Nagelkerke R ²	0.164	0.231	0.257	0.303	0.344	0.356	0.363	0.367	0.375	0.375	0.378
似然比指数	434.333	413.962	405.673	390.348	376.208	371.901	369.442	368.233	365.26	365.208	367.328
HL 指标	9.435	10.93	6.622	18.174	16.772	13.95	4.62	10.21	12.89	8.578	14.262
Gamma	0.406	0.553	0.538	0.582	0.623	0.631	0.632	0.646	0.649	0.649	0.650
C	0.40	0.545	0.53	0.573	0.613	0.622	0.622	0.636	0.639	0.640	0.641
x ² 统计量	45.818	66.189	74.478	89.803	103.94	108.25	110.71	111.92	114.89	114.94	115.95
自由度	1	2	3	4	5	6	6	7	8	9	9

说明: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1, a p<0.1

管有利,这与 Stulz 模型的结论一致。

3. 流通股比例对控制权转移概率的影响。根据回归结果,流通股比例对控制权转移概率有显著为正的影响。由于我国上市公司特殊的股本结构,收购重组使公司的流通市值增加,而对非流通股的价值影响甚微。在收购重组活动中,收购者可利用其拥有的私有信息获取交易利润。如果预期重组的效果对每股股票价值的影响一定,流通股相对较多的公司,流通市值增加得也相对较多,收购者可能分享的部分也越大,收购重组的收益越高。因此,流通股比例越高,控制权转移发生的概率越大,这验证了股权流动性假设。

4. 其他因素对控制权转移概率的影响。回归结果显示,资产变现能力对控制权转移概率有显著为负的影响,说明固定资产比例较大增大会增大并购方的重组成本,而固定资产比例较低的公司更容易被收购,这与假设一致。主营业务收入增长率对控制权转移概率也有显著的影响,即成熟行业的公司控制权转移概率更高,这符合主营业务衰退假设。每股净资产对收购者净收益的影响是负面的,即每股净资产越高,股权收购成本越高,因此每股净资产越小的公司越容易发生控制权转移。公司规模对并购可能性存在负面影响,即总股本较小的公司更容易成为目标公司,这显示了市场对小公司的偏好,证实了公司规模假设。这几个变量及股权集中度实质上都与收购成本有关,而它们都与控制权转移概率负相关,在一定程度上说明上市公司控制权转移动机符合买壳上市的实际。市净率也通过了显著性检验,但是符号与假设正好相反,表明市场估计越高的公司越容易发生控制权转移。可能的原因是,随着控制权转移事件的不断增加,市场的认同逐渐加强,此时只要一

公告就能将股价炒高,这些示范效应使得市净率对目标公司的选择产生一种促进作用。市净率越高,公司越易受到关注,控制权转移就越能引发二级市场的超额收益。这一现象也表明我国的控制权转让行为具有自己独特的逻辑,不是简单借用西方经典理论就能完全解释的。资产运营状况假设等未得到证实,表明这些选择标准不能解释目前我国上市公司控制权市场的发展。

五、结论

本文通过实证检验证明资本结构会影响控制权转移的发生,验证了资本结构管理控制学派的相关理论,这充分说明尽管我国上市公司控制权转移多以协议转让方式进行,很少存在敌意接管,但资本结构与控制权转移的互动机制仍然在发生作用,相信随着资本市场的不断发展,其作用将进一步凸显。回归结果进一步显示了我国作为新兴市场的特征:我国公司控制权转移有买壳上市的动机;由于我国上市公司特殊的股权结构,流通股比例越高的公司越容易发生控制权转移,管理层持股比例小,就不能对控制权转移的概率产生明显影响。

主要参考文献

1. 沈艺峰,沈洪涛,洪锡熙.后资本结构理论的形成与发展——资本结构管理控制理论及其验证.厦门大学学报(哲学社会科学版),2004;1
2. 赵勇,朱武祥.上市公司兼并收购可预测性.经济研究,2000;4
3. Harris Milton.Raviv Artur.Corporate control contests and capital structure.Journal of Financial Economics,1988;20