

主并方股权结构影响 并购支付方式选择的实证分析

张晶 张永安(博士生导师)

(北京工业大学经济与管理学院 北京 100124)

【摘要】 本文以2006~2008年间我国沪深两市的158起并购事件为研究样本,运用概率选择模型(Probit)实证分析了主并方股权结构对并购支付方式选择的影响。研究结果表明,国有性质的控股股东采用现金支付的可能性更大;当主并方大股东的持股比例位于中间水平(20%~60%)时,为避免控制权转移,主并方倾向于现金支付,而当持股比例较低(低于20%)或较高(高于60%)时则更倾向于股票支付;主并方管理层持股比例越高,采用现金支付的可能性越大。

【关键词】 并购 股权结构 支付方式

影响上市公司并购行为的最重要因素有三个:上市公司的股权结构、财务状况和行业背景。其中,股权结构包括股东的类型以及各种类型股东持有股份的比例,也包括股权的分布状况,即股权的集中程度或分散程度。由于股权结构与各利益相关者的并购动机相关联,因此会对上市公司的并购行为产生最为直接的影响。

在并购的行为选择中,支付方式的选择是并购决策过程中的重要环节,同时也是决定一项并购能否顺利完成的重要因素之一。我国资本市场上并购的支付方式以现金支付为主,其原因是股票支付、定向增发等支付方式的采用需要一个有

但其ROA却高达15.32%。同样,大江股份2007年的HDI为0.683 646,但其ROA却达到12.6%。

多元化经营程度越高并不意味着经营业绩越好,但多元化经营仍应推广。多元化经营既然能成为一种潮流,必然有它存在的道理。企业成长的关键不在于是否多元化,而在于有没有实力多元化以及如何多元化。这就要求我们在兼顾农业产业化发展的同时,充分考虑公司的具体情况。

1. 谨慎实施多元化经营战略。多元化经营战略并不是放之天下而皆准的。企业进行多元化经营的前提是必须在原有领域内已经站稳脚跟,要清楚自己的核心竞争力在哪方面。如果连原有的行业都没能扎根,再涉足新的行业,只会是什么都干不好,而且耗费大量的人力、物力和财力,重则陷入经营困境和财务困境。

反之,如果企业在原有的行业的发展持续稳定、具有拓展新的经营项目的实力,且资源未能充分利用,如资金、人力、技术、设备、原材料、信誉、销售渠道、信息资源还能在更大范围内发挥作用,一般来说,企业可以实施多元化经营。

2. 选择正确的多元化经营方式。按照企业多元化经营涉及的行业与原行业之间的关联程度,多元化经营可分为以下五种类型:①专业型战略;②垂直型战略;③本业中心型战略;

效的资本市场,而在股权分置时期,存在着流通股与非流通股同股不同价的问题,如果进行换股并购,各种不同性质股权的换股比例难以确定,定向增发的价格也难以确定。随着股权分置改革的深化,并购的支付方式也发生了很大的变化,具体表现在:非流通股逐渐得到流通,其不仅增加了股票市场的流动性,而且使二级市场上的股价更能体现上市公司的价值,这就为并购中的股票对价支付创造了条件。另外,股改也推动了与并购相关的法律法规的不断完善。新的《上市公司收购管理办法》规定:“收购人可以采用现金、证券、现金与证券相结合等合法方式支付收购上市公司的价款”。这为不同支付方式的使

④相关型战略;⑤非相关型战略。从农业上市公司的例子中可以看出,采用多元化经营战略之后,取得了较好经营绩效的企业多采用垂直型战略和本业中心型战略,即企业向上下游扩展或是开拓与原行业密切相关行业并仍以原行业为中心的多多元化战略。这样更有利于节省交易成本,提高资源利用效率,进而提高经济效益。采用多元化经营之后业绩反而下降的企业多采用非相关型战略,即新行业与原行业的相关性很低,也就是企业开拓的新事业与原有的产品、市场、经营资源基本没有相关之处,所需要的技术、经营资源、经营方法、销售渠道必须重新取得。

主要参考文献

1. 周晓艳. 长江三角洲地区上市公司多元化行为的实证分析. 财经研究, 2004; 1
2. 姚俊, 吕源, 蓝海林. 我国上市公司多元化与经济绩效关系的实证研究. 管理世界, 2004; 11
3. 张翼, 李习, 许德音. 代理问题、股权结构与公司多元化. 经济科学, 2005; 3
4. Jacquemin, A. Berry, C.. Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth. Journal of Industrial Economics, 1979; 27

用提供了制度保障,使并购支付方式呈现出多元化趋势。

本文将基于后股权分置时代的制度背景,选择以上市公司为主体的并购交易为样本,分别从主并方控股股东属性、第一大股东持股比例和管理层持股比例三个方面阐述不同的股权结构对并购支付方式的影响。

一、理论分析与研究假设

1. 控股股东属性与并购支付方式的选择。按照控股股东属性的不同可以将上市公司分为三大类:国家控股的上市公司、法人控股的上市公司和流通股(社会公众股)控制的上市公司。不同属性的控股股东,其持股动机、行为方式、拥有的资源及对公司的控制能力大不相同,因此,他们在并购中所表现出的并购动机和行为方式也存在差异。

就我国目前情况来看,国有控股和法人控股的上市公司占绝大部分,而流通股控股的比例非常低,因此,本文主要研究国有控股和法人控股的属性对并购支付方式选择的影响。

在我国资本市场,国有大股东“一股独大”是上市公司股权结构的主要特征。我国国有企业的委托代理问题与西方国家的公司有着显著的差别。西方公司治理理论主要研究的是股东与管理层之间的代理关系。我国国有股股东既不是最终的代理人,也并非最终的委托人,存在产权主体不明晰、控制权和剩余索取权不匹配问题,导致“所有者缺位”,致使国有股股东对公司的有效监督机制难以形成,容易造成经理人的“内部人”控制,导致国有企业内部的代理成本比较高。在这种情况下,研究国有企业并购支付方式的选择就不仅要研究作为主并方的国有企业的决策导向,还要研究目标公司的决策导向。目标公司在决定接受哪一种并购支付方式时,必然会将合并后新公司的股东所要承担较高的代理成本纳入考虑范围,其结果就表现在更愿意接受现金支付,所以国家控股的企业在并购中更多地采取现金支付。另外,国有性质的控股股东在市场的资源配置方面具有一定的垄断性,在并购中也会拥有一定的资金优势,这也是导致国有控股股东更倾向于选择现金支付的因素之一。

法人控股股东在并购中可能会采取关联交易、内部交易等不规范的行为,从而对公司的并购绩效产生消极影响。但是,由于他们的利益与上市公司的价值息息相关,他们也有可能更关注公司的中长期发展状况,所以就有更强烈的动机监督管理层。这有利于缓解代理问题,防止内部人控制。在并购支付方式的选择上,法人控股股东会兼顾控制权的争夺和公司并购的绩效。基于以上分析,本文提出以下假设:

H1:国有性质的控股股东采用现金支付的可能性更大。

2. 第一大股东持股比例与并购支付方式的选择。第一大股东持股比例是控股股东行为决定因素的一个重要方面,大股东控制会产生两种显著的效应,即激励效应和堑壕作用(Shleifer和Vishny,1997;Dyck和Zingales,2004;Claessens,2000)。产生“激励效应”的原因是:决策权力与财富效应的有效搭配能够带来卓越的管理或监督,从而使大股东能分享到更多的公司收益;“堑壕效应”主要表现在大股东通过对中小股东利益的掠夺,来获得控制权私有收益。

在股权分置时期,我国上市公司处于大股东超强控制状态,基本不受其他股东的制约。而由于大股东的股份不能在二级市场上直接流通,导致大股东获取股权收益的显性途径并不通畅,因此,控股股东利用控制权侵蚀中小股东获取私有收益的现象非常普遍,而并购重组是控股股东获取私有收益的一种最常用的方法。这一阶段,控股股东的作用主要是“堑壕效应”。进入后股权分置时代,随着非流通股份的逐渐流通,市场化并购的制度性基础已经奠定,控股股东会倾向于采取“支持行为”来提升并购绩效,从而表现为“激励效应”与“堑壕效应”的交互作用。

在并购支付方式的选择中,第一大股东的持股比例是重要的决定因素之一。股权收购对并购企业来说,意味着新股东的出现可能减弱主并企业大股东的投票权,甚至可能使主并企业的控股股东失去对并购后企业的控制权。Amihud, Lev与Travlos(1990)以及Jung, Kim与Stulz(1996)认为,若并购企业的控制权掌握在某一大股东手中,则股权收购的可能性较小,因为股权收购可能使大股东失去控制权。Shleifer与Vishny(2003)发现,在公司控制权持续受到威胁的情况下,现金收购便成为比股权收购更好的方法。如果并购企业所有权高度分散或高度集中,则并购企业对公司控制权的关注较少。Faccio和Masulis(2005)通过实证研究发现,当主并方大股东的持股比例较低或较高时,其持股水平与股票支付意愿间的关系不明显;但位于20%~60%这一中间水平时,其持股比例与现金支付显著正相关。基于以上分析,本文提出以下假设:

H2:第一大股东持股比例位于中间水平(20%~60%)时,更有可能选择现金支付。

3. 管理层持股比例与并购支付方式的选择。关于公司管理者在企业并购中的作用和行为特征,学术界进行了大量研究并取得了很多有价值的成果。这些研究主要关注两个方面:一是由公司高管发起的并购行为;二是公司高管在并购中谋取私有收益的行为。

基于代理理论的研究强调管理者持股应该是管理者薪酬结构中的重要组成部分,只有这样的薪酬结构才能有效缓解管理者与股东激励不相容的问题。Jensen(1976)等认为管理者持股和合适的薪酬设计可以缓解两权分离问题下的代理冲突。Datta(2001)等认为股权性薪酬占总薪酬比重较高的企业管理层所推动的并购事件具有一些共同特征,包括支付较低的并购溢价、并购的目标公司更具有价值增长性以及承担更多的由公司并购引起的风险等,而且,高管的持股比例还与并购后主并公司的股价显著正相关。

李善民、毛雅娟和赵晶晶(2009)通过研究中国资本市场的并购行为发现:高管一旦持股,其发起并购事件的意图并不在于增加个人私有收益,而是出于其他目的。相反,如果高管没有持股,则管理者与股东的利益不相容问题激化,高管势必通过推动股东价值毁损的并购事件获得并购后个人私有收益的提升。因此,我国的企业高管虽然持股比例相对较低,但管理层持股已经能够减缓高管为了谋取私有收益而发起毁损股东价值的并购问题。随着公司管理层持股水平的不断提高,可

以预见未来我国的企业管理者持股能够有效化解资本性投资中高管的机会主义行为。

对于管理层持股与并购支付方式的选择之间的关系,以前研究的实证结果尚未达成一致。Amihud, Lev与Travlos (1990)研究了收购方管理层持股与支付方式选择之间的关系,表明管理层持股比例较高的收购公司更有可能发出现金要约而非换股要约。Grullon, Michaely和Swary (1997)通过调查收购方、目标方管理层持股与支付方式之间的关系,发现当目标方管理层持有较大部分的股权时更有可能发出现金要约,然而他们没有发现收购方管理层所有权与支付方式之间的直接联系。Ghosh和Ruland (1998)的研究结果表明:主并方管理层持股比例越高,采用现金支付的可能性越大。

从理论上分析,并购支付方式的选择与主并方管理层的持股比例有着直接的联系。对主并企业而言,管理层的持股比例越高,他们选择股票支付的可能性越小。如果采取股票支付,公司必须发行新的股票,这样就会在一定程度上稀释管理层对公司的所有权甚至控制权,而且还可能导致外部投资者对公司决策的更多干预,这是管理层所不愿意看到的。基于以上分析,笔者提出如下假设:

H3:主并方管理层持股比例越高,采用现金支付的可能性越大。

二、实证研究设计

1. 数据来源与研究样本。本文所选取的2006~2008年间我国沪深两市的158起并购样本数据,通过查询《中国证券报》2007~2009年初的“上市公司重组事项总览”获得。

并购双方特征数据和并购交易特征数据主要通过深圳市国泰安信息技术有限公司开发的CSMAR系列研究数据库系统的上市公司财务结构数据库和治理结构数据库,以及《中国证券报》数据服务系统的资产重组子数据库以及查阅各公司年报获得。

2. 变量设计。

(1)被解释变量。本文的被解释变量为支付方式(Payment),现金支付取值为1,股票支付取值为0。

(2)解释变量。本文设计四个被解释变量:第一,控股股东性质(CSC),为国有公司或政府机构时取1,其他取0。第二,第一大股东持股(Control),第一大股东持股比例位于[20%,60%]时取1,否则取0。第三,第一大股东持股比例的平方(BigShares²)。第四,管理层持股(ExeShares),公司管理层持股数量占公司总股本的比例。

(3)控制变量。大量研究结果表明,并购支付方式的选择还受到公司规模、财务状况、成长性等因素的影响。为有效检验主并公司股权结构对并购支付方式选择的影响,本文在模型中引入了一些控制变量。

这些控制变量包括:主并方规模(LnS_B)、目标方规模(LnS_T)、并购交易相对规模(Resize)、主并方财务杠杆(Finlev),主并方有形资产比率(Colla)、主并方的每股自由现金流(Cashflow)、主并方的投资机会(TobinQ),主并方的市盈率(PE)、主并方的净资产收益率(ROE_B)、主并方的股价表现

(MTB),控制权转移属性(ConChange)、目标方是否上市属性(Listed)、并购双方的行业相关性(Industry)等。

相关变量的定义与计量见表1:

表1 变量的具体描述

变量类型	变量名称	变量的含义	变量的计量
被解释变量	Payment	支付方式	现金支付取值1,股票支付取值0
解释变量	CSC	控股股东性质	主并方是国有公司或政府机构时为1,其他为0
	Control	第一大股东持股	主并方第一大股东持股比例位于[20%,60%]时取1,否则取0
	BigShares ²	第一大股东持股比例的平方	第一大股东持股比例的平方
	ExeShares	管理层持股	主并方公司管理层持股数量占公司总股本的比例
控制变量	LnS _B	主并方规模	并购前一年末主并方总资产账面价值的自然对数
	LnS _T	目标方规模	并购前一年末目标方总资产账面价值的自然对数
	Resize	相对规模	并购前一年末目标方总资产/主并方总资产
	Finlev	财务杠杆	并购前一年末主并方的资产负债率
	Colla	有形资产比率	并购前主并方有形资产占总资产的比例
	Cashflow	自由现金流	并购前一年末主并方每股自由现金流
	TobinQ	投资机会	并购前一年:(股权的市场价值+债务的账面价值)/(股权的账面价值+交易前债务的账面价值)
	PE	市盈率	并购前一年主并方的市盈率
	ROE _B	业绩	并购前一年主并方的净资产收益率
	MTB	股价表现	并购前一年末每股市场价值与每股净资产的面值的比率
	ConChange	控制权转移	公告中目标方控制权转移取1,否则取0
	Listed	目标方是否为上市公司	目标方是上市公司取1,非上市公司取0
	Industry	行业相关性	并购双方为同业或相关行业为1,跨行业为0

3. 模型设计。本文采用概率选择模型(Probit)进行分类选择的估计,对股票支付、现金支付的可能性进行选择分析。根据理论分析,建立Probit模型进行多因素分析,用以对研究假设进行检验。

$$P_i = F(Z) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^Z e^{-s^2/2} ds \quad \text{公式(1)}$$

$$\text{Method} = \alpha + \beta_1 \text{CSC} + \beta_2 \text{Control} + \beta_3 \text{BigShares}^2 + \beta_4 \text{ExeShares} + \beta_5 \text{LnS}_B + \beta_6 \text{LnS}_T + \beta_7 \text{Resize} + \beta_8 \text{Finlev} + \beta_9 \text{Colla} + \beta_{10} \text{Cashflow} + \beta_{11} \text{TobinQ} + \beta_{12} \text{PE} + \beta_{13} \text{ROE}_B + \beta_{14} \text{MTB} + \beta_{15} \text{ConChange} + \beta_{16} \text{Listed} + \beta_{17} \text{Industry} \quad \text{公式(2)}$$

公式(1)中,P_i表示事件发生的概率;Z表示对事件的支持程度。P_i是标准正态分布函数曲线下从-∞到Z之间的面积,Z值越大,事件发生的可能性P_i越大。S为零均值单位方差的正态分布随机变量。

公式(2)中,α,β₁,β₂,...,β₁₇分别为模型的回归系数,正值代表相应变量与现金支付的可能性正相关;负值代表相应变量与股票支付的可能性正相关。

三、实证结果与分析

运用Stata10软件对数据进行Probit回归分析,分析结果如表2所示。模型1为全变量Probit分析结果,模型2为采用后退法逐次剔除模型1中不显著变量后的分析结果。

表2 股权结构影响支付方式选择的Probit分析结果

模型1 全变量Probit分析结果				模型2 逐次剔除不显著变量后的分析结果			
Method	Coef.	z	P> z	Method	Coef.	z	P> z
CSC	0.908 977 ***	3.01	0.003	CSC	0.866 751 1 ***	2.97	0.003
Control	0.625 807 7 **	2	0.045	Control	0.567 9066 *	1.95	0.052
Control2	-0.000 175 8 *	-1.7	0.089	BigShares2	-0.000 168 3 *	-1.65	0.099
ExeShares	0.141 629 8 *	1.78	0.075	ExeShares	0.140 838 9 *	1.79	0.074
LnSb	1.142 124 ***	3.14	0.002	LnSb	0.929 795 9 ***	3.03	0.002
LnSt	-0.438 340 7 **	-2.34	0.019	LnSt	-0.438 033 8 **	-2.48	0.013
Resize	-0.000 256 2	-0.04	0.967	Cashflow	1.508 258 ***	3.5	0
Finlev	-0.007 998 9	-1	0.32	Listed	-2.250 608 ***	-4.55	0
Colla	-0.003 239 7	-0.47	0.636	Industry	-0.603 108 4 **	-1.98	0.048
Cashflow	1.544 248 ***	3.49	0	_cons		2.39	0.017
TobinQ	0.162 353 6	1.3	0.193				
PE	0.000 181 3	0.27	0.788				
Roeb	-0.010 521 5	-0.87	0.385				
MTB	-0.001 090 2	-0.12	0.904				
ConChange	-0.209 893 7	-1.62	0.105				
Listed	-2.219 397 ***	-4.46	0				
Industry	-0.612 576 7 **	-1.98	0.048				
_cons	2.095 224 **	2.36	0.018				

注:①系数Coef.的符号为正表示增加该指标会增加选择现金的可能性;如果系数为负表示增加该指标会增加选择股票支付的可能性。②模型1为全变量Probit分析结果;模型2为采用后退法逐次剔除模型1中不显著变量后的分析结果。③*、**、***分别代表在10%、5%和1%的置信水平上显著。

从表2的模型2中可以看出,控股股东的国有性质与现金支付方式在1%的水平上显著正相关,说明国有性质的控股股东采用现金支付的可能性更大,验证了假设1。虚拟变量第一大股东持股与现金支付方式在10%水平上显著正相关,说明第一大股东持股比例位于中间水平(20%~60%)时,更有可能选择现金支付;第一大股东持股比例的平方对支付方式的回归系数为负值,且在1%水平上显著,说明第一大股东持股比例与现金支付方式呈倒U型关系,假设2得到验证。主并方管理层持股比例与现金支付的可能性在1%水平上显著正相关,说明主并方管理层持股比例越高,采用现金支付的可能性越大,从而验证了假设3。

笔者通过分析各控制变量对支付方式选择的影响发现,并购双方规模与支付方式选择具有显著相关性。其中,收购方规模(LnS_B)与现金支付在1%水平上显著正相关,而目标方规模(LnS_T)则与现金支付方式在5%水平上显著负相关,说明当收购方规模越大时,现金支付的可能性越大;当目标方规模越大时,股票支付的可能性越大。这是因为,如果并购方为规模较大、资产实力雄厚尤其是有形资产规模大的公司,能通过借贷筹到更多资金。因此,规模较大的主并方更多地选择现金收购。而当目标方规模较大时,收购方需要支付的对价金额较大,如果采用现金支付,会使收购方背负巨额的债务;如果采用股票支付,则可以缓解主并方的资金压力。所以目标公司的

规模越大,采用股票支付的可能性越大。

自由现金流与现金支付的可能性正相关,并在1%水平上显著相关。因为收购企业的自由现金流反映了其利用自有资金完成现金收购的能力,现金流较多的企业通常拥有现金收购的足够资金,所以更有可能选择现金收购。

另外,目标方为上市公司与现金支付方式在1%水平上负相关,说明如果目标企业为非上市企业或其他企业的子公司,则现金收购的可能性较大。原因在于:非上市公司或其他企业的子公司大多所有权集中,则收购企业在并购后丧失公司控制权的可能性也随之增加,因此,在目标方为非上市公司和其他企业的子公司时,收购企业为了避免在并购后的企业增加新的控股股东,倾向于采用现金支付。

行业相关性与现金支付方式在5%水平上显著负相关,说明并购双方为非相关行业时,选择现金支付的可能性更大。如果并购交易双方处于不同行业,则存在着比同行业并购更严重的信息不对称问题。由于股票具有不确定定价的特点,此时目标企业通常会抵制股票支付。

四、结论

本文研究结果表明,主并方的股权结构影响并购支付方式的选择。国有性质的控股股东采用现金支付的可能性更高;第一大股东持股比例位于中间水平(20%~60%)时,更有可能选择现金支付。主并方管理层持股比例越高,采用现金支付的可能性越大。另外,控制变量中收购方规模越大时,现金支付的可能性越大;当目标方规模越大时,股票支付的可能性越大;自由现金流较多的收购企业更可能选择现金收购;目标企业为非上市企业或其他企业的子公司,则现金收购的可能性较低;并购双方为相关行业时,选择股票支付的可能性更大。

本文不足之处是,没有考虑外部影响因素(如行业特征、政府行为、市场竞争状况等)对并购支付方式的影响。另外,本文主要从收购公司的控股股东动机和行为角度考察股权结构对并购支付方式的影响,可能忽略了其他利益相关者的动机和行为特征,例如并购竞争对手及目标公司的股东等。

主要参考文献

1. Dyck A., Zingales L. Private Benefits of Control: An International Comparison. *Journal of Finance*, 2004; 5
2. Claessens S., Djankov S., Lang L.H.P.. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 2000; 8
3. Shleifer, Andrei, Robert W. Vishny. Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 2003; 7
4. Faccio M., R. W. Masulis. The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *Journal of Finance*, 2005; 6
5. Datta S., Iskandar -Datta M., Raman K.. Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions. *Journal of Finance*, 2001; 5
6. 李善民, 毛雅娟, 赵晶晶. 高管持股、高管的私有收益与公司的并购行为. *管理科学*, 2009; 22