

上市公司控股权溢价研究

朱 峰 曾五一

摘 要: 本文从实证角度对 1997—2001 年我国上市公司非流通控股权交易溢价及其影响因素进行分析。研究显示: 在上市公司股权交易中, 控股权交易的平均溢价水平与一般股权的平均溢价水平存在显著差异。股权交易主导因素、股权流动性与结构对控股权的溢价水平产生影响, 由政府主导的控股权交易溢价水平通常小于市场主导的溢价水平; 而上市公司控股权交易的溢价水平与上市公司的净资产、总股本规模大小和交易比重的高低呈反比; 此外, 流通股市价、盈利水平和区域因素对控股权溢价的影响作用未得到实证分析的证实。

关键词: 上市公司; 控股权; 溢价水平

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1008-1569(2002)05-0089-09

上市公司控股权价值是证券市场一个引人关注的问题。由于公司控制权具有潜在的利益, 作为控制权的主要实现方式的控股权也就具有了重要的价值, 而这种价值又因上市公司自身稀缺的壳资源而凸现出来。国内股票市场发育不成熟, 上市公司股份被划分为流通股和非流通股, 控股权转移主要通过场外非流通股交易这一途径来实现, 政府在这一交易过程中发挥主导作用, 控股权交易在很大程度上受非市场因素的支配, 交易过程缺乏有效市场机制支持, 这给控股权溢价研究带来困难。本文在现有控股权价值理论的基础上, 从实证的角度对 1997—2001 年我国上市公司非流通控股权交易溢价及其影响因素进行了研究。

一、控股权、控制权与壳资源

上市公司控股权除了具有一般股权的内在价值外, 还具备特殊的价值, 一是基于控股权而实现对公司的控制所衍生出的价值, 二是上市公司自身的稀缺壳资源所具备的价值。

一般认为, 公司控制是指对一个公司的经营管理或方针政策具有决定性的影响力。通过控制整个上市公司的各种资源在时间和空间上的分配、决定公司的经营、投资、融资、分配、清算等方面

作者简介: 朱峰, 厦门大学经济学院博士生。

曾五一, 厦门大学经济学院副院长、教授、博士生导师。

的政策,公司控制权具备了潜在的利益。控制权的实现途径是多种的,其中获得控股权是最主要方式。殷召良(2001)认为,控制权的实现方式有两大途径,一是以所有权为基础的控制,如控股、间接控股、转投资和相互持股、国有资产授权经营、国有资产划拨等;二是不以所有权为基础的控制,如法律授权的控制、合同安排的控制、委托投票等。其中控股是最典型的控制形式。通过控股,控股公司掌握被控股公司的控制权,决定被控股公司的董事会组成和其他高级管理人员,从而影响被控股公司经营管理,获取控制权益。

在控股权交易过程中,除了控股股东外,涉及控制权利益转移的重要关系人还包括目标公司的管理层。张维迎(1998)认为,国有企业兼并中的障碍主要来自经理控制权损失的不可补偿性和控制权收益的不可有偿转让性,这种不可补偿性和不可有偿转让性阻止了有效率兼并的发生,又导致了大量无效率兼并的出现。现代企业制度的一个重要特征是所有权和控制权分离,经营者尽管拥有的股份有限,但实际控制了公司的经营管理,这种现象在我国尤为普遍。由于我国上市公司主要股东——国家的所有权虚设,作为委托人与作为代理人的管理层之间未形成科学有效的激励和约束机制。代理人掌握了公司控制权,成为控制权的受益人,但另一方面代理人无法拥有公司的剩余索取权,其从公司控股权转移中得到收益与控制公司得到的收益之间存在严重的不对称,控股权转移将损害代理人的既得利益。因此,收购行为极有可能遭遇代理人的阻力,获得公司控股地位须付出额外溢价。

上市公司控股权价值还来自于其壳资源的价值,即上市资格。石红军(1999)认为,在一个开放独立的市场经济体制下,壳资源是按照市场效率来配置的。但国内公司上市发行股票、配股、增发扩股等环节均全由政府按照行政规则实行计划额度分配,市场规则被排除在外,政府根据股票市场承受能力安排企业上市、扩容,这种额度的分配常常难以避免平均主义的倾向,从而使公司上市资格成为一种稀缺的经济资源。这种稀缺资源的价值体现在以下方面:

1. 低成本融资资源。财务理论认为,负债具有减税效应,其成本低于股权但股权成本并不体现为公司会计成本,而是机会成本,而当上市公司利润不分配或不分配现金红利时,股权融资成本远远低于债务融资成本。1996年以来央行多次降息,但相对于深沪股市上市公司大面积的不分配或低分配的股利政策,其间仍存在成本差异。这种低成本融资资源无疑有利于公司控制权的受益人。一方面,上市公司将低成本资金以关联交易的方式长期让渡于其控股股东使用。另一方面,管理层可通过股权融资以实现其扩张动机,改善财务结构,避免债务风险,巩固其自身地位和既得利益。

2. 资产溢价收益。通过配股和增发,控股股东可以获得额外的资产溢价收益,其关键在于在一级市场上配股、增发价格通常高于每股净资产。而控股股东极少以现金参加配股,普遍以实物参与配股,信息不对称不可避免地造成实物配股中以次充好或价值高估等道德风险问题;同时,控股股东平均持股比重大,放弃配股权对其控股地位不会产生影响,故常放弃配股。在以实物配股、增发新股以及放弃配股的过程中,控股股东侵蚀了社会公众股股东的利益。

3. 二级市场炒作收益。虽然控股公司在二级市场上炒作上市公司股票是一种违法行为,但在利益机制的驱动下,不少买壳上市的控股公司和管理层通过各种渠道直接或间接炒作上市公司股票却是不争的事实(赵贺、颜克益,1998)。壳公司通常经营财务状况恶化,二级市场价位低,通过买壳注入优质资产,通常会使公司业绩得到明显改善,收益的增长必然带来股价的明显攀升,作为内部人利用这种信息优势进行炒作,控股公司和上市公司管理层可获取可观收益。

二、实证假设与设计

本文实证研究有两个命题:一是控股权是否确实存在如前文分析中所存在的价值,即在股权交易中,控股权是否存在高于一般股权的超额溢价;二是哪些因素对控股权的溢价水平产生影响。

(一) 股权溢价的度量方法

本文将股权溢价和控股权超额溢价定义如下:

股权溢价率 = (每股交易价格 - 每股净资产) / 每股净资产

控股权超额溢价率 = 控股权溢价率 - 一般股权溢价率

研究思路是:将上市公司的股权交易分为控股权与一般股权两组,比较两组股权溢价水平的差异,分析两组样本是否来自不同的总体,从而判断控股权是否存在高于一般股权的超额溢价。采用每股净资产作为溢价水平比较基础的主要依据是:

1. 我国非流通股转让构成中以国家股和国有法人股为主体,对国有股的转让价格,1997年7月国家资产管理总局和国家体改委发布《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》第十七条规定:“转让股份的价格必须依据公司的每股净资产、净资产收益率、实际投资价格(投资回报率)、近期的市场价格以及合理的市盈率等因素来确定,但不得低于每股净资产”。该规定构成了国有股转让定价的政策依据,并对非国有股的交易定价产生一定程度的示范效应。

2. 净资产是在一定的财务成本的基础上形成的,是公司投入资本和历史经营成果的数量体现,以净资产作为交易定价的基础在形式上直观简便,易于对比分析。

3. 我国资本市场实践表明,股权交易定价模式很少采取理论上成熟的自由现金流量模式、市盈率模式、股利流量贴现模式或 Tobin - Q 模式。尽管深沪股市大部分非流通股股权交易未正式披露股权定价依据,但以净资产作为定价基础却是业内普遍的选择。

本文中每股净资产取自股权转让前上市公司最近一次财务报告所披露的每股净资产,若股权转让公告日与财务报告日之间上市公司发生股本变动,则每股净资产相应调整。

(二) 控股权溢价水平的影响因素

本研究假设对控股权溢价水平产生影响的主要因素包括:流通股市价、盈利水平、交易主导因素、股权流动性与结构、区域因素等。

1. 流通股市价

流通股市价包含了投资者的预期,不仅反映上市公司的净资产价值,也反映公司未来的现金流量、盈利能力和经营前景。经过多年发展,深沪市场由无效市场向弱式有效市场过渡已被不少实证研究所证实,也就是当前股票价格大体反映了已蕴含在股票历史价格中的信息,所有的新信息均能较快地在股票价格上得到反映。因此,流通股价格将影响到非流通股交易定价。由于部分股权交易未披露交易签订的具体日期,同时考虑到由于信息披露机制的问题,股权交易信息在其正式披露前通常已对流通股股价产生影响,故本研究将流通股市价按交易公告日前30日收盘价进行平均,以消除期间套利对价格波动影响;期间若股份发生变动,则相应调整。

2. 盈利水平

会计盈利水平是传达公司获利潜力的重要信号,在相当程度上影响了公司的价值。国内证券市场的管理规范又强化了会计盈利与上市公司价值的关联,这种关联是通过上市公司的配股资格发生作用的。根据中国证监会的有关规定,上市公司的净资产收益率是衡量其是否具有配股资格的基本条件之一。目标公司具有配股资格有助于收购公司在获取目标公司控制权后迅速从资本市场融资;否则将迫使收购公司通过反向注入优质资产以提高目标公司收益水平而重新获取配股资格,这将提高收购公司的买壳成本,因此净资产收益率与股权溢价水平具有正相关关系。本研究中净资产收益率变量取股权交易前最近一次财务报告所披露的年度净资产收益率,若为中期报告,则将该指标数据乘以2;期间若股份发生变动,则相应调整。

3. 交易主导因素

非流通股交易过程中的主导因素包括政府和市场两种,其中国有股交易受前者的影响较大,而后者主要作用于法人股交易。在国有股权交易过程中,由于国有股权非人格化、中央政府与地方政府之间不对称的代理关系、政府权力机制的软约束造成产权交易中的“寻租行为”、权钱交易等腐败现象的存在,为了局部利益、地方利益甚至某些特殊集团或个人的利益,交易过程中国有股权价值常常被明显低估。市场主导型股权交易的特征是由市场力量来展开操作,相较于国有股权而言,其股权交易定价是建立在交易双方可以接受的公司资产的公允价格基础上,其交易溢价率较真实反映股权价值。

4. 股权流动性与股本结构

由于国内资本市场建设和发展的滞后,相对于流通股而言,非流通股股权不存在自由、活跃的交易市场,大宗股权的交易面临资金瓶颈和信息瓶颈,同时在国有控股股权交易方面尚存在一定的政策障碍和管理层的观念束缚,因此交易存在流动性障碍,净资产和股本规模越大,流动性越差。而净资产和股本规模相对较小的公司,其控股权易手的可能性高,在交易时流动性折扣小,交易溢价率相对较高。本文以总股本、净资产作为股权流动性的替代变量。

另一方面,若公司股权相对分散,特别是导致控股权发生转移所需的股权比重小,则公司容易

成为并购市场上的目标公司,因此该类股权的比重越小,交易时所需付出的溢价水平越高。本研究以控股权交易中交易比重(交易数量/总股本)作为考察股本结构的代理变量;考虑到不同公司间净资产水平的差异,本文中净资产作为控制变量。

5. 区域因素

地方保护主义的存在造成跨地区要素自由流动的障碍,国内经济中存在的这种市场割裂现象在产权市场同样存在。上市公司所具有的壳资源价值促使地方政府从保护区域利益角度出发,限制壳资源的自由流动,防止壳资源流失到区域外,因此,壳资源更多地是在区域内部交易,跨区域流动必须被迫付出高额的交易成本。本文将区域定义为省份。

本文对控股权溢价水平影响因素的分析采用两种方法。对定量的影响因素,如流通股市价、盈利水平、总股本、净资产和交易比重等,采用影响因素与溢价率之间的相关分析(其中对交易比重与溢价率进行偏相关分析,控制变量为净资产)。对定性的影响因素,如股权性质、是否跨区域交易,则在相应的分组统计基础上对不同类型交易的溢价率进行独立样本检验。

三、数据和检验

(一) 样本选择

本文将研究对象定位于非流通股的有偿转让定价。考虑到定价过程可能存在非正常因素,以下类型的股权交易未纳入研究范围:1. 未公告收购价格;2. 公告披露显示为关联交易;3. 抵债或被法院公告拍卖;4. 资不抵债公司和PT公司的股权交易;5. 股权溢价率超过10倍(异常值)。深沪两市1997-2001年间312宗正式公告披露的非流通股股权有偿交易成为本文研究样本,其中控股权交易158宗,一般股权交易154宗。股权交易资料来源于:

1. 《中国证券报》1998年2月9日、2月20日“1997年深市上市公司实施资产重组及股权转让一览表”;
2. 《中国证券报》1998年3月13日、3月20日“1997年沪市上市公司实施资产重组及股权转让一览表”;
3. 《中国证券报》1999年3月4日“1998年买壳上市资料汇总表”;
4. 《中国证券报》1999年10月15日、10月22日、10月27日、10月29日、11月6日、12月22日、2000年1月25日“1999年上市公司重组事项总览”;
5. 和讯网:www.homeway.com.cn;
6. 全景网络:www.p5w.net;
7. 天同证券天网网上股票交易分析系统。

(二) 检验结果——是否存在超额溢价

1. 描述性统计

对 312 宗股权交易的描述性统计表明, 股权转让溢价率分布在 -0.79 到 3.11 之间, 均值为 0.2042, 中位值为 0.0959。其中, 一般股权交易溢价率分布在 -0.79 到 1.98 之间, 均值为 0.1161, 中位值为 0.0466; 控股权交易溢价率分布在 -0.59 到 3.11 之间, 均值为 0.2901, 中位值为 0.1275。从描述性特征看, 控股权交易的平均溢价水平明显高于一般股权交易, 平均超额溢价幅度达到 0.174。

溢价率描述性统计

	样本数量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	峰度	偏度
一般股权	154	0.1161	0.0466	1.98	-0.79	0.4061	4.782	1.490
控股权	158	0.2901	0.1275	3.11	-0.59	0.5581	7.203	2.384
所有交易	312	0.2042	0.0959	3.11	-0.79	0.4960	7.912	2.262

2. 独立样本检验

在描述统计基础上, 进行一般股权和控股权交易溢价率之间的独立样本检验。首先对溢价率进行正态分布假设检验。正态分布检验显示, 一般股权、控股权以及所有股权交易的溢价率正态分布显著性概率为 0, 即溢价率呈正态分布的假设不成立, 因此, 在随后独立样本检验中采取 Kolmogorov - Smirnov 双样本检验。

正态分布检验

	Kolmogorov - Smirnov **		
	统计值	自由度	显著性
一般股权溢价率	0.149	154	0.000
控股权溢价率	0.209	158	0.000
所有交易溢价率	0.184	312	0.000

** Lilliefors 显著相关

Kolmogorov - Smirnov 双样本检验

	溢价率	
Most Extreme differences	Absolute	0.195
	Positive	0.000
	Negative	-0.195
Kolmogorov - Smirnov Z	1.718	
Asymp. Sig. (2-tailed)	-0.005	

** 分组变量: 控股权

上表中, Kolmogorov - Smirnov 双样本检验的逼近法显著性概率为 0.005, 表明一般股权和控股权交易溢价率之间存在显著性差异, 即在股权交易中是否取得控股地位对溢价率水平产生显著影

响。该检验结果进一步证实了在描述统计中获得的初步结论。

(三) 检验结果——控股权溢价影响因素

1. 相关分析

相 关 分 析

		流通股价	收益率	总股本	净资产
控股权溢价率	Pearson 相关系数	0.103	-0.161**	-0.231**	-0.293**
	显著性(双尾)	0.198	0.043	0.004	0.000
	样本数量	158	158	158	158
控股权溢价率	Kendal 相关系数	0.075	-0.065	-0.219**	-0.340**
	显著性(双尾)	0.206	0.297	0.000	0.000
	样本数量	158	158	158	158
控股权溢价率	Spearman 相关系数	0.098	-0.079	-0.316**	-0.482**
	显著性(双尾)	0.220	0.323	0.000	0.000
	样本数量	158	158	158	158

** Correlation is significant at the 0.01 level(2-tailed).

偏 相 关 分 析

控制变量:净资产

		交易比重
控股权溢价率	偏相关系数	-0.1620
	样本数量	155
	显著性(双尾)	0.043

Pearson 相关分析表明,对控股权溢价率产生显著影响的变量包括收益率、总股本、转让数量,流通股市价对控股权溢价率水平的高低未产生显著影响;但收益率与溢价率的相关系数为负,与研究假设相矛盾。随后的 Kendal 和 Spearman 相关分析显示,收益率与溢价率之间并不存在显著的相关关系,其他结果与 Pearson 相关分析基本一致。偏相关分析显示,在以净资产作为控制变量的前提下,交易比重与溢价率存在显著的偏相关关系。综上所述,在控股权交易中,股权流动性与股本结构对溢价率产生显著影响;目标公司总股本和净资产越小,交易比重越小,交易溢价率水平越高。

流通股股价和收益率两变量的解释作用与研究假设不一致,本文认为主要原因是:

(1) 尽管深沪股市已逐渐向弱式有效市场过渡,但股市投机性质较浓,股市价格的整体波动水平较大,短期内价格的变动不一定能及时反映股票内在价值的变动。而本文研究采用股权公告日前 30 天平均股价作为流通股股价数据可能无法解决投机的影响。另一方面,本研究所选取的样本本身作为题材股,是市场资金追逐的重心,其非系统性风险大大高于股市的平均水平,其股价可能已远远脱离净资产实际价值。

(2) 深沪股市上市公司的会计收益真实水平一直是证券信息披露中的焦点环节,盈余管理的存在已成为不争的事实,盈利真实性受到市场普遍的怀疑。此外,上市公司壳资源价值在一定程度上冲淡了收购公司对目标公司效益率的重视,特别是在政府主导的股权交易中,通过行政干预实施大

规模的不良资产剥离、置换,而这种政府行为通常是以缺乏或忽视成本意识为基本特征的。上述原因可能限制了会计盈利水平在非流通股定价中所发挥的影响作用。

2. 样本独立检验

由于股权交易溢价率分布的非正态性,本文研究交易主导因素和区域因素对控股权溢价的影响作用采取非参数独立检验。在158宗涉及控股权转移的交易中,从交易主导因素看,95宗交易由政府主导(国有股),63宗交易由市场主导(法人股);从交易区域因素看,82宗交易跨省进行,76宗交易在省内进行。对两组影响因素分别进行描述统计和Kolmogorov-Smirno双样本检验,结果如下:

分组描述统计

		样本数	均值	中位值	最大值	最小值	标准差
控股权溢价率	法人股	63	0.4334	0.1906	3.11	-0.59	0.7763
	国有股	95	0.1951	0.1111	1.34	-0.58	0.3160
	跨省交易	83	0.3815	0.1583	3.11	-0.45	0.6240
	省内交易	75	0.1890	0.1023	2.26	-0.59	0.4579

Kolmogorov-Smirno 双样本检验

		控股权溢价率	
		股份性质	区域因素
Most Extreme differences	Absolute	0.228	0.165
	Positive	0.228	0.000
	Negative	-0.111	-0.165
Kolmogorov-Smirno Z		1.406	1.034
Asymp. Sig. (2-tailed)		0.038	0.236

分组描述统计显示,法人股交易的溢价率均值为0.4334,中位值为0.1906,标准差为0.7763;国有股交易的溢价率均值为0.1951,中位值为0.111,标准差为0.3160。法人股平均溢价水平比国有股高出0.2383。Kolmogorov-Smirno双样本检验的逼近法显著性概率为0.038,小于0.05,从而证实了股权交易主导因素影响作用的存在,即由政府主导的控股权交易溢价水平通常要小于市场主导的溢价水平。

跨省交易的股权溢价率均值为0.3815,中位值为0.1583,标准差0.6240;省内进行的股权交易的溢价率均值为0.1890,中位值为0.111,标准差为0.4579。跨省交易的平均溢价水平比省内交易高出0.1925,但Kolmogorov-Smirno双样本检验的逼近法显著性概率为0.236,大于0.05,不支持两类股权交易溢价率间存在显著性差异的假设,即股权交易的区域因素对溢价率不具有显著的影响作用。

四、研究结论

基于以上实证分析,本研究得出以下结论:

1. 在上市公司股权交易中,控股权交易的平均溢价水平与一般股权的平均溢价水平存在显著差异,控股权的每股平均超额溢价率大约为上市公司每股帐面净资产的12%左右。实证分析结果证实了控股权存在着高于一般股权的价值。

2. 实证表明,股权交易主导因素、股权流动性与结构对控股权的溢价水平产生影响,由政府主导的控股权交易溢价水平通常小于市场主导的溢价水平;而上市公司控股权交易的溢价水平与上市公司的净资产、总股本规模大小和交易比重的高低呈反比。

3. 流通股市价和盈利水平对控股权溢价产生影响这一研究假设并未得到实证分析的证实,我们认为这反映了深沪股票市场中的严重操纵行为和上市公司会计盈利中信息含量的苍白,这也从另一侧面反映了壳资源价值的存在和政府干预力量的强大。此外,实证分析也未能证实股权交易中区域因素的影响作用,尽管目前还不能根据该分析结果以使我们对于股权要素跨区域自由流动持乐观态度,但这种趋势无疑是积极的。

上市公司控股权溢价实证分析的结果凸现了国内股票市场非流通股交易定价中政策性因素的主导作用,交易的市场效率和流动性缺失严重,这是股权交易市场被人为割裂的必然结果,实证分析结果从一个侧面反映了国内股票市场发展的阶段性特征。长期以来,由于政府管理层自身定位的不合理和不自觉,将股票市场视为解决国有企业困难的温床,视为宏观政策调控的工具,忽视了市场基础制度的建设和配套环境的培育。在短期利益和长期利益之间,这只“有形的手”一直在左右摇摆,很可能将以牺牲证券市场的长期发展利益为代价,非流通股交易即是这种政策的畸形产物。从这个意义上讲,非流通股交易市场的公平、有序和效率有赖于管理层定位的变革。

参考文献:

1. 殷召良:《公司控制权法律问题研究》,法律出版社2001年6月第10版。
2. 张维迎:《控制权损失的不可补偿性与国有企业兼并中的产权障碍》,《经济研究》1998年第7期。
3. 黄群惠:《控制权作为企业家的激励约束因素:理论分析及现实解释意义》,《经济研究》2000年第1期。
4. 田志龙:《我国股份公司治理结构的一些基本特征研究》,《管理世界》1998年第2期。
5. 石红军:《关于股票市场壳资源配置》,《投资研究》1999年第1期。
6. 徐兆宏:《论上市公司的关联交易》,《财经研究》1999年第4期。
7. 李向宁:《政府在资产重组中应扮演的角色》,《经济科学》1999年第4期。
8. 赵贺、颜克益:《买壳上市的成本与收益》,《中国工业经济》1998年第10期。
9. 杨朝军、戎兵、杨建弟:《上海股票市场分配行为特点及趋势》,《证券市场导刊》1999年第6期。