

地方政府干预下的并购效率

——云投集团入主绿大地的案例分析

陈少华 李盈璇

(厦门大学 管理学院 福建 厦门 361005)

【摘 要】 文章通过分析云投集团并购绿大地的案例讨论地方政府干预对并购效率的作用。首先,对案例进行了回顾。其次,分析了云投集团并购绿大地的动机,发现云投集团并购绿大地的动机符合协同理论。最后,检验了并购后的市场反应,检验结果显示在并购消息公布后,股东获得了超额报酬,这说明云投集团并购绿大地这一事件得到了市场的认可。更重要的是,地方政府干预对整个并购起到了关键的推动作用。所以得到结论,地方政府的适当干预对并购效率是有积极作用的。

【关键词】 并购效率 地方政府干预 协同 超额报酬

【中图分类号】 F279.26 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-2768(2013)10-0140-04

2011年11月云南省投资控股集团有限公司(以下简称“云投集团”)对*ST大地(以下简称“绿大地”)实施并购,云南省政府在这次并购中起到了关键的推动作用。云南省政府的干预对并购效率有什么影响?关于地方政府干预对企业并购效率影响的研究目前并没有一致的研究结论。方军雄(2008)认为地方政府干预更容易导致其所控制的企业实施低效率的并购。而潘红波等(2008)认为地方政府的干预会对亏损公司的并购绩效有正面影响。本文拟从并购动机和并购后的市场反应两个方面对云投集团并购绿大地的案例进行分析,证明在一定背景下地方政府干预对并购效率的影响是正面的。

一、案例回顾

2011年11月18日绿大地发布公告称,于2011年11月15日收到控股股东何学葵与云投集团签订的《关于云南绿大地生物科技股份有限公司股份转让之意向协议书》(以下简称“转让协议”)。通过这次股权转让,何学葵将自己持有的限售流通股的大部分转让给云投集团,云投集团成为绿大地的实际控制人。

首先,来看一下这次交易涉及的两个企业——绿大地和云投集团。

绿大地全称为云南绿大地生物科技股份有限公司,2007年12月上市,实际控制人为何学葵。2004—2009年间绿大地累计虚增收入约5.46亿元。同时,绿大地涉嫌伪造国家机关公文和有关凭证等。2011年9月,绿大地因涉嫌欺诈发行股票罪接受审理,公司及何学葵等五名被告人接受公开审理。

即便造假,公司的表现也不容乐观,2009年和2011年均为亏损。另外,和讯网的综合能力指标数据显示,绿大地的综合能力远低于行业标准、地域标准和市场均值。至此,我们可以得到的结论是:绿大地可谓是一家“劣迹斑斑”的公司,无论是社会声誉还是市场表现都很糟糕。

而云投集团是大型国有独资企业,注册资本87.29亿元,截至2012年底,合并总资产797.54亿元。投资

【收稿日期】 2013-07-15

【基金项目】 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“企业集团风险管控的会计内部报告研究”(11JJD790006)

数据来源:《绿大地虚增资产和收入9亿多,欺诈发行罪责难逃》,新华网,2011年9月8日, http://news.xinhuanet.com/finance/2011-09/08/c_121999338.htm。

综合能力指标是通过通过对盈利能力、偿债能力、成长能力、资产经营、市场表现和投资收益六个方面的综合评价得到。综合能力指标的数据资料来源:和讯网“*ST大地综合能力”, <http://pinggu.stock.hexun.com/stocktotal.aspx?code=002200>。

数据来源:云投集团官方网站, <http://www.cnyig.com/list/654.html>。

【作者简介】 陈少华(1961-),男,福建莆田人,厦门大学管理学院教授、博士生导师,研究方向:财务会计与会计理论、公司治理、内部控制;李盈璇(1986-),女,内蒙古包头人,厦门大学管理学院博士研究生,研究方向:财务会计与会计理论。

涉及能源、交通、旅游、林竹浆纸、金融、房地产、燃气、医疗、文化等领域。下属控股公司有云南省铁路投资有限公司、云南省旅游投资有限公司、云南省林业投资有限公司、云南云景林纸股份有限公司、云南云投建设有限公司、曲靖燃气有限公司、云南云投版纳石化有限责任公司、云南省医疗投资管理有限公司、中视云投文化产业投资有限公司、云南云投电子商务有限公司等 10 余家。由此看来,云投集团可以说是实力雄厚,对于绿大地来说绝对是个“财神爷”、“好靠山”。

其次,来看一下转让协议的内容。根据转让协议,何学葵共向云投集团转让 3 000 万股限售流通股。股权转让后,何学葵持股比例为 8.78%,云投集团持股比例为 19.86%。值得注意的是,根据转让协议,云投集团支付的股权转让款全部用来弥补绿大地上市前形成的虚增资产和支持绿大地的后续发展。转让协议还规定云投集团可以为绿大地提供必要的融资,以支持公司平稳过渡。这笔股权转让交易的实质可以这样理解:云投集团向绿大地注资,将深陷泥潭的绿大地解救出来,而其索要的只是绿大地的控制权。对于绿大地而言,其代价只是实际控制人的改变,这样的付出与收益相比很小。所以对于绿大地而言,云投集团就如天使般降临。

至此,疑问产生了:对于像云投集团这样具有雄厚资本、又是国字号的“高帅富”来说,比绿大地好的投资项目应该并不稀缺,为什么它偏偏看中了深陷诉讼、劣迹斑斑的绿大地?它并购绿大地的动机到底是什么?下面将从这三个方面分析云投集团的并购动机:(1)代理理论;(2)自大假设;(3)协同理论。

二、并购动机分析

(一)代理理论

Jensen(1986)用代理理论解释并购动机。他认为管理层有动机进行并购,即使并购后的企业规模超过最佳水平。管理层这样做的原因是,并购使管理层可控的资源增加,而且还会增加管理层的薪酬,因为管理层薪酬的变化与销售增长正相关。那么云投集团入主绿大地的动机可以用 Jensen 的代理理论解释吗?

根据现有资料来看,并没有证据显示云投集团的管理层与绿大地有直接的利益关系。有媒体报道称,绿大地在被并购之前并不认识云投集团。从高管薪酬与公司销售增长存在正相关关系的角度来看,现在没有直接的证据证明云投集团入主绿大地之后云投集团的高管薪酬有所增加。虽然有研究表明,我国国有企业高管会利用权力影响自身薪酬契约,使其薪酬随着公司业绩上升而提高,却不会随着公司业绩变差而降低。但即使这个假设成立,绿大地也不该是云投集团高管提高薪酬的理由,因为绿大地的经营表现并不出众,每股收益从 2011 年第一季度开始持续为负,按总市值计算的公司规模在行业中排名第 48 位。所以,公开资料无法证明代理假设适合云投集团并购绿大地的情况。

(二)自大假设

Roll(1986)提出了并购的自大假设。那么云投集团并购市场表现不佳的绿大地是否符合自大假设呢?根据股权转让协议的内容,股权转让价为绿大地首次公开发行股票的价格 9.16 元/股,而签订转让协议的当日(2011 年 11 月 15 日)的股票收盘价为 14.66 元/股。由此可以推断云投集团在为股权定价时已经考虑到并购绿大地面临的种种风险,并预测到了未来减值的可能。因此,自大假设无法解释云投集团的并购行为。

(三)协同理论

陈信元、陈冬华(2000)提出并购可以使双方的资源优势得到互补,从而产生协同效应提高业绩。那么云投集团并购绿大地的目的是获得资源优势互补吗?首先对这两家公司的主营业务进行分析。

绿大地的主营业务构成如表 1 所示。

并购前,绿大地的经营范围是植物种苗工厂化生产、观赏植物盆景、植物科研、培训、示范推广、技术咨

表 1 绿大地主营业务构成

2011-12-31	主营业务构成	主营业务收入(元)	收入比例
按行业分类	绿化工程设计、施工	2.35 亿	94.64%
	绿化苗木销售、租赁	1284 万	5.17%
	其他(补充)	45.2 万	0.18%
按产品分类	绿化工程施工	2.35 亿	94.64%
	花木销售	1205 万	4.86%
	花木租赁	78.7 万	0.32%
	其他(补充)	45.2 万	0.18%

资料来源:东方财富网,http://f10.eastmoney.com/f10_v2/BusinessAnalysis.aspx?code=sz002200

数据来源:巨潮资讯网,*ST 大地“十大股东”资料,http://www.cninfo.com.cn/information/companyinfo.html.

④曹圣明:《云投重组绿大地之谋:绿大地是一个融资平台》,《证券市场周刊》2012 年 3 月 19 日。

⑤刘星、徐光伟:《政府管制、管理层权力与国企高管薪酬刚性》,《经济科学》2012 年第 1 期,第 86-102 页。

⑥数据来源:东方财富网,http://f10.eastmoney.com/f10_v2/FinanceAnalysis.aspx?code=sz002200.

⑦数据来源:东方财富网,http://quote.eastmoney.com/sz002200.html.

⑧数据来源:和讯网,*ST 大地股票行情,http://stockdata.stock.hexun.com/gghq_002200.shtml.

询服务、绿化园艺工程设计及施工、园林机械、工艺美术品、花木制品、塑料制品、陶瓷制品的生产及本公司产品的销售。其主营业务中绿化工程设计和施工的营业收入占 90%以上(见表 1)。而云投集团是一个多元化的集团公司,就公开资料分析,下属子公司中云南云投建设有限公司、云南云景林纸股份有限公司和云南省林业投资有限公司的主营业务中有与绿大地相同的部分,但是公开资料中没有显示相同的业务部分在上述三个子公司中所占比重,所以无法确定并购绿大地可以在这个方面获得资源优势互补。

但是,从另一个角度讲,云投集团和绿大地的结合也可以达到资源优势互补的目的。云投集团可以为绿大地提供先进的管理思想,重建内控制度,改善公司治理,提供必要的资金,这些都会推动绿大地的发展,并使其业绩有所改善。另外,绿大地的主营业务绿化工程设计需要有工程资源,而云投集团实力雄厚,绿大地有这样的“东家”做靠山,在工程竞标中显然比被收购前更有优势。另外,绿大地是上市公司,也是云投集团下的唯一一家上市公司,绿大地可以为云投集团提供融资平台。绿大地这个融资平台对于云投集团来说十分重要。云投集团的负债率很高,资金来源只有自身现金流、政府资金补充和债务融资。而对于负债率很高的云投集团来说债务融资已是越来越难,云投集团急需一个可以融资的平台。所以,从这个角度讲,云投集团有并购绿大地的动机。

从并购的结果来看,绿大地 2012 年半年报显示,营业总收入比 2011 年同期增长 55.3%,利润总额增长 30.32%。另外,从公司的公告中获知,绿大地在 2012 年 7 月 30 日收到昆明市财政局的企业生产扶持基金 374.827 2 万元。据公开资料显示,这样无偿的财政补贴对于绿大地来说是第一次。所以,无论业绩的提升还是政府补贴的获得都在一定程度上证明了云投集团并购绿大地符合资源优势互补的预期。

那么,云投集团并购绿大地完全是自发行为吗?根据媒体采访得到的资料显示,云投集团并购绿大地并非是自发行为,而是受到云南政府的安排。云南省政府设立了专门的领导小组负责绿大地的重组事宜,并且为绿大地的重组设置了条件:一是选择的企业是云南本省的,而且选择的企业必须有国资背景。这已经把可选的企业范围缩小,为云投集团的介入设置了先决条件。领导小组还介绍了云投集团与绿大地认识。虽然领导小组没有明确表示绿大地必须与云投集团合作,但是意图已十分明显,而且对于处于危机时刻的绿大地而言,云投集团的出现就像“救世主”降临。按照当时的情形判断,绿大地应该希望尽快依附于这位“救世主”。

从上述分析可以发现,如果没有云南省政府的干预,云投集团未必可以顺利并购绿大地,那么结果将会是什么呢?绿大地可能遭遇退市或者被其他公司并购,但是其他买主未必会与绿大地形成协同效应,也未必会给绿大地提供如此丰厚的资金支持,而云投集团则没有融资平台,绿大地与云投集团的资源优势无法得到互补。可见,政府干预这个“有形的手”在云投集团并购绿大地中起到了关键作用。

综上所述,云投集团并购绿大地可以被认为是一场在地方政府推动下、以实现协同效应为目的的并购。所以云投集团并购绿大地的动机是根据省政府的要求实现协同效应。在这其中,对于归口云南省政府领导、以着力解决省政府关心的重大问题为使命的云投集团,执行省政府的命令应该是并购绿大地的更主要动机。因此,云投集团并购的协同效应动机其实反映了省政府干预的协同效应动机,即省政府希望通过干预此次并购,云投集团和绿大地可以实现资源优势互补。可见,在此次并购中,云南省政府的干预起到了正面影响。

三、并购对绿大地股东的影响

云南省政府的一番苦心是否得到了资本市场的认可?绿大地股东是否从此次并购中获益呢?对于绿大地而言,在深陷诉讼、资金短缺的情况下,云投集团入主绝对是利好消息,因此预期市场表现应该是:绿大地的股东财富增加。

本文运用刘峰等(2002)的分析模型计算超额报酬。2011 年 11 月 18 日绿大地发布公告称,收到与云投集团进行股份转让的协议书。所以将 11 月 18 日作为此并购事项的市场信息公开日。用 11 月 18 日之前的 6 个月的股票数据,剔除休息日和停牌日,共得到 118 个观察值,数据来源于锐思数据库。利用上述样本数据得到如下估计方程:

$$R_{it}-R_{jt}=0.0005867+0.8440086(R_{mt}-R_{jt})$$
$$(t_{\alpha}=0.23 \quad t_{\beta}=5.29 \quad R^2=0.1942 \quad \text{adj } R^2=0.1873)$$

再按照此估计方程预计日收益率,用预计日收益率减去实际收益率,便得到超额报酬 AR 和累计超额报酬

①数据来源:《关于收到政府财政补助的公告》,公告时间 2012 年 8 月 1 日。

②曹圣明《云投重组绿大地之谋:绿大地是一个融资平台》,证券市场周刊,2012 年 3 月 19 日。

CAR。预测区间为市场消息公开日之后的6个月,剔除休息日和停牌日,共预测104个交易日的超额报酬和累计超额报酬(见表2)。

从表2可以发现,超额报酬最高日是2011年12月6日,绿大地股东获得5.37%的超额报酬,到2012年5月4日时,绿大地股东累计获得7.74%的超额报酬。2011年11月18日至2012年5月4日之间,绿大地总股本15108.71万股,这期间总股本没有发生变化。所以,绿大地全部股东单日(2011年12月6日)最高获得115263874元超额报酬,至2012年5月4日全部股东财富累计增加了144282569元。

上述绿大地股东财富变化的结果说明,云投集团并购绿大地这一事件得到了资本市场的认可,使股东财富有所增加。试想一下,如果绿大地没有被云投集团收购,而是被迫强制退市,那么股东的财富还会增加吗?答案很明显,股东会遭受巨大的损失,而不是像现在这样能够获得财富增加。所以这样看,对像绿大地这样的违规上市公司,强制其退市未必是最优方案。从保护股东的利益角度讲,也许寻找合适的买家进行收购是更好的选择。

值得注意的是,在整个并购过程中,云南政府的干预对并购的顺利进行起到了关键作用。所以,从这个角度讲,云南政府的干预保护了绿大地股东的利益,增加了股东的财富。因此,本案例分析结果说明,地方政府恰当的干预会对并购效率产生正面影响。

四、结论

本文介绍了云投集团并购绿大地的案例。通过分析云投集团对绿大地的并购动机和并购结果,发现云投集团对绿大地的并购可以产生协同效应。通过对股东超额报酬的计算,发现此次并购使绿大地股东的财富有所增加。而整个并购过程是受到云南政府干预的,云南政府的干预促成了这次并购。因此我们可以得到这样的结论:地方政府干预对实现并购的协同效应和股东的财富增加起到了关键的促进作用,地方政府的适当干预对并购效率有正面影响。另外,根据上述分析,本文提出两点建议:(1)对于违规上市公司的处理,强制退市未必是最优方案,还可考虑收购这种选择,因为收购会增加股东的财富,从而可以保护中小股东的利益;(2)政府可以进行适当的干预以保证并购效率。

【参考文献】

- [1] 陈信元,陈冬华.换股合并增加股东财富了吗——一项案例研究[J].中国会计与财务研究,2000(1):1-23.
- [2] 方军雄.政府干预、所有权性质与企业并购[J].管理世界,2008(9):118-123,148,188.
- [3] 刘峰,谢莹,毕秀玲,等.换股合并与资本市场效率——新潮实业与新股股份换股合并的案例分析[J].管理世界,2002(4):122-136.
- [4] 刘星,徐光伟.政府管制、管理层权力与国企高管薪酬刚性[J].经济科学,2012(1):86-102.
- [5] 潘红波,夏新平,余明桂.政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J].经济研究,2008(4):41-52.
- [6] Michael C.Jensen.Agency Costs of Free Cash Flow,Corporate Finance and Takeovers[J].The American Economic Review,1986,76(2):323-329.
- [7] Richard Roll.The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers[J].The Journal of Business,1986,59(2):197-216.

(责任编辑 Z 校对 Q)

表2 绿大地超额报酬表

日期_Date	AR	CAR	日期_Date	AR	CAR
2011-11-21	0.050095894	0.050095894	2012-02-13	0.003894	0.120427276
2011-11-22	0.039011493	0.089107387	2012-02-14	-0.01393	0.106495588
2011-11-23	0.019554674	0.108662061	2012-02-15	-0.01594	0.090558844
2011-11-24	0.006089489	0.11475155	2012-02-16	0.031711	0.122270337
2011-11-25	-0.056034171	0.05871738	2012-02-17	0.016757	0.1390278
2011-11-28	-0.013828899	0.04488848	2012-02-20	-0.00467	0.134352931
2011-11-29	0.018881644	0.063770124	2012-02-21	0.011618	0.14597135
2011-11-30	-0.054832118	0.008938006	2012-02-22	0.010621	0.156592252
2011-12-01	-0.011935917	-0.002997911	2012-02-23	-0.00084	0.155754987
2011-12-02	0.030665308	0.027667398	2012-02-24	0.00743	0.163185389
2011-12-05	-0.013747196	0.013920202	2012-02-27	-0.04765	0.115538102
2011-12-06	0.053725131	0.067645333	2012-02-28	-0.00788	0.107659923
2011-12-07	0.035793933	0.103439265	2012-02-29	0.018311	0.125970895
2011-12-08	0.02252792	0.125967185	2012-03-01	-0.00974	0.116228051
2011-12-09	0.005884217	0.131851403	2012-03-02	0.013751	0.129979324
2011-12-12	0.037845786	0.169697189	2012-03-05	0.007919	0.13789805
2011-12-13	0.019695985	0.189393174	2012-03-06	-0.00906	0.128841875
2011-12-14	0.034212933	0.223606107	2012-03-07	0.016995	0.145836942
2011-12-15	0.029386485	0.252992392	2012-03-08	0.006356	0.152192965
2011-12-16	-0.01362424	0.239368352	2012-03-09	0.012172	0.164365414
2011-12-19	-0.034462059	0.204906293	2012-03-12	0.018242	0.182606972
2011-12-20	0.00301986	0.207926153	2012-03-13	-0.00844	0.174162167
2011-12-21	-0.025026325	0.182898828	2012-03-14	0.010534	0.184696062
2011-12-22	-0.009865063	0.173034765	2012-03-19	0.003391	0.188069
2011-12-23	-0.002320839	0.170713926	2012-03-20	0.024264	0.123251381
2011-12-26	-0.013209377	0.157504549	2012-03-21	0.022946	0.235297688
2011-12-27	0.011696813	0.169201362	2012-03-22	0.000658	0.235955979
2011-12-28	-0.005768985	0.163432376	2012-03-23	-0.01676	0.21920011
2011-12-29	-0.009428899	0.154003477	2012-03-26	0.018045	0.237245591
2011-12-30	-0.002183542	0.151819936	2012-03-27	-0.00083	0.236413075
2012-01-04	-0.010176739	0.141643196	2012-03-28	0.008671	0.245083746
2012-01-05	-0.035225713	0.106417484	2012-03-29	0.033131	0.278215067
2012-01-06	-0.016686852	0.089730632	2012-04-06	-0.04225	0.235969435
2012-01-09	-0.013842935	0.075887697	2012-04-09	-0.05697	0.179003239
2012-01-10	0.01273785	0.088625547	2012-04-10	0.021277	0.200280438
2012-01-11	-0.003818878	0.08480667	2012-04-11	0.007438	0.20771838
2012-01-12	0.008657463	0.093464133	2012-04-12	0.013333	0.221051265
2012-01-13	-0.002737696	0.090726437	2012-04-13	0.000139	0.221190033
2012-01-16	-0.006760834	0.083965603	2012-04-16	0.001389	0.222579522
2012-01-17	-0.002402021	0.081563582	2012-04-17	-0.0156	0.206978511
2012-01-18	0.017291235	0.098854818	2012-04-18	0.021224	0.228202202
2012-01-20	-0.005521973	0.093332845	2012-04-19	-0.04856	0.179642105
2012-01-30	-0.000972908	0.092359937	2012-04-20	0.010923	0.190565275
2012-01-31	-0.032119705	0.060240232	2012-04-23	0.008448	0.199013329
2012-02-01	0.005895066	0.066135298	2012-04-24	0.027549	0.226561904
2012-02-02	0.045120075	0.111255373	2012-04-25	-0.00766	0.218904289
2012-02-03	0.025073277	0.13632865	2012-04-26	-0.05296	0.165946153
2012-02-06	-0.040682408	0.095646242	2012-04-27	-0.01663	0.149316426
2012-02-07	0.011425743	0.107071986	2012-05-02	0.006684	0.156000031
2012-02-08	0.011965738	0.119037724	2012-05-03	-0.04436	0.111635184
2012-02-09	0.007691971	0.126729695	2012-05-04	-0.03425	0.07738759
2012-02-10	-0.0102	0.116533649			

①数据来源:巨潮资讯网,*ST大地“股本结构”资料 <http://www.cninfo.com.cn/information/companyinfo.html>。