

后股权分置改革时代上市公司并购市场绩效研究

● 沈维涛 黄育明

摘要:文章以股权分置改革这一制度的变迁为研究视角,运用事件研究法,研究了中国上市公司并购市场绩效(CAR)的影响因素,并进一步探讨了股权分置改革后大股东改变侵占公司利益方式的可能性。研究发现,股权分置改革后,并购公司的并购市场绩效均值显著为正,采用现金支付方式的并购公司有较高的并购市场绩效,收购公司并购活动的关联属性对并购市场绩效无显著效应,第一大股东持股比例越高的并购公司其并购市场绩效越低。另外,成长性增强了现金支付方式对并购市场绩效的正效应,公司杠杆减弱了现金支付方式对并购市场绩效的正效应。文中的结果表明,股权分置改革后,中国上市公司并购活动逐渐显现出市场化特征,股权分置改革对上市公司并购行为和并购市场绩效已产生积极作用,但并购活动中利益输送的动机和行为在股权分置改革后仍然存在。

关键词: 股权分置改革; 并购; 并购市场绩效; 影响因素

公司并购一直以来都是财务学界的研究热点。本文以完成股权分置改革后进行并购活动的公司为样本,通过事件研究法研究了公司并购市场绩效的特征及影响。研究发现:股权分置改革后,公司并购市场绩效均值显著为正,采用现金支付方式的公司有较高的并购市场绩效,收购公司并购活动的关联属性对并购市场绩效无显著效应,第一大股东持股比例越高的并购公司其并购市场绩效越低。另外,进一步的交互效应研究发现,公司成长性增强了现金支付方式对并购市场绩效的正效应,公司杠杆减弱了现金支付方式对并购市场绩效的正效应。文中结果表明,股权分置改革后,大股东行为逐渐趋于理性,中国资本市场更好地发挥出了资源配置的功能,公司的并购活动被合理预期具有投资性和战略性,但在公司并购的过程中仍存在大股东侵占上市公司利益的现象。

一、理论分析与研究假设

1. 股权分置改革与公司并购市场绩效。股权分置改革后,股权的部分流通为全部流通,一方面,资本市场将充分显现和发挥出资源配置的功能,也为上市公司的并购市场发展确立了规范化的制度基础;另一方面,上市公司不同股东利益趋于一致,大股东和中小股东所持股份价格一致,双方的利益通过二级市场的股价实现,大股东利益与股价相关度较之股改前大幅提高,上市公司的并购重组动力日益显现,资本市场的信心也开始逐渐增强,并购活动被合理预期趋于投资性和战略性,趋于提升公司价值。李善民、陈玉罡(2002)研究发现并购公司获得显著增加的财富。朱滔(2006)以1998年~2003年的资产收购和股权收购为研究对象,研究认为并购公司在(-60,+60)的事件期内都能获得4%的累积超额收益。据此,本文

提出以下假设:

H1: 股权分置改革后,并购公司的并购市场绩效显著为正。

2. 并购支付方式对股权分置改革后公司并购市场绩效的效应。基于信息不对称理论和信号理论,并购公司采

表 1 并购公司并购市场绩效影响因素的多元回归结果

变量	Car(-1,1)	Car(-2,2)	Car(-5,5)	Car(-10,10)
Intercept	-0.064 9 (0.038 8)*	-0.054 4 (0.049 1)	-0.065 8 (0.065 9)	-0.099 2 (0.088 7)
Pay _t	0.065 2 (0.009 4)***	0.078 3 (0.011 8)***	0.080 6 (0.015 7)***	0.058 5 (0.021 7)***
Rel _t	-0.001 4 (0.003 4)	-0.001 4 (0.004 3)	0.006 5 (0.005 8)	0.004 3 (0.007 8)
Shrcr1 _{t-1}	-0.000 2 (0.000 1)*	-0.000 3 (0.000 1)**	-0.000 4 (0.000 2)*	-0.000 4 (0.000 3)
Govern _t	0.004 8 (0.004 1)	0.008 8 (0.005 2)*	0.011 3 (0.007 0)	0.010 9 (0.009 4)
Amount _t	-0.001 2 (0.000 6)*	0.000 0 (0.000 8)	0.000 9 (0.001 1)	0.000 0 (0.001 6)
Roe _{t-1}	0.010 1 (0.006 1)*	0.016 0 (0.007 8)**	0.020 8 (0.010 3)**	0.022 0 (0.013 5)
Tobinq _{t-1}	0.002 9 (0.001 1)**	0.003 3 (0.001 4)**	0.0087 (0.0020)***	0.010 4 (0.002 6)***
Size _{t-1}	0.004 2 (0.001 8)**	0.003 7 (0.002 3)	0.0040 (0.0031)	0.005 0 (0.004 2)
Lev _{t-1}	0.004 0 (0.007 7)	0.010 9 (0.009 7)	0.044 3 (0.013 9)***	0.016 1 (0.018 0)
State _t	-0.008 2 (0.004 0)**	-0.007 2 (0.005 1)	-0.000 5 (0.006 8)	-0.007 5 (0.009 2)
Period _t	-0.000 1 (0.000 4)	-0.000 2 (0.000 5)	-0.000 7 (0.000 7)	-0.000 2 (0.000 9)
N	1 282	1 263	1 212	1 104
F 值	4.41	3.83	4.30	2.40
Pr>F	<0.000 1	<0.000 1	<0.000 1	<0.000 1
Adj R-Sq	0.052 9	0.045 0	0.054 1	0.026 0

注:*表示10%的显著水平,**表示5%的显著水平,***表示1%的显著水平。

用现金支付意味着并购公司股票价值被市场低估了,故并购的超额收益无论是短期或长期通常都会高于采用股票支付方式的并购绩效 (Travlos,1987;Loughran & Vijh,1997; Ghosh,2001;Sudarsanam & Mahate,2006),另外,用现金支付的公司可能有更为的充裕现金,从而市场更认可用现金支付的方式(宋希亮等,2008;王江石等,2011);而且比起其他支付方式,现金支付方式能更有效减少市场对并购活动中信息不对称及可能存在侵占公司股东利益的预期。

另一方面,上市公司采用股票作为支付手段本身需要满足盈利、合规等多项条件,此类上市公司本身就有较好的市场表现。因此,股权分置改革后,并购活动采用股票支付方式可能会获得正的并购市场绩效。此外,如果并购公司采取股票支付方式更多是为整体上市或引入战略投资者或获得协同效应等因素考虑,长期中绩效也可能获得改善。据此,本文提出以下两个备择假设:

H2.1:股权分置改革后,公司并购时如果采用现金支付方式,则并购市场绩效较高;

H2.2:股权分置改革后,公司并购时如果采用现金支付方式,则并购市场绩效较低。

3. 关联属性对并购公司并购市场绩效的影响。国外研究结果表明公司的关联属性有价值创造 (Khanna & Palepu,2000;Shin & Park,1999)和价值侵害 (Johnson et al.,2000;Jian & wong,2004)两种不同的效应。在中国股权分置改革前,国内上市公司的控股股东集团为实现保壳、圈钱以及其他收益目的,通常会置换、转让上市公司与集团内母公司或其他关联方的股权或资产,从而导致关联并购中的利益侵害效应(王跃堂,1999;张俊瑞等,2002)。股权分置改革后,关联并购不仅能快速提升市值,而且还符合国家产业整合政策及鼓励优质资产上市政策,因此,短期内市场对关联并购可能有较好反应。但如果股权分置改革后控股股东的利益侵害效应仍存在的话,市场将不看好这种并购活动。据此,本文提出以下两个备择假设:

H3.1:股权分置改革后,关联并购的公司并购市场绩效较大;

H3.2:股权分置改革后,关联并购的公司并购市场绩效较大。

4. 股权结构对股权分置改革后公司并购市场绩效的效应。根据国外的研究结果,股权结构对公司价值的影响并不一致。例如 Shleifer 和 Vishny (1986)认为大股东有动力去监督管理者,避免搭便车现象,使得大股东的存在对公司价值有正效应。Johnson 等(2000)认为大股东控制也存在明显的代理成本,主要体现在大股东对中小股东利益的侵害和掠夺,从而获得控制权私有收益。另外, Pagano 和 Roell(1998)、Nagar、Petroni 和 Wolfenzon (2000) 以及 Bennedsen、Fosgerau 和 Nielsen(2003)

等人的研究都表明,公司有多多个持股比例相当的大股东时,由于股权的想到制衡,会对公司价值产生正向影响。

在我国,上市公司存在一股独大的特殊股权结构,在缺乏有效的法律和制度约束情况下,大股东侵占上市公司利益的现象屡见不鲜(唐宗明等,2002;施东晖,2003;李增泉等,2003;冀志斌,2006等),但也有学者指出存在大股东支持上市公司的现象(徐二明和王智慧,2000;黄兴李和沈维涛,2006;吴红军,2007)。股权分置改革后,一方面,一股独大现象依旧存在,大股东仍有潜在掏空动机。另一方面,虽然股改后第一大股东持股比例降低,但因所持股份可逐渐上市流通,控股股东更通过更多方式获得收益,如果还是一味掏空,其利益最终可能会受到损害;外部监管和公司自身治理机制的逐步完善,也会减少大股东赤裸裸的掏空行为。因此,股权分置改革后的并购行为可能表现为激励效应与堑壕效应的综合效应,使得股权集中度对并购市场绩效无显著效应。据此,本文提出以下假设:

H4:股权分置改革后,并购公司第一大股东持股比例对其并购市场绩效无显著效应。

二、实证研究模型的构建

1. 数据来源和样本选择。本研究所使用数据来源于

表2 并购公司并购市场绩效影响因素的多元回归结果

变量	Car(-1,1)	Car(-2,2)	Car(-5,5)	Car(-10,10)
Intercept	-0.056 9 (0.038 8)	-0.040 6 (0.048 9)	-0.037 4 (0.065 5)	-0.062 9 (0.088 1)
Pay _t ×Tobinq _{t-1}	0.007 6 (0.002 8)***	0.013 2 (0.003 5)***	0.023 3 (0.004 7)***	0.029 1 (0.006 0)***
Pay _t	0.042 0 (0.012 5)***	0.038 2 (0.015 7)**	0.012 2 (0.020 7)	-0.032 4 (0.028 6)
Rel _t	-0.001 6 (0.003 4)	-0.001 8 (0.004 3)	0.006 2 (0.005 8)	0.004 2 (0.007 7)
Shrcr1 _{t-1}	-0.000 2 (0.000 1)*	-0.000 3 (0.000 1)**	-0.000 4 (0.000 2)*	-0.000 4 (0.000 3)
Govern _t	0.005 2 (0.004 1)	0.009 5 (0.005 2)*	0.012 2 (0.007 0)	0.012 5 (0.009 4)
Amount _t	-0.000 3 (0.000 6)*	0.000 1 (0.000 8)	0.000 7 (0.001 1)	0.000 3 (0.001 6)
Roe _{t-1}	0.010 4 (0.006 1)*	0.016 6 (0.007 8)**	0.021 3 (0.010 3)**	0.022 1 (0.013 5)
Tobinq _{t-1}	0.001 6 (0.001 2)**	0.001 1 (0.001 5)**	0.004 1 (0.002 2)***	0.014 7 (0.002 9)***
Size _{t-1}	0.003 9 (0.001 8)**	0.003 7 (0.002 3)	0.003 1 (0.0031)	0.003 8 (0.004 2)
Lev _{t-1}	0.005 1 (0.007 7)	0.012 8 (0.009 7)	0.044 6 (0.013 9)***	0.017 2 (0.017 9)
State _t	-0.008 4 (0.004 0)**	-0.007 3 (0.005 0)	-0.000 9 (0.006 8)	-0.007 5 (0.009 1)
Period _t	-0.000 0 (0.000 4)	-0.000 1 (0.000 5)	-0.000 6 (0.000 7)	-0.000 0 (0.000 9)
N	1 282	1 263	1 212	1 104
F 值	4.41	4.37	5.33	3.40
Pr>F	<0.000 1	<0.000 1	<0.000 1	<0.000 1
Adj R-Sq	0.057 9	0.055 5	0.072 9	0.045 6

注:*表示10%的显著水平,**表示5%的显著水平,***表示1%的显著水平。

表3 并购公司并购市场绩效影响因素的多元回归结果

变量	Car(-1,1)	Car(-2,2)	Car(-5,5)	Car(-10,10)
Intercept	-0.061 9 (0.038 8)	-0.052 2 (0.049 1)	-0.063 5 (0.065 9)	-0.093 4 (0.088 7)
Pay _t ×Lev _{t-1}	-0.038 3 (0.019 0)**	-0.027 8 (0.023 9)	-0.037 5 (0.032 9)	-0.074 4 (0.042 7)*
Pay _t	0.075 7 (0.010 7)***	0.085 9 (0.013 5)***	0.090 1 (0.017 8)***	0.079 2 (0.024 8)***
Rel _t	-0.001 4 (0.003 4)	-0.001 4 (0.004 3)	0.006 4 (0.005 8)	0.004 3 (0.007 8)
ShrcrI _{t-1}	-0.000 2 (0.000 1)*	-0.000 3 (0.000 1)**	-0.000 4 (0.000 2)**	-0.000 4 (0.000 3)
Govern _t	0.004 6 (0.004 1)	0.008 7 (0.005 2)*	0.011 1 (0.007 0)	0.010 5 (0.009 4)
Amount _t	-0.001 2 (0.000 6)*	0.000 0 (0.000 8)	0.000 9 (0.001 1)	0.000 0 (0.001 6)
Roe _{t-1}	0.009 9 (0.006 1)	0.015 8 (0.007 8)**	0.020 6 (0.010 3)**	0.021 6 (0.013 4)
Tobinq _{t-1}	0.002 6 (0.001 1)**	0.003 2 (0.001 4)**	0.008 6 (0.002 0)***	0.010 2 (0.002 6)***
Size _{t-1}	0.004 0 (0.001 8)**	0.003 6 (0.002 3)	0.003 9 (0.003 1)	0.004 8 (0.004 2)
Lev _{t-1}	0.011 6 (0.008 6)	0.016 4 (0.010 8)	0.052 5 (0.015 6)***	0.032 4 (0.020 3)
State _t	-0.008 4 (0.004 0)**	-0.007 3 (0.005 1)	-0.000 7 (0.006 8)	-0.007 7 (0.009 2)
Period _t	-0.000 1 (0.000 4)	-0.000 2 (0.000 5)	-0.000 7 (0.000 7)	-0.000 3 (0.000 9)
N	1 282	1 263	1 212	1 104
F 值	4.40	3.72	4.16	2.43
Pr>F	<0.000 1	<0.000 1	<0.000 1	<0.000 1
Adj R-Sq	0.055 2	0.045 3	0.054 3	0.027 8

注：*表示10%的显著水平，**表示5%的显著水平，***表示1%的显著水平。CSMAR数据库、RESSET数据库和Wind数据库。本文的研究样本为2003年~2011年上市公司并购活动。同时，根据研究需要，按以下标准进一步筛选：

- (1)取收购方为已完成股权分置改革的上市公司并购事件。并购类型包括股权转让?吸收合并和资产收购。
- (2)同一年度内如发生多次并购，则只取首次并购活动；
- (3)窗口期内未发生包括分红?增发、配股?送股?公布年报等可能影响股价波动的重大事件；
- (4)剔除收购方属于金融保险业的并购活动；
- (5)剔除收购不成功案例；
- (6)剔除收购年度上市公司为ST公司；
- (7)剔除被法院拍卖的股权转让；剔除严重违规造假(如亿安科技?银广夏等)。
- (8)剔除截止收购公告日收购公司股票交易不满一年的。
- (9)剔除并购支付方式为除现金和股票之外其他支付方式的。

2. 变量的定义。本文将采用累积超额收益率(事件研

究法)来衡量并购的市场绩效。具体步骤如下：

(1)选择研究窗口，确定事件期。事件日为首次公告日；如期间有遇假期，则调整为首次公告日后的第一个交易日。事件期窗口以事件日为中心，涵盖所研究事件发生日期前后的一段交易时期。

(2)计算超额收益率AR。AR_{it}=R_{it}-(α+βR_{Nit})，其中，R_{Nit}为考虑了现金红利再投资因素日个股回报率，R_{Nit}为根据沪深两市所有A股、B股的考虑现金红利的日个股回报率，用等权平均法求得的市场收益率。α和β通过使用240个交易日的股票价格和 market 指数滚动回归得到。

(3)计算累积超额收益率CAR_i(T₁,T₂)。CAR_i(T₁,T₂)= $\sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it}$ 。本文参照国内多数研究做法，对(T₁,T₂)分别采用(-1,1)、(-2,2)、(-5,5)和(-10,10)四个事件窗口计算累积超额收益率。

3. 实证研究模型的构建。根据理论分析，本文构建以下多元回归分析模型检验各因素对公司并购市场绩效的效应：

$$Car(T_1, T_2) = a + \beta_1 Pay + \beta_2 Rel + \beta_3 ShrcrI + \beta_4 Govern + \beta_5 Amount + \beta_6 Roe + \beta_7 Tobinq + \beta_8 Size + \beta_9 Lev + \beta_{10} State + \beta_{11} Period + \varepsilon$$

其中，Car(T₁,T₂)包括Car(-1,1)、Car(-2,2)、Car(-5,5)和Car(-10,10)。根据以往学者的研究，本文在模型中还控制了公司治理机制、并购规模(朱滔,2006;黄兴李,2009;刘锴,2009)、经营绩效(Franks, Harris & Titman,1991;Lang et al.,1989;张新,2003;李善民和朱滔,2005)、成长性(Lang et al.,1989)、公司规模(盛虎、关键和汪颖,2009)、财务杠杆、股权性质(冯根福和吴林江,2001;李善民和陈玉是,2002;李善民和朱滔,2004)、公司成立年限、行业Ind变量和并购时间的年份效应,另外,本文采用混合OLS回归方法进行模型系数的估计。

三、实证结果与分析

各因素对股权分置改革后公司并购市场绩效主效应回归结果如表1示。根据表1的结果，并购支付方式(Pay)与4个窗口期的CAR均值显著正相关，该结果支持了H2,说明现金支付方式在整个事件期内受到市场的积极追捧,市场反应强烈且有一定的持续性;即,在股权分置改革后,采用现金支付方式的并购绩效更好,该结果说明了在我国市场背景下,市场更认可用现金支付并购的并购公司充裕现金,或对并购后经营绩效充满信心;比起其他支付方式,现金支付方式可能更有效减少市场对并购活动中信息不对称及可能存在侵占公司股东利益的预期,符合信息不对称理论和信号理论。

并购的关联属性(Rel)与并购市场绩效无显著关系,该结果并不支持H3,其原因可能是一方面股权分置改革后市场仍存在对关联并购可能存在掏空或侵占动机的预期;另一方面,关联并购常常体现为整体上市或资产注入,

此类信息也易受到市场积极追捧,从而在不同市场预期的综合作用下,并购活动的关联属性与并购市场绩效间未发现显著相关关系。第一大股东持股比例与并购市场绩效显著负相关,该结果并不支持H4,这可能说明了一股独大现象依旧存在,大股东仍有潜在掏空动机,仍存在大股东侵占上市公司利益的现象。

另外,表1的结果表明,并购前经营绩效对股权分置改革后公司并购市场绩效显著正相关,该结果与经营协同的并购动机理论和绩效外推假说相吻合,也支持了Lang等(1989)的观点,即收购公司的历史绩效可以在很大程度上影响管理层对于并购风险的态度和并购后对风险的消化能力,使得并购绩效应该相对较好。表4的结果还表明成长性与股权分置改革后公司并购市场绩效显著正相关,该结果同样支持了Lang等(1989)的观点,即有更多投资机会的公司能够更好地应用公司资源,从而对并购绩效产生积极影响。

四、公司成长性和杠杆与支付方式对并购市场绩效的交互效应

前述的实证结果表明,支付方式是研究变量中唯一在各窗口期内均体现出对并购市场绩效有显著正向影响的重要解释变量。理论分析表明,公司成长性和杠杆与支付方式对并购市场绩效应该存在显著的交互效应,因此,本文在模型(1)的基础上分别加入公司成长性与支付方式交乘项以及公司杠杆与支付方式的交乘项,进一步研究公司成长性和杠杆与支付方式对并购市场绩效的交互效应。

1. 公司成长性与支付方式对并购市场绩效的交互效应。使用现金支付方式的公司一般是现金比较充足的公司,这些公司能较好地满足公司投资机会对资金的需要,因此,对于使用现金支付方式的公司,如果成长性越好,市场对公司并购后业绩的预期越乐观。因此,股权分置改革后,使用现金支付方式的公司如果成长性越大,公司并购市场绩效将越大。本文在模型(1)的基础上加入公司成长性与支付方式的交乘项后,回归结果表2所示。

根据表2的回归结果,公司成长性与支付方式交乘项均显著为正,说明了公司成长性与支付方式对并购市场绩效的交互效应为正,该结果支持了股权分置改革后,高成长性显著增强了现金支付方式对并购市场绩效的正效应。

2. 公司杠杆与支付方式对并购市场绩效的交互效应。公司的财务杠杆越高,则公司陷入财务困境的可能性越大,这时需要公司要保持足够的现金以备偿债,即财务杠杆越高的公司,越不应该采用现金支付的方式进行并购活动。因此,股权分置改革后,使用现金支付方式的公司如果财务杠杆越高,公司并购市场绩效将越小。本文在模型(1)的基础上加入公司杠杆与支付方式的交乘项后,回归结果表3所示。

根据表3的回归结果,在(-1,1)和(-10,10)这两个窗口期间,公司杠杆与支付方式交乘项均显著为负,说明了公司杠杆与支付方式对并购市场绩效的交互效应为负,该结果支持了股权分置改革后,高财务杠杆显著减弱了现金

支付方式对并购市场绩效的正效应。

五、结论

本节使用了基于证券市场的短期事件研究法(CAR)研究了公司的并购市场绩效,揭示了股权分置改革后上市公司并购活动的市场反应表现,以及并购交易特征?股权特征及公司自身特征对并购公司并购市场绩效产生的直接效应和交互效应。

研究结果表明:第一,股权分置改革后,中国资本市场确实能够更好地发挥出资源配置的功能,而且公司的并购活动被合理预期具有投资性和战略性;第二,股权分置改革后,市场更认可用现金支付并购的并购公司充裕现金,或对并购后经营绩效充满信心;也说明了与股票收购方式相比,现金支付方式可能更有效减少市场对并购活动中信息不对称及可能存在侵占公司股东利益的预期;第三,股权分置改革后,一方面股权分置改革后市场仍存在对关联并购可能存在掏空或侵占动机的预期,另一方面关联并购常常体现为整体上市或资产注入,此类信息也易受到市场积极追捧,从而在不同市场预期的综合作用下,并购活动的关联属性与并购市场绩效之间无显著相关关系;第四,股权分置改革后,资本市场一股独大现象依旧存在,大股东仍有潜在掏空动机,仍存在大股东侵占上市公司利益的现象;第五,股权分置改革后,使用现金支付方式的公司,其高成长性将进一步增强市场对于公司并购后经营业绩的预期;第六,股权分置改革后,财务杠杆越高的公司,越不应该采用现金支付的方式进行并购活动,从而防止由于现金流的过分使用导致无法应对杠杆过高所可能导致的财务危机。总之,文中的结果表明,股权分置改革后,大股东行为逐渐趋于理性,中国资本市场更好地发挥出了资源配置的功能,公司的并购活动被合理预期具有投资性和战略性,但在公司并购的过程中仍存在大股东侵占上市公司利益的现象。

参考文献:

1. Alope Ghosh Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions? Journal of Corporate Finance 2001 (7) 51-178.
2. Claessens, S., S. Djankov and H. P. Lang. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. Journal of Financial Economics 2000 (58) 81-112.
3. Franks J R. Harris, Shareholder wealth effects of corporate takeover: the UK experience 1955-1985 Journal of Financial Economics, 1989 23.

基金项目:国家自然科学基金项目“风险投资支持的企业IPO折价、择机与后管理问题研究”(项目号:71172052);教育部人文社会科学研究一般项目“我国上市公司债权人治理效率研究”(项目号:11YJC790197)。

作者简介:沈维涛,厦门大学管理学院副院长、教授、博士生导师;黄育明,厦门大学管理学院博士生。

收稿日期 2013-05-27。