

我国上市公司兼并收购的实证研究

广州证券有限责任公司研究中心 沈华珊

兼并收购活动在公司治理中的作用机制分析

一、公司接管市场与收购兼并活动

公司治理的内外部机制都是用于激励、监督管理者,甚至更换不合格的管理者。其中外部接管市场是公司治理的一个重要的外部治理机制。所谓接管市场(takeover market),又称公司控制权交易市场(market for corporate control),它是指通过收购兼并取得对企业的控制,达到接管和更换不良管理层的目的。收购兼并的具体形式可以从市场上逐步买入小股东的股票,也可以是从大股东手中批量购入。通过接管市场可以形成对不良管理者进行替代的持续性外部威胁,这种外部威胁在美英模式的公司治理体制中发挥着非常重要的作用。

公司接管市场一般的作用机理是:当某公司因管理不良导致业绩和形象恶化时,股东会抛售或寻机转让公司股票,股价会下跌,公司从证券市场上融资的成本会提高。这时新的投资者通过收购公司股票或收集其他股东的代理权来接管公司的控制权,并调整董事会和经理层,整顿公司业务。

因此,公司接管市场并不是一个实际意义上的市场,而是特指发生公司间收购兼并活动的一个虚拟的领域,它既包括证券二级市场,也包括场外股权交易市场,还包括一切可以实现产权转让的有形或无形的方式或场所。作为公司治理的外部机制,兼并收购和公司接管市场这两个名词实际上是相通的,只是国外的研究更多地愿意使用公司接管市场这一概念,使其更协调地和经理人市场等其他外部市场并列在一起,构成公司治理的外部机制。

二、公司接管市场与其他公司治理机制

公司治理的核心是实现外部投资者有效的监督,实现这种监督的机制包括内部监督机制和外部监督机制。前者主要是通过股东会、董事会对经理层的约束和控制实现,外部监督机制一般包括产品市场的竞争、经理市场和公司接管市场。

从发达国家的情况来看,各国的监督机制也各有特色。以美国、英国为代表的国家较多地是借助于股票市场的评价和外部接管市场的制约,以日本、德国为代表的国家更多地是依靠法人间的相互持股和银行持股。这两种体制应该说各有优劣,但当20世纪90年代日本经济体制出现问题时,有研究者将其部分归因于公司治理方面的缺陷,即缺乏接管市场的作用。

作为一种公司治理机制,接管市场尽管存在一些缺陷,但仍普遍被视为约束和控制公司管理层的根本性手段,特别是在其他治理机制不能发挥作用的情况下,投资者只能借助于这种成本昂贵的机制。

三、对公司接管市场治理效果的检验研究

西方经济学家对公司接管市场在公司治理中所发挥的作用进行了大量细致的实证研究。这些实证研究主要探讨了公司接管市场在何种情况下会取代其他公司治理机制(特别是内部治理机制)发挥关键的治理作用：一是行业因素，二是董事会组成(特别是独立董事占比)，三是无形资产存量，四是管理层特征。Morck、Sheleifer 和 Vishny(1988)对 1980 年《财富》杂志 500 家公司在 1981~1985 年间发生的兼并收购进行了抽样分析，研究结果表明，当公司业绩大大低于行业水平时，董事会撤换最高管理人员的可能性就提高了；但是当全行业都发展不好时，董事会就发挥不了应有的作用，而此时实现撤换管理人员功能的是公司接管市场上的敌意接管。原因是全行业同时面对的困境与单个公司自身的问题不同，内部治理机制(例如董事会)很难通过采取有效的措施加以解决，因为董事会很难判断公司经营不好是因为管理人员的问题还是行业的系统风险造成的。这时外部的收购兼并者就有机可乘了，当他们成功入主后，通过带人新的管理因素或业务内容来提升公司的盈利水平和市场价值。Morck、Sheleifer 和 Vishny 的研究还发现，那些拥有大量无形资产而近期发展低于行业水平的公司，更加可能成为兼并收购的对象。最后，Morck、Sheleifer 和 Vishny 指出，管理层的特征对于兼并收购是否能够发挥治理效用也很重要。如果管理层中存在创始人家族的成员，那将减少被兼并收购的可能性。

Weisbach(1988)所做的一项研究检验了内、外部董事在监督高层管理者方面的不同行为以及兼并收购的关系，发现以外部董事为主的董事会比以内部董事为主的董事会更容易撤换公司的首席执行官，而外部董事为主的公司被兼并收购的比例远远低于以内部董事为主的公司。

国内专门研究接管市场的文献不多，大多数是在研究公司治理时附带提及的。少数研究接管活动的学者主要集中在两个方面：一是讨论兼并收购对提升公司绩效所起的作用(龚玉池，2001)；二是讨论兼并收购对上市公司股价变动的影 响(高见、陈歆玮，2000；冯根福、吴林江，2001)，或是上述两种研究兼而有之(万朝岭、储诚忠、李翔、袁国良，2000)。此外，还有少数学者开始从公司治理的角度出发研究接管市场所发挥的治理功能(裴武威，1999)，并通过实证分析初步揭示了兼并收购对上市公司治理结构所产生的影响，但未能深入剖析接管市场在我国发生作用的机制和影响其治理功能的因素。因此，考察我国接管市场的治理功能方面的研究仍然是处于空白状态，本文研究这一问题的主要目的在于探索接管市场发挥治理功能的决定因素，并据此提出政策建议。

公司兼并收购的治理效果的统计分析

各种研究显示，在接管市场对上市公司发生治理作用的路径上有几个关键机制：一是并购方取得控股地位，二是新的控股股东改组董事会、更换高管人员，三是治理结构改变所产生的治理效果体现在业绩变化上。围绕接管市场作用机制的关键点，参考国外研究的一般方法并结合国内上市公司的实际情况，我们选取了 1997 年至 2001 年 5 年间发生了第一大股东变更的 392 家上市公司作为研究样本。选取 1997 年以后的数据主要是由于在此之前几乎没有发生由于股权变动所带来的高管变动。由于董事会在公司治理中起到非常重要和核心的作用，而在我国的上市公司中，董事长是董事会的核心人物，其人选的变动能够在很大程度上代表上市公司治理结构所发生的变化，因此我们主要关注这些发生并购的上市公司的董事长的变动情况。我们把董事长的变动情况分为三种：一是无变化，即原董事长继续担任原职；二是温和变化，即董事长发生了变更，但是董事会的变化比例小于 50%；三是剧烈变化，即董事长发生了变更，而且董事会变化比例大于 50%。

我们所选定的样本公司在并购当年所发生的高管变动如表 1 所示。

| | 第一大股东发生变更的公司 | 高管无变化 | 高管温和变化 | 高管剧烈变化 |
|------|--------------|-------|--------|--------|
| 1997 | 47 | 32 | 7 | 8 |
| 1998 | 74 | 38 | 16 | 20 |
| 1999 | 94 | 66 | 13 | 15 |
| 2000 | 91 | 44 | 17 | 32 |
| 2001 | 86 | 54 | 11 | 20 |
| 合计 | 392 | 234 | 64 | 95 |

| | 1年业绩变化比率 | 2年业绩变化比率 | 3年业绩变化比率 |
|------|----------|----------|----------|
| 1997 | 0.88 | -5.56 | -22.89 |
| 1998 | 0.07 | 7.53 | 0.83 |
| 1999 | 1.70 | 0.88 | 6.29 |
| 2000 | -3.14 | 17.86 | |
| 2001 | -7.88 | | |

表 2 则揭示了 1997 年以来各年度发生第一大股东变更的公司在发生并购后的 1~3 年的业绩变化幅度。我们以经过行业调整后,的净资产收益率的绝对变化量作为对经营状况变化程度的量度指标。

统计结果显示,在早期的上市公司并购中,高管变动的幅度较少,而经营业绩则呈现典型的短期效应,即发生并购当年业绩短暂提升,长期内则故态复萌;而在近期的上市公司并购中,高管变动增多,经营业绩的改善逐渐呈现长期化的特点。

上述统计结果及推论与我国上市公司并购活动在不同阶段的发展特点较为吻合。1997 年上市公司所发生的并购,很大程度上是在“十五大”提出“对国有企业实施战略性改组”系列政策背景下由各地方政府有目的的“保配”、“保壳”的大手笔所形成的,其特点表现为国有股的转让、无偿划拨与上市公司的彻底资产大置换相结合。这种非市场化的并购活动,并不是以改善上市公司治理结构为目的,而是以短期业绩的改善为目的,因此在并购以后呈现换汤不换药的特点,即主营业务可能完全改变,但是仍然保留原有的领导班子和高管人员。

1999 年以后,随着《证券法》的出台以及证监会一系列打击虚假重组政策措施的出台,上市公司的并购逐步走向具有实质内涵的战略性并购,并购活动逐渐摆脱了地方政府或主管部门操纵下的资产置换游戏的色彩,民营企业的介入大大拓展了其市场化的内涵,一个直接的表现就是高管人员的变动幅度加大。

公司接管市场的治理效果分析

上文的统计分析表明,我国上市公司并购活动所带来的高管人员的变动,在一定程度上决定了并购活动改善上市公司经营绩效的有效性和持续性,不能有效更换高管人员的并购活动无法在长期内持续改善上市公司业绩。因此,高管人员的变换程度可以在一定程度上作为衡量公司接管市场所发挥的治理效果的指标。

在并购活动中,是什么因素决定高管人员的更换呢?下文我们采用多元回归的分析方法对作用于接管市场这一关键点的因素进行实证研究。

一、研究方法

1. 样本数据的选取

样本来源于深沪两市的 A 股上市公司。选取条件为:(1)1997 年以来第一大股东发生变换;(2)不属于金融行业;(3)排除遭停牌处理或业绩极差并多年无实际经营活动的公司。最终满足这 3 个条件的有效样本共 392 家,数据处理通过“巨灵北斗星证券分析系统 1.0”完成。

2.被解释变量发生并购的上市公司的高管人员的变化程度通过引入多元哑变量来表达,其中高管无变化定义为 0,高管温和变化定义为 1,高管剧烈变化定义为 2。对高管这三种变化的定义与前文一致。判断高管的变化程度是以发生第一大股东变化年度的年报所披露的高管名单与前一年年报的披露情况相比较得到。

二、基本假设与回归方程

1. 影响接管市场治理效果的因素假设

结合我国接管市场的特点,参考国外研究的基本思路,本文假设接管市场的治理效果受以下三类因素的影响。

(1)公司的股权结构特征。这类因素我们共引入三个变量进行分析:

发生并购以后,第一大股东和第二大股东持股比例的差别程度。这个变量我们简称为控股程度, $\text{控股程度} = (\text{第一大股东持股比例} - \text{第二大股东持股比例}) / \text{第一大股东持股比例}$ 。如果第一大股东未能取得绝对控股地位,或是在控股程度方面未能拉开与第二大股东以及其他股东之间的差距,就有可能造成其入主上市公司以后无法完全按照自己的意愿改造原有的董事会和治理结构并实施自己的经营意图。在这种假设下,控股程度越低,接管市场的治理效果越弱。

新人主控股股东的股权性质。这里我们引入二元哑变量来描述这一因素,即若为国有股权,定义为 0;若为非国有股权,定义为 1,其中国有股权包括国家股和国有法人股。在地方政府或国有主管部门的安排或撮合下所进行的兼并收购,其着眼点在于置入优质资产而不是替换高管人员,而国企高管人员职位的刚性很强,这些决定了并购后高管人员不会发生剧烈变化。在这种假设下,若新人主控股股东为国有股,则接管市场的治理效果较弱;而如果是非国有股权,则接管市场的治理效果较强。

第二大股东的股权性质。这里我们同样引入二元哑变量来描述这一因素，即若为国有股权，定义为 0；若为非国有股权，定义为 1。一种假设是若第二大股东是国有股东，其有可能利用其相对控股地位保持原有高管人员的职位刚性，从而在一定程度上限制了高管人员的变动幅度，对接管市场的治理效果形成负面影响。在这种假设下，第二大股东为国有股东则治理效果较弱，反之则较强。另一种假设是若第二大股东为非国有股东，则其比国有股东具有更强的控股意识，有可能给新股东的改组行动形成更大的障碍，从而对治理效果形成负面影响。在这种假设下，第二大股东为国有股东，则接管市场的治理效果较强，反之则较弱。

(2)行业业绩

这里是想考察 Morck、Shel ei fer 和 Vi shny(1988)的有关结论在中国上市公司中的适用性。他们的研究表明，当全行业都发展不好时，公司接管市场将替代股东大会和董事会实现撤换管理人员的功能。因此我们引入行业平均的净资产收益率来衡量行业的发展。根据 Morck、Shel ei fer 和 Vi shny 的结论，假设当行业业绩较差时，公司的股东大会和董事会无法有效判断是否应该由公司高管人员来承担公司业绩变差的责任，此时接管市场将发挥作用。在这一假设下，行业业绩越差，高管被更换的程度越高。

(3)公司特征

这里我们引入两个因素来进行分析：

公司绩效。我们假设，业绩较差的公司被并购后，原有的高管人员将比较难以获得新控股股东的信任，从而被更换的可能性较大。在这种假设下，样本公司并购前的业绩越差，其高管被更换的可能性越高，接管市场的治理效果越显著。这里我们用两种方法来度量公司的绩效：第一，用样本公司在发生并购前一年经过行业调整后的净资产收益率作为度量绩效的会计指标。这一指标反映公司经营的短期盈利能力，对税收效应和资本结构的变化不敏感。第二，作为绩效度量的市场指标，利用上证指数和深证综合指数的加权平均计算经行业调整的股票超额收益率。股票的超额收益率等于股票的市场收益率减去指数的行业收益率。这个指标不受会计准则变更的影响，反映公司活动对赢利能力的长期影响。

公司的无形资产含量。这里是想验证 Morck、Shel ei fer 和 Vi shny 的研究结论，他们发现那些拥有大量无形资产而近期发展低于行业水平的公司，更加可能成为兼并收购的对象。由于无形资产含量难以精确地计算得出，我们根据无形资产的基本定义，采用公司的股票市场价值减去其账面资产总额的方法进行评估。我们假设当公司拥有大量无形资产含量而发展低于行业水平时，新入主股东认为该企业的高管人员未能有效利用其无形资产，因此其并购意图就要求其更换高管人员。在这种假设下，样本公司无形资产含量越大，接管市场的治理效果越显著。

2. 回归方程

回归方程如下：

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \epsilon_i$$

其中，Y 表示样本公司高管人员的变化程度；X₁ 表示控股程度；X₂ 表示新人主控股股东的股权性质；X₃ 表示第二大股东的股权性质；X₄ 表示行业业绩；X₅ 表示公司绩效；X₆ 表示无形资产含量； ϵ_i 表示随机误差项。

二、实证结果及分析

本文采用 SPSS10.0 统计软件对样本数据进行处理，表 3 为回归结果。

| | 接管市场治理效果=f(高管人员变动幅度)=q(股权结构特征,行业业绩,公司特征) | | | | | |
|----------------|--|-------|------|-------|-------|------|
| | 公司绩效度量指标 | | | | | |
| | 净资产收益率 | | | 超额收益率 | | |
| | 回归系数 | T值 | 显著度 | 回归系数 | T值 | 显著度 |
| 截距 | -3.62 | -0.35 | 0.31 | -6.68 | -0.48 | 0.23 |
| X ₁ | 2.41 | 3.05 | 0.01 | 4.33 | 2.98 | 0.03 |
| X ₂ | 0.33 | 4.15 | 0.01 | 1.15 | 5.33 | 0.01 |
| X ₃ | 0.47 | 0.02 | 0.69 | 0.88 | 0.78 | 0.61 |
| X ₄ | -3.86 | -3.55 | 0.02 | -4.11 | -3.90 | 0.01 |
| X ₅ | -3.41 | -4.59 | 0.01 | -5.07 | -1.87 | 0.26 |
| X ₆ | 7.19 | 0.08 | 0.25 | 6.81 | 1.71 | 0.18 |
| 观察数 | 392 | | | 392 | | |
| F | 0.17 | | | 0.09 | | |
| R ² | 8.75 | | | 4.69 | | |
| 方程显著度 | 0.01 | | | 0.01 | | |

回归结果证实了我们所假设的影响接管市场治理效果的四种因素：与股权结构有关的两种因素、行业业绩以及公司绩效。

首先，并购后控股程度越高的公司，高管人员的变化程度越大，治理效果越显著。这表明，新人主控股股东是否能够获取足够的控股权，将直接影响其改组董事会的行动是否能够获得成功。

第二，新人主控股股东为国有股，则高管人员的变动较小，即接管市场的治理效果较弱；而如果是非国有股权，则接管市场的治理效果较强。这表明如果兼并收购的主体是国有企业，则该并购很可能是地方政府或主管部门撮合下的非市场化行为，因而并购往往只带来资产或业务的置换甚至只是报表上的改观，而对高管人员的构成以及公司的整个治理结构影响不大。这种情况较多地出现在 1999 年以前的并购活动之中，是在我国特殊的市场环境下所出现的接管行为的一种异化。这种以挽救短期业绩为目的的行为，不能有效地重组公司的治理结构，因而这些公司的业绩改善往往不能持久。

第三，行业业绩与高管变动呈现负相关关系。这表明 Morck、Shel ei fer 和 Vi shny(1988) 在美国所做的有关实证研究的结论在中国的 actual 中得到了印证，即处于业绩较差行业中的公司，其股东大会无法判断公司业绩下滑是否由系统因素造成，因而无法及时有效地对董事会人选的更替做出选择，此时公司治理的内部机制在一定程度上失灵，而取而代之的是接管市

场的治理机制。这一结果表明接管市场在我国业绩下滑行业上市公司的治理中发挥了一定的作用。

第四,在通过两个不同指标验证公司绩效与高管变动之间的关系时,我们发现经过行业调整后的净资产收益率与高管变动呈现显著的负相关关系,而股票超额收益率与高管变动之间无显著相关关系。前一结果显示,如果公司原来的经营业绩较差,原高管人员将难以获得新控股股东的信任,从而更可能被更换。即接管市场能够在一定程度上纠正我国绩差公司的治理结构,发挥一定的治理效果。而后一结果不显著可能是由于我国的股票市场未能满足有效市场假说的假设前提,因此超额收益率这一指标还不能作为衡量公司绩效的辅助指标。

此外,通过回归检验我们也发现,第二大股东的股权性质与高管变换之间没有显著关系,这表明决定高管人员变动的主要是第一大股东股权性质和控股程度;公司的无形资产含量也与高管变动无关,这很可能是由于在目前我国股票市场弱有效的情况下,我们所采用的衡量无形资产含量的方法不能准确表达无形资产含量这一指标。

一点建议

研究结果表明,对我国接管市场发挥治理功能产生影响的首先是股权结构方面的因素,即实施并购方的股权性质及其最终取得的控股地位。并购方的股权性质在很大程度上决定了其实施并购的行为特征,而控股程度则决定了实现其并购意图的可能性。因此,要充分发挥接管市场的治理功能、改善其治理效果,就应该通过政策引导使并购主体多元化、并购行为市场化,彻底摒弃过去那种政府主导型的短期行为。具体可以从以下两个方面着手:一方面是进一步完善、细化兼并收购有关的法规,使兼并收购的操作更加规范和透明,促进接管市场在规范中发展壮大。2002年7月证监会发布了《上市公司收购管理办法》(征求意见稿)。这是第一个专门针对上市公司收购的法规蓝本,对《证券法》中关于并购的原则性条文起到了重要的充实作用。相信随着更多法规细则的出台,接管市场将随着兼并收购活动活跃程度的不断提升而得到更大的发展。

另一方面是通过政策的引导,有意识地引入包括民营企业和外资企业在内的多元化并购主体。在加入WTO的大背景下,把接管市场对内、外资的开放度循序渐进地提高是符合我国经济发展潮流的明智之举。自2001年11月证监会和外经贸部联合发布《关于上市公司涉及外商投资有关问题的若干意见》以来,在不到一年的时间里,国家已经颁布了8个涉及外资并购的法律法规。这无疑为接管市场的多元化发展搭建了良好的平台,既有利于充分发挥接管市场的治理功能,又是解决国有股减持问题的可行方案。值得注意的是,在接管市场的建设过程中应始终坚持资本平等原则、保护股东原则以及同股同权原则,才能取得上述一箭双雕的效果。

来源:《证券市场导报》2002年11期