

上市公司控制权转移的财富效应分析

王俊韡(博士)

(山东大学经济学院 济南 250100 山东财经大学会计学院 济南 250014)

【摘要】 本文以 2004~2006 年发生控制权转移的 109 家目标上市公司为样本,选取其 2001~2009 年的年报数据,使用主营业务资产收益率(CROA)作为公司绩效代理指标,从全样本控制权转移前后、控制权转移方式、控制权转移程度三个方面研究控制权转移带来的财富效应。结果发现:控制权转移能给公司带来明显的财富效应,表现为公司的主营业务能力明显改善,且在较长时间内稳定而显著;而且,有偿转让和部分转移带来的财富效应明显高于无偿划拨和全部转移。据此提出实践中要加强控制权有效转移,避免使用无偿划拨和全部转移,同时要并加强证券市场的有效性。

【关键词】 控制权转移 配对样本检验 独立样本检验

1993 年深圳宝安并购延中实业是我国资本市场上的第一起上市公司控制权转移事件,继此之后,上市公司控制权转移的数量不断增加,每年的并购交易额迅速增长。但控制权转移到底能否为股东带来财富效应,始终是学术界和实务界的争论焦点。

一、研究假设与样本选择

控制权市场是一个重要的资源配置场所。如果控制权市场有效,那么通过控制权转移可以实现资源的优化配置,增加目标公司价值,充分体现控制权的价值。据此,提出如下假设:

假设 1:控制权转移能为目标公司带来财富效应,目标公司绩效在控制权转移后能够得到显著改善。

我国的控制权转移并不都是市场化的结果,其主要存在两种方式:有偿转让和无偿划拨。控制权有偿转让,依赖于有效的股权定价机制;控制权无偿划拨,则完全依赖于政府的行政安排。显然,有偿转让方式的市场化程度高于无偿划拨,对资源的配置效率高于无偿划拨。因此,有偿转让方式对公司绩效的改善应该优于无偿划拨,能为目标公司带来更大的财富效应。因此,提出如下假设:

假设 2:控制权有偿转让与无偿划拨相比,具有更高的财富效应。

控制权转移可能是因为第一大股东将手中的股权全部抛出,导致第一大股东变更而引起控制权转移(简称“全部转移”)。也可能是第一大股东抛出部分股票,其他股东通过增持股票而变为第一大股东,从而导致控制权发生转移(简称“部分转移”)。这两种控制权转移程度可能会带来不同的财富效应。由于历史原因,我国的上市公司普遍存在“一股独大”现象。控制权部分转移与全部转移相比,可能更有助于改善这种畸形的股权结构。全部转移的结果只是股东变更,而持股比例和股权结构并未变动,因此,部分转移对公司绩效的改善应该优于全部转移。据此提出如下假设:

假设 3:控制权全部转移与部分转移相比,具有更高的财

富效应。

本文将控制权转移界定为控股股东变化且实际控制人同时变化。以沪、深两市的 A 股公司年报数据为选样窗口,并按如下标准进行选择:①2001~2009 年的年报数据完整;②在 2004~2006 年间发生第一大股东变更,且第一大股东属于控股股东;③剔除同时发行 B 股和 H 股的公司;④剔除实际控制人不变的公司;⑤剔除金融保险基金类公司。选样之后,共得到 109 家有效样本。

二、描述性统计

1. 财富效应衡量指标。本文使用控制权转移前后目标公司财务指标的变化(控制权转移前后七年)来衡量控制权转移的财富效应,选取主营业务资产收益率(CROA)指标作为衡量财富效应的代理指标。

$CROA = \text{主营业务利润} / \text{总资产}$

2. 描述性统计分析。按照全样本控制权转移前后、控制权转移方式、控制权转移程度分类对公司绩效变化进行描述性统计,如表 1、图 1 和图 2 所示。

表1 公司绩效变化的描述性统计

	全部样本 (109)	控制权转移方式		控制权转移程度	
		有偿转让 (95)	无偿划拨 (14)	部分转移 (43)	全部转移 (66)
CROA ₋₃	-0.018	-0.016	-0.028	-0.009	-0.022
CROA ₋₂	-0.033	-0.032	0.026	-0.036	-0.029
CROA ₋₁	-0.023	-0.025	-0.005	-0.026	-0.021
CROA ₀	-0.018	-0.018	-0.004	-0.016	-0.018
CROA ₁	0.001	-0.003	0.031	-0.004	0.004
CROA ₂	0.003	0.004	-0.001	0.016	-0.012
CROA ₃	0.010	0.026	0.009	0.021	-0.008

注:下标3、2、1、0、-1、-2、-3分别表示控制权转移后第三年、第二年、第一年,以及控制权转移当年、前两年、前三年,后面表格内的下标含义相同。

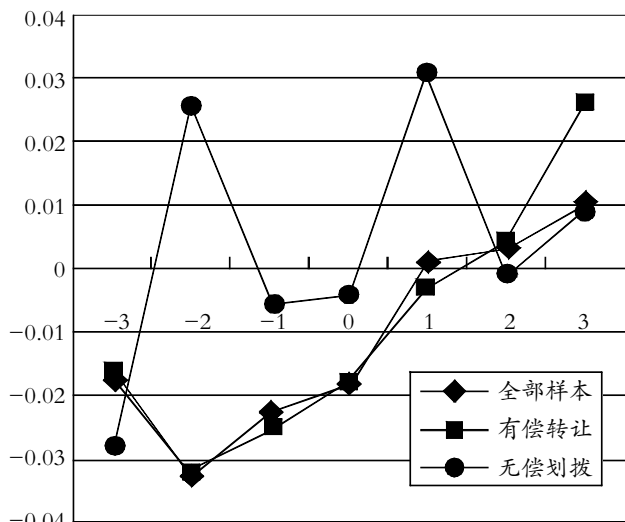


图1 不同控制权转移方式下公司CROA变化对比

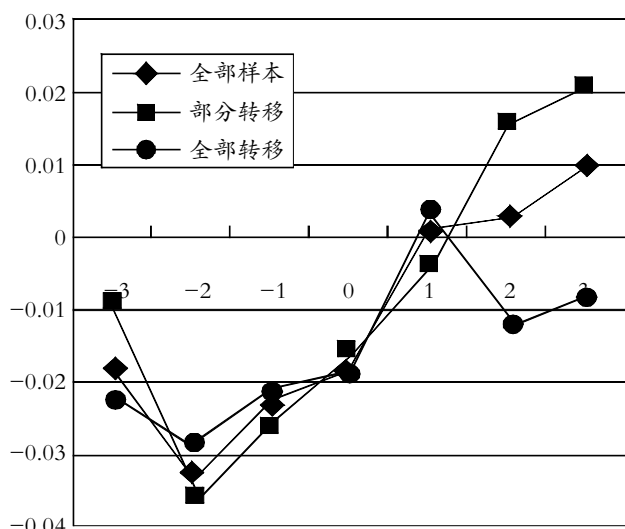


图2 基于不同控制权程度的公司CROA变化对比

由表1、图1和图2可见,全部样本在控制权转移前后呈现如下特点:公司主营业务资产收益率(CROA)在控制权转移前两年均出现了下滑,之后呈现逐年稳步上升的趋势,不断与行业均值持平甚至超过行业均值,表明公司的主营业务能力明显增强,控制权转移为公司带来了财富效应。

控制权在有偿转让方式下,公司CROA变化体现出与全部样本极大的相似性,而无偿划拨方式下公司CROA变化的特点则大相径庭,几乎完全相反,表现出极大的差异性,说明无偿划拨型的控制权转移方式在多数情况下不是因为公司的业绩下降,而是可能有其他目的。另外,控制权在全部转移和部分转移情况下,公司CROA变化趋势与全部样本较为相似。

因此,通过以上分析,可以初步认定控制权转移为公司带来了财富效应,但不同的控制权转移方式和控制权转移程度为公司带来的财富效应具有一定的差异性。

三、配对样本检验与独立样本检验

为了验证控制权转移所带来的财富效应的显著性,以及不同的控制权转移方式和控制权转移程度为公司带来财富效应的差异性,此处又进行了配对样本检验和独立样本检验。其中,全样本控制权转移使用两配对样本检验,而其他不同控制权转移情况使用两独立样本检验。在数据处理中,发现各年数据均符合正态分布,满足使用T检验的条件。

1. 全样本控制权转移所带来的财富效应配对样本检验。根据描述性统计的特点,这里运用跟踪研究法,重点考察公司绩效指标在控制权转移之后各年与控制权转移前两年的差异,另外作为辅助数据,还考察了各指标在各年与前一年的差异。重点检验七组指标差异: $CROA_1-CROA_{-2}$, $CROA_2-CROA_{-2}$, $CROA_3-CROA_{-2}$, $CROA_{-2}-CROA_{-3}$, $CROA_1-CROA_0$, $CROA_2-CROA_1$, $CROA_3-CROA_2$ 。

其中,前三个指标是公司财富效应判断的主要依据,在它们表现不明显并难以判断的情况下,再参照后四个指标进行判断。其他各指标在各年与前一年的差异不大,表中没有列出。检验结果如表2所示。

表2 全样本控制权转移带来的财富效应配对样本T检验结果

	$V_{-2}-V_{-3}$	V_1-V_0	V_2-V_1	V_3-V_2	V_1-V_{-2}	V_2-V_{-2}	V_3-V_{-2}
Mean	-0.015	0.018	0.002	0.006	0.033	0.035	0.039
t	1.031	-1.406	-0.104	-0.640	2.257 **	2.123 **	2.293 **
sig	0.305	0.162	0.917	0.576	0.026	0.036	0.021

注:V表示CROA; *、**、***分别表示显著性水平为10%、5%和1%。表3同。

上表中,控制权转移之后三年与控制权转移前两年比较,公司CROA的变化皆通过了显著性检验。表示公司绩效CROA在控制权转移之后得到了显著改善,公司的主营业务能力得到了明显提升,而且具有较强的稳定性。因此,控制权转移为目标公司带来了显著而稳定的财富效应,假设1得到验证。

2. 其他不同控制权转移情况对公司绩效变化影响的独立样本检验。此处采用独立样本T检验,检验指标选择原则同全样本检验,但稍微有所调整。重点检验以下七组指标差异: $CROA_{-2}-CROA_{-3}$, $CROA_0-CROA_{-1}$, $CROA_2-CROA_1$, $CROA_0-CROA_{-2}$, $CROA_1-CROA_{-2}$, $CROA_2-CROA_{-2}$, $CROA_3-CROA_{-2}$ 。检验结果如表3所示。

表3 不同控制权转移情况下财富效应差异性独立样本T检验

	$V_{-2}-V_{-3}$	V_0-V_1	V_2-V_1	V_0-V_{-2}	V_1-V_{-2}	V_2-V_{-2}	V_3-V_{-2}
CROA P	Mean P1	-0.020	0.007	0.005	0.015	0.019	0.038
	Mean P0	0.009	0.000 3	-0.000 4	-0.004	0.006	-0.003
	T(Sig.)	-0.941	0.418	0.296	0.032	-1.648 *	1.972 **
CROA H	Mean H1	-0.024	0.010	0.005	0.021	0.026	0.039
	Mean H0	-0.015	0.003	-0.003	0.002	0.004	0.004
	T(Sig.)	0.611	0.795	0.120	0.544	-1.74 *	1.991 **

注:P为控制权转移价格,P1表示有偿转让,P0表示无偿划拨;H为控制权转移程度,H1表示部分转让,H0表示全部转让。

表3中控制权转移之后三年与控制权转移前两年比较,有偿转让型公司对CROA的改善优于无偿划拨型公司,且差异显著,表明有偿转让比无偿划拨更有利于目标公司主营业务能力的提升,有偿转让比无偿划拨为目标公司带来更高的财富效应。假设2得到验证。

笔者对此处假设2及后面假设3都做了独立样本Mann-Whitney U检验,检验结果与T检验结果基本一致,验证了结果的稳定性。因篇幅限制,验证过程文中没有列出。

表3中控制权转移之后三年与控制权转移前两年比较,部分转移类公司对CROA的改善优于全部转移类公司,且差异显著,表明部分转移更有利于提升目标公司主营业务能力,能为目标公司带来更高的财富效应。假设3成立。

四、主要结论

根据实证分析的结果,可以得出如下结论:

1. 2001~2009年的数据显示,控制权转移为目标公司带来稳定而显著的财富效应。控制权转移后,公司主营业务资产收益率(CROA)明显改善,且在较长时间内稳定而显著。这与大多数2001年以前的并购重组只是改善短期的财务指标,从而达到融资圈钱的目的或者达到以此来炒作股票赚取差价的投机的目的不同。

本文实证结果表明2001年后,随着证券市场的各项配套制度的建立健全,我国上市公司的并购重组日益规范,以往报表式重组的现象大为改观,发生控制权转移后目标公司的主营业务能力明显提高,控制权转移为目标公司带来显著的财富效应。在以后的控制权转移中,应该更加注重主并公司和目标公司的优势互补和资源整合,做到协同增效,真正实现控制权转移的财富效应。

2. 控制权有偿转让与无偿划拨相比,能为目标公司带来更高的财富效应。实证结果显示,有偿转让对目标公司绩效的改善源于无偿划拨。说明在控制权转移中,市场机制对控制权资源的配置效率高于行政划拨方式。因此,在以后的控制权转移中,应该充分利用市场定价机制,减少政府的行政干预行为,实现控制权有偿转让,避免低效的无偿划拨转移方式。并不断完善并购(重组)交易的决策和批准机制,引导公司控制权转移向市场化发展。

3. 控制权部分转移与全部转移相比,能为目标公司带来更高的财富效应。实证数据显示,部分转移对目标公司绩效的改善优于全部转移。说明控制权部分转移比全部转移更有利于形成制衡的股权结构,也更有利于解决目标公司的代理问题,从而形成更有效的治理结构。在全部转移情况下,新的控股股东拥有的股份大于等于原第一大控股股东。由于新控股股东的势力不变甚至增强,就存在更大的大股东利益侵占的可能性,因此会对公司绩效的提升产生负面影响。而在部分转移情况下,由于股权结构趋于分散制衡化,股东之间的协调难度增大。在这种情况下,股东之间的监督强度加大,会减少大股东对公司的侵害,更容易实现股东之间的利益协同,因此有利于公司主营业务能力的提升。从这个角度出发,控制权部分

转移比全部转移更加有利。因此,在以后的控制权转移实践中,应该更加注重控制权部分转移而非全部转移,以此打破“一股独大”的格局,实现股权结构的优化和公司治理结构的完善。

本文的研究所具有的局限性是:①对控制权转移财富效应的持续性研究不足,本文仅选择了控制权转移前三年至控制权转移后三年(-3,3)的数据,最好能将其扩展到(-10,10)甚至更长,使其能与国外的研究结果进行对比。②没有对ST类与非ST类目标公司做出细分,而朱平芳(2009)等发现两类目标公司的控制权转移财富效应存在较大差异。对此需作进一步的研究。

【注】本文受教育部人文社会科学研究项目(09YJC630143)、山东省自然科学基金项目(Z2008H07)、山东省社科规划研究项目(11DKJJ08)、山东省社会科学规划研究项目(08DJGJ22),以及山东财经大学博士基金和山东大学博士后基金的资助。

主要参考文献

1. 谭劲松,刘炳奇,谭燕.企业合并:政府主导下的多方利益博弈——来自10起换股合并案例的检验.管理世界,2005;2
2. 陈昆玉,王跃堂.国有控股上市公司控制权转移对经营绩效的影响——来自中国A股市场的经验证据.经济与管理研究,2006;2
3. 白云霞,吴联生.国有控制权转移、终极控制人变更与公司业绩.金融研究,2008;6
4. 余菁.美国公司治理:公司控制权转移的历史分析.中国工业经济,2009;10
5. 徐向艺,王俊辉.控制权转移、股权结构与目标公司绩效.中国工业经济,2011;8
6. 侯宇,王玉涛.控制权转移、投资者保护和股权集中度——基于控制权转移的新证据.金融研究,2010;11
7. Linn S. and Switzer J.. The Market for Corporate Control and the Agency Paradigm. European Finance Review, 2001;3
8. Bruner R.. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. Journal of Applied Finance, 2002, 12;1
9. Gomes A. R., Novaes W.. Sharing of Control as a Corporate Governance Mechanism. Penn CARESS, UCLA Department of Economics, 2005
10. Martynova M., Oosting S., Renneboog L.. The Long-Term Operating Performance of European Mergers and Acquisitions. ECGI - Finance Working Paper, 2006;137
11. Glendon Williams. Insider Information and Trading During Mergers and Acquisitions. Proquest, Umi Dissertation Publishing, 2010
12. Fan J. et al. Corporate Finance and Governance in Emerging Markets: A Selective Review and an Agenda for Future Research. Journal of Corporate Finance, 2011;2