

上市公司大股东地位与并购融资决策

蒋 弘(副教授)

【摘要】在我国金融改革的大背景下,本文分析了上市公司大股东地位与并购融资决策的关系。从股东利益最大化角度开展的理论分析指出,定向增发会妨碍第一大股东通过并购攫取控制权私利,因此他会利用个人地位阻止定向增发的发生。但如果大股东相互制衡的状态在公司中已然存在,其他大股东则会推动定向增发的实施。实证检验结果表明,在并购融资决策中,第一大股东地位越高,上市公司选择定向增发的概率越小,而股权制衡度越高,这一概率越大。进一步研究发现,国有控股股东的存在会增强上市公司选择非定向增发的倾向性,但不会影响股权制衡的治理效果。因此,国有控股上市公司不愿选择定向增发的并购融资方式,更有可能是出于防止国有资产流失的目的。

【关键词】 制度背景; 大股东地位; 并购融资; 定向增发; 股权制衡

【中图分类号】 F832.5

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)03-0025-6

一、引言

上市公司以收购方的身份开展的并购活动往往涉及大量的资金需求,在公司自有资金无法予以满足的情况下,外部融资也就成为其必然选择。2006年5月8日,随着《上市公司证券发行管理办法》(以下简称《管理办法》)的颁布与实施,上市公司定向增发股票有了基本的管理制度,正式标志着定向增发作为上市公司再融资的一种方式出现在了中国的证券市场上。受此影响,2006年以后的定向增发活动呈现出井喷的态势。从2006至2014年,每年平均发生156.56次定向增发,定向增发发生次数占上市公司再融资活动发生次数的比例每年都超过50%,年均达到78.97%。

伴随新的外部融资方式的出现,当上市公司面临并购交易的资金瓶颈时,公司会在什么样的情况下选择定向增发呢?由于上市公司的财务和经营决策是公司股东相互博弈的结果,并购融资方式的选择也不会例外。在这样的博弈过程中,体现大股东决策实力的地位因素将不可避免地影响并购融资方式的选择。然而,现有文献很少从大股东地位这一角度,去探讨上市公司采用或拒绝定向增发方式进行并购融资所隐含的原因。于是,本文以揭示大股东地位与并购融资决策的关系作为研究目标,通过理论和实证相结合的方式得到相关研究结论。

二、文献回顾、理论分析与研究假设

根据Myers和Majluf(1984)提出的优序融资理论,公司在进行融资时,首选内部融资,即首先动用留存收益。如果内部融资不足,需要依赖外部融资时,公司会优先考虑债务融资,而将股权融资方式置于末位。然而,采用这一理论来解释我国上市公司的再融资情况不太具有说服力,因为不少学者发现,我国上市公司普遍存在股权再融资偏好(毕金玲,2009;杜魁,2013)。研究显示,公司之所以青睐股权再融资,是因为大股东可以利用自身控股权优势通过股权再融资来获取隐性收益,也即是说,大股东获取控制权私有收益的动机是上市公司偏好股权再融资的根本原因(李小军等,2010;周浩荣,2011;杜魁,2013)。

对于具体的股权再融资方式,Cronqvist和Nilsson(2005)、Wu和Wangle(2005)都认为,大股东为了保护自身控制权以便继续享有控制权私有收益,会采用配股融资的方式来防止控制权被稀释。但管征等(2008)的实证研究则指出,在我国特殊的制度背景下,上市公司的国有大股东掌握公司绝对的控股权,在既不影响其控股地位,又能获得同样私人利益的情况下,他们会首选增发方式进行融资。

由于上述研究都没有考虑股权再融资的具体目的,所得结论是否能够解答并购活动中上市公司股权再融资方式的

【基金项目】 重庆市社会科学规划项目“制度环境演化与治理结构安排在并购重组中的交互效应研究”(项目编号:2013PYGL17);重庆市教委科学技术研究项目“地区金融发展对股权制衡治理效应的影响研究”(项目编号:KJ1400611);重庆工商大学科研启动经费项目“制度环境对股权制衡治理效应的影响研究”(项目编号:1355010);国家自然科学基金重点项目“制度环境、公司财务政策选择和动态演化研究”(项目编号:71232004)

□ 改革与发展

选择问题还有待检验。鉴于目前研究并购活动中股权再融资方式选择的文献较少,从大股东地位角度进行分析的文献更是鲜见,于是本文建立股东利益最大化模型进行理论分析:

假设在一家市场价值为 $V(V>0)$ 的上市公司中,有一个持股比例为 $\alpha(0<\alpha<1)$ 的第一大股东。该家上市公司面临一个并购机会,但由于自有资金短缺,并购项目的全部投资资金 $I(I>0)$ 都亟需从外部融入。

那么,对于公司第一大股东来说,为了从并购中获取控制权私有收益,采用股权再融资将是更有效的手段。而在保持第一大股东身份的前提下,选择何种股权再融资方式则是第一大股东需要考虑的问题。第一大股东在此次并购融资中的投入记为 $D(0\leq D\leq 1)$,其能从并购中获取的控制权私有收益记为 $B(B\geq 0)$ 。

在并购融资的决策环节,原股东群体中的其他股东愿意为监督第一大股东而付出的监督成本(即监督力度)记为 $M_1(M_1\geq 0)$ 。在融资后的并购交易环节,新股东群体中的其他股东(由原股东群体中的其他股东和新进股东组成)愿意为监督第一大股东而付出的监督成本记为 $M_2(M_2\geq 0)$ 。其他股东愿意付出的监督成本越高,对第一大股东的监督越有力,也就越能够制约其对控制权私有收益的攫取。因此, B 是 M_1 和 M_2 的函数,即: $B=B(M_1, M_2)$,且 $\frac{\partial B}{\partial M_1}<0, \frac{\partial B}{\partial M_2}<0$ 。

记 p 为预计在并购融资中产生出其他大股东的概率。由于其他大股东相对于中小股东而言在企业中享有更大的利益,自身经济实力也更加雄厚,从而愿意付出更多的监督成本(林志伟等,2010)。 p 越大,在并购融资后,新股东群体中的其他股东形成的监督力量就越强,所以 $M_2=M_2(p)$,且 $\frac{dM_2}{dp}>0$ 。另外, p 越大,为了继续享有控制权私有收益,第一大股东就需要加大自身在此次融资中的投入 D 。因为 D 越大,第一大股东在融资后持有的股权比例越大,这不仅有利于维持自身第一大股东的地位,还能挤压产生其他大股东的空间,所以 $D=D(p)$,且 $D'(p)>0$ 。

第一大股东通过并购获取的净收益 U_c 为:

$$U_c = \frac{\alpha \cdot V + D}{V + I} \cdot (V + I - B) + B - D$$

$$= \alpha \cdot V + \frac{(1 - \alpha) \cdot V + (I - D)}{V + I} \cdot B \quad (1)$$

由于 $0<\alpha<1, V>0, I>0, 0\leq D\leq 1, B\geq 0$,所以 $U_c>0$ 。这表明,第一大股东选择股权再融资对自身是有利的,于是他会推动并购融资的进行。

对 U_c 取关于 p 的偏导数,整理后可得:

$$\frac{\partial U_c}{\partial p} = \frac{B}{V + I} \cdot D'(p) + \frac{(1 - \alpha) \cdot V + (I - D)}{V + I} \cdot \frac{\partial B}{\partial M_2} \cdot \frac{dM_2}{dp} < 0 \quad (2)$$

$$\text{由于 } \frac{B}{V + I} \geq 0, D'(p) > 0, \frac{(1 - \alpha) \cdot V + (I - D)}{V + I} > 0,$$

$$\frac{\partial B}{\partial M_2} < 0, \frac{dM_2}{dp} > 0, \text{所以 } \frac{\partial U_c}{\partial p} < 0。$$

因此, p 较大时,第一大股东通过并购获取的净收益会比 p 较小时有所减少。对于第一大股东而言,面对这种情况,他在考虑股权再融资的方式时,会尽量避免选择容易提高 p 的并购融资方式。而在配股、公开增发和定向增发三种股权再融资方式中,定向增发更容易提高 p 值。

定向增发是上市公司向符合条件的少数特定投资者非公开发行股票的行为。《管理办法》规定,定向增发的发行对象不得超过10人。与公开增发的股票会分散到众多的投资者手中不同,定向增发由于发行对象少,在上市公司股票发行数量不变的情况下,单个投资者的持股比例将会比较高,即 p 较大。从我国学者的研究中可以看出,第一大股东选择何种融资方式,取决于自身是否能够获取控制权私有收益。尽管定向增发属于股权再融资,第一大股东可以通过股权再融资普遍采用的对新股定高价的办法筹集到大量的外部资金,然后利用并购活动转移这些资金以攫取私利,但是定向增发的特性会动摇第一大股东原本的地位,即由于其他大股东伴随定向增发而出现,第一大股东将面临处处受人掣肘的威胁。如果发生这种情况,第一大股东想获取任何私利就变得非常困难。

研究显示,第一大股东利用并购来“掏空”公司资产的情况是真实存在的(李增泉等,2005;陈骏、徐玉德,2012)。因此,第一大股东会在股东大会上针对定向增发融资投出反对票,即在决策层面上尽量降低 p 。第一大股东在公司中的地位越高,他的反对票越有力,定向增发融资的议题通过股东大会的可能性越小。郭思永等(2010)发现,上市公司的融资决策与第一大股东控制权地位的稳固程度有关。于是,本文提出如下假设:

H1:在并购融资决策中,第一大股东在公司中的地位越高,公司选择定向增发融资的概率越小。

在并购融资后,新股东群体中的其他股东持有公司股份的比例合计为:

$$\beta = 1 - \frac{\alpha \cdot V + D}{V + I} = \frac{(1 - \alpha) \cdot V + (I - D)}{V + I}$$

第一大股东攫取控制权私有收益给其他股东造成的损失为 $\beta \cdot B$ 。而其他股东增加一单位监督成本至少不能超过因增加这一单位监督成本而减少的损失,否则由于成本大于收益(即减少的损失),其他股东不会去监督第一大股东,所以

$$\left| \frac{\partial \beta \cdot B}{\partial M_2} \right| \geq 1, \text{即 } \frac{\partial \beta \cdot B}{\partial M_2} \leq -1。$$

新股东群体中的其他股东通过并购获取的合计净收益 U_r 为:

$$U_r = \beta \cdot (V + I - B) - (I - D) - (M_1 + M_2) \\ = \frac{(1 - \alpha) \cdot V + (I - D)}{V + I} \cdot (V + I - B) - (I - D) - (M_1 + M_2) \quad (3)$$

对 U_r 取关于 p 的偏导数, 整理后可得:

$$\frac{\partial U_r}{\partial p} = \frac{B}{V + I} \cdot D'(p) + \left[\frac{(1 - \alpha) \cdot V + (I - D)}{V + I} \cdot \frac{\delta B}{\delta M_2} + 1 \right] \cdot \frac{dM_2}{dp} \\ = \frac{B}{V + I} \cdot D'(p) + \left[\frac{\delta \beta \cdot B}{\delta M_2} + 1 \right] \cdot \frac{dM_2}{dp} \quad (4)$$

由于 $\frac{B}{V + I} \geq 0$ 、 $D'(p) > 0$ 、 $\frac{\delta \beta \cdot B}{\delta M_2} \leq -1$ 、 $\frac{dM_2}{dp} > 0$, 所以

$$\frac{\partial U_r}{\partial p} \geq 0。$$

因此, 对其他股东而言, p 较大时, 他们在并购中获取的净收益不会低于 p 较小时的净收益, 甚至还会提高。为此, 他们更愿意选择有利于提高 p 的并购融资方式, 也就是定向增发融资。

对 U_c 取关于 M_1 的偏导数, 整理后可得:

$$\frac{\partial U_c}{\partial M_1} = \frac{(1 - \alpha) \cdot V + (I - D)}{V + I} \cdot \frac{\delta B}{\delta M_1} \quad (5)$$

由于 $\frac{(1 - \alpha) \cdot V + (I - D)}{V + I} > 0$ 、 $\frac{\delta B}{\delta M_1} < 0$, 所以 $\frac{\partial U_c}{\partial M_1} < 0$ 。

因此, 原有股东群体中的其他股东对第一大股东的监督力度 M_1 越大, 越能够抑制第一大股东攫取控制权私有收益的行为。尽管 M_1 产生于原有股东群体中的其他股东, 但是, 由于中小股东“搭便车”行为的存在, M_1 的大小更多地取决于这些股东之中的大股东(王立勇、张秋生, 2003; 刘茂平、曾令泰, 2010)。根据 Pagano 和 Roell (1998)、Bennedsen 和 Wolfenzon (2000) 的研究, 通过适当的股权安排, 形成多个大股东共同控制公司的局面, 能够有效抑制第一大股东的“掏空”行为。由于多位大股东分享公司的控制权, 出于维护自身利益的目的, 他们之间会在各种问题上讨价还价, 使得任何一个大股东都无法独立支配公司决策, 极大地将大股东行为带来的成本内部化, 从而减少以牺牲其他股东利益为代价的“掏空”行为, 这就是所谓的股权制衡。

因此, 在股权制衡度较高的情况下, M_1 也会较大, 会带来更全面地对第一大股东的监督。由于股权制衡度与 M_1 相联系, 并且监督发生在并购融资的决策环节, 所以 M_1 的大小也反映出其他股东在决策层面同第一大股东进行抗衡的能力, M_1 越大, 这种能力越强。于是, 对绝大多数股东而言, 尽管会遭遇第一大股东的反对, 但由于还有其他地位不低的大股东会参与到并购融资方式的决策当中, 这股力量将推动最终的决策向能够体现大多数股东利益的方向倾斜, 即采取定向增发融资。利用我国上市公司的样本数据所进行的实证研究已经证实, 股权制衡在减少并购中的“掏空”行为、提高并

购绩效方面具有积极的作用(蒋弘、刘星, 2012)。于是, 本文提出如下假设:

H2: 在并购融资决策中, 公司的股权制衡度越高, 公司选择定向增发融资的概率越大。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取沪深 A 股上市公司 2001~2014 年对外公告并购融资方案的上市公司作为研究样本, 并按以下原则对样本进行了筛选: ①剔除并购融资失败的上市公司样本。②剔除募集资金用途发生变更、不再用于并购的上市公司样本。③剔除在同一年度进行过两次及以上并购融资的上市公司样本。这是因为实证研究中多数变量数据通常是按年采集, 如果不剔除上述样本, 就无法分清因变量的变化是由同一年度中哪一次并购融资引起的, 从而会人为地弱化自变量与因变量的相关性, 进而影响实证检验结果的可靠性和准确性。④剔除数据缺失和数据异常的上市公司样本。

经过上述操作后, 共得到 622 个研究样本。研究数据来自 CSMAR 数据库和上市公司年度报告。

(二) 变量定义与回归模型

详细的变量定义见表 1:

表 1 变量定义

变量名称	具体定义
被解释变量	Type(并购融资方式) 虚拟变量, 当并购融资方式为定向增发时, 取值为 1, 否则为 0。
解释变量	FS (第一大股东地位) 公告前一年末按一致行动人信息对大股东持股比例进行调整后, 计算得到的公司第一大股东的 Shapley 指数。该值越大, 表明第一大股东的地位越高。
	SR(股权制衡度) 公告前一年末按一致行动人信息对大股东持股比例进行调整后, 公司第二大股东 Shapley 指数与第一大股东 Shapley 指数之比。该值越大, 表明公司的股权制衡度越强。
控制变量	Growth (公司成长性) 公告前一年全年的总资产增长率, 总资产增长率=(期末总资产-期初总资产)/期初总资产。该值越大, 表明公司的成长性越好。
	DPR(股利支付率) 公告前一年末的股利支付率, 股利支付率=每股股利/每股收益。该值越大, 表明公司的股利支付率越高。
	FSP(流通股比例) 公告前一年末的流通股比例, 流通股比例=已流通股份/股本总数, 该值越大, 表明公司的流通股占比越高。
	PB(公司盈利能力) 公告前一年末的资产净利率, 资产净利率=净利率/总资产平均余额。其中, 总资产平均余额=(资产期末余额+资产期初余额)/2。该值越大, 表明公司的盈利能力越强。
Industry (行业类型)	虚拟变量, 根据《上市公司行业分类指引》, 按行业门类代码(单字母编码)将样本公司的行业类型划分为制造业与非制造业。当公司属于制造业时, 取值 1, 反之则为 0。

本文将并购融资方式划分为定向增发融资和其他方式融资, 建立虚拟变量 Type 予以记录, 作为被解释变量。本文根据研究假设, 以 Shapley 指数来衡量第一大股东的公司地位, 同时借鉴蒋弘和刘星(2012)的研究方法, 使用 Shapley 指数来计算公司的股权制衡度, 建立第一大股东地位 FS 和股权

□ 改革与发展

制衡度SR两个解释变量。对于控制变量的设置,本文则综合参考了支晓强和童盼(2004)、李斌和孙月静(2013)的研究成果。

因为被解释变量Type是虚拟变量,所以不能采用传统的线性回归分析,而要使用二项Logistic回归,回归模型如下:

$$\text{logit}(\text{Type}) = \alpha + \beta_1 \cdot \text{FS} + \beta_2 \cdot \text{SR} + \beta_3 \cdot \text{Growth} + \beta_4 \cdot \text{DPR} + \beta_5 \cdot \text{FSP} + \beta_6 \cdot \text{PB} + \beta_7 \cdot \text{Industry} \quad (6)$$

(三) 描述性统计

变量描述性统计见表2。从表2可以看出,第一大股东地位FS的均值为0.532,中值为0.526。由于Shapley指数其实是一种概率,取值范围为[0,1],因此就样本总体而言,第一大股东的地位处于中等偏上的位置,并且至少有一半的样本公司达到了这一水平。股权制衡度SR的最小值为0,最大值为0.996,均值只有0.204,中值仅为0.083,说明样本公司整体的股权制衡度并不高;公司成长性Growth的均值为0.609,中值为0.102,都大于0,这表示样本公司普遍具有良好的成长性。而通过股利支付率DPR的均值0.248和中值0.151可以发现,多数样本公司都向股东发放了股利。流通股比例FSP的均值为0.634,中值为0.584,说明样本公司整体具有较高的流通股比例,且至少一半的样本公司的流通股比例超过50%。公司盈利能力PB的均值为0.035,中值为0.039,都大于0,因此样本公司普遍具有良好的盈利能力。从并购融资方式虚拟变量Type的频数统计中可以看到,样本公司中选择以定向增发为并购交易融资方式的公司占大多数。根据行业类型虚拟变量Industry的频数统计结果,样本公司中制造业公司略多一些。

表2 变量描述性统计

连续变量	最小值	最大值	均值	中值	标准差
FS(第一大股东地位)	0.062	1.000	0.532	0.526	0.235
SR(股权制衡度)	0.000	0.996	0.204	0.083	0.257
Growth(公司成长性)	-1.000	105.022	0.609	0.102	5.353
DPR(股利支付率)	-1.034	9.000	0.248	0.151	0.508
FSP(流通股比例)	0.085	1.000	0.634	0.584	0.264
PB(公司盈利能力)	-6.764	1.296	0.035	0.039	0.303
虚拟变量	样本个数	1出现的频率	所占比例(%)	0出现的频率	所占比例(%)
Type(并购融资方式)	622	537	86.33	85	13.67
Industry(行业类型)	622	355	57.07	267	42.93

(四) 自变量相关性

自变量的相关性分析见表3。从表3可以看出,除FS和SR、FS和FSP这两组自变量之间存在显著的负相关关系之外,其余自变量间的相关关系都很微弱。为了避免多重共线性造成回归估计失真,本文不同时将FS与SR、FSP引入回归模型当中。

表3 自变量相关系数矩阵

	FS	SR	Growth	DPR	FSP	PB
FS (第一大股东地位)	1	-	-	-	-	-
SR (股权制衡度)	-0.594**	1	-	-	-	-
Growth (公司成长性)	-0.022	0.044	1	-	-	-
DPR (股利支付率)	0.098*	0.039	-0.022	1	-	-
FSP (流通股比例)	-0.339**	-0.051	-0.075	-0.135**	1	-
PB (公司盈利能力)	-0.037	0.040	0.137**	0.028	-0.022	1
Industry (行业类型)	-0.028	0.059	-0.055	0.019	0.059	-0.041

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,下同。

四、实证结果与分析

(一) 二项Logistic回归结果

回归结果见表4。Hosmer-Lemeshow检验用于判断被解释变量的实际值与预测值的分布是否有显著差异,原假设是两者没有显著差异。

表4 二项Logistic回归结果

		模型1		模型2	
		系数估计值	Wald值	系数估计值	Wald值
常数项	a	2.997***	67.369	0.026	0.005
解释变量	FS (第一大股东地位)	-2.079***	16.690	—	—
	SR (股权制衡度)	—	—	1.396**	6.102
控制变量	Growth (公司成长性)	0.108	0.689	0.204	1.357
	DPR (股利支付率)	-0.325*	3.403	-0.296*	2.718
	FSP (流通股比例)	—	—	2.615***	24.047
	PB (公司盈利能力)	-2.179**	4.273	-1.783*	2.895
	Industry (行业类型)	0.398*	2.719	0.367	2.226
Hosmer-Lemeshow检验		χ^2 值	相伴概率	χ^2 值	相伴概率
		2.593	>0.100	2.624	>0.100

从表4可以看出,无论是模型1还是模型2,检验统计量 χ^2 观察值的相伴概率都大于0.1,因此不能拒绝原假设,这意味着估计的回归方程的拟合优度高,回归方程是有效的。在模型1中,第一大股东地位FS的系数估计值显著为负,说明第一大股东的地位越高,公司为并购交易融资时,选择定向增发的可能性越小,H1得到验证。章卫东(2008)认为,定向增发融资是中国上市公司股权再融资的最佳选择。他的理由

是定向增发具有发行门槛低、融资操作简便、定价方式灵活、审核程序简单等优点,而且定向增发的主要对象只有原有的大股东和新的机构投资者,而机构投资者的引入可以强化对上市公司的监管,从而降低代理成本,提高上市公司的业绩。相对于个人投资者,机构投资者最大的优势就是信息获取和处理能力(Cai et al., 2010)。机构投资者拥有足够数量和经验的人手来负责与上市公司有关的信息收集、整理和提炼工作,从而可以很大程度上减少自身与上市公司之间存在的不对称问题(Chiang et al., 2010)。这预示着伴随定向增发而引进的机构投资者将给公司第一大股东带来沉重的监督压力。

因此,第一大股东出于自身利益的考虑,是不愿意公司选择定向增发为并购融资方式的,从而具有利用自身地位阻止定向增发融资的动机。

在模型2中,股权制衡度SR的系数估计值显著为正,说明股权制衡度越高,公司为并购交易融资时,选择定向增发的可能性越大,H2得到验证。由于在并购融资方式的选择中,第一大股东并没有站在维护全体股东利益的角度去考虑问题,这就难免会引发利益冲突。而其他股东中的大股东不仅在公司中享有比中小股东更大的利益,也拥有中小股东难以企及的实力,能够承担更多的监督成本。

尽管其他大股东做出的监督行为是出于维护自身利益的目的,但在与第一大股东抗衡的过程中,并购融资方式的决策会朝对公司绝大多数股东有利的方向偏转。所以,在并购融资方式决定权的争夺中,广大中小股东与其他大股东存在利益的一致性。从自身利益出发,广大中小股东会选择站在其他大股东一边,给予他们支持(Bloch, 2013)。于是,当公司内部已经形成大股东相互制衡的状态时,第一大股东出于个人私利而采取的行为将得到极大程度上的遏制,定向增发融资将变得更加容易实施。

(二)稳健性检验

为了进一步提高研究结论的可靠性,本文进行了稳健性检验。本文以并购融资公告前一年全年的固定资产增长率来衡量公司成长性,变量记为Growth_2;同时,以并购融资公告前一年年末的净利率与总资产期末余额之比来衡量公司盈利能力,变量记为PB_2。

通过自变量相关性分析发现,对于全部自变量,仍然只有FS和SR、FS和FSP这两组自变量之间存在显著的负相关关系,其余自变量间的相关关系都很微弱。于是,仿照之前的处理方式,不同时将FS与SR、FSP引入回归模型当中。

稳健性检验结果见表5。从表5可以看到,在模型3和模型4中,估计的回归方程的拟合优度高,表明回归方程有效。模型3中,第一大股东地位FS的系数估计值显著为负;模型4中,股权制衡度SR的系数估计值显著为正。稳健性检验的结果仍然支持本文提出的假设。

表5 稳健性检验结果

		模型3		模型4	
		系数估计值	Wald值	系数估计值	Wald值
常数项	a	2.898***	65.822	0.093	0.080
解释变量	FS (第一大股东地位)	-2.024***	16.017	—	
	SR (股权制衡度)	—		1.301**	5.460
控制变量	Growth_2 (公司成长性)	0.003	0.053	0.004	0.058
	DPR (股利支付率)	-0.318*	3.294	-0.291	2.686
	FSP (流通股比例)	—		2.509***	23.971
	PB_2 (公司盈利能力)	-0.104	0.198	-0.089	0.184
	Industry (行业类型)	0.369	2.379	0.314	1.668
Hosmer-Lemeshow 检验		χ^2 值	相伴概率	χ^2 值	相伴概率
		6.416	>0.100	8.534	>0.100

(三)进一步研究

本文的研究到目前为止都是基于“经济人”假设,认为第一大股东是出于自身利益最大化的目的而反对采用定向增发进行并购融资。但是对于国有控股上市公司而言,由于肩负着特定的使命(白永秀、严汉平, 2004;李文海, 2006;高永, 2012),公司中第一大股东的行为往往有着更高层次的考虑。即便国有控股上市公司在并购融资方式上做出了与其他上市公司相同的选择,其选择的背后却有可能隐含着不一样的目的。对此,为了深化研究,本文建立虚拟变量SH,该变量在上市公司第一大股东为国有控股股东时取值为1,否则为0。然后,分别将FS×SH和SR×SH交互项引入回归模型,通过分析回归结果来揭示国有控股上市公司在并购融资方式选择上所抱有的目的。

从前面的表4和表5可以看到,在各个模型中都存在一些控制变量的系数估计值不显著的现象,为避免无关自变量对回归结果的干扰,提高回归结果准确性,本文采用向前逐步法(条件似然比)筛选进入模型的自变量。引入FS×SH和SR×SH交互项的回归结果分别见表6和表7。

从表6可以看到,采用向前逐步法(条件似然比)后,通过两步就完成了自变量的筛选。在模型5和模型6中,Hosmer-Lemeshow 检验始终维持原假设,因此估计的回归方程是有效的,而且用以反映拟合优度的Nagelkerke R^2 的值逐渐增大,说明自变量的逐步引入提高了回归方程的拟合优度。根据表6,FS和FS×SH最终保留在模型当中,且系数估计值都显著为负,这表明在第一大股东是国有控股股东的上市公司中,公司选择定向增发进行并购融资的可能性比其他上市公司更小(FS在SH=1时的系数值小于SH=0时的系数值)。

表 6 引入FS×SH的回归结果

		第一步(模型5)		第二步(模型6)	
		系数估计值	Wald值	系数估计值	Wald值
常数项	a	2.076***	228.772	2.754***	60.480
解释变量	FS (第一大股东地位)	—	—	-1.356**	4.732
	FS×SH (交互项)	-1.382***	18.956	-0.811**	4.058
控制变量	Growth (公司成长性)	—	—	—	—
	DPR (股利支付率)	—	—	—	—
	FB (公司盈利能力)	—	—	—	—
	Industry (行业类型)	—	—	—	—
Hosmer-Lemeshow 检验		χ ² 值	相伴概率	χ ² 值	相伴概率
		0.305	>0.100	9.572	>0.100
Nagelkerke R ²		0.049		0.063	

表 7 引入SR×SH的回归结果

		第一步(模型7)		第二步(模型8)	
		系数估计值	Wald值	系数估计值	Wald值
常数项	a	0.354	1.501	0.134	0.202
解释变量	SR (股权制衡度)	—	—	1.269**	5.372
	SR×SH (交互项)	—	—	—	—
控制变量	Growth (公司成长性)	—	—	—	—
	DPR (股利支付率)	—	—	—	—
	ESP (流通股比例)	2.609***	25.851	2.592***	26.169
	PB (公司盈利能力)	—	—	—	—
	Industry (行业类型)	—	—	—	—
Hosmer-Lemeshow 检验		χ ² 值	相伴概率	χ ² 值	相伴概率
		12.203	>0.100	6.579	>0.100
Nagelkerke R ²		0.085		0.102	

从表7可以看到,向前逐步法(条件似然比)同样用了两步就筛选完自变量,而且估计的回归方程始终有效,拟合优度也逐步提高。根据表7,SR最终保留在模型当中,其系数估计值显著为正。但是,SR×SH被排除在模型之外,这说明该交互项对并购融资方式Type没有显著的解释能力。因此,上市公司国有控股股东的存在并不影响股权制衡的治理效果(SH=1时并不会影响SR的系数值)。本文认为,国有控股股东在不干预公司中其他股东的正常利益诉求的情况下,仍然

竭力阻止通过定向增发进行并购融资,而且做得比非国有控股的上市公司有过之而无不及,这不能单纯地以“为了维持从并购中获取控制权私有收益的能力”来解释。防止国有资产流失是国有控股股东的分内事务(王勇,2007),国有控股上市公司在并购融资时选择定向增发方式的概率比其他上市公司更小,很有可能是国有控股股东利用自身地位在保护公司的国有资产。

五、结论及建议

本文的实证结果显示,在并购融资决策中,公司选择定向增发融资的概率受第一大股东地位的负面影响,受公司股权制衡度的正面影响。进一步研究还发现,存在国有控股股东的上市公司比其他上市公司更倾向于选择定向增发以外的并购融资方式。

本文的研究结论一方面提示我们,为了发挥并购融资中定向增发方式的独特优势、保护广大股东的合法权益,适当削弱公司中第一大股东的地位,同时建立起有效的股权制衡机制将是有效的应对措施。另一方面也告诉我们,第一大股东与其他股东在并购融资方式选择上存在的分歧,并非绝对意味着第一大股东打算通过并购攫取控制权私有收益。由于定向增发的对象为特定机构,对于国有控股上市公司而言不一定总是代表着好处,第一大股东利用自身地位阻止其发生也是情有可原的。

鉴于此,为了避免第一大股东与其他股东之间因为利益不一致而产生冲突,第一大股东应该就不采取定向增发的原因向其他股东做出充分的解释,在必要的情况下可以通过书面承诺来打消部分股东的疑虑。同时,上市公司还要定期向全体股东公布融资资金的完整使用明细并报告并购实施进度,以便股东及时掌握公司情况,评估决策执行效果。最终则是要建立起大股东与其他股东之间的互信机制,促使全体股东在上市公司的各项事务上凝聚共识,实现效率和公平兼顾,既协调好公司中不同性质股东的利益,又助推了混合所有制经济的健康发展。

主要参考文献:

黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析[J].经济研究,2001(11).
姚颐,刘志远.机构投资者具有监督作用吗?[J].金融研究,2009(6).
杜魁.上市公司控制权私有收益与再融资的关系[J].财会月刊,2013(18).
周浩荣.上市公司股权再融资中大股东产权侵占问题思考[J].财会月刊,2011(32).
蒋弘,刘星.大股东股权制衡与上市公司并购绩效[J].南方经济,2012(9).

作者单位:重庆工商大学会计学院,重庆 400067