

## 股权结构与兼并行为倾向的实证分析\*

史先诚

(南京大学 长江三角洲经济社会发展研究中心, 江苏 南京 210093)

**摘要:**文章运用 Logistic 过程实证研究了我国上市公司的兼并和被兼并行为, 结果表明第一大股东股权属性、大股东持股比例、股权集中度等变量对企业兼并行为具有显著解释能力。具体而言, 法人股第一大股东、第一、二、四大股东持股比例高、股权集中度高、盈利能力强的公司倾向于对外兼并; 股权分散、第一大股东主动出让股权或为国家股的公司则易于被兼并; 大股东股权协议转让、关联交易和现金支付的兼并成功可能性高。这一研究结论对我国企业兼并实务工作和理论研究具有相当价值。

**关键词:**股权结构; 兼并; 行为倾向; Logistic 过程

**中图分类号:**F271; F830. 91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)06-0134-11

兼并收购已成为我国上市公司较为普遍的一种行为, 其数量和规模也日趋攀升。目前国内关于兼并收购的研究主要集中在兼并收购绩效分析上<sup>①</sup>, 其行为动机仍然停留在经典教科书的传统解释上, 将兼并收购作为公司治理的接管机制也仅有较少的实证研究。然而, 无论是上市公司对外兼并还是对上市公司的收购, 都愈来愈成为企业的一种主动性行为和策略性行为, 通过兼并收购对外进行扩张已是企业成长战略的重要选择。那么哪些企业更倾向于通过兼并扩张? 又有哪些可能成为被兼并的对象? 是什么因素影响兼并成败? 这些问题已成为兼并实务和理论研究关注的重点。本文运用我国上市公司公开信息实证分析兼并可能性、成败可能性等兼并行为倾向。

### 一、问题的提出

在发达资本市场上, 准备对外兼并的公司、企图获取兼并溢价的投资者和可能被兼并的企业, 均涉及到透过公司特征预测被兼并可能性的问题。如

收稿日期: 2004-03-05

基金项目: 教育部重大课题“长江三角洲地区上市公司资本结构与业绩研究”的阶段性成果, 项目编号: 01JAZJD790010

作者简介: 史先诚(1975-), 男, 江苏徐州人, 南京大学长江三角洲经济社会发展研究中心博士生。

果选对了目标企业,公司就可以通过兼并实现成功扩张;如果预测到某个企业可能被兼并,投资者就可以对其投资以获得目标公司的兼并溢价;如果预测到存在被兼并的可能,企业就要提前改变导致被兼并的因素、改善公司管理或采取反收购措施,以防止被兼并的命运。根据公开信息预测兼并发生的可能性,自然就成为国外兼并实务和理论研究关注的问题之一。Dietrich 和 Sorensen (1984)的实证研究认为,公司被兼并的概率随总股本市场价值、杠杆比率、资产周转率和股利支付率的降低而上升,但随年成交量增加而上升。其中资产周转率和股本价值规模对被兼并可能性影响较大。Palepu(1986)的实证研究表明,拥有大量资源和投资机会但经营困难的小公司容易成为目标企业。Ambrose 和 Megginson(1992)在 Palepu 的基础上考虑了反接管措施,但发现该变量一般倾向于增加被接管的可能性。而 Owen(2000)则发现年轻且有增长潜力的小公司容易成为收购目标。

我国资本市场由于上市资格稀缺,以上市和再融资为目的的兼并收购和重组行为比较符合前一段时期和当前实际。此种行为动机下,“壳公司”的选择是最为关键性的步骤,分析怎样的上市公司容易被收购也就成了关注的焦点。“三无概念”、股权分散、盘子较小的上市公司成为企业“买壳”上市的追逐目标。这表明股权属性、股权流通性结构、股权集中度等股权结构因素成为被兼并可能性的一个重要决定因素。然而,对兼并可能性的研究仍以定性分析和对兼并事件数据的描述性统计分析为主。例如孙永祥(1999)研究了1994~1998年间股权结构与并购现象之间的关系,指出股权分散的公司比股权集中的公司更易于发生并购。杜莹(2002)指出股权分散有利于接管,股权集中不利于接管,股权适度集中在多数情形下有利于接管。对被收购公司特征基本判断还需要从实证分析的角度加以深化。赵勇(2000)通过实证研究指出总股本较小、股权分散、每股净资产和市盈率较低的公司具有较高的被收购概率。陈涛涛(2002)在赵勇的基础上估计了目标公司财务特征对被收购可能性的影响。但他实际上没有发现财务特征的实质影响,而是得到了股权特征对被收购可能性的显著影响,即总股本较小、股权分散、流通股比例高和每股净资产小对预测有正向作用。

可见,企业内部特性才对企业兼并行为具有根本性解释力,目标公司规模、股权结构、经营效率、赢利潜力等特征成为被兼并可能性的主要影响因素。我国非流通股的收购一般以每股净资产作为价值评估的基础,因此除考虑总股本规模外还需考虑每股净资产的大小。股权分散则利于兼并方收购股份以达到支配性股权地位。经营效率低、赢利潜力大的公司为兼并公司提供了更大的营运和提升空间,自然成为选择目标企业的依据。然而,我国上市公司股权由于流通性、股权属性、股权集中度等差异,导致股权结构比较特殊,现有研究并没有关注股权属性差异对兼并行为的影响,而且上述研究基本上集中于

目标公司特征的研究上,很少涉及兼并公司的特征。Owen(2001)的研究是个例外。他通过实证发现收购公司普遍存在因内部增长乏力而需对外扩张以维持增长,因此目标方也多为年轻的、有成长潜力的公司。本文在 Owen 的研究基础上侧重从策略性兼并行为的角度,考察股权属性、股权结构、主要大股东、业务增长需要、财务杠杆等因素对兼并方和目标方兼并行为可能性的影响。

## 二、理论假设

国内外的研究成果表明,股权控制在公司治理过程中发挥着主导作用。在我国具体情况中,股权控制可以表现为股权属性、股权集中程度、股权流通性等方面。大股东持股比例很高时,大股东具有更强的治理动力。大股东与公司业绩、CEO 撤换概率都直接相关(Shleifer 和 Vishny,1997)。我国不少学者也研究了第一大股东的治理效率,发现其持股比例与治理效率呈倒 U 形关系(孙永祥,1999)或者呈正相关关系(陈小悦,2001)。企业成长到一定阶段需要对外扩张以持续成长,而且也直接从目标公司管理中获得控制权收益。大股东为获得兼并收益也将在战略选择过程中担当重要角色。上市公司第一大股东的股权性质不同,其公司治理效力差异悬殊。基于代理理论分析和实证研究,普遍认为第一大股东为一般法人股治理最为有效,国家股治理较差(许小年,1998;施东晖,2000;吴淑琨,2002;杜莹,2002 等)。由此可以推断不同股权属性对企业成长和外部扩张的倾向也将有明显差异。

假设 1:大股东具有较强的兼并倾向。

假设 2:第一大股东为法人股的兼并倾向大于国家股;一般法人股的兼并倾向大于国有法人股。

股权集中程度治理效率差异研究是个老问题,但仍无定论。Berle 和 Means(1932)、Levy(1983)、Pedersen 和 Thomsen(1999)等研究认为股权集中具有较高的治理效率;而 Demsetz(1983)、Demsetz 和 Lehn(1985)等研究从内生股权结构的角度认为股权集中度对治理效率没有影响。但我国多数研究支持了股权集中与治理效率间的相关性。许小年(1997)和张红军(2000)均验证了股权集中度与治理效率的正相关性;吴淑琨(2002)和杜莹(2002)验证了股权集中度与治理效率的倒 U 形关系;施东晖(2002)在考虑股权属性差异之后,认为社会法人股分散性股权结构的治理效率较高。实际上,如果不考虑股权结构的内生性,股权集中减少了代理问题一般具有较高的治理效率。具体到我国上市公司,实证上则较多支持正相关或倒 U 形关系。股权分散则导致代理问题严重,公司由经理控制的程度上升。经理层薪酬与企业规模正相关促进了其增长最大化目标和扩张冲动。由此推断股权集中和股权分散均将具有较强的兼并扩张倾向。

假设 3:股权集中度与兼并倾向呈 U 形关系。

企业为获得种种协同效应、提高市场份额和利润、维持增长或实现竞争战略,在一定阶段需要对外兼并扩张。企业成长构成了兼并扩张的经济基础。企业成长可以从盈利能力和业务增长需要两方面加以反映。

假设 4: 盈利能力强、业务增长快的公司对外兼并可能性大。

由于兼并多是协商进行且一般是成功的,因此兼并成败可能性研究主要涉及敌意接管。我国由于兼并收购并没有采用明显的反接管措施,而且交易多是协商进行的,国外接管成功可能性的研究并不适合我国具体情形。在反收购措施较少使用的情况下,股权分散公司的经理一般不易阻挡收购方的接管。股权集中公司的大股东一般倾向于阻碍兼并进程,但存在关联关系或大股东主动退出的情况下,则股权集中也易于被兼并。考虑到我国国有经济战略性调整的经济背景,目标公司大股东如果为国家股将比法人股更易于被兼并。

假设 5: 目标公司股权集中度与被兼并可能性呈负相关关系。

假设 6: 大股东中第一大股为国有股的将易于被兼并。

假设 7: 大股东主动退出将促进兼并成功。

假设 8: 关联交易将促进兼并成功。

对支付方式选择有多种解释。一般认为当股票价值被高估时选择股票支付,而现金支付以其交易迅速可以充当竞价要约收购的抢先竞争战略。Chang 和 Mais(2000)从长期委托代理角度指出,当目标公司股权集中度较高时,收购方管理层为保证其控制程度倾向于采取现金收购以避免产生外部大股东监督。但前述观点并不十分符合我国情形。朱宝宪(2002)从讨价还价角度认为,如果收购方主动兼并一般是现金支付;如果被兼并方主动被兼并则一般是非现金交易方式。然而,现金支付由于其具有明确、快捷的特点和直接作为股东退出渠道的功能,因而它将是主要支付方式。

假设 9: 现金支付有助于兼并成功,支付方式以现金交易为主。

### 三、估计模型和数据

(一)模型方法。本文采用 Logistic 回归模型估计兼并可能性、成功可能性等被解释变量。设事件发生与否的状态分别用  $Y=1$  和  $Y=0$  表示,则其概率分别用  $P(Y=1)=P$  和  $P(Y=0)=1-P$  表示。解释变量为股权属性、股权结构、企业成长特征等,并分别用  $X_i$  表示。则 Logistic 模型及概率表达式可用下式表示:

$$\ln\left(\frac{P}{1-P}\right) = \alpha + \sum \beta_i X_i \quad (1)$$

$$\frac{P}{1-P} = \exp(\alpha + \sum \beta_i X_i) \quad (2)$$

由模型可见,企业特征的各因素与所预测概率之间并不存在直接的线性

关系,但可以通过公式(2)求出。公式(2)的左边就是比数比(Odds Ratio),通过它可以判断解释变量对所预测概率的影响。

(二)样本选择。鉴于资产收购行为不易判断该资产对目标公司经营行为的控制程度,样本仅考虑了股权收购和合并以强调主动的直接控制权获取。因此样本组剔除了下列收购行为:(1)不涉及控制获取的普通股权收购;(2)已经拥有控制权又再次增加控制份额的收购,如第1大股东的增资行为或对小股东股权收购;(3)各种间接收购,如母公司之间的合并、控股子公司的对外收购;(4)非主动性收购,如股权行政划拨、集团公司内股权划转、法院裁定股权划转、偿债、反担保协议。根据巨灵软件提供的2002~2003年间沪、深证券交易所394件兼并、收购公告,共收集整理出符合条件的132起“兼并事件”。

(三)变量设定及取值。见表1所示。

表1 模型变量设定及取值

考虑因素	变量定义	变量取值	考虑因素	变量定义	变量取值
股权属性	国有股	0	兼并类型	横向兼并	1
	国有法人股	1		纵向兼并	2
	社会法人股	2		混合兼并	3
大股东持股	前十大股东持股比例	$H_i, i=1\sim 10$	支付方式	资/债/现	0
股权集中程度	累计持股比例 赫芬达尔指数	$CR_i, i=1\sim 10$ $HH_i, i=1\sim 10$		现金	1
盈利能力	净资产收益率 每股盈利		企业成长	主营业务增长率	
			财务杠杆	资产负债率	

注:支付方式中“资/债/现”是指资产、债务、债权或现金的混合支付。

#### 四、实施分析及结果

(一)兼并事件的描述性统计分析。由表2见,我国上市公司绝大多数兼并都得以成功完成,没有最终完成的样本非常少,仅占5%左右。总样本中接近40%的兼并存在关联交易,这构成了我国兼并行为的一个特色。对外兼并行为的关联交易基本接近于这一比例,但目标公司被收购时关联交易则少得多。这与“买壳”上市直接相关。对外兼并失败的4个样本中,2个存在关联交易,2个不存在关联交易;被兼并失败的3个样本中,全部为非关联交易。由此可以看出非关联交易比关联交易对兼并能否成功具有更大的不稳定性。这在一定程度上可以证明假设8。从兼并类型上看,对外兼并类型以横向频数最高,被兼并则以混合兼并居多。这表明对外扩张以提高市场份额为主,而兼并上市公司则与利用“壳资源”融资发展有关。现金支付方式占了我国兼并交易的91%左右,这与假设9的推测一致。

样本总体在股权属性上基本没有差异,但内部差异比较明显。第一大股东为国家法人股或社会法人股的企业对外兼并频数均高于国家股,而被兼并企业

第一大股东为国家股的却高出 1 倍左右。这在一定程度上可以佐证假设 2 和假设 6。对外兼并企业第一大股东持股比例比被兼并企业高了 5% 左右,其他大股东持股比例则没有明显差异,表明对外兼并企业普遍比兼并对象的集中程度要高。对外兼并和兼并目标两类公司的第一大股东持股比例均远远高于第二大股东,前三大股东基本上控制了半数以上的股权。从 CR 指数和 HHI 指数看,前三大股东之后股权集中度提高幅度相当小。这意味着我国股权集中度是相当高的。然而较大的标准差说明具体公司之间股权集中度差异还是相当大。若以第一大股东持股 30% 和 50% 为界划分高中低股权集中度,发现对外兼并企业股权集中度集中频数最少,低度集中频数最高;兼并目标股权高度集中的频数最少,低度集中频数最高。这在一定程度上能够证明假设 3 和假设 5。

对外兼并企业的净资产收益率平均为 6.95%, 而兼并目标却为 -7.62%。由于后者标准差较大,因此进一步考察净资产收益率是否超过 6% 的比例,结果两者分别为 62% 和 35%。再看每股收益,对外兼并企业平均为 0.20 元,兼并目标平均为 0.02 元。两类收益指标均表明,对外兼并企业平均盈利能力要高于目标企业。在业务增长上,对外兼并企业主营业务增长率为 21.84%, 高出目标企业近 1 倍。企业盈利能力和业务增长情况基本上能够证明假设 4。资产负债率在对外兼并和目标企业之间基本没有差异,但仍能看出前者负债率要低一些。

(二)模型参数估计及分析。本文以全部兼并事件建立样本空间,并假设对外兼并取值为 1,兼并目标取值为 0,然后运用 Binary Logistic 过程估计变量参数。为具体考察样本企业单一特征对兼并倾向的影响,本文分别对各变量建立了方程以确立显著影响变量,然后在显著变量的基础上建立综合方程。表 3 为回归分析的具体结果。

方程(1)的  $\chi^2$  统计量为 8.944 且在 1% 水平下显著,表明该模型整体显著,模型预测正确率为 72%。股权属性的 P 值为 0.012,表明股权属性对兼并行为有解释力、且第一大股东无论何种属性都具有兼并倾向。股权属性(1)的系数为 1.281 且显著,其比数比  $\exp(1.281) = 3.6$ ,表明国有法人股兼并倾向是国家股的 3.6 倍。一般法人股的比数比为 3.022,表明一般法人股的兼并倾向是国家股的 3 倍左右。为获得国家法人股与社会法人股之间兼并倾向的强弱,以一般法人股作为参照进行回归分析,结果发现国家法人股兼并倾向略强于一般法人股,但并不显著。考虑方程(7)和主程(8)发现模型引入其他显著变量之后,国家法人股或社会法人股兼并倾向仍然强于国家股,普遍在 2~3 倍之间。但是,国家法人股的兼并倾向低于一般法人股的兼并倾向,虽然仍不显著。对股权属性的多次分析均表明法人股的兼并倾向均为国家股的 2~3 倍,因此假设 2 前半部分得证。国有法人股与一般法人股相比兼并倾向要弱一些,由于不显著,因此假设 2 后半部分可以近似成立。国家股第一大股东对外兼并倾向较弱,其所在企

业就构成了容易被兼并的目标,因此假设 6 也得以证明。

方程(2)运用前十大股东持股比例分析,仅前三和前四大股东的模型显著,但后者更加显著。前一模型中仅第二大股东持股比例显著;后一模型前四大股东持股比例全部显著且前三个变量的符号与前一模型完全一致,因此本文选择了后一模型作为分析基础。从方程(2)前四大股东的系数可以看出,第

表 2 2002.1~2003.6 间沪深两市兼并事件的描述性统计

		对外兼并 兼并目标 合计			对外兼并		兼并目标	
样本容量		95	37	132	H1	41.01(17.73)	36.52(18.4)	
成功/失败		91/4	34/3	125/7	H2	9.50(7.95)	8.76(7.99)	
是/否关联交易		41/54	10/27	51/81	H3	4.16(4.18)	5.99(7.45)	
股权属性	国家股	25	20	45	H4	2.31(2.22)	2.17(2.28)	
	国有法人股	36	8	44	H5	1.82(3.44)	1.35(1.58)	
	一般法人股	34	9	43	CR4	56.98(12.78)	53.44(15.92)	
兼并类型	横向兼并	43	14	57	CR7	60.48(12.01)	56.28(14.86)	
	纵向兼并	20	6	26	HHI1	1993(1 556)	1663(1 464)	
	混合兼并				HHI3	2180(1 453)	1892(1 387)	
					HHI5	2206(1 434)	1906(1 377)	
支付方式	资/债/现	7	3	10	净资产收益率	6.95%(8.69%)	-7.62%(30.34%)	
	现金支付	86	34	120	每股收益(元)	0.201(0.22)	0.017(0.38)	
	股权支付				主业增长率	21.84%(51.5%)	11.89%(42.27%)	
					资产负债率	42.01%(16.55%)	48.81%(19.45%)	

注:括号内为对应变量的方差。从第六大股东开始持股比例平均低于 1%,故未列示。股权集中度指数仅选列了部分变量。

一、二、四大股东均倾向于对外兼并,且顺次大幅度加强;第三大股东倾向于被兼并。方程(7)和方程(8)的系数同样表明这一结论。然而如果考虑前四大股东平均持股比例,可以发现其模型系数间的倍数大概为其持股比例倍数的倒数。这实际上表明,前四大股东兼并倾向对企业最终兼并决策所起的作用大致相等,其中前一、二、四大股东主张兼并,而第三大股东则主张被兼并。前四大股东持股比例在方程(2)、(7)、(8)中均显著或接近显著,表明大股东的确在兼并行为选择上起决定性作用,但方向上有所差异。对此的解释是,第一、二大股东是出于公司发展的角度倾向对外扩张,第四大股东是企图搭前两大股东的便车,第三大股东可能是机会主义行为。所以,假设 1 得以部分证明。

方程(3)分别对各个 CR 指数或 HHI 指数进行回归,各个 HHI 指数均不显著,CR 指数从 CR7 开始显著,所以仅列示该集中度的回归系数。方程(3)的  $\chi^2$  的统计量为 2.78,P 值为 0.095 说明模型显著。CR7 的系数在 0.097 的水平下显著,其比数为 11.964,说明随前七大股东累计持股比例的增加,企业对外兼并的概率为被兼并概率的 12 倍左右。为检验假设 3 再次用 CR 指数或 HHI 指数的二次关系进行回归分析,但没有发现任何模型显著。股权集中度与兼并倾向之间不呈 U 形关系而是直接正相关,因此假设 3 不成立;

与此相反,股权集中度与被兼并倾向负相关,所以假设 5 得以证明。由于仅在 CR7 之后模型才显著,这说明需要考虑较大股东持股情形后股权集中度才显著作用于兼并倾向。这与前七大股东平均持股开始达到多数股权有关。

方程(4)至(6)分别检验了公司业绩、业务增长和财务杠杆对兼并倾向的作用,发现 ROE、EPS 或资产负债率的模型在 5%或更高水平下显著,主营业

表 3 对外兼并倾向的 Binary Logistic 分析结果

		对外兼并/兼并目标: $\ln\left(\frac{P}{1-P}\right)$							
		方程(1)	方程(2)	方程(3)	方程(4)	方程(5)	方程(6)	方程(7)	方程(8)
常数项		0.223	-0.867	-0.507	0.783	0.639	1.98	-1.543	-1.74
股权属性	(1)	1.281*** (6.758)						0.956* (3.248)	0.84 <sup>D</sup> (2.326)
	(2)	1.106** (5.306)						1.29** (2.629)	1.1* (4.043)
股权结构	H1		3.03** (3.772)					3.142* (3.396)	2.833 <sup>D</sup> (5.539)
	H2		6.597* (3.506)					6.446* (3.096)	8.272* (4.373)
	H3		-10.601* (3.664)					-11.181* (3.189)	-14.12* (3.991)
	H4		24.36* (3.551)					23.617* (3.262)	25.874* (3.905)
	CR7			2.482* (2.762)					
公司业绩	ROE				0.06*** (8.063)				
	EPS					2.568*** (9.184)			2.559*** (7.716)
资产负债率							-0.023** (3.871)		
$\chi^2$ 统计量		8.944***	10.389**	2.780*	17.182***	1.594***	4.067**	17.935***	27.19***
-2log 似然值		147.671	146.226	153.835	139.433	145.022	152.548	138.68	129.425
预测正确率		72%	75.8%	72%	77.3%	76.5%	72.7%	75%	79.5%
Method		Enter							
样本/总样本		95/132							

注:括号中数据为 Wald 统计量。\*、\*\*、\*\*\* 分别表明回归系数的显著性水平为 10%、5%、1%,P 值为 0.127 和 0.111。似然比检验分别为模型的  $\chi^2$  统计量。股权属性为分类变量,以国家股作为比较的基点,则国有法人股和一般法人股分别为股权属性(1)和(2)。

务收入增长率或主营业务利润增长率的模型均不显著。其中,仅每股收益对兼并倾向具有解释力,因为 ROE 和资产负债的系数虽然显著但其比数比均在 1 左右,对兼并或被兼并可能性均没有影响。方程(7)运用股权属性和 H1~H4 或 CR7 分析时方程均显著,但前者更加显著,因此选用前四大股东持股比例作为股权结构指标。方程(8)在方程(7)的基础上引入 ROE 过程显著,但导致股权属性和第 1 大股东的参数估计不显著,而 ROE 参数估计的比数比接近于 1,对兼并概率没有影响,因此剔除该变量。引入 EPS 过程显著,EPS 的比数比接近于 9~12 左右,说明该变量更倾向于对外兼并。引入主营业务

收入增长率或资产负债率的过程均不显著,说明其对兼并行为基本上没有影响或至少影响不显著。因此至少从盈利能力角度看假设 4 是成立的,但业务增长没能显著解释兼并倾向。

利用模型检验兼并成败可能性,但没有发现任何变量能够建立显著模型。样本严重失衡是最直接原因。但根据描述性统计可以得到一些初步结论。我国兼并事件普遍采取协议转让方式,是造成兼并成功率高的主要原因。以被兼并的目标企业为例,37 个样本中仅 1 例是通过股权拍买收购的,其他全部是协议收购方式。而 3 个失败样本全部是因为协议不成导致的。因此,协议收购大股东股权将大大提高兼并成功的概率。目标企业股权转让方全部涉及到第一大股东股权减持或全部转让。此外有 1 例涉及前二大股东,1 例涉及前三大股东,1 例涉及前四大股东。这表明在主要以协议收购而非二级市场收购的情况下,大股东股权主动出让将方便兼并的顺利完成。因此假设 7 得证。假设 5、6、8 和 9 在前文分析中已经得以证明,但假设 6 和 8 均是弱判断。

根据股东治理倾向和公司发展需要可能对兼并类型的影响,本文检验了兼并类型选择的倾向。表 4 是兼并类型的检验结果。表 4 第 I 栏中第一大股东持股比例系数显著,表明第一大股东选择横向兼并或纵向兼并的概率远高于混合兼并,其中更倾向于纵向兼并。其他系数估计仅 H3 显著倾向于纵向兼并。第 III 栏系数在横向兼并和混合兼并之间不显著,但在纵向兼并与混合兼并之间显著且符号与第 I 栏一致。第 II、IV 栏检验了股权集中度对兼并类型选择的影响。CR4 的系数表明股权集中倾向于选择非混合兼并,且对纵向兼并具有更高的倾

表 4 兼并类型倾向的 Multinomial Logistic 分析结果

兼并类型		I	II	III	IV
兼并类型 1	常数项	-1.779	-2.310	-1.067	-1.548
	H1	4.321*** (6.636)		3.181 (2.43)	
	H2	2.897 (0.902)		3.393 (0.824)	
	H3	4.756 (0.491)		-10.05 (0.762)	
	H4	-8.753 (0.476)		7.725 (0.18)	
	CR4		4.506*** (8.653)		3.324* (3.145)
兼并类型 2	常数项	-3.450	-4.140	-2.895	-3.816
	H1	5.938*** (7.302)		5.12* (3.533)	
	H2	-3.954 (0.548)		-3.506 (0.304)	
	H3	18.326** (4.783)		19.591* (3.04)	
	H4	-3.281 (0.049)		-11.18 (0.301)	
	CR4		6.253*** (9.033)		5.834** (5.283)
x <sup>2</sup> 统计量		23.399***	14.211***	15.028*	6.603**
-2log 似然值		244.805	253.992	177.367	185.792
样本容量		57/26/49		43/20/32	

注:因被解释变量为分类变量,参数估计以混合兼并为基准,每栏分别建立两个子方程,其中横向兼并和纵向兼并分别为兼并类型 1 和 2。前两栏是全体样本检验,后两栏是对外兼并样本的检验。用 CR 指数建立的模型均显著,这里仅选用了 CR4,HHI 指数模型显著,但变量比数比在 1 左右故舍弃。\*、\*\*、\*\*\* 意义同表 3。

向。检验过程中引入股权属性、业务增长和财务杠杆变量,发现模型不显著、或显著但变量比数比在 1 左右,对兼并类型倾向没有影响。这说明大股东和股权结构是影响兼并类型选择的主要因素。股东股权治理对非混合兼并的偏好反映了扩大市场份额或业务一体化式的扩张取向。而盈利能力和主营业务增长都没有显著解释兼并类型,说明可能需要其他指标来反映业务发展。

## 五、结 论

兼并行为受到外部诸多经济环境的影响,但兼并动机更主要是由企业内部特征决定的。经实证研究发现股权属性、大股东持股、股权集中度、企业成长等因素构成了兼并行为的主要决定因素。第一大股东为法人股将比国家股有更强的对外兼并扩张倾向,相对而言,国家股股权则比较容易被兼并;一般法人股与国有法人股相比兼并倾向稍强一些。但股权属性对兼并成败、兼并类型和支付方式的选择没有显著偏好。大股东持股对兼并倾向和兼并类型均有显著作用。具体而言,第一、二、四大股东均有强烈的对外扩张欲望,第三大股东则有出售股权倾向;第一大股东倾向于非混合兼并,选择纵向兼并的可能性又比横向兼并高一些。股权结构越集中,兼并动机就越强,选择非混合兼并的概率也越高。股权集中不利于被兼并,但大股东特别是第一大股东主动出让股权则属于例外。在整体收购或收购非上市公司的情况下,赵勇(2000)等人的结论有相当价值。但在多数兼并事件是与主要大股东特别是第一大股东协议收购的情况下,本研究关于主要大股东兼并行为倾向的结论则更有实践意义。股权分散意味着主要大股东持股比例偏低,直接对目标公司第一大股东收购则相当容易。这可以更好地解释有关文献关于股权分散容易成为兼并目标的结论。在大股东主要为国家股或非流通股的情况下,除考虑每股净资产这一定价基础之外,本文关于不同股权属性兼并倾向的结论则在目标企业选择中有重要参考价值。从本文统计可知,关联交易和现金支付能够提高兼并成功的概率,协议转让则大大提高成功可能性。这为兼并交易方式选择提供了参考。出于资料原因,本文没有考察内部持股比例、机构投资者股权、反收购措施等因素对兼并行为倾向的影响,而对兼并成败可能性和支付方式选择的分析上也没有进一步深入,但这些课题均是我国兼并行为研究的方向。

\* 本文在写作过程中得益于与刘志彪教授讨论,特此表示感谢。

### 注释:

①关于兼并收购和资产重组绩效的实证研究参见:檀向球(1998)、陈信元(1999,2003)、高见(2000)、洪锡熙(2000)、冯根福(2001)、李善民(2002)、张新(2003)等人的研究成果。国外学者关于兼并行为的实证研究数量众多,可参见 Bruner(2002)对过去 30 年间有关兼并绩效的 132 篇文献的回顾。

参考文献:

- [1]陈涛涛,马文祥.壳公司的财务特征及其被并购的可预测性分析[J].国际金融,2002,(10).
- [2]赵勇,朱武祥.上市公司兼并收购可预测性[J].经济研究,2000,(4).
- [3]杜莹,赵立国.股权结构与公司治理效率[J].管理世界,2002,(11).
- [4]Owen, Sian. The rationale for takeover: An analysis of bidders, Targets, Non-targets and non-bidders[R]. Working paper of Department of Economics and Finance, Brunel University, UK, 2001.
- [5]Powell, R G. Modelling takeover likelihood[J]. Journal of Business, Finance and Accounting. Vol. 24, 1997:1009~1030.

## A Positive Analysis of Ownership Structure and Merger Conduction Preference

SHI Xian-cheng

*(Center of the Yantze River Delta's Socio-economic Development,  
Nanjing University, Nanjing 210093, China)*

**Abstract:** The paper makes an empirical study on the merger activity of Chinese listed companies, either as targets or bidders by Logistic procession. The result shows that the variables such as the nature of the property right of the number one shareholder, proportion shares of large shareholders and the concentration of ownership structure have significantly explaining ability to merger conduction preference. In specific, the company whose number one share holder, and number two and four shareholder hold high percentage of shares, whose ownership is highly concentrated and which has strong ability to make profits is more likely to merger; while the company whose ownership is dispersed, whose number one shareholder voluntary remise shares, or a state-owned first block shareholder, is liable to be acquired. Merger will be likely to succeed if block shares are transferred by negotiation, affiliated exchanging, or by cash payment. This research result is significant to both the practice and theory for Chinese companies to have merger.

**Key words:** ownership structure; mergers; conduction preference; Logistic procedure