



股权制衡对并购中合谋行为经济后果的影响

蒋弘, 刘星

重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400044

摘要:以模型构建和实证检验相结合的方式,探讨股权制衡对并购活动中控股股东与高管人员合谋行为所产生的经济后果的影响。通过大股东效用模型论述股权制衡的治理功效,构建以 Shapley 指数计算的股权制衡度变量,以沪深 A 股上市公司 1999 年至 2006 年的并购事件作为样本,采用回归分析对模型推论进行检验。研究结果表明,当控股股东尝试以并购手段掏空上市公司时,将采取向高管人员提供利益回报的方式与其合谋。如果公司中存在制衡股东,高管人员获取私有收益的空间将被压缩,低效并购造成公司业绩损失的情况也会减少。实证结果显示,当控股股东与高管人员合谋时,上市公司的股权制衡程度越高,高管人员通过并购获取的私有收益越少,公司的并购绩效也越好。

关键词:股权制衡;合谋;私有收益;并购绩效

中图分类号:F271.4

文献标识码:A

文章编号:1672-0334(2012)03-0034-11

1 引言

从 2005 年中国证监会正式启动股权分置改革试点工作至今,股改取得了显著的成效,绝大多数上市公司的非流通股份获得了上市流通的机会。但是,受限于法律规定以及出于维持公司控制权等各种目的,上市公司的第一大股东仍然持有很大比例的公司股份,控股股东普遍存在。出于逐利的本性,控股股东可能利用企业并购活动来攫取控制权私利^[1-2]。由于实施现代企业制度带来了公司资产所有权与经营管理权的分离,使控股股东不直接参与公司的运营和管理,而是由专业化水平更高的高管人员负责公司的具体事务。于是,学者们认为,大股东谋取私有收益时必须与公司高管合谋^[3-4]。针对控股股东的掠夺行为,有学者指出,在公司中建立股权制衡机制能够有效抑制控股股东对中小股东利益的侵占^[5-7]。因此,研究股权制衡对并购活动中控股股东与高管人员合谋行为经济后果的影响,可以获取在公司并购中是否存在股权制衡治理效应的经

验证据。

2 相关研究评述

控股股东追逐私利的现象广泛存在于公司的各种活动中,作为重要企业活动的并购交易也同样难以避免控股股东的介入和干涉。Bae 等^[1]的研究证实并购活动中控股股东掏空行为的存在,他们发现,附属于韩国企业集团的公司做出的并购交易,平均而言会导致公司股价下跌,尽管中小股东因此遭受损失,但是控股股东却普遍获益,因为控股股东通过并购活动提升了企业集团内部其他公司的价值,从而实现了自身财富的增长;李增泉等^[2]的研究也显示,在上市公司没有配股或避亏需求的情况下进行的并购活动,其目的在于控股股东掏空公司资产,会损害公司的价值;Burkart 等^[3]和潘泽清等^[4]都认为,大股东要实现对中小股东利益的侵占,需要与公司高管进行合谋。由于公司高管熟悉公司的运作,了解经营管理的流程,甚至深谙公司监管的漏洞,我们

收稿日期:2011-11-14 修返日期:2012-04-24

基金项目:国家自然科学基金(71172082)

作者简介:蒋弘(1982-),男,重庆人,重庆大学经济与工商管理学院博士研究生,研究方向:公司财务和公司治理等。

E-mail:cqdx2001xyb@yahoo.com.cn

可以合理推测,如果控股股东企图通过并购谋取不当利益时,很可能向高管人员寻求帮助,从而形成并购活动中控股股东与公司高管合谋的局面。然而,针对这种合谋行为开展的研究还很少。

当大股东与中小股东的利益冲突成为公司治理的焦点问题时,与之相关的应对措施也成为学者们的研究重点。Pagano等^[5]通过理论模型分析公司最优股权结构的设计问题,认为其他大股东的存在能够给予控股股东强有力的监督,有效降低控股股东产生的代理成本;Gomes^[6]和 Bennedsen等^[7]分别从事后谈判和控制权联盟角度,互为补充地论证了大股东们通过控制权的分享减少对中小股东利益侵害的观点。对上述研究进行总结可以看出,当通过适当的股权安排形成多个大股东相互制衡、共治公司的局面时,大股东之间很可能会出于维护自身利益的目的,加强相互间的监督以及在各种重大问题上的讨价还价。这种依托持股比例所表现出来的制衡关系使控股股东实施掏空策略需要付出极大的成本,从而能够有效抑制控股股东的掠夺行为。中国学者针对股权制衡治理效应的研究也取得了显著的成果。刘星等^[8]发现,股权制衡所形成的大股东之间的博弈有助于改善公司治理,提高公司价值;陈德萍等^[9]的研究显示,股权制衡度与公司经营绩效显著正相关;刘星等^[10]的研究发现,公司的投资绩效也会受到股权制衡的影响。

但是,目前鲜有研究从控股股东与高管人员合谋的角度,考察并购活动中股权制衡可能发挥的效用。而对这一问题进行研究,不仅可以解答股权制衡是否有利于抑制并购活动中的掏空行为,也能够更加细致深入地剖析影响上市公司并购绩效的潜在因素,这对上市公司改善治理环境、避免低效并购具有十分重要的现实意义。因此,本研究采用模型构建与实证检验相结合的方式,分析股权制衡对并购活动中控股股东与高管人员合谋行为的经济后果产生的影响。

3 理论分析和研究假设

根据本研究目的,借鉴 La Porta等^[11]的研究方法,建立一个大股东效用模型,以论述并购活动中股权制衡对控股股东与高管人员合谋行为的经济后果带来的影响。

假设上市公司存在一个控股股东,控股比例为 α ,由于公司还有其他股东,所以 $\frac{1}{2} < \alpha < 1$ 。该控股股东试图利用并购谋取私有收益,但是由于两权分离的原因,自身并不参与公司具体事务,不了解公司具体运作程序,因此控股股东需要取得公司高管的配合,借助他们的能力才能推动计划的顺利进行,所以控股股东与高管人员合谋行动。记 I 为控股股东计划让上市公司投入的并购资金,假设这笔资金是控股股东获取私有收益的来源,也就是说,并购资金的确定取决于控股股东期望获取多大的私有收益,记

期望私有收益为 B ,所以 I 是 B 的函数,即 $I = I(B)$ 。由于控股股东的私有收益是从并购资金中攫取的,所以控股股东期望获取的私有收益越多,控股股东计划让上市公司投入的并购资金也就越多,并且获取一单位私有收益所耗费的并购资金不会少于一个单位,因此 $I'(B) \geq 1$ 。

为了确保计划的顺利实施,控股股东需要给予公司高管一定的利益回报才能换取他们的帮助,因为高管人员一旦参与合谋就要承担这一行为带来的风险,按照理性人假设,高管人员在行动前必然权衡收益与风险,只有在收益大于风险的情况下才会考虑与控股股东合谋。这种给予高管的利益回报有着很宽泛的定义,可能是控股股东直接给予高管人员的,也可能是控股股东为高管人员提供某种便利而由他们自己去获取的,但是无论是何种形式的回报,都可视为是控股股东向公司高管的一种让利行为。在现实情况下,控股股东承诺的回报往往与期望获取的私有收益有密切联系,欲获取的私有收益越大,承诺给予高管人员的回报越丰厚,设 Q 为利益回报,则 Q 是 B 的函数,即 $Q = Q(B)$,并且 $Q'(B) > 0$ 。

由于其他大股东持有较高比例的公司股权,因此在公司中拥有远多于中小股东的利益,这驱使他们更加积极地参与公司的治理。而同样也是因为较高持股比例的原因,其他大股东能够独立地或相互联合地在董事会中安排能够代表自身利益的董事以及在监事会中占有一席之地,从而加强公司内部对控股股东行为的监督和制约。记 δ 为公司其他大股东对控股股东的制衡程度,它体现的是其他大股东依托持股比例所表现出来的监督制约能力, δ 越大表示股权制衡度越高。在其他大股东既有动机又有能力对控股股东实施监督的情况下,掏空公司资源的行为是有成本的,因为防止行为暴露需要耗费人力、物力和财力。股权制衡程度增强,表明其他大股东的监督制约能力变强,这时掏空行为暴露的可能性变大,为掩饰这种行为所付出的成本将会提高。所以,控股股东与高管人员合谋的成本函数 $C(C \geq 0)$ 是 δ 的函数,记为 $C = C(\delta)$,且 $C'(\delta) > 0$ 。由于控股股东与高管人员合谋,需要共同承担行动的成本,记控股股东需分担的部分为 $\varphi \cdot C$, φ 为控股股东需分担的成本占总成本的比例, $0 < \varphi < 1$ 。

并购交易会影响上市公司以实际业绩反映的真实价值,使之不同于并购前的公司价值 V_0 。由于假设控股股东发起并购交易的真实目的是为了掏空公司资源,所以并购并不会给公司带来任何实质性收益。相反,因为没有实际业绩做支撑,在并购之后,公司的真实价值会遭受损失,这部分损失包括公司资金的浪费、投资机会的丧失(并购的机会成本)以及并购后的业绩下滑等。记公司价值的损失为 D ,由于资金的无效率使用是导致公司价值减损的最直接原因,所以 D 是 I 的函数,可知 $D(I) = D[I(B)]$ 。并且,控股股东计划让上市公司投入的并购资金越多,公司的财力将会越空虚,公司价值的损失也将越大,

而公司价值的损失至少不会低于 I , 所以 $D'(I) \geq 1$ 。

控股股东的行为是为了实现个人效用最大化, 定义控股股东的效用函数为 U , 即

$$U = \alpha \cdot [V_0 + R - I(B) - D(I)] + B - Q(B) - \varphi \cdot C(\delta) \quad (1)$$

其中, R 为计划购买的目标公司股份的评估价值。

控股股东在并购活动中面临的最优化问题为

$$\max U = \alpha \cdot [V_0 + R - I(B) - D(I)] + B - Q(B) - \varphi \cdot C(\delta) \quad (2)$$

$$s. t. \begin{cases} \delta \geq 0 \\ B \geq 0 \\ I(B) \geq 0 \\ Q(B) \geq 0 \\ C(\delta) \geq 0 \\ D(I) = D[I(B)] \end{cases}$$

分析 δ 可能对 B 造成的影响, 得到最优化问题的一阶条件为

$$\frac{\partial U}{\partial \delta} = -\alpha \cdot [1 + D'(I)] \cdot I'(B) \cdot \frac{\partial B}{\partial \delta} + \frac{\partial B}{\partial \delta} - Q'(B) \cdot \frac{\partial B}{\partial \delta} - \varphi \cdot C'(\delta) = 0 \quad (3)$$

整理后得到

$$\frac{\partial B}{\partial \delta} = \frac{\varphi \cdot C'(\delta)}{1 - \alpha \cdot [1 + D'(I)] \cdot I'(B) - Q'(B)} \quad (4)$$

由于 $\frac{1}{2} < \alpha < 1, D'(I) \geq 1, I'(B) \geq 1, Q'(B) > 0$, 所以 $1 - \alpha \cdot [1 + D'(I)] \cdot I'(B) - Q'(B) < 0$ 。又因为 $0 < \varphi < 1, C'(\delta) > 0$, 所以 $\varphi \cdot C'(\delta) > 0$, 因此 $\frac{\partial B}{\partial \delta} < 0$ 。

从而

$$\frac{\partial Q(B)}{\partial \delta} = Q'(B) \cdot \frac{\partial B}{\partial \delta} < 0 \quad (5)$$

即股权制衡通过限制控股股东的掏空行为能够减少公司高管在并购活动中取得的不正当私有收益。

由于公司并购的期望价值为 $V, V = V_0 + R - I(B) - D(I)$, 对 V 取关于 δ 的导数, 得到

$$\frac{\partial V}{\partial \delta} = -[1 + D'(I)] \cdot I'(B) \cdot \frac{\partial B}{\partial \delta} > 0 \quad (6)$$

所以股权制衡通过限制控股股东的掏空行为还能改善公司的并购绩效。

通过上述分析, 提出如下假设。

H₁ 当控股股东与高管人员合谋时, 公司的股权制衡程度越高, 高管人员通过并购获取的私有收益越少。

H₂ 当控股股东与高管人员合谋时, 公司的股权制衡程度越高, 公司的并购绩效越好。

4 研究方法设计

4.1 样本选取和数据来源

本研究选取1999年至2006年沪深A股上市公司的并购事件作为样本, 由于在研究中需要使用滞后期和提前期的数据, 所以实际使用了1998年至2009年的公司样本, 研究使用的数据主要来源于国泰安CSMAR数据库。根据研究需要按照以下原则对样本进行筛选。①剔除不是并购交易买方的上市公司; ②剔除并购交易不成功的上市公司; ③剔除同时发行B股、H股的上市公司; ④剔除作为交易买方但属于ST、PT、金融类和创业板的上市公司; ⑤剔除资不抵债的上市公司; ⑥剔除数据缺失和数据异常的上市公司; ⑦剔除并购当年控制权发生转移的上市公司; ⑧为了避免对高管私有收益和公司并购绩效的分析受到其他因素的干扰, 维持研究的独立性, 剔除在并购完成前1年内和并购完成后3年内作为并购方参与并购交易的上市公司。经过上述操作后, 共得到547个研究样本。

4.2 变量设计

4.2.1 股权制衡度的衡量

现有研究对股权制衡的衡量方法虽然不尽相同, 但是在建立股权制衡变量时, 通常都是直接使用大股东的持股比例或者按一致行动人信息进行调整后的持股比例进行计算^[12-13], 虽然这样做比较简单和直观, 但是由于没有考虑非一致行动的股东之间可能存在的合作或竞争关系, 无法准确刻画大股东的制衡能力。本研究采用Milnor等^[14]基于海洋博弈模型提出的方法, 以公司前五大股东中第二至第五大股东(制衡股东)Shapley指数之和与第一大股东Shapley指数的比值(记为SR)测度上市公司的股权制衡, SR越大表明制衡程度越强。在计算时, 如果某个大股东在公司中拥有一致行动人, 则将一致行动人的持股比例合并进该大股东的持股比例中。如果第一大股东拥有的一致行动人恰好属于前五大股东行列, 则在将其持股比例合并进第一大股东持股比例的同时, 将该一致行动人从制衡股东的队伍中剔除。如果某些制衡股东互为一行动人, 则合并他们的持股比例, 在计算时将他们视为一个整体。为了计算大股东的Shapley指数, 采用蒙特卡罗方法进行统计模拟计算。

4.2.2 高管人员私有收益的衡量

高管人员选择何种形式的利益回报是一个风险与收益的权衡过程。贪污、受贿、挪用等违法行为虽然在控股股东的纵容下能够为管理者谋取利益, 但管理者自己也要承担很高的法律风险, 而如果采用过度在职消费的方式, 这种风险就能尽可能的规避。由于在职消费受到法律法规的认可, 也是公司不可避免的开支, 再加上费用报销制度本身的漏洞, 高管人员很容易为其产生的过度在职消费找到合理的依据或理由, 而外界要确定高管人员的在职消费是否符合规范却存在困难。所以, 依据管理者在职消费的代理观(这种观点认为管理者的在职消费是代理

成本的重要组成部分,具有负面的经济影响),在职消费被认为是公司高管谋求私利的重要手段之一^[15-16],只是高管人员的这种行为在其与控股股东合谋的情况下是得到控股股东默许的。因此,选取两个变量刻画高管人员在并购活动中获得的私有收益。

(1)变量 $Perk_1$,该变量是高管人员在职消费的增长率,计算方法为并购完成当年至完成后第3年高管人员在职消费的年平均值减去并购完成前1年的在职消费所得到的差额与并购完成前1年在职消费之比。计算在职消费时,参考陈冬华等^[17]的方法,查阅年报附注中披露的“支付的其他与经营活动有关的现金”大额明细项目,将其中的办公费、差旅费、业务招待费、通讯费、出国培训费、董事会费、小汽车费和会议费8项费用之和作为高管人员的在职消费,因为高管人员很容易通过这些项目将个人支出转嫁为公司费用以获取好处。本研究在上述8项费用的基础上加入了大额装修费。

(2)变量 $Perk_2$,该变量是公司管理费用率的增长率,计算方法为并购完成当年至完成后第3年公司管理费用率的年平均值减去并购完成前1年的管理费用率所得到的差额与并购完成前1年管理费用率之比。高管人员的在职消费一般计入公司的管理费用账户,当高管人员进行过度消费时,会提高公司同等收入水平下的管理费用支出。管理费用率是当期管理费用与当期主营业务收入的比值,以主营业务收入对管理费用进行调整,有利于控制企业规模和正常运营支出对管理费用的影响^[18]。

在计算高管人员私有收益之前,根据《上市公司行业分类指引》提供的行业代码,按大类编码(单字母加两位数字)对样本公司进行行业分类,然后分别对在职消费和管理费用率进行行业和年度调整(将原值减去同一年度的行业中值),以消除行业和时间因素的影响。如果某一行业当年只有一家上市公司,则不做调整。

4.2.3 公司并购绩效的衡量

衡量公司并购绩效通常有两种方法,一种是事件研究法,另一种是会计研究法。事件研究法通过并购事件发生前后公司流通股股价的波动计量股东财富的变化(通常以公司发布并购公告的当日作为事件发生的起点),并由此建立衡量公司并购绩效的指标。事件研究法具有可以直接测度股东财富增减、避免会计信息粉饰影响等优点,但是由于中国尚有未完成股权分置改革的上市公司,这些公司中还有大量的非流通股份;而在一些完成股权分置改革的上市公司中,取得流通权的非流通股由于受到流通期限和流通比例的限制,有一部分还处于限售状态,流通股股价的涨跌难以计量非流通股和限售股股东的财富变化,所以也就无法准确地衡量上市公司的并购绩效。鉴于上述原因,本研究采用会计研究法衡量上市公司的并购绩效。会计研究法是根据事件发生前后年度相关会计指标的变化判定事件对

企业绩效的影响。对于会计指标容易受到人为操纵的问题,冯根福等^[19]认为,任何会计指标的操纵都是暂时的,如果给予足够长的会计期间,企业业绩的变化最终都会反映到会计报表中;陈晓等^[20]针对中国A股上市公司盈余报告的研究也显示,公司报表的盈余数字具有很强的信息含量,因出现财务报告舞弊就全盘否定包括盈余在内的会计数字的有用性是不正确的。因此,应用会计研究法衡量上市公司的并购绩效在中国是适用的。

衡量公司业绩的指标很多,为了获取具有代表性的指标,同时避免由于指标单一造成的信息缺陷和指标繁多带来的信息重复,对销售净利率、净资产收益率、总资产净利润率、每股收益、总资产周转率和总资产现金回收率6项指标进行因子分析,销售净利率 = $\frac{\text{净利润}}{\text{营业收入}}$,净资产收益率 = $\frac{\text{净利润}}{\text{期末股东权益总额}}$,总资产净利润率 = $\frac{\text{净利润}}{\text{期末资产总额}}$,每股收益 = $\frac{\text{净利润}}{\text{总股数}}$,总资产周转率 = $\frac{\text{营业收入}}{\text{期末资产总额}}$,总资产现金回收率 = $\frac{\text{经营活动现金净流量}}{\text{期末资产总额}}$ 。在因子分析前,对上述指标仿

照对在职消费和管理费用率一样的处理方法,进行行业和年度调整。以累计方差贡献率大于或等于85%的原则提取多个公因子,然后将各个公因子的方差贡献率与其得分的乘积进行加总,得到综合得分函数 $Score(n)$,其中 n 为以并购完成期为基准所确定的年份, $n=0$ 表示并购完成当年, $n=1$ 表示并购完成后第1年,以此类推。以并购完成期为基准,是因为包括盈余指标在内的多数会计指标只有在并购给公司带来现实损益时才会有所反应,而这种情况一般发生在并购完成之后。本研究以综合得分的增长率 MA 衡量公司的并购绩效,计算方法为并购完成当年至完成后第3年的年平均得分减去并购完成前1年的得分所得到的差额与并购完成前1年得分之比,即

$$MA = \frac{\frac{1}{4} \sum_{n=0}^3 Score(n) - Score(-1)}{Score(-1)} \quad (7)$$

$Score(n)$ 的计算方式为

$$Score(n)_i = \sum_k \sigma(n)_{i,k} \cdot Fac(n)_{i,k} \quad (8)$$

其中, $Score(n)_i$ 为第 n 年第 i 个公司综合得分, $\sigma(n)_{i,k}$ 为第 n 年第 i 个公司第 k 个公因子的方差贡献率, $Fac(n)_{i,k}$ 为第 n 年第 i 个公司第 k 个公因子的得分。

4.3 计量模型

4.3.1 股权制衡和高管私有收益

检验股权制衡对并购活动中高管私有收益的影响,即对 H_1 进行检验时,使用的回归模型基本形式为

$$Perk_{m,t} = a_0 + a_1 SR_{i,t} + a_2 Size_{i,t} + a_3 DA_{i,t} + a_4 PS_{i,t} +$$

$$a_5 ID_{i,t} + a_6 MB_{i,t} + a_7 SOM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$m = 1, 2 \quad (9)$$

其中, i 为数据所对应的公司, t 为数据所对应的年度, a_0 为截距项, $a_1 \sim a_7$ 为各个自变量的系数, ε 为误差项。其他变量解释如下。

(1) 被解释变量为高管人员私有收益 $Perk_m$ ($m = 1, 2$), $Perk_1$ 为高管人员在职消费的增长率, $Perk_2$ 为公司管理费用率的增长率。

(2) 解释变量为股权制衡 SR , 定义为公司前五大股东中第二至第五大股东 Shapley 指数之和与第一大股东 Shapley 指数的比值。

(3) 控制变量。公司规模 $Size$, 为并购完成当年及前 1 年公司资产总额平均值的自然对数; 资产负债率 DA , 为并购完成当年及前 1 年公司资产负债率的平均值; 高管薪酬 PS , 为并购完成当年及前 1 年高管薪酬总额平均值的自然对数; 独立董事比例 ID , 为并购完成当年及前 1 年公司董事会中独立董事所占比例的均值; 公司成长性 MB , 为并购完成当年及前 1 年公司资产的市账比平均值; 高管持股比例 SOM , 为并购完成当年及前 1 年高管人员持股比例的均值。研究显示, 上述因素可能影响高管人员的在职消费^[17-18, 21-24]。

4.3.2 股权制衡和并购绩效

检验股权制衡对并购绩效的影响, 即对 H_2 进行检验时, 使用的回归模型为

$$MA_{i,t} = a_0 + a_1 SR_{i,t} + a_2 Size_{i,t} + a_3 FCF_{i,t} + a_4 SS_{i,t} + a_5 RT_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

(1) 被解释变量为并购绩效 MA , 为 6 项财务指标因子分析综合得分的增长率。

(2) 解释变量为股权制衡 SR 。

(3) 控制变量。公司规模 $Size$ 含义同上; 自由现金流 FCF , 为并购完成当年及前 1 年公司每股自由现金流的平均值; 国有股权 SS , 为并购完成当年及前 1 年公司国有股比例的平均值; 关联并购 RT , 当并购交易属于关联方之间的交易时, RT 取值为 1, 反之为 0。研究显示, 并购绩效可能受上述因素的影响^[25-27]。

5 实证结果和分析

5.1 描述性统计

表 1 给出(9)式和(10)式中各个变量的描述性统计, 这些变量按数值特征分为连续变量(在一定区间内可以任意取值的变量)和虚拟变量(取值只有 0 和 1, 用以量化某一事物的属性的变量)。表 1 分为两个部分, 一部分是连续变量的描述性统计, 包括变量的最小值、最大值、均值、中值和标准差; 另一部分是虚拟变量的描述性统计, 虚拟变量只有 0 和 1 两个值, 用于连续变量的描述性统计不适合描述虚拟变量的数据特征, 因此对虚拟变量进行频数统计, 统计内容包括出现 1 的次数和在样本中所占的百分比以及出现 0 的次数和在样本中所占的百分比。

表 1 描述性统计

Table 1 Descriptive Statistics

连续变量	最小值	最大值	均值 (中值)	标准差
$Perk_1$	-1.000	13.683	1.064 (0.196)	2.407
$Perk_2$	-0.540	2.469	0.057 (-0.061)	0.517
MA	-5.225	9.284	-0.320 (-0.518)	1.747
SR	0.000	1.062	0.188 (0.052)	0.279
$Size$	19.541	23.156	21.036 (21.050)	0.794
DA	0.106	0.844	0.438 (0.431)	0.158
PS	12.337	15.013	13.642 (13.692)	0.594
ID	0.182	0.429	0.312 (0.333)	0.042
MB	0.807	2.198	1.246 (1.153)	0.284
$SOM(\%)$	0.000	0.220	0.008 (0.000)	0.034
FCF	-0.572	3.336	0.562 (0.475)	0.629
SS	0.000	0.849	0.413 (0.505)	0.256
虚拟变量	出现 1 的次数	百分比 (%)	出现 0 的次数	百分比 (%)
RT	322	58.867	225	41.133

高管私有收益变量 $Perk_1$ 和 $Perk_2$ 的均值都大于 0, 说明高管人员普遍从并购活动中获得了利益。并购绩效 MA 的均值和中值都小于 0, 从总体看, 并购后的公司绩效较差。样本上市公司中存在股权制衡度很弱 (SR 的值为 0) 和很强 (SR 的值大于 1) 的

公司,但就整体而言,股权制衡的程度较弱。资产负债率 DA 的均值和中值分别为0.438和0.431。一般的财务分析认为,公司的资产负债率在50%以下时,公司的财务风险较小。因此,样本上市公司整体的资产负债率比较合理。公司成长性 MB 的均值和中值都大于1,表明样本公司的市场价值普遍高于其账面价值,具有良好的成长性。高管持股比例的均值为0.008%,总体而言,高管在样本公司中的持股比例很低。国有股权 SS 的均值为0.413,中值为0.505,说明在样本公司的总股份中,国有股占有较高的比例。同时,在研究样本中有超过半数的并购交易属于关联交易,说明关联并购现象在中国比较常见。鉴于高管持股比例(SOM)的数值太小,为了便于观察回归结果,将之扩大100倍,用于之后的回归分析。

5.2 回归结果

本研究探讨股权制衡对并购活动中控股股东与高管人员合谋行为的经济后果的影响,那么如何判断并购活动中双方存在合谋的可能性。由于大股东利用控制权获取私利的行为具有隐秘性,人们难以确认和观测^[28],所以无法直接观察到这种合谋行为,只能采用间接的方式进行判断。本研究认为,合谋的实现,不仅取决于合谋利益的大小和分配方式,更重要的是控股股东对公司高管人员的影响力。如果位居公司重要职位的高管人员与控股股东存在紧密的联系,将有利于控股股东掏空计划的实施。1999年中国证监会下发“关于上市公司总经理及高层管理人员不得在控股股东单位兼职的通知”,通知规定总经理在控股股东单位不得担任除董事以外的其他行政职务,并要求总经理、副总经理、财务主管和董事会秘书必须在上市公司领薪,不得由控股股东代发薪水。2002年出台的《中国上市公司治理准则》第十八条也规定,控股股东除董事之外的其他人员不得兼任上市公司执行人员,包括总经理、副总经理、财务负责人、营销负责人和董事会秘书等。这些规定被视为是为了避免因控股股东与上市公司的决策层和管理层发生重叠,而出现的控股股东侵占上市公司利益的行为。但是,通知和准则并没有禁止总经理、副总经理、财务总监(主管)和董事会秘书不能兼任控股股东的董事或者兼职于控股股东在上市公司中的一致行动人单位,也没有对上市公司董事长、董事的兼职内容和范围做出任何限制。因此,通过查找上市公司高管信息发现,在上市公司中上述人员在控股股东或其一致行动人单位兼职的情况比较普遍,也就是说这些公司的高管人员与控股股东保持着紧密联系。由于这种联系并未受禁令的影响,证监会防止双方合谋侵害上市公司利益的目的往往难以实现。因此,上市公司高管人员在控股股东单位的兼职情况常常被用于反映高管人员独立性和公司治理效果^[29],兼职高管也被认为更容易与控股股东合谋^[30]。

根据以上分析,本研究采用如下方法判断控股股东与高管人员存在合谋的可能性,即如果公司的

董事长、董事、董事会秘书、总经理、副总经理或财务总监(主管)在控股股东或其一致行动人的单位兼任职务,则控股股东与公司高管在并购活动中存在合谋的可能性更大。按照这一方法将样本划分为合谋可能性高(子样本1)和合谋可能性低(子样本2)两类,同时列示全样本和子样本的回归结果。在所有的回归结果中,各自变量系数的方差膨胀因子(VIF)都接近于1,可以认为自变量之间不存在多重共线性。

5.2.1 股权制衡与高管私有收益

表2给出(9)式以 $Perk_1$ 作为被解释变量的回归结果,分别列示全样本和子样本的回归结果。其中,全样本的回归结果位于表2的第2列和第3列,第2列给出只引入解释变量、不引入控制变量的回归结果,第3列给出引入控制变量的回归结果,通过比较两种情况下线性回归的拟合优度,可以对引入控制变量的适当性做出直观的判断。子样本1(合谋可能性高的样本)的回归结果位于表2的第4列和第5列,第4列给出只引入解释变量、不引入控制变量的回归结果,第5列给出引入控制变量的回归结果。子样本2(合谋可能性低的样本)的回归结果位于表2的第6列和第7列,第6列给出只引入解释变量、不引入控制变量的回归结果,第7列给出引入控制变量的回归结果。

表3给出(9)式以 $Perk_2$ 作为被解释变量的回归结果,表3的结构安排与表2相同。

从表2和表3的回归结果可以看到,全样本下,股权制衡 SR 的系数显著为负,表明无论是否存在合谋,公司股权制衡程度的提高都有利于减少并购后高管人员获得的私有收益。在表2和表3的子样本1中, SR 的系数都显著为负值,说明当控股股东与高管人员试图在并购交易中合谋时,制衡股东能够发挥监督制约作用,有效防止控股股东掏空行为的出现,或者将这种侵占行为造成的损失限制在较小的范围内,由此压缩了高管人员私有收益的空间,减少了他们的过度在职消费行为。 H_1 得到验证。子样本2中, SR 的系数在表2中显著为负,在表3中也为负,表明即使公司高管在并购活动中不参与合谋,建立良好的股权制衡机制对公司高管人员的行为也具有一定程度的约束作用。

通过表2和表3还可以发现,公司规模、资产负债率、高管薪酬、独立董事比例和公司成长性对高管私有收益都有一定程度的影响。

5.2.2 股权制衡与公司并购绩效

表4给出(10)式的回归结果,结构安排与表2、表3相同。

从表4的回归结果可以看到,在全样本中,股权制衡 SR 与并购绩效 MA 显著正相关,说明提高公司的股权制衡程度有利于提升公司的并购绩效。对于子样本1, SR 的系数显著为正,说明当公司存在制衡股东时,即使控股股东与高管人员合谋,公司的并购决策也不再受到控股股东的支配。由于制衡股东本

表2 股权制衡对 *Perk_1* 的影响
Table 2 Influence of Stock Ownership Check-and-balance on *Perk_1*

变量	全样本		子样本			
			子样本 1		子样本 2	
常数项	1.753*** (5.482)	-8.320 (-0.790)	1.787*** (4.824)	-10.819 (-0.898)	1.796** (2.969)	-33.886 (-1.239)
<i>SR</i>	-3.790*** (-2.967)	-3.300** (-2.624)	-3.554** (-2.283)	-3.098* (-2.016)	-3.347** (-2.234)	-2.945* (-2.298)
<i>Size</i>	-	1.075** (2.531)	-	1.278** (2.579)	-	0.363 (0.413)
<i>DA</i>	-	-3.477* (-1.854)	-	-3.458* (-1.772)	-	-9.635 (-1.182)
<i>PS</i>	-	-0.797* (-1.710)	-	-0.953* (-1.747)	-	1.319 (0.847)
<i>ID</i>	-	0.691 (0.111)	-	3.343 (0.449)	-	1.650 (0.091)
<i>MB</i>	-	-0.338 (-0.310)	-	-0.670 (-0.522)	-	1.490 (0.524)
<i>SOM</i>	-	-7.906 (-1.036)	-	-6.778 (-0.549)	-	-10.089 (-0.625)
<i>F</i> 值	7.345***	3.759***	4.852***	3.213***	3.776*	1.272
<i>Adj-R</i> ²	0.155	0.210	0.121	0.217	0.116	0.108

注:括号内数据为 t 统计值;***为在1%的置信水平上显著,**为在5%的置信水平上显著,*为在10%的置信水平上显著;下同。

身具有较强的谈判能力,在最终决策中能够维护公司和绝大多数股东的利益,避免低效并购造成的公司业绩损失。 H_2 得到验证。在子样本 2 中,*SR* 的系数并不显著,表明当合谋可能性低时,公司进行的并购交易更多的是为了满足自身发展的需要,而不是控股股东借以掏空公司的方式。

在全样本和子样本 1 中,控制变量国有股权 *SS* 与并购绩效 *MA* 显著负相关,说明公司中政府部门持股比例的增加对并购绩效有负向影响,原因可能是由政府参与或主导的并购交易常常具有一些政治目的,并未把并购绩效放在首要位置加以考虑。其他控制变量对并购绩效的影响并不显著,不能验证有关研究得出的结论,这可能是由于研究样本的选取方式和并购绩效的衡量方法存在差异所致。

5.3 稳健性检验

为了提高研究结论的可靠性,进行稳健性检验。

以公司前五大股东中第二至第五大股东的持股比例之和与第一大股东持股比例的比值(持股比例按一致行动人信息进行调整)替换变量 *SR*,作为大股东股权制衡的衡量变量进行回归分析,得到的结果基本支持本研究的结论。该变量与 *SR* 具有显著的正相关关系,相关系数为 0.572,原因可能是用于构建 *SR* 的 Shapley 指数也是基于大股东的持股比例计算而来的。但是,该变量在回归方程中的系数显著性低于 *SR* 的系数显著性,说明使用 *SR* 衡量股权制衡能够对高管私有收益的多寡和并购绩效的优劣提供更好的解释。另外,仿照 *MA* 的计算方法,计算销售净利率的增长率和净资产收益率的增长率(每年数据都经过行业 and 年度调整),并分别以上述变量作为并购绩效的衡量指标进行稳健性检验,回归结果仍然显示在全样本和子样本 1 中股权制衡与并购绩效显著正相关。限于篇幅,未列示稳健性检验的结果。

表3 股权制衡对 *Perk_2* 的影响
Table 3 Influence of Stock Ownership Check-and-balance on *Perk_2*

变量	全样本		子样本			
			子样本 1		子样本 2	
常数项	0.100 (1.412)	1.223 (0.504)	0.121 (1.611)	0.473 (0.187)	0.047 (0.201)	4.611 (0.802)
<i>SR</i>	-0.750*** (-2.644)	-0.713** (-2.444)	-0.767** (-2.422)	-0.902** (-2.562)	-0.673 (-0.884)	-0.525 (-0.326)
<i>Size</i>	-	0.032 (0.324)	-	0.073 (0.632)	-	-0.365 (-1.198)
<i>DA</i>	-	0.595 (1.378)	-	0.525 (1.201)	-	2.153 (0.922)
<i>PS</i>	-	-0.267** (-2.494)	-	-0.252** (-2.193)	-	-0.481 (-0.851)
<i>ID</i>	-	2.242 (1.570)	-	3.140* (2.006)	-	-6.560 (-0.828)
<i>MB</i>	-	0.433* (1.726)	-	0.166 (0.616)	-	1.526 (1.480)
<i>SOM</i>	-	-0.589 (-0.336)	-	1.550 (0.598)	-	-2.538 (-0.454)
<i>F</i> 值	4.754**	2.151**	2.989*	2.018*	2.120	1.751
<i>Ajd-R</i> ²	0.098	0.197	0.066	0.205	0.011	0.016

表4 股权制衡对公司并购绩效的影响
Table 4 Influence of Stock Ownership Check-and-balance on M&A Performance

变量	全样本		子样本			
			子样本 1		子样本 2	
常数项	-0.836*** (-3.677)	-7.129 (-1.305)	-0.781*** (-2.966)	-5.006 (-0.767)	-0.874*** (-3.228)	-4.631 (-0.752)
<i>SR</i>	2.091** (2.303)	1.625* (1.672)	2.863** (2.587)	2.245* (1.886)	-0.112 (-0.127)	0.213 (0.240)
<i>Size</i>	-	0.337 (1.273)	-	0.245 (0.779)	-	0.186 (0.610)
<i>FCF</i>	-	0.047 (0.144)	-	0.196 (0.511)	-	-0.305 (-0.859)
<i>SS</i>	-	-1.459* (-1.761)	-	-1.950** (-2.049)	-	1.201 (1.180)
<i>RT</i>	-	-0.281 (-0.720)	-	-0.210 (-0.450)	-	-0.675 (-1.818)
<i>F</i> 值	9.061***	3.868***	5.606***	2.768**	2.033	1.187
<i>Adj-R</i> ²	0.189	0.200	0.141	0.159	0.082	0.080

6 结论

本研究通过模型构建与实证检验相结合的方式,考察股权制衡对并购活动中控股股东与高管人员合谋行为经济后果的影响。研究结果表明,当控股股东与高管人员合谋时,上市公司股权制衡程度越高,公司高管通过并购获取的私有收益越少,公司的并购绩效也越好。当控股股东试图通过并购侵占公司资源时,需要借助公司高管的力量来实现目标,高管人员也因为参与合谋获得利益回报。但是,如果公司存在制衡股东,其对控股股东的监督和制约在一定程度上会限制控股股东与高管人员在并购活动中的合谋行为,由此压缩高管人员获取私有收益的空间。由于制衡股东的出现改变了公司并购活动完全受控股股东支配的局面,使并购决策在制衡股东与控股股东的讨价还价中得到优化,让最终进行的并购交易以维护公司和绝大多数股东利益为前提,从而避免了低效并购造成的公司业绩损失。因此,建立有效的股权制衡机制,对改善上市公司治理环境、减少低效并购的发生具有至关重要的作用,将机构投资者作为制衡股东引入公司,并适当减少公司中控股股东的持股比例是一个较好的选择。通过二级市场引进相对持股比例较高的各类基金、保险资金和 QFII 等机构投资者,一方面能够发挥机构投资者自身在管理、人才方面的优势,对上市公司的重大战略决策把关,缓解“一股独大”对公司经营产生的负面影响;另一方面,可以确保机构投资者监督公司的收益超过采取其他行动带来的收益,避免因机构投资者在公司中发言权很小而选择“用脚投票”,导致无法有效发挥其监督作用。要提高机构投资者长期参与公司治理的积极性,不能忽视相关法律制度的改进和完善,可以在时机成熟的情况下放宽机构投资者在上市公司中的持股比例上限,适当降低机构投资者所持公司资产的流动性,同时加大对控股股东侵害行为的事后惩罚力度。

尽管研究结果显示股权制衡能够减少公司高管通过并购获取的私有收益,并提高公司的并购绩效,但是否存在某些因素会影响股权制衡效用的发挥,对于这一问题并未深入讨论,这是本研究的不足之处,有待进一步研究。

参考文献:

- [1] Bae K H, Kang J K, Kim J M. Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups [J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(6): 2695-2740.
- [2] 李增泉,余谦,王晓坤. 掏空、支持与并购重组:来自我国上市公司的经验证据[J]. *经济研究*, 2005, 40(1): 95-105.
Li Zengquan, Yu Qian, Wang Xiaokun. Tunneling, propping and M&A: Evidence from Chinese listed companies [J]. *Economic Research Journal*, 2005, 40(1): 95-105. (in Chinese)
- [3] Burkart M, Panunzi F, Shleifer A. Family firms [J]. *The Journal of Finance*, 2003, 58(5): 2167-2202.
- [4] 潘泽清,张维. 大股东与经营者合谋行为及法律约束措施[J]. *中国管理科学*, 2004, 12(6): 118-122.
Pan Zeqing, Zhang Wei. The collusion of large shareholder with manager and legal shareholder protection [J]. *Chinese Journal of Management Science*, 2004, 12(6): 118-122. (in Chinese)
- [5] Pagano M, Roell A. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113(1): 187-225.
- [6] Gomes A. Multiple large shareholders in corporate governance [R]. Philadelphia: University of Pennsylvania, 1999.
- [7] Bennesen M, Wolfenzon D. The balance of power in closely held corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1/2): 113-139.
- [8] 刘星,刘伟. 监督,抑或共谋?:我国上市公司股权结构与公司价值的关系研究[J]. *会计研究*, 2007(6): 68-75.
Liu Xing, Liu Wei. Monitoring or colluding?: Study on the relationship between shareholder structure and firm value in China's listed companies [J]. *Accounting Research*, 2007(6): 68-75. (in Chinese)
- [9] 陈德萍,陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究:2007~2009年中小企业板块的实证检验[J]. *会计研究*, 2011(1): 38-43.
Chen Deping, Chen Yongsheng. Ownership structure and corporate performance: Positive study on small and medium board market in 2007~2009 [J]. *Accounting Research*, 2011(1): 38-43. (in Chinese)
- [10] 刘星,安灵. 大股东控制、政府控制层级与公司价值创造[J]. *会计研究*, 2010(1): 69-78.
Liu Xing, An Ling. Large shareholder control, government control level and value creating [J]. *Accounting Research*, 2010(1): 69-78. (in Chinese)
- [11] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A, Vishny R. Investor protection and corporate valuation [J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(3): 1147-1170.
- [12] 洪剑峭,薛皓. 股权制衡对关联交易和关联销售的持续性影响[J]. *南开管理评论*, 2008, 11(1): 24-30.
Hong Jianqiao, Xue Hao. The effect of counter-balance towards the largest shareholder on the amount of related party transactions and the consistence of related party sales [J]. *Nankai Business Review*, 2008, 11(1): 24-30. (in Chinese)
- [13] 李琳,刘凤委,卢文彬. 基于公司业绩波动性的股权制衡治理效应研究[J]. *管理世界*, 2009(5): 145-151.

- Li Lin, Liu Fengwei, Lu Wenbin. Research on the governance effects of stock right balance based on performance volatility [J]. *Management World*, 2009(5):145-151. (in Chinese)
- [14] Milnor J W, Shapley L S. Value of large games II: Oceanic games [J]. *Mathematics of Operations Research*, 1978, 3(4):290-307.
- [15] Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency costs and ownership structure [J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1):81-106.
- [16] 周玮, 徐玉德, 李慧云. 政企关系网络、在职消费与市场化制度建设 [J]. *统计研究*, 2011, 28(2):53-58.
Zhou Wei, Xu Yude, Li Huiyun. Government-enterprise relationship network, duty consumption and institutional construction of marketization [J]. *Statistical Research*, 2011, 28(2):53-58. (in Chinese)
- [17] 陈东华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费 [J]. *经济研究*, 2005, 40(2):92-101.
Chen Donghua, Chen Xinyuan, Wan Hualin. Regulation and non-pecuniary compensation in Chinese SOEs [J]. *Economic Research Journal*, 2005, 40(2):92-101. (in Chinese)
- [18] 罗进辉, 万迪昉. 大股东持股对管理者过度在职消费行为的治理研究 [J]. *证券市场导报*, 2009(6):64-70.
Luo Jinhui, Wan Difang. Large shareholder's governance on managerial perk consumption [J]. *Securities Market Herald*, 2009(6):64-70. (in Chinese)
- [19] 冯根福, 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究 [J]. *经济研究*, 2001, 36(1):54-61, 68.
Feng Genfu, Wu Linjiang. An empirical study of the M&A performance of Chinese listed companies [J]. *Economic Research Journal*, 2001, 36(1):54-61, 68. (in Chinese)
- [20] 陈晓, 陈小悦, 刘钊. A 股盈余报告的有效性研究:来自上海、深圳股市的实证证据 [J]. *经济研究*, 1999, 34(6):21-28.
Chen Xiao, Chen Xiaoyue, Liu Zhao. The usefulness of stock market earnings report: Empirical evidence from Chinese listed companies [J]. *Economic Research Journal*, 1999, 34(6):21-28. (in Chinese)
- [21] 陈东华, 梁上坤, 蒋德权. 不同市场化进程中高管激励契约的成本与选择:货币薪酬与在职消费 [J]. *会计研究*, 2010(11):56-64.
Chen Donghua, Liang Shangkun, Jiang Dequan. How marketization affects incentive contract costs and choices: Perks or monetary compensations? [J]. *Accounting Research*, 2010(11):56-64. (in Chinese)
- nese)
- [22] 张力, 潘青. 董事会结构、在职消费与公司绩效:来自民营上市公司的经验证据 [J]. *经济动态*, 2009(3):82-85.
Zhang Li, Pan Qing. Director board structure, managerial perk consumption and firm performance: Empirical evidence from private listed companies [J]. *Economic Perspectives*, 2009(3):82-85. (in Chinese)
- [23] Harford J, Li K. Decoupling CEO wealth and firm performance: The case of acquiring CEOs [J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62(2):917-949.
- [24] 李善民, 毛雅娟, 赵晶晶. 高管持股、高管的私有收益与公司的并购行为 [J]. *管理科学*, 2009, 22(6):2-12.
Li Shanmin, Mao Yajuan, Zhao Jingjing. Executive equity-based compensation, executive private benefits and corporate M&As [J]. *Journal of Management Science*, 2009, 22(6):2-12. (in Chinese)
- [25] 丁丽华. 自由现金流和并购绩效的相关性研究 [J]. *财会通讯*, 2010, 31(3):128-129, 144.
Ding Lihua. A study on the relationship between free cash flow and performance of mergers and acquisitions [J]. *Communication of Finance and Accounting*, 2010, 31(3):128-129, 144. (in Chinese)
- [26] Chi J, Sun Q, Young M. Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets [J]. *Emerging Markets Review*, 2011, 12(2):152-170.
- [27] 邓建平, 曾勇, 何佳. 关联并购重组:根源与后果 [J]. *管理学报*, 2011, 8(8):1238-1246.
Deng Jianping, Zeng Yong, He Jia. The root and the effects of relative merger and acquisition [J]. *Chinese Journal of Management*, 2011, 8(8):1238-1246. (in Chinese)
- [28] Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison [J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(2):537-600.
- [29] 武立东. 上市公司控股股东行为效应评价与指数分析 [J]. *管理科学*, 2006, 19(5):83-91.
Wu Lidong. Index analyzing and behavior effect evaluating of controlling shareholders in listed companies [J]. *Journal of Management Science*, 2006, 19(5):83-91. (in Chinese)
- [30] 杜晓宇. 中国上市公司高管变更期间业绩预告披露行为研究 [D]. 长春:吉林大学, 2009:102-103.
Du Xiaoyu. Research on Chinese listed companies' behavior in earnings forecasts disclosure around top management turnover [D]. Changchun: Jilin University, 2009:102-103. (in Chinese)

Influence of Stock Ownership Check-and-balance on the Economic Consequences of the Collusion in M&A Transaction

Jiang Hong, Liu Xing

School of Economic and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China

Abstract: By a way of combining model establishment and empirical test, this article investigates the influence of stock ownership check-and-balance on the economic consequences of the collusion between controlling shareholder and executive in M&A. We measured the stock ownership check-and-balance using Shapley index, chose M&A events of Chinese listed companies over 1999 to 2006 as study samples and examined the model deduction by regression analysis. We discussed the governance effects of stock ownership check-and-balance by a large shareholder utility model. Model analysis suggests that the controlling shareholder will offer the executive benefit return for the collusion in M&A on the purpose of "tunneling". However, if there are other large shareholders in the company, they will cut down the private benefit of executive and prevent performance loss brought on by inefficient M&A transactions. Empirical results show that under the collusion of controlling shareholder and executive, the higher of degree the stock ownership check-and-balance is, the less private benefit the executive will gets in M&A and the better the M&A performance will be.

Keywords: stock ownership check-and-balance; collusion; private benefit; M&A performance

Received Date: November 14th, 2011 **Accepted Date:** April 24th, 2012

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(71172082)

Biography: Jiang Hong, a Chongqing native(1982 -), is a Ph. D. candidate in the School of Economic and Business Administration at Chongqing University. His research interests include corporate finance and corporate governance, etc. E-mail: cqdx2001xxyb@yahoo.com.cn □