



连锁董事与并购目标选择： 基于信息传递视角

韩 洁¹, 田高良¹, 杨 宁²

1 西安交通大学 管理学院, 西安 710049

2 西安交通大学 财务处, 西安 710049

摘要:基于连锁董事的信息传递功能,选取2000年至2012年并购公司和目标公司均是中国A股上市公司的并购事件作为真实并购样本,以配对的方式选取潜在并购样本,通过Probit回归实证检验与并购公司存在连锁董事关系的潜在目标公司是否更可能成为并购目标公司,并进一步检验并购公司与潜在目标公司(包括目标公司)的信息不对称程度以及并购公司的实际控制人性质对上述关系的影响。研究表明,与并购公司存在连锁董事关系的公司更可能成为并购目标;当并购公司和潜在目标公司(包括目标公司)属于不同行业和不同地域时,或者当并购公司属于非国有企业时,这种关系表现得尤为显著。连锁董事的信息传递功能对于并购公司确定目标公司的决策发挥着重要作用。

关键词:公司并购;连锁董事;并购目标选择;信息传递

中图分类号:F271

文献标识码:A

doi:10.3969/j.issn.1672-0334.2014.02.002

文章编号:1672-0334(2014)02-0015-11

1 引言

作为现代公司内部决策和治理机制的核心,董事会以监督者和建议者的双重身份参与到公司的所有重要决策中,包括CEO变更、高管薪酬制定以及并购这样的重大资本投资等。已有研究表明,董事会的结构、规模、独立性等特征会对公司经济行为和经济后果产生重要影响^[1-4]。目前,董事会的另一重要特征连锁董事也引起学者们的关注。一人同时担任两家或两家以上企业的董事职务即为连锁董事^[5],连锁董事对公司决策和公司价值的影响机理一直是学术界关注的焦点问题^[6-9]。

连锁董事在公司治理中发挥着重要作用^[10],已有研究主要探索连锁董事对单一的公司行为和经济后果的作用,如连锁董事对企业绩效、投资效率和高管激励等的作用^[6, 8-9, 11-12]。近年来,一些学者开始探索连锁董事对公司间共同经济决策的影响,如企业并购等。学者们认为,并购公司和目标公司间的连锁董事关系会降低双方的信息不对称程度、降低

交易成本、改变信息沟通机制,从而影响并购决策和并购绩效^[13]。因此,连锁董事的信息传递功能对企业并购活动有重要影响。鉴于目前关于中国公司这方面研究的缺乏,本研究试图结合中国制度背景探索连锁董事对并购决策中并购目标选择的影响。具体而言,基于连锁董事的信息传递功能,研究与并购公司存在连锁董事关系的潜在目标公司是否更可能成为并购目标,并进一步研究并购公司与潜在目标公司(包括目标公司)的信息不对称程度以及并购公司的实际控制人性质对上述关系的影响。

2 相关研究评述

Granovetter^[14]最早提出社会镶嵌理论,认为企业所处的社会结构关系会对企业的经济行为和经济后果产生重要影响。董事会成员的社会联系,即连锁董事作为企业的重要社会关系,必然会对企业决策和企业价值产生重要影响。

Haunschild^[15]从组织间模仿理论出发,以美国发

收稿日期:2013-09-13 修返日期:2014-02-21

基金项目:国家软科学研究计划(2010GX5D262);国家自然科学基金(71372163)

作者简介:韩洁(1988-),女,陕西蓝田人,西安交通大学管理学院博士研究生,研究方向:连锁董事与公司治理等。

E-mail:hanjie061902@126.com

生并购事件的上市公司作为样本,发现如果两个公司存在连锁董事关系,其中一个公司会在其并购决策中模仿另一公司已发生的并购活动,包括并购频繁程度和并购类型等,从而导致存在连锁董事关系的公司并购活动在并购活动方面表现出高度的相似性;随后,Haunschild^[16]又以美国公司作为样本,发现当并购公司对目标公司价值的不确定性越高时,与并购公司存在连锁董事关系的公司已经发生的并购活动对其并购价格的确定影响越大;陈仕华等^[17]以中国上市公司为样本探索公司间的高管联结对并购溢价决策的作用,发现公司的并购溢价决策也存在模仿行为。这些研究主要基于组织间模仿理论,研究并购企业间的董事联结关系对并购决策的影响。

有的学者探索直接参与交易的双方,即并购公司与目标公司之间直接的连锁董事关系或者二者的董事网络中心度对并购活动的影响。Cai等^[13]将并购公司间的连锁董事关系分为两个层次,第一层次为一人同时在并购公司和目标公司担任董事,第二层次为并购公司董事和目标公司董事同时在第三方公司担任董事,研究结果表明,这两层连锁均会提高并购公司的短期并购绩效。Schonlau等^[18]以美国上市公司为样本,发现公司董事网络中心度越高,意味着其拥有较优的信息传递机制,获取其他公司信息成本较小,与其他公司的信息不对称程度较低,从而更可能发起并购活动;董事网络中心度越高,意味着其信息越透明公开,其他公司更易获得该公司的信息,从而更可能被并购;无论对于并购公司还是目标公司,董事网络中心度越高,长期并购绩效越优。Etheridge^[19]以澳大利亚公司作为样本做了相似的研究,发现并购双方公司在公司董事网络中的位置越接近,并购成功率越高,并购价格越低。Cukurova^[20]通过构建私有信息模型,认为与并购公司存在连锁董事关系的公司成为目标公司的可能性更大,并以美国数据为样本,通过实证检验验证了这一推论。

综上所述,关于连锁董事与企业并购的已有研究主要表现出3个明显特征。①已有研究主要分为两个分支,第一个分支主要研究存在连锁董事的并购公司间的组织模仿行为;第二个分支主要研究并购公司与目标公司之间直接的连锁董事关系对并购决策和经济后果的影响。②绝大部分研究以发达国家上市公司作为样本,尤以美国研究居多,关于中国的研究少之又少。③连锁董事对并购目标选择的影响,仅Cukurova^[20]以美国数据做了初步探索。

目标公司选择是并购决策的必经环节,也是并购的第一要务,具有何种特征的公司更可能成为并购目标一直是理论界和实务界关注的重点问题之一^[21]。关于并购目标的研究主要集中于预测目标公司的一般特征,张金鑫等^[21]、Palepu^[22]和王宏利^[23]通过选取一系列与公司财务和股权等相关的指标,经因子分析等处理后构建目标公司预测模型,以此模型指导并购公司的目标选择和投资者投资。但这些预测模型存在两方面不足,①模型对原始指标的选

取特别敏感,原始指标的选取不同会导致模型的预测结果存在较大差异,甚至可能会误导上市公司和投资者;②忽略了并购公司与目标公司之间的关系对并购目标选择的影响,如二者存在关联方关系和连锁董事关系等。本研究弥补上述预测模型的不足,考虑并购公司与目标公司的关系对并购目标选择的影响。

总之,基于连锁董事的信息传递功能,如果并购公司与潜在目标公司存在连锁董事关系,并购公司更易获得潜在目标公司的私有信息,进而对决策结果造成影响。本研究结合中国的制度背景研究连锁董事对并购目标公司选择的影响,探讨并购公司和潜在目标公司(包括目标公司)的行业特征和地域特征对二者关系的调节作用,并结合中国上市公司的控制权特征探讨并购公司的实际控制人性质对二者关系的影响。

3 理论分析和假设提出

Davies^[24]认为并购公司搜寻并确定目标公司的一般步骤包括形成并购计划、列出潜在目标公司名单、描绘战略控制图、了解自身的不足之处、缩减潜在目标公司列表、对潜在目标公司进行总结、为潜在目标公司打分、确定最终并购目标,并认为董事会在确定目标公司的过程中起重要作用,搜寻并确定目标公司的各步骤阶段均需并购公司董事会成员参与其中,做出相应决策。同时,由于并购公司在搜寻并确定目标公司的过程中付出成本的大小以及获得目标公司信息的多少直接影响并购公司随后与目标公司谈判的筹码以及并购绩效和并购整合效应等,因而以尽可能小的成本获取目标公司尽可能多的私有信息至关重要。

Akerlof^[25]和Hansen^[26]认为,由于目标公司比并购公司更了解自身价值,并购公司对目标公司价值的了解存在信息不对称,从而导致逆向选择问题,即目标公司仅接受高于或等于自身价值的要约,并购公司面临过度支付成本。因此,并购公司为降低其过度支付成本,需要在搜寻目标公司和评估其价值的过程中尽可能多地掌握目标公司的私有信息,克服信息摩擦。Bruner^[27]认为,并购公司确定目标公司通常需要几个月甚至更长的时间,任何影响搜寻成本以及尽职调查成本的因素都是经济显著的;Stuart等^[28]的研究表明,在存在控制权转移的私人股本交易中,连锁董事降低了交易双方的信息不对称程度,存在连锁董事关系的公司更可能成为交易目标;Cukurova^[20]以美国上市公司为样本,发现与其他公司相比,与并购公司存在连锁董事关系的公司被并购的可能性更大。并且根据社会镶嵌理论,连锁董事对于企业包括并购活动在内的重要决策有着重要影响^[14]。

中国尚处于制度转型时期,制度的不稳定和不完善导致公司获取信息的成本高昂以及交易过程中信息不透明程度较高,公司的交易成本和交易风险远

高于制度成熟稳定的国家。连锁董事既属于人与人之间的正常私交关系,又是一种商业交往关系。已有研究表明,连锁董事是对不健全交易制度的一种替代机制,企业可基于连锁董事这一途径获得连锁企业的私有信息。在中国制度背景下,基于合约的交易成本和交易风险较高,此时基于交易双方私交关系的交易可有效减小信息摩擦,减轻交易双方的机会主义行为^[9]。

具体到并购活动中,如果一人同时在并购公司和潜在目标公司任职董事,他可以直接参与到双方公司与并购有关的所有决策过程中,获得双方公司的重要信息,并通过与其他董事会成员对自身所拥有信息的正式和非正式的交流沟通,在双方公司之间发挥双向信息传递的作用,该作用最终会增加双方公司对彼此战略、经营和并购意向等方面的了解,降低信息不对称程度。

①对于并购公司来讲,并购活动通常意味着大量的资本支出,为了获取最大的协同价值、避免过度支付风险,并购信息透明度较高的公司可在一定程度上避免损失。如果并购公司与潜在目标公司存在连锁董事,并购公司对潜在目标公司私有信息和真实价值的了解程度更高,可减轻目标公司的机会主义行为所导致的逆向选择问题,降低并购公司的过度支付风险,提高并购价值^[29]。此外,并购公司在搜寻目标公司过程中所付出的信息搜寻成本和尽职调查成本对于并购协同价值也有重要影响^[27,30]。并购公司与潜在目标公司之间连锁董事的存在改变了其信息沟通机制,并购公司可付出较小成本得到潜在目标公司的私有信息,节约信息搜寻成本和尽职调查成本。总之,出于最大化协同价值的考虑,并购公司更倾向于选择与自身存在连锁董事关系的公司作为并购目标。②对于潜在目标公司来讲,同样需要评估并购公司的价值,对并购公司价值的评估直接决定其接受或者拒绝并购公司的要约^[29]。连锁董事的存在使其更易获得并购公司的私有信息,价值评估也更为准确,从而更可能接受要约。总之,若并购公司与潜在目标公司之间存在连锁董事,既增加了并购公司选择潜在目标公司作为并购目标的可能性,也增加了潜在目标公司接受要约的可能性,从而提高了与并购公司存在连锁董事关系的潜在目标公司成为最终目标公司的可能性。综上所述,本研究提出假设。

H₁ 其他情况相同时,与并购公司存在连锁董事关系的潜在目标公司更可能成为并购目标公司。

基于以上分析,与并购公司存在连锁董事关系的潜在目标公司之所以更容易被并购,是因为连锁董事在其中所起的信息传递作用。当并购公司与潜在目标公司属于同一行业时,并购公司与潜在目标公司拥有更多的商业联系,如有相同的供应商和客户,享有相似的产品市场,双方可通过更多的信息渠道获得对方的私有信息,即双方的信息不对称程度较低^[31]。同样,当并购公司与潜在目标公司属于同一

地方政府管辖时,二者地理距离的接近也使双方更易获得与对方战略、经营、价值等相关的信息,信息不对称程度较低^[32]。但如果并购公司与潜在目标公司属于不同的行业或者不同地方政府管辖,意味着双方的信息获取渠道有限,信息不对称程度较高,并购公司获取潜在目标公司信息的成本和难度更大,面临的过度支付风险和尽职调查成本等更高,从而并购公司更依赖于通过自身的关系网络获取潜在目标公司的信息。若此时双方存在连锁董事关系,连锁董事的信息传递优势将更为重要,与并购公司存在连锁董事关系的潜在目标公司更可能成为并购目标公司。因此,本研究提出假设。

H₂ 其他情况相同时,当并购公司与潜在目标公司属于不同行业时,与并购公司存在连锁董事关系的潜在目标公司更可能成为并购目标公司。

H₃ 其他情况相同时,当并购公司与潜在目标公司属于不同地域时,与并购公司存在连锁董事关系的潜在目标公司更可能成为并购目标公司。

大部分中国上市公司由国有企业改制而成,国有上市公司虽然可以获得政府的政策性支持,但同时其众多决策也会受到政府的干预。在中国市场化发展的过程中,伴随着民营企业的迅速发展,许多中、小企业(包括国有中、小企业)由于公司管理不规范、缺少风险控制机制等面临破产,政府通常通过直接补贴和收购经营不良的企业两种方式对其进行干预以维持社会稳定^[33]。因此,如果并购公司是国有企业,意味着并购公司的并购决策很可能出自政府的政策性目标,而非企业价值最大化目标^[34]。这种情况下,并购公司与其他公司的连锁董事关系可能不会对并购目标的选择产生实质影响。相反,如果并购公司属于非国有企业,意味着政府对它的决策干预很少,这种情况下,选择与自身存在连锁董事关系的潜在目标公司作为并购目标,有利于并购公司减少过度支付成本,降低信息搜集成本和尽职调查成本,提高决策效率,提高并购协同价值和并购后的整合。因此,当并购公司是非国有企业时,与其存在连锁董事关系的潜在目标公司更可能成为并购目标公司。因此,本研究提出假设。

H₄ 其他情况相同时,当并购公司是非国有企业时,与并购公司存在连锁董事关系的潜在目标公司更可能成为并购目标公司。

4 研究设计

4.1 变量定义

(1) 目标公司和潜在目标公司

参照 Bodnaruk 等^[35]的研究,对于发生在上市公司之间的真实并购事件,被并购公司作为真实目标公司,取值为1;与该真实目标公司属于同一行业且公司总市值在真实目标公司总市值的70%~130%的全部A股上市公司作为配对公司,即潜在目标公司,取值为0,从而为每一笔真实并购交易构建一系列潜在目标公司。

表1 变量定义
Table 1 Variable Definitions

变量	变量名称	变量定义
<i>Target</i>	(潜在)目标公司	虚拟变量,真实发生并购事件的目标公司取值为1,配对公司取值为0
<i>Interlock</i>	连锁董事	虚拟变量,如果(潜在)目标公司与并购公司在并购公告前一年年末存在连锁董事取值为1,否则取值为0
<i>Size</i>	公司规模	并购公告前一年年末(潜在)目标公司总市值的自然对数
<i>BM</i>	权益市值比	并购公告前一年年末(潜在)目标公司权益的账面价值与市场价值之比
<i>ROE</i>	净资产收益率	并购公告前一年年末(潜在)目标公司净资产收益率
<i>Growth</i>	公司成长性	并购公告前一年年末(潜在)目标公司主营业务增长率
<i>Liquidity</i>	流动性	并购公告前一年年末(潜在)目标公司营运资产与总资产之比
<i>PE</i>	市盈率	并购公告前一年年末(潜在)目标公司每股股价与每股收益之比
<i>DE</i>	负债权益比	并购公告前一年年末(潜在)目标公司负债与权益之比
<i>Return</i>	股票收益率	并购公告前六个月(潜在)目标公司股票日平均收益率
<i>Volatility</i>	股票波动率	并购公告前六个月(潜在)目标公司股票日平均波动率,即收益率的标准差
<i>Institutional</i>	机构投资者持股	并购公告前一年(潜在)目标公司机构投资者持股比例
<i>Herfindahl</i>	赫芬代尔指数	并购公告前一年(潜在)目标公司行业赫芬代尔指数,即公司营业收入占行业营业收入总收入百分比的平方和
<i>Diversifying_Indu</i>	行业异质性	虚拟变量,(潜在)目标公司与并购公司属于不同行业取值为1,否则取值为0
<i>Diversifying_Dist</i>	地域异质性	虚拟变量,(潜在)目标公司与并购公司属于不同地方政府管辖取值为1,否则取值为0
<i>NSOE</i>	实际控制人性质	虚拟变量,并购公司实际被非国有股份控制取值为1,否则取值为0
<i>Year</i>	年度	年度虚拟变量
<i>Industry</i>	行业	行业虚拟变量

(2) 连锁董事

如果并购公司与(潜在)目标公司在真实并购事件发生所在会计年度的上一年度末存在共同董事取值为1,否则取值为0。

(3) 其他变量

除连锁董事外,公司规模、公司盈利能力、公司成长性、流动性、股票收益、股票波动性等特征同样影响并购目标选择。因而,结合已有研究以及中国并购活动的特征,本研究在实证检验中还控制了上述可能会影响并购目标选择的因素。

所有变量定义如表1所示。

4.2 实证模型

根据 Bodnaruk 等^[35]的研究,结合中国并购活动的实际情况,本研究采用以下4个Probit回归方程分别检验H₁~H₄。

为检验H₁,构建回归方程分析连锁董事对并购

目标选择的影响,即

$$\begin{aligned}
 Target = & \alpha_0 + \alpha_1 Interlock + \alpha_2 Size + \alpha_3 BM + \\
 & \alpha_4 ROE + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Liquidity + \\
 & \alpha_7 PE + \alpha_8 DE + \alpha_9 Return + \alpha_{10} Volatility + \\
 & \alpha_{11} Institutional + \alpha_{12} Herfindahl + \alpha_{13} Year + \\
 & \alpha_{14} Industry + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (1)$$

其中, α_0 为截距项, $\alpha_1 \sim \alpha_{14}$ 为各变量的估计系数, ε 为随机误差项。

为检验H₂,将连锁董事与行业异质性的交叉项引入(1)式构建回归方程,分析并购公司与(潜在)目标公司的行业特征对连锁董事与并购目标选择之间关系的影响,即

$$\begin{aligned}
 Target = & \beta_0 + \beta_1 Interlock + \beta_2 Diversifying_Indu + \\
 & \beta_3 Interlock \cdot Diversifying_Indu + \beta_4 Size + \\
 & \beta_5 BM + \beta_6 ROE + \beta_7 Growth + \beta_8 Liquidity +
 \end{aligned}$$

$$\beta_9 PE + \beta_{10} DE + \beta_{11} Return + \beta_{12} Volatility + \beta_{13} Institutional + \beta_{14} Herfindahl + \beta_{15} Year + \beta_{16} Industry + v \quad (2)$$

其中, β_0 为截距项, $\beta_1 \sim \beta_{16}$ 为各变量的估计系数, v 为随机误差项。

为检验 H_3 , 将连锁董事与地域异质性的交叉项引入(1)式构建回归方程, 分析并购公司与(潜在)目标公司的地域特征对连锁董事与并购目标选择之间关系的影响, 即

$$Target = \eta_0 + \eta_1 Interlock + \eta_2 Diversifying_Dist + \eta_3 Interlock \cdot Diversifying_Dist + \eta_4 Size + \eta_5 BM + \eta_6 ROE + \eta_7 Growth + \eta_8 Liquidity + \eta_9 PE + \eta_{10} DE + \eta_{11} Return + \eta_{12} Volatility + \eta_{13} Institutional + \eta_{14} Herfindahl + \eta_{15} Year + \eta_{16} Industry + \lambda \quad (3)$$

其中, η_0 为截距项, $\eta_1 \sim \eta_{16}$ 为各变量的估计系数, λ 为随机误差项。

为检验 H_4 , 将连锁董事与公司实际控制人性质的交叉项引入(1)式构建回归方程, 分析并购公司的实际控制人性质对连锁董事与并购目标选择之间关系的影响, 即

$$Target = \theta_0 + \theta_1 Interlock + \theta_2 NSOE + \theta_3 Interlock \cdot NSOE + \theta_4 Size + \theta_5 BM + \theta_6 ROE + \theta_7 Growth + \theta_8 Liquidity + \theta_9 PE + \theta_{10} DE + \theta_{11} Return + \theta_{12} Volatility + \theta_{13} Institutional + \theta_{14} Herfindahl + \theta_{15} Year + \theta_{16} Industry + \omega \quad (4)$$

其中, θ_0 为截距项, $\theta_1 \sim \theta_{16}$ 为各变量的估计系数, ω 为随机误差项。

4.3 样本和数据来源

本研究数据均来自CSMAR数据库, 连锁董事数据通过CSMAR数据库整理获得, 对并购公司和目标公司(包括配对公司)的董事高管信息通过姓名、年龄、性别和简历进行一一配对整理, 得到连锁董事的衡量数据。并购事件的样本区间为2000年至2012年, 由于CSMAR数据库中可获取的高管信息最早为1999年, 而并购样本需滞后董事信息以及其他控制变量一年, 因而选择2000年作为样本起始年。并购事件样本的筛选标准如下。①从CSMAR数据库中识别出并购公司和目标公司均是中国A股上市公司的并购样本; ②剔除交易未成功的样本; ③剔除并购公司或目标公司属于金融行业的样本; ④剔除并购类型属于债务重组、资本分拆、资产置换、股份回购、资产剥离的样本; ⑤剔除交易金额小于100万元的样本; ⑥剔除并购交易属于关联并购的样本; ⑦剔除上市公司在上市第一年发生并购的样本。按以上标准筛选样本后, 最终获得313个真实并购样本。选择与真实目标公司属于同一行业且公司总市值在真实目标公司总市值的70%~130%的全部A股上市公司作为配

对公司, 剔除控制变量缺失的配对公司后, 共得到4 048个配对样本, 从而总样本数为4 361个。为消除异常值对回归结果的影响, 本研究对所有连续型变量做了1%的双向winsorize处理。

5 实证研究结果

5.1 描述性统计分析

(1) 并购样本概况

表2给出每年发生的并购样本和每年并购双方存在连锁董事的样本概况。2006年至2009年是发生并购事件最集中的年份, 2006年最多。相对应的, 2006年至2009年也是并购双方存在连锁董事样本较多的年份。总体来讲, 连锁董事样本占并购总样本的19.489%。Cukurova^[20]研究表明, 美国1996年至2005年发生在上市公司之间的并购事件, 存在连锁董事关系的仅占3.640%, 这一比例远低于中国。

表2 按年度分类的并购总样本概况

Table 2 M&A Sample by Announcement Year

年度	并购样本	样本比例(%)	连锁董事样本	连锁董事样本占并购样本的比例(%)
2000	17	5.431	2	11.765
2001	18	5.751	3	16.667
2002	23	7.348	6	26.087
2003	26	8.306	3	11.538
2004	24	7.668	2	8.333
2005	10	3.195	4	40.000
2006	38	12.141	18	47.368
2007	35	11.182	6	17.143
2008	34	10.863	5	14.706
2009	36	11.502	6	16.667
2010	24	7.668	2	8.333
2011	15	4.792	2	13.333
2012	13	4.153	2	15.385
总计	313	100.000	61	19.489

(2) 样本描述性统计分析

表3给出并购总样本、连锁样本、非连锁样本各主要变量的均值和中值, 并对连锁样本和非连锁样本均值和中值的差异性进行检验。由表3可知, 无论使用均值还是中值测量平均水平, 连锁样本的目标公司规模都显著小于非连锁样本(t 值为2.686, z 值为2.881)。但连锁样本和非连锁样本在目标公司账面市值比、总体盈利能力、成长性、流动性、负债水平、

表3 并购样本描述性统计
Table 3 Descriptive Statistics for M&A Sample

变量名称	并购总样本(N = 313)		连锁样本(N = 61)		非连锁样本(N = 252)		t 检验	Wilcoxon z 检验
	均值	中值	均值	中值	均值	中值		
Size	13.965	13.760	13.621	13.503	14.048	13.805	2.686***	2.881***
BM	0.745	0.767	0.775	0.810	0.737	0.759	1.170	1.186
ROE	-0.015	0.050	0.026	0.071	-0.025	0.048	0.666	0.811
Growth	0.247	0.110	0.176	0.118	0.264	0.106	0.344	0.309
Liquidity	0.061	0.054	0.057	0.054	0.062	0.054	0.109	0.069
PE	77.612	57.727	72.341	54.251	78.887	59.818	0.660	0.730
DE	0.754	0.972	1.486	0.879	0.577	1.009	0.546	1.200
Return	0.001	0.001	0.001	0.0003	0.001	0.0006	1.112	0.071
Volatility	0.030	0.029	0.032	0.029	0.029	0.029	1.366	0.763
Institutional	2.187	0.000	1.957	0.000	2.243	0.000	0.392	0.276
Herfindahl	0.007	0.0002	0.004	0.0002	0.008	0.0002	0.502	1.058
Diversifying_Indu	0.428	0.000	0.475	0.000	0.417	0.000	-	-
Diversifying_Dist	0.549	1.000	0.328	0.000	0.603	1.000	-	-
NSOE	0.402	0.000	0.574	0.000	0.357	0.000	-	-

注:由于CSMAR数据库从2003年开始披露上市公司实际控制人性质,NSOE仅统计了2003年以后的样本,总样本个数为229个,连锁样本为47个,非连锁样本为182个;***为显著性水平(双尾)为1%,下同。

股票收益情况、股票波动情况、机构投资者持股比例、行业市场份额方面并不存在显著差异。如果连锁样本和非连锁样本在公司特征方面存在显著差异,可能是公司特征而非连锁董事特征导致了并购目标选择的结果,样本的均值和中值测试初步排除了这一问题。并购公司和目标公司属于不同行业的为0.428,并购公司和目标公司属于不同地方政府管辖的为0.549。样本中并购公司属于民营企业的大约为0.402,且连锁样本中并购公司属于民营企业的比例远高于非连锁样本,说明民营企业发生了更多基于连锁董事的并购。

表4给出总样本的描述性统计,总样本由真实并购样本和配对样本构成。在总样本中,真实发生并购交易的样本为313个,配对样本为4 048个,真实并购样本占总样本的7.177%。与Bodnaruk等^[35]以美国上市公司为样本的研究结果十分接近,其并购样本占总样本的7.048%。总样本中的连锁样本有82个,其中61个真实发生了并购事件,也即配对样本中仅21个存在连锁董事关系。其余变量不再赘述。

5.2 实证检验结果

本研究首先针对每个模型测试变量的VIF值,所有变量的VIF值均小于5,排除了多重共线性问题。然后,以Target作为因变量,运用(1)式~(4)式进行Probit回归分析,得到各假设的检验结果如表5所示。由于配对样本是根据公司总市值选取的,即在配对的

过程中已经控制了公司总市值,根据Bodnaruk等^[35]的研究,回归中不再控制由公司总市值衡量的公司规模变量。

模型1通过对(1)式的估计检验 H_1 ,结果表明,在控制了其他影响并购目标选择的因素后,连锁董事虚拟变量的估计系数为正,且在1%水平上显著,表明在其他条件不变的情况下,连锁董事对并购目标选择有显著的正向影响,即与并购公司存在连锁董事关系的公司更可能成为并购目标公司, H_1 得到验证。

模型2在模型1的基础上引入连锁董事与行业异质性的交叉项,通过对(2)式的估计检验 H_2 ,结果表明,连锁董事虚拟变量的估计系数在1%水平上显著为正,连锁董事与行业异质性交叉项的估计系数也在1%水平上显著为正,表明当并购双方处于不同行业时,连锁董事对并购目标选择的正向影响更大, H_2 得到验证。

模型3在模型1的基础上引入连锁董事与地域异质性的交叉项,通过对(3)式的估计检验 H_3 ,结果表明,连锁董事虚拟变量的估计系数在1%水平上显著为正,连锁董事与地域异质性交叉项的估计系数也在1%水平上显著为正,即当并购双方处于不同地域时,并购公司在选择目标公司时更依赖于自身的连锁董事关系, H_3 得到验证。

模型4在模型1的基础上引入连锁董事与并购公

表4 总样本描述性统计
Table 4 Descriptive Statistics for Total Sample

变量名称	样本数	均值	标准差	最小值	中值	最大值
<i>Target</i>	4 361	0.072	0.258	0.000	0.000	1.000
<i>Interlock</i>	4 361	0.019	0.136	0.000	0.000	1.000
<i>Size</i>	4 361	13.769	0.881	12.034	13.684	16.309
<i>BM</i>	4 361	0.736	0.232	0.214	0.743	1.241
<i>ROE</i>	4 361	0.042	0.166	-0.978	0.059	0.368
<i>Growth</i>	4 361	0.240	0.551	-0.659	0.150	3.379
<i>Liquidity</i>	4 361	0.126	0.268	-0.743	0.125	0.777
<i>PE</i>	4 361	107.365	165.297	9.974	57.125	1 100.000
<i>DE</i>	4 361	1.262	1.510	-2.506	0.941	10.588
<i>Return</i>	4 361	0.001	0.004	-0.008	0.000	0.013
<i>Volatility</i>	4 361	0.030	0.010	0.013	0.028	0.059
<i>Institutional</i>	4 361	1.864	4.484	0.000	0.000	23.811
<i>Herfindahl</i>	4 361	0.001	0.002	0.000	0.000	0.012
<i>Diversifying_Indu</i>	4 361	0.463	0.499	0.000	0.000	1.000
<i>Diversifying_Dist</i>	4 361	0.905	0.293	0.000	1.000	1.000
<i>NSOE</i>	2 982	0.432	0.495	0.000	0.000	1.000

注:由于CSMAR数据库从2003年开始披露上市公司实际控制人性质,NSOE仅统计了2003年以后的样本,总样本个数为2 982个。

司是否是非国有性质的交叉项,通过对(4)式的估计检验 H_4 ,结果表明,连锁董事虚拟变量的估计系数在1%水平上显著为正,连锁董事与并购公司是否是非国有性质交叉项的估计系数也在1%水平上显著为正,表明当并购公司是非国有企业时,连锁董事对并购目标选择的正向影响更大, H_4 得到验证。

5.3 稳健性检验结果

(1) 样本选择偏差的影响

为避免配对样本的选择偏差对回归结果造成影响,本研究参照Bodnaruk等^[35]的研究,选择与真实目标公司处于同一行业、公司总市值在真实目标公司总市值80%~120%的全部A股上市公司作为配对公司,重新检验 $H_1 \sim H_4$;选择与真实目标公司处于同一行业、公司权益账面市值比在真实目标公司权益账面市值比85%~115%的全部A股上市公司作为配对公司,重新检验 $H_1 \sim H_4$ 。检验结果表明,使用不同标准选择的配对样本,结果依然稳健,排除了样本选择偏差的影响。

(2) 反向因果关系的影响

Stuart等^[28]认为在连锁董事与私人股本交易的关系中,可能并不是存在连锁董事关系的公司更容易成为交易目标,而是公司预见到其将要发生的交易,安排本公司董事到目标公司任职,获取目标公司的更多信息,从而形成董事连锁关系,这一内生性问

题在连锁董事与并购目标选择的关系中仍需考虑。本研究通过检验连锁董事在并购公司和目标公司的任职时间发现,连锁董事在并购公司任期时间的均值(中值)为1.855(1.000)年,在目标公司任期时间的均值(中值)为1.978(2.000)年,通过t检验,表明连锁董事在目标公司任职的平均时间显著大于在并购公司任职的平均时间($t=1.824$),排除了这一内生性问题。

(3) 遗漏变量的影响

公司任命董事是公司董事之间双向选择的过程^[36-37],根据Director-Firm-Matching理论,任命相同董事的公司存在某种程度的相似性。连锁董事影响目标公司选择的另一种解释是,相似性较高的公司更愿意聘用相同的董事,从而导致公司间的董事连锁关系。并购公司也倾向于选择与其自身特征相似的公司作为并购对象,并购公司与目标公司之间的连锁董事现象很可能是双方公司相似性的结果。也就是说,那些与公司相似性相关、没有在模型中反映的变量同时决定了连锁董事的存在和并购目标公司的选择,而连锁董事的信息传递功能并不重要。事实上,本研究构建一系列与真实目标公司相似的配对样本,已从一定程度上控制了公司相似性这一特征。为进一步检验该问题,本研究参照雷光勇等^[38]的研究,选取董事会规模、独立董事比例、董事会每年召

表5 Probit 回归结果
Table 5 Probit Regressions Results

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
<i>Interlock</i>	2.213*** (13.954)	1.870*** (9.660)	1.235*** (5.906)	1.777*** (7.687)
<i>Diversifying_Indu</i>		-0.054 (-0.672)		
<i>Interlock · Diversifying_Indu</i>		1.046*** (2.874)		
<i>Diversifying_Dist</i>			-1.216*** (-14.123)	
<i>Interlock · Diversifying_Dist</i>			1.159*** (3.432)	
<i>NSOE</i>				-0.049 (-0.531)
<i>Interlock · NSOE</i>				1.038*** (2.695)
<i>BM</i>	-0.187 (-0.985)	-0.178 (-0.935)	-0.182 (-0.899)	-0.219 (-1.001)
<i>ROE</i>	-0.420** (-2.149)	-0.400** (-2.033)	-0.319 (-1.503)	-0.480** (-2.141)
<i>Growth</i>	-0.167** (-2.270)	-0.169** (-2.279)	-0.143* (-1.835)	-0.112 (-1.293)
<i>Liquidity</i>	-0.313** (-2.327)	-0.343** (-2.541)	-0.340** (-2.399)	-0.491*** (-3.143)
<i>PE</i>	-0.001*** (-3.184)	-0.001*** (-3.215)	-0.001*** (-2.598)	-0.001*** (-2.586)
<i>DE</i>	0.008 (0.373)	0.008 (0.359)	0.006 (0.266)	0.006 (0.267)
<i>Return</i>	37.834*** (3.347)	36.738*** (3.224)	39.746*** (3.365)	29.775** (2.377)
<i>Volatility</i>	-14.794*** (-3.013)	-15.345*** (-3.098)	-14.629*** (-2.809)	-16.101*** (-2.799)
<i>Institutional</i>	-0.008 (-1.035)	-0.007 (-0.918)	-0.007 (-0.777)	-0.007 (-0.818)
<i>Herfindahl</i>	18.215*** (4.765)	18.466*** (4.807)	17.288*** (4.386)	17.796*** (4.387)
截距	-1.579*** (-6.064)	-1.561*** (-5.728)	-0.826*** (-2.926)	-1.515*** (-4.734)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本数	4 361	4 361	4 361	2 982
<i>Pseudo R</i> ²	0.188	0.192	0.272	0.201

注:括号内为z值;*为显著性水平(双尾)为10%,**为显著性水平(双尾)为5%。

开次数、第二到第十大股东持股量集中度作为公司特征的衡量,在(1)式~(4)式的基础上加入这些变量,重新检验假设,发现在控制了公司特征后, $H_1 \sim H_4$ 的检验结果依然稳健。

(4) 连锁董事类型的影响

根据陈运森等^[39]的研究,在关于连锁董事的研究中考虑连锁董事类型是必要的。执行董事和独立董事在董事会的话语权及发挥的作用并不相同,本研究进一步检验连锁董事类型对并购目标选择的影响。在(1)式中加入连锁董事类型变量,参照本研究原有配对样本和样本选择偏差部分介绍的配对样本选取方法选取3种配对样本,即与真实目标公司处于同一行业、公司总市值在真实目标公司总市值70%~130%的全部A股上市公司作为第1种配对样本;与真实目标公司处于同一行业、公司总市值在真实目标公司总市值80%~120%的全部A股上市公司作为第2种配对样本;与真实目标公司处于同一行业、公司权益账面市值比在真实目标公司权益账面市值比85%~115%的全部A股上市公司作为第3种配对样本。检验结果表明,使用任一配对样本,在加入连锁董事类型后,连锁董事对并购目标选择依然具有显著影响,而连锁董事类型并没有显著影响,说明无论连锁董事在并购公司任职执行董事还是独立董事,都不影响其信息传递功能的发挥。这与陈仕华等^[40]关于连锁董事类型对会计师事务所选择的研究结论一致。由于篇幅所限,稳健性检验结果不再列示。

6 结论

本研究以社会镶嵌理论为基础,基于连锁董事的信息传递功能,选取中国2000年到2012年A股上市公司的并购事件作为样本,实证考察连锁董事对并购公司选择目标公司的影响,并进一步考察信息不对称程度以及并购公司的实际控制人性质对二者关系的调节作用。研究表明,①连锁董事改变了并购公司与潜在目标公司的信息沟通方式,二者更易获得对方的私有信息,双方信息不对称程度的降低使与并购公司存在连锁董事关系的公司更可能成为目标公司。②以并购公司与潜在目标公司是否属于同一行业或同一地域作为二者信息不对称程度的衡量,发现当二者属于不同行业或不同地域时,即二者的信息不对称程度越高时,连锁董事对并购目标选择的正向影响越大。③探索并购公司的实际控制人性质对连锁董事与并购目标选择关系的影响,发现与并购公司属于国有企业相比,当并购公司属于非国有企业时,更依赖于通过自身的连锁董事关系选择目标公司。本研究结论表明,在中国制度不尽完善的背景下,连锁董事的信息传递功能在企业并购中扮演着重要角色,且当双方公司的信息不对称程度越高时,连锁董事的作用越重要,但连锁董事作用的发挥依然受公司实际控制人性质的影响,当并购公司为非国有企业时,连锁董事发挥更大作用。

本研究结果对于解释中国上市公司的并购行为

以及指导投资者投资都有着重要的借鉴作用。已有研究主要通过财务指标等预测目标公司的一般特征来探讨哪些公司更可能成为并购目标公司,本研究结果表明,除了潜在目标公司的财务指标等因素外,并购公司与潜在目标公司的连锁董事关系对于并购目标选择也有着重要影响,因而在解释上市公司的并购行为时,除了考虑目标公司的财务指标等特征外,还应充分考虑基于并购双方的连锁董事关系所形成的“关系并购”对并购行为以及并购经济后果的影响。同时,投资者在进行股票投资时也应充分认识到连锁董事对并购的影响,提高投资效率。

本研究仅探讨了连锁董事对并购目标选择的影响,后续研究可进一步探讨连锁董事对并购绩效和并购整合效应的影响。

参考文献:

- [1] Darmadi S, Gunawan R. Underpricing, board structure, and ownership: An empirical examination of Indonesian IPO firms [J]. *Managerial Finance*, 2013, 39(2):181-200.
- [2] Laux V, Mittendorf B. Board independence, executive pay, and the adoption of pet projects [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(5):1467-1483.
- [3] Mahadeo J D, Soobaroyen T, Hanuman V O. Board composition and financial performance: Uncovering the effects of diversity in an emerging economy [J]. *Journal of Business Ethics*, 2012, 105(3):375-388.
- [4] 胡朝晖. 并购中的董事会特征与股东财富研究综述 [J]. *经济问题探索*, 2012(11):141-146.
Hu Zhaohui. An review on board characteristics and shareholder wealth in M&A [J]. *Inquiry into Economic Issues*, 2012(11):141-146. (in Chinese)
- [5] Mizruchi M S. What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates [J]. *Annual Review of Sociology*, 1996, 22:271-298.
- [6] Larcker D F, So E C, Wang C C Y. Boardroom centrality and firm performance [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 55(2/3):225-250.
- [7] Renneboog L, Zhao Y. Us knows us in the UK: On director networks and CEO compensation [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(4):1132-1157.
- [8] Pombo C, Gutiérrez L H. Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups [J]. *Journal of Economics and Business*, 2011, 63(4):251-277.
- [9] 田高良, 李留闯, 齐保垒. 连锁董事、财务绩效和公司价值 [J]. *管理科学*, 2011, 24(3):13-24.
Tian Gaoliang, Li Liuchuang, Qi Baolei. Interlocking directorate, financial performance and firm value [J]. *Journal of Management Science*, 2011, 24(3):13-24. (in Chinese)

- [10] 彭正银, 廖天野. 连锁董事治理效应的实证分析: 基于内在机理视角的探讨[J]. 南开管理评论, 2008, 11(1): 99-105.
Peng Zhengyin, Liao Tianye. An empirical study on the governance effect of interlocking directorates: Based on an analysis of the inherent mechanism [J]. Nankai Business Review, 2008, 11(1): 99-105. (in Chinese)
- [11] 陈运森, 谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率[J]. 管理世界, 2011(7): 113-127.
Chen Yunsen, Xie Deren. The network position, the control role of independent directors and the investment efficiency [J]. Management World, 2011(7): 113-127. (in Chinese)
- [12] 陈运森, 谢德仁. 董事网络、独立董事治理与高管激励[J]. 金融研究, 2012(2): 168-182.
Chen Yunsen, Xie Deren. Director network, independent director governance and executive incentive [J]. Journal of Financial Research, 2012(2): 168-182. (in Chinese)
- [13] Cai Y, Sevilir M. Board connections and M&A transactions [J]. Journal of Financial Economics, 2012, 103(2): 327-349.
- [14] Granovetter M. Economic action and social structure: The problem of embeddedness [J]. American Journal of Sociology, 1985, 91(3): 481-510.
- [15] Haunschild P R. Interorganizational imitation: The impact of interlocks on corporate acquisition activity [J]. Administrative Science Quarterly, 1993, 38(4): 564-592.
- [16] Haunschild P R. How much is that company worth? Interorganizational relationships, uncertainty, and acquisition premiums [J]. Administrative Science Quarterly, 1994, 39(3): 391-411.
- [17] 陈仕华, 卢昌崇. 企业间高管联结与并购溢价决策: 基于组织间模仿理论的实证研究[J]. 管理世界, 2013(5): 144-156.
Chen Shihua, Lu Changchong. Inter-corporate top managers' ties and the decision-making about acquisition premiums: A case study based on the theory of the inter-organizational imitation [J]. Management World, 2013(5): 144-156. (in Chinese)
- [18] Schonlau R J, Singh P V. Board networks and merger performance [R]. Provo: Brigham Young University, 2009.
- [19] Etheridge D R. Power and information: The effect of board networks on mergers and acquisitions [C] // Balachandran B. Finance and Corporate Governance Conference. Australia: La Trobe University, 2010: 587-623.
- [20] Cukurova S. Interlocking directors and target selection in mergers and acquisitions [R]. Helsinki: Aalto University, 2012.
- [21] 张金鑫, 张艳青, 谢纪刚. 并购目标识别: 来自中国证券市场的证据[J]. 会计研究, 2012(3): 78-84.
Zhang Jinxin, Zhang Yanqing, Xie Jigang. Identifying acquisition target: Evidence from China stock market [J]. Accounting Research, 2012(3): 78-84. (in Chinese)
- [22] Palepu K G. Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis [J]. Journal of Accounting and Economics, 1986, 8(1): 3-35.
- [23] 王宏利. 提高并购绩效的目标公司选择研究: 基于预测目标公司一般特征的研究方法[J]. 管理世界, 2005(3): 137-144.
Wang Hongli. The research on merger target selection of improving merger performance: Based on the research method of predicting the general characteristics of target firms [J]. Management World, 2005(3): 137-144. (in Chinese)
- [24] Davies M. Pick a winner: How to select the right acquisition target [J]. CMA Magazine, 2011, 85(4): 18-19.
- [25] Akerlof G A. The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1970, 84(3): 488-500.
- [26] Hansen R G. A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions [J]. Journal of Business, 1987, 60(1): 75-95.
- [27] Bruner R F. Applied mergers and acquisitions [M]. Hoboken, NJ: Wiley, 2004: 123-150.
- [28] Stuart T E, Yim S. Board interlocks and the propensity to be targeted in private equity transactions [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 97(1): 174-189.
- [29] Rousseau P L, Stroup C. Director histories and the pattern of acquisitions [R]. Nashville, TN: Vanderbilt University, 2013.
- [30] Rhodes-Kropf M, Robinson D T. The market for mergers and the boundaries of the firm [J]. The Journal of Finance, 2008, 63(3): 1169-1211.
- [31] Martin X, Shalev R. Target firm-specific information and expected synergies in acquisitions [R]. Saint Louis, MO: Washington University in Saint Louis, 2009.
- [32] Agarwal S, Hauswald R. Distance and private information in lending [J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(7): 2757-2788.
- [33] 王凤荣, 高飞. 政府干预、企业生命周期与并购绩效: 基于我国地方国有上市公司的经验数据[J]. 金融研究, 2012(12): 137-150.
Wang Fengrong, Gao Fei. Government intervention, corporate life cycle and performance of M&A: The

- evidence from Chinese local state-owned listed companies [J]. *Journal of Financial Research*, 2012 (12):137-150. (in Chinese)
- [34] 潘红波,夏新平,余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J]. *经济研究*, 2008, 43 (4):41-52.
Pan Hongbo, Xia Xinping, Yu Minggui. Government intervention, political connections and the mergers of local government-controlled enterprises [J]. *Economic Research Journal*, 2008, 43 (4):41-52. (in Chinese)
- [35] Bodnaruk A, Massa M, Simonov A. Investment banks as insiders and the market for corporate control [J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22 (12):4989-5026.
- [36] Coles J L, Daniel N D, Naveen L. Boards: Does one size fit all? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(2):329-356.
- [37] Linck J S, Netter J M, Yang T. The determinants of board structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(2):308-328.
- [38] 雷光勇,王文,金鑫. 公司治理质量、投资者信心与股票收益 [J]. *会计研究*, 2012(2):79-86.
Lei Guangyong, Wang Wen, Jin Xin. Quality of corporate governance, investors' confidence and stock return [J]. *Accounting Research*, 2012 (2):79-86. (in Chinese)
- [39] 陈运森,谢德仁,黄亮华. 董事的网络关系与公司治理研究述评 [J]. *南方经济*, 2012(12):84-93, 106.
Chen Yunsen, Xie Deren, Huang Lianghua. A review on board network and its governance role [J]. *South China Journal of Economics*, 2012(12):84-93, 106. (in Chinese)
- [40] 陈仕华,马超. 连锁董事联结与会计师事务所选择 [J]. *审计研究*, 2012(2):75-81, 97.
Chen Shihua, Ma Chao. Interlocking directorates' ties and auditor selection [J]. *Auditing Research*, 2012 (2):75-81, 97. (in Chinese)

Interlocking Directors and Merger Target Selection: Based on the Perspective of Information Transmission

Han Jie¹, Tian Gaoliang¹, Yang Ning²

1 School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China

2 Financial Office, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China

Abstract: Based on the information transmission function of interlocking directors, this study takes domestic M&A events from 2000 to 2012, in which both acquirer and target are A-share listed companies as actual merger samples, and chooses potential merger samples through matching. We employ Probit regressions to empirically test whether having an interlocking directors with acquirer increases the probability of being selected among potential targets. Furthermore, we also test the influence of information asymmetry between acquirers and potential targets (including target) and acquirers' ownership properties on the relationship between interlocking directors and target selection. The results show that the firms with interlocking directors are more likely to be selected among potential targets, particularly when acquirers and potential targets belong to different industries and regions, i. e. the information asymmetry is high, and acquirers are privately owned. The information transmission function of interlocking directors plays an important role in merger target selection of acquirers.

Keywords: corporate M&A; interlocking directors; merger target selection; information transmission

Received Date: September 13th, 2013 **Accepted Date:** February 21st, 2014

Funded Project: Supported by the National Soft Science Research Program (2010GX5D262) and the National Natural Science Foundation of China (71372163)

Biography: Han Jie, a Shaanxi Lantian native (1988 -), is a Ph. D. candidate in the School of Management at Xi'an Jiaotong University. Her research interests include interlocking directors and corporate governance, etc. E-mail: hanjie061902@126.com □