

中国上市公司侵占性关联并购的实证研究

王贞洁

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 关联并购在中国一直是控股股东支持或者侵占上市公司利益的| 种较为普遍的手段。良好的公司治理机制, 配套以良好的外部治理环境和较少的政府控制, 对于侵占性关联并购起到了有效的抑制作用。实证结果表明, 相对于内部治理本质建设而言, 减少地方政府的控制和加强治理环境的建设更为迫切。

关键词: 关联并购; 公司治理; 治理环境; 政府控制

中图分类号: F830. 91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1008-5742(2007)05-0041-05

人们普遍认为, 良好的公司治理机制对于侵占行为具有抑制作用。Christian et al(2005)^[1]认为在新兴的资本市场上之所以存在着控股股东的侵占行为, 是因为这些市场中的的公司治理机制存在着较大的问题——过于集中的股权结构、独立性较差的董事会、无效率的接管市场、不透明的信息披露、较差的投资者保护等。但是公司治理从来都不是无源之水、无本之木, 良好的公司治理机制要发挥作用需要一系列因素与之相配合, 其中最重要的两个因素就是以法规等为代表的外部治理环境和政府控制。LLSV(1999)^[2]发现法律环境和投资者保护程度与公司治理有关, 他们通过国别之间的比较发现, 公司治理水平在普通法的国家里要高于大陆法的国家。在我国, 上市公司的关联并购由政府主导, 表现出强烈的“同属性”(同属于一个地方政府管辖), 在考虑了地方政府控制的前提下, 公司治理机制能否对侵占性关联并购发挥有效抑制作用尚值得探讨。本文主要研究的是在政府控制和外部治理环境的作用下, 公司治理机制对侵占性关联并购的抑制作用。

一、研究假设和研究设计

(|) 假设的提出

1. 公司治理对侵占性关联并购的影响。(1) 股权结构的影响。Shleifer and Vishny(1997)^[3]认为, 当今世界上主要的公司治理问题是大股东对小股东利益的侵占, 大股东持股比例越高, 越容易利用关联交易“隧道挖掘”侵占上市公司利益, 中小股东利益的损失也越大。当上市公司第一大股东之外的力量较大时(如二大、三大股东的力量较强时), 其它股东就可以不采取“用脚投票”的消极自保措施, 而可以积极监督第一大股东。当控股股东的控制方式是企业集团的时候, 更有可能利用上市公司同母公司之间的关联并购来达到较为隐蔽的侵占上市公司利益的目的。Baek, Kang and Park(2004)^[4]发现, 属于商业集团的公司, 在侵占小股东时有优势, 这类公司在韩国发生危机时遭受了最大的价值损失。(2) 董事会治理机制。Jensen(1993)^[5]指出, CEO和董事长两职合一会加剧委托代理问题。在东亚或欧洲等家族企业控股的上市公司中, 家族成员同时担任公司总经理或董事长的现象非常普遍。Liu and Qiao等(2002)^[6]的研究表明, 两职合一的上市公司侵占水平显著高于其他公司。外部董事比例较高的董事会更有可能对管

收稿日期: 2007-07-28

作者简介: 王贞洁(1982-), 女, 山东青岛人, 厦门大学管理学院企业管理博士研究生, 研究方向: 财务管理。

理层行为做出独立判断,从而进行有效的控制。唐清泉等(2005)^[7]发现外部董事较多的董事会不会被内部成员控制,控股股东也较不容易侵占资产。(3)高管薪酬机制。管理者持股越多,其与股东利益一致的可能性也就越高。管理者为了自己的利益会采取措施,抑止大股东对上市公司的侵占。(4)透明度。唐跃军(2005)^[8]发现信息披露机制有利于提升上市公司的治理水平,并且与其它治理机制有相互的促进作用。(5)经理人接管市场的发展。Bai等(2004)^[9]的研究表明,公司控制权市场的竞争能够促进资源有效配置。在有效接管市场方面,有能力的管理者能够代替无能力的管理者。

基于上述分析,本文提出假设1:治理水平越高的上市公司侵占性关联并购的数量越少。

2. 公司治理机制对于侵占的抑制作用受到治理环境的制约。公司治理环境至少包括产权保护、政府治理、法治水平、信用体系、契约文化等。在外部治理环境对投资者保护较差的情况下,单个企业提高投资者保护将面临较高的成本,其公司治理水平一般较低,这时候公司治理机制就不能够起到抑制侵占性关联并购的作用。我国的治理环境在整体上就是以不规范而著称的,从股票市场设立的初衷来看,就是为了国企改革和筹资服务的,有着强烈的政治目的,这本身就是与保护中小股东的利益相违背的。因此,在我国证券市场的发展过程中,上市公司欺诈舞弊,侵占中小股东利益的行为比比皆是。整体上法律法规的建设落后于证券市场的发展水平,投资者难以得到实质性的法律保护。即使在建立了相关的法律法规之后,由于各级政府运用手中的权利对上市公司进行干预,单纯的公司治理机制也不能对政府权利起到约束作用。

基于如上分析,本文提出假设2:公司治理机制对于侵占性关联并购的抑制作用受到外部治理环境的影响。具体而言有以下两个分假设:

假设2a:在治理环境较好的地区,上市公司的公司治理机制对于侵占性关联并购的抑制作用明显。

假设2b:在治理环境较差的地区,上市公司的公司治理机制对于侵占性关联并购的抑制作用不明显。

3. 公司治理机制对于侵占的抑制作用受到政

府控制的制约。将侵占性并购与地方政府联系起来的是1994年以财政集权制度为核心的分税制改革。分税制使得地方政府的职责扩大(超过其所能支配的资源),于是地方政府开始通过预算外和体制外收费来弥补收入下降,包括通过各种政治压力或者交换关系向地方企业寻求公共治理资源。地方政府积极参与企业间的兼并和转让,对资产流动设置许多限制条件,严重限制了企业的资产转让权。在我国的上市公司中,许多治理机制失效的原因就是在于政府控制,因此我国公司治理问题很大程度上属于政府治理问题。根据政府多目标论,政府利用国有企业进行公共治理和维持社会稳定,维持对国企的控股地位,一股独大导致接管市场不能发挥作用,同时造成了上市公司的董事会独立性不强,不能保护中小股东的利益。政府拥有着人事决策权,从而导致薪酬机制、经理人市场机制不能发挥作用。

基于上述分析,我们提出假设3,公司治理机制对于侵占的抑制作用受到政府控制的影响,具体而言分以下两个分假设:

假设3a:在地方政府控制的上市公司,治理机制对于侵占的抑制作用不明显。

假设3b:在实际控制人为其他类型控制的上市公司,治理机制对于侵占的抑制作用较为明显。

(二) 样本的选择

本文对侵占性并购的定义如下:无保资格之忱的公司,即并购重组后3年内没有提出配股申请,并且重组前1年的净资产收益率为正。本文的样本选取的是2001年~2003年的发生侵占性关联并购的公司以及没有发生重大关联交易的公司。剔除金融类的公司,剔除有缺失值的公司,一共取了1508个样本,其中2001年62家侵占性关联并购,371家未发生重大关联交易的公司;2002年89家侵占性关联并购,375家未发生重大关联交易的公司;2003年87家侵占性关联并购,524家未发生重大关联交易的公司。本文关于上市公司的财务指标和实际控制人的数据来自WIND资讯,关于上市公司内部治理的指标来自CSMAR数据库,对于其中数据不全的部分经上市公司年报手工整理而成。

(三) 指标的选择

对于公司的内部治理指数,本文借鉴了白重恩

等(2005)^[10]的公司治理课题组所制定的 G 指标,包括 8 个治理变量——第一大股东持股占公司全部股本的比例(top1)、第二至第十大股东持股比例平方和的自然对数(cstr2~10)、CEO 有否兼任董事会主席(ceor_topdir)、不在公司领取薪酬的董事占公司全部董事的比例(out_ratio)、五大高管人员持股占公司全部股本的比例(top5)、企业是否拥有母公司(parent)、是否有 H 股或 B 股(hbshare)、是否国有控股(sr_top1),运用主元分析法得出的第一大主元定义而成的。当然,由于样本选择的时间和数量不同,本文得出的 8 个变量的载荷系数(factor loading)也与白重恩等(2005)的不同(表 1)。

在本文的假设中,不仅仅要研究公司治理机制对侵占性关联并购的作用,而且要研究外部治理环境和地方政府控制对于公司治理的作用。本文采用分组的方法进行研究这种影响。关于外部治理环境的影响的量化,由于不同省份的治理环境存在着较大的差异,所以本文采用樊刚和王小鲁(2004)^[11]编制的中国各地区的市场指数作为各地区外部治理环境的替代指标,根据市场治理指数的中位数,将地方政府控制的上市公司分为外部治理环境较好的和较差的公司;关于地方政府控制的影响,则将所有上市公司按照其是否由地方政府控制

进行分组。

二、实证分析

(1) 描述性统计

1. 变量之间的相关性检验。本文采用 Pearson 相关性检验分析控制变量与解释变量之间的相关性(表 2)。所有变量之间的相关系数的绝对值全部 0.4 之内,远小于门槛系数 0.7,因此彼此之间不会存在多重共线性的问题影响到回归结果。

2. 关于不同公司治理和外部治理环境下公司治理状况的描述性统计。本文将全部样本分别根据外部治理环境指数的中位数和是否为地方政府控股分别分组,统计其公司治理指数的均值,并进行 T 检验以比较各组之间是否有显著差别(表 3)。

从描述性统计可以看出,外部治理好比外部治理差的上市公司的公司治理指标均值要高,在 10% 的水平上显著;相比之下,非地方政府控股比地方政府控股的上市公司的公司治理指标的均值要高,且两者之间的差异更加显著(在 1% 的水平上显著)。这实际上就为本文前面所提到的公司治理环境和政府控制能够在整体上影响公司的公司治理水平提供了证据。

表 1 治理指数的载荷系数

载荷系数	top1	cstr2 10	out_ratio	top5	sr_top1	parent	ceor_topdir	hbshare
白重恩	- 0.625	0.595	0.23	0.037	- 0.227	- 0.378	0.023	0.071
本文	- 0.761	0.75	0.0616	0.312	- 0.061	- 0.109	0.185	0.119

表 2 变量间的相关性检验

资产对数	资产对数	资产负债	股利	EPS	G 指标
资产对数	1	- 0.236	0.294	0.294	0.125
资产负债		1	0.110	0.372	0.064
股利			1	0.369	0.104
每股现金				1	- 0.057
G 指标					1

表 3 描述性统计结果

	全部样本	外部治理好	外部治理差	地方政府控股	非地方政府控股
样本数	1507	739	768	740	767
G 指标均值	- 0.003	0.041	- 0.0461	- 0.148	0.136
G 指标均值的 T 检验	—		- 1.745*		5.724* * *

注: * * * * * 分别表示在 1%、5% 和 10% 统计水平上显著。

(二) 回归分析

现有文献研究治理机制对侵占性关联交易的影响时,主要采取了两种方法:一种是直接用线性方程,另外一种是用logit的方法。线性方程一般使用关联交易额作为因变量,因此只能把发生了关联交易的公司纳入研究样本,忽略了没有发生关联交易的公司,所以本文采取了Logit的方法进行研究。本文建立了如下的Logit方程:

$$\ln\left(\frac{P}{1-P}\right) = \beta_0 + \beta_1 G \text{ index} + \beta_2 \text{Lnasset} + \beta_3 \text{Leverage} + \beta_4 \text{Dividend} + \beta_5 \text{Eps} + \sum_{i=1}^2 \beta_{5+i} \text{Year}_i + \sum_{j=1}^{21} \beta_{7+j} \text{Industry}_j + \varepsilon$$

其中P是上市公司发生侵占性关联并购的概率,1-P是上市公司没有发生侵占性关联并购的

概率,G index 是根据白崇恩等的定义计算的G指标,Lnasset 是总资产的自然对数, Leverage 是资产负债率, Dividend 是每股现金股利, EPS 是每股收益, Year 是年份变量, Industry 是行业哑变量,其中制造业代码取2位,其余行业(不取金融)代码取1位。

1. 公司治理对于侵占性关联并购的影响。我们建立了所有样本的logit回归方程,发现内部治理对于侵占性并购抑制作用在5%的水平上显著,在本文未汇报的部分使用分步骤的方法进行回归的方程中,公司治理指标仍然进入了方程,假设1成立。规模大,盈利性高的上市公司发生侵占性关联并购的概率更大,系数在1%的水平上显著,而发放股票股利的公司发生侵占性关联并购的概率更小,系数在10%的水平上显著。

表4 LOGIT 方程回归结果

	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4	方程 5
	全部上市公司	外部治理好的公司	外部治理差的公司	地方政府控制的公司	非地方政府控制的公司
G index	- 0.157* * (4.006)	- 0.180* (2.928)	- 0.197 (2.281)	- 0.060 (0.235)	- 0.283* * * (6.951)
Lnasset	0.277* * * (9.086)	.390* * * (10.334)	0.113 (0.517)	0.094 (0.373)	- 0.285* * * (13.749)
leverage	0.000178 (0.032)	0.001 (0.098)	- 0.0004 (0.028)	- 0.001 (0.027)	0.001 (0.141)
dividend	- 1.584* (2.942)	- 2.982* * (4.796)	- 0.597 (0.186)	- 2.576* (3.007)	- .354 (0.071)
EPS	1.227* * * (12.082)	1.464* * * (7.997)	1.023* (3.734)	1.560* * * (7.285)	0.965* * (4.502)
2002	0.171 (0.677)	0.142 (0.257)	0.147 (0.209)	- 0.006 (0.0004)	0.345 (1.420)
2003	- 0.257 (1.124)	- 0.579* (3.159)	0.018 (0.002)	- 0.070 (0.037)	- .454 (1.788)
行业变量	YES	YES	NO	YES	YES
constant	- 7.484* * * (15.003)	- 9.580* * * (13.901)	- 4.389 (1.822)	- 3.624 (1.269)	- 11.032* * * (18.874)
chi-square	77.308* * * (15.003)	70.919* * * (13.901)	33.731* (1.822)	48.104* * * (1.269)	63.239* * * (18.874)
Cox & Snell R Square	0.050	0.092	0.043	0.063	0.079
Nagelkerke R Square	0.086	0.147	0.081	0.112	0.132
样本数	1508	739	768	740	767

注:括号内的为X²检验的数值,***、**、* 分别表示在1%、5%和10%统计水平上显著。

2. 公司治理机制对于侵占的抑制作用受外部治理环境的影响。在外部治理环境较好的上市公司治理指标的系数仍然显著,假设 2a 成立;在外部治理环境差的上市公司治理指标的系数就不再显著了,假设 2b 成立。在未汇报的分步骤回归中,公司治理指数只能进入外部治理环境好的方程。

3. 公司治理机制对于侵占的抑制作用受地方政府控制的影响。公司治理指数在地方政府控制的上市公司中系数很小,且不显著,假设 3a 成立;在非地方政府控制的上市公司中公司治理指数的系数却比全部上市公司中大,而且也更显著,假设 3b 成立(见方程 4, 方程 5)。在未汇报的分步骤回归中,公司治理指数只能进入非地方政府控制的上市公司的方程。

4. 政府控制与治理环境的影响孰轻孰重。公司治理机制对于侵占的抑制作用虽然受到外部治理环境与地方政府控制的两种作用之下的影响,但是这两种作用的影响程度并不相同。在中国现在的国情下,虽然外部环境对于公司治理抑制侵占起到了一定的协助作用,但是公司治理对于侵占的作用主要受地方政府控制的影响。

(三) 敏感性分析

在控制了其他变量的基础上发现本文定义的侵占性关联并购对托宾 Q 有显著的负面影响,这就证明这类关联并购确实是侵占性的。而一般的文章都是要剔除 ST 公司的,但是对于 ST 公司是否会加剧侵占,现有文献尚无定论,所以本文没有剔除 ST 公司。在稳健性分析中剔除了 ST 公司后,得出的结果仍然支持本文的结论。鉴于篇幅的原因,本文没有汇报敏感性分析部分的方程。

三、政策建议及启示

其一,继续加强公司治理机制的建设。因为公司的治理机制确实能够发挥对上市公司的侵占性关联并购的抑制作用,所以应该继续完善公司内部治理机制的建设。白崇恩等构建的公司治理指数主要是建立在第一大股东的持股比例和非控股股东的制衡程度的基础上,因此要完善公司治理首先就要改变一股独大的现状,这样才能有效的抑制对上市公司的侵占问题,这为中国已经进行了的股权分置改革提供了理论依据。

其二,减轻地方政府控制是现阶段提高公司治理水平的迫切要求。在中国目前的国情下,撇开政府控制这个因素来谈公司治理对于侵占性关联并购的抑制作用是不科学的。中国进行的股权分置改革是强制性的改变上市公司的股权结构,从而部分解决了中国上市公司股权结构不合理、受地方政府控制严重的问题,这无疑会提高这些公司的公司治理水平。

其三,加强外部治理环境的建设是提高公司治理水平的必然选择。除了政府控制这一因素之外,外部治理环境也对公司治理机制对于抑制侵占起到了影响作用,虽然这个作用没有政府控制的影响大。以法律法规等为代表的外部治理环境的建设是不可能依靠体制的强制性变迁而实现的。因此在部分解决了政府控制这个大问题之后,我们还是要回归到加强外部治理环境的建设上来。

参考文献:

- [1] Leuz Christian and Felix Oberholzer - Gee., 2005: Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia [J]. *Journal of Financial Economics*.
- [2] La Porta, R., Lopez - de - Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 1999: Corporate Ownership Around The World [J]. *The Journal of Finance*, (54), 471- 517.
- [3] Andrei Shleifer and Robert W. Vishny., 1997: A Survey of Corporate Governance [J]. *The Journal of Finance*, (52): 737- 783.
- [4] Jae - Seung Baek, Jun - Koo Kang and Inmoo Lee, 2004: Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols. working paper.
- [5] Jensen. M. C., 1993: The Modern Industrial Revolution, Exit and The Failure of Internal Control Systems [J]. *Journal of Finance*, (48): 831- 880.
- [6] Liu, Qiao and Lu, Jone., 2002: Earning Management to Tunnel: Evidence from China's Listed Companies. Working Paper.
- [7] 唐清泉, 罗党论, 王莉. 大股东的隧道挖掘与制衡力量——来自中国股票市场的经验证据 [J]. *现代会计与审计*, 2005(6).
- [8] 唐跃军, 程新生. 信息披露机制评价、信息披露指数与企业业绩, 基于 931 家上市公司的调查 [J]. *管理世界*, 2005(10).
- [9] Bai Chong - En, Qiao Liu, Joe Lu, Frank Song and Junxi Zhang., 2004: Corporate governance and market valuation in China [J]. *Journal of Comparative Economics*, (32): 519- 616.
- [10] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究 [J]. *经济研究*, 2005(2).
- [11] 樊纲, 王小鲁. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2004 年度报告 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2004.

(责任编辑 湘宁)

(下转第 58 页)

三、结论

股权集中被认定为我国上市公司治理的重大缺陷,而降低上市公司股权集中度、减少大股东持股比例、形成前几大股东持股相当的格局已成为监管机构改善中国上市公司治理状况的政策目标。股权制衡在理论上是有利于对大股东的行为进行限制的,几个大股东持股比例相当,彼此牵制、互相监督,容易形成权利的制衡,从而可以限制最大股东的独断专行,保护中小股东的利益。

参考文献:

- [1] Berle, A., and G. Means., 1932: The Modern Corporation and Private Property, (Mc-Millan, New York) .
- [2] Jensen and Meckling, 1976: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, vol. 3: 305- 360.

- [3] Grossman, S., and O. Hart, 1983: An analysis of the principal-agent problem [J]. Econometrics 51, 7- 45.
- [4] Beck, Thorsten and Levine, Ross, 2000: Finance and the source of growth [J]. Journal of Financial Economics, Vol. 58:261- 301.
- [5] Bloch, Francis and Ulrich hege, 2001: Multiple Shareholder and Control Contests [C]. Work paper.
- [6] Paolo F. Volpin, 2002: Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover [J]. Journal of Financial Economics, 64: 61- 90.
- [7] Faccio, Mara. Lang. Larry H. P and Young., Leslie, 2001: Dividends and expropriation [J]. American economy review, Vol. 91(March): 54 - 78.
- [8] 孔翔,李炜.我国上市公司应选择什么样的股权结构? [M]. 深证综研字第 0116 号,2005.
- [9] 陈信元,汪辉.股东制衡与公司价值:模型及经验证据 [J]. 数量经济技术经济研究, 2004(11).
- [10] 罗党论,唐清泉.大股东利益输送与投资者保护——一个分析框架 [J]. 管理科学, 2005(5)

(责任编辑 简 楚)

A Study of the Relationship between the Power Balance with Shareholder Structure and the Performance of the Listed Companies

Huang Jun

(Management Faculty, Jinan University, Guangzhou 510632, China)

Abstract: Based on the 2003 data of the listed companies, from the aspect of the corporate operation performance, this article verifies the differences among the power balance, the power centralization and the power decentralization of the shareholder structure. The demonstration result shows that the companies with balanced power of the shareholder structure are better than others, which means the power balance of shareholder structure will give a positive affection. This result will contribute to the future innovation of the shareholder structure.

Key words: Shareholder Balance; Company Governance; Company Performance

(上接第 45 页)

An Empirical Study on Exploitive Related Party M&A of Chinese Listed Companies

Wang Zhengjie

(School of Management, Xiamen University, XiaMen 361005, China)

Abstract: Controlling shareholders usually make use of related party M&A to popping or tunneling from listed companies. Basing on the sample of the exploitive related party M&A, this article investigates the influences of corporate governance to the related party M&A. Good corporate governance could reduce the exploitive related party M&A and less local government control and better governance environment are the foundation of good corporate governance.

Key words: Related Party M&A; Corporate Governance; Governance Environment; Government Control