

两权分离、地区执法强度 与并购企业绩效的相关性

陈晨 陈海声(博士生导师)

(华南理工大学工商管理学院 广州 510641)

【摘要】 本文运用我国2007~2010年间发生并购的263个上市公司样本,研究了控股股东两权分离程度与并购企业绩效的关系以及我国地区执法强度对这种关系的影响。结果发现:并购企业的两权分离程度与并购后绩效呈倒U型关系,即随着两权分离程度的提高,并购企业绩效先以递减的速度上升,当两权分离程度达到一定值时,并购企业绩效又随着两权分离程度的提高而下降;而地区执法会减弱这种关系,即随着地区执法强度越高,并购企业的两权分离程度与并购后绩效的倒U型关系就越弱。研究表明,提高地区的执法程度,是降低两权分离程度、保护中小股东利益、提高并购企业绩效的关键。

【关键词】 地区执法 控制权 现金流权 并购绩效 投资者法律保护

一、引言

传统的代理理论认为,随着所有权和控制权的高度分离,拥有公司经营权的管理层会为了自身的利益而损害股东的权益(Berle, Means, 1932)。随着研究的深入和发展,更多的学者发现,世界上许多国家的股权并不是完全分散而是相对集中的(Faccio, Lang, 2002)。不管是在大多数西欧国家还是在东亚国家,家族控股和大股东控制的公司占了很大比例。随着对此现象的发现和重视,现阶段的研究在代理问题上发生了转变:从经理人和股东之间的代理问题逐渐转变为大股东和中小股东之间的利益冲突。其中最著名的从投资者保护角度进行研究的理论莫过于“法与金融理论”(LLSV, 1998)。自此,国内外学者从上市公司控制权与现金流权分离导致的掏空与支持、投资者保护的法律效力及其实施质量方面开展了丰富的研究。

较早提出两权分离导致大股东“掏空”(Tunneling)行为的是Johnson(2000)等,他们指出了大股东由于控制权和现金流权高度分离,其为了获取更多收益运用关联交易、高薪支付甚至直接偷盗等行为损害中小股东的利益。Johnson和Mitton(2003)还发现,在投资者法律保护较差的地区,这种利益输送行为更加严重。与之相对应的是,Friedman(2003)发现上市公司的控股股东也会向上市公司转移资产或者输送优质资源,形成一种支持行为(Propping)。在Friedman构建了支持行为的动态模型后,掏空和支持并存的理论便被国内外众多学者广泛应用。我国学者李增泉和余谦(2005)研究发现,当公司具有配股动机时,地方政府和控股股东表现为对上市公司的支持,而当公司无保资格之忧时,控股股东会对上市公司进行掏空。刘启亮(2008)以格林柯尔为例,介绍了由于投资者保护的差异,控股股东会通过有关经济公正的不同预期,运用金字塔结构的复杂性,对不同的投资行为做出选择。

在世界资本市场上,并购和重组活动越来越频繁。由于股东控股的复杂性(LLSV, 2000),在并购中大股东对小股东的

侵害越来越多,手段也越来越隐蔽。所以,在并购过程的研究中,投资者的法律保护措施尤其重要。Kuipers(2008)通过研究十年间以美国公司作为目标公司的并购事件,发现国家的法律环境对并购企业价值是有影响的。Daniel Kaufmann(2008)通过全球治理指标的研究项目,测量出和212个国家和地区的投资者保护执法指标。我国学者戚文举(2010)利用这一执法指标检验了我国投资者法律保护与企业绩效之间的倒U型关系。梁喜和陈海声(2010)以2006年《公司法》调整为契机,检验了我国《公司法》调整前后两权分离与上市公司资金占用的关系变化,指出我国投资者法律保护任重而道远。

纵观现阶段的研究,主要集中在两权分离导致的掏空或支持对企业绩效的影响以及投资者法律保护对企业价值的影响两个大方面。两权分离对并购企业的影响虽然有学者进行了研究,但是尚处于起步阶段。本文以2007~2010年我国发生的263起并购事件为样本,将两权分离、并购绩效以及投资者法律保护三者结合考虑,旨在研究两权分离如何影响并购企业绩效以及我国的地区执法是如何增强或者减弱这种影响的。

二、理论分析与研究假设

1. 两权分离与并购企业绩效。在股东持股集中的公司,大股东对上市公司的掏空和支持是同时存在的(Friedman, 2003)。当控制权与现金流权分离程度低时,即控股股东从控制权得到的收益基本等同于从现金流权得到的收益时,控股股东与中小股东的利益趋于一致。这时由于两权收益的等同,控股股东对公司的掏空行为不明显,相反,如果公司处在现金流紧张或者其他特殊时期时,控股股东为了保持公司的运营,还对公司表现为支持行为(李增泉, 2005)。当公司处在并购期间,公司对现金以及现金等价物的需求增大,同时公司面临着资产、负债、权益的重新组合,这时,控股股东对公司的支持行为为更明显(唐建新, 2010)。随着控制权与现金流权分离程度的

逐渐提高,即控股股东的控制权增大,其对公司的支持作用也就更大。所以,在两权分离度整体较低的水平上,随着两权分离度的提高,并购公司的绩效也会随之上升。

随着并购公司绩效随两权分离度上升而上升,当控股股东的两权分离度达到一个较高的水平时,即控制权远远大于现金流权,控股股东从控制权得到的收益也会远大于仅从现金流权得到的收益(马忠,陈彦,2008)。这时如果对公司实行掏空行为的话,得到的收益也会远远大于支持行为得到的利益。所以在两权分离度较高的水平上,控股股东对公司主要表现为掏空行为(李增泉,余谦,2005)。同样在企业的并购中,企业面临着重新界定其边界以及资产负债的重新洗牌,与企业不发生并购行为时相比,控股股东的掏空可以更具隐蔽性。这也就更加方便了控股股东实行利益输出行为,损害中小股东的利益,降低并购企业绩效。随着控制权与现金流权分离程度的加剧,控股股东的掏空行为也会更严重,并购企业的绩效也会随之降低。

即随着两权分离程度的提高,并购企业绩效先随之上升,当两权分离程度达到一定值时,并购企业绩效又随着两权分离度的提高而下降。因此本文提出假设1:并购企业的两权分离程度与并购绩效呈倒U型关系。

2. 地区执法、两权分离与并购企业绩效。某一地区执法水平的高低反映了当地投资者法律保护程度的强弱。所以地区执法水平可以作为衡量我国投资者保护的一个标准。总体上来说,无论是控股股东的掏空还是支持,投资者的法律保护都减弱了控股股东的这种影响(戚文举,2010)。这是因为,在较高的投资者法律保护水平下,控股股东不管实施支持行为还是掏空行为的成本都非常高昂(Shleifer, Wolfenzon, 2002)。投资者法律保护不仅降低了控股股东利用控制权进行利益输送的概率,而且使控股股东面临较高的利益输送之后支付罚金的风险(LLSV, 2002)。在这种法律的监管和高昂的罚金下,控股股东在实行掏空和支持行为时不得不进行成本和收益的比较。加之当控股股东实行掏空和支持被监管机构发现之后还面临着非经济处罚,如证监会警告、企业形象被破坏等后果。所以,投资者法律保护会减弱并购企业两权分离程度与企业绩效之间的关系。

据此,本文提出假设2:地区执法水平会减弱并购企业的两权分离程度与并购绩效的倒U型关系,即地区执法水平越高,并购企业的两权分离程度与并购绩效的倒U型关系就越弱。

三、研究设计

1. 模型及变量设计。为了检验上述假设,本文设计如下模型:

$$ROE_{i+1} = \beta_0 + \beta_1 SEPR_i + \beta_2 CONTROL_i + \beta_3 AGE_i + \beta_4 LNASSET_i + \beta_5 FIX_i + \beta_6 LEVER_i + \beta_7 BALANCE_i + \beta_8 YEAR_i + \beta_9 INDUS_i + \delta_i \quad (1)$$

$$ROE_{i+1} = \beta_0 + \beta_1 SEPR_i + \beta_2 SEPR_2_i + \beta_3 CONTROL_i + \beta_4 AGE_i + \beta_5 LNASSET_i + \beta_6 FIX_i + \beta_7 LEVER_i + \beta_8 BALANCE_i + \beta_9 YEAR_i + \beta_{10} INDUS_i + \delta_2 \quad (2)$$

$$ROE_{i+1} = \beta_0 + \beta_1 SEPR_i + \beta_2 SEPR_2_i + \beta_3 LAW + \beta_4 LAW * SEPR_i + \beta_5 LAW * SEPR_2_i + \beta_6 CONTROL_i + \beta_7 AGE_i + \beta_8 LNASSET_i + \beta_9 FIX_i + \beta_{10} LEVER_i + \beta_{11} BALANCE_i + \beta_{12} YEAR_i + \beta_{13} INDUS_i + \delta_3 \quad (3)$$

在模型中,被解释变量ROE为发生并购的企业滞后一期的净资产收益率,采用滞后一期是为了避免并购当年带来的利润虚增,用来衡量并购企业的绩效。解释变量为企业实际控制人的两权分离程度(SEPR),为实际控制人每条控制链上持有上市公司股份最小值加总与其对企业的现金流权之差;并且引入两权分离程度变量中心化之后的平方项(SEPR2)用以检验倒U型关系。在地区执法强度上,我国的公司虽然处在同一个国家立法水平下,但是由于我国有31个省市自治区,所以不同地区之间经济水平、执法程度都有较大差异。本文采用樊纲、王小鲁(2010)的《中国市场化进程报告》中“中介组织发育和法律指数”数值,并且根据公司并购方归属地对公司所处的地区执法强度赋值,加入地区执法强度与两权分离程度的交互项(LAW * SEPR、LAW * SEPR2)来检验地区执法强度对并购企业绩效的影响。除此之外,本文还选取了实际控制人的控制权(CONTROL)、企业年龄(AGE)、企业规模(LNASSET)、资产负债率(LEVER)等作为控制变量,并且控制了年份和行业对模型的影响。具体变量设置如下:

表1 变量设置说明

变量类型	变量名称	变量代码	变量取值方法及说明
被解释变量	净资产收益率	ROE	净利润/年末股东权益
	两权分离程度	SEPR	实际控制人控制权-现金流权
	两权分离程度平方	SEPR2	两权分离程度中心化后的平方
解释变量	地区执法强度	LAW	《中国市场化进程报告》中“中介组织发育和法律指数”数值
	地区执法强度对并购企业绩效的影响1	LAW * SEPR	两权分离程度与地区执法强度的交互项
	地区执法强度对并购企业绩效的影响2	LAW * SEPR2	地区执法强度与两权分离程度中心化后平方的交互项
控制变量	控制权	CONTROL	实际控制人拥有的控制权,为每条控制链上持有上市公司股份最小值加总
	现金流权	CASHFLOW	实际控制人拥有的所有权比例
	企业年龄	AGE	企业成立年限的自然对数
	企业规模	LNASSET	企业总资产的自然对数
	固定资产比率	FIX	年末固定资产净值/年末总资产
	资产负债率	LEVER	年末总负债/年末总资产
	股权制衡	BALANCE	第二到第五大股东持股比例
	年度虚拟变量	YEAR	控制年度对因变量的影响
	行业虚拟变量	INDUS	控制行业对因变量的影响

2. 样本选取与数据来源。本文选取2007~2010年发生并购的A股上市公司作为研究样本,所选数据均来自于国泰安(CSMAR)并购重组研究数据库,在剔除了ST公司、重复并购公司、终极控制人不详以及数据披露不完全的公司之后,最后得到263个样本。本文中用到的财务指标均来自聚源数据库。统计分析是在spss19.0软件下进行的。

四、研究结果及分析

1. 描述性统计。上表列出了2007~2010年并购次数在9次以上的省份和地区，并把其余并购次数相对较少的地区合并列示。

表2 2007~2010年并购样本地区分布

	广东	北京	江苏	上海	浙江	湖北	山东	其他省	合计
2007	5	1	3	4	2	1	1	15	32
2008	16	6	7	5	5	3	3	24	69
2009	13	8	6	7	10	5	2	40	91
2010	9	8	7	5	3	5	3	31	71
合计	43	23	23	21	20	14	9	110	263

表3 主要变量描述性统计

年份		ROE	SEPR	LAW	CONTROL	CASHFLOW
2007	极小值	-78.81	0	3.8	6.21	0.5064
	极大值	62.57	34.39	16.61	74.09	73.87
	均值	13.10	7.11	9.43	37.96	30.85
	标准差	23.89	9.85	4.22	17.83	20.87
2008	极小值	-117.73	0	4.02	14.71	6.90
	极大值	46.76	29.10	10.76	86.71	86.71
	均值	9.18	7.32	8.16	45.85	38.53
	标准差	23.94	9.31	1.68	18.00	19.41
2009	极小值	-50.68	0	4.32	11.95	6.05
	极大值	45.03	32.34	10.92	80.6	78.18
	均值	11.60	8.42	7.96	42.64	34.23
	标准差	12.92	9.61	1.83	15.67	18.88
2010	极小值	-22.77	0	5.77	12.62	5.40
	极大值	37.6	24.61	10.80	73.03	73.03
	均值	11.21	6.13	8.61	42.18	36.05
	标准差	10.17	7.64	1.50	16.79	19.77
总体样本	极小值	-117.73	0	3.8	6.21	0.51
	极大值	62.57	34.39	16.61	86.71	86.71
	均值	11.05	7.35	8.37	42.78	35.43
	标准差	17.45	9.05	2.20	16.93	19.54

表4 变量相关性分析结果

变量	ROE	SEPR	LAW	CASHFLOW	CONTROL	AGE	LNASSET	FIX	LEVER	BALANCE
ROE	1									
SEPR	0.135*	1								
LAW	0.013	0.019	1							
CASHFLOW	0.089	-0.501**	0.005	1						
CONTROL	0.177**	-0.044	0.016	0.886**	1					
AGE	-0.013	-0.044	-0.021	-0.250**	-0.261	1				
LNASSET	0.070	-0.116	0.090	0.229**	0.202*	-0.034	1			
FIX	-0.129**	-0.039	-0.200**	-0.016	-0.039	-0.040	-0.018	1		
LEVER	0.067	0.032	-0.050	-0.129**	-0.132*	0.114	-0.128*	-0.022	1	
BALANCE	0.137*	0.031	0.052	-0.117	-0.118	-0.181**	0.114	-0.074	-0.030	1

从并购样本地区分布中可以看出，我国发生并购行为较为频繁的地区大多为东南沿海城市等经济较为发达的地区，例如广东、北京、江苏；其中以广东省发生的并购行为次数最多，为43次。这主要因为珠江三角洲地区企业多，并购频繁。从历年并购数据总和来看，2007~2010年我国发生的并购次数呈逐年上升趋势。

通过表3可以看出，不同的企业发生并购后的净资产收益率有很大差别，ROE值波动非常大。这既说明了企业并购后的整合与并购成功失败与否则有很大关系，也揭示出我国市场并购中可能存在控制人利用控制权与现金流分离对上市公司进行利益输入或输出的行为。正是因为掏空和支持行为的存在，才使得并购企业的净资产收益率千差万别。

从控制权、现金流权以及两权分离的程度变量描述统计可以看出，我国上市公司的控制权普遍大于现金流权，两权分离状况普遍存在，这就为控股股东对上市公司进行利益输送创造了条件，也使本文的研究具有更大的现实意义。

从地区执法强度变量来看，我国执法强度近年来一直处于上升的趋势，我国的投资者法律保护程度是逐渐增强的，说明我国越来越重视投资者的法律保护。但是从执法强度的波动性可以看出，虽然我国地区执法强度总体呈现上升趋势，但是各地区的执法强度存在着很大的差别，这同时也为本文研究地区执法对并购企业绩效的影响提供了前提条件。

2. 相关性分析。在描述统计的基础上，本文对主要变量进行了相关性分析。由表4可知，两权分离程度SEPR与并购企业绩效ROE呈显著正相关关系，但是由于两权分离程度的高低阈值难以直接确定，故未对两权分离程度与ROE进行分组检验。其确切关系需要回归分析进一步验证。

并购企业绩效ROE与控制人控制权CONTROL、股权制衡均BALANCE呈显著正相关，与企业固定资产利润率FIX显著负相关。在各变量中，现金流权变量CASHFLOW与其他变量的相关性系数都很大，为了避免多重共线性，在回归分析时去掉现金流权变量。

通过分析表可以看出，除去被解释变量之外，解释变量和控制变量之间的相关系数均小于0.3，可以认为不存在多重共线性，即可依照模型对变量进行回归分析。

3. 回归分析。在相关系数确定，并且去掉共线变量CASHFLOW的基础上，本文依照设定的3个模型对变量进行回归分析，具体系数及检验如表5所示。

在回归分析中，模型1和模型2分别用了加权的最小二乘法进行回归，而模型3中由于交互项比较多，为了避免多重共线性，则采用普通最小二乘回归。由于存在交互项和平方项，本文对三个模型都进行了多重共线性检验，结果显示VIF值都在3以下，可以认为不存在多重共线性。

表5 模型回归分析结果

变量	模型1	模型2	模型3
Constant	0(-1.670*)	-7.514(-1.812)	-7.930(-0.466)
SEPR	0.286(5.60***)	0.531(7.980***)	1.182(3.293***)
SEPR2		-0.341(-6.846***)	-0.938(-2.496***)
LAW			-0.005(-0.060)
LAW * SEPR			-1.078(-2.797***)
LAW * SEPR2			0.972(2.430***)
CONTROL	0.748(11.949***)	0.754(16.447***)	0.262(3.853***)
AGE	0.274(5.136*)	0.108(3.460***)	0.052(0.789)
LNASSET	-0.035(-0.454)	-0.036(-0.670)	-0.018(-0.268)
FIX	-0.232(-4.817*)	-0.190(-5.042*)	-0.103(-1.618*)
LEVER	0.297(5.163**)	0.256(5.635**)	0.107(1.593*)
BALANCE	0.423(8.844***)	0.457(9.873***)	0.177(2.742***)
YEAR	控制	控制	控制
INDUS	控制	控制	控制
F值	46.071	127.01	3.558
Sig.	0.000	0.000	0.001
Adj-R ²	0.565	0.806	0.140

注:括号中为经过White异方差修正后的T统计值;*表示0.1的显著性水平,**表示0.05的显著性水平,***表示0.01的显著性水平。

通过模型1可以粗略断定,两权分离程度SEPR与并购企业绩效ROE呈正相关关系,系数为0.286,且在0.01的水平上显著。为了验证倒U型假设,本文在模型2中加入了两权分离变量中心化后的平方项,在模型2中显示,两权分离程度的一次项与并购企业绩效呈正相关关系,系数为0.531,两权分离的二次项与并购企业绩效呈负相关关系,系数为-0.341,且都在0.01的水平上显著。

结合模型1和模型2可以知道,并购企业绩效随着两权分离程度的提高,以递减的速度上升,这时控股股东对企业的支持作用明显;当两权分离程度达到一定值时,并购企业绩效达到最大值,这时如果两权分离度继续提高,控股股东的控制权远大于现金流权,由于控制权收益远大于现金流权的收益,控股股东对公司表现为明显的掏空,所以并购企业绩效会随着控股股东的掏空而降低。即通过模型1和模型2,可以得出结论:并购企业的两权分离程度与并购绩效呈倒U型关系,即随着两权分离程度的提高,并购企业绩效先以递减的速度上升,当两权分离程度达到一定值时,并购企业绩效又随着两权分离程度的提高而下降,进而验证假设1。

在模型3中,本文加入了投资者保护变量地区执法强度LAW以及地区执法强度与两权分离程度一次项和二次项的交互项。通过回归结果可以看出,地区执法强度变量本身对并购企业绩效的作用并不明显,但是地区执法强度与两权分离程度的一次项和二次项的交互项都与并购企业绩效显著相关,系数分别为-1.078和0.972。这说明当两权分离程度较低、控股股东对公司表现为支持作用时,地区执法强度弱化了这种支持作用;而随着两权分离程度的提高,控股股东对公司进

行掏空时,地区执法强度又抑制了控股股东的掏空。正是因为这种抑制作用,使其减弱并购企业的两权分离程度与并购绩效的倒U型关系,即地区执法水平越高,并购企业的两权分离程度与并购绩效的倒U型关系就越弱。

4. 稳健性检验。在国外文献中,企业绩效和价值主要用托宾Q值来衡量,但是由于中国股权的特殊状况,公司市场价值难以准确用托宾Q值来衡量(肖松,2010)。所以在国内文献中,对企业绩效常用的衡量指标是净资产收益率ROE和总资产收益率ROA。所以在稳健性检验中,本文用企业总资产收益率ROA代替净资产收益率对企业绩效进行衡量。而对于两权分离程度对企业绩效的倒U型检验,本文按照模型2中回归方程的U型拐点临界值对两权分离状况进行分组回归,通过回归系数的正负,同样得出倒U型模型。经过检验发现回归结果并未有明显变化,进一步证明了本文的研究具有稳健性。

五、结论

本文从投资者法律保护的地区执法视角出发,以企业控制权和现金流权的分离作为研究对象,运用我国2007~2010年的263个并购样本,研究了两权分离程度对我国并购企业绩效的影响以及地区执法强度对这种影响的促进或者抑制。研究发现,并购企业的两权分离程度与并购绩效呈倒U型关系,即随着两权分离程度的提高,并购企业绩效先以递减的速度上升,当两权分离程度达到一定值时,并购企业绩效又随着两权分离程度的提高而下降;而包括地区执法强度在内的投资者保护减弱了两权分离程度与并购企业绩效的倒U型关系。

本文的研究同时表明了控股股东在企业并购过程中对企业的利益输入或者输出行为具有很强的伺机抉择性,而进行掏空或者支持的手段也更加隐蔽和多样。但是投资者法律保护的加强会减弱控股股东对公司的利益输出或输入。本文认为,在投资者法律保护的立法措施中,应该以降低公司的两权分离程度作为一种考量,同时应加强各个地区的执法强度,以达到约束控股股东对公司进行掏空的目的。

【注】本文受国家自然科学基金重点项目“新形势下中国企业整合战略与动态竞争研究”(项目编号:70832003)、广东省哲学社会科学“十二五”规划项目“技术并购中的投资者法律保护 and 估值的影响因素及整合研究”(项目编号:GD11CYJ02)的资助。

主要参考文献

1. 李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验数据.会计研究,2004;3
2. 唐清泉,罗党论,王莉. 大股东的隧道挖掘与制衡力量——来自中国市场的经验证据.中国会计评论,2005;6
3. 陈海声,梁喜. 投资者法律保护、两权分离与资金占用——来自中国2006年度公司法调整前后的并购公司数据.南开管理评论,2010;13
4. 肖松. 中小投资者法律保护与公司价值——来自中国上市公司的经验研究.经济科学,2010;2
5. 戚文举.超额控制权、投资者法律保护与企业绩效.浙江大学博士学位论文,2011;4