

# 企业收购绩效与公司治理

## ——内地和香港上市的中国企业实证分析

王晓初 俞伟峰

(中国电信集团公司 100032 香港理工大学)

**【摘要】**本文以 A股和 H/R股上市公司为样本,采用事件分析法、Pearson相关分析和回归分析,对企业收购绩效与公司治理结构进行了实证研究,结果表明目前 A股市场的收购活动对企业绩效的影响是负面的,而 H/R股的收购对绩效的影响并不显著。主要原因在于投资者法律保护环境及公司内外部治理等方面存在差异,据此认为上市企业要慎重对待收购行为,并提出了完善公司治理机制的相关建议。

**【关键词】**收购 绩效 投资者保护 公司治理机制

### 一、引言

众所周知,收购已经成为中国上市企业近几年来成长壮大的主要手段之一,而国内外学者关于收购对企业绩效的影响存在较大争议。一些研究认为,收购给收购公司带来的收益并不明显,甚至会带来负的收益 (Bhagat et al 2001)。但也有研究认为,收购对收购公司的股票价格有积极影响 (J Franks & R Harji 1989)。以上研究大多集中于收购本身对企业绩效的影响,较少考虑公司治理的因素,由此引发本文对上市公司内、外部治理机制的思考。中国内地企业在大陆、香港上市(分别为 A股和 H/R股)面临的上市地外部治理机制不同,以及对公司内部治理机制的要求不同,这就给研究不同治理机制对收购行为的影响提供了一个机会和条件。本文将验证处于同一个国家体制下的企业在不同上市地以及投资者保护环境下收购绩效存在差异,检验不同的治理机制对公司收购绩效的影响,从而为改善中国企业特别是国有企业的内部治理机制和中国内地资本市场管理体制提供相关建议。

### 二、文献回顾

本文将收购行为界定为以上市公司为主体发生的资产收购、股权收购行为。公司治理分为外部治理和内部治理,外部治理包括企业外部法律环境和投资者保护等,内部治理包括企业的股东构成、股权结构、董事会规模和结构、管理层持股比例等。不同的内外部治理机制对收购绩效的影响不同,国外学者对此展开了丰富的研究。

对于外部治理机制对收购绩效的影响,La Porta (1998)认为,在股权集中度较高的国家,法律的作用更为突出,要想保证投资者的利益,就要具备更加完备的法律环境。在具有完善的外部治理机制和投资者保护严格的市场上,会产生较好的收购绩效。国际资本市场中大股东剥削小股东和借贷者的情况非常普遍,资本市场中投资者保护问题越来越突出,因此需要完善外部治理机制,包括通过法律保护外部股东、鼓励机构投资者积极参与,以及确保中介机构的质量等来保证收购绩效。

对于内部治理机制对收购绩效的影响,国外学者主要从股权集中度、股份制衡度、管理层激励等方面展开了更加深入的研究。Lloyd (1987)认为如果公司股权过于分散(通常认为最大股东持股不超过 5%),就会导致经理层对公司的控制,他们更倾向于进行跨行业的多元化经营,这种无关多元化虽然能够快速扩大收购公司的规模,但是往往不会给公司带来更多的绩效收益。另一方面,股权集中可能带来大股东“隧道 (Tunneling) 效应”,即将公司资源转移给控股股东的行为,

这个问题在亚洲比较突出。La Porta (1999) 认为, 在全世界范围内大公司的核心治理问题是大股东对小股东的剥削问题, 当缺乏对小股东利益的保护和对大股东管理任意行为监督时, 这种控股股东和小股东代理问题就特别严重。

对于股权制衡度, Faccio (2002) 发现, 东亚企业的多个大股东通过合谋侵害小股东利益, 但西欧企业的多个大股东则会形成互相制衡的局面。Pagano (1998) 等也得到类似的研究结果。从管理层激励来看, Agrawal 等 (1992) 认为公司治理解释收购行为的理论经常用来说明管理层对于降低公司战略风险的管理偏好。这些研究说明, 无论委托人还是代理人, 都倾向于在收购目标公司中获得更高的回报。Morck (1988) 认为, 管理者股权激励可能是最好的防止偏离公司价值的措施。Kroll (1997) 发现, 当管理层持股很少的时候, 收购宣告后的效应是负的, 而随着内部激励的提高, 收购宣告后的效应会逐渐变为正。

### 三、研究假设、研究样本和变量描述

#### (一) 研究假设

本节及后续主要运用 A 股和 H 股的数据, 针对前面国内外学者研究的内容, 考虑到中国内地和香港资本市场的实际情况, 用实际数据检验不同的内外公司治理机制对公司收购绩效的影响。

针对外部治理机制对收购绩效的影响, 由于中国内地和香港资本市场在公司治理方面的要求不同 (香港市场对于公司治理的要求更严, 法律对于投资者保护更加完善, 以及机构投资者更加成熟), 中国企业在香港市场的收购绩效要好于内地。因此本文提出:

假设 1: 中国企业实施收购后绩效不会明显改善, 但在香港上市的 H/R 股企业的收购绩效变化要好于中国内地 A 股企业。

针对内部治理机制对收购绩效的影响, 本文从股权集中度、股权制衡度和管理层激励等进行分析。

从股权集中度上看, 内地上市公司存在委托代理问题, 一是国有控股的上市公司内部人控制问题, 二是非国有控股的上市公司大股东对小股东的剥削问题。如果缺乏有效的投资者保护, 这种代理问题都会因大股东持股比例的提高而变得更加严重。相比于 A 股企业, 在香港上市的 H/R 股企业处于相对较好的投资者法律保护环境中, 面对成熟的机构投资者, 大股东将起到替代监督的作用, 因此本文提出:

假设 2: 股权集中度越高, A 股上市公司的收购绩效越差, 但 H/R 股上市公司的收购绩效越好。

从股权制衡度上看, 如前文所述, 国内 A 股大股东的股权集中度的增加将导致企业收购绩效的下降, 如果第二、三大股东持股越高, 对第一大股东的相对势力越强, 收购绩效可能将越好。因此本文提出

假设 3: 中国企业的股权制衡度越大, 收购绩效越好<sup>①</sup>。

管理层激励能有效防止公司价值的偏离, 随着管理层持股比例的增加, 这种激励措施将能有效地平衡管理层作为代理者与委托者之间的利益。因此本文提出:

假设 4: 中国企业的管理层持股比例与企业的收购绩效呈正比。

#### (二) 数据来源

本文选取的样本是从 1998 年 1 月 1 日至 2003 年 12 月 31 日期间进行资产收购和股权收购的 A 股公司和 H/R 股公司。数据来源于权威的中介机构, 收购事件数据根据中国证券报光盘版 (1998—2003) 以及香港联交所公告报告 (1998—2003) 整理而成; 1997—1999 年内地 A 股上市公司的公司治理数据根据上市公司公开披露的年报整理而成, 2000—2002 年内地 A 股上市公司的公司治理数据主要根据 CSMAR 数据库整理而成。H/R 股的公司治理数据则根据香港联交所披露的有关年报, 按照内地 A 股数据分类原则整理而成。内地 A 股 1997—2003 年财务数据和交易数据来自于 CSMAR 财务数据库, 2004 年财务数据来自于上海证券交易所和深圳证券交易所的网上披露数据。香港 H/R 股 1997—2004 年财务数据和交易数据分别根据联交所年报及其股票查询系统整理而成。

由于各公司披露的程度不同, 本文根据以下原则进行了样本筛选:

1. 收购活动涉及的金额在总资产的 5% 以上;
2. 剔除并购事件公告日前不存在 220 个交易日的公司;

<sup>①</sup> 由于香港 R 股 2003 年前完全没有披露前几名持股股东持股比例, 所以以 A 股数据为主进行研究。

- 3 并购事件公告日前后 10 个交易日内, 如果发生其他可能影响股价变动的重大事件, 如公布年报等, 则予以剔除;
- 4 剔除收购时为 ST、PT 公司收购公司、金融和公用事业行业公司, 以及财务指标出现极端异常值的公司。
- 5 剔除数据不全的公司, 如是否为关联方、交易对象所处行业、支付方式等披露不详尽的样本;
- 6 剔除同时在 H 股和 A 股上市的样本。

经过以上处理, 共采集到来自中国内地 A 股市场的 222 个和香港市场的 83 个有效样本。

(三) 变量描述

本文选择表 1 所述变量, 其中公司治理变量为股权结构和管理层激励, 控制变量主要包括支付类型、收购动机 (意指是否跨行业收购) 等, 并选取 ROE、CAR 和 Tobin's Q 值三个绩效变量为因变量。

表 1 变量定义

变 量	定 义
股权结构	
LSO	股权集中度, 用第一大股东股权比例表示
Ba lance	股权制衡度 = (第二大股东持股比例 + 第三大股东持股比例) / 第一大股东持股比例
LSO- type	第一大控股股东的类型, 采用哑变量衡量, 1 代表国有股 (国有法人股), 0 代表其他法人或流通股
管理层激励	
Mgmt	董事会及高级管理人员持股占总股本的比例
控制变量	
Pay- type	1 为现金支付; 0 为其他方式
Acq- intent	收购动机, 1 为跨行业收购, 0 为同行业收购
Percentage	收购金额占资产总额的比例
Ln ( size)	企业资产规模, 用资产总额的自然对数表示
Leverage	资本结构, 用负债 / 资产的值表示
绩效变量	
ROE	净资产收益率, 等于净利润 / 净资产
CAR	累计超额收益, 即 $\sum AR_{jt}$ 其中 $AR_{jt}$ 表示第 j 支股票在 t 时刻的超额收益
Tobin's Q	$(MVE + PS + DEBT) / TA$ 或 $(MVE + DEBT) / TA$ 其中 TA 是 12 月 31 日公司资产账面价值, DEBT 为 12 月 31 日企业负债值 (总资产 - 一股东权益), MVE 为公司流通股市值 (股价为每年最后 5 个交易日收盘价的均值); PS 为 12 月 31 日公司非流通股值 = 12 月 31 日非流通股数 $\times$ 12 月 31 日每股净资产

四、实证研究

(一) 统计分析和比较

本文使用累计超额收益 (CAR) 衡量收购对企业短期绩效的影响, 使用 ROE 和 Tobin's Q 衡量收购对企业长期绩效的影响, 除了特殊说明, 括号内为对应指标 H/R 股的结果值。

1. 短期绩效变化

对于收购公司, 通过估计市场模型计算超额回报, 市场模型的估计采用收购宣告前 220 天到前 21 天共 200 天的交易数据, 计算方法如下:

(1) 估计市场模型系数

选择一个清洁 (Clean) 期, 该期间不包括收购事件, 本文选择  $[-220, -21]$  为清洁期, 相应模型为:  $R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \epsilon_{jt}$ ,  $t \in [-220, -21]$

其中  $R_{jt}$  为各股票的日收益率 (含股利),  $R_{mt}$  为市场收益率, 内地 A 股上市公司采用对应市场 (深圳、上海) 的指数收益率, 香港 H/R 股上市公司采用香港恒生中国企业指数收益率。据此计算  $\alpha_j, \beta_j$  估计值。

(2) 根据市场模型, 计算预期收益  $ER_{jt}$ ,  $ER_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt}$ , T 为时间

(3) 计算超额收益  $AR_{jt}$ ,  $AR_{jt} = R_{jt} - ER_{jt}$  先计算事件期内 (-20, 20) 每天收购引致的  $AR_{jt}$  (T 为时间), 再计算

累计超额收益, 公式如下:  $CAR_t = \sum AR_{jt}$  (T为时间)

本文计算了 t-20到 t+20的日超额收益, 并据此计算累计超额收益, 结果如图 4-1和图 4-2所示。对于内地的收购样本而言, 收购宣告前 1天至收购宣告后 5天是一个比较密集的结果显著的区域, 而收购后 1天至 5天的日超额收益均为负, 且 t+2和 t+4的日超额收益为-0.3%和-0.4%, 显著性水平达到 1%。从靠近收购宣告日周围的时间区间看, 收购宣告日是一个分水岭, 收购宣告前 2天的日超额收益为正, 而实施收购宣告后的超额收益为负, 累计超额收益呈逐渐下降趋势。

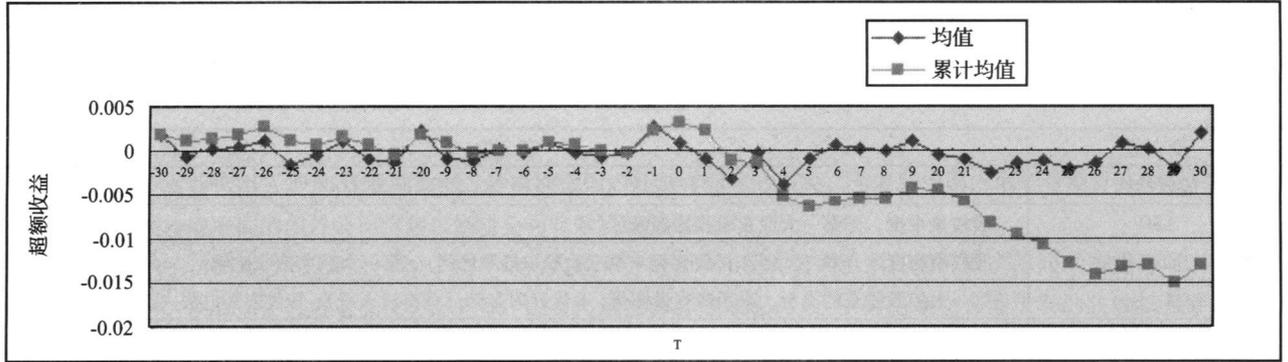


图 1 累计超额收益图 (内地 A股)

图 2表明, 对于 H/R股收购样本而言, 收购宣告后收购后 5天内有 4天的日超额收益均为负, 其中 t+1日超额收益-1.1%, 显著性水平达到 1%。从日超额收益的趋势看, H/R股在实施收购后也呈下降趋势, 但累计超额收益下降的水平不显著。

通过图 1和图 2的对比分析发现, 收购公布后日超额收益均有所下降, 从累计超额收益看, 内地 A股市场更加显著, 因此本研究认为, 收购活动均不会明显提高 A股和 H/R股上市公司的短期绩效, 对 A股企业而言引起绩效的显著下降, 对 H/R股企业绩效下降的影响不甚明显, 这一结果支持了研究假设 1。

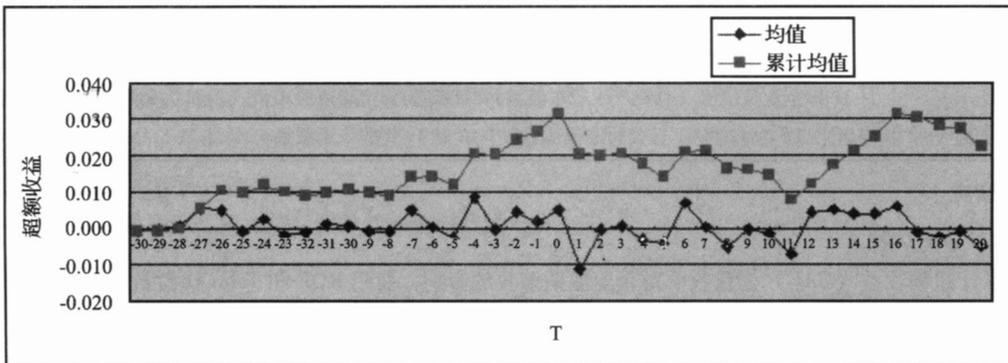


图 2 累计超额收益图 (香港 H/R股)

## 2 长期绩效变化

为进一步考察收购对企业长期绩效的影响, 本文采用 ROE、Tobin Q绩效数据, 衡量公司收购后的绩效变化, 具体用配对比 T检验的方法比较收购当年、以后两年的 ROE和 Tobin Q与收购前 1年的变化。

### (1) ROE

采用收购 1年、2年后的 ROE与收购前 1年 ROE的差来描述 ROE的变化,  $ROE = \text{年末净利润} / \text{年末净资产}$ 。表 2表明, 内地 A股上市公司实施收购 1年后以及 2年后的 ROE平均值分别降低 0.041和 0.053, 显著性水平为 1%; H/R股收购 1年后以及 2年后变化不显著。

### (2) Tobin Q

采用收购 1 年、2 年后的 TobinQ 与收购前 1 年 TobinQ 的差描述 TobinQ 的变化, 香港上市公司的  $TobinQ = (MVE + DEBT) / TA$

由于国内 A 股上市公司有一部分为非流通股, 根据对非流通股通常的折算办法 (Chung 1994, Lang 等, 1989, 陆国庆, 2000) 计算 TobinQ 值, 过程如下:

$TobinQ = (MVE + PS + DEBT) / TA$  TA— 12 月 31 日公司资产账面价值, DEBT— 12 月 31 日企业负债值 (总资产 - 股东权益), MVE— 公司流通股市值 (股价为每年最后 5 个交易日收盘价的均值), PS— 12 月 31 日公司非流通股值 = 12 月 31 日非流通股数 × 12 月 31 日每股净资产

表 2 表明, 内地 A 股上市公司实施收购 1 年后 TobinQ 均值下降 0.25 显著性水平达到了 1%, 收购 2 年后的结果不显著; H/R 股实施收购 1 年后以及 2 年后的 TobinQ 变化结果也不显著。

表 2 收购绩效的变化

	Mean	Std Deviation	T Value	n	Sign (2-tailed)
ROE (+1) - ROE (-1)	-0.041 (-0.125)	0.135 (1.115)	-4.473*** (-0.806)	222 (83)	0.000 (0.461)
ROE (+2) - ROE (-1)	-0.053 (+0.044)	0.122 (0.327)	-5.693*** (+0.925)	166 (56)	0.000 (0.21)
TobinQ (+1) - TobinQ (-1)	-0.25 (-0.0487)	1.002 (1.49)	-3.304*** (-0.438)	222 (83)	0.001 (0.688)
TobinQ (+2) - TobinQ (-1)	-0.171 (+0.1726)	1.386 (1.248)	-1.412 (+1.49)	166 (56)	0.16 (0.15)

说明: (1) (-1), (+1), (+2) 分别表示收购前 1 年、收购 1 年后、以及收购 2 年后的数据;

(2)\*\*\* 显著性水平 1%。

总体来看, 通过对收购后累计超额收益、ROE 以及 Tobin's Q 的比较, 假设 1 得到了研究结果的支持, 收购活动并不一定能给收购公司带来收益。而且对内地 A 股企业而言, 收购活动是一个明显的价值降低过程; 对于 H/R 股公司而言, 收购活动既没有给企业带来显著的收益, 也没有给企业带来明显的价值下降。根据前文所述, 本文认为造成这个差异的主要原因在于, A 股上市公司和 H/R 股上市公司处于不同的投资者保护环境下, 相比之下, 香港的外部环境可以提供更好的投资者保护, 而内地 A 股上市企业的代理问题更加显著。这种结果支持了代理理论对收购行为的解释。

(二) 相关分析与回归分析

该部分使用 Pearson 相关分析和回归分析方法, 检验假设 2 到假设 4。回归分析的因变量为收购绩效变量, 即 CAR、ROE 和 Tobin's Q。自变量为公司治理变量 (包括股权结构和管理层激励变量) 以及控制变量 (见第 3 部分描述), 分别通过模型 1 (只包括因变量和公司治理变量) 和模型 2 (包括因变量、公司治理变量以及控制变量) 进行线性模型回归分析。

1. 相关分析

表 3 提供了内地 A 股样本自变量 (H/R 股) 之间的相关系数矩阵, 这些相关系数多数不高, 除了股权集中度和股权制衡度之间为负相关, 相关系数为 -0.753 ( $P < 0.01$ ) 外, 其他自变量之间的相关性均低于 0.3。该表最后五行重点展示了因变量 (收购绩效变量) 与自变量之间的相关系数, 对于内地 A 股样本而言:

(1) 与 ROE 负相关的变量为收购动机和大股东持股比例 ( $P < 0.01$ ), 表明大股东持股比例越高, 大股东的类型国有法人股特征越显著, 并购后的绩效越差, 支持了假设 2。

表 3 Pearson 相关分析内地 A 股 (香港 H/R 股)

	Percentage	Ln (size)	Leverage	Pay-type	Acq-incent	Mgmt	LSO	LSO-type	Balance
Percentage	1 (1)								
Ln (size)	-0.059 (-0.139)	1 (1)							
Leverage	-0.011 (0.358**)	0.187** (-0.126)	1 (1)						
Pay-type	0.039 (-0.171)	0.014 (0.103)	-0.035 (-0.339**)	1 (1)					

续表

	Percentage	Ln (size)	Leverage	Pay-off type	Acq-incentiv	Mgmt	LSO	LSO-type	Balance
Acq-incentiv	-0.039 (-0.108)	-0.172* (-0.054)	0.092 (0.174)	0.001 (-0.02)	1 (1)				
Mgmt	-0.002 (0.109)	-0.078 (-0.263*)	0.047 (0.024)	0.062 (0.09)	0.058 (-0.055)	1 (1)			
LSO	-0.019 (0.092)	-0.199** (0.332)	-0.1 (-0.119)	-0.117 (0.054)	0.138* (-0.152)	0.04 (-0.116)	1 (1)		
LSO-type	0.018 (-0.037)	-0.057 (0.322*)	-0.043 (0.014)	-0.066 (0.021)	-0.162* (0.178)	-0.008 (-0.744**)	0.228** (0.162)	1 (1)	
Balance	-0.061	0.225**	-0.009	0.021	-0.139*	-0.026	-0.753**	-0.195**	1
CAR	0.089 (-0.154)	0.015 (0.141)	-0.09 (-0.051)	-0.046 (0.035)	-0.065 (0.139)	0.011 (-0.142)	-0.065 (0.252*)	0.039 (0.206)	0.088
ROE1	0.027 (0.044)	0.035 (0.053)	-0.08 (0.007)	0.037 (0.106)	-0.239** (0.117)	-0.028 (0)	-0.222** (0.251)	-0.023 (0.396**)	0.105
ROE2	0.018 (-0.022)	0.052 (0.036)	0.09 (-0.16)	-0.019 (0.057)	-0.145 (0.077)	-0.06 (-0.121)	-0.145 (-0.09)	0.023 (-0.018)	0.092
Tobin's Q1	0.003 (-0.056)	0.247** (-0.176)	0.126 (-0.123)	0.086 (0.176)	-0.124 (-0.145)	0.07 (0.519**)	-0.471** (0.132)	-0.170* (0.370**)	0.317**
Tobin's Q2	0.082 (-0.148)	0.128 (-0.004)	0.059 (-0.188)	-0.049 (0.308*)	-0.074 (-0.184)	-0.034 (0.350*)	-0.381** (0.023)	-0.146 (0.206)	0.239**

说明: (1) CAR (-3/+10), (-3 +10) 时间段的累计超额收益 H/R取 CAR (-3 3); ROE1=ROE (+1) -ROE (-1), ROE2=ROE (+2) -ROE (-1); TOBIN'Q1=TOBIN'Q (+1) -TOBINQ (-1), TOBIN'Q2=TOBINQ (+2) -TOBINQ (-1)

(2)\*显著性水平 5% \*\*显著性水平 1%

(2) 与 Tobin's Q1、Tobin's Q2 负相关的变量是大股东持股比例 ( $P < 0.01$ ) 和大股东类型 ( $P < 0.01$ ) 也即 A 股上市公司大股东持股比例和大股东类型为国有法人股对于收购绩效的影响是负面的, 支持了假设 2 与 Tobin's Q1、Tobin's Q2 正相关的变量是制衡度系数 ( $P < 0.01$ ), 表示其他股东相对于大股东比例越高则收购绩效越好, 与假设 3 一致。

与内地 A 股上市公司相比, H/R 股上市公司自变量之间的相关系数均较低。

(1) 大股东持股比例与 CAR (-3/+3) 正相关且结果显著 ( $P < 0.05$ ), 表明在 H/R 股市上, 大股东持股比例越高, 则并购后的业绩越好, 支持了假设 2

(2) 与 Tobin's Q1、Tobin's Q2 正相关且结果显著的变量为管理层持股比例 (显著性水平分别为  $P < 0.01$ ;  $P < 0.05$ ), 说明管理层持股比例越高则并购后的业绩越好, 与假设 4 一致。

(3) 与 A 股不同的是, 大股东类型和 ROE1、Tobin's Q1 都表现出了较明显的正相关关系, 显著水平为  $P < 0.01$ 。这是因为香港的资本市场是一个国际资本市场, 良好的市场表现对于提高中国政府在世界上的形象是非常重要的。一方面, 国有控股的上市公司素质好, 另一方面, 香港政府有更高的监管力度。

## 2 回归分析

为分析上市公司收购绩效与公司治理机制之间的关系, 本文分别通过选择不同因变量构成的两个线性回归模型验证假设 2 到假设 4 模型 1 中自变量只包括公司治理变量, 而模型 2 中自变量包括公司治理变量和控制变量。为避免多重共线性问题, 本文使用容许度 (TOL) 和方差膨胀因子 (VIF) 两个检验指标对选定的变量进行多重共线性检验。结果表明, 这两个模型均不存在严重的共线性问题。

### (1) 以 CAR 为绩效变量

以 CAR 为因变量的回归分析结果见表 4 A 股上市公司治理机制中, 大股东持股比例在各个样本中表现出较强的一致性, 系数为负。增加控制变量的分析表明 T 值检验显著 ( $P < 10\%$ ), 即超额收益与大股东持股比例负相关, 支持了假设 2 全部 A 股上市公司为样本的两个回归模型中, F 值分别为 1.243 和 1.411, 都没有达到 10% 的显著性水平 (Sig 值为 0.27 和 0.105), 调整后的  $R^2$  为 0.01 和 0.043。

表 4 A 股 (H/R 股) 回归方程系数表

	Constant	LSO	LSO - type	Mgmt	Percentage	Ln (size)	Leverage	Pay - type	(Acq - inventv)	F value	Sig.	Adj R2	
CAR	B	-0.099 (0.262)	0.056 (0.314)	-0.002 (0.325)						1.243 (2.249)	0.27 (0.036)	0.01 (0.13)	
	T	1.052 (2.034**)	0.8 (1.74*)	-0.035 (1.786*)									
	B	-0.142 (0.265)	0.045 (0.094)	0.043 (0.047)	0.05 (0)	0.066 (0.001)	-0.114 (0)	-0.069 (-0.021)	-0.026		1.411 (4.127)	0.105 (0.001)	0.043 (0.189)
	T	0.175 (-1.591)	-1.936* (2.562**)	0.623 (1.428)	0.586 (3.152**)	0.723 (0.571)	0.864 (0.135)	-1.567 (0.631)	-0.988 (-0.781)	-1.004			
ROE1	B	-0.219 (0.248)	0.025 (1.49)	-0.009 (1.274)						2.914 (14.746)	0.003 (0.00)	0.073 (0.671)	
	T	0.774 (-7.948)	-3.166*** (2.8**)	0.36 (9.952***)	-0.13 (8.418***)								
	B	-0.216 (0.287)	-0.018 (1.459)	-0.026 (1.22)	0.08 (-0.057)	-0.036 (-0.09)	-0.089 (0.055)	-0.006 (0.036)	-0.171 (0.011)		2.072 (8.463)	0.004 (0.00)	0.105 (0.642)
	T	0.986 (-4.921)	-3.042*** (2.889***)	-0.264 (8.704**)	-0.365 (6.811***)	1.187 (-0.606)	-487 (-0.755)	-1.272 (0.526)	-0.095 (0.326)	-2.396**			
ROE2	B	-0.146 (0.189)	0.02 (0.905)	-0.091 (0.614)						1.544 (4.882)	0.136 (0.00)	0.028 (0.323)	
	T	-0.326 (-4.078)	-1.852* (1.63)	0.252 (5.595***)	-1.173 (3.753***)								
	B	-0.138 (0.221)	-0.005 (0.874)	-0.151 (0.542)	0.055 (0.003)	-0.024 (-0.149)	0.118 (-0.025)	-0.038 (0.051)	-0.107 (0.065)		1.037 (2.946)	0.423 (0.003)	0.005 (0.28)
	T	-0.004 (-2.456)	-1.633 (2.456)	-0.065 (1.709*)	-1.756* (4.807**)	0.663 (2.809***)	-0.27 (0.023) 8	1.393 (-0.182)	-0.468 (0.383)	-1.256 (0.529)			
Tobin's Q1	B	-0.42 (0.022)	-0.098 (0.472)	0.07 (0.715)						8.945 (0.953)	0.000 (0.487)	0.246 (0.009)	
	T	-1.025 (-1.4)	-6.739*** (0.13)	-1.593 (1.705*)	1.163 (2.49**)								
	B	-0.379 (0.224)	-0.102 (0.699)	0.042 (0.962)	0.009 (-0.719)	0.092 (0.187)	0.071 (0.121)	0.029 (0.108)	-0.043 (-0.238)		4.168 (3.037)	0.000 (0.006)	0.258 (0.381)
	T	-1.785 (-1.955)	-5.842*** (1.562)	-1.61 (2.872***)	0.655 (3.642***)	0.14 (-4.829***)	1.369 (1.005)	1.107 (0.762)	0.462 (0.634)	-0.662 (-1.53)			
Tobin's Q2	B	-0.338 (0.106)	-0.097 (0.263)	-0.053 (0.623)						0.000 (0.117)	0.18 (0.079)		
	T	-1.552 (-1.169)	-4.657*** (0.796)	-1.338 (1.401)	-0.747 (3.3***)								
	B	-0.335 (0.225)	-0.123* (0.358)	-0.123* (0.358)	-0.09 (0.747)	0.086 (-0.46)	-0.013 (-0.037)	0.01 (0.027)	-0.109 (0.072)		2.298 (-0.15)	0.001 (0.007)	0.153 (0.24)
	T	-0.28 (-0.821)	-4.301*** (1.768*)	-1.59 (1.952*)	-1.137 (3.894***)	1.131 (-3.768***)	-0.161 (0.246)	0.129 (0.21)	-1.458 (0.546)	-0.495 (-1.19)			

说明: (1) 其中内地 A 股市场相对滞后, 时间窗口取 (-3, 10), 香港 H/R 股时间窗口选取 (-3, 3);

(2) \* 显著性水平 10% \*\* 显著性水平 5% \*\*\* 显著性水平 1%

对于香港 H/R 股, 大股东持股和大股东类型的系数为正, 且显著性水平都达到了 5%, 说明在香港上市的内地公司股权集中度越高, 大股东类型国有法人股特征越显著, 实施收购的市场反应越好。这与内地 A 股的结果正好相反, 从而验证了在具有较好法律环境的市场, 大股东的替代治理机制可以得到更大发挥, 支持了假设 2。管理层持股比例系数为正, 显著性水平分别达 10% 和 1%, 表明有管理层持股的上市公司在实施收购时, 公司将会得到正面的市场反应, 管理层持股存在激励作用, 支持了假设 4。两个模型回归方程的 F 值均达到 5% 的水平, 调整后的  $R^2$  分别为 0.13 和 0.189。

#### (2) 以 ROE 为绩效变量

对 A 股企业, 在以 ROE<sub>1</sub> 和 ROE<sub>2</sub> 为绩效变量的情况下, 都出现第一大股东持股比例系数为负的情况; 在以 ROE<sub>1</sub> 为因变量的两个模型中, 显著性水平达到了 1% 的水平; 在以 ROE<sub>2</sub> 为因变量的模型 1 中, 显著性水平达到了 10% 的水平, 这一结果支持了假设 2。由表 4-3 A 股上市公司在以 ROE<sub>1</sub> 为因变量的回归模型中 F 值达到 1% 的显著性水平 (S<sub>F</sub> 值分别为 0.003 和 0.004), 调整后的  $R^2$  分别为 0.073、0.105。在以 ROE<sub>2</sub> 为绩效变量的回归模型中, F 值没有达到 10% 的显著性水平, 调整后的  $R^2$  也分别下降为 0.028 和 0.005。原因可能在于长期绩效受其他因素的影响较大, 解释力有所下降。

对香港 H/R 股企业, 在以 ROE<sub>1</sub> 为因变量的两个模型中大股东持股比例和大股东类型的系数为正, T 值检验均达到了 1% 的显著水平, 支持了假设 2。在 ROE<sub>1</sub> 和 ROE<sub>2</sub> 为因变量的模型中, 管理层持股系数为正, T 值检验也均达到了 1% 的显著水平, 支持了假设 4。而且 F 值显著性水平均低于 1%, 调整后的  $R^2$  分别为 0.671、0.642、0.323 和 0.28。拟合结果比较理想。

#### (3) 以 Tobin's Q 为绩效变量

对于 A 股企业, 在以 Tobin's Q<sub>1</sub> 和 Tobin's Q<sub>2</sub> 为因变量的模型中, 第一大股东持股比例的回归系数均为负, T 值检验的显著性水平都达到了 1%, 支持了假设 2。由于大股东持股比例与制衡度的 Pearson 相关系数为 -0.753, 两者相对而言相关性强, 所以替换大股东持股比例系数为制衡度系数, 相关分析显示, 制衡度系数的符号为正, 且显著性均达到了 1% 的显著性水平 (见表 4-3), 支持了假设 3。回归方程的 F 值达到了 1% 的显著性水平, 调整后的  $R^2$  分别达到了 0.246、0.258 和 0.18、0.153。

对于香港 H/R 股企业, 在以 Tobin's Q<sub>2</sub> 为因变量的模型 2 中, 大股东持股和大股东类型的系数为正, 显著性水平达 10%, 说明在香港上市的内地公司股权集中度越高, 大股东类型的国有法人股特征越显著, 实施收购的市场反应越好, 这一结果与 CAR 回归的结果一致, 说明了市场绩效的结果具有稳定性。该结果与内地 A 股的结果正好相反, 支持了假设 2。在两个模型中, 管理层持股比例系数为正, 且达到了 5% 的显著水平 (部分达到了 1% 显著水平), 与 CAR 回归分析的结果一致, 支持了假设 4。两个模型 F 值显著性水平均低于 1%, 调整后的  $R^2$  分别为 0.381 和 0.24。拟合结果比较理想。

#### (4) 回归分析小结

从回归方程的结果分析, 以不同绩效变量为因变量的回归分析结果基本一致, CAR 反映了收购行为对短期绩效的影响, 而 ROE 和 Tobin's Q 的变化则反映了相对长期绩效的变化。对于内地 A 股公司而言, 公司治理变量对收购绩效影响度不同。整体上看, 第一大股东持股比例在各个回归方程中的结果最为显著, 表明第一大股东持股比例越高, 并购后的业绩越差, 支持了假设 2。制衡度系数在 Tobin's Q 相关分析中的系数为正, 表明制衡度越高, 并购后的业绩越好, 支持了假设 3。对于 H/R 股公司而言, 第一大股东对收购绩效的影响与 A 股公司不一样, 提高大股东持股比例可以提高上市公司的收购绩效, 支持了 La Porte 的说法。因此, 在股权集中度较高的国家, 要想保证投资者的利益, 就要提供更加完备的法律, 这与 Daves (1990) 追求政治资本最大化的观点相一致。回归结果同时还表明, 管理层持股能够改善企业的收购绩效, 支持了研究假设 4。

### 五、主要结论与相关建议

#### (一) 主要结论

1. 收购活动并不一定能提高公司绩效, 部分支持了代理问题对企业收购活动影响的观点。对于内地 A 股公司, 代理问题主要体现在大股东与小股东之间, 在外部投资者法律保护环境不完善的情况下, 由代理问题驱动的企业并购不会提高公司绩效, 相反会降低企业价值。在较好的法律保护环境下, 收购活动不会明显带来绩效的降低。

2. 股权结构对处于不同市场 (内地 A 股和香港的 H/R 股) 的中国上市公司的收购绩效有不同的影响。内地 A 股上市公司的股权集中度对企业收购绩效产生负面作用, 香港 H/R 股企业的股权集中度对企业收购绩效产生正面作用。该结果与

La Porta et al (1999) 关于股东的替代监督作用的论述一致。

3 对 A股上市企业而言, 股权制衡度与企业收购的长期绩效呈正相关性。表 4-2 显示, 制衡度越高, 长期绩效越好。

4 对 A股上市公司而言, 管理层持股和企业收购后的长期绩效没有明显关系; 但对于 H/R股公司, 管理层持股与收购后的长期绩效表现出显著的正相关关系, 即管理层持股比例越高, 上市企业收购的长期绩效越好。

## (二) 相关建议

1 尽管良好的外部法律环境可以为投资者提供更多的保护, 但总体而言, 收购活动并不能明显改善公司的绩效。因此, 上市公司应谨慎进行收购活动。

2 内地 A股上市公司存在的问题不完全在于内部治理, 很大程度上是由于监管环境不完善造成的, 因此, 今后应从以下几个方面入手, 完善内地资本市场监管:

① 不断完善投资者法律保护环境是解决代理问题, 特别是大股东与小股东之间矛盾的根本途径, 只有加大对弱势群体(小股东)的保护力度, 比如完善上市标准、披露制度、关联方交易规定、退市规则等, 才能壮大内地资本市场。

② 在目前内地法律环境还不健全的情况下, 可以考虑“以外带内”和“以外促内”, 即鼓励海外上市国有企业逐步回归内地资本市场, 建立内地资本市场优质大蓝筹阵营, 以达到逐步换血、改善内地上市企业基本面的目的。

③ 完善对上市公司管理层的奖惩、监督制度, 建立市场机制下的管理人员声誉体系。

3 改善大股东持股状况的同时, 建立真正意义上的公司内部治理机制:

① 降低大股东的持股比例, 改善股权流通状况, 加速股权全流通。

② 继续完善股权制衡度机制, 真正有效的股权制衡机制会限制大股东通过收购活动对小股东剥削。

③ 建立管理层激励机制, 鼓励管理层持股。在外部监督机制健全的情况下, 有效的激励机制和管理层持股经营将有助于提高上市公司的收购绩效。

## 主要参考文献

- Agrawal Anup Jaffe Jeffrey F Mandelker Gershon N (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *The Journal of Finance*, Cambridge, Sep 1992, Vol 47, Iss 4, P. 1605
- Bhagat et al (2001). The effect of Takeovers on shareholder value. Yale University Working Paper
- Faccio Marzà and Larry Lang (2002). The ultimate ownership of Western European companies. *Journal of Financial Economics* 65: 365~395
- Kroll Mark Wright Peter Toombs Leslie Leavey Hadley Form of control: A critical determinant of acquisition performance and CEO rewards. *Strategic Management Journal*, Chichester, Feb 1997, Vol 18, Iss 2
- J Frank & R Harri (1989). Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-1985. *Journal of Financial Economics* 23: P. 225~249
- La Porta R Lopez-de-Silanes F and Shleifer A (1999). Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance* 54: 471~518
- La Porta Rafael Florencio Lopez-de-Silanes Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106: 1113~1155
- Lloyd William P Hand John H Mclanji Naval K (1987). The Effect of the Degree of Ownership Control on Firm Diversification, Market Value and Merger Activity. *Journal of Business Research*, New York, Aug 1987, Vol 15
- Morck Randall Shleifer Andrei Vishny Robert W (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, Jan/Mar 1988, Vol 20, Iss 1, 2, P. 293
- Paganó Marco R ell Aísa (1998). The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and The Decision to Go Public. *Quarterly Journal of Economics*, Feb 98, Vol 113, Issue 1, P. 187

## Human Capital in Partnership: A Discussion about Ownership of the Firm and Distribution

Liu Xiuli & Jiang Chuanzhi

Partnership is an important organization form with a systemic way to give human capital owners ownership which is usually used by those companies in which human capital takes a dominant place. This paper tries to indirectly provide some recommendations for the development of Human Capital Accounting through analysis of this systemic way of partnership. It firstly describes the non-homogeneous arrangement of ownership in Partnership and the reasons behind it. Then it discusses how the human capital owner who gained the ownership negotiates with the financial capital owners to decide how much ownership of the firm they can have. Furthermore, two special distribution ways are discussed as a certification and supplement for the above discussion. At the end of the paper, it explains our ideas on Human Capital Accounting based on former discussion and the similarity in contract and negotiation, trying to promote the prosperous development of this theory.

## Performance of Acquiring Firms and Corporate Governance

### An Empirical Study between Stock A and H/R Enterprises

Wang Xiaochu & Yu Weifeng

Event-Study Analysis Pearson relevant analytical method and regression analytical method are employed in this paper to analyze acquisition performance of Chinese mainland enterprises which are publicly listed in Hong Kong and mainland capital markets. The result shows that the current acquisition activity is negative to the enterprise performance and it has more negative effect on acquisition activity of stock A rather than stock H/R. This is mainly due to the difference of investors' legal protection environment and internal & external governance mechanism between stock A and H/R enterprises. So it concludes that we must adopt a cautious attitude towards the acquisition activity of enterprises and put forth relevant policies and suggestions.

## Research on the Recognition of Internal Control in Chinese Society

Yang Xingsheng et al.

Strict and rigorous internal control system is a prerequisite firm-level corporate governance to achieve its objective. Only under the full safeguard of internal control system can the efficient control of operating rights and its dynamic consonances with the shareholders' interests be realized. The social attention on corporate governance and the company's concern about its own governance is directly embodied in its attention on the company's internal control system. This paper makes a research on the degree of concern about internal control in Chinese society from four perspectives: laws and regulations, the company itself, accounting firms and investors, so as to make a general judgment on the recognition degree of Chinese corporate governance. Based on the research on the internal control concept, it can be found that the corporate governance in China is still lack of deserved recognition, which makes the corporate governance in our practice merely a shell and lacking in substance and effect and thus only a buzzword theory.

## Multiple cases study on integrated management control systems: theoretical analysis and innovation in Chinese companies

Gao Chen & Tang Guliang

The adoption and usage of modern management accounting control techniques is a hot topic in Chinese companies. An integrated management control system combining a variety of techniques is needed because no single technique can address all of the issues of management control. The management control system is not only technical issues, but also a piece of art which represents the underlying cultural factors. Thus, Chinese firms need to localize them management control tools to tailor them to the firms' specific needs. The paper reports the results of an exploratory study of the control practices employed by the case companies based on the in-depth interviews with managers of three big Chinese State-owned Enterprises (SOEs) from different industries. Compared to companies in the developed economies, the study found significant differences related to the use of management accounting control techniques in case companies. The paper described and analyses the distinct aspects of the companies' management control system, thus tries to provide some best practices for the practitioners in Chinese companies.

## The reasonable boundaries of professional skepticism in auditing

Liu Minghui & Bi Huashu

This paper discusses the boundaries of professional skepticism in auditing in terms of the inherent limitations in professional judgment, the characteristics of auditing. We argue that higher degree of professional skepticism seems to be favorable for overcoming the inherent limitations in professional judgment. But the appropriate professional skepticism should be more suitable according to the characteristics of auditing. Auditors' professional skepticism is rather a reasonable skepticism than skepticism on everything. Reasonable skepticism means the skepticism is based on reasons and common sense and the skepticism can suspend a reasonable person's conclusion. The criteria of reasonable skepticism are that the skepticism is probable to overturn management representations, evidence or conclusions, and that the skepticism should be supported by evidences, especially when it concerns about frauds and irregularities.