

并购能降低目标公司的掏空行为吗?^①

陈玉罡¹, 陈文婷², 李善民¹

(1. 中山大学管理学院, 广州 510275; 2. 广州大学经济与统计学院, 广州 510006)

摘要: 通过对1999-2009的11 718个被收购公司样本进行分组比较后发现掏空程度高的样本组公司业绩更差。全体样本被收购前的掏空程度显著高于被收购后的掏空程度,说明这些上市公司被收购后的掏空行为得到了收敛。掏空程度最低的样本组被收购时给股东带来的财富效应是负的,而掏空程度最高的样本组被收购后给股东带来的财富效应是正的。通过回归分析,发现控制权与现金流权的分离度越大,掏空对业绩的负面影响更大;大股东受到的制衡度越小,掏空对业绩的负面影响越小;被收购前如果董事长与总经理两职合一,那么被收购后因改善掏空而获得的财富效应将弱化;目标公司在被收购前的控制权与现金流权的分离度越大,目标公司被收购时获得的财富效应越小。

关键词: 并购; 掏空; 目标公司; 财富效应

中图分类号: F276; F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2013)12-0057-11

0 引言

掏空指的是控股股东为了自身利益从公司转移资源的行为^[1]。在中国,研究掏空问题具有很好的基础,因为大部分的上市公司都有控股股东,且由于股权分置的原因持有非流通股的控股股东无法获得股票升值带来的全部收益,具有较强的掏空动机^[2]。

本文试图通过研究并购与掏空行为之间的关系,对控制权市场能否起到约束掏空行为的治理作用进行剖析。要研究的问题如下:第1,掏空行为较严重的公司其公司价值是否更低?第2,掏空行为较严重的公司被收购后给股东带来的财富效应是否有所提升?第3,公司治理对这种财富效应产生了什么样的影响?通过对1999-2009中国上市公司的11 718个样本的实证研究发现:掏空行为较严重的公司其公司价值更低,被收购

后给股东带来的财富效应显著提升;被收购前如果董事长与总经理两职合一,那么被收购后因改善掏空而获得的财富效应将弱化;目标公司在被收购前的控制权与现金流权的分离度越大,目标公司被收购时获得的财富效应越小。

目前的文献大多是从投资者法律保护这个角度研究掏空行为,或者从控制权市场这个角度研究股东与管理层的代理问题,鲜有文献研究控制权市场与掏空行为之间的关系。本文的贡献在于通过对并购的研究将控制权市场这种治理机制与掏空行为联系在一起,并通过研究掏空程度不同的目标公司被收购后其财富效应是否有差异来分析控制权市场对掏空行为的治理作用。李增泉等^[3]认为在公司没有保融资资格要求时并购是种掏空行为。他们是从主并公司的角度进行研究,认为主并公司进行收购是为了掏空;而本文是从目标公司的角度进行研究,发现目标公司被收购

① 收稿日期: 2011-11-21; 修订日期: 2012-05-15。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71002055; 70972074); 教育部人文社会科学研究基金资助项目(09YJA630155; 09YJC630089); 中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(11wkpy05); 广东高校人文社科重大攻关项目(11ZGXM63002); 中山大学优秀研究生导师逸仙创新人才培养计划资助项目(14000-3126202); 中山大学985工程3期建设资助项目。

通讯作者: 陈文婷(1984—),女,广东惠州人,博士,讲师。Email: chloe_chan@139.com

后的掏空行为显著下降。

1 文献综述

对于掏空行为至少有两类治理机制,一类机制是 La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny^[4](以下简称为 LLSV)提出的投资者法律保护。通过加强投资者法律保护,能够在一定程度上抑制控股股东的掏空行为。另一类机制则是 Manne^[5]提出的控制权市场。但 Manne 提到的这种机制当初并非针对大股东与中小股东的利益冲突,而是针对股东与管理层之间的利益冲突。

通过研究并购活跃程度与管理层变更之间的关系,一些学者发现并购不活跃的时期,公司绩效与管理层被解雇之间的关系较弱^[6],而在并购活跃时期,并购前的绩效越差,管理层越容易被替换^[7]。这在一定程度上说明控制权市场确实能约束那些绩效低下的管理层。按照 Klapper 和 Love^[8]的研究结论,当一个国家的投资者法律保护较差时,公司很难有较好的治理结构。但如果收购的威胁能够约束管理层,那么通过加强收购的威胁应可以对投资者法律保护较差的国家产生较大的治理效应^[9,10]。Lel 和 Miller^[11]发现关于并购的法律通过之后,公司治理得到了改善。

不过,上述研究都是针对股东与管理层之间的代理问题而展开的,鲜有文献关注控制权市场对控股股东与中小股东之间代理问题的治理作用。原因可能有两个。一是当时并没有意识到控股股东与中小股东的利益冲突比股东与管理层之间的利益冲突更为严重,而控制权市场在治理掏空行为上也能起到一定的作用。当作为内部人的控股股东或管理层掏空上市公司时,公司价值下滑,收购方只需要收购目标公司并改变这种掏空行为即可使价值恢复到掏空前的水平。二是部分学者认为当存在控股股东的情况下,控制权市场无法像在没有控股股东时那样发挥约束作用^[12]。但大多数国家特别是新兴市场国家有控股股东的上市公司占主流^[13],甚至在美国,控股股东的存在也比一般想象中的情况更常见^[14]。这使得研究控制权市场对控股股东的行为能否起到约束作用变得更为重要。

国内学者也对掏空问题进行了深入的研究。李增泉等^[3]认为并购既可以起到支持作用也可以成为掏空手段,在公司有保融资资格的需求时并购起到支持作用,而在没有保融资资格的需求时并购成为掏空手段。贾明等^[15]指出在处于转轨经济的中国,控制性股东主导的公司治理中,相对于控制性股东监督效应而言,控制性股东侵占效应是占优均衡。吴育辉和吴世农^[16]指出投资者保护水平越高,掏空行为越少。这些文献从不同角度分析了掏空问题,但鲜有文献认为并购还可以通过抑制掏空为股东创造价值。本文的研究成果有助于丰富对并购与掏空行为之间的认识。

2 研究假设与研究设计

2.1 研究假设

掏空行为包含直接窃取(outright theft)或欺诈(fraud)等不合法的手段,也包含转移定价(通过关联交易进行)、超额经理补偿、贷款担保等合法手段^[1]。Cheungd 等^[17]以关联交易作为衡量掏空的指标研究了 1998 - 2000 年香港的上市公司后发现,在宣告关联交易时,不论从短期窗口还是长期窗口来看,公司的股东都经历了显著的负超额收益。Jiang 等^[2]以其他应收款占总资产的比重作为衡量掏空的指标,发现这一指标是在控制了当年 ROA 的情况下预测下一年 ROA 最好的一个指标。他们还发现掏空行为越严重的公司,未来成为 ST 公司(special treatment)的可能性越大。根据上述研究,得到第 1 个假设。

假设 1 掏空行为较严重的公司,公司业绩较差。

目标公司被收购时对股东的影响通常用 CAR(累积超额收益)来衡量,这种累积超额收益可看作股东的财富效应。Jensen 和 Meckling^[18]发现目标公司在收购期间可获得 20% - 30% 的累积超额收益。目标公司的 CAR 为什么会是正的? 对此的理论解释包括协同效应^[19]、自由现金流假说^[20]和自大假说^[21]等。本文从掏空的角度来解释目标公司的 CAR。当目标公司的内部人通过掏空方式使得公司价值降低时,这为外部收购者提供了以较低价格进行收购的机会。收购方通过收

购目标公司的资产或股权,就可以纠正目标公司的掏空行为,从而为目标公司创造价值。这里,需要注意的是,收购方在选择目标公司时是会有选择性的,会权衡收购成本与纠正掏空获得的收益后再做出收购的决定。如果一个公司的掏空行为越严重,则该公司的价值毁损越严重,收购方的成本就越低;同时,由于掏空行为越严重,收购后纠正掏空行为所产生的收益也越大。因此,可以得到第2个假设。

假设2 掏空行为较严重的公司,被收购时的财富效应越高。

2.2 研究设计

在进行分组比较和相关性分析后,分别用以下回归模型来检验上述假设。

模型1-模型8用来检验掏空对公司业绩的影响。基础模型1如下

$$ROA_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 Tunnel_{t-1} + \beta_2 Hld_{t-1} + \beta_3 Size_{t-1} + \beta_4 Lev_{t-1} + \beta_5 Year_{t-1} + \beta_6 Ind_{t-1} + \beta_7 Dis_{t-1} + \varepsilon_1 \quad (1)$$

其中 ROA_{t-1} 代表被收购前一年的资产收益率; $Tunnel_{t-1}$ 代表被收购前一年的掏空程度,用其他应收款/总资产来衡量; Hld_{t-1} 代表第一大股东持股比例,作为衡量公司治理的变量(模型2中使用控制权与现金流权的分离度 Sep_{t-1} ,模型3中使用股权制衡度 $Zscore_{t-1}$,模型4中使用董事长与总经理是否两职合一 $Duality_{t-1}$ 作为治理的变量); $Size_{t-1}$ 代表被收购前一年的公司规模,用资产的对数来衡量; Lev_{t-1} 代表被收购前一年的资产负债率; $Year_{t-1}$ 、 Ind_{t-1} 、 Dis_{t-1} 分别代表年份、行业、地区的控制变量。

在对上述模型进行回归后,还分别加入了各个公司治理变量与掏空的交互项。模型5如下

$$ROA_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 Tunnel_{t-1} + \beta_2 Hld_{t-1} + \beta_3 Hld_{t-1} \times Tunnel_{t-1} + \beta_4 Size_{t-1} + \beta_5 Lev_{t-1} + \beta_6 Year_{t-1} + \beta_7 Ind_{t-1} + \beta_8 Dis_{t-1} + \varepsilon_2 \quad (2)$$

模型6-模型8中分别用控制权与现金流权的分离度 Sep_{t-1} ,股权制衡度 $Zscore_{t-1}$,董事长与总经理是否两职合一 $Duality_{t-1}$ 替代第一大股东持股比例 Hld_{t-1} 进行研究。

模型9-模型18用于检验被收购前一年的掏空程度与被收购时的财富效应的影响,模型9

如下

$$CAR_t = \lambda_0 + \lambda_1 Tunnel_{t-1} + \lambda_2 Hld_t + \lambda_3 Size_t + \lambda_4 Lev_t + \lambda_5 Year_t + \lambda_6 Ind_t + \lambda_7 Dis_t + \varepsilon_3 \quad (3)$$

其中 CAR_t 代表被收购窗口期 $[-42, 126]$ 的累积超额收益^[22]; $Tunnel_{t-1}$ 代表被收购前一年的掏空程度; Hld_t 为第一大股东持股比例,代表被收购当年上市公司的治理变量(模型10中用控制权与现金流权的分离度 Sep_t ,模型11中用股权制衡度 $Zscore_t$,模型12中用董事长与总经理是否两职合一 $Duality_t$ 作为治理变量); $Size_t$ 代表被收购当年的公司规模,用资产的对数来衡量; Lev_t 代表被收购当年的资产负债率; $Year_t$ 、 Ind_t 、 Dis_t 分别代表年份、行业、地区的控制变量。

在上述模型的基础上,进一步引入公司治理变量及其与掏空的交互项。模型13为

$$CAR_t = \lambda_0 + \lambda_1 Tunnel_{t-1} + \lambda_2 Hld_t + \lambda_3 Hld_t \times Tunnel_{t-1} + \lambda_4 Size_t + \lambda_5 Lev_t + \lambda_6 Year_t + \lambda_7 Ind_t + \lambda_8 Dis_t + \varepsilon_4 \quad (4)$$

模型14-模型16中分别用控制权与现金流权的分离度 Sep_t ,股权制衡 $Zscore_t$,董事长与总经理是否两职合一 $Duality_t$ 替代第一大股东持股比例 Hld_t 进行研究。

由于2005年我国开始实施股权分置改革,为了考察股权分置改革前后目标公司获得的财富效应与掏空程度之间的关系是否发生了变化,引入虚拟变量 $Reform$ 。股权分置改革在2007年才接近完成,因此如果并购事件发生在2007年前, $Reform$ 设为0,发生在2007年(含2007年)后 $Reform$ 设为1。由于股权分置改革变量与年度变量高度相关,因此在模型中不再控制年度变量。考虑股权分置改革的模型如下

$$CAR_t = \lambda_0 + \lambda_1 Tunnel_{t-1} + \lambda_2 Reform + \lambda_3 Reform \times Tunnel_{t-1} + \lambda_4 Hld_t + \lambda_5 Hld_t \times Tunnel_{t-1} + \lambda_6 Size_t + \lambda_7 Lev_t + \lambda_8 Ind_t + \lambda_9 Dis_t + \varepsilon_5 \quad (5)$$

模型17-模型24是在模型9-模型16的基础上分别加入 $Reform$ 和交互项 $Reform \times Tunnel_{t-1}$ 形成的新模型。

以上模型中各个变量定义详见表1。

表1 模型中的变量定义
Table 1 Variable definition

变量	变量含义	作用
<i>Tunnel</i>	其它应收款 / 总资产	衡量大股东的掏空行为
<i>ROA</i>	总资产收益率	衡量上市公司的业绩
<i>CAR</i>	累积超额收益	衡量被收购时的财富效应
<i>Hld</i>	第一大股东的持股比例	衡量控股股东的股权
<i>Sep</i>	(控制权 - 现金流权) / 控制权	衡量控制权与现金流权的分离度
<i>Zscore</i>	第一大股东持股与第二大股东持股之比	衡量股权制衡度
<i>Duality</i>	董事长与总经理两职合一时为 1, 两职分离时为 0	衡量董事会治理
<i>Lev</i>	资产负债率	代表上市公司的财务风险, 控制变量
<i>Size</i>	上市公司总资产的对数	代表上市公司规模, 控制变量
<i>Ind</i>	上市公司的行业分类	代表上市公司所在行业, 控制变量
<i>Year</i>	年份	代表事件发生年份, 控制变量
<i>Dis</i>	市场化指数	代表上市公司所在地区, 控制变量
<i>Reform</i>	股权分置改革	如果并购事件发生在 2007 年前 <i>Reform</i> = 0; 如果发生在 2007 年后(含 2007 年) <i>Reform</i> = 1

注: 按照证监会(2001) 行业分类标准设定了 12 个虚拟变量(剔除金融类, 行业按大类作为标准进行划分)。《指引》中上市公司的 13 个大类分别为: A 农、林、牧、渔业; B 采掘业; C 制造业; D 电力、煤气及水的生产和供应业; E 建筑业; F 交通运输、仓储业; G 信息技术业; H 批发和零售贸易; I 金融、保险业(已剔除); J 房地产业; K 社会服务业; L 传播与文化产业; M 综合类。

2.3 数据来源

本文选取了 CSMAR 中 1999 - 2009 年我国发生资产剥离或股权转让两项业务的上市公司作为数据样本。选取 CSMAR 中国上市公司并购重组研究数据库、中国上市公司治理结构数据库以及中国上市公司股东研究数据库进行控制权转移数据的整理, 并抽样与上市公司公布的年度报告进行核对和更正。数据筛选标准包括: 第 1, 剔除金融类的上市公司; 第 2, 剔除交易还未完成或已经终止的公司; 第 3, 为了更好地考察大股东的掏空行为, 样本中剔除交易方式为无偿划拨的公司; 最后, 剔除数据样本中个别数据发生缺失以及出现异常极值的样本公司。共得到 11 718 个观察样本。

另外, 样本公司的财务数据以及公司治理数

据皆来源于 CSMAR 数据库, 数据处理软件为 Stata10.0。

3 实证结果

3.1 描述性统计

从图 1 可以看到, 随着时间的推移, 上市公司中发生被收购事件的频次越来越多。从 1999 年发生 340 起, 发展到 2009 年就发生 2 642 起。

本文对 11 718 个收购样本的主要变量都经过 Winsorize 处理, 描述性统计结果见表 2。从表 2 中可以看出, 上市公司被收购的前一年其他应收款占总资产的比重 $Tunnel_{t-1}$ 均值为 7.77%, 最大值达到 69.83%。

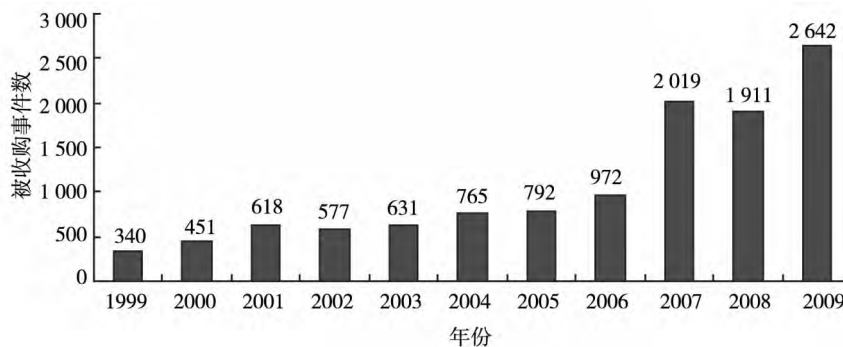


图 1 被收购样本的年度分布 (1999 - 2009)

Fig. 1 Distribution of acquisition sample in 1999 - 2009

从公司治理的指标来看,被收购前一年的大股东持股比例均值为 34.57%,最大值达到 74.05%; Sep_{t-1} 均值为 0.2159,表明样本中控制权与现金流权的分离度较高; $Zscore_{t-1}$ 均值为 18.01,最高达到 308.92,说明样本中对大股东的制衡度较小; $Duality_{t-1}$ 的均值为 0.12,表明样本中大部分公司的董事长与总经理是两职分离的。

从财务指标来看,被收购前一年的总资产收益率 ROA_{t-1} 均值为 0.47%,最小值为 -73.31%,最大值为 18.18%,说明被收购的样本中上市公司的整体业绩较差。不论是收购前一年还是被收购当年,样本中上市公司的资产负债率均值都在 50% 以上。

在被收购期间的 CAR 最高可达 168.41%,最低为 -163.23%,均值为 2.02%。

表2 变量的描述性统计
Table 2 Descriptive statistics

变量	最小值	最大值	均值	标准差
$Tunnel_{t-1}$	0.0004	0.6983	0.0777	0.1199
ROA_{t-1}	-0.7331	0.1818	0.0047	0.1187
Hld_{t-1}	0.0881	0.7405	0.3457	0.1539
Sep_{t-1}	0	1	0.2159	0.2692
$Zscore_{t-1}$	1.0119	308.9140	18.0115	44.9604
$Duality_{t-1}$	0	1	0.12	0.323
Lev_{t-1}	0.0849	2.1898	0.5562	0.3041
$Size_{t-1}$	18.6877	24.1472	21.1075	1.0452
Lev_t	0.0822	3.4012	0.5805	0.4014
$Size_t$	18.1839	24.3529	21.1769	1.1360
CAR_t	-1.6323	1.6841	0.0202	0.5708

3.2 分组比较

首先,将样本组按被收购前一年的掏空程度分成4组。从表3的A组中可以看到随着掏空程度的增加,公司的业绩越来越差。掏空程度最高的组(A4组) ROA 和 ROE 都为负值,其中 ROE 的平均值达到 -14.55%。有趣的是,这些公司被收购时给股东带来的财富效应刚好相反,掏空程度最低的公司(A1组)被收购时给股东带来的财富效应是负的,而掏空程度最高的公司(A4组)被收购后给股东带来的财富效应是正的。

再将样本组按被收购前一年大股东持股比例分成4组,见表3的B组。从表中发现:持股比例低的组(B1组)在被收购前一年的业绩低于持股比例高的组(B4组);持股比例最高的样本组(B4组)的 ROA 和 ROE 都是最高的,且只有持股比例最高的样本组(B4组)的 ROE 均值为正数;持股比例较高的组被收购后获得的财富效应也较高。

还比较了样本在被收购前和被收购后的掏空行为是否发生了变化。从表3的C组来看,整体样本被收购前的掏空显著高于被收购后的掏空,说明这些上市公司被收购后的掏空行为得到了收敛。不论是对于持股比例高的样本组(B4组)还是对于持股比例低的样本组(B1组),被收购后的掏空行为都显著减少了。

3.3 相关分析

从表4中可以看出,被收购前一年的资产收益率 ROA_{t-1} 与被收购前一年的掏空程度 $Tunnel_{t-1}$ 显著负相关,说明上市公司的掏空程度越大,公司业绩越差;被收购当年的 CAR_t 与被收购前一年的资产收益率 ROA_{t-1} 显著负相关,说明上市公司的业绩越差,被收购时股东获得的财富效应越高;被收购当年的 CAR_t 与被收购前一年的掏空程度 $Tunnel_{t-1}$ 显著正相关,说明上市公司的掏空行为越严重,被收购时股东获得的财富效应越大。

表3 分组比较

Table 3 Group comparison

A组: 按被收购前一年掏空程度分组比较								
分组	ROA_{t-1}		ROE_{t-1}		CAR_t			
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数		
A1(低)	0.038 3	0.038 5	0.062 1	0.078 8	-0.023 0	-0.005 7		
A2(较低)	0.026 3	0.030 9	0.021 7	0.067 1	0.022 6	0.043 8		
A3(较高)	0.020 8	0.024 1	0.024 6	0.051 1	0.025 1	0.049 5		
A4(高)	-0.020 8	0.013 2	-0.145 5	0.029 4	0.024 7	0.042 6		
A4与A1的T检验	-0.059 1***		-0.207 7***		0.047 7***			
B组: 按被收购前一年大股东持股比例分组比较								
分组	ROA_{t-1}		ROE_{t-1}		$Tunnel_{t-1}$		CAR_t	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
B1(低)	0.007 6	0.021 5	-0.035 1	0.047 5	0.075 6	0.036 0	0.009 3	0.024 4
B2(较低)	0.009 2	0.022 5	-0.025 7	0.046 9	0.083 2	0.040 6	0.007 5	0.026 9
B3(较高)	0.019 5	0.029 2	-0.001 7	0.062 6	0.060 1	0.025 1	0.021 9	0.047 8
B4(高)	0.028 2	0.032 1	0.025 1	0.066 3	0.059 3	0.024 5	0.010 8	0.024 4
B4与B1的T检验	0.020 1***		0.060 2***		-0.016 2***		0.001 6	
C组: 样本被收购前和被收购后的掏空行为比较								
分组	样本被收购前的掏空	样本被收购后的掏空	均值差异		T检验值			
整体	0.069 6	0.063 3	0.006 3***		8.691 5			
B4组	0.059 3	0.054 9	0.004 5***		3.291 3			
B1组	0.075 6	0.064 6	0.011 0***		7.475 3			

注: *、**、*** 分别代表在10%、5%、1% 的程度上显著。

表4 变量的相关性分析

Table 4 Correlation analysis

变量	ROA_{t-1}	$Tunnel_{t-1}$	Hld_{t-1}	Sep_{t-1}	$Zscore_{t-1}$	$Duality_{t-1}$	Lev_{t-1}	$Size_{t-1}$	CAR_t
ROA_{t-1}	1.000 0								
$Tunnel_{t-1}$	-0.411 5***	1.000 0							
Hld_{t-1}	0.119 0***	-0.108 7***	1.000 0						
Sep_{t-1}	-0.083 6***	0.071 1***	-0.179 8***	1.000 0					
$Zscore_{t-1}$	0.003 8	-0.023 1**	0.480 2***	-0.090 2***	1.000 0				
$Duality_{t-1}$	-0.021 5**	0.025 5***	-0.043 6***	0.021 3***	-0.025 0***	1.000 0			
Lev_{t-1}	-0.487 1***	0.396 3***	-0.091 2***	0.095 0***	-0.025 2***	-0.005 9	1.000 0		
$Size_{t-1}$	0.234 2***	-0.313 6***	0.229 5***	-0.114 8***	0.078 6***	-0.049 9***	-0.090 4***	1.000 0	
CAR_t	-0.051 0***	0.068 0***	-0.015 7	-0.010 0	-0.003 6	0.007 6	0.077 0***	-0.038 3***	1.000 0

注: *、**、*** 分别代表在10%、5%、1% 的程度上显著。

3.4 回归分析

从表5模型1中可以看到,上市公司被收购前一年掏空指标的回归系数显著为负,即掏空越严重的上市公司业绩越差。这与Jiang等^[2]得到的研究结果是相同的。

除掏空行为造成上市公司的业绩差以外,大

股东持股比例 Hld_{t-1} 的回归系数显著为正,说明被收购前一年大股东持股比例越高,公司业绩越好。当大股东持股比例高时,由于控制权与现金流权的分离度较小,因此其掏空动机下降,公司业绩更好。这点从回归模型2的结果也可看出。回归模型2中 Sep_{t-1} 变量的回归系数显著为负,说明控制

权与现金流权的分离度越大，公司业绩越差。

模型 3 中代表股权制衡度的变量 $Zscore_{t-1}$ 显著为负，表明大股东受到的制衡度越小，公司业绩越差。

模型 4 中董事长与总经理两职是否合一变量 $Duality_{t-1}$ 的回归系数不显著，表明这一因素对业绩的影响不大。

模型 5 至模型 8 加入了交互项。从模型 5 中可以看到 Hld_{t-1} 与 $Tunnel_{t-1}$ 的交互项回归系数不显著，说明大股东持股比例对掏空与业绩之间的关

系影响不大。而模型 6 中 Sep_{t-1} 与 $Tunnel_{t-1}$ 的交互项回归系数显著，说明控制权与现金流权的分离度越大，掏空对业绩的负面影响更大。模型 7 中 $Zscore_{t-1}$ 与 $Tunnel_{t-1}$ 的交互项回归系数显著为正，说明大股东受到的制衡度越小，掏空对业绩的负面影响越小。模型 8 中董事长与总经理是否两职合一与掏空对业绩的负面影响没有显著关系。

控制变量 $Size_{t-1}$ 的回归系数也显著为正，说明公司规模越大，业绩越好。 Lev_{t-1} 的回归系数显著为负，说明公司的资产负债率越高，公司业绩越差。

表 5 ROA 与掏空的回归结果

Table 5 Regression results of ROA and Tunneling

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
$Tunnel_{t-1}$	-0.230*** (0.019 1)	-0.213*** (0.021 7)	-0.231*** (0.019 1)	-0.231*** (0.019 1)	-0.276*** (0.042 5)	-0.167*** (0.027 2)	-0.241*** (0.020 8)	-0.228*** (0.020 4)
Hld_{t-1}	0.0163*** (0.005 5)				0.006 6 (0.007 3)			
$Hld_{t-1} \times Tunnel_{t-1}$					0.148 (0.110)			
Sep_{t-1}		-0.008 07** (0.003 58)				0.004 6 (0.004 4)		
$Sep_{t-1} \times Tunnel_{t-1}$						-0.207*** (0.080 3)		
$Zscore_{t-1}$			-4.52×10^{-5} *** (1.40×10^{-5})				$-0.000 1$ *** (3.10×10^{-5})	
$Zscore_{t-1} \times Tunnel_{t-1}$							0.001 1** (0.000 5)	
$Duality_{t-1}$				-0.003 4 (0.002 9)				-0.000 8 (0.003 7)
$Duality_{t-1} \times Tunnel_{t-1}$								-0.038 0 (0.056 5)
$Size_{t-1}$	0.014 0*** (0.001 3)	0.011 9*** (0.001 2)	0.014 6*** (0.001 3)	0.014 4*** (0.001 3)	0.014 1*** (0.001 3)	0.011 8*** (0.001 2)	0.014 6*** (0.001 3)	0.014 4*** (0.001 3)
Lev_{t-1}	-0.165*** (0.009 1)	-0.136*** (0.008 9)	-0.166*** (0.009 1)	-0.166*** (0.009 1)	-0.165*** (0.009 1)	-0.135*** (0.008 8)	-0.166*** (0.009 1)	-0.166*** (0.009 1)
Ind_{t-1}	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Year_{t-1}$	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Dis_{t-1}	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.170*** (0.026 2)	-0.184*** (0.025 5)	-0.173*** (0.026 2)	-0.170*** (0.026 1)	-0.169*** (0.026 2)	-0.155*** (0.026 6)	-0.174*** (0.026 2)	-0.170*** (0.026 2)
N	11 718	10 882	11 718	11 718	11 718	10 882	11 718	11 718
R^2	0.351	0.327	0.351	0.351	0.352	0.329	0.352	0.351

注：1. 括号中是稳健标准误。*、**、*** 分别代表在 10%、5%、1% 的程度上显著。

2. 因变量是 ROA_{t-1} ， $Tunnel_{t-1}$ 代表掏空的程度， Hld_{t-1} 代表控股股东的持股比例， $Zscore_{t-1}$ 代表股权制衡度， $Duality_{t-1}$ 代表总经理与董事长是否两职合一， $Size_{t-1}$ 代表公司规模， Lev_{t-1} 代表公司资产负债率， Ind_{t-1} 代表行业， $Year_{t-1}$ 代表年份， Dis_{t-1} 代表地区。行业、年份、地区作为控制变量，由于篇幅限制，没有报告回归结果。

3. 由于 CSMAR 数据库中控制权与现金流权分离的数据是从 2003 年起才有，所以回归模型 (2) 和 (6) 中的样本只有 10 882 个。

从表 6 中可以看到，没有加入交互项的模型 9 - 模型 12 中上市公司被收购期间的 CAR_t 与被收购前一年的掏空指标 $Tunnel_{t-1}$ 的回归系数显

著为正，说明被收购前一年的掏空越严重，被收购公司的股东在被收购期间获得的财富效应越大。这表明投资者预期新的收购方能通过纠正

这种掏空行为为股东创造价值. 假设 2 得到验证. 从表 3 的 C 组来看, 上市公司被收购后的掏空行为确实得到了收敛, 这进一步证明股东获得的财富效应至少有一部分是来自于掏空行为的减少.

加入交互项后发现, 除模型 13 中加入大股东持股比例与掏空的交互项后, 财富效应与掏空之间的显著正相关关系改变之外, 其他模型中财富效应与掏空之间的这种关系都未发生改变. 从模型 16 来看, 董事长与总经理是否两职合一的变量 $Duality_{t-1}$ 与掏空的交互项 $Tunnel_{t-1}$ 回归系数显著为负, 表明被收购前如果董事长与总经理两职合一, 那么被收购后因改善掏空而获得的财富效应将弱化. 并购前的控制权与现金流权的分离度

和股权制衡度与掏空交互项 $Tunnel_{t-1}$ 的回归系数均不显著, 表明这两个因素并未影响到因改善掏空而给目标公司带来的财富效应. 不过, 从模型 10 和模型 14 来看, 目标公司在并购前的控制权与现金流权的分离度越大, 目标公司被收购时获得的财富效应越小.

将股权分置改革变量加入模型后, 从表 7 中的各个模型来看, 目标公司的财富效应与掏空之间的正相关关系并未发生改变, 交互项 $Reform \times Tunnel_{t-1}$ 的回归系数为负, 但除模型 18 和 22 回归系数显著外, 其他模型中该交互项的回归系数都不显著.

也用 ROE 替换 ROA 进行了检验, 结果是稳健性的. 由于篇幅所限, 不再列示.

表 6 目标公司股东财富效应 CAR 与掏空的回归结果

Table 6 Regression results of CAR and Tunneling

变量	模型 9	模型 10	模型 11	模型 12	模型 13	模型 14	模型 15	模型 16
$Tunnel_{t-1}$	0.152** (0.069 6)	0.229** (0.091 1)	0.152** (0.069 6)	0.151** (0.069 6)	-0.175 (0.157)	0.203* (0.118)	0.112 (0.074 1)	0.183** (0.073 8)
Hld_{t-1}	0.021 3 (0.035 2)				-0.047 5 (0.043 2)			
$Hld_{t-1} \times Tunnel_{t-1}$					1.052** (0.427)			
Sep_{t-1}		-0.044 5* (0.023 5)				-0.051 7* (0.028 3)		
$Sep_{t-1} \times Tunnel_{t-1}$						0.119 (0.332)		
$Zscore_{t-1}$			6.14×10^{-5} (9.66×10^{-5})				-0.000 183 (0.000 175)	
$Zscore_{t-1} \times Tunnel_{t-1}$							0.004 29 (0.002 63)	
$Duality_{t-1}$				0.004 95 (0.016 0)				0.034 1 (0.021 3)
$Duality_{t-1} \times Tunnel_{t-1}$								-0.419* (0.226)
ROA_t								
$Size_{t-1}$	-0.007 90 (0.005 54)	-0.018 0*** (0.005 80)	-0.007 56 (0.005 48)	-0.007 37 (0.005 47)	-0.007 35 (0.005 54)	-0.017 9*** (0.005 81)	-0.007 40 (0.005 48)	-0.006 99 (0.005 49)
Lev_{t-1}	0.011 4 (0.018 3)	0.045 4** (0.022 6)	0.011 2 (0.018 3)	0.011 1 (0.018 3)	0.012 5 (0.018 3)	0.044 5* (0.023 1)	0.011 4 (0.018 3)	0.009 30 (0.018 4)
Ind_{t-1}	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Year_{t-1}$	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Dis_{t-1}	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.327*** (0.125)	0.545*** (0.133)	0.326*** (0.125)	0.323*** (0.125)	0.333*** (0.125)	0.546*** (0.133)	0.324*** (0.125)	0.316** (0.125)
N	11 718	10 882	11 718	11 718	11 718	10 882	11 718	11 718
R^2	0.008	0.012	0.008	0.008	0.009	0.012	0.009	0.009

注: 1. 括号中是稳健标准误. *, **, *** 分别代表在 10%、5%、1% 的程度上显著.

2. 因变量是 CAR_t , $Tunnel_{t-1}$ 代表掏空的程度, Hld_{t-1} 代表控股股东的持股比例, $Zscore_{t-1}$ 代表股权制衡度, $Duality_{t-1}$ 代表总经理与董事长是否两职合一, $Size_{t-1}$ 代表公司规模, Lev_{t-1} 代表公司资产负债率, Ind_{t-1} 代表行业, $Year_{t-1}$ 代表年份, Dis_{t-1} 代表市场化指数. 行业、年份、市场化指数作为控制变量, 由于篇幅限制, 没有报告回归结果.

3. 由于 CSMAR 数据库中控制权与现金流权分离的数据是从 2003 年起才有, 所以回归模型(11) 和(15) 中的样本只有 1 088 个.

表 7 考虑股权分置改革对 CAR 与掏空之间关系的影响

Table 7 Regression results of CAR and Tunneling in the impact of the share segregation reform

变量	模型 17	模型 18	模型 19	模型 20	模型 21	模型 22	模型 23	模型 24
$Tunnel_{t-1}$	0.174** (0.0726)	0.428*** (0.110)	0.174** (0.0725)	0.173** (0.0725)	-0.134 (0.159)	0.399*** (0.130)	0.136* (0.0769)	0.206*** (0.0761)
$Reform$	0.00234 (0.0140)	0.0104 (0.0150)	0.00215 (0.0138)	0.00125 (0.0137)	0.000556 (0.0140)	0.0107 (0.0150)	0.00200 (0.0138)	0.00101 (0.0137)
$Reform \times Tunnel_{t-1}$	-0.0508 (0.128)	-0.335** (0.152)	-0.0503 (0.128)	-0.0496 (0.128)	-0.0195 (0.127)	-0.338** (0.152)	-0.0428 (0.127)	-0.0491 (0.128)
Hld_{t-1}	0.0145 (0.0352)				-0.0484 (0.0432)			
$Hld_{t-1} \times Tunnel_{t-1}$					0.947** (0.425)			
Sep_{t-1}		-0.0456* (0.0234)				-0.0540* (0.0283)		
$Sep_{t-1} \times Tunnel_{t-1}$						0.137 (0.332)		
$Zscore_{t-1}$			6.90×10^{-5} (9.67×10^{-5})				-0.000143 (0.000176)	-0.00654 (0.00549)
$Zscore_{t-1} \times Tunnel_{t-1}$							0.00372 (0.00264)	0.0140 (0.0185)
$Duality_{t-1}$				0.00185 (0.0160)				0.0327 (0.0214)
$Duality_{t-1} \times Tunnel_{t-1}$								-0.441* (0.227)
$Size_{t-1}$	-0.00727 (0.00554)	-0.0185*** (0.00581)	-0.00712 (0.00548)	-0.00694 (0.00547)	-0.00665 (0.00554)	-0.0184*** (0.00582)	-0.00694 (0.00548)	-0.00654 (0.00549)
Lev_{t-1}	0.0162 (0.0184)	0.0484** (0.0227)	0.0161 (0.0184)	0.0160 (0.0184)	0.0173 (0.0184)	0.0474** (0.0231)	0.0164 (0.0184)	0.0140 (0.0185)
Ind_{t-1}	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Dis_{t-1}	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.300** (0.124)	0.534*** (0.133)	0.301** (0.124)	0.298** (0.124)	0.308** (0.124)	0.535*** (0.133)	0.300** (0.124)	0.290** (0.124)
N	11 718	10 882	11 718	11 718	11 718	10 882	11 718	11 718
R^2	0.005	0.011	0.005	0.005	0.005	0.011	0.005	0.005

注：1. 括号中是稳健标准误。*、**、*** 分别代表在 10%、5%、1% 的程度上显著。

2. 因变量是 ROE_{t-1} ， $Tunnel_{t-1}$ 代表掏空的程度， $Reform$ 代表股权分置改革， Hld_{t-1} 代表控股股东的持股比例， $Zscore_{t-1}$ 代表股权制衡度， $Duality_{t-1}$ 代表总经理与董事长是否两职合一， $Size_{t-1}$ 代表公司规模， Lev_{t-1} 代表公司资产负债率， Ind_{t-1} 代表行业， $Year_{t-1}$ 代表年份， Dis_{t-1} 代表地区。行业、年份、地区作为控制变量，由于篇幅限制，没有报告回归结果。

4 结束语

本文通过对 1999 - 2009 年的 11 718 个被收购公司样本进行实证研究后发现，掏空行为越严重的上市公司，其业绩越差；当上市公司被收购后，其掏空行为显著下降；上市公司被收购前的掏空行为越严重，被收购期间给股东带来的财富效应越大。被收购前如果董事长与总经理两职合一，那么被收购后因改善掏空而获得的财富效应将弱化；目标公司在并购前的控制权与现金流权的分离度越大，目标公司被收购时获得的财富效应越小。

本文的研究结论与李增泉等^[3]的结论有所不同，其原因在于分析视角不同，他们是从主并公司的视角进行研究的。不过，他们并没有直接检验掏空指标与并购之间的关系。他们是先将样本划分为支持性并购或掏空性并购或其他并购 3 类，其中对掏空性并购的划分标准是并购重组后 3 年内没有提出配股申请，并且重组前一年的净资产收益率为正。然后再研究这 3 类样本的并购绩效与长期绩效有何不同。本文则是以目标公司为研究对象，通过观察目标公司被收购前后掏空指标的变化来进行研究，发现并购能降低目标公司的掏空行为。本文认为，以目标公司为研究对象能直接地分析并购与掏空之间的关系。主并公司

收购目标公司是否是支持行为可以通过分析主并公司的业绩得到结论,但主并公司在收购目标公司后,是否会将目标公司作为掏空对象,则需要从目标公司的角度着手分析才能得到更为清晰的结论。

本文的研究结论对中国推动控制权市场的发展具有一定的指导意义。正如陆瑶^[23]发现激活控制权市场有利于提升公司价值,本文发现控制权市场提升公司价值的来源有一部分来自于控制权市场上的并购活动能减少掏空行为。陆瑶认为股权分置改革和《上市公司收购管理办法》的修订

(放宽了对收购的约束)有助于激活中国控制权市场。而本文认为这两项改革在中国这种特殊制度背景下还具有更加深远的影响。根据本文的研究结果,可以预期当控制权市场的作用得到进一步增强后,目标公司的掏空行为一方面因为被收购而降低,另一方面也会由于面临被收购的威胁而收敛其掏空行为。因此,政府与其不断地将精力投入到投资者保护法律法规的制订上(在有法不依和上有政策下有对策的情况下发挥不了作用),不如将精力投入到如何推动控制权市场的发展上来。

参 考 文 献:

- [1] Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling [J]. *American Economic Review*, 2000, 90(2): 22 - 27.
- [2] Jiang Guohua, Lee M C, Yue Heng. Tunneling through intercorporate loans: The China experience [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1 - 20.
- [3] 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 [J]. *经济研究*, 2005, (1): 95 - 105.
Li Zengquan, Yu Qian, Wang Xiaokun. Tunneling, propping and M&A: Evidence from Chinese listed companies [J]. *Economic Research Journal*, 2005, (1): 95 - 105. (in Chinese)
- [4] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate valuation [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(3): 1147 - 1170.
- [5] Manne H G. Mergers and the market for corporate control [J]. *Journal of Political Economy*, 1965, 73(2): 110 - 120.
- [6] Mikkelsen W H, Partch M M. The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover [J]. *Journal of Financial Economics*, 1997, 44(2): 205 - 239.
- [7] Kini O, Kracaw W, Mian S. The nature of discipline by corporate takeovers [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(4): 1511 - 1552.
- [8] Klapper L F, Love I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2004, 10(5): 703 - 728.
- [9] Bergman N K, Nicolaievsky D. Investor protection and the coasian view [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(3): 738 - 771.
- [10] Doidge C, Karolyi G A, Stulz R M. Why do countries matter so much for corporate governance [J]. *Journal of Finance Economics*, 2007, 86(1): 1 - 39.
- [11] Lel U, Miller D P. Does Takeover Activity Cause Managerial Discipline? Evidence from International M&A laws [R]. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1730316>, 2011: 1 - 67.
- [12] Bebchuk L A, Weisbach M S. The State of Corporate Governance Research [R]. Fisher College of Business Working Paper Series, Available at: <http://www.ssrn.com/abstract=1508146>, 2009: 1 - 39.
- [13] Becht M, Röell A. Block holding in Europe: An international comparison [J]. *European Economic Review*, 1999, 43(4/6): 1049 - 1056.
- [14] Holderness C G. The myth of diffuse ownership in the United States [J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(4): 1377 - 1408.
- [15] 贾 明, 张 喆, 万迪昉. 控制性股东侵占行为及其负外部性研究 [J]. *管理科学学报*, 2010, 13(1): 70 - 77.
Jia Ming, Zhang Zhe, Wan Difang. Study on expropriation behavior and negative externality of controlling shareholders [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2010, 13(1): 70 - 77. (in Chinese)

- [16]吴育辉,吴世农. 股权集中、大股东掏空与管理层自利行为[J]. 管理科学学报,2011,14(8):34-44.
Wu Yuhui, Wu Shinong. Ownership concentration, tunneling, and managerial entrenchment [J]. Journal of Management Sciences in China, 2011, 14(8): 34-44. (in Chinese)
- [17]Cheung Yan-Leung, Rau P R, Stouraitis A. Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 82(2): 343-386.
- [18]Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [19]Bradley M, Desai A, Kim E H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 21(1): 3-40.
- [20]Jensen M. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.
- [21]Roll R. The hubris hypothesis of corporate takeovers [J]. Journal of Business, 1986, 59(2): 197-216.
- [22]Offenberg D. Firm size and the effectiveness of the market for corporate control [J]. Journal of Corporate Finance, 2009, 15(1): 66-79.
- [23]陆瑶. 激活公司控制权市场对中国上市公司价值的影响研究[J]. 金融研究, 2010, (7): 144-157.
Lu Yao. Study on the impact of activating markets for corporate control on the valuation of listed firms in China [J]. Journal of Financial Research, 2010, (7): 144-157. (in Chinese)

Could acquisitions reduce the tunneling behavior of target companies?

CHEN Yu-gang¹, CHEN Wen-ting², LI Shan-min¹

1. School of Business Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;

2. School of Economics and Statistics, Guangzhou University, Guangzhou 510006, China

Abstract: Based on 11 718 acquisition events data during 1999-2009 in Chinese listed companies, the positive study results show that the severer the tunneling behavior, the worse the performance of the company. Tunneling of all samples prior to the acquisition is significantly higher than that after the acquisition, indicating the behavior of tunneling of these listed companies weakened after the acquisition. The group with the lowest level of tunneling has a negative wealth effect of shareholders after being acquired, and the group with the highest level of tunneling has a positive wealth effect. Regression analysis found that the greater the degree of separation of control rights and cash flow rights is, the greater the negative impact of tunneling on performance; the smaller the degree of restriction of the block shareholders, the smaller the negative impact of tunneling on performance; if the position of chairman and general manager is occupied by the same person before being acquired, the wealth effect will weaken after the acquisition to improve tunneling; the greater the degree of the separation of control rights and cash flow rights in the target company before the acquisition, the smaller the wealth effect of the target company is.

Key words: M&A; tunneling; target company; wealth effects