

投资者法律保护、产权性质与技术并购绩效

何健生 陈海声(教授)

(华南理工大学工商管理学院 广州 510641)

【摘要】 本文以2008年进行技术并购的上市公司为样本、产权性质作为分类标准,考察了投资者法律保护与技术并购绩效之间的影响。研究发现,我国技术并购后三年都体现为负绩效,只在并购后第二年绩效产生较大提升;相对于国有企业天然的政治关联作保障,民营企业更为注重投资者法律保护;投资者法律保护与企业技术并购绩效体现正相关关系,且在民营企业中更为显著。

【关键词】 投资者法律保护 技术并购绩效 产权性质

为适应经济全球化以及科学技术的迅速发展,我国提出要在十二五期间改变我国的经济增长模式。经济增长模式改变的基础在于以技术升级为核心的产业升级,技术并购作为一种从组织外部获取技术资源的重要源泉,一旦技术并购经过整合获得成功便会为企业带来巨大的超常收益,因此企业技术并购所带来的绩效就成为21世纪企业界和学术界关注的焦点之一。

投资者法律保护作为外部股东防止自身利益被内部人剥夺的机制,提高了公司内部人或控股股东掠夺行为的转移成本,能起到减少代理成本以及抑制控股股东掠夺公司利益的作用。在不完善的法律制度下,控股股东将更多地侵害中小股东的权益,中小投资者能预见其利益受损而不愿投资,导致股

息使用部门的问责处罚造成重大影响,甚至导致“处罚问责”无法正常开展,难以达到监督目标的要求,无法向公众提交一份满意的答卷。为了避免这种情况的发生,监督信息使用部门势必向监督信息生产部门施加压力,促使监督信息生产部门按照规范向其提交符合问责要求的监督信息。

反过来,监督信息生产部门保质保量地向监督信息应用部门提交监督信息后,监督信息应用部门也必须不折不扣地将监督信息加以充分合理的利用;当监督信息没有被充分合理利用,监督信息应用部门将“问责处罚”结果向社会公开和向审计信息部门反馈之后,公众首先质疑的就是监督信息生产部门的工作质量。在这种情况下,审计信息生产部门会想尽办法促进监督信息应用部门充分地应用信息,以保证监督的有效性。由此可见,监督系统的内部协调、内部制衡是相互的。

主要参考文献

1. 高存弟等.政府审计的发展趋势研究.审计研究,2003;3
2. 李齐辉等.试论我国审计制度的构建和创新.审计研究,2001;5
3. 廖洪.审计体制改革提上日程.21世纪报道,2004-6-23

权高度集中,公司治理失效,绩效也会因此下降。因此投资者法律保护对技术并购所产生的超常收益能否起到保护作用值得深入探讨。我国转轨经济制度背景下,不同产权性质的企业对投资者法律保护程度的反映并非一致。因此本文试图通过理论和实证研究分析寻找在不同产权性质下投资者法律保护与技术并购绩效的相关关系。

一、理论分析和研究假设

1. 投资者法律保护与技术并购绩效。一方面,有效的投资者法律保护能够缓解内部人和外部投资者之间的代理问题。Jensen和Meckling(1976)明确指出,除内部股东的持股比例外,代理成本的水平还取决于法规和合同设计。司法体系和法律条文在社会组织尤其是从事经济活动的组织中起着重要

4. 刘世林.基于决策、执行、监督分离治理模式下的内部审计地位.会计研究,2010;2

5. 刘世林.政府绩效责任审计及其评价模型.北京:中国时代经济出版社,2011

6. 倪星,付景涛.大部门体制:英法经验与中国视角.天津行政学院学报,2008;1

7. 秦荣生.受托经济责任论.大连:东北财经大学出版社,1994

8. 石亚军,施正文.探索推行大部门制改革的几点思考.中国行政管理,2008;2

9. 世界主要国家审计编写组.世界主要国家审计.北京:中国大百科全书出版社,1996

10. 文硕.世界审计史.北京:中国审计出版社,1990

11. 吴联生.政府审计隶属关系评价模型.审计研究,2002;6

12. 项俊波.国家审计法律制度研究.北京:中国时代经济出版社,2002

13. 杨肃昌,肖泽忠.试论中国国家审计“双轨制”体制改革.审计与经济研究,2004;2

的作用。La Porta(2000)认为,投资者法律保护水平的提高可以降低代理成本,从而提高企业的投资效率。

另一方面,投资者法律保护能降低股权集中度,增加了大股东攫取控制权私利的成本,从而减少大股东对技术并购超额收益的掠夺。股权集中程度取决于大股东得到的掠夺利益和监督管理层使公司增值所获得的利益之间的权衡。股权集中度较高时,大股东在公司控制中占有主导地位,较好地克服了管理层“搭便车”的现象。但是大股东拥有控制权对中小股东以及债权人进行掠夺,损害他们的利益。在对投资者法律保护较差的情形下,法律对掠夺行为限制很少,大股东能以较低成本掠夺公司收益,对中小股东不会有吸引力,必然造成股份的高度集中,公司治理失效,进而降低企业绩效。反之,由于较为完善的立法和执法很大程度上限制了掠夺,大股东必须付出高成本进行掠夺,并且法律保护程度越高,成本越大,甚至导致无利可图。因此,本文提出假设1:投资者法律保护与企业技术并购绩效正相关。

2. 产权性质、投资者法律保护与技术并购绩效。一方面,法律实施作为投资者法律保护的一个重要因素,对降低企业的代理成本产生积极的作用。La Porta(2004)认为当政府具有政治关联时,司法独立性的问题十分值得关注。我国法院人员的任免、经费来源都受同级政府的控制,司法独立性较弱,很难保持中立立场。相比较而言,执法力度的加强对降低非国有企业的代理成本效果可能更为明显。

另一方面,国有企业由于所有权主体缺位,在公司治理中由于利益主体性不强,缺乏参与监督的积极性,即使有好的投资者法律保护,也不能为国有企业带来更好的并购绩效。林毅夫等(2004)认为国有企业一直患有投资饥渴症,一味地追求扩大企业资产规模,从中享受由投资扩张带来的各种利益,然而却不必承担因投资扩张造成的亏损,因为在既有体制下,它们可以把投资失败的责任最终推给中央政府、国家银行和企业职工来承担,而私有产权有更强的追逐利润的动力,因此在民营企业中较容易出现控股股东侵占企业资产问题,良好的投资者法律保护能对能提高中小股东制衡大股东的力量,提高技术并购绩效。因此,本文提出假设2:投资者法律保护与技术并购绩效敏感度在民营企业中更为显著。

二、研究设计

1. 样本选择和数据来源。本文所有的并购事件样本均来自于CSMAR数据库。上市公司的财务数据以及其他相关数据则来自于聚源数据库。在选取样本时,首先确定样本选取的范围为沪深两市上市企业,其次针对本文研究目的并为保证实证分析的可靠性,根据以下原则进行筛选:①剔除数据披露不全的上市公司样本;②剔除金融类及ST类上市公司样本;③剔除年度审计意见是非无保留意见样本。

为保证在实施技术后三年的财务数据的完整性,本文选取了2008年所发生的并购案例,并剔除当年内实施过多次并购的样本企业,共有170起并购研究样本,其中有64起属于技术并购研究样本,在余下的样本中选取64起配对样本作为普通并购案例作为对比样本。文中相关数据的处理和检验都是

采用SPSS统计软件进行处理的。

2. 变量定义。

(1)被解释变量。总资产收益率(ROA)。关于企业并购绩效的研究方法,主要分为两种:事件法与会计法。事件法局限性在于股票价格受多种因素影响并且是以完全有效的资本市场为假设。李青原(2005)认为我国资本市场由于存在内在制度缺陷使事件研究法不适合我国上市公司并购绩效的研究。虽然财务指标经常会受到操纵,但近年来,政府对于编制和提供虚假财务数据和信息的行为给予严厉惩处,促使上市公司与中介机构披露更多接近真实的财务数据。此外会计数据的操纵随着观察时间的延长,企业经营业绩最终都会体现在会计报表中。因此本文采用会计法对企业技术并购绩效的变化。众多学者在会计法中以ROA作为评价指标(颜金秋,李倩,2009;王宛秋,张永安,2009;胥朝阳,黄晶,2010),本文是以企业的ROA与行业的平均ROA的差值与行业ROA的比值作为技术并购绩效的评价指标(简称ROA相对值)来克服行业带来的噪音。本文通过研究并购前一年、并购当年、并购后第一年、并购后第二年和并购后第三年共五年的ROA相对值来评估近年来企业技术并购的效果。

(2)解释变量。投资者法律保护(LAW)。樊纲等编著的《中国市场化指数》(2009)中“市场中介组织和法律制度环境”指数既考虑到法律法规环境的不断完善,也考虑到执行情况,因此不少学者用以衡量投资者法律保护(刘志强,2009;杨颖,2010;谷瑶,2011)。在这一报告中,测算出2000~2007年的数据,缺乏2008~2011年的数据。

我们借鉴张继袖、周晓苏(2007)的做法,依据该指数与各地人均GDP之间存在显著的正相关关系的计算原则,用该指数做被解释变量,各地人均GDP的自然对数做解释变量,对2000~2007年的数据进行回归, R^2 是76.5%, $LAW = -27.904 + 3.491 \ln GDP$,系数的t值在1%水平上显著。我们利用该方程估计2008~2011年各地区的指数,并以此衡量投资者法律保护程度。

(3)控制变量。本文参考相关文献的经验研究,采用如下控制变量:①企业规模(SIZE)。企业规模变量为年初和年末总资产的平均值,再取自然对数;②产权比率(LNDER),以并购企业的产权比率的自然对数表示;③企业上市年限(AGE)。变量具体定义如表1所示。

表1 变量定义汇总

变量	变量符号	变量定义及计算
总资产收益率	ROA	企业的ROA与行业平均ROA的差值与行业ROA的比值
投资者法律保护	LAW	《中国市场化指数》(2009)中“市场中介组织和法律制度环境”
第一大股东的股权性质	OWNER	虚拟变量,1为国有,0为非国有
企业规模	SIZE	年初年末资产总额之和的自然对数
产权比率	LNDER	(负债合计/归属母公司股东的权益)取自然对数
企业上市年限	AGE	企业上市年限的自然对数

(4)模型设计。

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 LAW + \alpha_2 OWNER + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 LNDER + \alpha_5 AGE + \varepsilon$$

其中： α 及 ε 分别表示回归系数和残差。

三、实证结果与分析

1. 描述性统计。表2报告了样本公司绩效描述性统计特征。由于技术并购必须要经过整合才能对绩效产生影响,因此上市公司进行技术并购当年以及并购后的第一年的绩效比上年度有所下降。从并购后第一年到第三年绩效虽然仍为负数,表明我国技术并购未能为企业带来正绩效,但逐渐上升表明并购绩效逐渐体现,并且可以看出在并购后第二年企业绩效增长最快。技术并购绩效在并购后几年样本之间绩效差距增大,原因是由于技术并购成功率较低,一旦整合成功可以为企业带来较大的正面效应。并购后第三年绩效下降说明我国企业在进行技术并购时较多地考虑短期利益。

对于非技术并购企业并购后绩效提升明显,在并购后第二年并购绩效开始显现,在并购后第三年出现了正绩效,可以看出在我国非技术并购带来的绩效较好。

表2 样本公司绩效描述性统计

技术并购ROA					
年份	观察值	最小值	最大值	均值	标准差
-1	64	-2.091 7	2.066 8	-0.206 968	0.735 824 7
0	64	-9.450 0	9.310 0	-0.432 040	1.922 049 7
1	64	-12.707 3	2.680 4	-0.718 225	1.877 796 0
2	64	-1.908 7	2.352 1	-0.220 190	0.683 400 8
3	64	-2.973 6	3.880 6	-0.337 100	0.869 588 1
非技术并购ROA					
年份	观察值	最小值	最大值	均值	标准差
-1	64	-1.596 7	4.356 8	-0.200 508	0.794 998 0
0	64	-2.279 5	3.160 0	-0.018 788	1.074 641 7
1	64	-19.024 4	6.807 2	-0.858 335	3.331 146 4
2	64	-1.104 5	2.727 3	-0.100 865	0.818 161 5
3	64	-1.033 3	5.625 0	0.033 695	1.106 390 0

表3为主要变量技术并购样本描述统计。从不同产权性质产权比率的对比可以看出,国有企业产权比率大大高于民营企业,国有企业的天然“政治关联”使贷款相对容易,民营企业在发展中较难以从银行获得贷款。从不同年份产权比率的对比可以发现在技术并购当年产权比率比其他年份有大幅度的提高,原因可能是由于企业需要筹集资金进行并购。国有企业上升幅度比民营企业大,进一步支持国有企业容易贷款的情况。国有企业投资者法律保护比民营企业较差。民营企业出于降低代理成本、提高投资效率的考虑,在区位选取时更多地考虑到投资者法律保护情况。而国有企业的产权性质本身就是一种保护机制,对投资者法律保护需求较少。在区位的选择上国有企业更多地考虑其他有利因素,如政策优惠。在规模的对比中发现,进行技术并购后第二年民营企业规模大于国有企业,是民营企业通过技术并购所获得的绩效大于国有企业的

结果,表明民营企业技术并购效益更大。国有企业规模每年标准差不大,也间接说明其技术并购所带来的超常收益率较民营企业低。

表3 主要变量技术并购样本描述统计

	投资者法律保护(LAW)		企业规模(SIZE)		产权(LNDER)	
	国有	民营	国有	民营	国有	民营
2007年						
最小值	4.23	3.87	8.91	8.58	8.13	6.30
最大值	16.61	16.61	10.53	10.33	1 080.97	431.67
平均值	8.31	9.69	9.45	9.37	166.86	120.49
标准差	4.38	4.31	0.41	0.85	187.82	88.87
2008年						
最小值	5.05	5.39	8.95	8.62	5.46	3.41
最大值	11.19	11.20	10.68	10.34	2 406.84	426.34
平均值	7.56	8.34	9.51	9.46	235.89	145.06
标准差	1.77	1.79	0.44	0.40	418.87	110.34
2009年						
最小值	5.31	5.73	8.99	8.66	6.94	3.81
最大值	11.46	11.46	10.82	10.44	734.45	412.01
平均值	7.89	8.70	9.55	9.53	182.64	140.85
标准差	1.75	1.74	0.47	0.41	168.89	95.53
2010年						
最小值	5.84	6.17	9.02	8.69	5.94	3.13
最大值	11.33	11.33	10.89	10.62	829.75	344.41
平均值	8.41	9.19	9.49	9.62	175.60	130.17
标准差	1.54	1.54	0.48	0.75	173.26	87.37
2011年						
最小值	5.34	5.73	9.02	8.71	9.76	3.11
最大值	11.38	11.38	10.92	10.80	1 013.24	484.11
平均值	7.83	8.63	9.66	9.70	169.56	147.49
标准差	1.74	1.76	0.51	0.44	190.91	112.98

2. 回归分析。本文以获取的128个样本的5个年度作为考察值,以是否技术并购划分样本,运用SPSS16.0软件对企业ROA进行回归分析。此外本文以其中的64个技术并购样本以是否国有产权划分也运用SPSS16.0软件对企业ROA进行回归分析,结果如表4所示。

模型的回归结果列示:第1列为技术并购样本的回归结果,从中看出LAW系数为正且在1%的水平上显著,表明投资者法律保护与企业技术并购绩效是正相关关系,说明在技术并购中较强的投资者法律保护会为企业带来更好的绩效,既降低了代理成本,也保护了中小股东的利益,证实了假设1。而在第2列非技术并购中体现的是负相关关系。第3、4列为技术并购样本以产权性质作分组的回归结果,从中看出国有企业LAW系数为正且在1%的水平上显著,而民营企业LAW系数为正且在1%的水平上显著,在民营企业中投资者法律保护的作用更为明显,本文认为由于司法部门很难在涉及国有企业

的经济案件中保持中立以及国有企业由于所有者主体缺位的原因,导致了投资者法律保护在民营企业中更能显示出其作用,证实了假设2。

表4 回归分析表

	被解释变量:ROA			
	技术并购	非技术并购	国有	民营
C	-1.93 *** (-5.46)	0.43 (1.54)	-1.79 *** (-3.45)	-0.41 (-0.89)
LAW	0.009 * (1.66)	-0.01 * (-1.93)	0.014 * (1.79)	0.02 ** (2.43)
OWNER	0.01 (0.795)	0.04 (1.247)	1.79 *** (3.45)	
SIZE	0.29 *** (7.53)	0.048 * (1.824)	0.31 *** (5.75)	0.07 (1.33)
LNDER	-0.001 *** (-8.58)	-0.001 *** (-12.97)	-0.001 *** (-5.84)	-0.002 *** (-10.53)
AGE	-0.05 (-0.65)	-0.21 * (1.91)	-0.30 ** (-1.99)	-0.20 ** (-2.57)
F	55.28	50.95	39.55	55.61
Adj.R ²	0.472	0.448	0.505	0.597

注:***、**、*、分别表示在0.01、0.05、0.1水平上显著。

在控制变量中,企业规模与技术并购绩效正相关,只是在民营企业中不显著。原因是规模越大的企业拥有越多的技术以及更优质的人力资源,对技术并购对象的选取以及整合都有一定的帮助,因此带来较好的绩效;而产权比率与技术并购绩效负相关,可能是由于产权比率越大,企业的债务水平越高,企业的还款压力就越大,因此越需要在短期内体现效益偿还款项。而对于技术并购来说,从并购后第二年才开始才有较为显著的提升,与债权人的要求有一定差距,导致绩效较低;无论是国有企业还是民营企业,上市年限均与技术并购绩效负相关。上市时间越长的公司,其需要披露的公司信息的时间跨度就越大,对于被并购方来说信息不对称性就减少,在并购过程中获取收益就可能越多,因此主并购方的收益就会因此减少,造成并购绩效较低。

四、稳健性检验

本文采用Tobin Q替代ROA作为衡量企业技术并购绩效的指标,进行稳健性检验。Tobin Q一方面能够反映公司的未来价值(股市的价格就是对未来价值的预期),另一方面能较好地反映了公司的无形资产的市场价值,因此众多学者采用Tobin Q衡量企业并购绩效(李姝楠,2009;李卓涛,2011;何强、陈松,2012)。Tobin Q越大,企业的市场价值就越大,投资者看好未来发展前景,愿意支付高于资产价值的价格购买公司股票。

本文参照Mitchechell和Lehn(1990)的方法,用股票市场价值加上总资产减去权益面值,然后除以总资产来计算TobinQ的近似值。实证结果与ROA结果接近一致。

五、研究结论

本文以2008年上市公司并购样本为对象,试图通过理论

和实证研究分析寻找在不同产权性质下投资者法律保护与技术并购绩效的相关关系,通过对企业技术并购前后共五年的绩效实证研究,研究结果表明:

1. 技术并购企业绩效在并购发生前后共五年都体现出负绩效,主要在第二年产生较大增长并且企业之间差异较大。而在第三年体现不出相关特点,体现的是我国企业在进行技术并购时较多地考虑短期利益的原因。其中,我国国有企业技术并购绩效要差于民营企业,各年绩效差异也比民营企业大。

2. 相对于国有企业天然的政治关联作保障,民营企业更为注重投资者法律保护。民营企业出于降低代理成本、提高投资效率的考虑,在选择区域时更多地考虑该地区投资者法律保护情况。而国有企业的产权性质本身就是一种保护机制,政府与法院的政治关系对国有企业已形成保护制度,因此对投资者法律保护需求度较低。

3. 投资者法律保护与企业技术并购绩效是正相关关系,且在民营企业更为明显。投资者法律保护给企业带来好处有降低代理成本以及抑制大股东谋取私人收益,减少了对技术并购所带来的超常收益的剥夺,企业体现出更高的绩效。而对于国有企业来说,由于政府与法院的政治关系以及所有者缺位,导致投资者法律保护作用不如民营企业。

【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)和广东省哲学社会科学“十二五”规划项目(项目编号:GD11CYJ02)资助。

主要参考文献

1. 刘开勇.企业技术并购战略与管理.北京:中国金融出版社,2004
2. Granstrand, O., Soren Sjolander. The acquisition of technology and small firms by large firms. Journal of Economic Behavior and Organization, 1990; 13
3. J.Hagedoorn. G. Duysters. The Effect of Mergers and Acquisitions on the Technological Performance of Companies in High-tech Environment. Technology Analysis and Strategic Management, 2002; 14
4. J.P.Kallunki, E. Pyykko, T. Laamanen. Stock Market Valuation, Profitability and R&D Spending of the Firm: The Effect of Technology Mergers and Acquisitions. Journal of Business Finance & Accounting, 2009; 36
5. Hsiu Ling Wu, Chien Hsun Chen. An Assessment of outward foreign direct investment from China's transitional economy. Europe-Asia-Studies, 2001; 53
6. Jian Cheng Guan, Chiu Kam Mok, Richard C M. Technology transfer and innovation performance: evidence from Chinese firms. Technological Forecasting & Social Change, 2006; 73
7. 窦义粟. 中国企业跨国并购绩效分析. 对外经贸实务, 2007; 10
8. 王宛秋, 张永安, 刘煜. 我国上市公司技术并购绩效的实证研究. 科学学研究, 2009; 11