

Internal Control and M & A Performance of Independent Directors

Shuyi Lin Lingjie Chen

Yangzhou University, Yangzhou, Jiangsu, 225000, China

Abstract

As personal assets, the industry experience of independent directors may influence them to perform their functions. Taking the merger and acquisition of unlisted companies (unrelated) by Chinese listed companies in 2020 as the research sample, this paper discusses the impact of independent directors' industry experience on the performance of the acquirer in the merger and acquisition of listed companies. The results show that if the acquirer has independent directors with industry experience to participate in the merger, the acquisition effect will be improved. Based on the experience of the independent director industry, the paper provides a new concept and empirical basis for studying the role of independent directors in mergers and acquisitions.

Keywords

independent director; industry experience; M & A events

行业独立董事内部控制与企业并购绩效

林舒仪 陈铃洁

扬州大学, 中国·江苏扬州 225000

摘要

作为个人资产, 独立董事的行业经验可能会影响他们发挥自己的职能。论文以2020年中国上市公司并购非上市公司(非关联)的事件为研究样本, 探讨了上市公司并购事件中独立董事的行业经验对收购方并购绩效的影响, 结果表明收购方如果有行业经验的独立董事参加合并, 收购效果就会得到提高。论文从独立董事行业的经验出发, 为研究独立董事在并购中的作用提供了新的构想和实证依据。

关键词

独立董事; 行业经验; 并购事件

1 研究背景及意义

至19世纪的两次产业革命使小生产走向组织化规模化的生产, 企业通过并购实现资本积累、转变生产模式以适应经济的发展。相较于西方国家经历了五次并购浪潮, 中国并购兴起的年限虽短, 但发展势头迅猛。2002年中国加入世贸组织, 标志着中国真正进入了建立在市场基础上的并购时代。至2015年, 中国的并购交易达到顶峰。2019年, 中国并购

市场共完成了交易2500多笔, 金额达到了1300亿美元。

企业的并购行为能够优化资源配置、实现企业规模效益。当然, 并购能否创造价值受到如经济环境、并购的类型和动机、支付手段等许多因素的影响, 还可能与并购方的治理机制密切相关, 独立董事作为完善公司治理结构、促进上市公司规范运作以及保护中小股东权益的重要角色, 在并购问题中也颇受关注。国际的一些案例表明独立董事正以其所拥有的社会资本和专业经验, 逐渐为企业所认可和倚重。那么中国的上市公司独立董事, 是否可以影响并购活动, 增加收购方并购绩效从而改善公司治理呢? 由此, 论文将从收购方独立董事是否具有目标方公司所处行业的相关任职经验这一角度来研究其对收购方公司股东财富的影响。

【作者简介】林舒仪(1996-), 女, 中国江苏镇江人, 研究生在读, 从事财务会计研究。

【基金项目】扬州大学大学生科创基金项目(项目编号: X20200841); 扬州大学研究生科研创新计划项目(项目编号: SX2020014)。

2 文献综述

2.1 独立董事与并购的文献综述

国际大多数学者都认为, 独立董事会影响企业的并购绩效。Hermalin 和 Weisbach (1998) 认为独立董事为了自己在劳动力市场上的声誉, 会保持独立性, 通过对有害股东的投资项目和决策发表异议, 以影响并购。Colesand 和 Hesterly (2000) 研究发现当公司受到并购威胁的时候, 独立董事有一个关键的监督作用, 独立董事可以选择是否支持管理层做出反收购的计划。杨远 (2012) 对 109 家在 2010 年宣告并购的公司做了实证研究, 结果表明上市公司的并购绩效与代表董事会独立性的独立董事比例正相关。万良勇等 (2014) 以 2003—2011 年的 A 股上市公司为样本进行了实证检验, 发现独立董事在董事网络中的位置越趋于中心, 越更有利于促进上市公司开展并购活动^[1]。

由此可见, 独立董事制度在并购能够起到重要的作用, 而之前的文献以独立董事的动机、个人特征、网络联结和地域等方面为主研究其与并购绩效的关系。

2.2 独立董事行业背景的文献综述

近年来, 独立董事的个人特征的角度研究这一问题的文献增多, 认为董事会在提供资源、建议和咨询方面发挥着关键作用。同时, 相关研究也表明董事的历史经验对公司经营绩效具有一定影响。Hillman 和 Dalziel (2003) 提出了董事会资本 (BoardCapital) 的概念, 并将经验视为其中人力资本的一部分。独立董事可以在构建与外部环境之间的网络关系、获取“关系资源”以及战略供给方面的承诺、建立与外部组织之间的沟通渠道、有效处理与外部环境的关系等方面为企业提供帮助, 因而有利于提升企业绩效 (Dalton, 2003) 独立董事的能力问题有关于其具有财务会计专业知识的影响的研究 (Agrawal 和 Chadha, 2005; Guner 和 Malmendier, 2008) 但总体而言, 这类研究一直是稀缺的。以上文献显示独立董事的行业经验确实与经济行为有关联, 这为论文研究独立董事行业经验对并购事件的影响提供了理论基础^[2]。

3 理论分析与研究假设

3.1 理论分析

论文研究首先依靠社会资本理论展开研究。社会资本是管理组织间关系的宝贵的附加资产, 拥有较少社会资本的企业更容易受到机会主义行为的影响, 并且不能建立与合作伙

伴一段时间内有效合作行为的持久历史; 而可用的社会资本越多的企业, 其管理现有关系所需的资源越少, 可用于建立新关系的资源越多。因此, 企业可获得的社会资本越多, 企业可以通过形成新的关系来增加企业。

支撑论文的另一理论为委托代理理论。在委托代理的关系中, 委托人追求的是自己的财富更大, 而代理人追求自己的工资津贴收入、奢侈消费和闲暇时间最大化, 这必然导致两者的利益冲突。代理问题也体现在公司的并购活动中, 经理人机会主义行为等会降低企业的并购绩效, 主要原因是经理人会以自身利益为重, 支付过高的收购价格, 使资金的配置效率低下, 最终导致一次失败的收购^[3]。

3.2 研究假设

在上述理论的基础上, 论文认为, 独立董事的行业经验影响着独立董事发挥职能的效果, 从而影响并购事件。独立董事应该起到监督和咨询的双重作用 (Adams 和 Ferreira, 2007; Adams 和 Hermalin 和 Weisbach, 2010)。

据此, 论文研究提出研究假说:

假说: 拥有目标方行业经验的独立董事会提升并购绩效。

引入虚拟变量 LED 来代表在本次并购事件发生之前, 收购方公司的独立董事是否拥有目标方的行业经验; 用并购方的托宾 Q 值来代表并购方的并购绩效, 运用 OLS 回归模型进行实证检验^[4]。

4 样本选择与研究设计

4.1 样本选择

论文选取首次公告日为在 2020 年一年里中国上市公司并购非上市公司的事件为研究对象。借鉴 Lehn 和 Zhao (2006) 与 Masulis 和 Wang (2007) 的研究, 对并购事件进行筛选: ①要求并购交易成功或已完成; ②上市公司与非上市公司非关联; ③剔除论文所需上市公司高管个人特征信息以及并购基本信息缺失的样本; ④剔除金融行业的样本。经过上述样本筛选程序后, 论文最终样本包含 1434 起并购事件。此外, 为减轻潜在的异常值的影响, 论文对所有连续变量在 1% 和 99% 的水平上进行了缩尾处理。

论文所用上市公司独立董事信息、并购事件以及衡量并购绩效的指标主要来源于 CSMAR 数据库, 并经过手动搜索补充缺失值; 其他上市公司财务、股价等数据主要来源于 CSMAR 数据库^[5]。

表 1 变量统计描述

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	相关系数
Stkcd	1,434	245895.8	235770.6	16	688122	/
IED	1,434	0.790	0.407	0	1	0.0560*
TQ	1,434	2.237	1.971	0.849	14.777	1
EvaluationValue	1151	29301	128044	-144191	1006480	-0.0894
BookValue	1151	86858	535093	-16020	4672666	-0.0491
EvaluationChange	1151	-91115	624686	-4651106	69319	0.0411
EvaluationRatio	1151	1.235	19.771	-127.015	67.742	-0.0156
ExpenseValue	1,151	14566	53663	0	1250000	0.0685*

注: * p<0.05

4.2 主要变量定义

4.2.1 拥有行业经验的独立董事 (IED)

通过搜集 CSMAR 数据库, 并经手动搜索查阅了并购事件发生时在收购方的独立董事背景资料, 判断出独立董事在并购事件发生之前, 是否有目标方行业的从业经历, 将拥有行业背景经历的独立董事参与的并购事件赋值为 1; 同时没有拥有行业背景经历的独立董事参与的并购事件赋值为 0。此外, 缺失或遗漏的数据由上市公司公告和百度搜索进行补充。

4.2.2 收购方企业价值 (托宾 Q 值)

对于并购绩效的衡量很多学者都会采用财务指标法进行研究, 论文借鉴李善民, 曾昭灶等 (2004) 的做法, 选用托宾 Q 值来衡量公司绩效^[6]。

5 实证结果与分析

变量统计描述和回归分析由表 1、2 所示。一方面, 表 1 分别列出了总样本中 2020 年一年里并购事件发生的数量以及收购标的的评估价格、账面价格、评估增值、评估增值率以及收购方支出的价格。可以看到, 2020 年的收购标的的评估价格均值低于其账面价值均值, 而收购方支出的并购金额的均值为 14566 万元, 远远大于其评估价值, 这表明均为溢价收购, 收购方可能多是看中被收购的企业的发展前景, 愿意付出额外的金额去购买该公司商誉。另一方面, 衡量并购绩

效的变量托宾 Q 值的均值与中位数为 2.23 和 1.62, 二者皆为正值^[7]。

表 1 中还显示了相关性分析与回归分析的结果, 报告了独立董事的行业经验对企业并购绩效的影响, 解释变量 IED 的回归系数 0.271, 在 10% 的水显著, 表明在收购方中, 有拥有相行业验的独立董事参与企业的并购事件将会提升企业的并购绩效。总体而言, 回归结果支持了文章提出的假设, 即独立董事目标方行业验会增加收购方企业的并购绩效。

表 2 回归分析

	OLS
IED	0.271* (0.128)
N	1434

注: * p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001, 括号内为标准误

6 结语

论文以 2020 年一年里中国上市公司并购非上市公司 (非关联) 事件为样本, 研究了收购方独立董事行业经验对收购方并购绩效的影响。实证研究发现: 在拥有行业经验的独立董事参与收购事件的情况下, 该行业独立董事可以提升企业的并购绩效。原因可能是由于独立董事可以凭借其专业知识, 为管理层提供技术、财务、行业管理等方面的建议, 以“专

家的角色为公司服务;同时,也可以通过把从业时的人脉和社会关系转换成为管理层所用的关系资源,降低收购方和目标方之间信息获取和交流的成本,增强其履行职能的效果,提高股东财富。

参考文献

- [1] 刘春,李善民,孙亮.独立董事具有咨询功能吗?——异地独董在异地并购中功能的经验研究[J].管理世界,2015,(03):124-136.
- [2] 陈仕华,姜广省,卢昌崇.董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J].管理世界,2013(12):117-132.
- [3] 刘淑莲.上市公司并购重组演变与理论研究展望[J].会计师,2010,115(04):4-6.
- [4] 李善民,毛雅娟,赵晶晶.高管持股、高管的私有收益与公司的并购行为[J].管理科学,2009,22(06):2-12.
- [5] Bhaumik S K,Selarka E.Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets?:Evidence from India[J]. Journal of Corporate Finance, 2012,18(04):717-726.
- [6] Terence Tse, Khaled Soufani. Wealth Effects of Takeovers in Merger Activity Eras: Empirical Evidence from the UK[J]. International Journal of the Economics of Business, 2001,8(03):365-377.
- [7] Lin Y C,Peasnell K V.Fixed Asset Revaluation and Equity Depletion in the UK[J]. Journal of Business Finance &Accounting,2000,27(34):359-394.