



# 独立董事选聘与异地并购

曹廷求 李晋

山东大学经济学院



# 目录

---

- 问题提出
- 理论分析与研究假设
- 研究设计
- 计量结果及分析
- 稳健性检验
- 结论



# 问题提出

- 公司应当如何选聘独立董事？
- 独立董事选聘的现状：不正规、不透明
- “人情董事”
- “花瓶董事”



# 问题提出

- 然而，董事会作为公司的核心机构，独立董事的选聘十分重要。
- 从公司战略出发、作为战略实施保障的独立董事选聘是必要的，而且是良好公司治理的表现。
- 而并购是公司的重大战略之一，从并购的视角研究独立董事选聘，可以为间接评价公司治理水平提供一个窗口。



# 问题提出

- 在中国，与同地并购“拉郎配”（陈信元和黄俊，2007）不同，异地并购市场化程度较高（潘红波和余明桂，2011）。
- 另一方面，由于我国幅员辽阔，不同省份的经济发展水平、法律水平以及文化背景有较大的差异，收购方发起异地并购时需要做更多准备。
- 因此，选取异地并购作为研究对象更易于观察。



# 问题提出

- 选取2004-2012年上市公司作为收购方的并购事件，考察了有目标方所在地经历的异地独董的选聘，提出如下问题：
- 异地独董选聘的并购效果如何？
- 这一效果在不同治理水平的公司之间有何差异？



# 本文的创新

- 从公司战略视角考察独立董事选聘，对现有的独立董事选聘方面的研究做了一定补充。
- 通过分析公司在并购战略实施之前主动调整董事会结构的行为，为公司治理评价提供了一个新的视角。



# 理论分析与研究假设

- 异地独董选聘与并购成败
- 异地独董选聘与并购绩效
- 市场化程度、异地独董选聘与并购绩效





# 异地独董选聘与并购成败

- 异地独董促进并购成功的机制：缓解并购双方的信息不对称
- 对当地情况的了解
- 在当地建立的董事网络以及其他人际关系（Cai and Sevilir, 2012）
- 以前的并购经验（McDonald et al., 2008）
- 假设1：与未选聘异地独董的公司相比，并购前选聘异地独董的公司并购成功的可能性更大。



# 异地独董能否进一步发挥作用？

- 如果异地独董能够进一步发挥作用，利用其自身优势帮助收购方进行合理的并购支付，并在并购后整合的过程中起到协调作用，那么就能显著降低交易成本，并购绩效较好。
- 但是异地独董进一步发挥作用会受到一些因素的限制
- 独立董事个人层面：由于绝大部分时间都在异地工作，地理位置的差异带来的不便可能会影响其参与公司事务的积极性（Kang and Kim, 2008），这导致了异地独董较少参与并购后的整合过程。
- 公司层面：公司可能仅仅将异地独董的作用定位于确保并购成功，并未打算将异地独董纳入到之后的战略整合过程中。



# 市场是否相信异地独董？

- 虽然选聘异地独董的收购方在向市场释放积极准备并购的信号，但市场可能并不看好这种行为。
- 在“关系至上”的中国，不透明的独立董事选聘机制催生了“人情董事”的出现，因此收购方在并购之前选聘的独立董事很可能与公司大股东或管理层有或多或少的联系。
- 异地独董在异地并购的过程中可能会扮演“掮客”的角色，即负责在收购方与目标方之间牵线搭桥，与收购方合谋实现利益输送，甚至“内部人交易”
- 此外，由于异地独董与收购方之间由于“关系”的缘故相互信任，收购方可能不会对异地独董联系的目标方有所挑剔，而异地独董寻找的目标方可能并不是收购方的最佳并购目标(Ishii and Xuan,2014)。
- 考虑到上述“关系”层面的因素，市场可能会持负面态度。



# 异地独董选聘与并购绩效

- 总之，虽然异地独董能够利用其掌握的资源进一步推动并购价值的实现，但无论从异地独董个人层面还是公司层面都存在阻碍其进一步发挥作用的因素，导致市场的负面反应。
- 假设2a：与未选聘异地独董的公司相比，选聘异地独董的公司并购绩效更好。
- 假设2b：与未选聘异地独董的公司相比，选聘异地独董的公司并购绩效更差。



## 市场化程度、异地独董选聘与并购绩效

- 市场化程度反映了目标方所在地政府的干预程度、市场交易的便利程度以及公司所处的外部治理环境。
- 异地独董与当地政府的社会关系能够减弱收购方的谈判阻力，从而改善并购绩效，而这种作用在收购方所在地市场化程度高于目标方时会得到更充分的体现。
- 异地独董能够帮助收购方尽可能地缓解并购过程中的市场摩擦，降低交易成本。收购方与目标方所在地的市场化程度差距越大，这种缓解作用也就越明显，相应的并购绩效改善程度也越大。



## 市场化程度、异地独董选聘与并购绩效

- 市场化水平较高地区的收购方上市公司（需要满足证监会提出的各项要求）比市场化程度较低地区的非上市目标公司的治理水平更高。
- 由于并购后的公司需要实行收购方的各项制度，因此会产生公司治理“溢出”效应（潘红波和余明桂，2011；唐建新和陈冬，2010）。异地独董的沟通协调作用能使溢出效应更显著，从而较大程度地改善收购方并购绩效。
- 假设3：当收购方所在地的市场化程度高于目标方所在地时，选聘异地独董公司的并购绩效会得到显著改善。



# 样本选取与数据来源

- 选取2004-2012年763家上市公司发起的1140起异地并购事件作为初始样本，并做如下处理：
- 剔除金融类公司；
- 剔除虽发布并购公告但最终交易失败的公司；
- 剔除实际控制人不详的公司；
- 剔除交易金额小于500万元或不明确的样本；
- 当同一家上市公司在同一天宣告两笔或两笔以上并购交易时，如果目标公司不是同一家公司，为避免目标公司异质性对并购的CAR产生影响，对其进行剔除，如果是同一家上市公司与同一目标公司的不同股东进行并购交易，则将这些交易合并为一个事件；
- 若同一公司在同一年发生多次并购事件，则取交易额最大的一次作为研究样本；
- 对同一公司在不同年份的多次并购以多次事件计入；
- 剔除用市场模型法计算CAR时参数不显著的样本；
- 剔除连续多年选聘异地独董的情况
- 剔除财务数据缺失的样本。
- 然后从并购发生年份向前追溯三年，筛选出各年所有新上任的独立董事，最终得到2004-2012年460家公司发起的601起并购事件，包含2012个董事观测值。
- 数据来源：CSMAR数据库、WIND数据库和CCER数据库。



# 主要变量定义

- 并购绩效（AR）
- 短期：CAR
- 长期：BHAR（Schonlau and Singh, 2009; 李善民和朱滔，2006）
- 独立董事的异地特征
- syd: 独立董事现在（或曾经）在目标公司所在地任职则取1，否则取0
- dyd: 独立董事现在（或曾经）在异地但非目标公司所在地任职则取1，否则取0
- 市场化程度
- 樊纲等（2011）编制的中国各地区市场化进程得分指数
- bsm: 当收购方所在省（直辖市、自治区）的市场化程度高于目标方所在省（直辖市、自治区）时取值为1，否则取0





# 异地独董的选聘情况

表 1 异地独董的选聘情况

异地独董人数	1	2	2 人以上	合计
syd=1 公司数	113	42	39	194
占比 (%)	18.8	7.0	6.5	32.3
dyd=1 公司数	175	125	163	463
占比 (%)	29.1	20.8	27.1	77.0



# 计量结果及分析

- 异地独董选聘的并购效果检验
- 进一步研究：连续并购与“过河拆桥”
- 公司治理视角的分析



## 异地独董选聘与并购成败

- 构建如下logit模型：

$$success = r_0 + r_1syd + r_2dyd + r_3control + v$$

- 结合CSMAR数据库以及WIND数据库最终找到55起并购失败事件



# 异地独董选聘与并购成败

表 4 异地独董选聘与并购成功的可能性

变量	success		
	(1)	(2)	(3)
syd	1.938** (0.775)		1.926** (0.776)
dyd		0.317 (0.554)	0.205 (0.562)

结论：只有当公司选聘有目标方所在地经历的异地独董时，才会显著地提高并购成功的可能性。



# 异地独董选聘与并购绩效

- 构建如下模型：

$$AR = S_0 + S_1syd + S_2dyd + S_3bsm + S_4syd * bsm + S_5dyd * bsm + S_6control + u$$

- 在回归方法上，采用个体和时间的双重cluster估计 (Peterson, 2009)



# 异地独董选聘与短期并购绩效

表 5 异地独董选聘与短期并购绩效

变量	CAR3			
	(1)	(2)	(3)	(4)
syd	-0.008* (0.005)		-0.009* (0.005)	-0.008* (0.004)
dyd		0.006 (0.008)	0.006 (0.008)	0.010 (0.006)
bsm				0.000 (0.009)
syd* bsm				0.018** (0.008)
dyd* bsm				-0.010 (0.010)

结论：选聘有目标方所在地经历异地独董的公司总体上短期并购绩效较差，但当收购方市场化程度高于目标方时，选聘上述独董的公司短期并购绩效更好。



# 公司特征、异地独董选聘与短期并购绩效

表 6 公司特征、异地独董选聘与短期并购绩效

	性质				行业				地区			
	国有		非国有		保护行业		竞争行业		中心城市		周边城市	
syd	-0.017** (0.007)	-0.025*** (0.008)	-0.001 (0.004)	-0.004 (0.010)	0.014 (0.047)	0.018 (0.047)	-0.011** (0.005)	-0.010** (0.005)	-0.004 (0.007)	0.002 (0.016)	-0.009* (0.005)	-0.014* (0.007)
dxd	0.003 (0.006)	0.012 (0.007)	0.010 (0.014)	0.020 (0.016)	-0.072 (0.040)	-0.026 (0.043)	0.008 (0.009)	0.010 (0.008)	-0.005 (0.010)	0.001 (0.015)	0.010 (0.007)	0.013 (0.008)
bsm		0.002 (0.014)		0.011 (0.008)		0.164 (0.109)		-0.005 (0.008)		0.003 (0.018)		0.003 (0.010)
syd*bsm		0.026* (0.014)		0.007 (0.020)		-0.065 (0.178)		0.019** (0.008)		-0.002 (0.016)		0.023** (0.012)
dxd*bsm		-0.022 (0.013)		-0.015 (0.014)		-0.198 (0.132)		-0.007 (0.010)		-0.008 (0.018)		-0.009 (0.010)

结论：国有企业、竞争行业以及周边城市的企业选聘有目标方所在地经历的异地独董后短期并购绩效较差，但当收购方市场化程度高于目标方时，上述三类企业选聘异地独董之后短期并购绩效更好。





# 异地独董选聘与收购方长期绩效

表 7 异地独董选聘与收购方长期绩效

被解释变量	ROA <sub>t+1</sub>		ROA <sub>t+2</sub>		ROA <sub>t+3</sub>		BHAR	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
syd	-0.013** (0.005)	-0.011 (0.008)	0.003 (0.009)	0.002 (0.007)	-0.014 (0.009)	-0.009 (0.006)	-0.078 (0.127)	-0.011 (0.110)
dyd	-0.001 (0.005)	0.004 (0.009)	0.005 (0.006)	0.009 (0.010)	-0.008 (0.007)	-0.012 (0.011)	-0.092 (0.100)	-0.039 (0.095)
bsm		0.010 (0.011)		0.003 (0.020)		-0.014* (0.008)		0.108 (0.191)
syd*bsm		-0.002 (0.014)		0.003 (0.012)		-0.008 (0.012)		-0.185 (0.132)
dyd*bsm		-0.005 (0.011)		-0.004 (0.019)		0.013 (0.015)		-0.100 (0.187)

结论：从长期来看，无论是经营绩效还是并购绩效都不会受到并购之前异地独董选聘的影响，而且当收购方市场化程度高于目标方时，选聘异地独董也不会显著影响长期并购绩效。





# 进一步研究

- 连续并购
- “过河拆桥”
- 通过研究这两类特殊的样本，降低异地独董选聘与异地并购是先后发生的巧合的可能性



# 连续并购

- 111家样本公司发起连续并购，而且在这些公司中有59家公司至少在其中一次并购前选聘了syd独董；其余52家公司则在各次并购前均未选聘syd独董。
- 发起连续并购的公司又可以分为两类，一是目标方所在地发生变化。以国药一致（000028）为例，该公司在2005年并购上海的一家公司之前选聘了一名上海独董，随后公司又在2010年并购一家北京公司之前选聘了两名北京独董。
- 另一种情况是目标方所在地不变。尽管独董发生了变更，但公司中一直存在目标方所在地的异地独董，即“换汤不换药”。以泛海建设（000046）为例，公司在2007年和2008年分别并购了两家北京的公司，并且在2007年并购之前选聘了一名北京独董。2007年末该独董换届离任，随即在2008年并购前又有新的北京独董上任。



# 连续并购

- 为了降低异地独董选聘仅仅是发生在异地并购之前的巧合的可能性，我们比较了一次并购、相同目标方的连续并购以及不同目标方的连续并购之前选聘异地独董的情况。
- 与一次并购相比，对相同目标方发起连续并购的公司更倾向于选聘有目标方所在地经历的异地独董（syd），而对不同目标方发起连续并购的公司可能由于“有的放矢”成本较高而选聘了较少的异地独董。此外，无目标方所在地经历的异地独董（dyd）选聘在发起三类并购的公司中差异不大。

表 8 不同类型并购中异地独董选聘情况

	一次并购	相同目标方的连续并购	不同目标方的连续并购
syd=1 公司占比 (%)	31.2	42.0	26.7
dyd=1 公司占比 (%)	77.1	74.0	73.3



## “过河拆桥”

- 被“过河拆桥”的异地独董的筛选标准：
  - (1) 独立董事在并购发生之前上任且一直任职到并购成功后；
  - (2) 并购成功之后独立董事在因“工作原因”主动辞职或在董事会第一次换届时离任。
- 经过筛选，在194家选聘有目标方所在地经历的异地独董的公司中，53家公司出现了“过河拆桥”的现象，占比达到了27.32%。



## “过河拆桥”

- 为了进一步考察公司替换异地独董的针对性，降低异地独董，尤其是有目标方所在地经历的异地独董的选聘是恰好发生在异地并购之前的可能性，我们在董事层面上统计了两类异地独董被替换的概率。
- 由表可知，有31.84%的syd独董被替换，而仅有28.57%的dyd独董被替换，说明公司的“过河拆桥”策略主要针对有目标方所在地经历的异地独董实施。

表9 独立董事被“过河拆桥”的概率

独董类别	并购前后一直在任（人）	并购后离任或辞职（人）	占比（%）
syd	201	64	31.84
dyd	287	82	28.57



# 公司治理视角的分析

- 不同治理水平的公司在异地独董选聘的并购效果上有何差异？
- 构建公司治理指数（cgindex）

表 10 公司治理指数各分指标定义

一级指标	二级指标	赋值说明
股 东	是否有母公司	无母公司取 1，否则取 0
	是否国有控股	非国有控股取 1，否则取 0
	是否采用累积投票制	采用取 1，否则取 0
董 事 会	董事长总经理是否两职兼任	无两职兼任取 1，否则取 0
	独立董事是否发表异议	如果有一个以上（包括一个）的董事发表异议，赋值为 1，否则为 0
	公司是否受到过中国证监会或交易所的处罚	未受处罚则取 1，否则取 0
激励 制度	管理层持股比例是否较大	管理层持股比例超过行业中位数则取 1，否则取 0
利益 相关者	是否有捐赠支出	有捐赠支出则取 1，否则取 0
信息 披露	是否由“四大”会计师事务所审计	由“四大”会计师事务所审计则取 1，否则取 0
	会计师事务所是否出具保留意见审计	未出具保留意见则取 1，否则取 0





# 公司治理水平与异地独董选聘的并购效果

表 11 公司治理水平与异地独董选聘的并购效果

变量	success		CAR				BHAR			
	治理好	治理差	治理好		治理差		治理好		治理差	
syd	2.355*	1.752	-0.006	-0.002	-0.011***	-0.019***	-0.352	-0.582	0.012	0.134
	(1.224)	(1.105)	(0.010)	(0.018)	(0.003)	(0.007)	(0.267)	(0.444)	(0.149)	(0.134)
dyd	-0.406	0.648	0.011	0.010	0.007	0.015	-0.136	-0.297	-0.131	0.026
	(1.167)	(0.702)	(0.009)	(0.008)	(0.011)	(0.009)	(0.226)	(0.394)	(0.089)	(0.101)
bsm			0.005		0.002		-0.326		0.300	
			(0.019)		(0.010)		(0.354)		(0.333)	
syd*bsm			-0.012		0.026**		0.215		-0.319	
			(0.021)		(0.013)		(0.241)		(0.197)	
dyd*bsm			-0.001		-0.021**		0.169		-0.267	
			(0.014)		(0.010)		(0.314)		(0.267)	



## 公司治理水平与异地独董选聘的并购效果

- 表11的主要结论：
- 当公司治理水平较高时，选聘异地独董才会促进并购成功
- 短期并购绩效方面，治理好的公司选聘异地独董对并购绩效无显著影响，但治理差的公司选聘异地独董后并购绩效更差，而当收购方市场化程度高于目标方时，治理差的公司选聘异地独董后并购绩效得到了改善。
- 长期并购绩效方面，不同治理水平的公司选聘异地独董均不显著影响长期并购绩效，而且当收购方市场化程度高于目标方时，选聘异地独董的影响依然不显著。





## 稳健性检验

- 将独立董事的异地特征指标替换为两类异地独董占并购前三年内全部新任独董的比例（ $psy_d$ 和 $pdy_d$ ），重新进行前述回归，结果基本一致
- 长期并购绩效方面，用总资产收益率的变化值 $\Delta ROA$ 来进行衡量（Cai and Sevilir, 2012），结果保持一致。



# 主要结论

- 异地独董（仅指有目标方所在地经历的异地独董）的选聘能够促进并购成功，但往往伴随着较差的短期并购绩效，而对长期并购绩效无显著影响。
- 当收购方市场化程度高于目标方时，选聘异地独董能够改善短期并购绩效。
- 上述结论在国有企业、竞争行业以及位于周边城市的企业中得到了充分验证。
- 治理水平高的公司选聘异地独董的并购效果更好。
- 总之，异地独董的选聘需要较好的治理水平、较高的市场化程度作保障才能实现其预期的效果。



# 感谢聆听！ 请多批评指正！

曹廷求

泰山学者特聘教授

山东大学经济学院副院长

山东大学银行治理研究中心主任

E-Mail:[tqcao@126.com](mailto:tqcao@126.com)