

# 非国有股东参与治理与国有企业并购绩效

## ——基于“双向混改”情境的研究

何 瑛 汤贤正 侯璨然

(北京邮电大学 经济管理学院 北京 100876)

**摘要:**本文使用手工整理的2007—2018年国有A股上市公司非国有股东独特数据集,基于正式制度与非正式制度构建非国有股东治理参与度指数,分析并检验国有企业混合所有制改革情境中非国有股东参与治理对企业并购绩效的影响。研究发现,非国有股东参与治理能够提高国有企业并购决策效率和并购整合能力进而提升长期并购绩效。企业内部控制质量和经济政策不确定性分别促进和抑制了非国有股东对国有企业长期并购绩效的积极影响。此外,基于双向混改情境的对比研究发现,两种情境中异质性股东参与治理均能提高企业长期并购绩效,但正式制度和非正式制度的作用效果存在差异。本文拓展了非国有股东治理效果和并购绩效影响因素的研究,为推进混合所有制改革提供了新的经验证据。

**关键词:**混合所有制改革;非国有股东参与治理;并购绩效;并购决策效率;并购整合能力

**中图分类号:**F276.1 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2022)05-0003-15

### 一、引言

并购是企业重要的战略投资形式之一,随着2015年中央经济工作会议将“多兼并重组、少破产清算”作为深化供给侧改革的主要思路,中国上市公司的并购活动持续增加。据国泰安数据库统计,2007—2018年,国有企业平均并购规模一直高于非国有企业,但国有企业庞大的并购规模并未与并购绩效相统一<sup>[1]</sup>。现有研究普遍认为复杂的委托代理关系和突出的非经济因素干扰严重影响了国有企业的并购绩效。混合所有制改革作为解决以上问题的有效途径,成为引导国有经济优化布局和结构调整,促进国有经济与民营经济生态共建,推动国有经济和民营经济协同发展的重要方式。党的十八届三中全会明确了公有制和非公有制的平等地位,将国有企业混合所有制改革纳入全面深化改革

**收稿日期:**2022-02-27

**基金项目:**国家社会科学基金重点项目“双向混合所有制改革中非控股股东治理机制对资本配置效率的影响研究”(20AGL015);教育部人文社科基金项目“高管职业经历与企业创新研究:作用机理、影响因素与价值效应”(19YJA630025)

**作者简介:**何 瑛(1973—),女,新疆乌鲁木齐人,北京邮电大学经济管理学院教授;  
汤贤正(1991—),男,山东枣庄人,北京邮电大学经济管理学院博士生;  
侯璨然(1994—),女,内蒙古赤峰人,北京邮电大学经济管理学院博士生。

的顶层设计。党的十九大报告再次强调“深化国有企业改革,发展混合所有制经济”的论断。十四五规划纲要进一步提出“加快国有经济布局优化和调整、推动国有企业完善中国特色现代企业制度、健全管资本为主的国有资产监管体制”等要求。实践中,以中国联通和云南白药为代表的众多国有企业通过混合所有制改革实现了跨越式发展。中国联通首次实现了民营资本在垄断行业的突破,完成了国有资本绝对控股与董事会成员多方委派相结合的创举。云南白药则选择放弃国有企业身份,通过引入民营资本突破发展瓶颈,实现公司市值翻倍增长。引入战略投资者作为非国有股东参与治理的做法为促进国有企业高质量发展,实现不同所有制经济协同发展创造了有利条件。

以往参股股东由于持股比例过低或监督成本过高,常选择“搭便车”或者“用脚投票”的方式参与国有企业治理。随着我国资本市场日益成熟,参股股东的话语权得到更多保障,其参与决策的积极性显著提升,参与决策成本大幅降低,有效提高了企业治理效率<sup>[2]</sup>。在国有企业中,混合所有制改革引入的非国有股东不但能够通过减少高管自利行为、抑制控股股东利益侵占行为提高公司内部治理水平,还能够通过减少政府干预等方式弱化非经济目标干扰<sup>[3]</sup>。非国有股东的治理作用已被广泛验证,但鲜有研究关注到混改情境中非国有股东参与治理对国有企业并购绩效的影响。非国有股东在国有企业中如何发挥治理作用进而影响并购绩效,以及双向混改情境中,异质性股东是否均具有治理作用等重要问题仍未获得解答。

本文的研究贡献可能体现在:首先,完善非国有股东参与治理指标的构建。现有研究主要从股权治理和高层治理(委派董事和高管)两个正式制度层面探究非国有股东对企业行为的影响<sup>[1][4]</sup>,对非正式制度层面的重要作用关注不足。参考马连福等(2015)的研究成果,本文通过构建指数的方式兼顾正式制度与非正式制度,完善非国有股东参与治理程度的衡量方式。其次,依据并购流程深挖非国有股东参与治理影响国有企业并购绩效的作用机理。现有研究多单独分析非国有大股东如何通过影响并购决策或并购整合进而影响国有企业并购效率<sup>[4]</sup>,缺乏针对完整并购过程的理论分析和实证检验。本文基于并购流程视角,深入分析并检验并购决策效率和并购整合能力的作用机理,揭示了非国有股东参与治理影响国有企业并购绩效的黑箱。最后,深化“双向混改”经济效果的对比分析。竞争中原则强调“引进来”与“走出去”并重,旨在促进国有经济和民营经济协同发展。然而截至目前,基于国有资本入股民营企业情境的研究成果还十分少见,本文基于“双向混改”情境对异质性股东如何影响企业并购绩效进行对比分析,丰富了相关领域研究成果。

## 二、文献综述

### (一)非国有股东治理作用研究

现有研究普遍认为非国有股东参与治理能有效改善公司治理水平,进而优化公司投资、融资和经营行为。公司治理方面,非国有股东的治理作用体现在缓解委托代理矛盾和抑制政府干预两方面。一方面,非国有股东参与治理不仅能够减少控股股东股权质押后的利益侵占行为<sup>[5]</sup>,而且可以增加高管薪酬业绩敏感性,从而抑制高管机会主义减持行为和腐败行为<sup>[6]</sup>。另一方面,国有企业中的非国有股东出于“资本逐利性”,可以减少非经济因素对国有企业决策的干扰,恢复国有企业治理的自主权<sup>[7]</sup>。投资方面,非国有股东参与治理不仅有利于加强对内部人的监督和制衡,进而提升企业风险承担能力、促进企业创新<sup>[8]</sup>,还能够通过股权制衡或者委派行为提升公司决策质量,进而提高公司并购效率<sup>[1]</sup>。整体而言,非国有股东参与治理有助于提高公司投资效率<sup>[9]</sup>。融资方面,非国有股东参与治理能够降低公司融资成本,完善公司融资结构,并优化公司的债务期限结构。经营方面,非国有股东参与治理会抑制企业避税行为,减少国有企业真实盈余管理行为<sup>[10]</sup>。此外,虽然大多学者证实了非国有股东的积极作用,但也有少数学者从合谋的角度,提出多个大股东股权结构有可能导致股东间利益冲突,进而增加中小股东的监督难度,加剧大股东对中小股东的利益侵占风险<sup>[11]</sup>。

### (二)并购影响因素研究

国内外学者对并购影响因素的研究主要从内部治理和外部治理两方面展开,内部治理因素可分

为股权治理、董事治理和高管治理三个层次，外部治理因素主要包含政府干预和政策引导两个方面。在内部治理方面，首先，股权治理层面的研究集中在股东类型对企业并购的影响。当企业股东中有机构投资者时，企业的治理机制更完善且信息不对称对并购的影响更小，有利于提升企业并购绩效<sup>[12]</sup>。其次，董事层面的研究集中于探索董事特质和董事社会网络对企业并购的影响。一方面，董事丰富的职业经历会帮助其更好地发挥监督和咨询作用，从而改善企业并购决策，提升企业并购绩效。比如，具有证券或投行背景、海外经历或并购经验的董事会利用其专业优势帮助企业更加谨慎地选择并购目标，进而提升并购实施过程中的成功率，提高企业并购绩效<sup>[13]</sup>。另一方面，董事网络能够通过提供信息资源和改善信息交流两种机制降低信息不对称，从而提高并购绩效<sup>[14]</sup>。最后，高管层面的研究主要集中于探索管理者特质的影响。一方面，从军经历和知青经历等外在特质会促使高管过度自信，进而在并购中过高估计标的价值，形成高并购溢价<sup>[15]</sup>，但高管的海外经历能够增强跨文化交流能力，降低并购整合难度，提高并购绩效<sup>[16]</sup>。学者们还发现职业经历还会促使高管形成联结关系，提升高管利用并购谋取私利的可能，最终导致公司频繁进行低效并购<sup>[17]</sup>。另一方面，过度自信等内在特质会加剧高管自利行为并恶化委托代理关系，进而降低企业并购绩效<sup>[18]</sup>，而高管激励则能够较好地缓解委托代理矛盾，进而提升企业并购质量<sup>[19]</sup>。

对于外部治理机制，政府干预和政策引导会对企业并购产生重要影响。首先，政府干预对跨国并购、跨区域并购和一般并购的影响存在差异。对于跨国并购而言，政府干预降低了政策门槛，有利于企业进行顺应政策的并购并提高企业并购绩效<sup>[20]</sup>。对跨区域并购而言，政府为了发挥上市公司“壳资源”价值或促进当地经济发展，会利用并购向企业输送或转移资源，具体表现为政府通过设置并购壁垒保护本地优质企业不被外地企业并购，或驱使本地企业并购本地“劣质资产”。这种行为会导致企业无法按照发展需求进行并购活动，影响企业长远发展<sup>[21]</sup>。而对于一般并购而言，政府官员尤其是地方政府官员的利益短视行为，会导致政策性导向并购的短期绩效更差<sup>[22]</sup>。其次，政策引导也会影响企业并购绩效。一方面，产业政策会使部分行业受到更多扶持，其中的企业更容易成为跨行业并购的目标，容易被不受产业政策扶持的企业并购<sup>[23]</sup>；另一方面，受产业政策扶持的企业会更倾向于进行政策性并购，且并购活动大多呈现“高并购溢价、低并购成功率”的特点<sup>[24]</sup>。不同产业政策对并购的影响也不尽相同，产业性税收优惠政策不会提高并购频率，但会促使企业努力提升企业绩效以继续享受政策，而区域性税收优惠政策虽然能够通过吸引资本进入并促使并购发生，但是容易发生管理上的“水土不服”，不利于企业价值的提升<sup>[25]</sup>。

### （三）文献述评

首先，现有文献对非国有股东治理的研究遵循“从单一股权治理向股权治理和高层治理并重”的逻辑演进，发现非国有股东参与治理可以抑制大股东掏空、提高高管薪酬业绩敏感性并减少高管自利行为，进而优化企业投融资行为。而着眼于网络治理视角的研究则刚起步，非国有股东社会网络带来的咨询作用及资源效应亟待验证。其次，现有学者对并购影响因素的研究集中于探索股权结构、股东类型以及公司董事特质、高管特质等对企业并购行为和并购绩效的影响，偶有研究从正式制度（股权结构和委派行为）探究参股大股东对企业并购绩效的影响<sup>[1][4]</sup>，现有研究忽视了股东网络关系对企业并购绩效的影响，未从非正式制度考虑非国有股东的治理效应。最后，现有研究集中探讨了“国有企业引入非国有资本”情境中非国有股东的治理作用，忽视了“双向混改”情境中异质性股东参与治理的效果差异。基于此，本文将从“正式制度”与“非正式制度”视角构建指数，探究混改情境中非国有股东参与治理对企业并购绩效的影响机理、影响因素以及“双向混改”情境中异质性股东参与治理对并购绩效的影响差异。

## 三、研究假设

并购过程环环相扣，非国有股东基于正式制度（股权治理、高层治理）和非正式制度（网络治理）全程参与并购活动，有助于提升国有企业并购前的决策效率以及并购后的整合能力，最终提高国有企业

并购绩效,具体体现在:

并购前,非国有股东参与治理能够强化公司股东对高层的监督和激励,缓解委托代理矛盾,从而提高并购决策效率,最终提升并购绩效。从监督视角,一方面,正式制度赋予非国有股东监督的动机与能力。受限于持股比例低、监督成本高等原因,参股股东通常不愿履行监督义务。与之不同,非国有股东作为公司的战略投资者,受到“资本逐利性”驱动并肩负混改任务,有较强的动机监督国资控股股东和公司高层,从而抑制控股股东掏空行为,减少高层自利行为并缓解非经济目标对国有企业并购活动的干扰<sup>[6]</sup>。同时,非国有股东委派高层进入公司内部决策核心,会进一步保障非国有股东的话语权,强化其监督效力。第一,委派的董事与高管能为非国有股东提供一手的并购决策信息,促使股东更加全面、深刻地了解并购项目信息,缓解股东与高层之间的委托代理矛盾。第二,委派的董事与高管会直接参与到企业并购决策中,在参与并购目标选择和目标企业估值等决策的同时直接监督并购项目整体走向,通过投票、发言等方式第一时间影响并购决策。在股东和委派高层的双重监督下,非国有股东参与治理的效力有效提高,进而提升国有企业并购决策效率<sup>[26]</sup>。另一方面,非正式制度的治理作用主要体现在非国有股东依托经验、知识储备形成的咨询作用。国有企业与非国有企业所处的经济环境和政策环境差异促使双方股东在管理经验以及知识结构等方面的差异明显。非国有股东普遍具有更高的市场敏感性和更强的危机意识,更加注重市场信息和并购目标企业信息的收集。因此在制定并购决策时,非国有股东独特的信息资源能够提升管理团队对并购目标企业战略契合性的评估,并给予目标企业符合市场规则的估值<sup>[27]</sup>,进而帮助公司找到符合企业发展战略布局、具有稀缺资源的优质并购目标。

从激励视角,非国有股东能够借助股东权力引进市场化的聘任和激励制度,减少政府对 enterprise 并购决策的干预,提高并购绩效。正式制度层面,第一,国有企业混改后,选任制、聘任制发挥日益重要的作用,国资委方面委派的董事和提名的高层管理人员比例降低,从而降低了政府机构通过人员任命转嫁政策性负担给国有企业的可能性。此时,国有企业拥有更自主的决策制定环境,经济效益成为并购决策制定的首要目标。第二,非国有股东出于资本价值最大化的考虑,会推动国有企业实施与高层能力、企业业绩相匹配的薪酬激励制度<sup>[28]</sup>,将企业长期绩效与高管薪酬体系挂钩,构建有利于企业长期发展的薪酬体系。这有效降低了国有企业高管为追求私人收益而采取策略性并购等短视投资行为的可能性<sup>[23]</sup>。非正式制度层面,非国有股东能够基于内外部信息优势引入更加贴合企业发展需求的市场化聘任和激励制度,进一步调动管理层的积极性,提高并购决策效率。其一,相比于国资控股股东,非国有股东具有异质性视角,能够从自身经验提出国有企业当下需要何种高素质人才,进而在其网络资源的加持下,找到契合岗位需求的优质人才。其二,非国有股东长时间在市场中摸爬滚打,对人力资本市场中优秀人才的定价信息了然于胸,能够帮助国有企业准确地衡量人才价值,降低公司与受聘人员之间的信息不对称,为企业推行市场化薪酬制度提供重要参照。在高素质人才支撑下,企业并购决策各方面准备活动和决策执行过程均能获得更充分、更专业的支持,为提高并购决策效率进而提升并购绩效奠定良好基础。

并购后,非国有股东参与治理能够缓解与并购目标公司在组织运作、人力资源和公司文化等方面存在的冲突,提高并购整合能力,最终改善并购绩效。首先,在组织运作方面,非国有股东参与治理形成了制衡的股权结构和董事会结构,会减少一股独大带来的“一言堂”现象,从组织目标和规章制度两方面提高并购整合能力。其一,非国有股东参与治理后,企业组织目标更加集中于经济效益,这与民营企业的价值取向更为一致,能够减少由组织目标差异导致的并购整合摩擦。其二,非国有股东参与治理还可以为国有企业引入更加符合先进治理结构的规章制度,从制度层面规范并提高组织运营效率。在并购整合中,高效的组织运行能够促使国有企业制定合理的组织整合模式并及时处理组织整合过程出现的问题,实现组织整合的事前控制和事中控制,进而提高并购整合质量。同时,非国有股东基于网络治理的信息优势有助于提升并购方公司与目标公司之间的信息共享程度,帮助企业更加全面地了解目标公司的组织运营特征,为组织运作整合提供更多的信息资源,从而降低并购整合过程

中发生制度冲突的可能性。其次,在人力资源方面,竞争性的聘任制度与市场化的激励制度有助于国有企业实现由“政府权力逻辑”向“财产权利逻辑”转变,市场化的人事制度赋予各级管理层明确的职责并给予相匹配的激励,由此调动管理层对并购项目的积极性,促使其以审慎的态度对待并购活动,并积极面对并购整合中可能出现的各类问题。另外,非国有股东参与治理还能够促使并购方依照并购双方人事结构特征整合被并购单位员工,减轻政府委派导致的员工“水土不服”现象,进而缓解并购导致的工作安全问题、新环境适应问题等不稳定因素对企业员工造成的负面影响,降低并购整合难度。最后,在公司文化方面,在优化组织运作和人力资源的基础上,非国有股东参与治理能够帮助国有企业构建平等、互动的沟通机制,进而营造出开放包容的企业文化氛围,降低并购冲击引发文化碰撞的激烈程度,实现企业文化的有序融合与发展<sup>[29]</sup>。在此过程中,非国有股东积累的管理经验和网络资源等能为并购双方的融合提供丰富的经验支持和开放的思维格局,帮助国有企业深入理解被并购企业的文化特点,进而在并购整合过程中更好地融合并购目标企业,最终减少整合过程中的文化冲突。

综上所述,非国有股东参与治理不仅能通过正式制度的监督和激励作用以及非正式制度的咨询功能提高国有企业并购决策效率,而且能从组织运作、人力资源和公司文化三方面提高国有企业并购整合能力,最终提高国有企业并购绩效。基于以上分析,本文提出以下假设:

H1:混改情境中,非国有股东参与治理能够提高国有企业的并购绩效。

H1a:混改情境中,非国有股东参与治理能够通过提升并购决策效率提高国有企业的并购绩效。

H1b:混改情境中,非国有股东参与治理能够通过提升并购整合能力提高国有企业的并购绩效。

## 四、研究设计

### (一)样本选择与数据来源

我国于2007年基本完成了股权分置改革,本文选取2007—2018年A股中混改的国有上市公司为研究样本,并对数据进行如下处理:第一,限于并购整合能力的衡量,本文剔除并购完成日期在2019年及以后的样本;第二,剔除并购失败的样本;第三,剔除金融保险业上市公司;第四,补充并购完成公告日和商誉减值准备缺失的样本;第五,对连续型变量进行上下1%的缩尾处理。经过以上整理共得到948个有效样本。本文主要使用stata17和Pajek 5.09进行数据分析,其中财务数据来自国泰安数据库和公司年报等,并购数据来自国泰安数据库、万德数据库和清科数据库等。

### (二)变量定义

1.解释变量。非国有股东治理参与度指数(NSGPI),该指数在已有单维度研究的基础上参考傅传锐等(2018)的研究思想与衡量方式进行构建,用以探究在正式制度与非正式制度双重视角下,国有企业混合所有制改革情境中非国有股东的治理作用。一方面,我们选取股权治理与高层治理两个方面衡量非国有股东基于正式制度(Formal Institution)的治理作用。本文中股权治理维度(GovEB)指国有企业前十大股东中民营资本持股比例总和<sup>[30]</sup>,该指标衡量了前十大股东中民营资本在股权层面的相对实力,反映了民营资本参与国有企业治理的制度基础。高层治理则选取了民营资本委派董事数量占董事总数量的比例(GovMR)和民营资本委派高管占高管总数的比例(GovSR)两个指标<sup>[30]</sup>,它们反映了民营资本在股权治理基础上通过委派高管参与国有企业治理的程度,是民营资本通过正式制度参与国有企业治理的途径。另一方面,我们选取了国有企业前十大股东中民营资本股东的“度数中心度”(GovDE)、“中介中心度”(GovBE)和“接近中心度”(GovCL)三个指标共同构成民营资本基于非正式制度(Informal Institution)的网络治理维度。这三个指标分别代表了非国有股东的信息获取能力、信息控制能力和信息独立程度,是民营资本参与治理的保障。以上六个维度指标的具体计算方式如下:

(1)股权治理维度:首先,我们以国泰安的数据为基础,结合公司年报对公司前十大股东名单进行核查与补充,明确股东性质;其次,结合企业产权性质和股东产权性质,计算出国有企业前十大股东中

民营资本股东持股比例(GovEB),作为股权治理维度的基础数据。

(2)高层治理维度:首先,通过国泰安数据库获取公司董监高兼任信息,筛选出股东公司委派高管的情况;其次,根据公司股东股权性质计算出民营资本股东委派高管和委派董事的数量,结合国泰安数据库中“高管规模”和“董事规模”数据计算出国有企业中非国有股东委派高管的比例(GovSR)和委派董事的比例(GovMR)。

(3)网络治理维度:首先,根据国泰安数据库中的股东一致行动人数据,结合万德相关数据将股东存在亲属关系、一致行动人关系和控股关系的股东合并为“股东集团”<sup>[28]</sup>;其次,根据“股东集团”作为网络节点,把共同持股同一家上市公司作为联结纽带,构建非国有股东的关系网络。使用 Pajek 按照年份计算出不同“股东集团”的度数中心度(GovDE)、中介中心度(GovBE)和接近中心度(GovCL)。最后,分别计算出每家样本公司每年前十大股东中“股东集团”的三个指标的算数平均数作为维度指标。三个指标的计算公式如下:

$$\text{GovDE} = \frac{\sum_j X_{ij}}{n-1} (i \neq j) \quad \text{GovBE} = \frac{\sum_{j < k} g_{jk(i)} / g_{jk}}{(n-1)(n-2)} \quad \text{GovCL} = \frac{n-1}{\sum_j d_{ij}} (i \neq j) \quad (1)$$

式(1)中, $i$ 为混合所有制国有企业前十大股东中的某个非国有股东, $j$ 和 $k$ 是除股东 $i$ 以外的沪深A股上市公司的某个前十大股东, $n$ 表示不同年份样本上市公司的前十大股东总数; $X_{ij}$ 表示股东 $i$ 与其他股东 $j$ 的关联关系,当 $i$ 与 $j$ 同时持股一家上市公司时取1,否则取0; $g_{jk}$ 为股东 $j$ 和股东 $k$ 相连需经过的捷径数, $g_{jk(i)}$ 为股东 $j$ 和股东 $k$ 相连的捷径中存在股东 $i$ 的数量; $d_{ij}$ 为股东 $i$ 与其他股东 $j$ 之间的节点距离。

随后,本文使用混改后的国有上市公司为样本进行因子分析,对以上6个维度指标进行降维处理以提取解释能力较强的因子(特征值大于1)。首先,本文对样本进行KMO检验,结果为0.5,达到了进行因子分析的基本要求;其次,对因子分析结果以方差最大法进行旋转后得到两个能够与正式制度和非正式制度对应的因子;再次,借助predict命令计算出因子得分;最后,以累计方差贡献率为权重计算出非国有股东治理参与度指数(NSGPI)。

2.被解释变量。本文使用累计超额收益率(CAR)衡量短期并购绩效,使用购买并持有超额收益(BHAR)衡量长期并购绩效。CAR根据市场模型计算,即 $R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \times R_{m,t} + \epsilon$ 。其中, $R_{i,t}$ 为 $t$ 时期考虑现金红利再投资的个股日回报率, $R_{m,t}$ 为考虑现金红利再投资的市场日收益率。文章选取并购首次公告日前150个交易日到并购首次公告日前30个交易日为估计系数 $\alpha$ 和 $\beta$ 的观测区间,并分别选取并购首次公告日前后1个交易日、前后3个交易日、前后5个交易日三个窗口为预测区间,计算累计超额收益率。BHAR通过计算公司 $i$ 并购首次公告日当月至后24个月的购买并持有超额收益获得,即: $\text{BHAR}_{i,t} = \prod_{t=0}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=0}^T (1 + R_{p,t})$ 。其中, $R_{i,t}$ 表示考虑现金红利再投资的公司 $i$ 在 $t$ 月的回报率, $R_{p,t}$ 表示考虑现金红利再投资的月综合市场回报率, $t=0$ 表示并购首次公告当月, $t=1$ 表示并购首次公告次月,依次类推。

3.中介变量。并购决策效率决定了并购活动的价值创造水平,一项耗时冗长的并购活动往往意味着管理过程中决策制定和决策执行效率低下,因此我们选取并购首次公告日到并购完成公告日之间天数跨度的自然对数衡量企业的并购决策效率(Period)<sup>[31]</sup>,数值越大表明并购决策效率越低。首次公告日期数据来自国泰安数据库,并购完成公告日的数据则在国泰安数据的基础上结合万德数据库和清科数据库进行手工补充。

并购整合能力体现在并购对象是否达到经营预期,当被并购方未能创造足够价值时,并购方需要冲销并购过程中形成的商誉,即计提商誉减值准备。由此,我们使用是否计提商誉减值虚拟变量(IMP)衡量企业并购整合能力<sup>[1]</sup>。本文在国泰安数据库的基础上统计样本公司在并购完成公告当年及后两年内计提商誉减值准备的次数作为计提商誉减值准备虚拟变量(IMP)的数值,计提次数越多则表明国有企业并购整合能力越差。

4.控制变量。结合现有研究,本文选取以下控制变量:内部治理层面选取独立董事比例(Ind),使



用并购方公司独立董事占董事会成员总数的比例衡量;股权集中度(Top1),使用并购方第一大股东持股比例衡量;两职合一(Dual),使用并购方公司董事长与CEO是否兼任衡量;高层股权激励(MNSTK),使用并购方公司高管持股数与总股数的比值衡量;高层薪酬激励(MNSALARY),使用并购方公司前三名高管薪酬总额的对数衡量。公司特征层面选取了资产负债率(Lev),使用并购方公司并购前一年的资产负债率衡量;每股净资产(PNE),使用并购方公司股东权益总额与普通股股数比值衡量;公司自由现金流(Cash),使用标准化后的并购方公司自由现金流衡量;净资产收益率(ROE),使用并购方公司的净资产收益率衡量;公司规模(Size),使用并购方公司并购前一年末的总资产自然对数衡量;公司年龄(Age),使用并购前一年年份与公司上市年份的差值衡量。并购方面选取了跨行业并购(SI),按照证监会2012年行业标准,并购双方处于同一行业取1,否则为0;并购规模(Value),使用并购交易总金额的自然对数衡量。此外,模型还设置了年份虚拟变量(Year)和行业虚拟变量(Industry)以控制年份和行业差异对研究的干扰。

### (三)模型设定

为了验证混改情境中非国有股东参与治理对国有企业并购绩效的影响,本文构建了模型(2)和模型(3),其中BHAR和CAR分别代表长期并购绩效和短期并购绩效,NSGPI为非国有股东治理参与度指数,Controls表示控制变量,Year/Industry Fixed Effect表示年份和行业固定效应。为保障回归结果稳健性,本文所有回归均进行了公司层面聚类分析。

$$BHAR = \alpha_0 + \alpha_1 \times NSGPI + \alpha_2 \times Controls + \{Year/Industry\ Fixed\ Effect\} + \epsilon \quad (2)$$

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 \times NSGPI + \beta_2 \times Controls + \{Year/Industry\ Fixed\ Effect\} + \epsilon \quad (3)$$

为验证混改情境中,非国有股东能否通过提高并购决策效率和并购整合能力进而提升国有企业并购绩效,本文借鉴斯丽娟和曹昊煜(2022)的做法,借助三步法检验中介效应,构建了模型(4)和模型(5),其中Period和IMP分别代表了并购决策效率和并购整合能力。

$$Period/IMP = \theta_0 + \theta_1 \times NSGPI + \theta_2 \times Controls + \{Year/Industry\ Fixed\ Effect\} + \epsilon \quad (4)$$

$$BHAR/CAR = \lambda_0 + \lambda_1 \times Period/IMP + \lambda_2 \times NSGPI + \lambda_3 \times Controls + \{Year/Industry\ Fixed\ Effect\} + \epsilon \quad (5)$$

## 五、实证结果与分析

### (一)描述性统计

表1展示了主要变量的描述性统计结果。由表1可知,国有企业24个月长期并购绩效BHAR的中位数为0.0388,表明国有企业的长期并购绩效有待提升;BHAR的标准差为0.9316,说明不同国有企业的并购绩效存在较大差异。三个区间中国有企业短期并购绩效的各项统计值较为接近,且标准差差异不大,表明短期内资本市场对国有企业并购活动的反应差异不明显。非国有股东治理参与度指数(NSGPI)由6个维度指标进行因子分析得到,其正负号仅代表非国有股东治理水平,不影响后续回归结果。从NSGPI的中位数与均值可以看出,多数国有企业中非国有股东的治理水平超过了中位数,表明多数企业治理效果较为明显;而标准差为0.3331,说明不同企业中非国有股东治理效果存在一定差异。

表1 主要变量描述性统计表

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
BHAR	948	0.2487	0.9316	0.0388	-1.3333	5.1621
CAR[-1,1]	948	0.0308	0.1023	0.0087	-0.2386	0.2797
CAR[-3,3]	948	0.0403	0.1525	0.0078	-0.3753	0.4457
CAR[-5,5]	948	0.0482	0.1807	0.0079	-0.3965	0.6275
NSGPI	948	-0.0335	0.3331	-0.0934	-0.4777	1.2803
Period	948	4.4939	1.7065	4.9870	0.0000	7.1196
IMP	948	0.2743	0.6439	0.0000	0.0000	3.0000

## (二)非国有股东参与治理与国有企业并购绩效

表 2 报告了非国有股东参与治理和国有企业并购绩效的回归结果。由列(1)~(3)可知,非国有股东参与治理(NSGPI)对国有企业短期并购绩效(CAR)的影响均不显著。这可能缘于信息不对称和治理效果滞后双重因素的影响。一方面,资本市场中的投资者相较于并购方存在一定的信息劣势,而国有企业的并购绩效平均较低,投资者极有可能以过去经验为依据评判并购绩效。另一方面,非国有股东的治理作用贯穿于并购决策和并购整合中,是一个循序渐进的过程,并不会立刻显现出治理效果。因此,短期内资本市场对国有企业的并购活动更多持观望态度,这导致非国有股东参与治理未能提高短期并购绩效。列(4)的结果说明,非国有股东参与治理能够在 1%水平上提升国有企业的长期并购绩效,并且非国有股东治理参与指数(NSGPI)每提高一个单位,长期并购绩效增加 0.3853 个单位。通常,并购首次公告日 24 个月后,投资者不再依靠经验评估企业并购的成败,而是通过企业的财务绩效、商誉减值等情况观察公司经营情况,判断并购活动的价值,并反映到公司股价中。由此,虽然非国有股东参与治理未能提高国有企业的短期并购绩效,但是能够提高国有企业的长期并购绩效,部分验证了本文的假设 1。

表 2 非国有股东参与治理对国有企业并购绩效的回归结果

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR[-1,1]	CAR[-3,3]	CAR[-5,5]	BHAR
NSGPI	00.0038 (0.3461)	0.0065 (0.4108)	0.0170 (0.8511)	0.3853 *** (3.8210)
控制变量	是	是	是	是
控制年份	是	是	是	是
控制行业	是	是	是	是
样本量	948	948	948	948
调整后 R <sup>2</sup>	0.0740	0.0765	0.0818	0.0299

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著,下同。

## (三)并购决策效率与并购整合能力的中介作用

表 3 列(1)~(4)使用中介检验的三步法和 Sobel 检验验证了并购决策效率(Period)和并购整合能力(IMP)的中介作用。第一步的结果见表 2 列(4),非国有股东参与治理在 1%水平上提高了国有企业的长期并购绩效;第二步,表 3 列(1)验证了非国有股东治理参与度指数(NSGPI)对并购决策效

表 3 中介效应的检验结果

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)
	Period	BHAR	IMP	BHAR
Period		-0.0520 ** (-2.5701)		
IMP				-0.1326 *** (-3.6932)
NSGPI	-0.6541 *** (-3.7142)	0.3513 *** (3.4443)	-0.1877 *** (-3.2830)	0.3604 *** (3.5952)
控制变量	是	是	是	是
控制年份	是	是	是	是
控制行业	是	是	是	是
Sobel Z 值		2.2290 **		1.9100 *
Sobel Z-p 值		(0.0258)		(0.0562)
中介效应占比		0.0901		0.0642
样本量	948	948	948	948
调整后 R <sup>2</sup>	0.0688	0.0373	0.1049	0.0364



率(Period)的促进作用,系数在1%水平上显著;第三步,表3列(2)验证了把非国有股东治理参与度指数和并购决策效率同时代入模型(4)的结果,可以看出NSGPI和Period的系数分别在1%和5%水平上显著,说明中介效应存在。Sobel检验也印证了这一结论,中介效应占比为9.01%,验证了假设1a。表3列(3)和列(4)汇报了并购整合能力(IMP)的中介效应检验结果,结果表明并购整合能力也起到部分中介作用,中介效应占比为6.42%,验证了假设1b。以上结果说明,非国有股东确实通过正式制度和非正式制度参与了国有企业治理,并促进了国有企业并购决策效率和并购整合能力的提升,进而提高国有企业长期并购绩效。

#### (四)稳健性检验

本文可能存在反向因果问题和样本选择偏差等内生性问题,并且中介效应检验中可能存在着异方差问题。比如,本文提出非国有股东参与治理能够有效提高国有企业长期并购绩效,事实上并购质量一定程度上反映出企业的整体治理与投资能力,因此可能存在并购绩效越好的国有企业越倾向于引入非国有股东参与治理的反向因果问题。因此本文使用工具变量法、倾向得分匹配法以及Bootstrap检验中介效应的方式测试文章实证结果的稳健性。

1.工具变量法。为判断是否存在反向因果的问题,本文从公司层面和地区经济环境层面选择了国有企业所在省份民营上市公司平均规模(Asize)和国有企业所在省份国民生产总值(GNP)两个变量作为治理指数的工具变量。一方面,参考现有文献使用除本公司外同行业其他上市公司规模均值作为工具变量的思路,本文选取了国有企业所在省份民营上市公司平均规模作为工具变量。该工具变量从公司层面反映出国有企业所在省份民营资本的实力,当某省份民营上市公司平均规模较大时,表明当地民营上市公司发展状况较好,民营企业通常更有意愿和实力参股国有企业。并且,民营上市公司平均规模仅代表了民营资本实力,与国有企业并购绩效的随机扰动项无直接关联,具有足够的外生性。另一方面,本文参考现有研究选取公司所在省份GDP作为工具变量的做法,选择了国有企业所在省份GNP作为工具变量。与GDP相同,GNP同样从地区经济的层面反映了经济发展情况对国有企业发展水平的影响,能够从侧面反映出本省国有企业发展情况;并且省份GNP同样不会影响企业的并购绩效,具有足够的外生性。与GDP不同,GNP衡量了国民经济在一定时期内全部最终产品价值的总和,并且排除了外国公司在本国创造而最终流出的收入,更加符合本文的研究主题。

在选定所需工具变量后,本文使用两阶段最小二乘法(2SLS)对工具变量进行检验。首先,Kleibergen-Paap rk LM统计量为17.39( $P=0.00$ ),说明工具变量不存在不可识别问题;其次,Cragg-Donald Wald F统计量为12.60大于Stock-Yogo弱工具变量检验15%显著性的临界值11.59,通过弱工具变量检验;最后,Hansen J统计量为0.57( $P=0.45$ ),说明工具变量不存在过度识别问题。两阶段的回归结果见表4,列(1)的结果说明两个工具变量和非国有股东治理参与度指数(NSGPI)均在1%水平上显著正相关,即国有企业所在省份民营上市公司平均规模越大、GNP越高,非国有股东治理参与度越高,符合预期;表4列(2)结果说明在控制内生性影响后,非国有股东参与治理依然能够在5%水平上显著提升国有企业的长期并购绩效,说明本文不存在严重的反向因果问题。

2.倾向得分匹配法。为检验非国有股东参与治理的真实作用,消除样本选择偏差的影响,本文使用倾向得分匹配法验证研究结论的稳健性。本文以分行业的非国有股东治理参与度指数(NSGPI)为基准,把高于中位数的样本记为1,其余的记为0;而后根据控制变量进行匹配,设置卡尺宽度为0.01,进行有放回的一对一匹配。平衡性检验结果显示,仅净资产收益率匹配后的偏差超过10,且仍在10%水平上有显著差异外,实验组与对照组的各项匹配标准不再具有显著差异,匹配结果良好。表4列(3)报告了倾向得分匹配法的回归结果,NSGPI在10%水平上显著,说明随机扰动项并未对回归结果产生重大影响,假设1仍然成立。

3.Bootstrap法。使用三步法与Sobel检验需要满足数据同方差假设,并且本文样本总量较少,为保证中介效应检验的稳健性,本文使用Bootstrap方法以有放回重复抽样5000次的方式进行检验。结果发现,并购决策效率的直接效应在1%水平上显著,间接效应在5%水平上显著,且95%的置信

区间分别位于 0.0014 至 0.0666 和 0.1520 至 0.5505 之间,表明中介效应稳健;并购整合能力的直接效应与间接效应均在 1% 水平上显著,且 95% 的置信区间分别位于 0.0068 至 0.0430 和 0.1655 至 0.5552 之间,表明中介作用稳健。此外,江艇(2022)指出使用“三步法”检验中介效应存在偏误,并提出了中介变量选择和检验条件。本文主效应进行了全面的稳健性检验,中介变量并购决策效率和并购整合能力与因变量并购绩效存在清晰的逻辑关系,满足中介效应检验条件。这说明非国有股东参与治理确实能够通过提升并购决策效率和并购整合能力提高国有企业长期并购绩效。

4.其他稳健性检验方法。除了以上方法,我们还使用替换非国有股东治理参与度指数中股权治理维度的衡量方式以及更换长期并购绩效的衡量方式验证回归结果的稳健性。第一,我们将指数构成中股权治理维度更换为第一大非国有股东与第一大国资股东持股比例的比值,重新构建治理指数(NSGPI0)并进行回归,结果如表 4 列(4)所示,NSGPI0 仍在 1% 水平上显著促进国有企业的长期并购绩效。第二,我们使用并购首次公告日期后两年与公告前一年总资产收益率的变化率( $\Delta ROA$ )衡量国有企业长期并购绩效,结果仍然显著,具体见表 4 列(5)。以上回归结果表明,非国有股东参与治理对国有企业长期并购绩效的促进作用是稳健的。

表 4 稳健性检验结果表

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	NSGPI	BHAR	BHAR	BHAR	$\Delta ROA$
Asize	0.0498*** (2.9252)				
GNP	0.0719*** (2.8164)				
NSGPI		1.3898** (1.9941)	0.2140* (1.9667)		0.8822** (2.2831)
NSGPI0				0.3950*** (3.4464)	
控制变量	是	是	是	是	是
控制年份	是	是	是	是	是
控制行业	是	是	是	是	是
样本量	948	948	688	948	948
调整后 R <sup>2</sup>	-	0.0406	0.0803	0.0688	0.0528

## 六、进一步研究

### (一)内外部治理环境的影响分析

非国有股东参与治理能够提升国有企业长期并购绩效的原因在于非国有股东基于正式制度和非正式制度促进了国有企业的治理规范化、经营市场化,提高了国有企业并购决策效率和并购整合能力,而内部控制质量和经济政策不确定性作为企业经营内部和外部环境的典型影响因素,会对企业并购等战略性投资活动产生重大影响。

1.经济政策不确定性的影响分析。经济政策不确定性反映出经济环境中蕴藏了风险,这不仅会增加并购双方之间的信息不对称,也会增加企业融资约束,进而对企业并购绩效产生消极影响。一方面,较高的经济政策不确定性引发信息不对称,会干扰企业对并购目标公司的价值判断,增加价值评估的难度,进而削弱非国有股东治理效果,降低非国有股东对国有企业并购绩效的促进作用。对被并购方而言,经济政策不稳定会导致公司价值波动,增加公司未来发展和预期收益的风险。对并购方而言,经济政策不确定性会影响公司战略走向,可能会降低并购活动的协同作用。因此,当经济政策不确定性高时,并购活动会面临更大程度的信息不对称,导致并购活动无法实现价值创造。另一方面,

并购活动需要充足的资金支持,而较高的经济政策不确定性会提高企业的融资成本和融资难度,不利于非国有股东提升并购绩效。对股权融资而言,经济政策不确定性会导致较高的风险溢价,从而增加股票价格的波动幅度,降低股票对投资者的吸引力,最终增加股权融资难度。对于债权融资而言,经济政策不确定性会导致银行等金融机构降低对企业风险承担能力和偿债能力的评级,导致贷款利率上升和贷款金额下降,增加企业通过债务融资获取资金的难度和成本。因此,经济政策不确定性会减少并购活动的资金支持,干扰并购活动的顺利进行,进而降低并购绩效。综上所述,在国有企业混合所有制改革情境中,经济政策不确定性越高,非国有股东参与治理对国有企业长期并购绩效的促进作用越弱。

2.内部控制质量的影响分析。内部控制质量是公司内部治理水平的综合反映,良好的内部控制质量代表公司在并购活动中能够恰当地制定并购决策,并妥善地处理并购整合过程中的矛盾和冲突,进而有利于非国有股东提升并购绩效。一方面,良好的内部控制能够减少大股东的掏空行为和高层的自利行为,对非国有股东提升并购绩效产生积极影响。由于委托代理矛盾的存在,并购活动经常沦为公司大股东掏空公司、高层满足自利需求的工具。当公司拥有高效、严格的内部控制系统时,非国有股东引入的公司治理制度可以更有效地规范公司的权责划分和治理流程,形成有力的监督作用以及互相制衡的决策机制,进而促进并购活动顺利进行。另一方面,良好的内部控制能够抵消制度与文化冲突对并购双方整合的不利影响,进而提高并购绩效。良好的内部控制有助于非国有股东发挥信息优势,提升公司高层协调并购整合过程中各方利益冲突的能力,进而降低业务重组等变革对企业稳定性的冲击,提高企业并购整合能力。此外,信息贯穿于并购战略制定、资源分配、战略实施与监控等各个方面,有效的内部控制有助于提高企业信息披露质量,帮助非国有股东更加全面地掌握并购决策并提高并购过程中的信息传递质量,最终提高并购绩效。基于以上分析,内部控制质量对非国有股东参与治理与国有企业并购绩效之间的关系有显著影响,在国有企业混合所有制改革情境中,内部控制质量越高,非国有股东参与治理对国有企业并购绩效的促进作用越大。

本文使用 Baker 等构建的中国经济政策不确定性指数 (EPU) 衡量我国经济政策不确定性,使用迪博 (DIB) 内部控制与风险管理数据库中的内部控制指数 (ICI) 衡量企业内部控制的综合水平。为验证经济政策不确定性和内部控制质量的调节作用,本文使用交互项的方式进行检验。表 5 结果显示,经济政策不确定性指数 (EPU) 和非国有股东治理参与度指数 (NSGPI) 的交互项系数,内部控制质量指数 (ICI) 和非国有股东治理参与度指数 (NSGPI) 的交互项系数分别在 5% 水平和 10% 水平上显著,说明较高的经济政策不确定性会削弱非国有股东参与治理对国有企业长期并购绩效的提升作用,但有效的内部控制能够促进非国有股东参与治理对国有企业长期并购绩效的提升作用。由此可见,非国有股东参与治理虽然能够提高国有企业的长期并购绩效,但是企业内外部决策环境也是不可忽视的重要因素,国有企业需要提升内部控制质量、积极应对外部风险以提升并购绩效。

表 5 调节效应的检验结果

变量名称	(1)	(2)
	BHAR	BHAR
EPU	0.0004 (0.9338)	
EPU×NSGPI	-0.0017** (-2.3603)	
ICI		0.0001 (0.9488)
ICI×NSGPI		0.0005* (1.8964)
NSGPI	0.8089*** (3.4802)	0.0504 (0.2737)
控制变量	是	是
控制年份	是	是
控制行业	是	是
样本量	948	948
调整后 R <sup>2</sup>	0.0341	0.0297

(二)“双向”混改情境中异质性股东治理作用的对比分析

上文证实了在“国有企业引入非国有资本”情境中,非国有股东能够有效提高国有企业的并购绩效。在“国有资本入股民营企业”情境中,国有股东对民营企业并购绩效的影响主要体现在以下两个方面:第一,国有资本作为参股股东时,可以凭借其雄厚的资本实力和天然的“政治关联”拉近民营企业与政府之间的关系,赋予民营企业额外的经济资源与非经济资源,进而提升并购中民营企业的并购绩效。一方面,国有资本进入能够直接扩充民营企业资本规模,为并购活动提供足够的资本支持;另

一方面,国有资本参股不仅能够帮助民营企业获取政策倾斜,还能够发挥“承诺信号”作用,为民营企业提供声誉担保,帮助民营企业降低并购过程中可能受到的政府限制,并赋予民营企业在并购中的优势地位。第二,融资约束是限制并购的突出因素,国有资本入股民营企业能够削弱国有金融机构对民营企业的信贷歧视。具体而言,出于对民营企业偿债能力和财务信息质量的担忧,金融机构更倾向于为国有大型企业提供贷款,由此产生了民营企业信贷歧视,进而限制了民营企业的资金来源。同时,融资约束迫使民营企业使用股权支付的方式进行并购活动,而优序融资理论指出股权融资的成本高于债务融资。因此,融资约束会严重限制企业资金规模并增加企业并购成本,不利于民营企业提高并购绩效。总之,国有资本入股民营企业会为民营企业提供资金和政策支持,并向资本市场传递积极信号,同时,“身份问题”导致的金融机构歧视问题会有所缓解,有利于缓解民营企业的融资约束,为企业开展并购活动提供资金保障。

为验证“国有资本入股民营企业”情境中国有股东对民营企业并购绩效的影响,并对比双向混改情境中异质性股东参与治理效果的差异,本文进行了如下工作:第一,我们以存在国有资本参股的民营企业为样本计算出非控股股东治理参与度指数(NSGPI1),与并购数据匹配后得到 1431 个有效观测值;第二,对比分析了双向混改情境中,异质性股东治理参与度和长期并购绩效的差异(表 6);第三,检验了国有资本入股民营企业情境中,非控股股东参与治理对民营企业长期并购绩效的影响(表 7);第四,使用似无相关检验对比了双向混改情境中异质性股东对企业长期并购绩效影响程度的差异;第五,对比了双向混改情境中正式制度和非正式制度对企业长期并购绩效影响的差异(表 8)。

表 6 双向混改情境中异质性股东治理参与度和并购绩效的差异检验结果

	样本量	NSGPI/NSGPI1	BHAR
“国有企业引入非国有资本”情境	948	-0.0335	0.2487
“国有资本入股民营企业”情境	1431	-0.0506	0.4359
差异性(P 值)		0.1616	0.0000

表 7 双向混改情境中异质性股东的治理效应差异

变量名称	“国有企业引入非国有资本”情境	“国有资本入股民营企业”情境	组间差异检验结果
	BHAR	BHAR	
NSGPI/NSGPI1	0.3853 *** (3.8210)	0.2221 ** (3.8737)	2.34
控制变量	是	是	
控制年份	是	是	
控制行业	是	是	
样本量	948	1431	
调整后 R <sup>2</sup>	0.0299	0.0830	

表 8 正式制度和非正式制度对并购绩效的影响结果

	“国有企业引入非国有资本”情境		“国有资本入股民营企业”情境	
	BHAR	BHAR	BHAR	BHAR
Formal Institution	0.1760 *** (3.4166)		0.0381 (0.1076)	
Informal Institution		0.1017 ** (2.1849)		0.1132 *** (3.5669)
控制变量	是	是	是	是
控制年份	是	是	是	是
控制行业	是	是	是	是
样本量	948	948	1431	1431
调整后 R <sup>2</sup>	0.0300	0.0189	0.0475	0.0574

表 6 展示了国有企业和民营企业中异质性股东治理参与度指数和长期并购绩效的差异,可以得到以下结论:第一,民营企业的长期并购绩效普遍显著高于国有企业,这也印证了国有企业并购规模普遍较大但绩效并未与规模相匹配的现象<sup>[1]</sup>;第二,双向混改情境中,异质性股东参与治理的程度并无显著区别,但正式制度和非正式制度的作用差异仍待检验。

表 7 对比了双向混改情境中异质性股东对企业长期并购绩效的影响差异,结果显示,两类情境中异质性股东均能够提高企业长期并购绩效,且似无相关检验发现,异质性股东对企业并购绩效的影响无显著差异。这可能是因为在国有企业引入非国有资本情境中,非国有股东通过正式制度和非正式制度输入的现代化治理机制和市场化管理制度提高了国有企业并购绩效;而在国有资本入股民营企业情境中,非控股股东提供的多种资源支撑同样在民营企业并购中发挥了重要作用。

表 8 汇报了正式制度和非正式制度对企业长期并购绩效的影响。对比每种情境中两个因素的系数和显著性,可以看出:在国有企业引入非国有资本情境中,正式制度和非正式制度的系数均显著为正,而正式制度的显著性更高且系数相对更大;在国有资本入股民营企业情境中,正式制度的系数并不显著,但非正式制度的系数显著。以上结果说明,在国有企业引入非国有资本情境中,非国有股东主要通过正式制度提高国有企业并购绩效,而在国有资本入股民营企业情境中,非控股股东主要依靠非正式制度提高民营企业并购绩效。对国有企业而言,非国有股东主要借力正式制度引入市场化治理机制、减少政府干预等方式监督国有企业行为,缓解国有企业委托代理矛盾,最终提高国有企业并购绩效<sup>[27]</sup>。对民营企业而言,国有资本具有雄厚的资本实力和天然的“政治关联”,能够为民营企业输入大量资源,进而提高长期并购绩效。

## 七、结论与建议

本文以 2007—2018 年我国 A 股上市公司为样本,使用手工整理的非国有股东多维治理独特数据集,基于正式制度和非正式制度构建非国有股东治理参与度指数,进而对混改情境中非国有股东参与治理如何影响国有企业并购绩效这一话题进行讨论。研究结果表明:混改情境中,非国有股东参与治理确实能够有效提高国有企业长期并购绩效,这种治理效应贯穿于并购决策至并购整合整个过程。影响因素研究发现,公司内部控制质量越高、经济政策越稳定时,非国有股东参与治理对国有企业并购绩效的提升效果越明显。“双向混改”情境对比研究发现,异质性股东参与治理均不同程度提高了企业的长期并购绩效,其中,在国有企业引入非国有资本情境中,非国有股东主要基于正式制度发挥治理作用进而提升企业并购绩效;而在国有资本入股民营企业情境中,非控股股东主要通过非正式制度发挥治理作用进而提升企业并购绩效。

本文研究结论不仅从股权治理、高层治理和网络治理三个维度深化了非国有股东参与治理的研究成果,还为引入异质性非国有股东参与治理,积极推进国有企业混合所有制改革,持续加快国有经济优化布局和调整结构提供经验证据和启示。首先,引入异质性非国有股东进行混合所有制改革的企业需要兼顾资本控制和非国有股东话语权保障,在发展国有资本的同时维护好异质性非国有股东的权利。中国联通公司同股不同权的股权结构和多方委派的董事会结构设置为后续准备进行混合所有制改革的国有企业提供了良好经验,此种治理结构安排不仅在股权层面保证了国有资本的绝对控股,预防了国有资产流失,而且在董事会层面保障了非国有股东的话语权,调动了非国有股东参与治理的积极性,有助于建立权责法定、权责透明、协调运转、有效制衡的公司治理机制。其次,正式制度与非正式制度共同构成了非国有股东参与治理的制度基础,正式制度的治理效果不言而喻,非正式制度的治理作用同样不容忽视。因此,国有企业需充分发挥非国有股东基于复合资源的治理能力,深度融合民营资本快捷的市场反应、先进的治理理念和丰富的实践经验。通过加强董事会建设、落实董事会职权以保障非国有股东治理权利,充分激发其治理动力。此外,国有资本还应适时地参股民营企业,通过双向混改实现国有资本实力和民营资本活力的有机结合,向民营企业输入一定的资本资源和政策资源,帮助民营企业做大做强,实现公有经济和非公有经济合作共赢。最后,双向混改强调推进



国有企业经营市场化以及要素资源在不同所有制企业间的公平分配,政府在其中肩负着强化竞争中  
性原则,优化法制环境、政策环境和市场环境的重要责任。因此,政府需要进一步实现从过度干预的  
“全能型政府”向提供服务的“有限型政府”的转变,从维护市场环境、构建市场规则入手为不同所有制  
企业提供一个公平、开放的市场平台。对于国有企业,政府需要适度放开对商业一类国有企业的管  
控,基于竞争中原则加速其市场化经营进程;适当放松对商业二类国有企业竞争性环节的限制,适  
度给予非国有资本参与竞争性环节的机会。政府还需要引导好公益类企业经营与发展工作,高效率  
地提供公共产品和服务。对于民营企业,政府应当在尊重市场规则的基础上保障民营企业平等使用  
资源、公平参与市场竞争,进而创建“亲”“清”的政企关系。另外,政府还应引导金融机构创新金融工  
具,降低民营企业融资门槛,保障民营企业融资权益,拓宽民营企业融资渠道。

#### 参考文献:

- [1] 逯东,黄丹,杨丹.国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率[J].管理世界,2019(6):119—141.
- [2] Barroso,C.R.,Burkert,M.,Dávila,A.,et al.Shareholder Protection: The Role of Multiple Large Shareholders  
[J].Corporate Governance: An International Review,2016,24(2): 105—129.
- [3] Jiang,F.,Cai,W.,et al.Multiple Large Shareholders and Corporate Investment: Evidence from China[J].Jour-  
nal of Corporate Finance,2018,50(3): 66—83.
- [4] 李济含,刘淑莲.混合所有制、非国有大股东治理与国有企业并购效率[J].审计与经济研究,2021(4):69—79.
- [5] 姜付秀,申艳艳,蔡欣妮,姜禄彦.多个大股东的公司治理效应:基于控股股东股权质押视角[J].世界经济,  
2020(2):74—98.
- [6] 罗宏,黄婉.多个大股东并存对高管机会主义减持的影响研究[J].管理世界,2020(8):163—178.
- [7] 陈林,唐杨柳.混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究[J].经  
济学家,2014(11):13—23.
- [8] 朱冰,张晓亮,郑晓佳.多个大股东与企业创新[J].管理世界,2018(7):151—165.
- [9] Ben-Nasr,H.,Boubaker,S.,Rouatbi,W.Ownership Structure,Control Contestability,and Corporate Debt Ma-  
turity[J].Journal of Corporate Finance,2015,35(6): 265—285.
- [10] 祁怀锦,于瑶,刘艳霞.混合股权制衡度与真实盈余管理行为[J].审计与经济研究,2020(5):63—74.
- [11] Fang,Y.,Hu,M.,Yang,Q.Do Executives Benefit from Shareholder Disputes? Evidence from Multiple Large  
Shareholders in Chinese Listed Firms[J].Journal of Corporate Finance,2018,51(5): 275—315.
- [12] Goranova,M.L.,Priem,R.L.,Ndofor,H.A.,et al.Is There a "Dark Side" to Monitoring? Board and Share-  
holder Monitoring Effects on M&A Performance Extremeness [J].Strategic Management Journal,2017,38(11):  
2285—2297.
- [13] Field,L.C.,Mkrtchyan,A.The Effect of Director Experience on Acquisition Performance[J].Journal of Fi-  
nancial Economics,2017,123(3): 488—511.
- [14] 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.
- [15] 曾宪聚,陈霖,严江兵,杨海滨.高管从军经历对并购溢价的影响:烙印—环境匹配的视角[J].外国经济与管  
理,2020(9):94—106.
- [16] 周中胜,贺超,韩燕兰.高管海外经历与企业并购绩效:基于海归高管跨文化整合优势的视角[J].会计研究,  
2020(8):64—76.
- [17] El-Khatib,R.,Fogel,K.,Jandik,T.CEO Network Centrality and Merger Performance[J].Journal of Financial  
Economics,2015,116(2): 349—382.
- [18] 宋淑琴,代淑江.管理者过度自信、并购类型与并购绩效[J].宏观经济研究,2015(5):139—149.
- [19] 王姝勋,董艳.期权激励与企业并购行为[J].金融研究,2020(3):169—188.
- [20] Gu,Q.,Ju,C.,Bao,F.The Cross-Border Mergers and Acquisitions of Local State-Owned Enterprises: The  
Role of Home Country Government Involvement[J].Sustainability,2020,12(7): 3020.
- [21] 方军雄.政府干预、所有权性质与企业并购[J].管理世界,2008(9):118—123.
- [22] Liu,Q.,Luo,T.,Tian,G.Political Connections with Corrupt Government Bureaucrats and Corporate M&A  
Decisions: A Natural Experiment from the Anti-Corruption Cases in China[J].Pacific-Basin Finance Journal,2016,37



[23] 蔡庆丰,田霖.产业政策与企业跨行业并购:市场导向还是政策套利[J].中国工业经济,2019(1):81—99.

[24] 钟宁桦,温日光,刘学悦.五年规划与中国企业跨境并购[J].经济研究,2019(4):149—164.

[25] 李彬,潘爱玲.税收诱导、战略异质性与公司并购[J].南开管理评论,2015(6):125—135.

[26] 杨兴全,尹兴强.国企混改如何影响公司现金持有? [J].管理世界,2018(11):93—107.

[27] Kim, H., Lee, P. M. Ownership Structure and the Relationship between Financial Slack and R&D Investments: Evidence from Korean firms[J].Organization Science,2008,19(3): 404—418.

[28] 郝阳,龚六堂.国有、民营混合参股与公司绩效改进[J].经济研究,2017(3):122—135.

[29] 王艳,阚铄.企业文化与并购绩效[J].管理世界,2014(11):146—157.

[30] 蔡贵龙,柳建华,马新啸.非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J].管理世界,2018(5):137—149.

[31] 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(3):124—136.

## Non-state-owned Shareholders' Participation in Governance and M&A

### Performance of State-owned Enterprises:

### Research on the Basis of "Two-way Mixed Reform"

HE Ying TANG Xianzheng HOU Canran

*(School of Economics and Management, Beijing University of Posts and Telecommunications, Beijing 100876, China)*

**Abstract:** This paper adopts the unique data set of non-state-owned shareholders of state-owned A-share listed companies from 2007 to 2018, to construct the participation index of non-state-owned shareholders in governance on the basis of formal institution and informal institution, and to analyze the impact of non-state-owned shareholders' participation in governance on the performance of enterprise M&A in the context of mixed-ownership reform of state-owned enterprises. According to the research, it is found that the participation of non-state-owned shareholders in governance can improve the efficiency of M&A decision-making and integration ability of state-owned enterprises, and thus improve long-term M&A performance. The internal control quality of enterprises can promote the positive impact of non-state-owned shareholders on the long-term M&A performance of state-owned enterprises, but the economic policy uncertainty can restrain the positive impact. In addition, the comparative study based on the two-way mixed reform finds that the participation of heterogeneous shareholders in governance in both scenarios is helpful to improve the long-term M&A performance of enterprises. However, the formal institution and informal institution have different effects. This paper expands the research on the factors affecting the governance effect of non-state-owned shareholders and the performance of M&A, and provides new empirical evidence for promoting the reform of mixed ownership.

**Key words:** Mixed-ownership Reform; Non-state-owned Shareholders' Participation in Governance; M&A Performance; M&A Decision Efficiency; M&A Integration Ability

(责任编辑:胡浩志)