

# 券商背景独立董事对企业并购影响的实证研究

邓伟<sup>1</sup>,王涛<sup>1</sup>,成园园<sup>2</sup>

(1. 南京财经大学 金融学院,江苏 南京 210046;2. 国融证券股份有限公司,北京 100031)

**[摘要]**基于中国A股上市公司2008—2016年的数据,研究券商背景的独立董事对企业并购倾向和绩效的影响,结果表明:相比于没有聘请券商背景独立董事的企业,聘请了券商背景独立董事的企业具有更高的并购概率和更大的并购规模,且能获得更高的并购绩效,即使在考虑实证模型的自选择问题、遗漏变量及自变量影响的滞后作用后,这些基本结论仍保持稳健。进一步的研究还表明,券商背景独立董事的上述作用在国有企业、股价较高的企业、成长性较高的企业中表现得更为明显。

**[关键词]**券商背景独立董事;企业并购;产权性质;账值市值比;企业成长性;公司治理;国有企业

**[中图分类号]**F271.4 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2018)04-0062-10

## 一、引言

自2001年起,我国开始对上市公司强制实施独立董事制度,规定上市公司董事会成员中应当至少包括三分之一的独立董事,这是我国完善上市公司治理机制、建立现代企业制度的一项新的重要举措。从理论上讲,独立董事的功能主要有两个方面:一是监督,即从全体股东的利益出发,监督公司的管理层,减少管理层的各种败德行为<sup>[1]</sup>;二是咨询,即利用自己的专业技能和社会资源,对公司的经营、财务运作及技术研发等方面的决策提出相应的建议<sup>[2-3]</sup>。然而,在具体实践中,绝大多数独立董事因为是由现任管理层任命的,他们不仅缺乏足够的权威,而且缺少监督管理层所需要的信息,所以履行监督功能,实际上他们的主要功能是咨询<sup>[4-5]</sup>。

不同专业背景的独立董事具有不同的咨询功能,如财务背景的独立董事的作用主要体现在会计报告和财务运作上,技术背景的独立董事的作用主要体现在技术创新上,而法律背景的独立董事的作用则主要体现在监督管理者经营活动中可能发生的法律风险上。本文将研究一种特殊的独立董事——券商背景的独立董事的咨询功能。随着中国资本市场的迅速发展,券商背景的独立董事在资本运作方面的专业技能越来越得到上市公司的重视。在本文所收集的2008—2016年A股上市公司样本中,每年平均有13.5%的公司聘请了券商背景的独立董事。

本文将通过实证分析来研究券商背景的独立董事对企业并购活动的影响。我们的研究之所以聚焦于企业并购,是因为企业之间的并购交易包括并购标的的估值、融资策略、支付方式等诸多环节,这些涉及证券、财务、法律等诸多资本市场知识,券商背景的独立董事长期与资本市场打交道,熟悉这些专业知识,具备相关的操作经验。因此,券商背景的独立董事能够在企业并购决策中发挥自己的专业技能优势,向他所任职的企业提供相关的建议,推动企业开展并购活动。

**[收稿日期]**2018-01-20

**[基金项目]**江苏高校现代服务业协同创新中心专项课题(NCXTCX201725)

**[作者简介]**邓伟(1973—),男,湖南岳阳人,南京财经大学金融学院教授,博士,主要研究方向为公司金融,邮箱为 weideng@njue.edu.cn;王涛(1992—),男,江苏徐州人,南京财经大学金融学院硕士生,主要研究方向为公司金融;成园园(1992—),女,江苏南通人,国融证券股份有限公司员工,主要研究方向为公司金融。

独立董事能利用自己的专业知识和资源向公司的管理层提供咨询和建议,这一功能与独立董事的职业背景有关,不同专业或职业背景的独立董事具有不同的咨询功能。独立董事第一类比较常见的职业背景是财务背景。Agrawal 和 Chadha 研究发现,财务背景的独立董事能够提高会计报告的质量<sup>[6]</sup>。郑立东等也研究发现,财务背景的独立董事凭借自身的专业知识与技能,能够对管理层的投资决策做出客观、审慎、专业的判断,从而对企业的投资效率起到促进作用<sup>[7]</sup>。第二类职业背景是金融机构背景。Güner 等研究发现,银行背景的独立董事能够帮助企业提高债务融资比例,同时降低投资对现金流的敏感性<sup>[8]</sup>。刘浩等的研究也发现,聘用银行背景的独立董事后,上市公司能够获得更多的信贷融资<sup>[5]</sup>。然而,何贤杰等研究发现了券商背景独立董事的负面影响,即拥有这类独立董事的公司其内幕交易比其他公司更为严重<sup>[9]</sup>。第三类职业背景是技术背景。胡元木的研究结果表明,引进技术背景的独立董事能够明显提升上市公司的 R&D 产出效率,特别是在上市公司同时设置了技术执行董事时这一作用更加显著<sup>[10]</sup>。第四类职业背景是法律背景。何威风和刘威探讨了我国上市公司聘请法律背景独立董事的动机,发现我国上市公司聘请法律背景独立董事的主要动机在于咨询,而不是监督,当公司面对较多的法律诉讼、股利分配、股权转让以及资产收购等情况时,其聘请法律背景独立董事的可能性更大<sup>[11]</sup>。

本文的学术贡献可能主要体现在两个方面:第一,从新的角度解释企业的并购活动。现有文献已从企业的财务特征、高管的私人利益、董事网络等方面解释了企业并购的动机和绩效,但国内缺乏从独立董事的职业经历这一角度进行解释的文献。第二,在关于独立董事与公司治理的研究中,关注券商背景独立董事的文献极少,而且没有关注券商背景独立董事与企业并购之间的关系,因此本文的研究可以弥补这方面研究的不足。

## 二、理论分析与研究假说

并购是由并购方利用现金或者有价证券来购买标的企业的股权或者资产,以获得对该企业全部或部分资产的所有权,或对该企业的控制权。与一般的商品交易相比,并购涉及诸多资本市场的专业知识,其交易过程比较复杂,主要体现在以下几个方面:首先,并购交易最重要的方面——并购标的的筛选和估值,这不仅需要考虑企业的商业模式和未来的盈利能力,还需要考虑企业的财务管理策略以及股权结构、控制权的分配等公司治理方面的因素。其次,并购过程中交易主体的确定,交易结构的设计,并购融资策略特别是有关结构化融资、杠杆收购等方面的操作涉及较多的专业知识。最后,并购交易涉及各种法规、会计政策和税务处理等技术问题。因此,并购方只有熟悉与并购相关的专业知识,并购交易才能顺利进行,才能使自己从并购中获取最大利益。

券商背景的独立董事熟悉财务、金融、法律等与并购相关的专业知识,具有丰富的资本运作经验,能够为他所任职公司的并购决策提供重要建议,促进公司并购活动的顺利进行。券商背景独立董事的具体作用主要体现在两个方面:第一,可以帮助公司找到更多的并购标的。企业并购的主要动机是使并购双方获得经营上或财务上的协同效应,传统的公司重视生产经营而忽视资本运营,并购的动机侧重于获得经营上的协同效应,而非财务上的协同效应,因此并购的范围比较有限。券商背景独立董事在资本运营方面的知识和经验有助于企业将并购标的的延伸至能够获得财务上协同效应的企业,从而扩大并购范围。第二,在并购交易过程中,并购标的的估值、交易主体的确定、交易结构的设计、并购融资策略等涉及诸多复杂的技术问题,券商背景的独立董事能够帮助企业设计合理的企业并购方案,克服这些技术性困难,加快并购交易的完成。因此,拥有券商背景独立董事的公司具有更强烈的并购倾向,即更高的并购概率和更大的并购规模。

基于以上分析,我们提出如下假说:

假说 1:与无券商背景独立董事的公司相比,有券商背景独立董事的公司的并购倾向更强。

券商背景的独立董事在资本运营方面的知识和经验有助于提高并购方的并购绩效,这一方面取决于完成并购所支付的成本,另一方面取决于并购后的整合情况。券商背景独立董事对并购绩效的提升作用体现在以下三个方面:首先,并购的最终目的是为了获得并购双方的协同效应,券商背景的独立董事能够运用自己所熟悉的财务和金融知识对协同效应、标的企业的股权或资产进行比较准确的估值,从而筛选出合适的标的企业,并制定出并购双方的整合方案<sup>[12]</sup>。其次,券商背景的独立董事能够帮助并购方制定合理的并购方案,如交易方式、融资手段、支付筹划等,以便降低并购成本,包括并购项目的融资成本、投资银行等中介机构的费用以及税负等,尤其是他们的经验及资源有助于降低投资银行的中介费用。最后,他们在并购方面的实际操作经验也有助于并购方在与标的企业的并购谈判中获得一定的优势,从而降低并购溢价。因此,本文提出以下假说:

假说2:与无券商背景独立董事的公司相比,有券商背景独立董事的公司的并购绩效更高。

并购交易涉及大量的资金投入,并购方除了运用自己的现金外,往往还需要进行外部融资,特别是杠杆收购。企业若不具备足够强的融资能力,再多的并购机会也难以把握,再完美的并购方案也难以实施。由于有政府背景作为保障,且银行等主要金融机构也以国有机构为主,因此国有企业比民营企业具备更强的融资能力。方军雄的研究结果表明,由于政府干预以及国有企业相比于非国有企业所具有的信息成本优势和违约风险优势,国有企业比民营企业获得的银行贷款更多,期限更长<sup>[13]</sup>。祝继高和陆正飞的研究结果表明,A股市场IPO的“核准制”只能在一定程度上保证资源配置的有效性,政府在权益融资方面仍然会照顾国有企业<sup>[14]</sup>。因此,无论是债务融资还是权益融资,在并购过程中国有企业比民营企业更容易获得外部资金的支持。有了国有企业自身融资能力的支持,券商背景独立董事的知识和经验能在国有企业的并购中发挥更大的作用,促进国有企业并购活动的顺利开展。

在经营决策上,国有企业比民营企业更容易受到政府的干预。无论是各级政府为了追求GDP的增长,还是政府官员为了职位的晋升,他们都会要求所管辖的国有企业不断增加投资,扩大企业规模,从而造成所谓的“过度投资”问题<sup>[15]</sup>。在这种政府压力下,国有企业主观上存在并购的冲动,而券商背景独立董事的从业经验正好可以帮助国有企业设计合理的并购方案,完成更多的并购交易,并提高并购绩效。

基于上述分析,我们提出以下假说:

假说3:与民营企业相比,券商背景独立董事对国有企业并购活动的促进作用更大。

在一个并非有效的资本市场中,股票价格往往会偏离其内在的真实价值,上市公司的管理者会根据股价的高低采取相应的投融资决策,这就是所谓的市场择时(market timing),上市公司的并购活动也存在一定的市场择时。Shleifer等、Dong等都研究发现,当公司股价被市场高估时,并购方倾向于采取股票支付方式进行并购,而当公司股票价格被市场低估时,公司倾向于回购股票或选择现金支付方式进行并购<sup>[16-17]</sup>。唐蓓和潘爱玲将市净率作为市场择时的指标研究发现,市场时机的选择行为显著影响并购公司的投资决策<sup>[18]</sup>。券商背景独立董事可以凭借自己的从业经验帮助公司在并购操作上采取更加有效的市场择时:一是判断公司估值的高低,从而选择合适的市场时机。二是设计合理的并购方案。当公司的股价被高估时,券商背景独立董事可以发挥自己的专业能力,帮助公司开展更多的并购活动,提高并购绩效;当公司的股价被低估时,并购时机不太有利,券商背景的独立董事会建议公司减少并购活动。因此,我们提出以下假说:

假说4:与股价被低估时相比,股价被高估时券商背景独立董事对企业并购活动的促进作用更大。

企业的并购活动与它的生命周期具有一定的关系。根据新古典理论,当企业处于快速扩张期时,它需要迅速扩大规模来占领产品市场和降低成本,企业要么通过横向并购来获得规模经济,要么通过纵向并购来整合产业链,此时的并购活动比较活跃。相反,在企业越过成熟期之后,产品市场趋于萎

缩,通过并购来进行扩张的机会较少,并购活动比较低迷<sup>[19]</sup>。Arikan 和 Stulz 的研究表明,企业的并购概率和绩效与它的托宾 Q 值正相关<sup>[20]</sup>。而且,无论是相关并购还是多元化并购,年轻企业的并购活动都比成熟企业更多。券商背景独立董事对并购的作用大小取决于企业的成长阶段:当企业处于快速扩张期时,企业的并购活动比较频繁,券商背景的独立董事可以积极发挥自己的专业才能,帮助企业寻找并购标的,制定合理的并购方案,促进企业的并购扩张;当企业的增长趋于停滞时,面临的并购机会较少,他们所能发挥的作用就比较有限。因此,我们提出以下假说:

假说 5:相比于成长性较低的公司,成长性较高的公司其券商背景独立董事对并购活动的促进作用更大。

### 三、研究设计

#### (一) 数据来源

从 2001 年起,我国正式实施独立董事制度,上市公司开始公开披露独立董事的有关信息。考虑到股权分置改革对并购活动的影响,本文设定的研究区间为 2008—2016 年。为全面考察券商背景独立董事对企业并购概率、并购规模的影响,本文选取 2008—2016 年全部 A 股上市公司作为研究对象。为全面考察券商背景独立董事对并购绩效的影响,本文选取 2008—2016 年全部并购事件作为研究对象。此外,根据研究所需,我们对样本进行如下筛选:(1) 由于关联并购实质上是对企业内部资源进行整合,独立董事发挥的咨询功能有限,所以本文剔除关联并购事项。(2) 剔除金融类公司、ST 和 PT 等特殊处理的公司样本。(3) 剔除债务重组、股份回购、资产剥离或置换的样本以及相关数据缺失的样本。

公司财务数据、股价信息以及独立董事的背景资料均来自于 CSMAR 数据库,并购数据来自于 Wind 数据库。本文将曾经或者正在证券公司工作的独立董事认定为券商背景的独立董事,在此基础上,从独立董事的背景资料中手工筛选出具有券商背景的独立董事。本文采用 STATA14 软件进行回归分析,同时利用 Winsor 命令进行 1% 的缩尾处理,消除极端值的影响,以使得实证结果更加稳健。

#### (二) 模型设定和变量选择

本文采用多元回归模型研究券商背景的独立董事对并购行为的影响,模型设定如下:

$$Ma = \alpha + \beta_1 \times Ibd + \beta_2 \times \sum Control + \beta_3 \times \sum Year + \beta_4 \times \sum Control + \varepsilon \quad (1)$$

1. 因变量。反映并购活动的因变量  $Ma$  有并购概率 ( $Ma\_prob$ )、并购规模 ( $Ma\_size$ ) 和并购绩效 ( $CAR$ ) 三个,前两个变量反映公司的并购倾向或并购的活跃程度。并购概率是虚拟变量,若一家公司在某年度至少发生了一次并购事件,则取值为 1,否则取值为 0,与之对应的回归模型是 Probit 模型,并购规模采用公司某一年度发生的并购总额与总资产的比值来表示;并购绩效则采用公司并购行为发生后的累计超额收益率 ( $CAR$ ) 来表示,为确保回归结果的稳健性,我们以并购首次宣布日为零时刻,分别选取  $[-1, +1]$ 、 $[-3, +3]$ 、 $[-5, 20]$  三个事件窗口来计算累计超额收益率。

2. 自变量。自变量  $Ibd$  是虚拟变量,衡量上市公司在某年度是否聘请了券商背景的独立董事,如果上市公司在某年度聘请了至少一位曾经或者正在证券公司工作的独立董事,则取值为 1,否则取值为 0。

3. 控制变量。本文选取的控制变量主要包括四类:第一类是公司财务层面的变量,主要有公司规模 ( $size$ )、资产负债率 ( $Lev$ )、现金持有水平 ( $Cash$ )、总资产收益率 ( $Roa$ )、账值市值比 ( $BM$ )、营业收入增长率 ( $Growth$ );第二类是公司治理方面的变量,包括产权性质 ( $Soe$ )、第一大股东持股比例 ( $Top1$ )、CEO 与董事长两职合一 ( $Dual$ )、董事会规模 ( $Board$ );第三类是并购交易特征的变量,包括被并购的公司是否上市 ( $Public$ )、并购交易是否采用了现金 ( $Cashoffer$ );第四类是有关 CEO 个人层面的变量,包括 CEO 的性别 ( $CEO\_gender$ )、年龄 ( $CEO\_age$ ) 和薪酬 ( $CEO\_salary$ )。在回归过程中我们

还同时控制年份(*year*)与行业(*industry*)的固定效应。

表1是各变量的具体定义。

表1 主要变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	并购概率	<i>Ma_prob</i>	若公司某年度发生了并购事件取值为1,否则取值为0
	并购规模	<i>Ma_size</i>	公司一年内的总并购金额/总资产
	并购绩效	<i>CAR1</i> 、 <i>CAR2</i> 、 <i>CAR3</i>	在并购消息分布日[-1,1]、[-3,3]、[-5,20]交易日的股票累积超额收益率
自变量	公司是否存在券商背景的独立董事	<i>Ibd</i>	若公司存在券商背景的独立董事取值为1,否则取值为0
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	公司年末总资产的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	年末总负债/年末总资产
	现金持有水平	<i>Cash</i>	期末现金及现金等价物余额/总资产
	总资产收益率	<i>Roa</i>	期末净利润/总资产
	账值市值比	<i>BM</i>	账值/市值
	营业收入增长率	<i>Growth</i>	营业收入增长额/上年营业收入总额
	产权性质	<i>Soe</i>	若实际控制人为国有企业或国有单位取值为1,否则取值为0
	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东所持股份数/公司发行的总股份数
	CEO是否兼任董事长	<i>Dual</i>	若CEO与董事长是同一人取值为1,否则取值为0
	董事会规模	<i>Board</i>	董事会总人数的自然对数
	CEO的性别	<i>CEO_gender</i>	若CEO的性别为男取值为1,否则取值为0
	CEO的年龄	<i>CEO_age</i>	CEO年龄的自然对数
	CEO的薪酬	<i>CEO_salary</i>	CEO薪酬的自然对数
	被并购的公司是否上市	<i>Public</i>	若被并购的公司上市取值为1,否则取值为0
	并购交易是否为现金	<i>Cashoffer</i>	若并购交易采取全部或部分现金的方式取值为1,否则取值为0

表2比较了有券商背景的公司和无券商背景的公司各个因变量中的差异。我们从表2中可以看出,有券商背景独立董事的公司并购概率、并购规模和并购绩效方面均大于无券商背景独立董事的公司,这意味着券商背景的独立董事可能对公司的并购决策起到了一定的作用。

表2 主要变量的描述性统计特征

变量	无券商背景 独董的公司		有券商背景 独董的公司		均值差异 T检验(P值)
	样本量	均值	样本量	均值	
<i>Ma_prob</i>	17492	0.229	2715	0.264	-0.035***
<i>Ma_size</i>	17492	0.032	2736	0.047	-0.014***
<i>CAR1</i>	1624	0.016	284	0.035	-0.019***
<i>CAR2</i>	1624	0.018	290	0.046	-0.028***
<i>CAR3</i>	1624	0.019	290	0.053	-0.034***

#### 四、实证结果及分析

##### (一) 券商背景的独立董事与并购倾向

回归模型涉及并购概率、并购规模和并购收益三个不同的因变量,三者对应的回归模型分别是Probit模型、Tobit模型和混合OLS模型。我们对回归模型进行混合OLS回归,得到表3所示的实证结果。在表3中,列(1)和列(4)只加入了公司财务方面的控制变量,列(2)和列(5)进一步加入了公司治理方面的控制变量,列(3)和列(6)又加入了CEO个人层面的控制变量。从表3中的结果可以看出,自变量(*Ibd*)的系数都在1%的水平下显著为正,券商背景独立董事与公司的并购概率和并购规模都呈正相关关系,即有券商背景独立董事的公司比无券商背景独立董事的公司具有更高的并购可能性和更大的并购规模。从经济意义上来讲,自变量(*Ibd*)在列(3)中的系数大约为0.095,在列(6)中的系数大约为0.043,这意味着券商背景独立董事的存在会使得公司的并购概率增大9.5%,使并购金额的增加额达到公司资产的4.3%,后者意味着如果公司的资产规模为100亿元,则每年在并购上的支出会增加4.3亿元。在加入各种控制变量后,自变量(*Ibd*)的系数大小和显著性水平基本没有什么变化,说明券商背景独立董事对并购活动产生了直接影响,而不是通过对公司的财务决策和治理结构产生影响间接影响并购活动。以上结果与假说1的预测相一致。

从主要控制变量的回归结果来看:在财务方面的控制变量中,公司规模(*size*)对并购概率和规模的影响显著为正,这可能是由规模大的公司融资能力强所致。财务杠杆(*Lev*)的系数显著为正,这可能是由企业实施未来的并购活动所致。现金持有量(*Cash*)的系数显著为负,说明企业的现金越多,并购倾向越低,这可能是因为现金多的企业增长慢,所面临的并购机会较少。企业的业绩水平(*Roa*)对并购概率的影响显著为正,但对并购规模的影响显著为负。此外,账值市值比(*BM*)的系数显著为负,说明企业在市值较高时的并购活动更加活跃,这与市场择时的观点相一致。企业成长性(*Growth*)的系数显著为正,可能是因为成长性高的企业其成长空间大,从而面临更多的并购机会。

在公司治理方面的控制变量中,产权性质(*Soe*)的系数显著为负,说明国有企业的并购活动不如民营企业活跃,这可能是因为前者的决策机制不如后者灵活。第一大股东

持股比例(*Top1*)的系数不太显著,符号也不确定,说明该变量对企业并购的影响不太确定。衡量CEO权力大小的变量(*Dual*)的系数为正,可能是因为权力更大的CEO更有能力建设企业帝国,所以会进行更多的并购活动。另外,董事会规模(*Board*)的系数显著为负,说明董事会规模越大的公司发生并购的概率越低,且并购规模越小,这可能是因为董事会规模过大会导致沟通与协调成本的上升,从而使得好的公司战略被延误或者被放弃。CEO年龄的系数显著为负,说明年龄较大的CEO比较保守,对并购决策更为谨慎。

(二) 券商背景的独立董事与并购绩效

表4是对应3个时间窗口[-1, +1]、[-3, +3]、[-5, +20]的累计超额收益率*CAR1*、*CAR2*和*CAR3*为因变量的混合OLS回归结果。列(1)、列(3)和列(5)没有包含有关CEO个人情况的三个控制变量,列(2)、列(4)和列(6)则进一步控制了这三个变量。从表4中可以看出,*Ibd*的系数在各列中均

表3 券商背景独立董事对企业并购倾向影响的回归结果

自变量	因变量: <i>Ma_prob</i>			因变量: <i>Ma_size</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Ibd</i>	0.091*** (3.15)	0.094*** (3.21)	0.095*** (3.22)	0.042*** (4.77)	0.043*** (4.87)	0.043*** (4.89)
<i>Size</i>	0.118*** (10.46)	0.166*** (13.83)	0.165*** (13.61)	0.009** (2.48)	0.019*** (5.13)	0.020*** (5.30)
<i>Lev</i>	0.041 (0.61)	0.153** (2.22)	0.151** (2.18)	0.049** (2.39)	0.072*** (3.47)	0.070*** (3.39)
<i>Cash</i>	-0.496*** (-5.81)	-0.510*** (-5.92)	-0.514*** (-5.97)	-0.135*** (-5.18)	-0.138*** (-5.29)	-0.139*** (-5.31)
<i>Roa</i>	0.977*** (4.38)	0.751*** (3.31)	0.700*** (3.07)	0.129* (1.92)	0.089 (1.30)	0.095 (1.39)
<i>BM</i>	-0.132*** (-7.19)	-0.125*** (-6.71)	-0.124*** (-6.65)	-0.042*** (-7.32)	-0.039*** (-6.84)	-0.040*** (-6.91)
<i>Growth</i>	0.097*** (8.35)	0.087*** (7.37)	0.088*** (7.46)	0.038*** (11.39)	0.036*** (10.62)	0.036*** (10.51)
<i>Soe</i>		-0.361*** (-14.43)	-0.345*** (-13.60)		-0.081*** (-10.65)	-0.078*** (-10.16)
<i>Top1</i>		-0.307 (-1.43)	-0.282 (-1.32)		-0.031 (-0.49)	-0.030 (-0.46)
<i>Dual</i>		0.046* (1.87)	0.063** (2.50)		0.010 (1.41)	0.014* (1.87)
<i>Board</i>		-0.248*** (-3.97)	-0.239*** (-3.82)		-0.058*** (-3.06)	-0.056*** (-2.94)
<i>CEO_gender</i>			0.021 (0.49)			0.006 (0.46)
<i>CEO_salary</i>			0.013** (2.44)			-0.001 (-0.86)
<i>CEO_age</i>			-0.269*** (-3.33)			-0.064*** (-2.61)
_cons	-3.359*** (-13.83)	-3.580*** (-12.70)	-2.734*** (-6.75)	-0.500*** (-6.66)	-0.545*** (-6.30)	-0.313** (-2.54)
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	19313	19137	19137	19313	19137	19137
AR <sup>2</sup>	0.043	0.056	0.057	0.062	0.074	0.074

注:括号内表示*t*统计量,\*、\*\*、\*\*\*分别代表在10%、5%、1%的水平下显著。下同。

显著为正,说明券商背景独立董事对企业的并购绩效具有正向影响,而且券商背景的独立董事对并购收益的影响在经济意义上也比较显著,可使得这三个窗口的 CAR 平均分别提高 1.7%、2.4% 和 2.3%。因此,假说 2 得到支持。

在控制变量方面,除总资产收益率(Roa)和企业成长性(Growth)外,大部分变量的系数都不太显著。Roa 的回归系数基本上都显著为负,这可能是因为市场担心并购方的利润会在并购后被稀释。Growth 的回归系数基本上显著为正,说明成长性好的企业整合目标企业的能力更强。

(三) 稳健性检验<sup>①</sup>

1. 用 PSM 法解决内生性问题。上市公司选择什么样的独立董事不是外生给定的,而是它主动选择的结果。因此,前文实证模型中的因变量可能会反过来影响自变量,导致内生性问题。为了减轻这一问题对实证结果的影响,我们再采取倾向得分匹配法(PSM)进行稳健性检验,这一方法的具体思路是:将存在券商背景独董的公司

作为处理组,以前文所有的控制变量作为解释变量,采用 Logit 回归模型计算每家上市公司选择券商背景独立董事的概率,然后对已经存在券商背景独立董事的上市公司,找一个概率值与它最为接近的上市公司与之匹配,将这些最为匹配的公司组成控制组,最后再按前文的回归方法进行回归。回归结果仍然支持本文的假说 1 和假说 2。

2. 考虑控制遗漏变量的影响。遗漏变量也会导致内生性问题,影响实证结果的可靠性。为减轻这一问题的影响,我们再采用固定效应模型重新进行回归。回归结果支持前文所得结论。

3. 考虑券商背景独立董事影响的滞后性。当券商背景的独立董事进入公司后,对公司的并购决策的影响可能需要有一定的时间才会体现出来,即他们的影响具有一定的滞后性。为解决这一问题,我们再将自变量(Ibd)滞后一期进行重新回归检验,回归结果表明前文所得结论具有一定的稳健性。

表 4 券商背景独立董事对企业并购绩效影响的回归结果

自变量	因变量:CAR1		因变量:CAR2		因变量:CAR3	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Ibd	0.013 ** (1.98)	0.013 ** (1.97)	0.018 * (1.81)	0.017 * (1.74)	0.031 ** (1.96)	0.030 ** (1.97)
Size	-0.005 (-1.63)	-0.005 (-1.54)	-0.008 * (-1.70)	-0.007 (-1.57)	-0.010 (-1.00)	-0.013 (-0.46)
Lev	0.018 (1.03)	0.017 (0.98)	0.028 (1.08)	0.028 (1.05)	0.018 * (1.75)	0.018 * (1.78)
Cash	-0.027 (-1.21)	-0.026 (-1.17)	-0.051 (-1.46)	-0.050 (-1.43)	-0.093 * (-1.87)	-0.092 * (-1.80)
Roa	-0.097 (-1.63)	-0.098 * (-1.65)	-0.172 * (-1.89)	-0.166 * (-1.82)	-0.196 *** (-3.21)	-0.181 *** (-3.10)
BM	-0.003 (-0.75)	-0.003 (-0.73)	-0.005 (-0.66)	-0.005 (-0.64)	-0.021 (-1.01)	-0.023 (-1.05)
Growth	0.005 * (1.69)	0.005 * (1.69)	-0.002 (-0.51)	-0.002 (-0.50)	-0.001 (-0.51)	-0.004 (-0.58)
Soe	-0.002 (-0.30)	-0.001 (-0.16)	0.002 (0.22)	0.002 (0.23)	-0.003 (-0.31)	-0.003 (-0.34)
Top1	0.037 (0.75)	0.035 (0.71)	0.110 (1.43)	0.104 (1.35)	0.209 ** (2.17)	0.194 ** (2.10)
Dual	0.000 (0.08)	0.002 (0.42)	0.000 (0.02)	0.001 (0.10)	-0.021 (-0.23)	-0.023 (-0.18)
lBoard	-0.007 (-0.49)	-0.006 (-0.40)	-0.000 (-0.01)	0.002 (0.08)	0.032 (0.17)	0.033 (0.09)
Public	0.005 (0.41)	0.006 (0.44)	0.002 (0.12)	0.003 (0.15)	-0.008 (-0.86)	-0.007 (-0.75)
Cashoffer	0.015 * (1.95)	0.016 ** (2.00)	0.007 (0.59)	0.008 (0.64)	0.009 (0.64)	0.005 (0.84)
CEO_gender		-0.007 (-0.73)		-0.013 (-0.89)		-0.071 * (-1.85)
CEO_salary		-0.000 (-0.11)		-0.003 (-1.23)		-0.012 (-0.86)
CEO_age		-0.026 (-1.43)		-0.006 (-0.21)		-0.008 (-0.45)
_cons	0.228 ** (2.26)	0.333 *** (2.73)	0.299 ** (2.07)	0.357 ** (2.01)	0.401 ** (2.02)	0.341 ** (2.24)
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1768	1768	1774	1774	1774	1774
AR <sup>2</sup>	0.036	0.036	0.045	0.044	0.056	0.057

五、进一步的讨论

针对前文的假说 3 至假说 5,我们再分别讨论券商背景的独立董事对并购活动的促进作用与企业

<sup>①</sup>限于篇幅,本文未列示稳健性检验结果,感兴趣的读者可向作者索取。

的产权性质、股价和成长性之间的关系。我们采取两种方法进行研究:一是根据企业的产权性质、股价高低(按是否大于均值来分组)和成长性高低(按是否大于均值来分组)进行分组,比较 *Ibd* 的系数在各组中的大小;二是将 *Ibd* 分别与以上三个变量相乘,观察这三个交叉项 (*Ibd\_Soe*、*Ibd\_BM* 和 *Ibd\_Growth*) 的符号。

(一) 按公司产权性质进行分组讨论

表 5 是对应假说 3 的回归结果,该表既列出了按企业产权性质分组的回归结果,又列出了增加交叉项 *Ibd\_Soe* 的回归结果。对比表 5 中两类企业的回归结果可以看出,券商背景独立董事的系数在国有企业组中都比在民营企业组中更大,并都通过了组间差异检验,且至少在 10% 的水平下显著,说明券商背景的独立董事对并购活动的促进作用在国有企业中更为明显。同样,三个交叉项 *Ibd\_Soe*、*Ibd\_BM* 和 *Ibd\_Growth* 的符号皆显著为正,这也说明自变量对各因变量的影响在国有企业中更为明显。因此,假说 3 得到支持。

表 5 按企业产权性质的分组回归

自变量	因变量: <i>Ma_prob</i>			因变量: <i>Ma_size</i>			因变量: <i>CAR2</i>		
	国企	民企	全样本	国企	民企	全样本	国企	民企	全样本
<i>Ibd</i>	0.173 *** (2.93)	0.041 (0.93)	0.004 (0.11)	0.068 *** (4.81)	0.027 ** (2.43)	0.028 ** (2.45)	0.048 ** (2.20)	0.007 (0.47)	-0.015 (-1.52)
<i>Ibd_Soe</i>			0.215 *** (3.79)			0.036 ** (2.05)			0.153 *** (9.37)
控制变量 _cons	-1.657 ** (-2.02)	-2.351 *** (-3.99)	-2.703 *** (-6.67)	-0.465 ** (-2.16)	-0.275 * (-1.71)	-0.306 ** (-2.49)	-0.059 (-0.15)	0.419 (1.61)	0.392 ** (2.26)
<i>Ibd</i> 组间差异的 卡方检验( <i>p</i> 值)		0.0757			0.0359			0.0953	
N	8146	10991		8146	10991		371	1403	
AR <sup>2</sup> /PR <sup>2</sup>	0.063	0.049	0.058	0.034	0.096	0.075	0.053	0.046	0.090

(二) 按公司股价水平进行分组讨论

本文用公司的账值市值比(*BM*)表示其股价水平,较低的账值市值比对应较高的股价。表 6 对应假说 4 的回归结果,该表既列出了按公司股价分组的回归结果,又列出了增加交叉项 *Ibd\_BM* 的回归结果。对比表 6 中两类企业的回归结果可以看出,*Ibd* 的系数在股价较高(*BM* 较低)的企业中都比在股价较低(*BM* 较高)的企业中更大,并都通过了组间差异检验,且至少在 10% 的水平下显著,说明券商背景独立董事对并购活动的促进作用在股价较高的企业中更为明显。同样,三个交叉项 *Ibd\_Soe*、*Ibd\_BM* 和 *Ibd\_Growth* 的符号皆显著为负,这也说明自变量对各因变量的影响在股价较高的企业中更为明显。因此,假说 5 得到支持。

表 6 按公司股价高低的分组回归

自变量	因变量: <i>Ma_prob</i>			因变量: <i>Ma_size</i>			因变量: <i>CAR2</i>		
	低股价	高股价	全样本	低股价	高股价	全样本	低股价	高股价	全样本
<i>Ibd</i>	0.070 (1.37)	0.116 *** (3.18)	0.156 *** (3.69)	0.019 ** (2.12)	0.054 *** (4.46)	0.077 *** (6.16)	-0.031 * (-1.95)	0.027 ** (2.29)	0.030 ** (2.34)
<i>Ibd_BM</i>			-0.063 ** (-2.01)			-0.037 *** (-3.78)			-0.019 (-1.57)
控制变量 _cons	-1.811 ** (-2.40)	-4.272 *** (-8.28)	-2.746 *** (-6.78)	-0.155 (-1.14)	-0.804 *** (-4.59)	-0.319 *** (-2.60)	-0.454 * (-1.95)	0.446 ** (2.06)	0.342 * (1.92)
<i>Ibd</i> 组间差异的 卡方检验( <i>p</i> 值)		0.0654			0.0323			0.000	
N	6042	13095	19137	6042	13095	19137	380	1438	1774
AR <sup>2</sup> /PR <sup>2</sup>	0.059	0.069	0.057	0.093	0.085	0.076	-0.017	0.057	0.045



## (三) 按公司成长性进行分组讨论

本文用公司营业收入增长率表示其成长性,较高的营业收入增长率对应较高的成长性。从表7中的分组回归结果和增加交叉项 *Ibd\_Growth* 的回归结果可以看出,券商背景独立董事对并购活动的影响与公司的成长性有关,成长性越高的公司,这种影响就越大,假说5得到支持。

表7 按公司成长性高低的分组回归

自变量	因变量: <i>Ma_prob</i>			因变量: <i>Ma_size</i>			因变量: <i>CAR2</i>		
	高成长	低成长	全样本	高成长	低成长	全样本	高成长	低成长	全样本
<i>Ibd</i>	0.227*** (4.43)	0.030 (0.82)	0.059* (1.93)	0.066*** (5.20)	0.024** (2.05)	0.025*** (2.73)	0.029* (1.87)	0.005 (0.36)	0.010 (0.95)
<i>Ibd_Growth</i>			0.141*** (4.38)			0.063*** (7.06)			0.019* (1.87)
控制变量	控制			控制			控制		
_cons	-2.309*** (-3.24)	-2.972*** (-5.90)	-2.732*** (-6.74)	-0.037 (-0.21)	-0.454*** (-2.75)	-0.309** (-2.52)	0.004 (0.01)	0.422* (1.76)	0.347* (1.95)
ibd 组间差异的 卡方检验(p 值)		0.0021			0.0256			0.2291	
N	5689	13448	19137	5689	13448	19137	698	1120	1774
AR <sup>2</sup> /PR <sup>2</sup>	0.065	0.052	0.058	0.124	0.055	0.051	0.068	0.035	0.046

## 六、结论与政策建议

本文基于中国A股上市公司2008—2016年的数据,研究券商背景的独立董事对企业并购倾向和绩效的影响,实证结果表明:相比于没有聘请券商背景独立董事的企业,聘请了券商背景独立董事的企业具有更高的并购概率和更大的并购规模,且获得了更高的并购绩效,即使考虑实证模型的自选择问题、遗漏变量及自变量影响的滞后作用后,这些基本结论仍保持稳健。在此基础上,本文进一步考察券商背景独立董事对并购活动的影响与企业的产权性质、股价及成长性的关系,结果表明券商背景独立董事对并购活动的促进作用在国有企业、股价较高的企业、成长性较高的企业中更为明显。

随着中国资本市场的快速发展,并购越来越成为企业实现快速成长的重要途径。根据本文所得结论,我们提出如下政策建议:第一,资本市场对于上市公司的扩张非常重要,企业可以适当选择那些具有券商背景的独立董事,利用他们在资本运营方面的知识开展更多更有价值的并购,加快企业的发展,提升企业的价值;第二,对金融监管部门而言,应该加强对那些拥有券商背景高管的公司在并购活动方面的监管,完善与并购相关的法律法规,减少政策的漏洞,防止这些公司忽视核心竞争力的提高而一味地寻求并购扩张,从而防止金融风险的积累和投资者的利益受损。

## 参考文献:

- [1] FAMA E F, JENSEN M C. Agency problems and residual claims[J]. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2): 327-349.
- [2] ADAMS R B, FERREIRA D. A theory of friendly boards[J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62(1): 217-250.
- [3] 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.
- [4] 王兵. 独立董事监督了吗? ——基于中国上市公司盈余质量的视角[J]. *金融研究*, 2007(1): 109-121.
- [5] 刘浩, 唐松, 楼俊. 独立董事: 监督还是咨询? ——银行背景独立董事对企业信贷融资影响研究[J]. *管理世界*, 2012(1): 141-156.
- [6] AGRAWAL A, CHADHA S. Corporate governance and accounting scandals[J]. *Journal of Law and Economics*, 2005, 48(2): 371-406.

- [7]郑立东,程小可,姚立杰. 独立董事背景特征与企业投资效率——“帮助之手”抑或“抑制之手”? [J]. 经济与管理研究,2013(8):5-14.
- [8]GÜNER A, MALMENDIER U, TATE J. Financial expertise of directors[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(2):323-354.
- [9]何贤杰,孙淑伟,曾庆生. 券商背景独立董事与上市公司内幕交易[J]. 财经研究,2014(8):67-80.
- [10]胡元木. 技术独立董事可以提高 R&D 产出效率吗? ——来自中国证券市场的研究[J]. 南开管理评论,2012(2):136-142.
- [11]何威风,刘威. 公司为什么选择法律背景的独立董事? [J]. 会计研究,2017(4):45-51.
- [12]HUANG Q, JIANG F, LIE E, et al. The role of investment banker directors in M&A[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 112(2):269-286.
- [13]方军雄. 所有制、制度环境与信贷资金配置[J]. 经济研究,2007(12):82-92.
- [14]祝继高,陆正飞. 融资需求、产权性质与股权融资歧视——基于企业上市问题的研究[J]. 南开管理评论,2012(4):141-152.
- [15]曹春方,马连福,沈小秀. 财政压力、晋升压力、官员任期与地方国企过度投资[J]. 经济学(季刊),2014(7):1415-1436.
- [16]SHLEIFER A, VISHNY R. Stock market driven acquisitions[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70(3):295-311.
- [17]DONG M, HIRSHLEIFER D, RICHARDSON S, et al. Does investor misvaluation drive the takeover market? [J]. Journal of finance, 2006, 61(2):725-762.
- [18]唐蓓,潘爱玲. 市场时机对中国上市公司并购融资行为的影响[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版),2011(4):93-99.
- [19]MAKSIMOVIC V, PHILLIPS G M. Conglomerate firms, internal capital markets, and the theory of the firm[J]. Annual Review of Financial Economics, 2013, 5(1):225-244.
- [20]ARIKAN A M, STULZ R M. Corporate acquisitions, diversification, and the firm's life cycle[J]. The Journal of Finance, 2016, 71(1):139-193.

[责任编辑:王丽爱]

## An Empirical Study on the Influence of Independent Directors with Securities Trading Background on Mergers and Acquisitions

DENG Wei<sup>1</sup>, WANG Tao<sup>1</sup>, CHENG Yuanyuan<sup>2</sup>

(1. School of Finance, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing 210046, China;

2. Guorong Securities, Beijing 100031, China)

**Abstract:** Based on the data of A-share listed companies in China from 2008 to 2016, this paper examines the impact of independent directors with securities trading background on the tendency and performance of M&A. The results show that firms with independent directors have a higher probability, bigger size and better performance of mergers and acquisitions. Even after taking the self-selection problem of the empirical model, the lagging effect of omission variables and independent variables into consideration, these basic conclusions remain stable. Furthermore, this type of independent directors plays more roles in the state-owned enterprises, enterprises with higher stock prices and enterprises with higher growth.

**Key Words:** independent director with securities trading background; mergers and acquisitions (M&A); property rights; Book-to-Market ratio; enterprise growth; corporate governance; state-owned enterprise