

# 财务独立董事能否抑制高管的价值损毁行为?

——基于我国 A 股上市公司并购的经验证据

何任<sup>1,2,3</sup>, 邵帅<sup>3</sup>, 杨青<sup>2</sup>

(1. 大连海事大学 航运经济与管理学院, 辽宁 大连 116026;

2. 复旦大学 经济学院, 上海 200433; 3. 上海大学 管理学院, 上海 200444)

**[摘要]** 基于我国发生并购行为的沪深 A 股上市公司 2010—2013 年的数据, 研究财务独立董事对管理层私利、高管过度自信和企业并购绩效的影响, 结果表明: 财务独立董事对企业并购绩效有显著的正向影响; 管理层私利与高管过度自信均会造成企业并购后绩效的下降; 财务独立董事通过抑制管理层私利和高管过度自信可改善企业并购绩效, 同时, 财务独立董事的年龄、学术背景将会对其改善并购绩效起到显著的推动作用。

**[关键词]** 财务独立董事; 管理层私利; 高管过度自信; 并购绩效; 并购行为; 企业并购; 独立董事制度

**[中图分类号]** F275 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2019)02-0020-10

## 一、引言

独立董事制度被认为是解决公司治理中代理问题的一种重要机制, 它能起到有效遏制公司管理层对股东的利益掠夺、防范大股东勾结管理者侵犯中小投资者利益、提高董事会决策能力的作用。由于实务界一系列舞弊丑闻与公司治理问题的不断浮现, 独立董事制度逐渐被赋予了更为重要的作用。然而, 对于独立董事有效性的评价却毁誉参半, 独立董事甚至被质疑是“人情董事”“花瓶董事”<sup>[1]</sup>。但也有学者的研究肯定了财务独立董事的治理作用, 财务独立董事作为具有专业知识背景的独立董事能利用自身从业经验与专业知识更有效地发挥监督与咨询职能, 使董事会做出更为正确的决策。唐雪松等<sup>[2]</sup>发现对公司的重大决策持否定态度的大都是财务独立董事。叶康涛等<sup>[3]</sup>发现相较于其他背景的独立董事, 财务独立董事更可能对董事会提案发表质疑观点。独立董事制度俨然已成为提高董事会决策水平的重要手段。

传统的并购效率理论认为, 企业并购可以引发多种协同效应, 提升企业绩效。然而研究结果显示, 多数并购并不能提升收购公司的绩效, 甚至会对收购公司绩效产生负向影响<sup>[4]</sup>。对此, 大多数学者从理性经济人的角度出发来研究高管私利动机。代理理论认为, 高管出于自利的目的会存在机会主义行为, 通过并购扩大公司规模构建自己的“商业帝国”, 以便获得更多的货币薪酬与在职消费, 但忽视公司的实际投资收益率, 造成并购后绩效的下降。然而, 行为经济学理论认为, 高管的行为选择

**[收稿日期]** 2018-11-06

**[基金项目]** 国家自然科学基金项目(71702096); 中央高校基本科研业务费专项资金资助(3132018168)

**[作者简介]** 何任(1984—), 男, 辽宁铁岭人, 大连海事大学航运经济与管理学院讲师, 博士, 复旦大学经济学院博士后, 上海大学管理学院硕士生导师, 主要研究方向为并购重组、公司金融、公司治理, 邮箱: ren.he@hotmail.com; 邵帅(1994—), 女, 辽宁沈阳人, 上海大学管理学院硕士生, 主要研究方向为公司财务、公司治理; 杨青(1973—), 女, 湖南湘潭人, 复旦大学经济学院教授, 博士生导师, 博士, 主要研究方向为并购重组、公司治理、金融风险。

并非完全理性,非理性的行为也常常存在,例如过度自信等。管理者过度自信理论认为管理者在并购决策时抱有良好的愿景,但由于其过度自信,在决策时会过分乐观,最终影响企业并购的效果。高管谋求私利与过度自信均会导致管理层做出有损于股东价值的并购决策,进而影响并购后企业的绩效。现有文献主要从会计信息质量、会计稳健性、盈余管理、股价崩盘风险等角度检验了财务独立董事参与公司治理的效率,极少关注财务独立董事在企业并购过程中的履职效率及其对企业并购绩效的影响;更鲜有文献详细探究财务独立董事是否会对高管在并购活动中的价值损毁行为产生抑制作用。财务独立董事能否通过积极参与公司治理,抑制管理层谋求私利或高管过度自信对并购绩效的损害?财务独立董事的个体特征差异是否会影响其在企业并购中的治理作用?针对上述问题,本文将以2010—2013年发生并购行为的我国沪深A股上市公司为研究样本,探究财务独立董事对管理层私利、高管过度自信和企业并购绩效的影响。

本文的贡献在于:第一,以并购视角作为切入点,发现了财务独立董事对上市公司高管价值损毁行为的治理作用,丰富和拓展了独立董事有效性的理论,对抑制并购中高管代理和过度自信动机方面的文献做了有益补充,同时也对实践中独立董事制度的完善以及公司内部人控制、高管行为偏差的有效治理提供了理论指导;第二,发现了财务独立董事个体特征差异对其治理高管价值损毁行为效果的影响,完善了财务独立董事的理论研究,丰富了企业并购绩效影响因素的文献,对上市公司财务独立董事的聘任提供了参考借鉴。

## 二、理论分析及研究假设

### (一) 财务独立董事与并购绩效

2001年8月,中国证监会发布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(以下简称《指导意见》),这部首次设立的关于独立董事制度的规范性文件,标志着我国上市公司正式全面执行独立董事制度。该意见明确提出:至2003年6月30日前,上市公司董事会成员应至少包括1/3的独立董事,并且必须包含一名会计专业人士。2018年9月,《上市公司治理准则》进一步强调了董事会审计委员会中会计专业人士的重要性,并强化了独立董事职权。政策的不断规范表明,我国已开始意识到聘请财务专家对于公司治理的重要性。关于独立董事在并购中的治理作用,Byrd和Hickman<sup>[5]</sup>认为,外部董事对并购决策价值的估计更为清晰客观,并且其拥有的目标公司特有信息有助于对经理层代理问题进行监督,因此外部董事一定会在并购过程中发挥作用。除此之外,在并购中,独立董事为维护个人声誉与职业发展,也将保持自身独立性,因此能够起到增加股东财富的作用。郑立东等<sup>[6]</sup>考察了独立董事背景特征对企业投资效率的影响,研究结果显示,独立董事若具有财务背景,可以在很大程度上提高企业价值和企业的投资效率。

财务独立董事主要通过咨询与监督两种职能在并购过程中发挥作用。专业性是独立董事有效行使咨询和监督职能的前提,保障了独立董事真正有能力对公司存在的有关问题发表有价值的意见。财务独立董事具备的一个重要特点就是“专业性”。并购交易通常会因并购双方的信息不对称而面临着很大的风险。财务独立董事具备充足的专业知识、丰富的从业经验、与实务界良好的关系以及人脉资源,这种优势将有助于其在并购交易涉及的目标公司选择与估值以及融资策略和支付方式、会计政策和税务处理等技术问题上提供有效的咨询建议,从而降低并购风险,增加高管并购决策成功率。监督是独立董事最基础和最具实质意义的职责,相较于内部董事而言,独立董事站在一个客观的立场上,能更有效监督管理层,防止管理层侵害股东利益以及发生内部人控制等问题。在我国,独立董事进行监督的主要动因是为规避法律风险或声誉风险。《公司法》规定,董事会决议致使公司遭受严重损失的,参与决议的董事将对公司负赔偿责任,但在表决时提出异议的则可免除责任。为规避风险,财务独立董事便会对他们认为存在问题的并购议案提出异议。由于我国财务独立董事身份背景的特

殊性,例如常由高校知名会计学教授担任,财务独立董事通常具有较高的社会声誉,为使其声誉免受任职公司丑闻的影响,其更有动力发挥监督职能,因此,拥有财务独立董事的上市公司并购决策效率更高,并购绩效也更好。基于上述分析,本文提出假设1。

假设1:财务独立董事能够有效改善企业的并购绩效。

## (二) 价值损毁行为与并购绩效

当前在公司治理中,存在着股东与经理人之间信息不对称与利益不一致等问题,企业并不像最早时财务学和经济学模型中普遍假定的那样,以价值最大化方式行动。尤其是在新兴转轨的特定经济制度背景下,我国上市公司具有强烈的扩张冲动。已有文献从管理者代理问题与过度自信两个方面对公司过度投资给予了解释,研究结果表明:中国企业的过度投资既是由于管理者滥用企业资源,也是由于管理者过度自信所导致的<sup>[7]</sup>。施继坤等<sup>[8]</sup>对管理层频繁发起并购的原因进行了实证研究,研究结果表明,在并购事件中,上市公司管理层过度自信的心理普遍存在,但并购的频繁发生更多的是管理层对于个人私利的追求,并且过度自信的心理状态会增强高管为谋取个人私利而实施高频率并购活动的意愿,使得这些并购通常是低效的。

站在管理层的角度来看,并购重组后公司规模、业务范围等复杂程度的巨大变化恰恰是管理层薪酬考量的主要标准。除此之外,管理层的社会地位、个人声誉以及在职消费等一系列隐形福利也会随并购的扩张而提高。由此看来,管理层频繁发起并购不仅仅是为了迎合公司发展战略,更是由于自己的利益驱使。并且,即便并购后没有实现预期绩效,责任也是由管理层集体承担。实证研究显示,高管发动的并购行为与谋取个人私有收益行为之间存在关联性,并且与管理者代理动机相联系的并购行为会造成收购公司股东财富的显著损失<sup>[9]</sup>。然而,高管的行为选择并非完全理性,存在由于过度自信造成对自身能力了解程度不足的行为偏差。过度自信的高管在并购的实施过程中通常会高估并购带来的协同效应,支付更多的并购溢价,进而造成股东价值的损失。实证研究显示,过度自信的高管其实施的并购会导致股票市场显著的负向反应<sup>[10]</sup>。高管还会高估自己的业务能力,相信自己的学识与专业水平可以充分整合企业并购后的资源,在并购决策时容易轻视双方公司在文化、技术等方面存在的较大差异,进而使企业在并购后因无法进行资源的有效整合而绩效下滑。基于上述分析,本文提出假设2和假设3。

假设2:管理层私利会造成企业并购后绩效的下降。

假设3:高管过度自信会造成企业并购后绩效的下降。

## (三) 财务独立董事、价值损毁行为与并购绩效

并购是企业实现自身战略发展的一种重要途径。现代企业常通过不同类型的并购达到提升战略地位,实现品牌经营战略、多元化发展等目的。管理者发动的并购行为也是战略变化布局的一种方式,他们在推行的过程中灵活性程度较高,更可能出现谋取私利的机会主义行为以及由于过度自信造成的决策失误,导致并购后股东利益损失,公司的存续与发展存在重大风险隐患。李维安和徐建<sup>[11]</sup>认为,独立董事监督作用对企业绩效产生影响的逻辑是独立董事有能力影响公司的战略决策,可以通过监督职能对公司战略进行控制。他们的研究结果显示,具有较高比例独立董事的董事会能够抑制新任总经理冒进行为导致的公司绩效下降,独立董事可运用战略控制手段履行监督职能。

财务独立董事具有扎实的财务专业知识,优秀的能力和个人品质,可以发挥咨询功能,并且具有监督管理层进而对公司并购等战略进行控制的能力。从与独立董事制度相适应的委员会制度来看,设立的委员会通常包括战略、薪酬、投资管理、审计、提名等。大部分委员会都离不开财务独立董事系统的财务专业知识和深厚的会计专业基础。财务独立董事具有“理性经济人”特征以及高认知能力,能借助丰富的商业经验,运用技术和市场知识参与董事会决策的制定,为公司管理层的经营管理问题解决提供指导,对管理层所匮乏的能力提供有效补充。在战略委员会中,财务独立董事对公司的战略

规划给予指引,对公司的重大投资方案或战略决策进行财务可行性研究,并且他们对目标公司的评价也往往更为客观,这有助于管理层识别目标公司的实际价值,避免支付过多的并购溢价,也避免管理层非理性行为的发生。财务独立董事还会运用其专家身份进行准确的风险评估,对可能会损害股东价值的投资决策发表异议,防范管理层的价值毁损行为,从而有效提高公司治理水平。

已有文献证明,独立董事被授予选择、监督、考核、奖惩公司管理层的职能,能够通过减轻管理层和股东之间的利益冲突来维护公司的效益<sup>[12]</sup>。如果独立董事具有投票控制权,独立董事比内部董事更可能做出由来自公司外部的经理人员替换具有较差绩效 CEO 的决策。众多学者已证明独立董事更可能对董事会提案发表质疑观点,帮助董事会做出更为正确的决策<sup>[2-3]</sup>。由于我国政策要求上市公司独立董事中至少有一名会计专业人士,上市公司对财务独立董事的需求性较高,财务独立董事因发表反对意见而离职的可能性较其他背景独立董事更低,且即便离职在其他公司再任职的概率也更大,因此财务独立董事的独立性更强,更能有效监督管理层在并购过程中的价值损毁行为。同时,财务独立董事在薪酬与考核委员会中参与管理人员的薪酬制定和业绩评价,合理制定有效的薪酬考核制度;在审计委员会中,审查公司财务信息的真实情况,考察高级管理人员的勤勉性与廉洁性,对上市公司总经理及其子公司总经理的经营业绩进行审计与评价,能健全公司高级管理人员的绩效评价与激励约束机制,有效控制管理层谋取私利或过度自信的价值损毁行为。在提名委员会中,财务独立董事对管理层的经营状况进行监督,当管理层经营效果不佳导致公司面临重大风险时,对管理层提出更换请求,提名新人选。财务独立董事的引入增加了董事会的客观性与独立性,抑制了管理层对股东价值的损毁,使企业的并购效率得到了提升。基于上述分析,本文提出假设 4 和假设 5。

假设 4:财务独立董事能够有效抑制管理层私利对并购绩效的损害。

假设 5:财务独立董事能够有效抑制高管过度自信对并购绩效的损害。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择和数据来源

考虑到并购后三年绩效指标的可获得性,本文选取并购首次公告日在 2010 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日的沪深 A 股上市公司作为研究对象,由于变量涉及并购前三年及后三年的数据,实际数据覆盖 2007 至 2016 年。本文按照以下原则对初始样本进行处理:(1)剔除 ST、PT 的公司样本;(2)剔除金融保险类公司样本;(3)只选取上市公司作为收购公司的样本;(4)剔除不能够获得完整公告信息与财务数据的样本;(5)剔除交易终止或未成功的样本;(6)剔除并购交易金额在 100 万元以下或股权转让比例在 5% 以下的样本;(7)一年内实施 2 次及以上并购活动的公司,采用其中交易金额最大的一次。最终,为消除极端值的影响,本文对连续变量进行了 1% 水平下的 Winsorize 缩尾处理,经处理获得有效观测值 897 个,包含 772 家上市公司。本文中并购交易、财务指标、公司治理等数据来源于国泰安 CSMAR 和万德 WIND 金融研究数据库。财务独立董事相关数据来源于 CSMAR 数据库以及在上市公司年报基础上手工整理。本文采用 Stata13.0 软件对样本数据进行处理和分析。

#### (二) 变量界定

1. 并购绩效。本文将并购绩效作为被解释变量,并且采用财务指标法进行衡量。净资产收益率 (ROE) 是净利润与平均股东权益的百分比,是衡量股东资金使用效率的重要财务指标。该指标越高,说明投资带来的收益越高;越低,说明企业所有者权益的获利能力越弱。本文将采用净资产收益率变化量 ( $\Delta ROE$ ),即企业在发生并购后三年与并购前三年 ROE 均值的差额衡量企业的长期并购绩效。

2. 财务独立董事。根据中国证监会的指导意见,财务独立董事是指具有高级职称或注册会计师资格的会计专业人士,即指具有财务或会计知识背景的专业人士。参照 Francis 等<sup>[13]</sup> 衡量高校背景独立董事的做法,本文财务独立董事变量采用财务独立董事人数与公司董事会总人数的比值

(*FINratio*) 来衡量。

3. 管理层私利。关于管理层私利问题,一般采用管理费用率和总资产周转率来测量。由于总资产周转率会受到经营风险、公司规模、行业特性等噪声因素的干扰,因此,我们借鉴魏志华等<sup>[14]</sup>的做法,选用管理费用率指标度量代理成本,以此衡量管理层私利。管理费用是企业行政管理部门为组织和管理生产经营活动而发生的各种费用,是所有经营性收支项目中定义最含糊、涵盖内容最广泛的科目。管理费用占主营业务收入的比例可以度量管理层的不当开支、在职消费等代理成本。

4. 高管过度自信。当前,对于高管的过度自信并没有形成统一的判定方法,国内外学者采取的替代变量也各不相同,本文考虑到我国信息的披露情况和数据的可获得性,为排除代理问题产生的影响,将遵循姜付秀等<sup>[15]</sup>的思路,选取并购发生前一年的“高管薪酬前三名之和/所有高管薪酬之和”作为衡量指标,并且根据中位数将该比值相对应分组,大于中位数的判定为存在过度自信,赋值为1;反之则赋值为0。

5. 控制变量。考虑到其他会影响企业并购绩效的因素,本文从财务状况与治理水平角度出发,设计了如下控制变量:公司规模、第一大股东持股比例、两职兼任、董事会规模、股权性质、相对交易规模、营业收入增长率以及资产负债率等。此外,我们还设置了行业哑变量(*Industry*)与年度哑变量(*Year*)以控制行业特征与年份外部经济环境对结果的影响。

本文所涉及变量具体如表1所示。

表1 变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
并购绩效	$\Delta ROE$	并购前后三年净资产收益率平均值差额
财务独立董事	<i>FINratio</i>	财务独立董事/公司董事会总人数
管理层私利	<i>AC</i>	管理费用/营业收入
高管过度自信	<i>OC</i>	并购前一年高管薪酬前三名之和/全部高管薪酬之和;大于中位数为过度自信,赋值1,否则为0
第一大股东持股比例	<i>TOP1</i>	并购前一年末第一大股东持股比例
相对交易规模	<i>trade</i>	并购交易金额/收购公司总资产
董事会规模	<i>Board</i>	董事会总人数
营业收入增长率	<i>growth</i>	年度营业收入的环比增长率
股权性质	<i>state</i>	公司的实际控制人为国家时赋值为1,否则赋值为0
公司规模	<i>size</i>	并购前一年公司总资产的自然对数
两职兼任	<i>Dual</i>	董事长与总经理两职兼任时取1,反之取0
资产负债率	<i>Lev</i>	总负债/总资产
年度	<i>Year</i>	四个研究年度设置三个年度哑变量
行业	<i>Industry</i>	按照证监会的行业分类标准设11个哑变量

### (三) 模型构建

为检验前文提出的研究假设,本文建立了三个模型。

$$\Delta ROE = \alpha_0 + \alpha_1 \times FINratio + \alpha \times |control| + \varepsilon \quad (1)$$

模型(1)用以检验财务独立董事与并购绩效的关系,若回归结果显示财务独立董事对并购绩效的回归系数 $\alpha_1$ 显著为正,则说明财务独立董事可以显著提升企业并购绩效,假设1成立。

$$\Delta ROE = \alpha_0 + \alpha_1 \times FINratio + \alpha_2 \times AC + \alpha_3 \times FINratio \times AC + \alpha \times |control| + \varepsilon \quad (2)$$

模型(2)用以检验管理层私利与并购绩效的关系以及财务独立董事的治理作用。若回归结果显示管理层私利对并购绩效的回归系数 $\alpha_2$ 显著为负,且财务独立董事与管理层私利交乘项与并购绩效回归系数 $\alpha_3$ 显著为正,则可以说明管理层私利将会对企业并购绩效造成损害,并且财务独立董事能够抑制管理层私利造成的价值损毁,假设2和假设4成立。

$$\Delta ROE = \alpha_0 + \alpha_1 \times FINratio + \alpha_2 \times OC + \alpha_3 \times FINratio \times OC + \alpha \times |control| + \varepsilon \quad (3)$$

模型(3)用以检验高管过度自信与并购绩效的关系以及财务独立董事对过度自信的治理作用。若回归结果显示过度自信对并购绩效的回归系数  $\alpha_2$  显著为负,且财务独立董事与过度自信交乘项与并购绩效回归系数  $\alpha_3$  显著为正,则可以说明高管过度自信将会对企业并购绩效造成损害,并且财务独立董事能够抑制高管过度自信造成的价值损毁,假设3和假设5成立。

#### 四、实证结果与分析

##### (一) 描述性统计

本文主要变量的描述性统计如表2所示。观察统计结果能够发现,我国上市公司基本遵循了《指导意见》,设立财务独立董事已成为董事会结构趋势。财务独立董事的平均值为0.144,标准差为0.060,最大值和最小值分别为0.333和0.059,说明我国上市公司财务独立董事约占董事会总人数的1/9,在不同公司占比未呈现明显的离散性,聘任财务独立董事比例最高的公司其占比为1/3,最少的占比为1/17。管理层私利平均值为0.109,标准差为1.263,最大值和最小值分别为0.833和0.010,说明我国上市公司高管代理问题的个体差异较大。并购绩效  $\Delta ROE$  的平均值为-0.030,标准差为0.190,说明我国上市公司并购绩效并不理想,管理层私利和高管的过度自信可能损害了企业的并购绩效。

##### (二) 回归分析

模型(1)用来检验假设1,由表3中的回归结果能够发现,财务独立董事的系数为0.0497,且在1%水平上显著,表明财务独立董事能够在公司治理中发挥积极作用,凭借自身专业知识为并购过程中合适企业的筛选以及并购方案的制定、会计政策和税务处理等问题提供咨询建议,促进并购协同效应的产生,同时在法律以及声誉风险的约束下有效履行监督职能,从而提高董事会决策的有效性,显著改善企业的并购绩效,支持了假设1。

模型(2)用来检验假设2和假设4,根据回归结果我们可以发现,管理层私利的系数为-0.1277,且在5%水平上显著,说明高管的委托代理问题会导致企业并购后绩效的下滑,管理层为了谋取社会地位、个人声誉以及在职消费等隐性福利,在做出并购决策时会忽略并购对企业带来的风险以及负面影响,造成并购后企业绩效的下降。财务独立董事与管理层私利交乘项的系数为0.4000,在5%水平上显著,由此可以表明财务独立董事可以对管理层私利产生

表2 变量的描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	最大值
$\Delta ROE$	897	-0.030	0.190	-1.090	0.747
<i>FINratio</i>	897	0.144	0.060	0.059	0.333
<i>AC</i>	897	0.109	1.263	0.010	0.833
<i>OC</i>	897	0.500	0.500	0	1
<i>TOP1</i>	897	36.547	15.469	9.270	74.090
<i>trade</i>	897	0.899	3.305	0.050	27.136
<i>Board</i>	897	8.747	1.739	5	15
<i>growth</i>	897	0.281	0.978	-0.603	8.48
<i>State</i>	897	0.384	0.487	0	1
<i>size</i>	897	21.342	1.190	18.162	24.456
<i>Dual</i>	897	0.278	0.448	0	1
<i>Lev</i>	897	0.432	0.355	0.028	2.992

表3 模型回归结果

变量	$\Delta ROE$		
	模型(1)	模型(2)	模型(3)
<i>FINratio</i>	0.0497 *** (2.78)	0.0518 *** (2.90)	0.0505 *** (2.81)
<i>AC</i>		-0.1277 ** (-2.02)	
<i>AC × FINratio</i>		0.4000 ** (2.10)	
<i>OC</i>			-0.0730 ** (-2.38)
<i>OC × FINratio</i>			0.1222 ** (2.27)
<i>TOP1</i>	-0.0001 (-1.27)	-0.0001 (-1.43)	-0.0000 (-0.86)
<i>trade</i>	-0.0257 *** (-4.04)	-0.0269 *** (-4.22)	-0.0250 *** (-3.93)
<i>Board</i>	0.0015 *** (2.94)	0.0015 *** (2.95)	0.0012 ** (2.35)
<i>growth</i>	0.0081 *** (3.17)	0.0079 *** (3.10)	0.0086 *** (3.35)
<i>state</i>	0.0037 (1.43)	0.0040 (1.52)	0.0034 (1.30)
<i>size</i>	0.0075 *** (6.07)	0.0077 *** (6.18)	0.0078 *** (6.32)
<i>Dual</i>	-0.0060 ** (-2.53)	-0.0059 ** (-2.47)	-0.0052 ** (-2.17)
<i>Lev</i>	-0.0680 *** (-11.79)	-0.0658 *** (-11.18)	-0.0674 *** (-11.73)
<i>_Cons</i>	0.0899 *** (3.53)	0.1010 *** (4.00)	0.1090 *** (4.29)
<i>Industry</i>	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>N</i>	897	897	897
Adj R <sup>2</sup>	0.1075	0.1094	0.1122

注:t值经过异方差 White 稳健性修正;\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著。下同。

显著抑制作用,对管理层私利与并购绩效的关系具有显著的正向调节效应,支持了假设2和假设4。

模型3用来检验假设3和假设5,观察回归结果,高管过度自信的系数为 $-0.0730$ ,且在5%水平上显著,说明高管过度自信会导致企业并购后绩效下降,对企业价值造成负面影响。这是由于存在过度自信心理状态的高管做出的决策往往不够理性,高估了并购的成功概率以及自己的能力,以至于造成并购后企业绩效的下降。财务独立董事与高管过度自信交乘项的系数为 $0.1222$ ,在5%水平上显著。由此可以表明,财务独立董事可以对高管过度自信产生显著抑制作用,对高管过度自信与并购绩效的关系具有显著的正向调节效应,支持了假设3和假设5。

因此,财务独立董事可以有效抑制管理层的价值损毁行为,具有“理性经济人”特征的财务独立董事能够凭借高认知能力以及丰富的专业知识与从业经验,准确地判断目标公司的价值,对管理层从并购战略制定到并购项目实施提供相应指导意见,对管理层所匮乏的能力提供有效补充,减少并购双方的信息不对称,避免支付过多的并购溢价,避免管理层非理性行为的发生。同时在激励约束作用下,财务独立董事还会运用其专家身份对并购的风险进行准确的评估,对可能损害股东权益的投资决策发表异议,并通过董事会下设的各委员会对管理层进行监督,防范管理层的价值损毁行为,有效提高公司治理水平。

#### (四) 稳健性检验

##### 1. 内生性问题

考虑到财务独立董事可能主动选择绩效较好和管理层价值损毁行为较弱的公司作为主雇公司,本文使用工具变量两阶段回归方法进一步解决内生性问题。本文采用上市公司总部所在地城市是否具有工商管理一级学科博士点高校或前八大会计师事务所(IV)这一虚拟变量作为工具变量。一般来说,考虑到沟通便利,节约成本等因素,公司普遍倾向于聘请公司总部所在地附近地区的合适人选作为独立董事。来自具有工商管理一级学科博士点的高校或前八大会计师事务所的人士,通常拥有高级职称或注册会计师资格,从事财务会计方面职业工作,为上市公司选聘财务独立董事提供了便利,且会影响公司的财务独立董事比例,但这一工具变量并不会与企业并购绩效有直接联系。在控制了内生性之后,各模型回归结果与原结果基本一致,本文的研究结论没有发生改变。

##### 2. 变量其他衡量方式

对于作为解释变量的并购绩效,本文将参照高明华和马守莉<sup>[16]</sup>的研究,选取代表普通股每股税后利润的每股收益作为替代变量,该指标反映企业经营成果。并购发生后每股收益变化量越高说明投资带来的收益越高,越低则说明企业所有者权益的获利能力越弱。对于财务独立董事的衡量指标,换用虚拟变量(FIN)衡量,若公司中存在2个及以上财务背景独立董事则取1,否则取0。本文同时替换并购绩效与财务独立董事衡量指标后重新对各模型进行回归,得到的结果与原结果不存在实质性差异。

考虑到管理层私利、高管过度自信这类变量,其衡量的准确性能够对研究结论造成直接影响,因此,对于管理层私利,本文将参照李善民等<sup>[17]</sup>的研究,选取支付的其他和经营活动有关的现金流量与当年行业中位数比较的方法来衡量管理层在职消费的高低,高于行业中位数赋值为1,表示管理层存在私利行为,低于行业中位数赋值为0,表示管理层不存在私利行为。对于高管过度自信,本文将参照郝颖等<sup>[18]</sup>的做法,选取管理者持股情况(Hold)作为替代变量,观察研究年度内管理者持股比例变化,若该变量有所增加且增加原因不是由红股和业绩股引起则视为过度自信,否则视为非过度自信。本文同时替换管理层私利和高管过度自信衡量指标后重新对各模型进行回归,结果不存在实质性差异,表明本文的结论是可靠的。

## 五、财务独立董事个体特征的进一步测试

由于以往的研究大都将独立董事视为完全独立与理性的个体,较少剥离出独立董事个体特征对

## 何任,等:财务独立董事能否抑制高管的价值损毁行为?

于企业并购的影响,因此,我们将进一步探究财务独立董事个体特征差异对改善并购绩效以及抑制高管价值损毁行为的影响。表4给出了财务独立董事个体特征变量的定义,我们将从年龄、多重董事身份、学术背景、异地独董几个角度进行分析。

表4 财务独立董事个体特征变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
年龄	<i>age</i>	财务独立董事的平均年龄
多重董事身份	<i>multi</i>	财务独立董事平均任职独立董事公司数
学术背景	<i>academic</i>	现任或曾经在高校任教、科研机构任职、协会从事研究的财务独立董事人数/独立董事总人数
异地独董	<i>location</i>	财务独立董事中一人所在地与公司注册地不同则为异地,赋值为1,否则赋值为0

财务独立董事个体特征的回归结果如表5、表6所示。表中  $X_i$  代表对应的不同特征。观察表5、表6中的回归结果,可以发现:财务独立董事年龄越大越能够有效提高企业并购绩效,但未能显著抑制高管的价值损毁行为。由于财务独立董事年龄大,其从业经历与并购经验将丰富并且性格也趋于冷静沉稳,将有助于董事会做出更有效率的并购决策,但也由于精力的有限将疏于对管理层进行详尽指导与全面监督,因此对于高管价值损毁行为作用效果不明显。

表5 财务独立董事年龄、多重董事身份特征回归结果

变量	$\Delta ROE$					
	年龄	年龄	年龄	多重董事身份	多重董事身份	多重董事身份
$X_i$	0.0104 ** (2.13)	0.0106 ** (2.21)	0.0102 (1.53)	-0.0039 (-0.94)	-0.0041 (-1.01)	-0.0043 (-1.05)
$AC$		-0.1490 *** (-3.57)			-0.1210 *** (-3.76)	
$OC$			-0.0790 * (-1.93)			-0.0730 ** (-2.28)
$AC \times X_i$		0.0097 (0.24)			0.0262 (1.49)	
$OC \times X_i$			0.0209 (0.41)			-0.0374 (-1.09)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$_{-}Cons$	0.0630 *** (2.70)	0.0591 *** (2.65)	0.0523 *** (2.60)	0.0732 *** (2.79)	0.0722 *** (2.60)	0.0729 *** (2.68)
N	897	897	897	897	897	897
adj R <sup>2</sup>	0.0499	0.0514	0.0538	0.0389	0.0410	0.0413

表6 财务独立董事学术背景、异地独董特征回归结果

变量	$\Delta ROE$					
	学术背景	学术背景	学术背景	异地独董	异地独董	异地独董
$X_i$	0.0145 *** (3.46)	0.0165 *** (3.68)	0.0151 *** (3.57)	-0.0103 (-0.91)	-0.0126 (-1.14)	-0.0135 (-1.31)
$AC$		-0.0856 ** (-2.34)			-0.0890 *** (-2.73)	
$OC$			-0.0695 ** (-2.13)			-0.0692 * (-1.95)
$AC \times X_i$		0.0118 ** (2.20)			0.0373 (0.75)	
$OC \times X_i$			0.0042 ** (2.00)			0.0695 (0.68)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$_{-}Cons$	0.0998 *** (3.94)	0.1200 *** (4.69)	0.1150 *** (4.49)	0.1050 *** (3.27)	0.0768 *** (2.91)	0.1430 *** (3.69)
N	897	897	897	897	897	897
adj R <sup>2</sup>	0.0849	0.0974	0.0991	0.0359	0.0362	0.0374



财务独立董事任职公司数越多将越无法提高企业并购绩效,并且越不能够有效抑制高管的价值损毁行为。这是由于兼职家数过多的财务独立董事,会因疲于奔波于各个企业之间,缺乏充足的时间与精力履行其工作责任,从而不能提高企业的并购绩效,从而不能有效抑制高管的价值损毁行为。

学术背景财务独立董事能显著提高企业并购绩效,同时对高管价值损毁行为也将产生抑制作用。来自高校、科研机构或协会的学者能够将专业特长和丰富的前沿理论知识带入公司决策中,同时其无形的声誉资源与教学实践中积累的丰富人脉资源等“软实力”也会对公司治理予以帮助,因此学术背景财务独立董事对提高企业并购绩效与抑制高管价值损毁行为产生积极影响。异地财务独立董事对于提升企业并购绩效以及抑制高管价值损毁行为并未提供帮助。由于地理原因,异地财务独立董事的有效资源将难以利用,对公司的治理作用也难以发挥。

## 六、结论性评述

本文选取2010至2013年间参与并购交易的我国沪深A股上市公司为研究样本,实证检验了财务独立董事对高管价值损毁行为的治理作用。研究结果显示:财务独立董事在公司治理过程中发挥了积极作用,对企业并购绩效具有显著的正向影响;管理层的自私自利、过度自信对企业并购绩效具有显著的负向影响,会造成一定的股东价值毁损;财务独立董事能够有效抑制管理层自私自利或过度自信所引起的并购绩效下降。在并购过程中,财务独立董事能够发挥其咨询功能,给予管理层相应的专业意见与战略指导,也能够发挥其监督功能,防范管理层因个人私利或非理性决策引发的公司潜在风险。同时,在治理效果上,相对年长的财务独立董事更有助于提升企业的并购绩效,具有学术背景的财务独立董事更能抑制高管的价值损毁行为,也更有助于改善企业的并购绩效。

基于上述研究结论,本文提出下述政策建议:第一,上市公司应要求管理层对于并购项目的前期、中期与后期提供客观详尽的评价分析;对于目标方应提供全面彻底的调查报告,重点披露其是否存在产品质量纠纷、品牌信誉问题、巨额的未清偿债务以及诉讼将产生的巨额经济赔偿;管理层还应客观地评估公司的风险承受能力,对并购项目进行风险分析报告。股东大会、董事会应根据管理层提供的材料对并购项目进行评价。同时,对于产生重大损失的并购决策,应追溯相关管理层的责任,给予相应的处罚,削弱管理层自私自利或过度自信行为对并购绩效造成的损害。第二,应加强对上市公司管理层实施并购等重大投资活动的监管,强化对上市公司管理层权力的制衡机制,弱化管理层私利与过度自信给企业并购绩效带来的负向经济后果。实证结果表明财务独立董事在公司重大事件中治理作用明显,能够有效抑制高管价值损毁行为造成的并购绩效下降。因此监管部门应推动上市公司独立董事制度的改革与完善,加强财务独立董事的普及度,扩大财务独立董事职能范围,强化其对公司管理层监管的作用权力,尽可能减少财务独立董事实施监督与管理过程中的阻碍。第三,我国应进一步完善财务独立董事选聘机制、问责机制,控制财务独立董事的兼任情况,重视对学术背景财务独立董事的聘任;同时应建立相应的激励机制与声誉评价机制,以此调动财务独立董事的积极性,从根源上提高财务独立董事的履职效率,促进资本市场的健康发展,保护投资者利益,完善公司治理机制。

本文仅考察了财务独立董事对以并购绩效衡量的高管价值损毁行为经济后果的间接影响,并未对财务独立董事的监督与咨询作用是否会抑制管理层频繁地发动盲目并购行为进行检验,即财务独立董事对高管并购决策的直接影响,这是未来需要进一步研究的方向。

### 参考文献:

- [1]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.
- [2]唐雪松,申慧,杜军.独立董事监督中的动机——基于独立意见的经验证据[J].管理世界,2010(9):138-149.
- [3]叶康涛,祝继高,陆正飞,等.独立董事的独立性:基于董事会投票的证据[J].经济研究,2011(1):126-139.

- [4] Halebian J, Devers C E, McNamara G, et al. Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda[J]. *Journal of Management*, 2009, 35(3): 469 - 502.
- [5] Byrd J, Hickman K. The case for independent outside directors[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1992, 5(3): 78 - 82.
- [6] 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.
- [7] 李云鹤. 公司过度投资源于管理者代理还是过度自信[J]. *世界经济*, 2014(12): 95 - 117.
- [8] 施继坤,刘淑莲,张广宝. 管理层缘何频繁发起并购:过度自信抑或私利[J]. *华东经济管理*, 2014(12): 84 - 90.
- [9] 李善民,朱滔. 管理者动机与并购绩效关系研究[J]. *经济管理*, 2005(4): 4 - 12.
- [10] Malmendier U, Tate G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(1): 20 - 43.
- [11] 李维安,徐建. 董事会独立性、总经理继任与战略变化幅度——独立董事有效性的实证研究[J]. *南开管理评论*, 2014(1): 4 - 13.
- [12] Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control[J]. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2): 301 - 325.
- [13] Francis B, Hasan I, Qiang W. Professors in the boardroom and their impact on corporate governance and firm performance[J]. *Financial Management*, 2015, 44(3): 547 - 581.
- [14] 魏志华,吴育辉,李常青. 家族控制、双重委托代理冲突与现金股利政策——基于中国上市公司的实证研究[J]. *金融研究*, 2012(7): 168 - 181.
- [15] 姜付秀,张敏,陆正飞,等. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. *经济研究*, 2009(1): 131 - 143.
- [16] 高明华,马守莉. 独立董事制度与公司绩效关系的实证分析——兼论中国独立董事有效行权的制度环境[J]. *南开经济研究*, 2002(2): 64 - 68.
- [17] 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(6): 2 - 12.
- [18] 郝颖,刘星,林朝南. 我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究[J]. *中国管理科学*, 2005(5): 142 - 148.

[责任编辑:杨志辉]

## Can Financial Independent Directors Restrain the Value-Destroying Behavior of Executives? Empirical Evidence from M&A by the A-share Listed Companies of China

HE Ren<sup>1,2,3</sup>, SHAO Shuai<sup>3</sup>, YANG Qing<sup>2</sup>

(1. School of Maritime Economics and Management, Dalian Maritime University, Dalian 116026, China;

2. School of Economics, Fudan University, Shanghai 200433, China;

3. School of Management, Shanghai University, Shanghai 200444, China)

**Abstract:** Based on the A-share listed companies of China in M&A from 2010 to 2013, this paper empirically investigates the impacts of financial independent directors on executive personal benefits, executive overconfidence and M&A performance. The results show that financial independent directors have a significant positive impact on M&A performance of firms. Both executive personal benefits and executive overconfidence will result in a decrease in the performance of firms after M&A. Financial independent directors can improve M&A performance of firms through restraining executive personal benefits and executive overconfidence. Meanwhile, the age, academic background of the financial independent directors will play a significant role in improving M&A performance.

**Key Words:** financial independent director; executive personal benefits; executive overconfidence; M&A performance; M&A behavior; enterprise merger and acquisition; system of independent directors