

“内部治理”与“外部监管”： 国有股东在民营企业并购中的双重身份

吴兴宇^a, 王 满^{a,b}

(东北财经大学 a. 会计学院; b. 中国内部控制研究中心, 辽宁 大连 116025)

[摘要]以混合所有制改革为背景,采用2005—2018年沪深A股民营上市公司数据,考察民营企业中引入国有股东参与治理对其并购过程中代理成本的影响,并分析二者之间的作用机制。结果显示:国有股东能够以外部大股东和政府监管者的双重身份,通过加强内部治理和外部监管的作用显著降低民营企业并购过程中的代理成本,其中,委派董事可以缓解第一类代理问题;股权制衡可以缓解第二类代理问题。这种作用关系在地区法制化水平、行业竞争程度和内部控制质量低的情况下更为显著。

[关键词]企业并购;代理成本;民营企业;国有股东;内部治理;外部监管;内部控制质量

[中图分类号]F239.65 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2021)02-0041-09

一、引言

从喧嚣一时的万科股权之争,再到万众瞩目的360借壳上市,民营上市公司并购重组在我国资本市场上始终占据着重要位置,而相应监管制度的完善也成为重中之重。2019年10月18日,证监会关于《上市公司重大资产重组管理办法》的再次修订引发了社会热议。本次修订旨在完善上市公司并购重组“全链条”的监管机制,支持优质资产注入上市公司,以促进上市公司的质量提升和资本市场的稳定健康发展。

近年来,我国经济的快速发展促使民营企业在国民经济的各行各业中扮演的角色越来越重要,国家也出台了一系列政策加速民营企业发展。因此,许多民营企业纷纷采取并购的方式扩大规模,以实现规模经济。但是,并购活动作为公司的特别决议事项,往往会受到管理层和控股股东自身行为和动机的影响。首先,在两权分离的情况下,由于管理层和股东的目标函数不一致,相比于并购活动所创造的股东财富,管理层可能更加关注自身的收益,这就会引发由第一类代理问题所导致的并购价值减损。其次,当上市公司的股权过于集中时,代理问题可能更多表现为大股东与中小股东之间的利益冲突。在这种情况下,控股股东为了控制权私有收益,可能会与管理层合谋进行“掏空”,损害中小股东的利益,不利于并购活动的整体绩效。因此,如何克服上述两类代理问题的影响,做到证监会所提出的“充分支持上市公司通过并购重组做大做强,更好地服务于实体经济”,成为学者们关注的话题。

现有研究表明,异质性产权的相互博弈和监督有助于防范或解决单一产权所面临的代理问题^[1-2]。在我国大力推进混合所有制改革的过程中,政府不仅鼓励非公有制经济积极参股国有企业,同时还鼓励国有企业参股非公有制经济。但在现有研究中,学者们大多将研究视角定位于国有企业当中,探索国有企业中引入非国有资本的经济后果^[3-5]。本文则将研究视角定位于民营企业当中,探索国有股东作为

[收稿日期]2020-07-23

[基金项目]国家社会科学基金项目(19BGL066)

[作者简介]吴兴宇(1993—),女,黑龙江嫩江人,东北财经大学会计学院博士生,主要研究方向为企业并购与公司投融资策略,邮箱:wuxingyu0815@163.com;王满(1962—),女,辽宁沈阳人,东北财经大学会计学院教授,东北财经大学中国内部控制研究中心教授,博士生导师,主要研究方向为管理会计与公司投融资策略。

一种异质性的外部大股东,能否缓解民营企业在并购这一重大决策中所面临的代理问题。同时,由于国有股东直接或间接地归属于政府管理,它们有义务帮助监管部门加强对企业的监管,以维持资本市场中各项活动的有序进行^[6]。因此,在我国积极发展“简政放权,创新监管方式”的背景下,政府能否基于混合所有制改革的背景,通过参股民营企业的方式来加强监管也值得探讨。

综上,本研究将从企业并购这一决策出发,探索国有股东参与治理对民营企业代理问题的影响。相比于以往研究大多将国有股东在民营企业中的作用定位于获取政治关联的途径,本文则从内部治理和外部监管这两个全新的角度进行研究。

二、理论分析与假设提出

(一) 国有股东参与治理与第一类代理问题

管理层是并购活动的直接决策者,他们的行为和动机将直接影响企业并购的成败和并购后的财务状况。现有研究表明,由管理层决策不当所导致的无效并购往往有两个原因。一方面,管理层“过度自信”会使主并企业高估并购后的协同效应,导致企业支付的并购溢价过高,无法达到预期的效果,严重情况下甚至会使企业陷入财务困境,面临破产风险^[7]。另一方面,管理层在私有收益的驱使下,可能会接受回报率很低的并购项目,进而损害股东利益^[8]。因此,如何采取有效的机制规范管理层行为,使其为股东利益服务,成为缓解第一类代理问题需要考虑的因素。现有研究表明,防范第一类代理问题的途径主要有两个,分别是薪酬激励和加强监督。由于相比于国有企业,民营企业的经营方式更加趋近于市场化的要求,因此,高管的薪酬会更大程度上与企业的市场价值而不是规模相关联^[9],这就在一定程度上抑制了高管为了自身薪酬提升而进行的盲目扩张。因此,对管理层进行有效的监管成为民营企业缓解并购过程中第一类代理问题的主要方式。

根据委托代理理论,第一类代理问题的产生需同时具备两个条件:第一,委托方与代理方存在利益冲突;第二,两者之间存在信息不对称。其中,利益冲突是管理层谋求自身收益的原因,而信息不对称则为管理层创造了谋求自身收益的条件^[10]。在现代产权制度下,两权分离使得经理人虽然行使决策权但并不承担公司的经营风险,二者之间的目标函数不一致导致了双方的利益冲突。但如果二者之间不存在信息不对称,那么当管理层存在机会主义行为时就会立即被股东发现,进而缓解二者之间的代理冲突。因此,如何降低二者之间的信息不对称程度,使股东能够更好地监督管理者成为缓解第一类代理问题的关键。

根据以往研究可知,董事会是连接管理层和股东的“桥梁”,有效的董事会监管能够降低企业的信息不对称和委托代理成本。因此,参股股东委派董事进行监管能够有效保障股东的利益^[11]。具体来说,现有研究已经证实了非控股股东委派董事对企业的关联占款、股利发放和企业创新等方面起到的积极作用。同时,学者们也证实了加强内外部监管可以规范管理层的并购行为。例如,张洽和袁天荣认为良好的内部控制可以规范管理层的行为,有助于缓解并购过程中的代理问题^[12]。李曜和宋贺则发现有风险投资参股的上市公司,管理层的并购决策往往更加有效,并购支付的溢价更低,并购整合能力更强^[13]。

在我国,国有股东是指那些有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向公司投资的机构或企业^[6]。根据制度理论可知,政府机构是公共政策的制定者和执行者,具有合法性和强制性的权力来保障公共政策的施行^[14]。一方面,由于国有股东肩负着防止国有资产流失的重任,会以外部股东的身份委派董事加强对企业的监管,以防止管理层为了自身利益损害股东财富;另一方面,由于国有股东的政府属性能够起到一定的威慑效应^[2],同时,国有股东直接或间接地归属于政府管理,因此会帮助监管部门加强对企业的监管,以维持资本市场中各项活动的有序进行^[15]。因此,国有股东参与治理作为一种有效的监督机制,能够通过委派董事加强监管,从而抑制管理层在并购过程中的机会主义行为,有助于民营企业通过并购活动提升企业价值。

(二) 国有股东参与治理与第二类代理问题

根据委托代理理论,在现代企业中,不仅存在由两权分离所导致的第一类代理问题,还存在由于股权集中所导致的第二类代理问题。控股股东为了自身的利益往往会通过“隧道行为”对企业进行“掏空”,造成公司价值的下降,从而损害中小股东的利益^[16]。现有研究表明,控股股东进行“掏空”的手段主要包括兼并收购、关联交易和股利政策等^[17]。在我国,民营企业的股权集中度相对较高,虽然企业的控制权和现金流权是分离的,但控股股东可以通过交叉持股或金字塔结构进行控制权的积累,使自己最终的控制权远远大于现金流权,掠夺中小股东更加容易^[18]。在企业并购方面,大股东可能采取多种方法进行利益侵占。余鹏翼和王满四发现,连锁董事可以降低企业间的信息不对称程度,使得企业在并购前需要进行的业务尽职调查要求降低,这会使得大股东与连锁董事合谋,进而影响并购绩效^[19]。在这种情况下,股权制衡的概念应运而生,它的治理效应具体表现为:非实际控制人为了避免自身的利益受到损害而对实际控制人所进行的一种有效监督^[16-17]。

随着我国混合所有制改革的推进,国有和民营企业都在进行不同产权之间的相互融合,而“混改”追根到底是由“多个大股东”的问题演化而来的^[1],其主要的作用机制还是通过股权制衡来加强对不同所有制企业的监管,并通过股权融合取长补短,共同发展。现有研究认为,当民营企业并购了国有企业后,国有企业的政府属性会通过一种威慑和制衡的作用使民营企业的“隧道行为”和大股东凌驾于内部控制之上的风险得以抑制^[2]。同时,国有股东还能够有效抑制民营企业的过度投资,提升企业价值^[1]。因此,本研究认为,基于股东财富最大化和助力国家监管部门的动机,国有股东作为一种具有政府属性的外部大股东,可以对控股股东的行为进行监管,起到积极的治理作用。具体来说,国有股东可以通过股权制衡来抑制民营企业在并购过程中的第二类代理问题。

综上,本研究提出以下假设:

H₁: 国有股东参与治理能够缓解民营企业并购过程中的代理问题。

H_{1a}: 国有股东委派董事参与治理,能够缓解民营企业并购过程中的第一类代理问题。

H_{1b}: 国有股东股权制衡度越高,越有助于缓解民营企业并购过程中的第二类代理问题。

(三) 地区法制化水平的影响

根据王小鲁等编制的《中国分省份市场化指数报告》^[20]可知,我国不同地区的法制化水平存在较大差异。同时,现有研究表明,在法制化水平高的地区,监管机构更加专业化,各项制度也更加公正有效^[21]。因此,当所在地的法制化水平高时,企业受到外部的监管也更加严格。现有研究已经证实了地区法制化水平对企业盈余管理、债务融资成本等方面的积极作用^[22]。因此,如果国有股东在参与治理的过程中能够帮助政府发挥外部监督的作用,就能够帮助法制化水平低的地区加强监管,起到积极的治理作用。而在法制化水平高的地区,外部监管制度相对完善,国有股东所能起到的监管作用会在一定程度上被削弱。综上,本研究提出以下假设:

H₂: 在法制化水平低的地区,国有股东对民营企业并购过程中代理问题的缓解作用更显著。

(四) 行业竞争程度的影响

产品市场竞争作为一种有效的行业自律机制,能够在市场定价、公司治理等方面起到积极的作用。现有研究表明,行业竞争是市场机制中的一种良性互动,能够加速企业间的优胜劣汰,有助于整个行业的转型升级^[23]。它无论是对企业自身还是整个产业链的发展,都能够起到积极的作用^[23]。因此,当企业所处的行业竞争程度高时,由于外部压力的存在,会使管理层和控股股东规范自身的行为,以谋求企业的长远发展。在这种情况下,企业在经营活动中所面临的代理问题相对较小。而当企业所处行业的竞争程度低时,由于自身的垄断性较强,会使企业面临较为严重的代理问题^[24]。如果国有股东能够通过发挥外部监督的作用对民营企业产生影响,那么当行业竞争程度低时,就能够更加有效地缓解代理问题。

综上,本研究提出以下假设:

H₃:在行业竞争程度低的情况下,国有股东对民营企业并购过程中代理问题的缓解作用更显著。

(五) 内部控制质量的影响

内部控制质量能够反映出企业的内部治理情况。现有研究表明,有效的内部控制能够规范企业内部人员的行为,通过减少可操纵性应计盈余提升会计信息质量,并最终降低融资成本^[25]。因此,内部控制作为一种有效的内部监督机制能够规范管理层和控股股东的机会主义行为,在一定程度上缓解代理问题。如果国有股东在公司治理中能够起到有效的内部监管作用,那么当企业的内部控制质量低时,国有股东更能够发挥作用。综上,本研究提出以下假设:

H₄:在内部控制质量低的情况下,国有股东对民营企业并购过程中代理问题的缓解作用更显著。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文采用2005—2018年沪深A股民营上市公司数据,由于并购前后代理成本变化的计算涉及提前和滞后两期的数据,因此最终采用的并购样本时间跨度为2007—2016年,本文对样本进行了以下筛选:(1)剔除ST、*ST的企业;(2)剔除金融行业样本;(3)只保留交易主体为买方的样本;(4)只保留并购事件为资产收购、要约收购、吸收合并、股权转让的样本;(5)剔除交易未成功的样本;(6)如果同一公司在同一年发生了多起并购,只保留交易金额最大的样本;(7)剔除财务指标存在缺失值和明显异常值的样本。最终本研究共得到了2530个样本观测值。本文的并购和财务数据均来源于CSMAR数据库。

前十大股东股权性质的数据主要来源于CCER数据库,由于数据只更新到2015年,因此2016年的数据本文主要通过“天眼查”和“百度搜索”等网站进行手工查找并补齐,最终得到1116个存在国有股东的样本观测值。为消除极端值对研究结果的影响,本文还将数据进行了上下1%的Winsorize处理,使用的数据处理软件为Stata15.0。

(二) 变量定义

1. 被解释变量。并购活动是一个长期且伴随着两类代理成本变化的过程^[19]。具体来说,王培林等的研究证实了并购会引起企业自由现金流的变化,而这种变化在一定程度上改变了企业内部的代理问题^[26];李小燕和陶军认为管理层会出于提升自身薪酬的考虑努力提升并购业绩,这也在一定程度上反映了并购前后代理问题的变化^[27]。因此,为直接对并购过程中代理成本的变化进行测量,本研究借鉴陈仕华等对并购绩效变化的衡量方式^[28],设置了两个被解释变量:(1)并购前后第一类代理成本的变化($\Delta cost1$),即并购发生后两年的平均第一类代理成本与并购前两年的平均第一类代理成本的差值,其中,第一类代理成本的衡量借鉴吴育辉和吴世农的研究^[29],采用管理费用率进行衡量;(2)并购前后第二类代理成本的变化($\Delta cost2$),即并购发生后两年的平均第二类代理成本与并购前两年的平均第二类代理成本的差值,其中,第二类代理成本的衡量借鉴罗进辉等的研究^[30],采用其他应收款占总资产的比例进行衡量。

2. 解释变量。本文借鉴逯东等的研究^[5],设置了以下三个变量作为解释变量:(1)国有股权($state1$),即当民营上市公司前十大股东中存在国有股东时取值为1,其中,国有股东的定义参考余汉等的研究,即“直接或间接归属于国家管理,有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向公司投资的机构或企业”^[6];(2)委派董事($state2$),当国有股东委派董事参与治理时,取值为1;(3)股权制衡($state3$),即参股的所有国有股东的股权之和与上市公司实际控制人控制权的比值。

3. 调节变量。为验证前文中所提到的作用机制,本文分别选取地区法制化水平(law)、行业垄断程度(HHI)和内部控制质量(IC)作为调节变量进行作用机制检验。其中,地区法制化水平借鉴王小鲁等编写的《中国分省份市场化指数报告》中的“市场中介组织的发育和法律制度环境”指数进行衡量^[20];行业垄断程度借鉴聂海峰和岳希明的研究^[23],采用赫芬达尔指数进行衡量;内部控制质量借鉴陈作华

和方红星的研究^[25],采用深圳迪博内部控制与风险管理数据库中的“内部控制指数”来衡量。这三个变量分别代表了宏观层面、行业层面和公司内部的监督情况。

4. 控制变量。控制变量的选取借鉴罗进辉、陈志军等的研究^[30-31],选取公司层面的公司规模(*size*)、资产负债率(*lev*)、企业成长性(*growth*)、总资产收益率(*roa*)、经营活动现金流(*cfo*)、企业上市年限(*age*);管理层面的是否存在高管持股(*stock*)、是否存在两职合一(*dual*)、机构投资者持股比例(*ins*);交易层面的交易规模(*deal*)作为控制变量,同时还对行业(*ind*)和年份(*year*)进行了控制。各变量的定义如表1所示。

表1 变量定义表

变量	名称	符号	定义
被解释变量	第一类代理成本的变化	$\Delta cost1$	并购前后两年管理费用率均值的差值
	第二类代理成本的变化	$\Delta cost2$	并购前后两年其他应收款均值的差值
解释变量	国有股权	<i>state1</i>	当企业的前十大股东中存在国有股东时取值为1,否则为0
	委派董事	<i>state2</i>	国有股东委派董事时取值为1,否则为0
	股权制衡	<i>state3</i>	参股国有股东总的持股比例/第一大股东实际控制比例
调节变量	法制化水平	<i>law</i>	“市场中介组织的发育和法律制度环境”指数
	行业竞争	<i>HII</i>	行业垄断程度,以赫芬达尔指数表示
	内控质量	<i>IC</i>	“迪博内部控制”指数
控制变量	企业规模	<i>size</i>	公司总资产的自然对数
	偿债能力	<i>lev</i>	总负债/总资产
	成长性	<i>growth</i>	营业收入增长率 = (本期营业收入 - 上期营业收入) / 上期营业收入
	盈利能力	<i>roa</i>	总资产收益率 = 当期净利润 / 期末总资产
	现金流量	<i>cfo</i>	年度经营活动现金净流量 / 期末资产总额
	交易规模	<i>deal</i>	并购交易额 / 总资产
	两职合一	<i>dual</i>	公司的总经理与董事长两职合一时取值为1,否则为0
	高管持股	<i>stock</i>	存在高管持股时取值为1,否则为0
	机构投资者	<i>ins</i>	机构投资者持股比例
	上市年限	<i>age</i>	企业首次公开上市至今的年限
	行业	<i>ind</i>	行业虚拟变量
	年度	<i>year</i>	年度虚拟变量

(三) 模型设定

根据上述研究假设和变量设置,本文借鉴逯东等和罗进辉等的研究设计了模型(1)和模型(2),用于衡量国有股东参与治理对民营企业并购过程中代理问题的影响^[5,30]。其中,模型(1)用来验证国有股权参股(*state1*)和委派董事参与经营(*state2*)对并购前后第一类代理成本($\Delta cost1$)的影响;模型(2)用来验证国有股权参股(*state1*)和股权制衡度(*state3*)对并购前后第二类代理成本($\Delta cost2$)的影响。在两个模型中, β_0 为常数项, β_1 到 β_{11} 为系数,当 β_1 的系数显著为负时,证明国有股东参与治理能够缓解民营企业并购过程中的代理问题。

$$\Delta cost1 = \beta_0 + \beta_1 state1(state2) + \beta_2 size + \beta_3 lev + \beta_4 growth + \beta_5 roa + \beta_6 cfo + \beta_7 deal + \beta_8 ins + \beta_9 dual + \beta_{10} stock + \beta_{11} age + Industry + Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$\Delta cost2 = \beta_0 + \beta_1 state1(state3) + \beta_2 size + \beta_3 lev + \beta_4 growth + \beta_5 roa + \beta_6 cfo + \beta_7 deal + \beta_8 ins + \beta_9 dual + \beta_{10} stock + \beta_{11} age + Industry + Year + \varepsilon \quad (2)$$

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计分析

主要变量的描述性统计分析见表2。由表2可知,在全样本的2530个观测值中,有1116个观测值中存在国有股东(*state1*),占全样本的0.4411;在存在国有股东的1116个样本中,有0.2509的国有股东派出了董事参与治理(*state2*);国有股东的股权制衡度(*state3*)最大值为0.9642,最小值为0.0015,平均值为0.2195,即不同的民营企业引入国有股东的程度存在较大差异。由表2可知,并购前后第一类代理成本的变化($\Delta cost1$)最小值为-0.0738,最大值为0.0511,平均值为-0.0017,即不同民营企业并购前后第一类代理成本的变化存在一定差异;并购前后第二类代理成本的变化($\Delta cost2$)最小值为-0.1266,最大值为0.1273,平均值为0.0005,即不同民营企业并购前后第二类代理成本的变化也存在较大差异。

(二) 多元回归分析

1. 国有股东参与治理与并购代理成本

国有股东与并购代理成本的回归结果见表3。表3第(1)列、第(2)列列示了存在国有股权(*state1*)和委派董事(*state2*)对并购前后第一类代理成本变化($\Delta cost1$)的影响,回归结果分别为 -0.002 (5%的水平上显著)和 -0.003 (5%的水平上显著);第(3)列、第(4)列列示了存在国有股权(*state1*)和股权制衡(*state3*)对并购前后第二类代理成本变化($\Delta cost2$)的影响,回归结果分别为 -0.003 (5%的水平上显著)和 -0.009 (1%的水平上显著)。说明国有股东参与治理能够有效缓解民营企业并购过程中的代理问题,其中,委派董事参与治理能够缓解第一类代理问题,股权制衡能够缓解第二类代理问题。假设1、假设1a、假设1b均得到验证。

2. 地区法制化水平的影响

本文以行业均值为标准将法制化水平划分为高、低两组,并分别进行了回归分析,回归结果见表4。表4第(1)列、第(2)列列示了在法制化水平高的情况下国有股东参与治理的方式对两类代理成本的影响,第(3)列、第(4)列列示了在法制化水平低的情况下国有股东参与治理的方式对两类代理成本的影响。结果显示,在法制化水平低的分组中,二者之间的系数均显著为负,分别为 -0.004 (5%的水平上显著)和 -0.013 (1%的水平上显著)。为保证实证的严谨性,本文还将第(2)列、第(4)列中*state3*的系数进行了组间系数差异检验,结果显示二者间的差异是显著的。综上,假设2得到验证。

3. 行业竞争程度的影响

本文以行业均值为标准将行业竞争程度划分为高、低两组,并进行了回归分析,回归结果见表5。表5第(1)列、第(2)列列示了在行业竞争程度高的情况下国有股东参与治理的方式对两类代理成本的影响,第(3)列、第(4)列列示了在行业竞争程度低的情况下国有股东参与治理的方式对两类代理成本的影响。结果显示,在行业竞争程度低的分组中,二者之间的系数均显著为负,分别为 -0.004 (5%的水平上显著)和 -0.017 (1%的水平上显著)。假设3得到验证。

4. 内部控制质量的影响

本文以行业均值为标准将内部控制质量划分为高、低两组,并进行了回归分析,回归结果见表6。表6第(1)列、第(2)列列示了在内部控制质量高的情况下国有股东参与治理的方式对两类代理成本的

表2 变量的描述性统计分析结果

变量名	数量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$\Delta cost1$	2530	-0.0017	0.0193	-0.0738	-0.0014	0.0511
$\Delta cost2$	2530	0.0005	0.0286	-0.1266	-0.0003	0.1273
<i>state1</i>	2530	0.4411	0.4966	0.0000	0.0000	1.0000
<i>state2</i>	1116	0.2509	0.4337	0.0000	0.0000	1.0000
<i>state3</i>	1116	0.2195	0.2811	0.0015	0.0939	0.9642
<i>size</i>	2530	21.8167	0.9540	19.8416	21.7114	24.5999
<i>lev</i>	2530	0.4070	0.1961	0.0474	0.3971	0.8474
<i>growth</i>	2530	0.3007	0.5052	-0.5064	0.1998	2.9180
<i>roa</i>	2530	0.0539	0.0506	-0.0961	0.0489	0.2209
<i>efo</i>	2530	0.0381	0.0732	-0.1994	0.0383	0.2261
<i>deal</i>	2530	0.1882	0.4094	0.0008	0.0651	2.7980
<i>stock</i>	2530	0.8083	0.3937	0.0000	1.0000	1.0000
<i>ins</i>	2530	0.0545	0.0499	0.0000	0.0428	0.2003
<i>dual</i>	2530	0.3332	0.4715	0.0000	0.0000	1.0000
<i>age</i>	2530	7.1561	5.3311	1.0000	5.0000	26.0000

表3 国有股东参与治理与并购代理成本

变量	$\Delta cost1$		$\Delta cost2$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>state1</i>	-0.002** (-2.09)		-0.003** (-2.56)	
<i>state2</i>		-0.003** (-2.30)		
<i>state3</i>				-0.009*** (-2.70)
<i>size</i>	0.001 (1.21)	0.001 (1.21)	0.001 (0.71)	-0.001 (-0.52)
<i>lev</i>	-0.008*** (-3.15)	-0.010*** (-2.61)	0.008** (2.04)	0.015** (2.39)
<i>growth</i>	0.000 (0.06)	0.001 (0.76)	-0.002 (-1.24)	0.001 (0.37)
<i>roa</i>	-0.056*** (-6.26)	-0.054*** (-4.17)	-0.027** (-1.99)	-0.052** (-2.40)
<i>efo</i>	0.017*** (3.09)	0.024*** (3.16)	0.014* (1.69)	0.030** (2.30)
<i>deal</i>	-0.007*** (-7.50)	-0.009*** (-5.60)	0.002 (1.61)	0.001 (0.30)
<i>stock</i>	0.001 (1.13)	-0.000 (-0.07)	0.003* (1.70)	-0.003 (-1.11)
<i>ins</i>	-0.021*** (-2.83)	-0.023** (-2.21)	0.023** (1.98)	0.003 (0.17)
<i>dual</i>	-0.001 (-1.56)	-0.001 (-0.83)	-0.000 (-0.22)	-0.002 (-1.03)
<i>age</i>	-0.000** (-2.08)	-0.000 (-1.07)	-0.001*** (-4.21)	-0.001*** (-2.98)
<i>cons</i>	-0.001 (-0.11)	-0.012 (-0.79)	-0.020 (-1.25)	-0.005 (-0.22)
<i>ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2530	1116	2530	1116
Adj. R ²	0.122	0.099	0.071	0.089

注:括号中为t值,***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。下同。

影响,第(3)列、第(4)列列示了在内部控制质量低的情况下国有股东参与治理的方式对两类代理成本的影响。结果显示,在内部控制质量低的分组中,二者之间的系数均显著为负,分别为-0.004(5%的水平上显著)和-0.010(5%的水平上显著)。假设4得到验证。

(三) 稳健性检验

为保证研究结论的可靠性,除上述的实证分析外,本文还进行了如下的稳健性检验,考虑到篇幅限制,此处不再列示具体结果,备索。

1. 内生性问题的处理。由于国有股东在选择参股企业时可能本身就会选择那些内外部治理情况较好、代理问题不严重的企业,导致研究结论受到内生性问题的影响。因此,本文采用PSM-DID的方法重新进行检验。以国有股东参股情况的变化为外生冲击,将股权变化分为“从无到有”和“从有到无”两种情况。在“从无到有”的变化中,选取民营企业自身作为对照组;在“从有到无”的变化中,选取始终存在国有股东的公司作为对照组,采用1:1的临近匹配的方式对样本进行了匹配。回归结果显示,国有股东在“从无到有”的变化中与第一、二类代理成本变化之间的系数显著为负;国有股东在“从有到无”的变化中与第一、二类代理成本变化之间的系数显著为正,即本文的研究结论依然稳健。

2. 子样本回归。由于我国的民营上市公司中有一部分是由国有企业转化而来,这些企业本身就会存在国有企业中所具有的治理特征,影响本文的研究结论。因此,本文将企业的民营化方式为“由国有企业转化而来”的样本剔除,并重新进行了实证检验,回归结果与前文一致,本文的研究结论依然稳健。

3. 更换回归模型。由于模型中可能存在扰动项不随个体的变化变动而随着时间变化变动的情况,导致遗漏变量问题,从而对结果造成有偏估计。因此,本文在上述的主检验模型中控制了时间固定效应,采用双向固定效应模型对主假设重新进行了检验,本文的研究结论依然稳健。

五、结论性评述

本文以2007—2016年我国沪深A股民营上

表4 法制化水平的影响

变量	法制化水平高组		法制化水平低组	
	$\Delta cost1$ (1)	$\Delta cost2$ (2)	$\Delta cost1$ (3)	$\Delta cost2$ (4)
state2	-0.002 (-1.20)		-0.004** (-2.09)	
state3		-0.009* (-1.83)		-0.013*** (-2.85)
size	0.000 (0.16)	-0.001 (-0.38)	0.001 (1.42)	-0.001 (-0.45)
lev	-0.013** (-2.34)	-0.002 (-0.22)	-0.008 (-1.61)	0.027*** (2.90)
growth	0.001 (0.41)	-0.001 (-0.33)	0.001 (0.92)	0.002 (0.57)
roa	-0.039** (-2.07)	-0.074*** (-2.65)	-0.061*** (-3.27)	-0.007 (-0.21)
cfo	0.026** (2.24)	0.058*** (3.33)	0.021* (1.96)	0.001 (0.05)
deal	-0.008*** (-3.11)	0.005 (1.30)	-0.010*** (-4.59)	-0.004 (-1.00)
stock	-0.001 (-0.47)	-0.001 (-0.23)	0.001 (0.42)	-0.004 (-1.16)
ins	-0.044*** (-2.68)	0.008 (0.34)	-0.006 (-0.45)	-0.017 (-0.67)
dual	-0.001 (-0.60)	-0.001 (-0.61)	0.000 (0.11)	-0.002 (-0.67)
age	0.000 (0.45)	-0.000 (-0.96)	-0.000* (-1.81)	-0.001*** (-3.35)
-cons	-0.020 (-0.82)	0.008 (0.22)	-0.024 (-1.21)	-0.022 (-0.60)
ind	Yes	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	593	593	523	523
Adj. R ²	0.075	0.059	0.123	0.196

表5 行业竞争程度的影响

变量	行业竞争程度高组		行业竞争程度低组	
	$\Delta cost1$ (1)	$\Delta cost2$ (2)	$\Delta cost1$ (3)	$\Delta cost2$ (4)
state2	-0.002 (-0.79)		-0.004** (-2.44)	
state3		-0.002 (-0.59)		-0.017*** (-2.87)
size	0.001 (0.50)	0.000 (0.32)	0.001 (1.42)	-0.001 (-0.55)
lev	-0.010 (-1.33)	0.019*** (2.65)	-0.008* (-1.96)	0.003 (0.24)
growth	0.002 (0.81)	0.004 (1.54)	0.000 (0.33)	-0.007** (-2.00)
roa	-0.048* (-1.86)	-0.060** (-2.39)	-0.057*** (-3.85)	0.000 (0.00)
cfo	0.054*** (3.58)	0.020 (1.34)	0.012 (1.36)	0.046* (1.83)
deal	-0.012*** (-3.32)	-0.001 (-0.34)	-0.008*** (-4.06)	0.004 (0.68)
stock	0.005* (1.92)	-0.003 (-0.95)	-0.002 (-1.51)	-0.003 (-0.66)
ins	-0.035* (-1.69)	-0.007 (-0.32)	-0.018 (-1.50)	0.033 (0.98)
dual	-0.002 (-1.14)	0.000 (0.01)	0.001 (0.56)	-0.004 (-1.04)
age	-0.000 (-0.24)	-0.001*** (-3.13)	-0.000 (-1.15)	-0.000 (-0.75)
-cons	0.015 (0.45)	-0.028 (-0.99)	-0.019 (-1.14)	0.023 (0.43)
ind	Yes	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	741	741	375	375
Adj. R ²	0.091	0.051	0.121	0.138

市公司所发生的 2530 起并购事件为样本,实证检验了国有股东参与治理对民营企业并购活动中代理问题的影响。结果显示:国有股东参与治理能够显著降低民营企业并购过程中的代理成本。其中,委派董事参与治理能够降低第一类代理成本;股权制衡能够降低第二类代理成本。进一步的分组检验结果显示:这种作用关系在地区法制化水平、行业竞争程度和内部控制质量低的情况下作用效果更显著。

本文的研究启示在于:(1)国有股东作为一种具有政府属性的外部股东,可以规范民营企业的公司治理。由于国有股东同时肩负着防止国有资产流失和帮助企业加强监管的责任,因此能在民营企业的公司治理中起到积极的作用。首先,国有股东作为企业的参股股东可以通过有效行使股东权利来加强监督;其次,由于国有股东直接或间接地属于政府管理,其具备的政府属性具有一定的威慑力,可以通过政府的强制性和合法性来加强对民营企业的监管。(2)民营企业中引入国有股东有助于其缓解并购过程中的代理问题。虽然并购活动是企业短时间内实现迅速扩张的有效途径,但并购中代理问题的存在往往不利于企业的价值创造。本文

的研究结论证实了国有股东可以通过委派董事和股权制衡的方式来加强监管。同时,当企业所处的内外部监管环境较差时,国有股东也可以通过发挥“内部治理”和“外部监管”的作用来规范民营企业在并购中的行为。

参考文献:

[1] 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.
 [2] 潘爱玲,刘昕,吴倩. 跨所有制并购、制度环境与民营企业债务融资成本[J]. 会计研究,2019(5):3-10.
 [3] 蔡贵龙,郑国坚,马新啸,等. 国有企业的政府放权意愿与混合所有制改革[J]. 经济研究,2018(9):99-115.
 [4] 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.
 [5] 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.
 [6] 余汉,杨中仑,宋增基. 国有股权、政治关联与公司绩效——基于中国民营控股上市公司的实证研究[J]. 管理评论,2017(4):196-212.
 [7] Liu N, Chen W. Executives' overconfidence, political connection and acquisition premium of enterprises[J]. Journal of Service Science&Management,2017,10(3):260-279.
 [8] Chen T, Harford J, Lin C. Do analysts matter for governance? Evidence from natural experiments[J]. Journal of Financial Economics,2015,115(2):383-410.
 [9] 姚晓林,刘淑莲. CEO 股权激励会影响上市公司的并购决策吗——来自中国上市公司股权并购事件的经验证据[J]. 山西财经大学学报,2015(12):91-102.
 [10] 高芳. 公司治理、管理者代理问题与财务重述研究[J]. 南开管理评论,2016(3):168-177.
 [11] 陆正飞,胡诗阳. 股东-经理代理冲突与非执行董事的治理作用——来自中国 A 股市场的经验证据[J]. 管理世界,2015(1):129-138.
 [12] 张洽,袁天荣. CEO 权力、私有收益与并购动因——基于我国上市公司的实证研究[J]. 财经研究,2013(4):101-110.
 [13] 李曜,宋贺. 风险投资支持的上市公司并购绩效及其影响机制研究[J]. 会计研究,2017(6):60-66.

表 6 内部控制质量的影响

变量	内部控制质量高组		内部控制质量低组	
	$\Delta cost1$ (1)	$\Delta cost2$ (2)	$\Delta cost1$ (3)	$\Delta cost2$ (4)
<i>state2</i>	-0.002 (-1.20)		-0.004** (-2.22)	
<i>state3</i>		-0.009 (-1.57)		-0.010** (-2.21)
<i>size</i>	0.000 (0.40)	-0.004 (-1.58)	0.000 (0.49)	0.001 (0.52)
<i>lev</i>	-0.006 (-0.98)	0.015 (1.41)	-0.009* (-1.84)	0.014* (1.80)
<i>growth</i>	0.001 (0.82)	-0.000 (-0.05)	-0.000 (-0.17)	0.002 (0.72)
<i>roa</i>	-0.066*** (-3.14)	-0.090** (-2.30)	-0.043** (-2.44)	-0.039 (-1.42)
<i>efo</i>	0.037*** (3.30)	0.019 (0.90)	0.008 (0.73)	0.039** (2.33)
<i>deal</i>	-0.013*** (-4.16)	0.005 (0.81)	-0.008*** (-4.10)	-0.000 (-0.04)
<i>stock</i>	0.001 (0.53)	-0.004 (-1.00)	-0.002 (-1.19)	-0.000 (-0.16)
<i>ins</i>	-0.032* (-1.84)	0.002 (0.06)	-0.018 (-1.29)	0.010 (0.48)
<i>dual</i>	-0.001 (-0.47)	0.001 (0.22)	-0.001 (-0.82)	-0.004 (-1.57)
<i>age</i>	-0.000 (-0.11)	-0.001* (-1.76)	-0.000 (-0.94)	-0.001** (-2.36)
<i>-cons</i>	0.000 (0.01)	0.061 (1.30)	-0.012 (-0.59)	-0.040 (-1.30)
<i>ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	436	436	680	680
<i>Adj. R²</i>	0.112	0.060	0.128	0.105

- [14] Suchman M. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches[J]. The Academy of Management Review, 1995, 20(3): 571-610.
- [15] 余汉, 杨中仑, 宋增基. 国有股权能够为民营企业带来好处吗? ——基于中国上市公司的实证研究[J]. 财经研究, 2017, 43(4): 109-119.
- [16] Joh S W. Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68(2): 287-322.
- [17] Jan B, Jan H. Rent Extraction by large shareholders: Evidence using dividend policy in the Czech Republic[J]. Journal of Economics and Finance, 2008, 58(3): 106-130.
- [18] 刘星, 安灵. 大股东控制、政府控制层级与公司价值创造[J]. 会计研究, 2010(1): 69-78.
- [19] 余鹏翼, 王满四. 上市公司董事多重职位与企业并购绩效研究[J]. 中国软科学, 2018(1): 100-109.
- [20] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.
- [21] 刘慧, 张俊瑞, 孙嘉楠. 上市公司未决诉讼、法律环境与审计报告时滞[J]. 审计研究, 2018(3): 112-120.
- [22] 吴兴宇, 王满, 马勇. 客户集中度只会加剧债务融资成本吗? ——来自我国上市公司的经验证据[J]. 商业研究, 2020(1): 113-122.
- [23] 聂海峰, 岳希明. 行业垄断对收入不平等影响程度的估计[J]. 中国工业经济, 2016(2): 5-20.
- [24] Cen L, Chen F, Hou Y, et al. Strategic disclosures of litigation loss contingencies when customer-supplier relationships are at risk[J]. Accounting Review, 2018, 93(2): 137-159.
- [25] 陈作华, 方红星. 融资约束、内部控制与企业避税[J]. 管理科学, 2018(3): 125-139.
- [26] 王培林, 靳云汇, 贾昌杰. 从并购行为剖析中国上市公司代理成本问题[J]. 金融研究, 2007(4): 171-177.
- [27] 李小燕, 陶军. 高管薪酬变化与并购代理动机的实证分析——基于国有与民营上市公司治理结构的比较研究[J]. 中国软科学, 2011(5): 122-128.
- [28] 陈仕华, 卢昌崇, 姜广省, 等. 国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究[J]. 管理世界, 2015(9): 125-136.
- [29] 吴育辉, 吴世农. 高管薪酬: 激励还是自利? ——来自中国上市公司的证据[J]. 会计研究, 2010(11): 40-48.
- [30] 罗进辉, 黄泽悦, 朱军. 独立董事地理距离对公司代理成本的影响[J]. 中国工业经济, 2017(8): 100-119.
- [31] 陈志军, 赵月皎, 刘洋. 不同制衡股东类型下股权制衡与研发投入——基于双重代理成本视角的分析[J]. 经济管理, 2016(3): 57-66.

[责任编辑: 高 婷]

“Internal Governance” and “External Supervision”: Dual Status of State-owned Shareholders in the Process of M&A of Private Enterprises

WU Xingyu^a, WANG Man^{a, b}

(a. School of Accounting, b. China Internal Control Research Center,
Dongbei University of Finance & Economics, Dalian 116025, China)

Abstract: Taking mixed ownership reform as the background, using the data of Shanghai and Shenzhen A-share private listed companies from 2005 to 2018, this paper examines the impact of state-owned shareholders' participation in governance on the agency costs of M&A in private enterprises, and analyzes the mechanisms between the two. The results show that the state-owned shareholders, as the dual status of an external major shareholder and a government regulator, can significantly reduce the private enterprises' M&A agency costs by strengthening internal governance and external supervision, in which the appointment of directors can alleviate the first type of agency problem and equity balance can alleviate the second type of agency problem. Further analysis finds that this interaction is more significant in the case of lower levels of regional legalization, industry competition, and the quality of internal control.

Key Words: enterprise M&A; agency cost; private enterprise; state-owned shareholder; internal governance; external supervision; internal control quality