

董事会非正式层级与企业并购绩效

何 瑛,马添翼

(北京邮电大学 经济管理学院,北京 100876)

[摘要]以2013—2018年中国沪深A股上市公司为研究样本,基于社会资本理论和关系契约理论,揭示了董事会非正式层级对并购绩效的影响和作用机理。研究结果表明:董事会非正式层级越清晰,企业长期并购绩效越好;影响因素方面,环境不确定性越大、股权集中度越低,董事会非正式层级对企业长期并购绩效的提升作用越明显;作用机理方面,董事会非正式层级能够约束管理者的自利行为和抑制管理者的过度自信,从而有助于提升企业长期并购绩效。

[关键词]董事会非正式层级;企业并购绩效;管理者自利行为;管理者过度自信;环境不确定性;股权集中度

[中图分类号]F239.44 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2021)02-0074-11

一、引言

并购是企业实现规模经济与范围经济的重要资源配置战略,通过并购快速扩张是现代企业实现跨越式发展的突出现象。随着国内经济的持续增长和企业实力的不断增强,并购市场日益活跃,频繁的并购交易引起了监管层的高度关注,引导企业并购行为的正式制度安排逐渐完善^[1]。2015年中央经济工作会议明确了“多兼并重组,少破产清算”的结构性改革思路,资本市场的并购案例数量与并购总体规模快速上升,其间存在的盲目并购与包装式重组使得资本市场形成了巨大的商誉泡沫,对企业可持续发展带来了很大的隐患。2016年6月,证监会发布了史上“最严借壳标准”,提高了对借壳上市股份的限售期要求,标志着并购政策开始进入收窄期。直到2018年下半年,证监会密集公布了八项政策来放松并购,这标志着并购政策再次进入宽松期。Wind统计数据显示,2017—2019年,上市公司的并购数量与规模连续两年下降,其中2019年发生并购事件1833起,同比下降29.1%,披露并购金额为10129.30亿元,同比下降20.0%,这说明随着制度的完善,国内企业的并购行为也正在逐步趋于理性。

并购能够激发市场活力、提高资产质量,然而并购能否真正创造价值这一问题引起了国内外学者的广泛探讨,但结论仍莫衷一是,部分研究支持并购的价值创造效应^[2-3],但也有研究认为并购并不能使企业获得超额收益,甚至会降低企业的价值^[4]。并购作为企业的重大经营战略,是公司治理效果的重要体现^[5],为了揭示并购绩效的影响因素,学界从正式与非正式治理机制的视角进行了大量研究。有学者从政府、市场因素出发,探究了国有股权、社会信任程度、要素市场发展对企业并购绩效的影响^[6-7]。也有部分学者关注到了董事会和管理层在企业并购中发挥的重要作用,并基于代理理论、高管过度自信假说,从股权结构、董事会结构和管理者特质等方面进行了探索^[8-9]。还鲜有文献聚焦于董事会内部的非正式层级对并购绩效的影响。董事会非正式层级是基于董事个人社会资本差异而形成的一种隐性的、非正式的层次结构,董事间基于信任而自发形成的关系契约能够对董事间的交流互动起到重要的协调整合作用^[10-11]。董事会非正式层级的存在使得董事会兼具民主性和效率性^[12],能够提升董事会的决策效率和强化监督职能,从而可能成为影响企业并购绩效的重要因素。因此,董事会非正式层级可能会为解释并购的价值创造问题提供一个新的研究视角。

尽管学界已经认识到董事会非正式层级的治理作用,但已有研究主要集中于整体财务绩效层面^[10],董事会非正式层级与并购绩效的关系研究仍有待补充。并购成功的可能性与决策的高效性紧密相关,董事会非正式层级的决策效率提升作用与之需求相契合,因此从董事会非正式层级的视角出发,研究其对并购绩效的影响意义

[收稿日期]2020-08-14

[基金项目]国家社会科学基金重点项目(20AGL015)

[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,博士生导师,博士,从事公司财务与资本市场、公司治理研究,E-mail:heyincn2001@126.com;马添翼(1998—),男,河南驻马店人,北京邮电大学经济管理学院硕士研究生,从事财务管理研究。

深远。鉴于此,本研究拟基于中国的制度情境,借鉴基尼系数的思想,利用2013—2018年A股上市公司董事会成员的相关数据,构建衡量董事会非正式层级的代理变量,探究并揭示其对企业并购绩效的作用机理和影响。

本文的可能贡献主要是:第一,本文基于社会资本理论和关系契约理论,从董事成员之间的社会资本差异和交互作用出发,研究董事会非正式层级的治理作用,丰富了董事会治理的研究视角。第二,本文尝试从非正式制度安排视角探究董事会非正式层级对企业并购绩效的影响,完善了影响因素的研究框架。第三,本文兼顾内源性与外源性考察了并购绩效的影响因素,揭示了非正式层级通过约束高管自利与过度自信行为,进而提升并购绩效的作用机理,一方面丰富和完善了“结构—行为—绩效”的研究框架,另一方面能够为企业提高董事会治理能力并缓解代理问题提供经验证据。

二、文献回顾

关于并购绩效影响因素的理论研究主要集中在两个方面:一是正式治理机制下的股东治理、董事会治理、管理者治理、外部利益相关者治理,二是非正式治理机制下的企业文化治理和市场环境治理。(1)基于正式治理机制的研究。在股东治理层面,有学者认为较为分散的股权结构可以实现股东之间的相互制衡,在一定程度上能够抑制企业的非效率投资行为^[13];但也有研究指出,股权集中度与公司并购绩效之间存在显著的正相关关系^[14]。还有学者关注到了政府在企业经营过程中扮演的重要角色,潘红波等认为政府干预在降低盈利公司并购绩效的同时,提升了亏损公司的并购绩效^[15]。在董事会治理层面,Kolasinski和Li研究发现,独立董事能够约束管理者过度自信导致的非效率并购行为^[8];Huang等指出,有投资银行工作背景的独立董事能通过帮助企业确定合适的目标和降低交易成本来改善并购绩效^[16]。在管理者治理层面,现有研究主要基于委托代理理论和行为金融理论探讨了高管的私利动机和过度自信对企业并购绩效的影响。潘红波和余明桂指出,目标公司会计信息质量的提高有助于约束管理者的机会主义并购行为,从而提升并购绩效^[7]。过度自信理论认为个体的行为选择并非是完全理性的,过度自信在管理者中普遍存在,而高管过度自信对并购绩效具有显著的负向影响。在外部利益相关者治理层面,Gompers等研究发现,并购方能够借助风险投资提升评估能力,防止因错误估计导致的并购失败^[6];周绍妮等研究发现,交易型机构投资者持股比例与国企并购绩效显著正相关,而稳健型机构投资者未体现出明显的治理效果^[5]。(2)基于非正式治理机制的研究。在企业文化治理层面,王艳和阚铄通过对711家公司的911起并购事件进行研究,发现收购方的企业文化强度与并购的长期绩效显著负相关^[17]。在市场环境治理层面,姚益龙等揭示了市场要素差异与并购绩效的正相关关系^[18];王艳和李善民研究发现,社会信任程度的提高有助于减少不确定性,从而提高并购绩效^[19]。也有学者从信息资源治理视角出发研究发现,当企业和社会网络中处于核心位置时,其所带来的信息优势能够转化为信息资源,从而对并购绩效产生正面影响^[20]。

由上述文献可见,已有学者探究了董事会对并购绩效的影响,但相关文献仍局限于董事会的静态特性。然而,董事会作为群体决策机构,成员互动能够影响决策效率,董事个体的冲突、合作等群体交互过程是董事会治理有效性的关键决定因素,而董事个体之间的社会资本、个人能力等差异又会在董事会内部引致不平衡^[11],在很大程度上引导群体成员之间的互动^[21],这为研究董事会对并购绩效的影响提供了新的动态视角,即通过董事会非正式结构研究董事个体互动行为特征的影响效应。He和Huang首次系统性地提出了董事会非正式层级的概念,将其定义为基于董事个人的社会资本差异而形成的一种非正式的层次结构,其具备的隐性力量引导较低层级董事对较高层级董事形成尊重与顺从,从而对董事间互动过程产生影响,进而影响企业绩效^[10]。张耀伟等探究了董事会非正式层级对公司绩效的影响,发现业绩压力、股权集中度和国有控股能够正向调节董事会非正式层级的清晰度与公司绩效之间的关系^[11]。李长娥和谢永珍研究发现,董事会非正式层级有助于企业实施创新战略^[22]。Jebran等研究了董事会非正式层级与股价崩盘的关系,发现董事会非正式层级有利于协调董事成员之间的关系,但该协调作用导致坏消息更容易被隐藏,从而增加了股价崩盘风险^[23]。后续有零星文献探究如何在“结构—绩效”的研究基础上拓展“结构—行为—绩效”的实证分析范式,尝试揭示董事会非正式层级绩效提升作用的影响机理。谢永珍等研究发现,董事会决策效率在非正式层级与绩效之间发挥着完全中介效应,董事非正式层级协调了董事间的互动沟通,提高了董事会决策效率,进而提升了公司绩效^[12]。也有研究指出,董事会非正式层级会形成潜在的地位冲突,出现竞争关系,从而阻碍董事间的信息交流^[24]。进一步研究发现,董事会非正式层级使得特定群体的利益超越了公司利益,抑制了董事会决策过程中的信息搜寻和加工^[25]。

综上所述,现有文献对企业并购绩效影响因素的研究主要是从正式治理机制和非正式治理机制两个方面展开的,集中于市场层面(如要素市场发展差异、社会信任水平)、企业层面(如产权性质、股权结构、企业文化)和微观个人层面(如董事特征、管理者特质)。已有学者基于委托代理理论和行为金融理论就董事会对并购绩效的正式治理作用进行了考察,但仍未有学者开展关于董事会非正式层级对并购绩效的治理研究。事实上,在缺乏正式制度安排的董事会内部,董事间基于社会资本差异形成的非正式层级对并购决策制定起到了重要的协调作用。总体而言,目前关于董事会非正式层级的研究多是基于“结构—绩效”的分析框架,多是从企业整体绩效角度展开的,而企业并购作为公司最为重要的资源配置战略,为探究董事会非正式层级的关系治理作用提供了良好的实验情景,因此本文拟基于社会资本理论和关系契约理论,探究董事会非正式层级对并购绩效的影响,以期提供更多的证据支持和经验补充。

三、理论分析与假设提出

(一)董事会非正式层级与并购绩效:基于关系契约理论的解释

有研究发现,股权结构、外部投资者等内外部治理因素会对企业并购产生显著影响,因此并购绩效是公司治理效果的重要体现^[5]。作为公司治理的重要组成部分,董事会正式制度安排(如董事会规模、独立董事比例)对并购绩效具有影响,并购能否成功依赖于董事会能否高效地发挥决策作用,然而董事会的正式结构与其决策方式之间存在着明显的冲突^[26]。一方面,董事会规模扩大可能会强化其决策与监督效用,但也会使得董事之间的互动容易遭受“过程损失”,进而损害董事会的决策效率^[27];另一方面,强化监督必然要求董事会提高独立性,但独立董事的不同知识背景和履职经历也会加大董事意见出现分歧的可能性,进而导致决策达成需要建立在不同方案的妥协之上^[28]。另外,董事会的决策规则为一人一票制,不具备正式的科层制特征,当内部出现冲突时,董事长并不具备对其他董事施加强制影响的权利,这增加了董事会的整合协调难度。也就是说,除了正式治理机制之外,可能存在其他的非正式治理机制对董事会的决策过程施加影响。董事成员之间不存在正式的上下级关系,因此对董事会的运作产生重要作用的可能是非正式层级^[11]。

社会资本理论提出,个人在社会环境中能够形成一种关系网络,称之为社会资本,这可以为个人带来资源和信息上的便利,而董事会非正式层级是一种基于董事个人社会资本差异而形成的隐性的、非正式的层次结构^[10],建立在董事相互认同、尊重的基础之上,具有很强的集体认同效应^[25],这种主观属性使得董事之间建立起了基于信任的关系契约。根据关系契约理论,关系治理是社会资本在组织管理中的嵌入,通过关系性规则发挥作用,现有文献多将其理解为“协调机制”及信息与资源的共享^[29]。董事会非正式层级的关系治理效用是通过顺从、团结和信息交流等关系性规则来实现的。首先,顺从保证了董事会非正式层级协调整合功能的发挥,从而提升了并购绩效。社会资本在群体成员之间的社会互动中发挥着重要的引导作用,并成为等级分化的重要维度^[30],这种等级分化是个体自发进行的^[21]。在非正式层级中,地位较低的董事会表现出对地位较高董事的“顺从”,这对强调民主性的董事会正式制度起到了良好的补充作用。当董事会内部出现不同意见时,高位董事能够基于其个人权威有效地进行协调与整合,在这种情况下低位董事愿意接受高位董事的引导^[31],从而提高了董事会的决策效率,进而提升了并购绩效。其次,团结增强了董事的履职强度,从而对并购绩效产生影响。基于信任与尊重产生的成员关系有助于促进组织内部的团结^[32],非正式层级可以为“服从者”提供心理上的依靠和保障,并使其表现出与“精英”相似的行为和偏好^[33],高位董事则可以通过引导与约束低位董事来增强认同感^[34],提升董事的履职强度,从而对并购绩效产生影响。最后,信息交流降低了信息不对称程度,推动了并购绩效的提升。“顺从”有助于董事会高效地达成一致意见,但是“顺从”不等同于“盲从”,低位董事的“顺从”是基于自身理性的判断^[11],因此其并不会沦为“橡皮图章”。非正式层级有助于形成清晰的沟通渠道,鼓励董事间的信息交换与知识分享,大量有效的决策信息得以被收集和交换,这能够促进建设性对话的产生,降低信息不对称程度,对并购绩效产生显著影响。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H1:董事会非正式层级越清晰,企业并购绩效越好。

(二)董事会非正式层级与并购绩效的影响因素

1. 环境不确定性

资源依赖理论指出,企业是一个开放系统,需要与经营环境相互依存^[26],公司经营会受到市场、行业等特征

因素的影响^[35]。因此,公司在进行决策时需要将环境因素纳入考量范围,而较高的环境不确定性对信息收集与分析能力提出了更高的要求,从而增加了企业的经营难度^[36]。一方面,在不确定性较大的环境中,董事会作出并购决策需要参考更加丰富的意见,信息的来源和质量显得更为重要。另一方面,董事成员对于并购方案的判断差异会导致认知冲突,从而产生大量和多样的信息和意见^[37],而能否有效地对其进行收集与整合是企业并购能否成功的关键。在权变理论背景下,当企业经营环境不确定时,正式制度的作用将被削弱,非正式制度对决策团队的协调作用增强^[26]。董事会非正式层级的高、低位董事之间形成了基于信任的关系契约,在环境不确定性较强的情境下能够更加有效地获取与整合信息,进而提高企业并购绩效。

首先,高位董事在多个上市公司的履职经历使其积累了丰富的社会资源,他们能够与更多不同类型的专业人士进行交流与沟通,有助于其以更低的成本建立多元的信息渠道^[38],在环境不确定性较大时能够为企业并购决策提供更多有价值的信息和观点^[24],减少企业的交易成本,促进企业的平稳运营。有效信息的提供也能够稳固高位董事的地位,受到低位董事的尊敬,强化“顺从”关系^[24],从而进一步明确董事的信息交流规则以及相互沟通顺序。其次,不同信息的整合处理能力在决策过程中起着至关重要的作用^[39],而高位董事拥有更多的社会资源和履职经历,通常也具有更强的跨界学习水平,这可以保证其有能力整合各方的显性知识和隐性知识^[40],在环境不确定性较大时也能有效地达成决策。当董事会内部意见一致时,高位董事也可以根据更为突出的感知和判断能力区分决策问题优先级,并引导董事会成员在有限的时间内降低对非实质问题的讨论,将更多的精力投入到有意义事情的探讨上^[41],提升环境不确定性情境下的决策效率和质量。

基于上述分析,本文提出如下假设:

H2:环境不确定性越大,董事会非正式层级的清晰度与企业并购绩效之间的正相关关系越强。

2. 股权集中度

董事会非正式层级与企业并购绩效的关系强度不仅会受到外部环境不确定性的影响,还会受到内部股权集中度的影响。在两权分离的背景下,董事会成员由全体股东投票选举产生,代表着所有股东的共同利益。在股权结构相对分散的企业中,董事代表的群体不同,由于个人经历不同,认知差异客观存在,对于同一信息可能会产生不同的意见,观点差异在缺乏引导的前提下可能会引发内部冲突,而清晰的非正式层级能够在董事会内部营造团结的组织氛围,进而有助于激发董事的主动合作意愿和战略参与热情^[42],使得董事会更加高效地运作,协调董事会内部的社交秩序,降低发生冲突的可能性并提高决策效率,而且由于受到股权制衡的约束,大股东对董事会的控制能力有限,董事受大股东权威的影响较小。在这种情况下,董事更有可能依据其专业水平发表独立客观的意见,因此董事会的治理作用应该更为凸显,而社会资本的多寡正是影响其专业水平的重要因素,社会资本深厚的董事有着更为丰富的履职经历和跨界学习经验,社会网络和信息来源也更为完善,在非正式层级中位居高位,能够引导低位董事实现共同的战略目标。因此,在股权结构相对分散的企业中,清晰的非正式层级可以通过关系性规则更好地发挥关系治理作用,激发董事间充分有序的讨论,降低信息不对称程度,提升企业的并购绩效。

然而,中国上市公司中“一股独大”的股权结构为大股东控制董事会提供了制度基础,当股权集中度过高时,大股东会利用其较大的投票表决权主导董事会成员的构成^[41],董事会成员的配置多代表着大股东的利益诉求^[11],其决策更多体现了大股东的意志。虽然股权集中度的提升能够鼓励和保障大股东的监督活动,增加对管理层的约束,但“一股独大”的股权结构可能会使得董事成员变成“橡皮图章”,董事会丧失独立性,沦为第一大股东的“一言堂”。因此,在股权集中度较高的情境下,董事会被大股东高度控制,独立决策与监督能力缺位,这既降低了董事会发生冲突的可能性,又抑制了多元化意见的表达,董事会非正式层级难以发挥其治理作用。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H3:股权集中度越低,董事会非正式层级的清晰度与企业并购绩效之间的正相关关系越强。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取A股上市公司作为研究样本,样本区间为2013—2018年。并购事件的筛选标准如下:(1)从国泰君安(CSMAR)并购数据库下载首次公告日在样本区间内且并购方为A股上市公司的并购事件;(2)剔除并购失

败的并购事件;(3)为了降低同一公司多次并购事件对并购绩效的多重影响,对于同一公司同一年度的并购仅保留第一次并购事件作为观察值,对于同一公司不同年份的并购事件则作为不同观测值全部保留;(4)金融类企业的并购活动管控更加严格,且与非金融类企业的数据可比性较差,因此剔除按照证监会 2012 年发布的《上市公司行业分类指引》中分类为金融类的上市公司;(5)剔除数据缺失的并购事件。经筛选,本文最终得到包含 623 家上市公司的 2322 个样本观测值。

(二) 变量选取与定义

1. 被解释变量

(1)短期并购绩效:本文以首次公告日前后 5 个交易日内持有并购方股票的累计超额回报率[$CAR(-5, 5)$]作为短期并购绩效的衡量指标。为了计算并购方的累计超额回报率,本文借鉴宋贺和段军山的做法^[42],定义首次公告日前的 150 个交易日至首次公告日前的 30 个交易日为估计窗口期,以窗口期的个股收益率为被解释变量、市场收益率为解释变量进行最小二乘法回归拟合,分别得到回归系数 α 、 β ,并进一步根据公式(1)计算持有并购方股票的累计超额收益率。

$$CAR_{i,t} = \sum R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}) \quad (1)$$

其中, $R_{i,t}$ 代表并购企业 i 在第 t 天的实际收益率, $R_{m,t}$ 代表第 t 天的分市场收益率, $\alpha_i + \beta_i R_{m,t}$ 代表第 t 天并购企业的预计收益率, $CAR_{i,t}$ 为并购事件短期窗口内每天超额收益率的累计和,取短期窗口为 $(-5, 5)$ 可得到被解释变量 $CAR(-5, 5)$ 。

(2)长期并购绩效:本文以首次公告日后 12 个月内持有并购方股票的持有期收益率 $BHAR_{12}$ 作为长期并购绩效的衡量指标。借鉴王艳和李善民的做法^[19],本文根据公式(2)计算持有并购方股票的持有期收益率。

$$BHAR_{i,T} = \prod_{t=0}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=0}^T (1 + R_{p,t}) \quad (2)$$

其中, $R_{i,t}$ 代表并购企业 i 在并购后第 t 月的实际收益率, $R_{p,t}$ 代表市场 p 在并购后第 t 月的分市场收益率。当 $T=1$ 时, $BHAR$ 代表并购后 1 个月的持有期收益率,取 $T=12$ 即可计算并购后 12 月内持有并购方股票的持有期收益率 $BHAR_{12}$ 。

2. 解释变量

本文的解释变量为董事会非正式层级。在多家公司董事会任职的董事往往拥有更加广泛的社会网络,因此可以选取董事在不同董事会的兼职数量作为其社会资本的衡量指标^[10]。基尼系数($Gini$)能够有效地反映董事会是否存在非正式层级及其清晰程度,因此借鉴武立东等的做法^[25],本文通过公式(3)计算董事会非正式层级的衡量指标。

$$Gini = Cov(y, r_y) / N \bar{y} \quad (3)$$

其中, $Gini$ 代表董事会非正式层级, $Gini$ 越大,董事会非正式层级越清晰; y 为董事会中每位董事兼任外部董事的数量; r_y 为董事兼职数量的排序,兼职数量越大, r_y 越高; $Cov(y, r_y)$ 为董事兼职数量与董事排序的协方差; N 代表董事会规模; \bar{y} 代表董事会中董事的平均兼职数量。

3. 调节变量

(1)环境不确定性。环境不确定性是企业经营的外部因素,会对企业业绩产生影响,因此可以通过计算公司的业绩波动作为环境不确定性的衡量指标。借鉴申慧慧等的做法^[36],本文采用最小二乘法,通过公式(4)计算企业过去 5 年的非正常销售收入。

$$Sale = \varphi_0 + \varphi_1 Year + \varepsilon \quad (4)$$

其中, $Sale$ 为企业的销售收入, $Year$ 为年份。我们利用公式(4)来预测企业的正常销售收入,计算残差即可得到非正常销售收入,将企业过去 5 年的非正常销售收入标准差除以总销售收入的平均值便可得到未经行业调整的环境不确定性。我们将通过计算得到的同一年度、同一行业内所有公司的中位数作为行业环境不确定性,将未经行业调整的公司环境不确定性除以行业环境不确定性便可得到经行业调整后的公司环境不确定性。经行业调整后的不确定性生成哑变量 EU ,当大于其中位数时, EU 取 1,表示环境不确定性高,否则取 0,表示环境不确定性低。

(2) 股权集中度。借鉴张耀伟等的做法^[11],本文设计股权集中度变量(CR_1)如下:若企业的第一大股东持股比例高于同一年份、同一行业所有公司的中位数,则 $CR_1 = 1$, 否则 $CR_1 = 0$ 。

4. 控制变量

为了控制其他因素的影响,参考已有研究^[1],本文设置以下控制变量:公司规模($Size$)、资产负债率(Lev)、资产收益率(ROA)、企业年龄(Age)、高管持股比例($EShareratio$)、董事持股比例($BShareratio$)和支付方式($Payment$)。此外,本文通过设置行业、年份虚拟变量控制了行业效应和年度效应。

各变量的具体定义见表1。

(三) 模型构建

为了验证所提假设,本文构建检验董事会非正式层级对企业短期并购绩效影响的模型(5)和对企业长期并购绩效影响的模型(6)。

$$CAR(-5, 5) = \beta_0 + \beta_1 Gini + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 ROA + \beta_5 Age + \beta_6 EShareratio + \beta_7 BShareratio + \beta_8 Payment + \beta_9 Ind + \beta_{10} Year + \zeta \quad (5)$$

$$BHAR_{12} = \beta_0 + \beta_1 Gini + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 ROA + \beta_5 Age + \beta_6 EShareratio + \beta_7 BShareratio + \beta_8 Payment + \beta_9 Ind + \beta_{10} Year + \zeta \quad (6)$$

五、实证结果及分析

(一) 描述性统计和相关性分析

变量的描述性统计结果如表2所示。 $CAR(-5, 5)$ 的最小值为-0.2708,最大值为0.5867,均值为0.0282,中位数为0.0053; $BHAR_{12}$ 的最小值为-1.0791,最大值为1.9978,均值为-0.0585,中位数为-0.1191,这说明不同企业间的并购绩效差异较大,但从整体来看,企业的短期并购绩效表现较好,长期并购绩效表现较差。 $Gini$ 的均值为0.1254,中位数为0.1515,最小值为0,最大值为0.4,说明董事会非正式层级存在于

多数企业中,但清晰度在不同企业间参差不齐。在控制变量方面, $Size$ 的均值为22.8115, Lev 的均值为0.5222,中位数为0.5347,处于合理水平; ROA 的均值为0.0307,中位数为0.0285,说明样本企业整体财务状况良好; Age 的均值为24.2873,说明样本企业的发展和经营较为成熟; $EShareratio$ 的均值为0.0431, $BShareratio$ 的均值为0.0405,说明高管和董事平均持股比例较小; $Payment$ 的均值为0.9195,说明样本中有91.95%的企业采用现金支付的方式进行并购。

变量的相关性分析结果如表3所示。 $CAR(-5, 5)$ 与 $Gini$ 的相关系数为0.021,未通过显著性检验,但考虑到其他控制变量在回归方程中计算的偏相关系数有可能是显著的,因此董事会非正式层级与企业短期并购绩效的关系还需要进行进一步的多元回归分析。 $BHAR_{12}$ 与 $Gini$ 的相关系数为0.0383,且在10%的水平下显著,这初步说明董事会非正式层级越清晰,企业的长期并购绩效越好,假设1得到部分验证。

表1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	指标解释
被解释变量	$CAR(-5, 5)$	累计超额收益率	并购宣告前后[-5, 5]窗口期内累计超额收益率
	$BHAR_{12}$	持有期收益率	并购宣告后12个月内的持有期收益率
解释变量	$Gini$	董事会非正式层级	基尼系数,值越大表示董事会非正式层级越清晰
调节变量	EU	环境不确定性	哑变量,1和0分别代表企业面临较高和较低的环境不确定性
	$CR1$	股权集中度	哑变量,1和0分别代表企业的股权集中度较高和较低
控制变量	$Size$	企业规模	企业期末总资产的自然对数
	Lev	资产负债率	企业期末总负债/企业期末总资产
	ROA	资产收益率	企业净利润/企业期末总资产
	Age	企业年龄	当前年份与企业成立年份的差值
	$EShareratio$	高管持股比例	高管持股数量/总股数
	$BShareratio$	董事持股比例	董事持股数量/总股数
	$Payment$	支付方式	哑变量,现金支付为1,否则为0
	Ind	行业效应	行业虚拟变量
$Year$	年份效应	年份虚拟变量	

表2 变量的描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
$CAR(-5, 5)$	2322	0.0282	0.0053	0.1327	-0.2708	0.5867
$BHAR_{12}$	2322	-0.0578	-0.1189	0.4654	-1.0791	1.9978
$Gini$	2322	0.1254	0.1515	0.1049	0.0000	0.4000
$Size$	2322	22.8115	22.6932	1.4081	18.7595	26.7712
Lev	2322	0.5222	0.5347	0.2052	0.0933	1.5483
ROA	2322	0.0306	0.0283	0.0576	-0.3227	0.2257
Age	2322	24.2873	25.0000	4.5614	12.0000	36.0000
$EShareratio$	2322	0.0431	0.0001	0.1151	0.0000	0.5668
$BShareratio$	2322	0.0405	0.0000	0.1108	0.0000	0.5570
$Payment$	2322	0.9195	1.0000	0.2722	0.0000	1.0000

表3 变量的相关性分析

变量	CAR(-5,5)	BHAR ₁₂	Gini	Size	Lev	ROA	Age	EShareratio	BShareratio	Payment
CAR(-5,5)	1.0000									
BHAR ₁₂	0.3028 ***	1.0000								
Gini	0.0214	0.0383 *	1.0000							
Size	-0.0909 ***	-0.0340	0.0390 *	1.0000						
Lev	-0.0124	0.0445 **	0.0360 *	0.4209 ***	1.0000					
ROA	-0.0260	0.0150	0.0332	0.0689 ***	-0.3666 ***	1.0000				
Age	0.0691 ***	0.0179	0.0358 *	0.0482 **	0.1458 ***	-0.0476 **	1.0000			
EShareratio	-0.0184	0.0176	-0.0171	-0.1812 ***	-0.1648 ***	0.1504 ***	-0.2894 ***	1.0000		
BShareratio	-0.0194	0.0153	-0.0164	-0.1781 ***	-0.1607 ***	0.1479 ***	-0.2861 ***	0.9964 ***	1.0000	
Payment	-0.2115 ***	-0.0819 ***	0.0026	0.0751 ***	-0.0297	0.0537 ***	-0.0417 **	0.0584 ***	0.0585 ***	1.0000

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平下显著。下同。

(二)多元回归分析

1. 董事会非正式层级与企业并购绩效的回归分析

假设1的检验结果如表4所示。结果显示,董事会非正式层级越清晰,企业的长期并购绩效越好,原因可能在于以下几个方面:(1)董事会非正式层级对企业的并购绩效,尤其是短期并购绩效的作用可能还未受到投资者的关注,而企业经营业绩(ROA)以及支付方式(Payment)这些容易被投资者关注到的因素则更可能引发明显的市场反应^[22]。(2)我国股票市场的信息效率低,市场干扰多,董事会非正式层级的治理作用在短期内可能并没有被观察到。(3)董事会非正式层级在长期表现出对并购绩效的正向影响,可能是因为非正式层级在并购前的项目选择、并购中的进程推进以及并购后的协同整合都起到了重要的积极治理作用,虽然短期内未被投资者关注,但这些积极作用会在长期内反应为收入增长、业绩提高等,引起投资者的注意,进而提升并购后的长期市场绩效。

在控制变量方面,企业规模(Size)对并购绩效具有消极影响,原因可能是公司规模越大,并购后的协同整合效率越低,边际收益越低,并购绩效也越低。企业的资产负债率(Lev)对企业的长期并购绩效起到了正向作用,原因可能是负债水平高的公司更有可能通过并购积极调整自身的资本结构,对长期绩效具有提升作用。资产收益率(ROA)与企业并购绩效正相关,原因可能是成长稳健、业绩良好的企业更有可能通过并购实现有益的业务扩张。支付方式(Payment)与企业并购绩效负相关,即现金支付降低了企业的并购绩效,原因可能是现金收购降低了并购规模,限制了企业规模较大的战略性并购,而规模较大的并购活动往往绩效更好。

2. 基于环境不确定性的分组检验

为了验证假设2,本文检验不同的环境不确定性下董事会非正式层级与企业并购绩效的关系,回归结果如表5所示。列(1)和列(3)回归结果显示,Gini与CAR(-5,5)均无显著关系,说明在不同程度的环境不确定性下,董事会非正式层级均不影响企业的短期并购绩效。列(2)和列(4)的回归结果显示,当环境不确定性程度高时,Gini与BHAR₁₂的系数为0.4095,且在1%的水平下显著;当环境不确定性程度低时,Gini与BHAR₁₂的系数为0.0792,但未通过显著性检验。本文进一步基于似无相关模型SUR进行了组间系数差异性检验,列(2)和列(4)中Gini的系数在10%水平下存在显著差异。回归结果与组间系数差异性检验结果说明,当环境不确定性程度较高时,董事会非正式层级对企业长期并购绩效的提升作用更加明显,假设2得到部分验证。

3. 基于股权集中度的分组检验

为了验证假设3,本文检验不同股权集中度下董事会非正式层级与企业并购绩效的关系,回归结果如表6所示。列(1)和列(3)中Gini和CAR(-5,5)的系数均未通过显著性检验,说明无论股权集中度是高还是低,董

表4 董事会非正式层级与企业并购绩效的回归结果

变量	(1)	(2)
	CAR(-5,5)	BHAR ₁₂
Gini	0.0176 (0.6607)	0.2605 *** (2.8934)
Size	-0.0066 *** (-2.6179)	-0.0302 *** (-3.2923)
Lev	0.0031 (0.1621)	0.2215 *** (3.3499)
ROA	-0.0002 (-0.0029)	0.4563 * (1.9170)
Age	0.0017 *** (2.6069)	0.0019 (0.9084)
EShareratio	0.3103 (1.4473)	1.3229 (1.4504)
BShareratio	-0.3063 (-1.3636)	-1.4083 (-1.4855)
Payment	-0.0887 *** (-5.2161)	-0.1710 *** (-3.3520)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
Constant	0.1977 *** (3.4288)	0.5337 *** (2.5814)
N	2322	2322
Adj_R ²	0.0843	0.0576

注:括号内为公司层面聚类标准误差,回归中所使用的连续变量均经过上下1%的Winsorize处理。下同。

事会非正式层级均不影响企业短期并购绩效。在列(2)和列(4)中,当股权集中度较高时, $Gini$ 和 $BHAR_{12}$ 的系数未通过显著性检验;当股权集中度较低时, $Gini$ 和 $BHAR_{12}$ 的系数为0.4027,且在1%的水平下显著。进一步的组间系数差异性结果显示,列(2)和列(4)中 $Gini$ 的系数在10%的水平下存在显著差异,这说明当企业的股权集中度较低时,清晰的董事会非正式层级对长期并购绩效的提升作用更强,假设3得到部分验证。原因可能是:当企业股权集中度较高时,第一大股东持股比例较高能够引导董事会的决策过程,董事会非正式层级的重要性无法凸显,而且该决策主要是基于第一大股东的个人权威,而非基于董事间有序充分的交流沟通,因此并购决策的质量难以得到保证。当企业股权集中度较低时,股权较为分散,不同身份背景的董事能够充分贡献自己的信息和观点,虽然发生冲突与矛盾的可能性以及对于信息整合的需求程度也会大大增加,但清晰的董事会非正式层级能够协调董事会中的社交秩序,并对不同意见进行有效整合,从而能够提高企业并购绩效。

表5 基于环境不确定性的分组检验

变量	环境不确定性高		环境不确定性低	
	(1) CAR(-5,5)	(2) BHAR ₁₂	(3) CAR(-5,5)	(4) BHAR ₁₂
<i>Gini</i>	-0.0101 (-0.2608)	0.4095*** (3.0486)	0.0442 (1.2955)	0.0792 (0.6314)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.1952** (2.3675)	0.5277* (1.8417)	0.1302 (1.6332)	0.2795 (0.9530)
N	1223	1223	1099	1099
Adj_R ²	0.1119	0.0645	0.0716	0.0908
组间系数差异性检验				
组别对比	(1)和(3) <i>Gini</i> 系数相同 (2)和(4) <i>Gini</i> 系数相同		<i>P</i> 值	0.2955 0.0601

表6 基于股权集中度的分组检验

变量	股权集中度高		股权集中度低	
	(1) CAR(-5,5)	(2) BHAR ₁₂	(3) CAR(-5,5)	(4) BHAR ₁₂
<i>Gini</i>	-0.0245 (-0.6674)	0.1035 (0.7848)	0.0474 (1.2722)	0.4027*** (3.0819)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.2049** (2.4046)	0.1868 (0.6103)	0.2120*** (2.7391)	0.8203*** (3.0203)
N	1119	1119	1203	1203
Adj_R ²	0.0946	0.0912	0.0948	0.0593
组间系数差异性检验				
组别对比	(1)和(3) <i>Gini</i> 系数相同 (2)和(4) <i>Gini</i> 系数相同		<i>P</i> 值	0.1702 0.0984

(三) 稳健性检验

1. 倾向得分匹配法(PSM)

为了解决样本自选择导致的内生性问题,本文采用倾向得分匹配方法对其进行控制,分年度、分行业以变量 $Gini$ 的中位数为标准设置处理组(董事会非正式层级清晰度高)与控制组(董事会非正式层级清晰度低),基于匹配后的样本进行回归分析,结果如表7所示。 $Gini$ 和 $BHAR_{12}$ 的系数在10%的水平下显著,说明董事会非正式层级的清晰度高,企业的长期并购绩效越好,这与前文所得结果一致。

2. Heckman 两阶段模型

为了解决样本选择偏差导致的内生性问题,本文采用 Heckman 两阶段模型对其进行控制,结果如表8所示。首先,在 Heckman 第一阶段的 Probit 回归模型中,被解释变量为 $Gini_group$,当 $Gini$ 等于 0 时, $Gini_group = 0$, 表示董事会非正式层级未建立;当 $Gini$ 不等于 0 时, $Gini_group = 1$, 表示董事会非正式层级已建立。表8中列(2)和列(3)结果显示, IMR 的系数不显著,且 $Gini$ 与 $BHAR_{12}$ 的系数在 5% 的水平下显著,说明样本不存在明显的选择偏差问题,结果与前文一致。

3. 改变变量的衡量方式

本文还尝试分别计算 $CAR(-10,10)$ 和 $BHAR_{24}$ 作为短期和长期并购绩效的稳健性检验指标。从表9中可以看出,回归结果与前文一致。

六、进一步研究

现有关于董事会非正式层级的文献多是基于“结构—绩效”的分析框架,对影响机理进行的探究也仅限于考虑其对董事会决策效率的影响^[12],而忽略了董事会非正式层级对公司实际经营的主要利益参与方即管理者的影响。事实上,管理层在企业并购行为中发挥着重要作用。在两权分离的背景下,信息不对称程度提高,管理者的自由裁量权不断提升,而并购决策偏差与管理者自由裁量权密切相关。作为一种制衡机制,董事会对管理层的有效监督能够控制管理者的自由裁量权,降低其实施不合理并购的可能性。一方面,董事会非正式层级协

表7 稳健性检验:倾向得分匹配法

变量	(1) CAR(-5,5)	(2) BHAR ₁₂
Gini	0.0394 (1.1906)	0.3796 ** (3.1844)
Controls	控制	控制
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
Constant	0.2448 *** (3.4125)	0.5568 * (2.3355)
F	3.4456	4.2015
N	1674	1674
Adj_R ²	0.0811	0.0446

注:经倾向得分匹配法处理后,样本数量减少至1674个。

表8 稳健性检验:Heckman 两阶段模型

变量	(1) Gini_group	(2) CAR(-5,5)	(3) BHAR ₁₂
Board	0.0636 *** (3.8421)		
Gini		0.0181 (0.6797)	0.2575 ** (2.8098)
Controls	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
Constant	-2.1006 *** (-3.5219)	0.2150 * (1.9955)	0.4404 (1.1379)
F		4.0657	5.3254
Adj_R ²		0.0723	0.0453
N	2322	2322	2322

表9 稳健性检验:改变变量的衡量方式

变量	(1) CAR(-10,10)	(2) BHAR ₂₄
Gini	0.0271 (0.8203)	0.2904 ** (2.0025)
Controls	控制	控制
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
Constant	0.2650 *** (3.5115)	0.3731 (1.1410)
N	2322	1880
Adj_R ²	0.0725	0.1514

注:受限于样本区间与变量计算规则,列(2)中的回归样本降至1880个。

调了董事成员之间的沟通秩序,降低了无效冲突的可能性,随着内部制约的强化,董事会的监督效力也得以增强;另一方面,非正式层级也激发了更为充分有序的信息交流,能够降低信息不对称程度,增强了董事会的监督职能。鉴于此,本文基于委托代理理论与行为金融理论,从管理者自利与管理者过度自信的中介效应出发,探究董事会非正式层级对企业并购绩效的影响机理,以期拓展和补充“结构—行为—绩效”的研究框架。

(一)董事会非正式层级、管理者自利与企业并购绩效

委托代理理论认为,由于正式契约的不完备性与信息不对称性,管理者倾向于从自身利益最大化而非股东价值最大化出发,通过并购扩大企业规模,以获得更多的可控制资源,提高薪酬水平和扩大权力寻租空间。由高管自利动机引发的机会主义并购行为可能会忽略公司的投资效率,并造成并购后绩效的下降。清晰的董事会非正式层级有助于增强董事会的监督职能,从而约束管理层的自利行为,进而提升企业的并购绩效。当企业持有大量的自由现金流时,管理者的寻租空间更大,因此企业自由现金流量多用于衡量管理者自利行为导致的代理成本。本文选择经行业调整后的自由现金流占资产的比作为管理者自利的代理变量,检验管理者自利的中介效应,经行业调整后的自由现金流占资产的比用FCF表示,计算方式如下:

$$\text{自由现金流占资产比} = (\text{息前税后利润} + \text{折旧与摊销} - \text{营运资本增加} - \text{资本支出}) / \text{总资产} \quad (7)$$

检验结果如表10中列(1)、列(2)和列(3)所示。在列(1)中,Gini与FCF的系数为-0.0758,且在5%的水平下显著,说明董事会非正式层级能够约束管理者的自利行为;在列(2)中,Gini在1%的显著水平下与BHAR₁₂正相关,FCF在5%的显著水平下与BHAR₁₂负相关,在采用逐步检验法证明了中介效应后,我们进一步进行了Sobel检验,结果说明部分中介成立,中介效应占比为4.4342%。这说明董事会非正式层级能够通过增强董事会的监督职能来约束管理者的自利行为,进而提升企业长期并购绩效。

(二)董事会非正式层级、管理者过度自信与企业并购绩效

行为金融理论认为,管理者并非完全理性的,其投资决策偏差并非来自基于自利动机的机会主义行为,更主要的原因是过度自信的心理特

表10 董事会非正式层级与企业并购绩效的作用机理检验

变量	(1) BHAR ₁₂	(2) FCF	(3) BHAR ₁₂	(4) CapEx	(5) BHAR ₁₂
Gini	0.2605 *** (2.8934)	-0.0758 ** (-2.0251)	0.2493 *** (2.7726)	-0.0587 ** (-2.3869)	0.2495 *** (2.7513)
FCF			-0.1525 ** (-2.4629)		
CapEx					-0.1870 ** (-1.9695)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	0.5337 *** (2.5814)	0.3468 *** (3.7376)	0.5852 *** (2.8469)	-0.2543 *** (-3.3905)	0.486 ** (2.323)
N	2,322	2,321	2,321	2,322	2,322
Adj_R ²	0.0576	0.4230	0.0603	0.1048	0.0597
Sobel(p-value)			0.0832		0.0920
中介效应占比			4.4342%		4.2169%

质,且这种特质在管理者中普遍存在。一方面,管理者会过高估计自身的经营管理能力,相信自己能主导并购后资源的充分整合,高估了并购后产生的协同效应,从而推动净现值为负的并购项目产生;另一方面,管理者会高估目标企业的价值,认为外部投资者没有正确评估企业的价值,倾向于对目标企业进行溢价支付而超越了公司本身的价值,导致较差的并购绩效。因此,相对于理性的管理者,过度自信的管理者会更加频繁地实施并购活动,且并购绩效更差。随着董事会非正式层级的建立,董事会的监督职能增强,能够抑制管理者的过度自信行为,进而提升企业的并购绩效。因此,借鉴 Anwer 和 Duellman 的研究^[43],本文引入资本性支出作为代理变量,检验管理者过度自信的中介效应,资本性支出用 *CapEx* 表示,计算方式如下:

$$\text{资本性支出} = (\text{固定资产} + \text{无形资产} + \text{其他长期资产支出}) / \text{总资产} \quad (8)$$

检验结果如表 10 中列(4)和列(5)所示。在列(4)中,*Gini* 与 *CapEx* 的系数为 -0.0587 ,且在 5% 的水平下显著,说明董事会非正式层级能够抑制管理者过度自信行为;在列(5)中,*Gini* 在 1% 的显著水平上与 $BHAR_{12}$ 正相关,*FCF* 在 5% 的显著水平上与 $BHAR_{12}$ 负相关,Sobel 检验结果显著,部分中介成立,中介效应占比为 4.2169%。这说明董事会非正式层级能够通过增强董事会的监督职能来抑制管理者的过度自信行为,从而提升企业长期并购绩效。

七、结论性评述

本文基于关系契约理论和社会资本理论,收集整理了 2013—2018 年中国沪深 A 股上市公司董事会成员的董事兼任数量来衡量其社会资本,同时借鉴基尼系数的思想,构建了董事会非正式层级的代理变量,对董事会非正式层级对并购绩效的影响和作用机理进行了理论分析和实证检验。研究表明:董事会非正式层级越清晰,企业长期并购绩效越好;环境不确定性程度越高、股权集中度越低,董事会非正式层级越能提升企业长期并购绩效;董事会非正式层级能够约束管理者的自利行为和抑制管理者的过度自信,从而提升企业的长期并购绩效。

作为董事会内部的非正式制度安排,董事会非正式层级对提升公司并购绩效、降低代理成本具有至关重要的作用。基于此,本文提出两个方面的建议:一方面,应围绕高层级董事的选聘构建董事会非正式层级,完善非正式的组织结构,增强董事间的凝聚力,从而提升董事会的履职强度,提高董事会的履职效率。同时,需要重视董事会文化建设,强调权责一致,避免高层级董事利用个人权威进行寻租。另一方面,应围绕董事会非正式层级规范公司治理体系,强化董事会与管理层的沟通管道,降低信息不对称程度,突出非正式层级对管理层的监督作用,降低代理成本,提升企业并购绩效,进而提高企业的竞争力和市场地位。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 唐兵,田留文,曹锦周. 企业并购如何创造价值——基于东航和上航并购重组案例研究[J]. 管理世界,2012(11):1-8.
- [3] Li J, Li P, Wang B. Do cross-border acquisitions create value? Evidence from overseas acquisitions by Chinese firms[J]. International Business Review, 2016, 25(2):471-483.
- [4] 肖明,李海涛. 管理层能力对企业并购的影响研究[J]. 管理世界,2017(6):184-185.
- [5] 周绍妮,张秋生,胡立新. 机构投资者持股能提升国企并购绩效吗?——兼论中国机构投资者的异质性[J]. 会计研究,2017(6):67-74.
- [6] Gompers P, Kovner A, Lerner J. Specialization and success: Evidence from venture capital[J]. Journal of Economics & Management Strategy, 2010, 18(3): 817-844.
- [7] 潘红波,余明桂. 大股东两权分离:代理效应抑或风险分散化效应? [J]. 经济管理,2014(11):47-57.
- [8] Kolasinski A C, Li X. Can strong boards and trading their own firm's stock help CEOs make better decisions? Evidence from acquisitions by overconfident CEOs[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2013(4):1173-1206.
- [9] 刘健,刘春林. 不确定性下关联股东网络的并购经验与并购绩效研究[J]. 南开管理评论,2016(3):4-17.
- [10] He J Y, Huang Z. Board informal hierarchy and firm financial performance: Exploring a tacit structure guiding boardroom interactions[J]. The Academy of Management Journal, 2011, 54(6):1119-1139.
- [11] 张耀伟,陈世山,李维安. 董事会非正式层级的绩效效应及其影响机制研究[J]. 管理科学,2015(1):1-17.
- [12] 谢永珍,张雅萌,吴龙吟,等. 董事地位差异、决策行为强度对民营上市公司财务绩效的影响研究[J]. 管理学报,2017(12):1767-1776.
- [13] 卢馨,陈冉,张乐乐. 金字塔股权结构、股权制衡与投资效率——来自民营上市公司的经验证据[J]. 首都经济贸易大学学报,2019(5):79-91.
- [14] 杨柔坚. 股权结构对上市公司并购重组绩效影响的研究——按关联与非关联交易分类[J]. 审计与经济研究,2016(6):67-76.
- [15] 潘红波,夏新平,余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J]. 经济研究,2008(4):41-52.

- [16] 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.
- [17] 王艳, 阚铎. 企业文化与并购绩效[J]. *管理世界*, 2014(11): 146-157.
- [18] 姚益龙, 刘巨松, 刘冬妍. 要素市场发展差异、产权性质与异地并购绩效[J]. *南开管理评论*, 2014(5): 102-111.
- [19] 王艳, 李善民. 社会信任是否会提升企业并购绩效? [J]. *管理世界*, 2017(12): 125-140.
- [20] 李善民, 黄灿, 史欣向. 信息优势对企业并购的影响——基于社会网络的视角[J]. *中国工业经济*, 2015(11): 141-155.
- [21] Magee J C, Galinsky A D. Social hierarchy: The self-reinforcing nature of power and status[J]. *Academy of Management Annals*, 2008, 2(1): 351-398.
- [22] 李长娥, 谢永珍. 董事会权力层级、创新战略与民营企业成长[J]. *外国经济与管理*, 2017(12): 70-83.
- [23] Jebran K, Chen S, Zhu D H. Board informal hierarchy and stock price crash risk: Theory and evidence from China[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2019, 27(5): 341-357.
- [24] 武立东, 江津, 王凯. 董事会成员地位差异、环境不确定性与企业投资行为[J]. *管理科学*, 2016(2): 52-65.
- [25] 武立东, 薛坤坤, 王凯. 非正式层级对董事会决策过程的影响: 政治行为还是程序理性[J]. *管理世界*, 2018(11): 80-92.
- [26] 刘振杰, 顾亮, 李维安. 董事会非正式层级与公司违规[J]. *财贸研究*, 2019(8): 76-87.
- [27] Steiner I. *Group process and productivity*[M]. New York: Academy Press, 1972.
- [28] Forbes D P, Miliken F J. Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups[J]. *Academy of Management Review*, 1999, 24(3): 489-505.
- [29] 李敏, 李良智. 关系治理研究述评[J]. *当代财经*, 2012(12): 86-91.
- [30] Berger J, Rosenholtz S J, Zelditch M Jr. Status organizing processes[J]. *Annual Review of Sociology*, 1980, 6: 479-508.
- [31] Hopkins B. Informal hierarchies among workers in low-skill food manufacturing jobs[J]. *Industrial Relations Journal*, 2011, 42(5): 486-499.
- [32] Hogg M A. A social identity theory of leadership[J]. *Personality and Social Psychology Review*, 2001, 5(3): 184-200.
- [33] Westphal J D, Shani G. Psyched-up to suck-up: Self-regulated cognition, interpersonal influence, and recommendations for board appointments in the corporate elite[J]. *The Academy of Management Journal*, 2016, 59(2): 479-509.
- [34] 张维今, 李凯, 王淑梅. CEO权力的调节作用下董事会资本对公司创新的内在机制影响研究[J]. *管理评论*, 2018(4): 70-82.
- [35] Shin H, Park Y S. Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean 'Chaebols' [J]. *Journal of Corporate Finance*, 1999, 5(2): 169-191.
- [36] 申慧慧, 于鹏, 吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率[J]. *经济研究*, 2012(7): 113-126.
- [37] Dooley R S, Fryxell G E. Attaining decision quality and commitment from dissent: The moderating effects of loyalty and competence in strategic decision-making teams[J]. *Academy of Management Journal*, 1999, 42(4): 389-402.
- [38] Duchin R, Matsusaka J G, Ozbas O. When are outside directors effective[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 96(2): 195-214.
- [39] Poppo L, Zenger T. Do formal contracts and relational governance function as substitutes or complements? [J]. *Strategic Management Journal*, 2002, 23(8): 707-725.
- [40] 徐宁, 张阳, 徐向艺. “能者居之”能够保护子公司中小股东利益吗——母子公司“双向治理”的视角[J]. *中国工业经济*, 2019(11): 155-173.
- [41] 李从刚, 李跃然. “一股独大”背景下中国上市公司董事会治理的困境与出路[J]. *现代管理科学*, 2019(7): 81-83.
- [42] 宋贺, 段军山. 财务顾问与企业并购绩效[J]. *中国工业经济*, 2019(5): 155-173.
- [43] Anwer S A, Duellman S. Managerial overconfidence and accounting conservatism[J]. *Journal of Accounting Research*, 2013, 51(1): 1-30.

[责任编辑:王丽爱,杨志辉]

Board Informal Hierarchy and M&A Performance

HE Ying¹, MA Tianyi¹

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

Abstract: This paper takes A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2013 to 2018 as the research sample, and reveals the influencing factors and mechanism of board informal hierarchy on M&A performance in China. The results show that the clearer the board informal hierarchy is, the better the long-term M&A performance is. In terms of influencing factors, when the environmental uncertainty is higher and the equity concentration is lower, the positive impact of board informal hierarchy on the long-term M&A performance is more obvious. In terms of influential mechanism, board informal hierarchy can restrain managers' self-interest behavior and restrain managerial overconfidence, so as to improve the long-term M&A performance.

Key Words: board informal hierarchy; M&A performance; managerial self-interest; managerial overconfidence; environmental uncertainty; equity concentration