

混合所有制、非国有大股东治理与国有企业并购效率

李济含^{1,2,3}, 刘淑莲⁴

(1. 北京石油化工学院 经济管理学院, 北京 102617; 2. 北京市安全生产工程技术研究院 博士后工作站, 北京 102617;
3. 北京航空航天大学 经济管理学院, 北京 100191; 4. 东北财经大学 会计学院, 辽宁 大连 116025)

[摘要] 基于国有企业大力推行混合所有制改革这一背景, 深入考察混合所有制对国有企业并购效率的影响及作用机制。研究发现, 实施混合所有制改革提高了非国有股权比例, 这有利于国有企业实现“少而优”的并购, 即降低并购发生的可能性, 但所选项能够获得优质的并购绩效, 整体上表现出较高的并购效率, 而且这种促进作用在非国有大股东参与国企公司治理时更加显著。进一步研究发现, 当混改国企处于竞争性行业或属于地方国企时, 非国有大股东治理效应的作用机制更加凸显。所得结论有助于深化混合所有制改革, 为国有企业利用市场化力量“混”股权、“合”治理以及实现国企价值创造提供经验证据。

[关键词] 混合所有制; 非国有大股东治理; 国有企业; 并购效率; 非国有资本; 公司治理; 并购绩效

[中图分类号] F276.1 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2021)04-0069-11

一、引言

股权结构是产权安排在微观企业中的体现, 不同的股权性质反映出企业不同的治理结构与资源生态, 并最终影响企业的经济行为与经营绩效^[1]。国有企业实施混合所有制改革的突出表现形式为股权结构改革, 引入非国有投资者, 融合治理, 共同发展, 提高资本组合效率^[2]。混合所有制改革作为我国经济体制改革的核心和关键内容之一, 在经济进入“新常态”背景之下, 党中央和国务院出台了一系列政策文件^①, 已基本确定混合所有制改革为推动和深化国有企业改革的基本模式和重大战略, 决定着国有企业的发展壮大及宏观经济的持续增长。虽然国企混改以顶层设计的政治姿态频繁登场, 但相关学术研究仍较为有限, 已有文献从股利分配、企业绩效、全要素生产率、研发投入、信息质量等视角考察了混合所有制改革的影响^[3-7], 但鲜有研究从并购效率视角考察混合所有制改革的经济后果。

在当前全面升级产业结构与深化国有企业改革的背景下, 并购已成为国有资本发展壮大的重要手段之一。国企在利用并购活动“做大”的同时, 如何提升并购效率实现“做强”才是保障生存与发展的关键, 也是学术界和决策层广泛关注的问题。关于提高并购效率问题, 已有研究从企业并购能力与管理者行为两个方面进行了探讨, 前者考察了董事联结与并购经验^[8-10]、非实际控制人董事会权力^[11]、政治关联的产权庇佑^[12]、政府行为^[13]和资源优势^[14]等对并购效率的影响; 后者考察了高管激励^[15]、政治晋升^[16]、卖空压力^[17]、风险投资^[18]、机构投资者^[19]等抑制管理者的非效率投资行为对并购效率的影响。基于两个方面的研究反观国企混改, 一方面, 股权结构的调整及非国有资本的注入有助于减少政府干预、调整国有企业资源生态、抑制所有者缺位和避免内部人控制; 另一方面, 非国有投资者一旦参与公司治理, 成为国企经营决策信息资源的提供者与监督者, 就会对优化国有企业整体并购能力以及监督与制约管理者的机会主义行为产生重要影响。

[收稿日期] 2021-01-04

[基金项目] 国家社会科学基金青年项目(17CGL013); 北京市博士后工作经费资助项目(2020Z2132)

[作者简介] 李济含(1986—), 女, 辽宁辽阳人, 北京石油化工学院经济管理学院讲师, 北京市安全生产工程技术研究院与北京航空航天大学联合培养博士后, 博士, 从事公司治理、企业并购与高管激励研究, E-mail: lijiehan@163.com; 刘淑莲(1954—), 女, 辽宁大连人, 东北财经大学会计学院教授, 博士生导师, 博士, 从事公司理财、资产估计与风险管理研究。

①党的十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出积极发展混合所有制经济; 2014年《政府工作报告》、2015年《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》等文件中均对混合所有制改革作出了具体要求; 2016年中央经济工作会议、2017年党的十九大报告提出了“加快完善社会主义市场经济体制”; 2019年国务院国资委颁布了《重要企业混合所有制改革操作指引》; 2020年国资委下发了《国企改革三年行动方案(2020—2022年)》。

同时,国有企业实施混合所有制改革形为“混在股权”,实则“融在治理”。非国有资本通过混改注入国企,以混合股权形式改善国有企业公司治理机制^[20],并实质性参与和影响国有企业的经营与投资决策。可以说,非国有股东参与国企公司治理与混合所有制改革及其经济后果之间有着密不可分的联系。已有研究发现,国企实施混改有利于国有资产的保值增值,非国有股东委派董事参与公司治理则会起到强化作用^[21]。当在混合股权结构中考察多个大股东对公司治理的影响时,考虑非控股股东的身份与性质是极为重要的^[22]。多种性质的非国有股东参与治理才能有效提升国企经营绩效,且参与程度与绩效之间呈倒U型关系^[4]。通过混合所有制改革实现国有股权与民营股权的“混合所有”能够产生互补效应,从而弥补市场化不足,提升国企经营效率^[20]。此外,有学者还从国企现金持有水平^[23]、高管薪酬激励机制^[24]以及内部控制质量^[25]等视角探讨了混改背景下非国有股东的治理效应。综上,已有文献侧重在混改背景下直接考察非国有股东治理的经济后果,而忽视了将混合所有制与非国有股东治理效应纳入同一研究框架,尤其是未从并购活动这一体现国有股东意志的经济行为视角来探讨混合所有制改革的政策效果,以及在混改中代表市场化力量的非国有大股东治理效应的作用机制。

由此,本文拟以沪深A股国有上市公司为研究样本,考察混合所有制、非国有大股东治理与国有企业并购效率之间的关系。本文可能的创新之处在于:第一,从国有企业并购效率视角探讨混合所有制改革的经济后果,从并购源头与整合过程双重维度客观评价国企混改提升并购效率的政策效果。研究结论对国有企业明晰未来改革路径与发展方向具有重要的参考价值。第二,将混合股权与股东治理纳入同一研究框架,揭示了非国有大股东参与公司治理是混合所有制改革进程中不断提升国企并购效率的作用机制。第三,进一步分析了混改国企所处行业与行政级别差异影响非国有大股东治理效应的异质性,完善了混改背景下国企公司治理的研究链条,为实践中充分发挥非国有大股东的治理效应提供了借鉴。

二、理论分析与研究假设

(一)混合所有制影响国有企业并购效率

我们从“数量”与“质量”两个维度来衡量并购效率,并购效率反映在“数量”维度上即为并购决策发生的可能性,反映在“质量”维度上即为企业的并购绩效。因此,混合所有制影响国有企业并购效率的问题则细化为混合所有制影响国有企业并购决策发生的可能性以及混合所有制影响国有企业并购绩效两个具体问题。

1. 混合所有制与国有企业并购决策

首先,混合所有制对国有企业并购效率的影响表现在并购项目的选择上,即是否发起并购活动以及选择何种并购项目。在国有企业中,并购活动本身往往是政府意志的企业化载体。国有企业的经营管理与投资行为映射出自身承担着政府给予的部分政治与社会发展战略的重任^[13],以及受到政府官员政绩表现与仕途晋升等多重目标的影响^[16]。国企利用并购活动能够扩大企业规模与高效配置社会资源,通过频繁的并购活动帮助政府与官员实现多维“政府干预型”目标。虽然“放权让利”改革曾在国有企业的经济层面解决了部分产权安排问题,但无法改变行政层面的任命问题,即政府通过任命控股企业的高管来实现对控股国有企业的管理。那么,随之而来的问题是,选拔与任命并非基于候选人的专业知识与从业经验,从而导致委托人对国企实际经营与行业发展缺乏了解,利用并购活动盲目地实现规模扩张或充当满足绩效考核目标的一种重要手段^[26]。混合所有制改革使得非国有资本进入到国有企业中,降低了国有资本的控股比例,增强了非国有股权对国有股权的制衡,提高了政府干预国有企业经营活动的成本,降低了政府干预程度^[27],从而卸载了国有企业的政策性任务,净化了国有企业的经营与投资目标,有助于国有企业按照市场化引导机制选取并购项目并实施并购活动,有效降低了国有企业投机式并购活动发生的概率。

其次,混合所有制有助于缓解国有企业内部人控制问题,降低管理者基于个人私利发动并购的可能性。国企高管通过掌握企业经营管理权与决策权,成为国企实际上的内部控制人。相较于政府而言,内部人更加了解企业的真实情况,所做的并购决策更具有信息支撑。但是,信息不对称性与激励机制不完善等仍然会引发内部人控制问题,即内部人为了追求个人私利,在国企高管绩效考核与升迁机制的“规模导向”下以及国有企业实现快速发展的“成长压力”下,利用经营决策的控制权而发动并购活动^[16]。因此,要解决这一问题,监督是最为有效的手段之一,但实际情况是国有企业的实际控股股东通常为政府,这易导致终极控制人缺位,缺乏监督动力。国有企业实施混合所有制改革引入的非国有资本在控制权与现金流权上实现了高度统一,为保证产权收益,必

然监督国有企业内部人在并购活动中的经济行为^[28]。随着混合所有制改革的持续深入,非国有资本监督管理层机会主义的动机与能力愈强,这会促使国有企业内部人选择优质并购项目,降低管理者基于私利发动并购从而导致国有企业发生低效并购的可能性。

基于以上分析,本文提出假设1:

假设1:国有企业中实施混合所有制改革提高了非国有股权比例,能够抑制低效并购发生的可能性。

2. 混合所有制与国有企业并购绩效

衡量高效率并购的另一个标准是并购后企业能够实现高质量的管理与资源整合,即提升企业并购绩效。首先,混合所有制降低了政府对国企经营决策的干预程度,国有企业的角色由政府行政机构附属逐渐转变为独立的市场竞争主体,国企不再过多地承担政府战略发展要求下的政治与社会性责任,投资活动与经营决策更多地受到市场化行为的引导,对于并购项目的选择更多的是出于经济目的而非政治目的,在目标选择上会优先考虑并购活动的价值创造潜力与未来股东收益。其次,混合所有制改革引入的非国有资本在发挥监督与咨询职能方面均体现出追求股权利益最大化的本能。一方面,非国有资本有十足的监督动力确保国企并购活动中的产权获益,并且在并购活动整合过程中持续发挥监督职能,避免国企高管因现行的激励制度等原因而聚焦于短期个人获益,缺乏长期参与并购绩效整合的耐心,毕竟并购活动后的管理与资源有效整合且能够呈现绩效凸显的过程一般是中长期且无形的,对管理者的能力与耐力都是极大的考验。另一方面,非国有资本能够在并购整合过程中承担咨询职能。从并购决策的源头来看,决策的出发点应该是基于价值创造,考虑目标公司与自身在产业链、关键资源以及战略导向等方面是否存在最大限度的一致性 or 优势互补性^[29];而从并购整合的过程来看,这是一项极其复杂的系统性工程,涉及并购双方的战略目标、企业文化、资源禀赋与组织职能等多个方面的整合^[30],对管理者的管理能力与努力程度要求极高^[31]。国有控股股东选拔和任命的高管极有可能缺乏相应的行业背景与并购经验,从而导致无法应对并购整合过程中的复杂性与不确定性,而非国有资本的逐利本性无疑会在并购整合过程中积极地充当信息与资源的提供者,发挥咨询职能,为并购整合过程中遇到的问题提供参考意见,帮助管理者顺利推进并购活动,提升并购绩效。

基于以上分析,本文提出假设2:

假设2:国有企业中实施混合所有制改革提高了非国有股权比例,能够促进并购绩效的提升。

(二) 非国有大股东治理的作用机制

从表现形式来看,混合所有制改革意在“混在股权”;就作用本质而言,混合所有制改革实则推行“融在治理”。通过“混改”引入持股比例较高且负责任的非国有资本,核心是改善国有企业公司治理机制^[20],即强调非国有股东参与国有企业公司治理活动的重要性^[12]。公司治理是国有企业混合所有制改革取得的实质性成功,也是国有企业真正转向市场化经营的基础^[32]。国有企业实施混合所有制改革过程中应透明公司治理结构与机制,增强非国有资本在公司治理中的话语权^[33-34],这是因为“话语权”既具有实质性影响力,也是保证非国有资本在国企经营管理与投资决策中发挥有效监督与咨询作用的根本前提^[24]。在混合所有制改革背景下,非国有股东参与国有企业公司治理、拥有话语权主要通过股东大会与董事会两种渠道,前者是以持有公司较低比例股份的初级参与公司治理模式,面临国有企业并购活动等重大投资决策时极有可能缺乏话语权而难以发挥治理效应。相比较而言,董事会治理是公司治理的重要内容,且董事会是公司最重要的经营决策机构。那么,国有企业实施“混改”引入的非国有资本随着持股比例的提高,会通过委派非国有大股东拥有董事会席位的方式来参与公司治理,进而对国企经营决策产生实质性影响^[11],尤其是在并购活动中发挥监督与咨询职能时更能体现出话语权^[35]。原因在于:首先,非国有大股东对国企高管的努力程度以及机会主义行为具有强烈的监督动机,在一定程度上可以实现国企所有者回归,完善内部治理机制。其次,非国有大股东凭借董事会席位拥有参与国企重要生产经营决策相关事项的投票权力。并购项目决策需要通过董事会审议后才能最终得以实施,非国有大股东拥有董事会权力,直接参与董事会各项议案表决,对国企是否选择优质并购项目以及并购整合中的相关活动发表具体意见。最后,非国有大股东参与公司治理意味着通过董事会审议过程有效降低了信息不对称问题,可以获得额外的公司内部信息^[35]。非国有大股东有机会听取高管对并购项目的具体阐述与说明,并针对关键问题进行询问与沟通,这有助于在选择优质并购项目以及实施并购整合创造潜在价值方面做出更加准确的判断。因此,非国有大股东参与国有企业公司治理强化了混合所有制过程中非国有资本股权制衡的实质性影响力,通过

治理效应的作用机制提升了国有企业并购效率。

基于此,本文提出假设3:

假设3:非国有大股东参与公司治理有利于促进混合所有制对国有企业并购效率提升的正向影响。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

国有企业中非国有大股东的确定需要依据股权结构,而2007年推行的股权分置改革对国有企业股权结构产生了重要影响,因此本文将研究起始时间设定为2007年。此外,由于并购绩效指标的测算涉及并购事件前后2期的数据,因此最终研究样本为2007—2017年在沪深两市进行交易的国有A股上市公司。根据研究所需,本文剔除了金融类、ST和PT类、重要变量缺失与财务数据存在明显异常、并购交易没有成功以及国有企业为非主并方的样本。同进,本文对样本连续型变量进行上下1%水平的双侧缩尾处理。混合所有制与并购绩效数据通过手工整理计算获得;非国有大股东治理数据通过查阅样本上市公司年报、百度搜索引擎以及国家企业信用信息公示系统等网络信息,并经手工整理获得;其他数据来自国泰安(CSMAR)数据库。

(二)模型构建与变量定义

为了检验混合所有制对国有企业并购效率的影响,验证假设1与假设2,本文分别构建模型(1)与模型(2)。

$$M\&A = \alpha_0 + \alpha_1 MO + \alpha_2 Size + \alpha_3 Lev + \alpha_4 ROA + \alpha_5 Growth + \alpha_6 List + \alpha_7 Cash + \alpha_8 Pay + \alpha_9 Duality + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (1)$$

$$Perf = \beta_0 + \beta_1 MO + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Ret + \beta_5 Growth + \beta_6 List + \beta_7 Cash + \beta_8 Pay + \beta_9 Duality + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (2)$$

针对非国有大股东治理效应的作用路径检验,本文构建模型(3)与模型(4)来验证假设3。

$$M\&A = \gamma_0 + \gamma_1 MO + \gamma_2 (MO \times NonSOE) + \gamma_3 NonSOE + \gamma_4 Size + \gamma_5 Lev + \gamma_6 ROA + \gamma_7 Growth + \gamma_8 List + \gamma_9 Cash + \gamma_{10} Pay + \gamma_{11} Duality + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

$$Perf = \mu_0 + \mu_1 M.O + \mu_2 (MO \times NonSOE) + \mu_3 NonSOE + \mu_4 Size + \mu_5 Lev + \mu_6 Ret + \mu_7 Growth + \mu_8 List + \mu_9 Cash + \mu_{10} Pay + \mu_{11} Duality + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (4)$$

其中, $M\&A$ 为并购决策,为度量国有企业发生并购可能性的虚拟变量; $Perf$ 为并购绩效,参考陈仕华等的研究^[9],本文采用累积超额收益率(CAR)表示短期并购绩效,采用购买持有异常收益($BHAR$)以及总资产收益率变化值($CVROA$)表示长期并购绩效。

MO 为混合所有制,借鉴卢建词和姜广省以及解维敏的研究^[3,6],本文采用股权多元性($Diversity$)、股权异质性($Hetero$)、股权实质性($Essence$)进行表征。 $NonSOE$ 为非国有大股东治理,即国有企业实施混合所有制过程中非国有大股东是否参与公司治理及其参与程度,变量获取的具体做法是:追溯国有企业前十大股东的终极控制人,通过搜集和整理年报公告、金融官网等的的数据,判断前十大股东的性质,若多个股东受同一终极控制人的控制,则视为同一股东联盟,按照这种方法将前十大股东按持股比例分为国有控股股东、非国有第一大股东、非国有第二大股东等。已有研究认为非国有第一大股东的利益捆绑程度较高,参与公司治理的动机较强^[11],因此,本文选取以下指标来度量 $NonSOE$:(1)非国有第一大股东是否参与公司治理,用 $NonSOE1$ 表示,即非国有第一大股东是否拥有董事会席位,虚拟变量;(2)非国有第一大股东参与公司治理的程度,用 $NonSOE2$ 表示,即非国有第一大股东拥有董事会席位占总体董事会成员人数的比例。

此外,根据逯东等和陈仕华等学者的研究^[9,11,16],我们还控制了影响并购效率的其他因素。具体变量定义及详细说明见表1。

四、实证检验及分析

(一)描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果。 $M\&A$ 的均值为0.316,说明31.6%的国有上市公司发生了并购活

表1 变量定义表

类型	名称	符号	定义及说明
被解释变量	并购决策	M&A	企业当年发生并购活动取1,否则取0
	并购绩效	CAR	并购公告日前后[-5,6]窗口期内平均超额收益显著不为零的累计超额收益率
	Perf	BHAR	购买并持有公司股票24个月,股票收益率超过对应组合收益率的大小
		CVROA	并购首次公告日之后2年(n+1年和n+2年)ROA的平均值减去公告日前2年(n-1年和n-2年)ROA的平均值
解释变量	混合所有制	Diversity	股权多元性,采用熵指数法计算
	MO	Hetero	股权异质性,国有股与非国有股占全部股权的比例分别为Es和En,当Es>En时,Hetero=En/Es;当Es<En时,则Hetero=Es/En;当Es=En时,Hetero=1
		Essence	股权实质性,当国有企业发生第一大股东变更或终极控制人性质变更时,Essence取1,否则取0
	非国有大股东治理	NonSOE1	非国有第一大股东是否参与公司治理,虚拟变量,第一大非国有股东拥有董事会席位时取1,否则取0
	NonSOE	NonSOE2	非国有第一大股东参公司治理程度,第一大非国有股东拥有董事会席位与总体董事会成员人数的比值
控制变量	公司规模	Size	总资产的自然对数
	偿债能力	Lev	资产负债率
	盈利能力	ROA	总资产收益率
	成长性	Growth	总资产增长率
	上市年限	List	上市年数的自然对数
	现金持有	Cash	货币资金/总资产
	股票回报率	Ret	考虑现金红利再投资的年度收益率
	高管薪酬	Pay	高管薪酬总额的自然对数
	两职合一	Duality	董事长与总经理由一人担任取值为1,否则为0
	年度	Year	年度虚拟变量
	行业	Industry	行业虚拟变量

动,与假设2的研究样本量2928例基本吻合。从并购绩效的统计结果来看,CAR的均值为0.011,说明国有企业的短期并购绩效表现较好,但反观长期并购绩效BHAR与CVROA,两者的均值分别为-0.267与-0.001,说明部分国有企业在实施并购活动后的2年期限内,并没有通过长期并购整合带来持续性的绩效提升。此外,Diversity的均值为0.334,表明国有企业的股权多元化程度一般;Hetero的均值为0.237,中位数为0.141,说明在我国国有企业股权结构中,国有资本与非国有资本的异质性并不算太高,两种股权的持股比例平均相差74%—86%;Essence的均值为0.263,表明混合所有制改革过程中导致第一大股东发生变更或终极控制人性质发生变更的比例不足30%。

(二)混合所有制影响国有企业并购效率的回归分析

表3报告了模型(1)的回归结果,检验混合所有制对国有企业并购决策的影响。从检验结果来看,列(1)中混合所有制(Diversity)的系数为负,且在5%的水平上显著;列(2)与列(3)中混合所有制(Hetero、Essence)的系数为负,且在1%的水平上显著,说明混合所有制与国有企业并购决策之间呈显著的负相关关系,且检验结果并不因混合所有制变量计算的不同而发生变化。同时,随着国有企业实施混合所有制改革进程的不断深入,非国有股权所占比例不断提高,抑制并购发生的作用更加显著,说明从并购活动的“数量”维度来看,国有企业实施混合所有制改革提高了非国有股所占比例,能够抑制并购发生的可能性,进而提升并购效率,假设1得到证实。

表4报告了模型(2)的回归结果,检验混合所有制对国有企业并购绩效的影响。混合所有制(Diversity、Hetero、Essence)的回归系数均为正,且至少在5%的水平上显著,说明混合所有制与国有企业并购绩效之间呈显著的正相关关系。短期并购绩效(CAR)与混合所有制变量的回归系数的显著性水平更高,几乎在1%的水平上

表2 描述性统计结果

变量	样本量	标准差	均值	最小值	中位数	最大值
M&A	9260	0.468	0.316	0.000	0.000	1.000
CAR	2928	0.094	0.011	-0.165	0.004	0.393
BHAR	2928	0.692	-0.267	-1.953	-0.008	0.713
CVROA	2928	0.061	-0.001	-0.169	-0.004	0.231
Diversity	9260	0.240	0.334	0.000	0.274	0.966
Hetero	9260	0.257	0.237	0.000	0.141	0.952
Essence	9260	0.263	0.079	0.000	0.000	1.000
NonSOE1	9260	0.461	0.315	0.000	0.000	1.000
NonSOE2	9260	0.058	0.038	0.000	0.000	0.136
Size	9260	1.255	22.206	19.713	22.013	25.592
Lev	9260	0.196	0.525	0.077	0.535	0.976
ROA	9260	0.054	0.037	-0.179	0.032	0.188
Growth	9260	0.247	0.113	-1.000	0.080	1.265
List	9260	0.471	2.421	0.690	2.489	3.246
Cash	9260	0.122	0.163	0.011	0.134	0.631
Ret	2928	0.571	0.152	-0.583	-0.021	2.397
Pay	9260	0.793	15.121	10.002	15.073	18.805
Duality	9260	0.290	0.091	0.000	0.000	1.000

显著;而长期并购绩效(BHAR、CVROA)与混合所有制变量的回归系数的显著性水平略低,这也说明国有企业实施混合所有制改革在短期内提升并购绩效的效果更为显著,而并购后的经营管理与资源有效整合并实现绩效凸显的确是一个中长期的过程,维持长期较高的并购绩效并非易事。上述回归结果验证了假设2。

综上,表3与表4的实证结果说明国有企业中实施混合所有制提高了非国有股权比例,能够显著提升并购效率。国有企业在并购活动中真正实现了“数量少”且“质量高”的优质表现,一方面从并购源头上降低了无效与低效并购项目的数量,将企业的有限资源释放到优质并购项目中去;另一方面在并购活动中发挥出了资源整合的较大优势,表现出优质的并购绩效,全方位提升了国有企业并购效率。

(三)非国有大股东治理的作用机制分析

表5报告了模型(3)的回归结果,检验混合所有制影响国有企业并购决策中非国有大股东治理的作用机制。混合所有制(Diversity、Hetero、Essence)与非国有大股东治理(NonSOE1、NonSOE2)交乘项(MO × NonSOE)的回归系数均为负数,且分别在1%、5%和10%的水平上显著,说明混合所有制与非国有大股东治理的交乘项与国有企业并购决策之间存在显著的负相关关系,即非国有大股东参与公司治理能够进一步抑制混合所有制对国有企业发生并购可能性的负向影响。并购活动的“数量”维度说明当非国有大股东参与国有企业公司治理时,非国有大股东在并购项目的投资决策中拥有实质性影响力与话语权,可以抑制并

表3 混合所有制影响国有企业并购决策的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
Diversity	-0.172 ** (-2.33)		
Hetero		-0.054 *** (-5.65)	
Essence			-0.019 *** (-2.70)
Size	0.131 *** (3.31)	0.130 *** (3.29)	0.129 *** (3.25)
Lev	-1.590 ** (-2.33)	-1.587 ** (-2.28)	-1.585 ** (-2.27)
ROA	0.668 (1.24)	0.665 (1.21)	0.664 (1.23)
Growth	1.401 *** (8.57)	1.399 *** (8.52)	1.400 *** (8.56)
List	0.096 * (1.95)	0.099 ** (1.96)	0.098 ** (1.96)
Cash	1.154 * (1.76)	1.137 * (1.71)	1.139 * (1.73)
Pay	0.137 ** (2.31)	0.141 ** (2.35)	0.140 ** (2.32)
Duality	0.586 (0.62)	0.579 (0.55)	0.580 (0.58)
Year	yes	yes	yes
Industry	yes	yes	yes
Cons	-3.391 *** (-3.62)	-3.385 *** (-3.61)	-3.383 *** (-3.59)
N	9260	9260	9260
Pseudo R ²	0.091	0.089	0.090

注:*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。下同。

表4 混合所有制影响国有企业并购绩效的回归结果

变量	CAR			BHAR			CVROA		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Diversity	0.942 *** (2.68)			0.008 ** (2.03)			0.032 * (1.91)		
Hetero		1.210 ** (2.29)			0.549 * (1.84)			0.006 * (1.70)	
Essence			0.843 *** (3.17)			0.076 ** (2.51)			0.064 ** (2.55)
Size	0.004 (1.17)	0.005 (1.21)	0.008 (1.26)	-0.169 ** (-1.99)	-0.166 ** (-1.98)	-0.167 ** (-1.98)	0.003 (0.56)	0.003 (0.56)	0.004 (0.58)
Lev	0.134 ** (2.08)	0.138 ** (2.14)	0.144 ** (2.20)	0.066 *** (2.79)	0.066 *** (2.79)	0.065 *** (2.77)	0.031 *** (3.51)	0.030 *** (3.50)	0.031 *** (3.51)
Ret	0.217 *** (8.21)	0.213 *** (8.18)	0.224 *** (8.25)	0.319 *** (6.54)	0.318 *** (6.54)	0.315 *** (6.52)	0.022 *** (5.03)	0.029 *** (5.10)	0.026 *** (5.07)
Growth	-1.015 (-0.84)	-1.015 (-0.84)	-1.017 (-0.85)	-0.082 ** (-2.22)	-0.080 ** (-2.19)	-0.082 ** (-2.22)	-0.008 (-0.79)	-0.009 (-0.80)	-0.008 (-0.79)
List	0.074 * (1.87)	0.077 * (1.90)	0.076 * (1.90)	0.008 (0.73)	0.008 (0.73)	0.007 (0.72)	0.014 *** (3.33)	0.018 *** (3.36)	0.015 *** (3.34)
Cash	1.069 *** (3.15)	1.072 *** (3.18)	1.070 *** (3.16)	2.593 ** (2.46)	2.590 ** (2.44)	2.589 ** (2.42)	0.028 ** (2.51)	0.027 ** (2.50)	0.024 ** (2.43)
Pay	0.006 (0.82)	0.006 (0.81)	0.005 (0.80)	0.027 * (1.74)	0.026 * (1.72)	0.027 * (1.74)	0.014 (0.16)	0.013 (0.14)	0.014 (0.16)
Duality	-2.411 * (-1.69)	-2.407 * (-1.66)	-2.410 * (-1.68)	-0.673 (-0.87)	-0.669 (-0.85)	-0.672 (-0.87)	-0.932 (-0.44)	-0.930 (-0.43)	-0.933 (-0.45)
Year	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Cons	4.602 *** (5.66)	4.594 *** (5.63)	4.599 *** (5.65)	1.643 *** (2.82)	1.644 *** (2.82)	1.639 *** (2.80)	-0.037 * (-1.66)	-0.039 * (-1.68)	-0.036 * (-1.65)
N	2928	2928	2928	2928	2928	2928	2928	2928	2928
R ² _adj	0.307	0.307	0.306	0.115	0.115	0.116	0.184	0.184	0.184

购决策发生的可能性,审慎选择并购项目,合理利用国企资源,确保非国有股权的投资收益以及国有资本的保值增值。表6的回归结果从并购活动的“数量”维度支持了假设3。

表6报告了模型(4)的实证结果,检验混合所有制影响国有企业并购绩效关系中非国有大股东治理的作用机制。混合所有制(Diversity、Hetero、Essence)与非国有大股东治理(NonSOE1、NonSOE2)交乘项(MO × NonSOE)的回归系数均为正,且分别在1%、5%和10%的水平上显著,说明混合所有制与非国有大股东治理的交乘项与国有企业并购绩效之间存在显著的正相关关系。在国有企业实施混合所有制改革过程中,非国有大股东参与国企公司治理能够显著促进混合所有制改革对提升国有企业并购绩效的正向影响,这从并购的“质量”维度方面支持了假设3。

综上,表5与表6的回归结果说明非国有大股东参与公司治理更有利于促进混合所有制对国企并购效率提升的正向影响,即从源头上减少并购数量,且对于选择的并购项目能够在整合过程中提高并购绩效。因此,假设3得到验证。

表5 混合所有制影响国有企业并购决策:非国有大股东治理的作用机制

变量	Diversity		Hetero		Essence	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
MO	-0.154 ** (-2.07)	-0.157 ** (-2.09)	-0.062 *** (-5.94)	-0.059 *** (-5.86)	-0.013 ** (-2.54)	-0.020 *** (-2.73)
MO × NonSOE1	-0.031 * (-1.66)		-0.103 ** (-2.24)		-0.109 ** (-2.36)	
MO × NonSOE2		-0.623 * (-1.87)		-0.291 * (-1.82)		-0.824 *** (-3.01)
NonSOE1	-0.193 *** (-2.69)		-0.141 * (-1.76)		-0.150 *** (-3.26)	
NonSOE2		-1.786 *** (-2.91)		-1.644 *** (-2.73)		-1.725 *** (-2.81)
Control	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Cons	2.584 *** (5.62)	2.913 *** (5.69)	3.001 *** (5.71)	2.842 *** (5.68)	2.817 *** (5.67)	2.902 *** (5.69)
N	9260	9260	9260	9260	9260	9260
Pseudo R ²	0.088	0.089	0.080	0.086	0.090	0.091

注:Control表示控制变量,下同。

表6 混合所有制影响国有企业并购绩效:非国有大股东治理的作用机制

基于变量 NonSOE1									
变量	CAR			BHAR			CVROA		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Diversity	0.927 ** (2.51)			0.012 ** (2.09)			0.010 * (1.72)		
Hetero		1.287 ** (1.99)			0.588 * (1.89)			0.014 * (1.81)	
Essence			0.772 *** (3.17)			0.093 *** (2.60)			0.052 ** (2.41)
Diversity × NonSOE1	0.131 ** (2.01)			0.027 * (1.68)			0.054 * (1.94)		
Hetero × NonSOE1		0.739 * (1.66)			0.532 * (1.77)			0.081 * (1.68)	
Essence × NonSOE1			0.043 ** (2.42)			0.104 *** (2.59)			0.137 *** (2.61)
NonSOE1	0.128 ** (2.20)	0.120 ** (2.18)	0.115 ** (2.04)	0.023 * (1.87)	0.019 ** (1.98)	0.021 ** (2.18)	0.154 ** (2.32)	0.146 ** (2.24)	0.155 ** (2.33)
Control	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Cons	7.281 *** (6.85)	7.214 *** (6.80)	7.198 *** (6.65)	1.602 *** (2.69)	1.631 *** (2.77)	1.614 *** (2.71)	-0.032 * (-1.65)	-0.035 * (-1.67)	-0.040 * (-1.70)
N	2928	2928	2928	2928	2928	2928	2928	2928	2928
R ² _adj	0.283	0.280	0.279	0.137	0.137	0.135	0.179	0.178	0.177

注:基于变量 NonSOE2 的回归结果依然显著,未列示,备索。

(四) 稳健性检验

如果国有企业在并购活动过程中谨慎执行并购决策并获得优质并购绩效,则极有可能引起非国有资本的关注,吸引潜在股东进入,通过国企的高质量并购活动来保障非国有股权获益。或者说,国有企业为了实现投资并购的战略目标而有目的地前置调整所有权结构的安排,增加非国有股权的持股比例。也就是说,混合所有制与国有企业并购效率之间存在反向因果关系,实证结果可能会受到内生性问题的影响。因此,为了减少内生性问题对研究结论的影响,本文进行如下稳健性检验:(1)采用解释变量混合所有制滞后一期(t-1)的方法,原因是当年的并购效率并不会影响上一年的混合所有制安排;(2)借鉴 Kusunadi 等学者的做法^[36],采用混合所有制的

年度内行业均值作为工具变量(IV)对内生性问题进行控制;(3)采用倾向评分匹配法(PSM),以非国有大股东是否参与公司治理作为判断依据,对样本进行1:1的组间匹配,消除所选控制变量或变量间不可观察因素的存在所导致的实证结果存在的偏差。表7汇报了混合所有制与并购效率之间内生性问题的检验结果,Panel A是混合所有制与并购决策稳健性检验的回归结果,Panel B则为相应的混合所有制与并购绩效的内生性问题检验结果^①。结果显示,无论是采用滞后一期方法、工具变量法还是倾向评分匹配法,混合所有制能够显著提升国有企业并购效率的研究结论均保持不变,即本文的研究结论具有稳健性。

五、进一步讨论:非国有大股东治理效应的异质性分析

前文分析结果表明,非国有大股东参与国企公司治理能够显著促进混合所有制对并购效率提升的正向影响。但在理论上,非国有大股东参与公司治理一方面需要具备治理意愿作为前提,另一方面还需具备治理能力得以发挥的条件。对于前者,当非国有大股东面对混改国有企业处于垄断行业、坐享垄断红利的诱惑时,是否会动摇其参与公司治理的意愿,从而导致非国有大股东的治理效应存在差异?对于后者,非国有大股东治理能力的发挥是在与国有股权影响力的博弈中得以实现的,因此当混改国企所处不同行政级别、具备不同股权影响力时,非国有股东的治理效应是否存在差异?这需要进一步的分析和讨论。

(一)混改国有企业所在行业差异分析

混改国有企业所在行业的竞争状况差异会直接影响非国有大股东的治理意愿,导致治理效应存在异质性^[2],这是因为垄断性国有企业几乎是政府意志的附属,凭借配合政府管制获得庞大的垄断租金,而非国有股东一旦有机会注资垄断性国企,其主动参与公司治理的意愿就会极低,通常是选择坐享垄断性红利^[4]。相反,非国有资本通过混合所有制改革注入竞争性国企中,则需要与国有资本一起面对激烈的行业竞争,适者生存的竞争法则要求非国有股东不得时刻提高警惕,加强参与国有公司治理的监督意愿,以保障非国有资本实现预期的投资收益^[32]。因此,我们将样本划分为垄断性国有企业与竞争性国有企业两组^②,考察混改国企所在行业差异将如何影响非国有大股东治理效应的作用机制,检验结果见表8。

表7 混合所有制影响并购效率的内生性问题检验

Panel A 混合所有制与并购决策的内生性问题检验,被解释变量为M&A			
变量	Diversity		
	(1)	(2)	(3)
	<i>t</i> -1	IV	PSM
Diversity	-0.238 *** (-2.60)	-0.194 *** (-3.13)	-0.206 ** (-2.49)
Control	yes	yes	yes
Cons	-6.062 *** (-5.24)	-5.65 *** (-4.99)	-3.390 * (-1.75)
N	9260	9260	9260
Pseudo R ²	0.119	0.164	0.121
Panel B 混合所有制与并购绩效的内生性问题检验,被解释变量为CVROA			
Diversity	0.044 ** (1.98)	0.069 ** (2.18)	0.052 ** (2.03)
Control	yes	yes	yes
Cons	-1.546 ** (-2.41)	-0.598 * (-1.92)	-0.032 (-1.41)
N	2928	2928	2928
R ² _adj	0.209	0.196	0.078

表8 非国有大股东治理效应异质性检验:行业差异

Panel A 基于模型(3),被解释变量为并购决策(M&A)						
变量	Diversity		Hetero		Essence	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	垄断性国企	竞争性国企	垄断性国企	竞争性国企	垄断性国企	竞争性国企
MO	-0.102 * (-1.84)	-0.157 ** (-2.09)	-0.037 *** (-3.42)	-0.069 *** (-6.01)	-0.009 ** (-2.03)	-0.021 *** (-2.67)
MO × NonSOE1	-0.017 (-1.31)	-0.034 * (-1.68)	-0.026 (-1.63)	-0.098 ** (-1.97)	-0.087 (-1.59)	-0.100 ** (-2.02)
NonSOE1	-0.163 * (-1.94)	-0.176 ** (-2.08)	-0.120 (-1.51)	-0.133 * (-1.72)	-0.135 ** (-2.56)	-0.154 *** (-3.31)
Control	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Cons	2.242 *** (4.89)	2.013 *** (5.02)	3.756 *** (6.31)	2.418 *** (5.14)	4.591 *** (6.33)	3.012 *** (5.96)
N	1107	8153	1107	8153	1107	8153
Pseudo R ²	0.062	0.080	0.073	0.077	0.095	0.089
Panel B 基于模型(4),被解释变量为并购绩效(CVROA)						
MO	0.009 * (1.69)	0.021 * (1.83)	0.010 * (1.74)	0.018 * (1.92)	0.037 * (1.90)	0.058 ** (2.49)
MO × NonSOE1	0.038 (1.60)	0.062 ** (2.08)	0.071 (1.56)	0.094 * (1.75)	0.098 (1.63)	0.169 *** (2.98)
NonSOE1	0.147 ** (2.25)	0.146 ** (2.24)	0.123 * (1.94)	0.164 ** (2.55)	0.112 * (1.87)	0.161 ** (2.39)
Control	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Cons	-0.021 (-1.37)	-0.048 * (-1.76)	-0.032 (-1.63)	-0.038 * (-1.69)	-0.044 * (-1.74)	-0.053 * (-1.85)
N	352	2576	352	2576	352	2576
R ² _adj	0.093	0.106	0.100	0.125	0.091	0.118

①表7仅列示了Diversity作为解释变量的回归结果,Hetero、Essence的回归结果依然显著。此外,并购绩效变量仅采用总资产收益率变化值(CVROA)来表示,主要是考虑研究结论在非上市国有企业中的普适性,但CAR与BHAR的回归结果仍然显著。

②将石油加工、炼焦及核燃料加工业、石油和天然气开采业、铁路、水上及航空运输业、电力、燃气及水的生产与供应业、邮政和电信及其他信息传输业、烟草制造业均定义为垄断性行业,其他为竞争性行业。

表8中的Panel A报告了基于模型(3)在垄断性国企与竞争性国企样本中的回归结果。在列(2)、列(4)和列(6)的检验结果中,混合所有制(Diversity、Hetero、Essence)与非国有大股东治理(NonSOE1)交乘项(MO × NonSOE1)的系数均为负,且至少在10%的水平上显著;列(1)、列(3)和列(5)中的对应结果则均不显著。同样地,表8中的Panel B列示了基于模型(4)在垄断性国企与竞争性国企样本中的回归结果,在列(2)、列(4)和列(6)的检验结果中,混合所有制与非国有大股东治理交乘项(MO × NonSOE1)的系数均为正,且均在统计上是显著的。检验结果表明,在混合所有制提升国有企业并购效率的关系中,非国有大股东治理的作用机制在竞争性国企中更加凸显;而在垄断性国企中,非国有大股东治理效应的作用并不显著,股东诉求偏向于坐享垄断红利。因此,在竞争性国有企业中实施混合所有制改革促进了非国有大股东参与公司治理的积极性,有利于提升企业并购效率。

(二)不同行政级别股权影响力差异分析

当实施混合所有制改革的国有企业分属于不同行政级别时,国有控股股东产生的“政治威慑力”差异会较大,而混改国企国有股权影响力的不同也会直接影响非国有大股东在国企内部治理效应的发挥^[4]。行政级别较高的中央直属国有企业(简称“央企”)受政府干预程度较高,拥有更多的政治、经济与社会资源,规模庞大且需要承担更繁重的社会非营利性经营目标。而且,虽然同样面临混合所有制改革,但很多地方国有企业率先实现混合股权相互制衡,而很多央企则依然是国有独资控股,非国有资本参与入股的投资机会相对较少,或允许持股比例的范畴极为有限。在这种情况下,非国有大股东即便参与公司治理且具有强烈的监督意愿,但由于行政级别与政治地位的悬殊差距,当面临国有企业并购活动决策与资源整合时,在与国有股权影响力博弈的过程中,留给非国有大股东发挥治理效应的空间也极为有限,在很大程度上不会对并购决策与经营绩效产生实质性影响。因此,我们认为不同行政级别的混改国企,其国有股权影响力会导致非国有大股东治理效应的异质性。为了检验上述观点,我们根据行政级别的不同将样本划分为中央国企与地方国企两组,并依据模型(3)与模型(4)做进一步检验,结果见表9。

表9中的Panel A报告了基于模型(3)在中央国企与地方国企样本中的回归结果。在列(2)、列(4)和列(6)的检验结果中,混合所有制(Diversity、Hetero、Essence)与非国有大股东治理(NonSOE1)交乘项(MO × NonSOE1)的系数均为负,且至少在5%的水平上显著;列(1)、列(3)和列(5)的对应结果则均不显著。表9中的Panel B列示了基于模型(4)在中央国企与地方国企样本中的回归结果,在列(2)、列(4)和列(6)的检验结果中,混合所有制与非国有大股东治理交乘项(MO × NonSOE1)的系数为正,且均在统计上是显著的,说明非国有大股东治理的作用机制在地方国有企业中更加显著。这是因为央企控股股东的股权影响力更强,非国有大股东治理效应的发挥受限;而在地方国企中,混合股权的投资目的、监督与咨询导向基本保持一致,非国有大股东的治理效应得以发挥,更有利于促进在混合所有制改革过程中提升国企并购效率。

表9 非国有大股东治理效应异质性检验:行政级别

Panel A 基于模型(3),被解释变量为并购决策(M&A)						
变量	Diversity		Hetero		Essence	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	中央国企	地方国企	中央国企	地方国企	中央国企	地方国企
MO	-0.110*	-0.160**	-0.042***	-0.060***	-0.008**	-0.019***
	(-1.93)	(-2.11)	(-4.03)	(-5.87)	(-2.01)	(-2.62)
MO × NonSOE1	-0.023	-0.040*	-0.031	-0.112**	-0.083	-0.106**
	(-1.39)	(-1.71)	(-1.64)	(-2.49)	(-1.52)	(-2.21)
NonSOE1	-0.186**	-0.185**	-0.132*	-0.137*	-0.129**	-0.164***
	(-2.52)	(-2.47)	(-1.65)	(-1.74)	(-2.40)	(-3.42)
Control	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Cons	2.034***	1.976***	3.597***	3.882***	3.046***	2.876***
	(4.65)	(4.14)	(5.83)	(6.42)	(5.97)	(5.70)
N	2963	6297	2963	6297	2963	6297
Pseudo R ²	0.074	0.083	0.081	0.089	0.086	0.090
Panel B 基于模型(4),被解释变量为并购绩效(CVROA)						
MO	0.008*	0.019*	0.009*	0.020*	0.038*	0.063**
	(1.70)	(1.78)	(1.72)	(1.95)	(1.91)	(2.52)
MO × NonSOE1	0.036	0.059**	0.073	0.088*	0.092	0.159***
	(1.55)	(2.01)	(1.57)	(1.71)	(1.60)	(2.89)
NonSOE1	0.145**	0.158**	0.132**	0.159**	0.124*	0.175**
	(2.21)	(2.39)	(2.03)	(2.51)	(1.93)	(2.54)
Control	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Cons	-0.029	-0.073	-0.023	-0.030*	-0.007	-0.012
	(-1.47)	(-1.24)	(-1.05)	(-1.66)	(-0.98)	(-1.03)
N	936	1992	936	1992	936	1992
R ² _adj	0.134	0.129	0.163	0.118	0.141	0.152

六、研究结论与启示

在国有企业持续深化混合所有制改革的背景之下,本文探讨了混合所有制对国有企业并购效率的影响及作用机制。研究表明:(1)国有企业实施混合所有制提高了非国有股权比例,能够从源头上减少并购发生的可能性,且对于所执行的并购项目能够显著提高整合过程中的并购绩效,即实现“少而优”的企业并购,从而全面促进国有企业并购效率的提升。(2)非国有大股东治理是混合所有制提升国企并购效率的作用机制,即非国有大股东治理能够有效促进混合所有制改革对提升国有企业并购效率的正向影响。(3)相较于垄断性行业,当混改国企处于竞争性行业时,非国有大股东通过发挥治理效应而提升并购效率的作用机制更强;相较于中央企业,当混改国企属于地方国有企业时,非国有大股东治理效应的作用机制更加显著。

依据所得结论,我们得到如下启示:第一,吸引不同性质资本进入国有企业,形成国有股东与非国有股东相互制约的混合股权结构,持续推进与深化混合所有制改革,可以有效提升国有企业并购效率,有利于国企在并购投资活动中实现高效率与高质量发展。第二,混合所有制改革不仅要强调股权结构上的“混”,更要重视公司治理中的“合”。非国有大股东参与国企公司治理是混改促进并购效率提升的作用机制,因此国有企业混合所有制改革需强化“混合”股权结构与公司治理机制,使非国有投资者对国企经营投资决策产生实质性影响,保证非国有股东在公司治理中的话语权,充分发挥非国有股东的治理效应,促进国有企业在混改过程中提升并购效率。同时,非国有股东通过混合股权比例与国有股东分享国企并购效率提升所带来的投资收益,亦是保障非国有股东在混合所有制国企中有利可图,从而保留和吸引更多的非国有资本参与到混合所有制改革中来。第三,在促进非国有大股东参与国有企业公司治理时,应充分考虑混改国企所处行业与行政级别不同所产生的治理效应异质性。在竞争性国企与地方国有企业中,充分发挥非国有大股东治理效应的机制作用有利于真正实现混合所有制提升国有企业价值的改革目标。

参考文献:

- [1] Aghion P, John V R, Luigi Z. Innovation and institutional ownership[J]. American Economic Review, 2013, 103(1): 277 - 304.
- [2] Alchian A. Some economics of property rights[M]. Indianapolis, IN: Liberty Press, 1977.
- [3] 卢建词,姜广省. 混合所有制与国有企业现金股利分配[J]. 经济管理, 2018(2): 5 - 20.
- [4] 马连福,王丽丽,张琦. 混合所有制的优序选择:市场的逻辑[J]. 中国工业经济, 2015(7): 5 - 20.
- [5] 刘晔,张训常,蓝晓燕. 国有企业混合所有制改革对全要素生产率的影响——基于 PSM-DID 方法的实证研究[J]. 财政研究, 2016(10): 63 - 75.
- [6] 解维敏. 混合所有制与国有企业研发投入研究[J]. 系统工程理论与实践, 2019(4): 1067 - 1078.
- [7] 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.
- [8] Cai Y, Sevilir M. Board connections and M&A transactions[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 103(2): 327 - 349.
- [9] 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 + 187 - 188.
- [10] Field L C, Mktchyan A. The effect of director experience on acquisition performance[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 123(3): 488 - 511.
- [11] 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.
- [12] 张雯,张胜,李百兴. 政治关联、企业并购特征与并购绩效[J]. 南开管理评论, 2013(2): 64 - 74.
- [13] 潘红波,余明桂. 支持之手、掠夺之手与异地并购[J]. 经济研究, 2011(9): 108 - 120.
- [14] 蔡庆丰,田霖,郭俊峰. 民营企业家的影响力与企业的异地并购——基于中小板企业实际控制人政治关联层级的实证发现[J]. 中国工业经济, 2017(3): 156 - 173.
- [15] Datta S, Iskandar-Datta M, Raman K. Executive compensation and corporate acquisition decisions[J]. The Journal of Finance, 2001, 56(6): 2299 - 2336.
- [16] 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.
- [17] 陈胜蓝,马慧. 卖空压力与公司并购——来自卖空管制放松的准自然实验证据[J]. 管理世界, 2017(7): 142 - 156.
- [18] Ferreira M A, Massa M, Matos P. Shareholders at the gate? Institutional investors and cross-border mergers and acquisitions[J]. The Review of Financial Studies, 2009, 23(2): 601 - 644.
- [19] 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.
- [20] 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.
- [21] 周绍妮,王中超,操群. 控制链长度与国企混合所有制[J]. 会计研究, 2020(5): 80 - 90.
- [22] Cheng M, Lin B, Wei M. How does the relationship between multiple large shareholders affect corporate valuations? Evidence from China[J]. Journal of Economics and Business, 2013, 70(1): 43 - 70.

- [23] 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.
- [24] 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.
- [25] 刘运国,郑巧,蔡贵龙. 非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J]. 会计研究,2016(11):61-68+96.
- [26] 姜付秀,伊志宏,苏飞,等. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. 管理世界,2009(1):130-139.
- [27] Sappington D, Stiglitz J. Privatization, Information and Incentive[J]. Journal of Political Analysis and Management, 1987, 6(4):567-579.
- [28] Gupta N. Partial privatization and firm performance[J]. Journal of Finance, 2005, 60(2):987-1015.
- [29] 杨道广,张传财,陈汉文. 内部控制、并购整合能力与并购业绩——来自我国上市公司的经验证据[J]. 审计研究,2014(3):43-50.
- [30] 崔永梅,余璇. 基于流程的战略性并购内部控制评价研究[J]. 会计研究,2011(6):57-62.
- [31] 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+44.
- [32] 黄速建,肖红军,王欣. 竞争中性视域下的国有企业改革[J]. 中国工业经济,2019(6):22-40.
- [33] 黄速建. 中国国有企业混合所有制改革研究[J]. 经济管理,2014(7):1-10.
- [34] 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.
- [35] Kim K, Mauldin E, Patro S. Outside directors and board advising and monitoring performance[J]. Journal of Accounting and Economics, 2014, 57(2):110-131.
- [36] Kusnadi Y, Yang Z, Zhou Y. Institutional development, state ownership and corporate cash holdings: Evidence from China[J]. Journal of Business Research, 2015, 68(2):351-359.

[责任编辑:王丽爱]

Mixed Ownership System, Governance of Non-state-owned Large Shareholders and M&A Efficiency of State-owned Enterprises

LI Jihan^{1,2,3}, LIU Shulian⁴

- (1. School of Economics and Management, Beijing Institute of Petrochemical Technology, Beijing 102617, China;
2. Postdoctoral Workstation, Beijing Institute of Safety Production Engineering Technology, Beijing 102617, China;
3. School of Economics and Management, Beihang University, Beijing 100191, China;
4. School of Accounting, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China)

Abstract: Based on the background that state-owned enterprises vigorously carry out the reform of mixed ownership, this paper makes an in-depth study of the influence of mixed ownership on the efficiency of mergers and acquisitions of state-owned enterprises and its mechanism. It is found that the implementation of mixed ownership reform and the increase of the proportion of non-state-owned shares are conducive to the realization of “less but better” M&A activities of state-owned enterprises, that is, to reduce the possibility of M&A, but the selected projects can obtain high-quality M&A performance and show high M&A efficiency on the whole. Moreover, this promotion effect is more significant when non-state-owned large shareholders participate in the corporate governance of state-owned enterprises. Further research shows that when the mixed reform state-owned enterprises are in competitive industries or belong to local state-owned enterprises, the mechanism of non-state-owned large shareholders governance effect is more prominent. The conclusion is helpful to deepen the reform of mixed ownership, provides empirical evidence for state-owned enterprises to use market forces to “mix” equity, “corporate” governance and provides empirical evidence for the realization of state-owned enterprises’ value creation.

Key Words: mixed ownership; governance of non-state-owned large shareholders; state-owned enterprises; M&A efficiency; non-state capital; corporate governance; M&A performance