

协同治理抑或合谋掏空： 非控股股东网络与企业并购效率

杨金坤^{1,2}, 傅绍正^{1,2}, 胡国强^{1,2}

(1. 天津财经大学会计学院, 天津 300222;
2. 审计与控制研究中心, 天津 300222)

摘要: 实证考察非控股股东网络对企业并购效率的影响。研究发现: 非控股股东网络中心度越高, 并购发起可能性越低但绩效越高, 支持协同治理效应假说。进一步研究发现: 提高并购效率的主要是压力抵制型机构投资者网络和个人投资者网络; 非控股股东网络提高了并购能力, 抑制了控股股东机会主义行为; 法制环境和股权结构具有调节作用。

关键词: 非控股股东; 股东网络; 协同治理; 合谋掏空; 并购效率

中图分类号: F270.3 **文献标识码:** A **文章编号:** 1005-0566(2023)07-0202-13

Coordination in governance or tunneling in collusion: Non-controlling shareholders' network and M&A efficiency

YANG Jinkun^{1,2}, FU Shaozheng^{1,2}, HU Guoqiang^{1,2}

(1. School of Accountancy, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin 300222, China;
2. Center for Auditing and Control Research, Tianjin 300222, China)

Abstract: This paper investigates the impact of non-controlling shareholders' network on the M&A efficiency. We find that the higher the network centrality of non-controlling shareholders, the lower the probability of launching M&A, but the higher quality of M&A performance, which supports the hypothesis of Coordination in Governance Effect. Further researches find that pressure resistant institutional investors' network and individual investors' network mainly contribute to the improvement in M&A efficiency; the non-controlling shareholders' network improves the ability of M&A and mitigates the opportunistic behavior of controlling shareholders; the legal environment and ownership structure have the moderating effect.

Key words: non-controlling shareholder; shareholders' network; Coordination in Governance; Tunneling in Collusion; M&A efficiency

当前我国正进入高质量发展阶段, 上市公司并购已成为产业转型、优化资源配置效率的重要推力, 亦是“十四五”规划发展主题锚定的发力点。根据证监会上市部公布的数据显示, 仅 2021 年沪

收稿日期: 2022-11-09 修回日期: 2023-06-28

基金项目: 国家自然科学基金青年项目(72202153, 72002147); 天津市哲学社会科学规划项目(TJGL21-035); 天津市高等学校人文社会科学研究一般项目(2020SK118)。

作者简介: 杨金坤(1989—), 男, 天津人, 天津财经大学会计学院讲师, 博士, 研究方向为资本市场财务会计与公司治理。通信作者: 傅绍正。

深两市上市公司并购重组交易就有 3 300 余单发生,交易金额累计约 1.8 万亿元人民币。然而,在我国资本市场并购活动蓬勃发展的同时,上市公司并购却并未如预期一样实现价值增值的作用,相反普遍存在“事倍功半”的低效率现象。上市公司并购交易后经营绩效呈现出明显的下降趋势,这种资本的无效扩张严重阻碍了微观实体经济高质量发展,降低了资源配置效率。因此,提高企业并购效率是确保经济高质量发展的关键。

增强并购能力、抑制机会主义并购行为是提高企业并购效率的关键^[1]。企业的并购经验、内部人所拥有的资源、董事联结产生的信息和知识补偿均能增强企业并购能力。与此同时,管理层激励、治理结构、外部监管等均有助于抑制机会主义并购行为^[2-4]。然而,并购作为一项复杂性高、专业性强、金额巨大的资源配置战略,不仅受到企业个体特质因素影响,还深受企业所处网络环境影响^[2]。根据社会网络理论,个人和企业的经济行为会受到其所嵌入的社会网络影响。社会网络可以为网络中的个体提供信息获取与传播渠道等资源,产生网络嵌入优势,影响资源配置效率。特别是,由于我国转型经济和关系型社会的特殊背景,社会网络已成为影响企业生存和发展的重要因素^[5]。已有研究发现,董事网络有助于企业建立外部联系、获取关键资源,在并购活动中发挥积极作用^[6-7]。但是,非控股股东作为并购活动的重要决策者和直接利益主体,将对企业并购效率产生重要影响,却鲜有研究关注非控股股东网络对企业并购效率的影响。

事实上,非控股股东同时持股多家上市公司形成的非控股股东网络在资本市场中十分普遍。截至 2020 年年底,有超过 87% 的上市公司存在非控股股东的股权关联关系,这为企业间信息与资源流动提供便利的同时,也为形成利益集团提供了一条隐蔽途径,进而影响经营决策效率^[8]。具体而言,非控股股东网络对并购效率的影响可能存在两种相反的结果。一方面,非控股股东网络有助于促进嵌入个体之间的信息传递和资源互

补,帮助企业获取并购相关的关键信息、资源与知识,提高企业并购能力,并可能使非控股股东在监督治理方面展示出更多优势^[9],抑制自利性并购行为,进而提高并购效率,即产生协同治理效应。另一方面,网络的嵌入优势为非控股股东获取私利创造条件,非控股股东可能通过与控股股东合谋实施机会主义并购侵占其他股东利益,产生合谋掏空效应,最终损害并购效率和企业价值。那么,非控股股东网络在企业并购中究竟产生何种效应?实证考察这一问题,对探究非控股股东网络的作用、提高上市公司并购效率和实现经济高质量发展具有重要意义。

一、理论分析与研究假设

(一)非控股股东网络

社会网络是组织或个人以及一系列关系的合集,是无数节点与纽带构成的网络结构。非控股股东网络也同样由节点与纽带构成,其中非控股股东个体构成了网络节点,而不同非控股股东个体间的联结关系构成了网络纽带。在网络结构下,个体所“嵌入”的社会网络将影响其行为,即个体会通过社会网络不断地交换信息、获取知识、配置资源,进而改变其偏好^[10-11]。

本文以非控股股东个体间的股权关联为纽带,这里的股权关系是指同一非控股股东在多家上市公司同时持股形成的股权关联关系。不同于其他潜在关系,股权关联是上市公司公开披露的,具有普遍性和可靠性。因此,这种股权关联关系是经济实体中最为基础且正式的关联关系,并与股东行为密切相关。

基于此,本文通过报表中前十大股东持股情况将前十大股东中存在一致行动人关系、亲缘关系、母子公司关系的股东手工合并和整理,剔除以上关系对股权关联的“噪音”^[9],将非控股股东网络定义为经过“噪音”调整后的,以非控股股东为网络节点,以同一股东在多家上市公司同时持股形成的股权关联关系为纽带的网络结构。

(二)非控股股东网络与企业并购效率

近年来,上市公司并购数量持续上涨,但很多并购并未实现协同增值效果,却呈现出“事倍功

半”的低效率现象。大量研究表明,并购作为一项复杂性高、专业性强、金额巨大的资源配置战略,不仅对主并公司在并购源头控制和并购整合过程控制等方面有较高能力要求,还因其交易过程的高度隐蔽性与复杂性成为了控股股东掏空上市公司的重要手段^[3-4]。因此,如何增强企业并购能力以及抑制机会主义并购行为是提高企业并购效率的关键^[1]。

非控股股东作为并购活动的重要决策者和直接利益主体,有充足的内在动力行使监督职能、发挥治理作用。国内外经验研究证实,非控股股东抑制了控股股东的私利攫取行为,起到了监督制衡作用^[12-17]。然而,有学者认为高度集中的股权结构可能使得控股股东与非控股股东之间存在较大的信息和权力不对称,非控股股东缺乏治理能力,更多通过“退出威胁”或“用脚投票”的方式维护自身利益^[18-19]。虽然已有文献考察了不同股权结构下非控股股东的治理作用,但往往将非控股股东视为完全理性的孤立个体,忽视了非控股股东个体间的社会网络对非控股股东行为的影响。

实际上,非控股股东通过股权关联构成的社会网络会对公司决策与治理产生重要影响。依据社会网络理论和资源基础理论,在社会网络中,嵌入个体可以根据其所处位置与不同节点建立“局部桥”联系。这种“桥”的弱联结关系可以为处于核心位置的非控股股东带来更多异质性信息,加强信息与资源的交互,有助于产生网络嵌入优势^[20-21]。因此,一方面,非控股股东网络可能因网络嵌入优势增强企业并购能力,抑制控股股东的机会主义并购行为,提高并购效率,产生协同治理效应;另一方面,非控股股东网络也可能为非控股股东实施私利行为创造条件,诱发其与控股股东合谋,降低并购效率,产生合谋掏空效应。

1. 协同治理效应假说

非控股股东网络能够为非控股股东带来信息与治理优势,可以增强企业并购能力,抑制控股股东机会主义并购行为,进而提升并购效率。在信息优势方面,非控股股东网络不仅可以提供更为

准确、完整与及时的信息,而且可以提供信息控制优势。其一,非控股股东利用网络嵌入优势能够以更低的成本获取更为准确的并购相关情报、经验等私有信息。这些私有信息有助于提高并购标的鉴别、并购交易谈判和并购整合的认知效率,从而优化并购决策,对并购绩效产生积极影响^[22]。其二,网络的核心位置往往代表更广阔的信息来源渠道。处于网络核心位置的非控股股东不仅可以通过不同层次的信息源补充缺失的信息,从而更加全面地识别并购风险,规避低效并购项目;而且可以凭借网络嵌入的知识迁移能力和资源配置能力降低并购事后整合的不确定性,提升企业并购整合能力^[23]。其三,网络嵌入带来的信息获取及时性有助于纠正自身认知偏差,确保信息质量更加接近于企业基本价值^[21],因而优化并购决策,保证并购溢价趋近于企业未来的协同价值创造潜力^[24]。此外,处于核心位置的非控股股东更容易成为不同公司股东之间进行信息交流的“桥梁”,占据网络交互的最优路径,具有控制各节点间信息交流的能力,形成信息控制优势。

在治理方面,网络嵌入优势有助于提高非控股股东的监督意愿与监督能力。一方面,网络嵌入优势有助于非控股股东发挥积极主义,提高监督意愿,进而抑制控股股东的机会主义并购行为^[25]。另一方面,非控股股东通过社会网络开展积极沟通,加强信任与互动^[26],进而“抱团”建立行动联盟,对机会主义并购议案进行联合否决^[9,27],提高监督能力。此外,类似于媒体监督的作用机理,非控股股东网络能够将控股股东机会主义并购行为的信息在社会网络内迅速传递、不断发酵,进而通过声誉机制或者监管介入约束控股股东的机会主义并购行为。

据此,本文认为非控股股东网络对企业并购效率具有协同治理效应,提出假设 H1:非控股股东网络中心度越高,企业并购效率越高。

2. 合谋掏空效应假说

非控股股东网络也可能对并购效率产生负面影响。网络嵌入优势可以为掏空提供更低成本 and 更隐蔽的手段,非控股股东可能利用网络

嵌入优势与控股股东合谋,实施以侵占其他股东利益为目的的机会主义并购行为,并凭借信息控制优势进行掩饰。此外,当非控股股东网络中的利益群体对有限资源形成争夺时,可能引发非控股股东之间相互合谋对抗其他利益群体的现象。这不仅会干扰非控股股东原有监督制衡作用的发挥,而且会导致对不利于企业价值提升的并购项目的争夺,即产生治理角色定位不当、参与决策失误等负面影响^[28]。因此,非控股股东网络也可能降低企业并购效率,具体表现为发起更多的劣质并购项目,导致更低的并购绩效。

据此,本文认为非控股股东网络对企业并购效率具有合谋掏空效应,提出假设 H2:非控股股东网络中心度越高,企业并购效率越低。

二、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取 2006—2020 年中国沪深两市 A 股上市公司作为初始研究样本,依次进行如下筛选:剔除金融保险类公司;剔除 ST 类公司;剔除资产负债率大于 1 的公司;借鉴姜付秀等^[18]的做法,剔除第一大股东持股比例低于 10% 的样本;剔除变量缺失样本,共获得 26 060 个样本,以检验非控股股东网络对并购发起的影响。为了检验非控股股东网络对并购效率的影响,本文进一步对研究样本进行如下筛选:保留上市公司并购交易中为“买方”的样本;保留并购成功的样本;保留并购交易金额大于 100 万元人民币的样本;保留上市公司在当年完成的第一次并购样本。最终,获得 7 107 个样本。为了避免极端值的影响,对所有连续变量进行了上下 1% 分位数的缩尾处理。本文使用的并购相关数据来自 Wind 数据库,股东、财务数据及其他数据均源自 CSMAR 数据库。

(二) 变量定义

1. 非控股股东网络

与现有文献一致^[9,23],本文利用社会网络分析法中的中心度分析(centrality analysis),从程度中心度(Degree)和中介中心度(Betweenness)两个

维度对非控股股东网络(Network)进行度量。其中,程度中心度是指非控股股东在网络中所拥有的直接联结关系的数量之和,刻画了非控股股东的活跃程度与核心程度。这个指标取值越高,反映非控股股东在网络中信息与资源渠道越广,获取能力越强^[9]。中介中心度是指非控股股东控制其他股东联系路径的程度,刻画了非控股股东在降低其他所有“个体—个体”间联结距离的重要程度,代表非控股股东个体作为“桥”使其他非控股股东产生联系的能力。中介中心度越高,表明非控股股东对信息传递和异质性资源的把控能力越强。具体计算公式分别为式(1)和式(2)。

$$Degree_i = \frac{\sum_j X_{ji}}{g-1} \quad (1)$$

$$Betweenness_i = \frac{\sum_{j < k} g_{jk(n_i)} / g_{jk}}{(g-1)(g-2)/2} \quad (2)$$

式(1)中, i 为某个非控股股东; j 为当年除 i 以外的其他非控股股东数量; X_{ij} 为网络联结关系,若非控股股东 i 与非控股股东 j 至少同时持有一家上市公司的股份则为 1,否则为 0; g 为上市公司全部非控股股东的总数,由于不同年份数量存在差异,尝试以 $(g-1)$ 消除规模差异。式(2)中, $g_{jk(n_i)}$ 是非控股股东 j 与非控股股东 k 的捷径中有非控股股东 i 的数量,分子表示整个网络的其他所有联结捷径中有非控股股东 i 的程度。在计算出非控股股东个人的网络中心度的基础上,与现有文献一致^[9],分别以同一公司前十大非控股股东程度中心度的平均数和中介中心度的平均数衡量公司整体层面的非控股股东网络程度中心度(NWD)和中介中心度(NWB)。

2. 企业并购效率

与现有文献一致^[1],本文从并购发起(M&A)与并购绩效(Performance)两个方面度量企业并购效率。具体地,本文以上市公司当年是否发生并购(MAdum)和并购频率(MAtimes)衡量并购发起;以长期市场绩效(BHAR)和经营绩效(ΔROA)衡量并购绩效。

主要变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名	变量含义	变量说明
被解释变量	<i>MAdum</i>	是否发生并购	如果上市公司当年发生并购,则取值为 1;否则为 0
	<i>MAtimes</i>	并购频率	上市公司当年发生并购事件的总数
	<i>BHAR</i>	长期市场绩效	公司股票连续持有 12 个月的超额收益率
	ΔROA	经营绩效	并购首次公告日前后一年的总资产收益率的变化量
解释变量	<i>NWD</i>	非控股股东网络程度中心度	详见公式(1)
	<i>NWB</i>	非控股股东网络中介中心度	详见公式(2)
控制变量	<i>Size</i>	公司规模	期末总资产的自然对数
	<i>ROA</i>	资产报酬率	净利润/总资产
	<i>Lev</i>	资产负债率	总负债/总资产
	<i>Growth</i>	成长性	(当年营业收入 - 前一年营业收入)/前一年营业收入
	<i>CFO</i>	经营性现金流	经营活动产生的净现金流/总资产
	<i>Age</i>	企业年龄	公司成立期限(年)的自然对数
	<i>SOE</i>	企业性质	如果实际控制人性质为国有,则取值为 1;否则为 0
	<i>Stock</i>	高管持股	管理层持股数/总股数
	<i>Pay</i>	高管薪酬	高管薪酬总额的自然对数
	<i>InBod</i>	独立董事比例	独立董事人数/董事会总人数
	<i>Deal</i>	相对交易规模	并购交易金额/总资产
	<i>Method</i>	并购支付方式	如果为现金支付,则取值为 1;否则为 0
	<i>MAInd</i>	行业并购数量	上市公司同行业企业并购数量之和
	<i>GDP</i>	GDP 增长率	(当年 GDP - 前一年 GDP)/前一年 GDP
	<i>MP</i>	货币政策	如果货币与准货币增长率大于样本平均值,则取值为 1;否则为 0

(三)研究模型

为检验非控股股东网络对企业并购效率的影响,借鉴逯东等^[1]的研究,本文构建如下模型(3)和模型(4):

$$M\&A = \alpha_0 + \alpha_1 Network + \alpha_2 Size + \alpha_3 ROA + \alpha_4 Lev + \alpha_5 Growth + \alpha_6 CFO + \alpha_7 Age + \alpha_8 SOE + \alpha_9 Stock + \alpha_{10} Pay + \alpha_{11} InBod + \alpha_{12} MAInd + \alpha_{13} GDP + \alpha_{14} MP + \sum Year + \sum IND + \varepsilon \quad (3)$$

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 Network + \beta_2 Size + \beta_3 ROA + \beta_4 Lev + \beta_5 Growth + \beta_6 CFO + \beta_7 Age + \beta_8 SOE + \beta_9 Stock + \beta_{10} Pay + \beta_{11} InBod + \beta_{12} Deal + \beta_{13} Method + \beta_{14} MAInd + \beta_{15} GDP + \beta_{16} MP + \sum Year + \sum IND + \varepsilon \quad (4)$$

如果协同治理效应假说 H1 成立,则预期 α_1 显著为负, β_1 显著为正;如果合谋掏空效应假说 H2 成立,则预期 α_1 显著为正, β_1 显著为负。此外,为了缓解反向因果等内生性问题,模型(3)和模型(4)中的所有自变量均滞后一期。

三、实证结果与分析

(一)描述性统计与分析

表 2 报告了相关变量的描述性统计结果。结果显示,是否发生并购 *MAdum* 的均值为 0.273,表明约 27.3% 的样本观测值发生了并购。并购频率

MAtimes 的均值和标准差分别为 0.410 和 0.839,最大值和最小值为 0 和 15,表明不同样本企业间的并购频率有较大差异。进一步,对于发起并购的企业,其并购市场绩效 *BHAR* 和经营绩效 ΔROA 的均值分别为 -0.006 和 -0.007,表明企业的并购活动在事后 1 年普遍并未达到提高绩效的预期,在一定程度上证实了我国上市公司并购活动“事倍功半”这一观点。另外,非控股股东网络程度中心度 *NWD* 和中介中心度 *NWB* 的均值分别为 0.011 和 0.015,中位数分别为 0.003 和 0.002,标准差分别为 0.017 和 0.028,且最小值均为 0,最大值分别为 0.071 和 0.113,说明非控股股东网络的程度中心度和中介中心度在不同上市公司间存在较大差异。

(二)主回归分析

表 3 报告了非控股股东网络与企业并购效率的回归结果。由列(1)和列(2)可知,非控股股东网络的程度中心度 *NWD* 和中介中心度 *NWB* 与企业是否发生并购 *MAdum* 均在 1% 统计水平下显著为负,即非控股股东网络中心度越高,并购发生的可能性越低。由列(3)和列(4)可知,*NWD* 和 *NWB* 与并购频率 *MAtimes* 均在 1% 统计水平下显著为负,即非控股股东网络中心度越高,并购频率越低。

表 2 描述性统计表

变量	样本数	均值	标准差	最小值	25 分位数	中位数	75 分位数	最大值
<i>MA</i> dum	26 060	0.273	0.445	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>MA</i> times	26 060	0.410	0.839	0.000	0.000	0.000	1.000	15.000
<i>BHAR</i>	7 107	-0.006	0.468	-0.796	-0.278	-0.094	0.135	2.122
ΔROA	6 246	-0.007	0.064	-0.285	-0.027	-0.004	0.014	0.251
<i>NWD</i>	26 060	0.011	0.017	0.000	0.001	0.003	0.009	0.071
<i>NWB</i>	26 060	0.015	0.028	0.000	0.000	0.002	0.008	0.113
<i>Size</i>	26 060	21.959	1.311	19.335	21.010	21.787	22.702	25.994
<i>ROA</i>	26 060	0.042	0.056	-0.203	0.016	0.039	0.069	0.206
<i>Lev</i>	26 060	0.441	0.214	0.048	0.271	0.437	0.601	0.981
<i>Growth</i>	26 060	0.723	1.862	-0.542	0.007	0.147	0.360	6.891
<i>CFO</i>	26 060	0.048	0.073	-0.174	0.007	0.047	0.090	0.257
<i>Age</i>	26 060	3.163	0.224	1.946	3.045	3.178	3.367	4.007
<i>SOE</i>	26 060	0.454	0.498	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>Stock</i>	26 060	0.056	0.126	0.000	0.000	0.000	0.025	0.609
<i>Pay</i>	26 060	14.211	0.776	12.160	13.738	14.225	14.691	16.232
<i>InBod</i>	26 060	0.370	0.052	0.300	0.333	0.333	0.400	0.571
<i>Deal</i>	7 107	0.129	0.320	0.001	0.011	0.032	0.101	2.391
<i>Method</i>	7 107	0.118	0.323	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>MA</i> Ind	26 060	168.600	191.800	0.000	28.000	82.000	244.000	644.000
<i>GDP</i>	26 060	0.112	0.061	-0.250	0.079	0.104	0.146	0.323
<i>MP</i>	26 060	0.099	0.298	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000

表 3 非控股股东网络与企业并购效率

序号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变量	<i>MA</i> dum	<i>MA</i> dum	<i>MA</i> times	<i>MA</i> times	<i>BHAR</i>	<i>BHAR</i>	ΔROA	ΔROA
<i>NWD</i>	-9.989 *** (-8.70)	—	-3.423 *** (-6.23)	—	1.166 *** (3.15)	—	0.219 *** (3.59)	—
<i>NWB</i>	—	-5.663 *** (-8.42)	—	-1.997 *** (-6.14)	—	0.641 *** (3.03)	—	0.104 *** (2.98)
<i>Size</i>	0.040 ** (2.01)	0.033 * (1.65)	0.015 ** (2.25)	0.013 * (1.90)	-0.047 *** (-6.77)	-0.047 *** (-6.72)	-0.002 ** (-2.13)	-0.002 * (-1.88)
<i>ROA</i>	1.229 *** (3.54)	1.164 *** (3.35)	0.522 *** (4.68)	0.501 *** (4.50)	-0.166 (-1.21)	-0.159 (-1.16)	-0.702 *** (-28.67)	-0.700 *** (-28.59)
<i>Lev</i>	-0.195 * (-1.86)	-0.192 * (-1.83)	-0.009 (-0.25)	-0.008 (-0.23)	0.160 *** (3.48)	0.160 *** (3.47)	-0.015 *** (-2.73)	-0.015 *** (-2.77)
<i>Growth</i>	0.033 *** (4.31)	0.033 *** (4.31)	0.018 *** (4.99)	0.018 *** (4.98)	-0.001 (-0.26)	-0.001 (-0.26)	0.001 (1.36)	0.001 (1.29)
<i>CFO</i>	-0.351 (-1.48)	-0.366 (-1.54)	-0.203 ** (-2.31)	-0.207 ** (-2.36)	0.164 * (1.86)	0.166 * (1.88)	0.100 *** (7.86)	0.100 *** (7.88)
<i>Age</i>	-0.461 *** (-5.11)	-0.464 *** (-5.14)	-0.163 *** (-4.37)	-0.165 *** (-4.41)	-0.049 * (-1.75)	-0.048 * (-1.73)	0.002 (0.62)	0.002 (0.62)
<i>SOE</i>	-0.424 *** (-9.75)	-0.426 *** (-9.79)	-0.146 *** (-9.51)	-0.147 *** (-9.53)	-0.025 * (-1.72)	-0.025 * (-1.71)	-0.002 (-1.37)	-0.002 (-1.33)
<i>Stock</i>	0.594 *** (3.86)	0.593 *** (3.85)	0.330 *** (4.42)	0.329 *** (4.41)	0.102 * (1.79)	0.102 * (1.79)	0.008 (1.26)	0.008 (1.24)
<i>Pay</i>	0.120 *** (4.10)	0.120 *** (4.08)	0.043 *** (3.74)	0.042 *** (3.71)	0.020 * (1.91)	0.020 * (1.92)	0.006 *** (4.01)	0.006 *** (4.04)
<i>InBod</i>	0.610 * (1.89)	0.602 * (1.86)	0.085 (0.70)	0.083 (0.68)	0.061 (0.54)	0.061 (0.55)	-0.050 *** (-3.57)	-0.050 *** (-3.57)
<i>Deal</i>	—	—	—	—	0.164 *** (5.42)	0.164 *** (5.43)	0.012 *** (3.85)	0.012 *** (3.85)
<i>Method</i>	—	—	—	—	0.075 *** (3.22)	0.075 *** (3.21)	0.002 (1.01)	0.002 (0.99)
<i>MA</i> Ind	0.001 *** (7.89)	0.001 *** (7.94)	0.001 *** (5.72)	0.001 *** (5.76)	-0.001 *** (-3.35)	-0.001 *** (-3.36)	-0.001 (-1.01)	-0.001 (-1.02)
<i>GDP</i>	0.241 (0.67)	0.232 (0.64)	0.244 ** (2.10)	0.241 ** (2.07)	-0.052 (-0.49)	-0.051 (-0.48)	-0.034 (-1.35)	-0.034 (-1.35)
<i>MP</i>	0.231 ** (2.14)	0.233 ** (2.16)	0.040 * (1.67)	0.040 * (1.69)	0.027 (0.78)	0.027 (0.79)	-0.013 *** (-2.60)	-0.014 *** (-2.63)
Constant	-2.386 *** (-4.14)	-2.222 *** (-3.88)	-0.046 (-0.20)	0.004 (0.02)	0.871 *** (4.39)	0.851 *** (4.32)	0.013 (0.49)	0.008 (0.32)
年度行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	26 060	26 060	26 060	26 060	7 107	7 107	6 246	6 246
<i>Pseudo</i> /adj. <i>R</i> ²	0.043	0.043	0.060	0.060	0.121	0.121	0.308	0.307

注：括号内为 *z* 值或 *t* 值；***、**、* 分别表示 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.10$ 时有统计学意义；回归系数的标准误差经过 Cluster 调整。

由列(5)和列(6)可知,*NWD*和*NWB*与长期市场绩效*BHAR*均在1%统计水平下显著正相关,即非控股股东网络中心度越高,企业并购后的长期市场绩效越好。由列(7)和列(8)可知,*NWD*和*NWB*与经营绩效 ΔROA 均在1%统计水平下显著正相关,即非控股股东网络中心度越高,企业并购后的经营绩效越好。总体上,回归结果表明非控股股东网络有助于减少机会主义并购行为,增强企业并购能力,呈现出“事半功倍”的高效率特征,即产生了协同治理效应,假设H1得到了验证。

(三)内生性检验

本文利用券商合并这一准自然实验^[29],通过双重差分倾向得分匹配法(PSM-DID)缓解可能存在的内生性问题。券商合并的动因更多源于券商内部或行业因素,与上市公司及其股东无关,是一个较为理想的外部冲击。当两家券商合并后,其所持有上市公司的股权及关联关系会发生变化,即改变了非控股股东网络,但不会影响企业并购效率。本文通过对2006—2020年的券商合并事件进行手工收集,将前十大非控股股东中涉及券商合并的上市公司作为处理组,其他未受到券商合并影响的公司作为控制组。随后,使用倾向得分匹配法为处理组样本公司进行1:1匹配,选择可能影响非控股股东网络与企业并购效率的企业特征、公司治理等变量作为匹配变量^①。最后,在倾向得分匹配的基础上构建如下双重差分模型:

$$M\&A = \alpha_0 + \alpha_1 Treat + \alpha_2 Treat \times Post + \sum Controls + \sum Year + \sum IND + \varepsilon \quad (5)$$

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 Treat + \beta_2 Treat \times Post + \sum Controls + \sum Year + \sum IND + \varepsilon \quad (6)$$

在模型(5)和模型(6)中,*Treat*为处理变量,上市公司的前十大非控股股东中存在发生合并的券商时,取值为1,否则为0;*Post*为时间变量,券商合并后取值为1,否则为0。由于模型已经控制时间固定效应,为避免多重共线性问题,模型中不再加入*Post*。交乘项*Treat*×*Post*的系数表示非控股股东网络对企业并购效率的净影响。表4回归结果显示,随着券商合并,非控股股东网络中心度上

升,公司的并购发起显著减少但并购绩效显著提升,支持了上述研究结论。

表4 PSM-DID回归结果

序号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	<i>NWD</i>	<i>NWB</i>	<i>MAdum</i>	<i>MAtimes</i>	<i>BHAR</i>	ΔROA
<i>Treat</i>	-0.001 (-0.33)	-0.001 (-0.31)	0.017 (0.38)	-0.003 (-0.23)	-0.021 (-1.34)	-0.003* (-1.75)
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.002** (2.17)	0.004** (2.05)	-0.276*** (-2.69)	-0.070** (-2.04)	0.119*** (3.38)	0.021*** (4.64)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	17 176	17 176	17 176	17 176	4 083	3 751
Pseudo/adj. <i>R</i> ²	0.352	0.333	0.032	0.041	0.117	0.354

(四)其他稳健性测试

为了提高实证结果的可靠性,本文进行以下稳健性测试:第一,改变非控股股东网络度量方式。计算程度中心度、中介中心度、接近中心度和特征向量中心度,对每个指标的中位数分别按年度排序并分为十组,分别赋值为0~9;随后对赋值后的四个指标进行加权平均,计算出非控股股东网络指标,重新进行回归。第二,改变并购绩效度量周期。将长期市场绩效调整为并购后24个月和36个月,将经营绩效调整为并购前后2年的变化值,重新进行回归。第三,重新筛选关键变量样本。持股比例大于5%的非控股股东具有特殊性^[27],他们可以通过策略性投票、协商谈判、委派董事会成员、更换管理层等方式发挥治理作用。这意味着当某一非控股股东持股比例大于5%时,我们无法判断并购效率的提高究竟是由于其持股比例所产生的治理效应还是非控股股东网络产生的协同治理效应所致。因此,本文删除单个股东持股比例超过5%的样本,重新构建非控股股东网络中心度指标并进行回归。第四,控制极端事件年度的影响。考虑到在金融危机、股票市场异动等极端事件的影响下,企业可能因为规避市场风险选择谨慎的投资决策,减少了并购交易;同时,在事件发生后伴随着经济复苏获得了较好的市场或经营绩效,从而导致并购效率提升的假象。本文剔除极端年份(2008年、2009年和2015年)后重新进行回归。稳健性测试结果均支持了前文研究结论。

① PSM方法已通过平衡性检验,各变量的标准偏差的绝对值均小于2.7%,且总体组间均值差异均小于0.8%、中位数差异小于0.6%。

四、进一步研究

(一)考虑股东分类的影响

1. 控股股东网络与非控股股东网络的比较分析

刘健等^[22]研究发现,股东网络能够传递并购经验,从而提升企业并购绩效。但实际上,股东网络可以分为控股股东网络与非控股股东网络,二者均可以通过股权关联形成的社会网络获得网络嵌入优势从而影响公司决策。然而,在我国高度集中的股权结构下,控股股东可能凭借信息和控制权优势侵占非控股股东利益。那么,控股股东是否会利用网络嵌入优势进一步降低掏空成本,

实施更多的机会主义并购?还是和非控股股东网络一样促进并购效率提升?为了对比控股股东网络与非控股股东网络对企业并购效率的影响差异,本文分别在模型(3)和模型(4)中加入控股股东网络程度中心度 *NWD_CS* 和中介中心度 *NWB_CS*,并重新进行回归。结果如表5所示,控股股东网络显著提升了企业并购发生概率和并购频率,但并未提高长期市场绩效和经营绩效。这与非控股股东网络显著降低并购发起和提升并购绩效的“事半功倍”表现不同,说明在股东网络中,非控股股东是促进企业并效率提升的主要贡献者。

表5 控股股东网络与非控股股东网络的比较分析结果

序号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变量	<i>MAdum</i>	<i>MAdum</i>	<i>MAtimes</i>	<i>MAtimes</i>	<i>BHAR</i>	<i>BHAR</i>	ΔROA	ΔROA
<i>NWD</i>	-9.979 *** (-8.69)	—	-3.421 *** (-6.23)	—	1.166 *** (3.15)	—	0.222 *** (3.62)	—
<i>NWD_CS</i>	53.556 * (1.75)	—	27.701 ** (2.23)	—	9.680 (0.92)	—	0.727 (0.70)	—
<i>NWB</i>	—	-5.648 *** (-8.40)	—	-1.991 *** (-6.12)	—	0.642 *** (3.04)	—	0.105 *** (3.02)
<i>NWB_CS</i>	—	69.273 ** (2.23)	—	37.989 *** (3.05)	—	-5.534 (-0.57)	—	0.814 (0.64)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	26 060	26 060	26 060	26 060	7 107	7 107	6 246	6 246
<i>Pseudo/adj. R²</i>	0.043	0.043	0.060	0.060	0.121	0.121	0.314	0.313

2. 区分股东类型

由于不同类型股东在投资目的、风险偏好、公司决策参与程度等方面存在差异,因此有必要区分股东类别考察非控股股东网络对于并购效率的影响。借鉴汪平等^[30]的做法,根据所有权行使主体将前十大非控股股东进一步划分为4类:国有股东(*SOC*)、个人投资者(*II*)、非公有制法人股东(*GC*)和机构投资者。与此同时,考虑到不同类型机构投资者对公司监督与参与决策存在差异,将证券投资基金、社保基金、QFII等投资者归为压力抵制型机构投资者(*IINS*),这类投资者仅与上市公司存在投资关系,具有较为科学的投资理念和价值投资偏好,并且有着更为充足的动力实行监督职能。与之相对地,将银行、保险公司、信托公司、财务公司划分为压力敏感型机构投资者(*SINS*),他们往往与上市公司存在业务依赖关系,

通常仅持有中立甚至完全支持决策者的态度。基于此,本文根据不同股东类型分别构建企业层面的非控股股东网络程度中心度和中介中心度变量,并重新对模型(3)和模型(4)进行回归。结果如表6所示,在列(1)至列(4)中,个人投资者网络中心度(*NWD_II*和*NWB_II*)、压力抵制型机构投资者网络中心度(*NWD_IINS*和*NWB_IINS*)、压力敏感型机构投资者网络中心度(*NWD_SINS*和*NWB_SINS*)的回归系数均显著为负。在列(5)—列(8)中,仅有个人投资者网络中心度和压力抵制型机构投资者网络中心度的回归系数显著为正。这说明,非控股股东网络对于企业并购效率的促进作用主要源自个人投资者和压力抵制型机构投资者,这可能是由于前十大非控股股东中的个人投资者往往具有专业投资能力、丰富投资经验和积极行使监督职能的意愿,因此对并购效率具有

促进作用;相似地,由于与上市公司不存在其他业务依赖关系,压力抵制型机构投资者更加注重所投资产业与自身产业之间的协同聚合效应,并且

有着更为充足的动力实行监督,能够在加强并购能力的同时更为有效地抑制机会主义并购行为,从而提高并购效率。

表 6 区分股东类型的检验结果

序号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变量	<i>MAdum</i>	<i>MAdum</i>	<i>MAtimes</i>	<i>MAtimes</i>	<i>BHAR</i>	<i>BHAR</i>	ΔROA	ΔROA
<i>NWD_SOC</i>	0.080 (0.24)	—	-0.083 (-0.48)	—	-0.036 (-0.32)	—	0.010 (0.63)	—
<i>NWD_II</i>	-2.006 *** (-5.40)	—	-0.604 *** (-4.93)	—	0.242 * (1.76)	—	0.043 ** (2.50)	—
<i>NWD_GC</i>	-1.652 (-0.41)	—	1.330 (1.05)	—	1.747 (0.77)	—	-0.242 (-0.91)	—
<i>NWD_IINS</i>	-3.905 *** (-3.05)	—	-1.725 *** (-3.18)	—	1.048 *** (3.07)	—	0.410 *** (5.64)	—
<i>NWD_SINS</i>	-1.266 *** (-4.55)	—	-0.277 * (-1.87)	—	0.091 (0.95)	—	-0.002 (-0.13)	—
<i>NWB_SOC</i>	—	0.118 (0.67)	—	-0.018 (-0.18)	—	-0.047 (-0.79)	—	0.006 (0.68)
<i>NWB_II</i>	—	-1.534 *** (-2.63)	—	-0.517 *** (-2.67)	—	0.558 ** (2.37)	—	0.080 ** (2.46)
<i>NWB_GC</i>	—	-0.335 (-0.11)	—	1.282 (1.32)	—	1.886 (1.00)	—	-0.088 (-0.40)
<i>NWB_IINS</i>	—	-2.849 *** (-3.39)	—	-1.107 *** (-3.18)	—	0.778 *** (3.51)	—	0.220 *** (4.36)
<i>NWB_SINS</i>	—	-0.728 *** (-4.75)	—	-0.170 * (-1.95)	—	0.080 (1.53)	—	0.000 (0.06)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	26 060	26 060	26 060	26 060	7 107	7 107	6 246	6 246
<i>Pseudo/adj. R²</i>	0.041	0.040	0.057	0.056	0.120	0.120	0.316	0.314

(二)非控股股东网络影响企业并购绩效的作用路径分析

网络嵌入优势使非控股股东可以更有效地发挥治理作用,成为企业经营决策的积极监督者^[21]。非控股股东可以利用社会网络提供的信息优势和治理优势对控股股东的机会主义行为实施有效监督和约束,进而提升并购绩效。为了验证这一作用路径,本文以控股股东掏空行为为中介变量,采用中介效应模型检验非控股股东网络是否通过降低控股股东代理成本而影响到了企业并购绩效。具体地,中介效应的检验模型如下所示:

$$Tunnel = \beta_0 + \beta_1 Network + \sum Controls + \sum Year +$$

$$\sum IND + \varepsilon \quad (7)$$

$$Performance = \gamma_0 + \gamma_1 Network + \gamma_2 Tunnel + \sum Controls + \sum Year + \sum IND + \varepsilon \quad (8)$$

在模型(7)和模型(8)中,*Tunnel*为控股股东掏空行为,参考姜付秀等^[18]的做法,以剔除噪音交易后的关联交易与总资产的比值作为控股股东掏空行为的代理变量。结果如表7所示,在奇数列中,*NWD*和*NWB*的系数 β_1 均显著为负,在偶数列中,*Tunnel*的系数 γ_2 均显著为负,*NWD*和*NWB*的系数 γ_1 显著为正。实证结果表明,控股股东掏空行为在非控股股东网络影响企业并购绩效的作用路径中发挥了部分中介作用。

表 7 非控股股东网络影响企业并购绩效的作用路径

序号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变量	<i>Tunnel</i>	<i>BHAR</i>	<i>Tunnel</i>	<i>BHAR</i>	<i>Tunnel</i>	ΔROA	<i>Tunnel</i>	ΔROA
<i>Tunnel</i>	—	-0.044 ** (-2.15)	—	-0.044 ** (-2.15)	—	-0.009 ** (-2.18)	—	-0.009 ** (-2.19)
<i>NWD</i>	-0.663 ** (-2.52)	1.145 *** (3.11)	—	—	-0.663 ** (-2.52)	0.216 *** (3.54)	—	—
<i>NWB</i>	—	—	-0.414 *** (-2.76)	0.628 *** (2.99)	—	—	-0.414 *** (-2.76)	0.101 *** (2.92)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	7 107	7 107	7 107	7 107	7 107	6 246	7 107	6 246
<i>Pseudo/adj. R²</i>	0.083	0.122	0.084	0.122	0.083	0.315	0.084	0.314

(三)非控股股东网络影响企业并购能力的作用机理分析

非控股股东网络对并购效率的积极影响主要表现为“事半功倍”。其中,“事半”源于对并购源头的控制,“功倍”源于对并购整合过程的控制。

1. 并购源头控制:提高并购标的选择能力

并购是以企业价值创造为出发点的战略决策,其应该与企业的产业链、关键资源或发展目标等实现最大程度统一或互补。但在实际中,企业往往会向不相关行业发起并购。虽然不排除这是企业转型升级的尝试,但在绝大多数情况下可能是并购决策者的盲目冲动或者自利行为,必然损害企业价值和投资者利益。此外,并购活动也可能是上市公司与控股股东集团之间的“自我交易”,无论并购标的优质与否,这类交易本质上都只是服务于特定利益主体的机会主义行为^[1,3],并不利于提高企业价值。借鉴已有文献[1]和文献[3],本文选择企业无关多元化并购和关联并购作为并购标的选择能力的代理变量,以此检验非控股股东网络对并购标的选择能力的影响。对于无关多元化并购(*URD*),若并购为同行业的横向并购和上下游的纵向并购则视为相关并购,赋值为0;若不符合上述条件,则为无关多元化并购,赋值为1。对于关联并购(*RMA*),若企业并购是发生在上市公司与控股股东集团之间,赋值为1,否则为

0。回归结果如表8列(1)至列(4)所示,非控股股东网络中心度越高,企业无关多元化并购与关联并购发生的次数越少。这表明非控股股东网络能够提高并购标的选择能力,可以在并购源头上为提高并购效率提供保障。

2. 并购整合过程控制:提升并购整合能力

并购整合过程控制关乎到企业能否最大程度地创造协同价值。但是,近年来我国资本市场中的并购整合却接连出现问题。比如,巨额的商誉减值不但损减企业并购绩效,更增加了企业的破产风险。如果并购标的的经营业绩未达到预期,主并企业就需要计提商誉减值准备。这意味着并购标的未能得到很好地整合,主并企业的并购整合能力有限^[1]。此外,若并购整合后的破产风险较整合前没有提高,这表明主并企业较好地控制了并购整合过程,体现为较高的并购整合能力。基于此,本文以企业并购后两年内是否计提商誉减值(*IMP*)以及破产风险的变化情况(ΔZ)作为并购整合能力的代理变量,以此检验非控股股东网络对并购整合能力的影响。回归结果如表8列(5)至列(8)所示,非控股股东网络中心度越高,企业在并购后两年内计提商誉减值的可能性越小,并购后的破产风险也越低。这表明非控股股东网络提高了企业并购整合能力,可以在并购整合过程中为提高并购效率提供保障。

表8 非控股股东网络影响企业并购能力的作用机理

序号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变量	<i>URD</i>	<i>URD</i>	<i>RMA</i>	<i>RMA</i>	<i>IMP</i>	<i>IMP</i>	ΔZ	ΔZ
<i>NWD</i>	-6.456 ** (-2.25)	—	-4.887 ** (-2.02)	—	-4.946 ** (-2.20)	—	9.748 ** (2.25)	—
<i>NWB</i>	—	-3.322 * (-1.92)	—	-2.291 (-1.61)	—	-2.376 * (-1.83)	—	6.396 ** (2.57)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	7 106	7 106	7 106	7 106	6 947	6 947	6 977	6 977
<i>PseudoR</i> ²	0.128	0.127	0.064	0.064	0.099	0.098	0.229	0.229

(四)异质性分析

1. 法律制度环境的影响

良好的法律制度环境不仅能够对控股股东的机会主义并购行为进行有效监督乃至惩罚^[18],而且能够提高企业并购能力。具体而言,良好的法律制度环境有助于企业在并购事前进行业务合法

合规性和涉诉情况调查,在并购事中获得专业的法律意见,在并购事后保证整合流程符合相应法律法规,从而优化并购效率。然而,我国各地区的法律制度环境存在较大差异,这可能导致非控股股东网络的治理效应存在差异。本文认为,相较于法律制度环境水平较高的地区,在法律制度环境水平较低

的地区,非控股股东网络的作用更为明显。本文选择市场化指数中的市场中介组织发育和法律制度环境水平作为法律制度环境的代理变量,重新对模型

(4)进行分组回归,结果如表 9 所示,当主并企业所处地区的法律制度环境较差时,非控股股东网络对企业并购绩效的促进作用更为明显。

表 9 基于法律制度环境的异质性分析

类别	法律制度环境较差				法律制度环境较好			
序号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变量	<i>BHAR</i>	ΔROA	<i>BHAR</i>	ΔROA	<i>BHAR</i>	ΔROA	<i>BHAR</i>	ΔROA
<i>NWD</i>	1.383 *** (2.70)	0.266 *** (3.53)	—	—	0.880 (1.65)	0.053 (0.50)	—	—
<i>NWB</i>	—	—	0.741 ** (2.54)	0.132 *** (3.05)	—	—	0.535 * (1.74)	0.073 (1.24)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	3 963	3 499	3 963	3 499	3 144	2 747	3 144	2 747
adj. <i>R</i> ²	0.127	0.318	0.127	0.318	0.119	0.075	0.120	0.308

2. 企业股权结构的影响

公司不同形式的股权结构会诱发不同形式的代理问题。高度集中的股权结构是诱发第二类代理问题的主要原因,尤其是当两权高度分离时,第二类代理问题尤为严重。在并购交易中,控股股东两权分离度越高,其通过关联并购或无关多元

化并购侵占其他股东利益的可能性就越高,进而导致并购绩效越低。因此,本文以两权分离度作为企业股权结构的代理变量,重新对模型(4)进行分组回归,结果如表 10 所示,在两权分离度较高的样本组中,非控股股东网络对企业并购绩效的促进作用更为明显。

表 10 基于企业股权结构的异质性分析

类别	两权分离度高				两权分离度低			
序号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变量	<i>BHAR</i>	ΔROA	<i>BHAR</i>	ΔROA	<i>BHAR</i>	ΔROA	<i>BHAR</i>	ΔROA
<i>NWD</i>	1.340 *** (2.58)	0.310 *** (3.43)	—	—	0.842 (1.64)	0.115 (1.44)	—	—
<i>NWB</i>	—	—	0.743 ** (2.47)	0.148 *** (2.83)	—	—	0.446 (1.55)	0.051 (1.14)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	3 328	2 914	3 328	2 914	3 772	3 325	3 772	3 325
adj. <i>R</i> ²	0.123	0.296	0.122	0.295	0.127	0.330	0.127	0.330

五、研究结论与对策建议

研究发现,非控股股东网络中心度越高,企业并购发起的可能性越低,但并购绩效越高,表明非控股股东网络提高了企业并购效率,产生了协同治理效应。进一步研究发现,考虑控股股东网络的影响后,提高企业并购效率的是非控股股东网络,而不是控股股东网络;在区分股东类型后,提高企业并购绩效的主要是压力抵制型机构投资者网络和个人投资者网络;非控股股东网络提高了并购标的选择能力和并购整合能力,并通过抑制控股股东的机会主义行为提高了企业并购绩效;当法律制度环境较差、两权分离度较高时,协同治理效应更为显著。基于上述结论,本文提出以下

对策建议。

第一,深化改革投资者保护机制,推动多元化协同治理。非控股股东网络是抑制控股股东机会主义行为的一种重要途径,其能否有效发挥治理作用、优化企业决策效率对于我国上市公司高质量发展具有重要意义。监管部门应在关注个体股东与股权结构层面的基础上,重视非控股股东的网络关系及其治理作用,结合网络特征建立健全股东诉讼制度和提供参与治理的途径,使正式制度环境与非控股股东网络形成互补,并逐步明确与落实全社会各方主体的监管责任,建立全覆盖、全过程、全方位的多元化治理方式^[31],进一步出台相关政策,推动非控股股东与企业内外部关键治

理主体合作,构建多元化协同治理体系。

第二,完善股东股权关联信息的披露制度,加强对网络嵌入潜在负效应的监管。基于股权关联关系所构建的股东社会网络,在为企业带来丰厚的资源、知识和经验的同时,也可能为私利行为提供一个边际成本更小的平台。因此,一方面,监管部门应对股东的投资比例、关联类型、资源运用等情况做出详细规定,进一步完善股权关联关系下股东的资信、背景等信息的披露机制,提高信息透明度,以便信息使用者更快捷地了解相关信息。另一方面,监管部门应进一步加强对股东通过网络嵌入优势实施合谋掏空的监管。有针对性地开展事前警示教育,将具有高密度股东网络的上市公司作为重点关注对象,并加强对通过网络嵌入优势实施机会主义行为的处罚力度。

第三,开展投资者关系管理,完善非控股股东网络建设。上市公司尤其是具有并购意向的公司,应充分理解社会网络下投资者关系管理的重要性,要鼓励公司股东以多种形式参与其他公司,或者吸引有“关系”的股东加入,加强与其他公司的非正式互动,构建一张高密度网络,形成信息与治理等优势,进而提高并购等重要决策的科学性^[23]。此外,上市公司对并购标的公司的价值评估,除了关注其发展潜力、盈利情况等显性指标外,还应重视其完成并购后可能从标的公司原有股东以及管理团队的社会网络中获得的潜在资源。

第四,深刻理解与持续完善非控股股东网络的积极作用。非控股股东以往在发挥治理作用时,通常采取“监督(用手投票)→威胁(用嘴威胁)→退出(用脚投票)”的方式,当监督与威胁未能发挥作用时,将被迫采取“用脚投票”的方式惩罚控股股东的私利行为。社会网络为非控股股东发挥监督作用、维护自身利益提供了补充途径,特别是在正式制度尚未完善的环境中,网络的替代效应尤其重要。因此,非控股股东需要深刻理解网络嵌入优势,明确协同合作是网络嵌入结构中频繁交互个体间的最佳策略。此外,非控股股东更应该致力于探索利用网络优势帮助企业建立竞争优势的长效机制,通过更加市场化的途径,如推

动并购整合、创新发展、治理模式改进等方式,帮助企业实现高质量发展。

参考文献:

- [1] 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, 35(6): 119-141.
- [2] CAI Y, SEVILIR M. Board connections and M&A transactions [J]. Journal of financial economics, 2012, 103(2): 327-349.
- [3] 李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持与并购重组: 来自我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005(1): 95-105.
- [4] 唐清泉, 韩宏稳. 关联并购与公司价值: 会计稳健性的治理作用[J]. 南开管理评论, 2018, 21(3): 23-34.
- [5] 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.
- [6] 万良勇, 郑小玲. 董事网络的结构洞特征与公司并购[J]. 会计研究, 2014(5): 67-72, 95.
- [7] 江涛, 陈富永, 汤思禹. 基于“关系型”社会情境的董事网络对并购绩效影响研究[J]. 中国软科学, 2019(11): 183-192.
- [8] 潘越, 汤旭东, 宁博, 等. 连锁股东与企业投资效率: 治理协同还是竞争合谋[J]. 中国工业经济, 2020(2): 136-164.
- [9] 马连福, 杜博. 股东网络对控股股东私利行为的影响研究[J]. 管理学报, 2019, 16(5): 665-675, 764.
- [10] 谢德仁, 陈运森. 董事网络: 定义、特征和计量[J]. 会计研究, 2012(3): 44-51, 95.
- [11] 蔡媛青, 王文娟, 欧阳雁玲. 社会网络对中国公共部门知识共享的影响机制: 基于混合方法的研究[J]. 中国软科学, 2022(4): 55-66.
- [12] CHENG M, LIN B, LU R, et al. Non-controlling large shareholders in emerging markets: evidence from China [J]. Journal of corporate finance, 2020(63): 101259.
- [13] GE W, OUYANG C, SHI Z, et al. Can a not-for-profit minority institutional shareholder make a big difference in corporate governance? a quasi-natural experiment [J]. Journal of corporate finance, 2022(72): 102125.
- [14] 李姝, 翟士运, 古朴. 非控股股东参与决策的积极性和企业技术创新[J]. 中国工业经济, 2018(7): 155-173.
- [15] 祝继高, 李天时, YANG TIANXIA. 董事会中的不同声音: 非控股股东董事的监督动机与监督效果[J]. 经济研究, 2021, 56(5): 180-198.
- [16] 何瑛, 郭家荣, 陈文晖. 混改情境中非控股股东参与

治理如何影响企业风险承担? [J]. 上海财经大学学报, 2022, 24(2): 78-93.

[17] 黄泽悦, 罗进辉, 李向昕. 中小股东“人多势众”的治理效应: 基于年度股东大会出席人数的考察[J]. 管理世界, 2022, 38(4): 159-185.

[18] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗? [J]. 管理世界, 2015(5): 147-159.

[19] 陈克兢, 康艳玲, 万清清, 等. 外部大股东能促进企业创新吗: 基于退出威胁视角的实证分析[J]. 南开管理评论, 2021, 24(3): 202-214.

[20] LI F, JIANG Y. Institutional investor networks and crash risk: evidence from China [J]. Finance research letters, 2022 (47): 102627.

[21] 田昆儒, 游竹君. 同路合谋还是同舟共济: 非控股股东网络权力与股价崩盘风险[J]. 当代财经, 2021(6): 138-148.

[22] 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, 19(3): 4-17.

[23] 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.

[24] 吕长江, 韩慧博. 业绩补偿承诺、协同效应与并购收益分配[J]. 审计与经济研究, 2014, 29(6): 3-13.

[25] BROOKS C, CHEN Z, ZENG Y. Institutional cross-ownership and corporate strategy: the case of mergers and acquisitions [J]. Journal of corporate finance, 2018 (48): 187-216.

[26] 吴炯, 王飞飞. 社会嵌入背景下家族企业接班人与高管团队的关系协调: 基于跨代创业的案例分析[J]. 南开管理评论, 2022, 25(1): 39-51.

[27] 刘新争, 高闯. 机构投资者抱团能抑制控股股东私利行为吗?: 基于社会网络视角的分析[J]. 南开管理评论, 2021(4): 1-26.

[28] 郑国坚, 蔡贵龙, 卢昕. “深康佳”中小股东维权: “庶民的胜利”抑或“百日维新”: 一个中小股东参与治理的分析框架[J]. 管理世界, 2016(12): 145-158, 188.

[29] 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.

[30] 汪平, 邹颖, 兰京. 异质股东的资本成本差异研究: 兼论混合所有制改革的财务基础[J]. 中国工业经济, 2015(9): 129-144.

[31] 张明喜. 建立健全多元化科技投入体系[J]. 中国科技论坛, 2020(9): 7-9.

(本文责编: 辛 城)

(上接第 177 页)

[18] 徐伟呈, 周田, 郑雪梅. 数字经济如何赋能产业结构优化升级: 基于 ICT 对三大产业全要素生产率贡献的视角[J]. 中国软科学, 2022(9): 27-38.

[19] 张欣, 董竹. 数字化转型与企业技术创新: 机制识别、保障条件分析与异质性检验[J]. 经济评论, 2023(1): 3-18.

[20] 杨善林, 范先群, 丁帅, 等. 医联网与智慧医疗健康管理[J]. 管理科学, 2021, 34(6): 71-75.

[21] DESTOR F, BAROLO M. A review on the modernization of pharmaceutical development and manufacturing-Trends, perspectives, and the role of mathematical modeling [J]. International journal of pharmaceutics, 2022, 620(25).

[22] PRAJWAL A T, MUDDUKRISHNA B S, VASANTHARAJU S G. Pharma 4.0-impact of the internet of things on health care [J]. International journal of applied pharmaceutics, 2020, 12(5): 64-69.

[23] CASAS-OROZCO D, LAKY D, WANG V, et al. PharmaPy: An object-oriented tool for the development of hybrid pharmaceutical flowsheets[J]. Computers & chemical

engineering, 2021(153): 107408.

[24] 刘志成, 臧跃茹. 构建现代市场监管体系: 现实基础、改革方向与推进思路[J]. 宏观经济研究, 2021(8): 5-16, 27.

[25] 赵月华, 朱思成, 苏新宁. 面向网络虚假医疗信息的识别模型构建研究: 一种基于预训练的 BERT 模型[J]. 情报科学, 2021, 39(12): 165-173.

[26] HONG W, MAO J, WU L, et al. Public cognition of the application of blockchain in food safety management: data from China's Zhihu platform [J]. Journal of cleaner production, 2021, 303(14): 127044.

[27] HUTTON A, SHU S, ZHENG X. Regulatory transparency and the alignment of private and public nforcement: Evidence from the public disclosure of SEC comment letters[J]. Journal of financial economics, 2022, 145(1): 297-321.

(本文责编: 海 洋)