

非控股大股东退出威胁与资产估值： 基于定增并购的金融风险防范视角

党怡昕, 李秉祥

(西安理工大学经济与管理学院, 陕西 西安 710054)

摘要: 定增并购资产估值不当会引发金融风险。基于金融风险防范的微观治理视角, 构建非控股大股东退出威胁对定增并购资产估值的检验模型并进行实证分析。研究发现: 退出威胁能降低资产估值虚高; 经理人持股市值、控股股东持股市值及其股权质押会增强退出威胁与资产估值虚高的关系, 经理人关系嵌入强度会减弱退出威胁与资产估值虚高的关系; 退出威胁促进资产估值合理化能显著提高定增并购绩效, 并主要通过业绩承诺机制和声誉约束机制发挥作用; 在退出威胁可信度高、退出威胁强度高、民企及低市场化进程中退出威胁的治理效果更加显著。

关键词: 定增并购; 退出威胁; 资产估值; 金融风险

中图分类号: F275.5

文献标识码: A

文章编号: 1005-0566(2024)04-0189-12

Non-controlling large shareholders' exit threats and asset valuation: Financial risk prevention perspective based on private placement and acquisitions

DANG Yixin, LI Bingxiang

(School of Economics and Management, Xi'an University of Technology, Xi'an 710054, China)

Abstract: Inappropriate asset valuation of private placement and acquisitions can lead to financial risk. Based on the micro-governance perspective of financial risk prevention, this article constructs a testing model for the impact of non-controlling large shareholders' exit threats on the asset valuation and conducts empirical analysis. Research has found that exit threats can reduce inflated asset valuation. The market value of managers' holdings, the market value of controlling shareholders' holdings, and their equity pledges will enhance the connection between exit threats and inflated asset valuation, while the embedding strength of manager relationship will weaken the connection between exit threats and inflated asset valuation. Exit threats promote the rationalization of asset valuation, which can significantly improve the performance of private placement and acquisitions, and mainly play a role through performance commitment mechanism and reputation constraint mechanism. The governance effectiveness of exit threats is more significant in the process of high credibility, high intensity, private enterprises, and low marketization.

Key words: private placement and acquisitions; exit threats; asset valuation; financial risk

近年来,我国资本市场频频出现业绩承诺违约、商誉爆雷、内部人员减持套现和股权质押爆仓等一系列并购问题,其中定增并购风险已成为金融风险防控的“重灾区”。非理性因素叠加是市场

收稿日期: 2023-10-27 修回日期: 2024-03-06

作者简介: 党怡昕(1995—),女,陕西澄城人,西安理工大学经济与管理学院博士生,研究方向为公司治理与资本市场运作。

估值体系紊乱的根源,微观企业治理可以拆解决股市风险等各类风险,最终降低宏观系统性金融风险。随着资产估值日趋“脱实向虚”“高溢价、高承诺”等连锁反应在资本市场交互传递,估值问题逐渐成为定增并购的主要风险,定增并购资产估值是值得深入探讨的重大实践命题。这也说明我国发展进入战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期,金融风险诱因和形态更加复杂,防控金融风险成为国家重要战略。2023 年中央金融工作会议强调“要加快建设金融强国,全面加强金融监管,完善金融体制,优化金融服务,防范化解风险”^[1],可见我国坚持防控金融风险,保障金融高质量发展的决心。“统筹高质量发展和高水平安全,切实增强经济活力、防范化解风险”^[2],同时要求“广泛应用数智技术、绿色技术,加快传统产业转型升级”^[2],而并购是推动传统产业转型升级的主要手段,如何防范化解其中的重大风险,就成为保障高质量定增并购的关键问题。放眼全球,20 世纪美国 5 次并购浪潮显示,高溢价资产并购会引发商誉减值风险和高杠杆收购风险,造成股价大幅波动甚至导致企业破产;20 世纪 80—90 年代,日本国际化并购中资产价格泡沫化严重,日本政府为避免系统性金融风险,调整金融政策并上调贴现率,导致房地产价格大跌、信贷规模大幅收缩、经济增长急速下滑。由于我国进入世界经济格局时间较短,应充分学习借鉴以上发达经济体金融发展的实践经验和客观规律,坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题,着力防范化解金融风险特别是系统性风险,汲取盲目多元扩张、片面追求规模、高溢价并购、杠杆收购等教训,增强金融工作本领和风险应对能力。锚定以上目标,重视并解决我国资产估值高溢价问题,才能有效防范金融风险,促进并购市场健康有序发展。

股东治理作为企业治理的重要部分,为企业规避了估值风险触发的业绩变脸、商誉减值、内幕交易等后续经营风险,降低了并购套利行为在股市集中、批量爆发导致的潜在金融风险,保证了资本市场高质量发展,是防范定增并购风险的主要

微观基础。基于股权分置改革背景,定增并购是中国资本市场中的重要融资制度创新^[3],可以提升整合效率、实现协同创造。但是中国等新兴资本市场国家股权高度集中,且中小股东保护的相关制度尚不完善,控股股东的代理问题突出,需要警惕控股股东通过并购资产估值来侵占中小股东利益。欧美等发达资本市场国家股权结构分散,经理人的代理问题突出,其个人声誉^[4]、背景或经历、过度自信等均会影响并购资产估值;经验证据表明,退出威胁能通过降低经理人自利行为影响企业决策、提高公司治理水平^[5-6]。股东积极主义能有效纾解以上委托代理问题。数智化革命下,数据优势和技术便利充分增权赋能,将非控股股东等内部治理主体和其他外部治理主体均纳入到公司治理网络中。虽然不同资本市场国家的股权结构、主要代理冲突不同,但是如何提升股东治理水平却是公司治理领域共同的研究重点。2023 年 12 月新修订的《公司法》进一步强化了股东参与公司治理:规定控股股东滥用股东权利,严重损害公司或者其他股东利益的,其他股东有权请求公司按照合理的价格收购其股权;完善股份公司股东请求召集临时股东会会议的程序,完善股东临时提案权。传统的非控股大股东治理主要通过“话语权机制(用手投票)→退出机制(用脚投票)”监督控股股东和管理层^[7-8]。但现实中股东话语权机制常常失效或面临直接退出障碍,传统治理手段收效甚微,这也是新公司法在股东权利保护方面提出诸多规定的原因。目前,退出威胁治理手段逐渐在国际上兴起,成为维护中小股东权益的利器和股东治理研究的热点^[9]。退出威胁属于社会心理学范畴,是主体利用退出造成的严重后果进行威胁,增加自身谈判筹码、达到影响目标的博弈方式。新公司法中“公平价格回购请求权”,有利于股东以公平价格和便利方式退出公司,提高了非控股大股东退出威胁的可行性,降低了控股股东和经理层的非理性决策。尤其非控股大股东在企业定增并购前退出,极易引发监管机构关注和投资者质疑,从而减弱内部人的估值操纵倾向。基于此,本文重点研究非控股大股东退

出威胁对定增并购资产估值的治理效果和机制。

一、文献综述

聚焦非控股大股东退出威胁是定增并购资产估值主题之一,已有文献从以下几方面为本文的研究奠定了良好基础。

第一,定增并购资产估值的影响因素和经济后果。现有关于资产估值的研究集中于业绩补偿承诺^[10]、市场化程度^[11]及资产评估机构声誉等。其中,业绩承诺和资产评估机构都具有企业自选特征,并非完全外生,会受到内部治理因素的影响。定增并购的“关联性”特征为控股股东资本运作、利益输送提供便利^[12]。大量研究表明,控股股东有操纵资产估值的动机和能力,控股股东以控股权为基础形成的控制权,成为利益输送讨论的焦点。控股股东持股比例越高,非正常资产评估增值率越高^[13];同时两权分离、金字塔结构、超额委派董事及经理人关系嵌入等控股股东控制权特征,也能显著增加资产估值利益输送的概率^[14]。进一步研究揭示了资产估值虚高的负面经济后果,一方面降低企业资本配置效率、增加股价崩盘风险^[15]等,另一方面产生示范效应,市场中股价非理性上涨和下跌不断传染,造成股市波动,引发系统性金融风险^[16]。

第二,股东治理效应与非控股大股东退出威胁的治理效应。股东治理围绕多个大股东并存,主要有两种研究结论:其一,多个大股东能有效监督并发挥资源协同效应,包括改善会计信息质量、提高企业全要素生产率^[17]、抑制企业金融化^[18]等;其二,多个大股东可能存在合谋或过度监督行为,包括提高企业非效率投资^[19]、抑制企业创新^[20]等。造成分歧的原因可能在于,现有研究对非控股大股东治理的具体手段探讨不足。非控股大股东主要通过正式制度和非正式制度两种手段发挥治理效应。传统正式制度下“话语权机制(用手投票)→退出机制(用脚投票)”的研究较广泛。非控股大股东持有大量股份,经常派遣董事员工或高管参与公司治理和日常业务管理,对于企业关于财务和运营状况的私人信息具有收集能力,同时具有监督企业的动机和能力。然而,当非控

股大股东不能通过股东大会、董事会等治理机构积极监督时,通常出售做空公司股票。非控股大股东退出会向资本市场传递不利信息,对公司股价产生负面影响。此时,非正式制度下“退出威胁(用嘴投票)”具有震慑效应。非控股大股东退出威胁并不是真正的抛售公司股票,只是存在卖空的动机和趋向,虽然没有付诸行动,但是会给管理者、控股股东等利益相关者构成潜在威慑^[21]。非正式制度下退出威胁的研究,主要集中于企业创新^[22]、投资效率^[23]、控股股东私利^[5]等方面,其中退出威胁主要通过两类代理成本、信息透明度等影响企业治理效率。互联网和数字经济的快速发展也为退出威胁提供重要支持。一方面,大数据、人工智能和区块链等数字技术推动了扁平化、全流通信息环境的建设,改善了股东信息获取环境和信息分析能力^[24],提高了企业信息披露质量^[25]和资本市场股票流动性水平^[26]。股东信息优势和股票交易活跃是实施退出威胁的前提。另一方面,互联网技术扭转了中小股东长期“用脚投票”的消极局面,使其不但可以通过网络在股东大会直接“用手投票”^[27],也可以通过股吧、“互动易”和“上证e互动”等社交媒体和信息交流平台间接“用嘴投票”^[28-29]。中小股东强化了非控股大股东博弈能力,是实施退出威胁的重要利益同盟。

梳理上述文献可知,定增并购资产估值虚高问题源于控股股东的利益输送,而非控股大股东在公司治理结构中扮演重要制衡角色,是影响内部人利益输送的权变因素。尽管数字经济背景下,非控股大股东治理能力正逐渐增强,但是其治理效率尚未形成定论。特别是退出威胁与企业并购资产估值行为的理论关系,仍需进一步检验。而目前关于退出威胁治理效果及影响机制的研究相对匮乏。因此,从非控股大股东退出威胁视角探究定增并购资产估值问题,具有良好现实基础和理论增量贡献。

二、理论分析与研究假设的提出

(一)非控股大股东退出威胁与定增并购资产估值

股东治理“积极”观认为,非控股大股东是并

购活动的重要决策者和直接利益主体^[30]。从这个角度而言,非控股大股东有强烈动机和能力监督资产估值回归合理价值。首先,考虑非控股大股东估值纠偏的动机。其一,定增并购涉及股权再分配,影响非控股大股东治理地位。资产估值虚高时,控股股东能认购更多股份,而非控股大股东可能因没有增发机会股权被稀释,甚至影响其委派董事。其二,定增并购存在财富转移效应,造成非控股大股东收益与风险不对称。短期来看,资产估值虚高直接导致非控股大股东财富向控股股东转移。长期来看,企业价值下跌,非控股大股东持股市值缩水,财富被二次转移。此外,定增并购巩固了控股股东的超额控制权,提升了其后续财富转移能力。然后,考虑非控股大股东估值纠偏的能力。其一,非控股大股东退出威胁影响企业股价。虽然二级市场会受到并购产业高成长预期的短暂性干扰,但随着隐瞒的坏消息逐渐释放,估值虚高也将暴露无遗。非控股大股东抛售股票会提高股价中的特质性信息含量,增加股价波动性。根据信号传递理论,市场对异常退出的解读更多是负面的,投资者悲观情绪传染产生“羊群效应”,容易出现大面积抛售甚至踩踏行为,这会加速估值泡沫破裂和股价下跌^[31]。控股股东对高估值的预期风险较高,其利益输送行为会有所收敛。其二,非控股大股东退出威胁影响经理人的自利动机和行为。根据声誉理论,退出威胁会影响经理人股票收益和企业并购绩效,引发其职业和声誉危机^[32]。市场认为股东退出是经理人不称职的信号,一旦估值虚高引发业绩变脸,经理人势必成为替罪羊而被强制更换。出于私人收益和固守职位的管理防御动机,经理人会事前尽职评估资产、事后努力提高定增并购绩效。其三,非控股大股东退出威胁影响资产估值重要环节的信息生成。并购资产定价的重要参考是业绩承诺增长率和资产评估机构评估值。非控股大股东的信息挖掘和处理能力较强^[33],其退出威胁可以从这两方面提升财务信息准确性。具体而言,被并购方制定业绩承诺增长率时,会慎重权衡资产未来盈利能力,适当降低虚增的业绩承诺水平;主并方选择第三方

鉴定机构时,更会以信息可靠性为导向,首选高声誉的资产评估机构。基于上述分析,本文提出假设 H1a:非控股大股东退出威胁具有治理效应,能降低定增并购资产估值虚高。

股东治理“消极”观认为,非控股大股东存在合谋或机会主义动机。从这个角度而言,非控股大股东退出威胁对定增并购资产估值虚高没有治理效应。其一,控股股东不但能按照契约行使投票权并委派董事,还能借助社会资源或关系网络联结非控股大股东、董事或经理人。控股股东参与定增并购时,非控股大股东与经理人可能被迫成为控股股东利益同盟,退出威胁形同虚设^[34]。特别在非控股大股东与控股股东持股水平相近时,二者合谋侵占中小股东的可能性更高,进而促进定增并购资产估值虚高^[35]。其二,外部投资者对资产评估结果的判断具有时滞性和信息不对称性,资本市场一度出现“逢并购必涨”的异象。这为非控股大股东及时抛售股票提供时间窗口。遵循成本收益原则,非控股大股东提前锁定收益并“落袋为安”的短视行为会更明显,退出威胁失效。其三,非控股大股东联盟的内部信息协调成本会干扰退出威胁效力。不同类型股东获取资产信息的渠道和解读估值信息的能力具有差异性,增加了非控股大股东间意见相悖的概率。较高的内部沟通成本会导致退出威胁监督作用降低,可能对定增并购资产估值没有显著影响。基于上述分析,本文提出假设 H1b:非控股大股东退出威胁促进定增并购资产估值虚高或对此没有显著影响。

(二) 经理人持股市值及其关系嵌入强度的调节效应

经理人自身特征会影响非控股大股东退出威胁对资产估值虚高的治理效率。一方面,基于股权收益风险,经理人持股市值会影响退出威胁治理效率。经理人持股具有激励效应和福利效应,促使其与企业间形成收益共享、风险共担的互利机制^[36]。随着经理人持股市值增加,其在估值过程更关注资产的并购协同效应,减少高溢价引发的退出行为。另一方面,基于合谋风险,经理人与控股股东关系嵌入强度会影响退出威胁治理效

率。根据差序格局理论,以“控股股东”为中心形成了“本人—亲人—熟人—外人”的关系圈,社会关系由内到外逐渐疏远。弱关系优势理论进一步提出,弱关系可以跨越不同群体和社会界限,增强信息获取和传递能力,比强关系效用更大。具体而言,强关系嵌入下经理人更加依附控股股东意志,企业内部控制和决策效率低下;而弱关系嵌入下经理人公私分明,更容易扮演管家角色,有强烈动机通过降低资产估值虚高来实现企业价值最大化。特别是,经理人单打独斗难以对抗控股股东权威时,非控股大股东治理能力较强,是经理人同盟的首选,其释放退出威胁是经理人乐见其成的。基于上述分析,本文提出假设 H2: 经理人持股市值越高、经理人关系嵌入强度越低时,非控股大股东退出威胁对定增并购资产估值虚高的治理效应越强。

(三) 控股股东持股市值及其股权质押的调节效应

控股股东自身特征会影响非控股大股东退出威胁对资产估值虚高的治理效率。一方面,基于股权收益风险,控股股东持股市值会影响退出威胁治理效率。考虑到自身持股量大且定增股份锁定期要求,控股股东更期盼维持股价高企,惧怕估值泡沫迅速破裂。随着控股股东持股市值提高,其稳定股价的内在需求越强,更重视非控股大股东异常退出,进而减少定增并购中的利益输送行为。另一方面,基于控制权转移风险,控股股东股权质押会影响退出威胁治理效率。质押本身和质押期间的负面事件均会引发股价闪崩,股权质押的控股股东市值管理动机更强。质押期间若股价暴跌而触及平仓线,质权人有权要求追加担保,否则控股股东可能面临平仓风险甚至控制权转移风险^[37]。而稳定的控制权是控股股东享受“控制权收益”或“控制权溢价”的根本保证。为规避控制权转移风险,控股股东会审慎评估质押期间的定增并购风险并采取措施进行防范。基于上述分析,本文提出假设 H3: 控股股东持股市值越高、控股股东存在股权质押时,非控股大股东退出威胁对定增并购资产估值虚高的治理效应越强。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

选取沪深 A 股市场 2010—2022 年向控股股东及其关联方定增并购的上市公司为样本,将 5% 以上持股比例作为大股东的判定标准,非控股大股东退出威胁及上市公司相关财务数据均取自定增并购事件前一个会计年度。上市公司财务数据和非控股大股东数据来自 CSMAR 数据库,定向增发数据来自 Wind 数据库和巨潮资讯网,业绩承诺数据和资产估值数据通过定向增发公告、盈利预测补偿协议手工计算、整理得到。剔除金融类、ST 类、在样本期内实施公开增发和配股、限售期内再次实施定向增发及相关指标数据缺失的上市公司,同时对变量缩尾(Winsorize)处理得到 498 个样本。

(二) 变量选择与定义

①被解释变量:定增并购资产估值虚高(*Abrev*)。根据宋顺林等^[38]的研究,以非正常资产评估增值率(*Abrev*),即“资产评估报告披露的资产评估增值率与同行业同类标的资产评估增值率中值间的差额”表示定增并购资产的虚高程度。其中,资产评估增值率 = (资产评估价值 - 调整后资产账面价值) / 调整后资产账面价值。

②解释变量:非控股大股东退出威胁(*Net*)。根据 Dou 等^[39]和陈克兢^[40]的研究,退出威胁主要受到股票流动性和非控股大股东竞争程度的影响,股票流动性越高,非控股大股东退出障碍越小,退出威胁的可信度越高;非控股大股东间竞争越激烈,越有动机获取私人信息,股价信息含量越高,越能提升退出威胁的治理效果,因此采用股票流动性与非控股大股东竞争程度的乘积来衡量非控股大股东退出威胁。本文用流通股日均股票换手率作为股票流动性的代理变量,用公式(1)构造非控股大股东竞争程度的代理变量。其中, $BHC_{i,t}$ 代表第 t 年第 i 个企业的非控股大股东竞争程度, $NCLS_{k,i,t}$ 代表第 i 个企业第 k 个非控股大股东在第 t 年的持股比例, $SSBH_{i,t}$ 代表第 t 年第 i 个企业所有大股东持股比例之和,此处的持股比例均指持有流通股的比例; $Liquidity_{i,t}$ 代表第 t 年第 i 个企业

的流通股日均股票换手率。具体如下：

$$BHC_{i,t} = \sum_{k=1}^N \left(\frac{NCLS_{k,i,t}}{SSBH_{i,t}} \right)^2 \quad (1)$$

$$Net_{i,t} = Liquidity_{i,t} \times BHC_{i,t} \quad (2)$$

③调节变量：经理人持股市值 (M_Wealth)、经理人关系嵌入强度 ($Cxgj$)、控股股东持股市值 (C_Wealth)、控股股东股权质押 ($Pledge$)。根据陈克兢^[40]研究，经理人持股市值、控股股东持股市值、控股股东股权质押均为定增并购前一年持股市值（单位为亿元）和质押情况，其中市值加 1 取对数；根据刘晓霞^[41]的研究，经理人关系嵌入强度根据控股股东与经理人关系强弱赋值，外人取 1，熟人取 2，亲人取 3，本人取 4。

④控制变量：根据李秉祥等^[10]研究选取控制变量，包括并购相关性 ($Relation$)、并购资产规模 ($Inject$)、并购资金占募资比重 ($Value$)、评估方法 ($Meth$)、公司规模 ($Size$)、资产负债率 (Lev)、成长性 ($Growth$)、股权制衡度 ($Balance$)。

(三)模型设计

为验证非控股大股东退出威胁对定增并购资产估值的影响，构建模型 (3) 检验假设 H1a、假设 H1b。

$$Abrev_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Net_{i,t-1} + \beta_2 Relation_{i,t-1} + \beta_3 Inject_{i,t-1} + \beta_4 Value_{i,t-1} + \beta_5 Meth_{i,t-1} + \beta_6 Size_{i,t-1} + \beta_7 Lev_{i,t-1} + \beta_8 Growth_{i,t-1} + \beta_9 Balance_{i,t-1} + Ind + Year + \varepsilon \quad (3)$$

为验证经理人持股市值及其关系嵌入强度、控股股东持股市值及其股权质押的调节效应，构建模型 (4) 检验假设 H2、假设 H3。

$$Abrev_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Net_{i,t-1} + \gamma_2 Moder_{i,t-1} + \gamma_3 Net_{i,t-1} \times Moder_{i,t-1} + \gamma_4 Relation_{i,t-1} + \gamma_5 Inject_{i,t-1} + \gamma_6 Value_{i,t-1} + \gamma_7 Meth_{i,t-1} + \gamma_8 Size_{i,t-1} + \gamma_9 Lev_{i,t-1} + \gamma_{10} Growth_{i,t-1} + \gamma_{11} Balance_{i,t-1} + Ind + Year + \varepsilon \quad (4)$$

式 (4) 中， $Abrev_{i,t}$ 为 i 公司第 t 年发生定增并购时资产估值的虚高程度； $Net_{i,t-1}$ 为 i 公司第 $t-1$ 年的非控股大股东退出威胁； $Moder_{i,t-1}$ 代表调节变量，包括经理人持股市值 ($M_Wealth_{i,t-1}$)、经理人关系嵌入强度 ($Cxgj_{i,t-1}$)、控股股东持股市值 ($C_Wealth_{i,t-1}$)、

控股股东股权质押 ($Pledge_{i,t-1}$)； β_0 、 γ_0 是截距项； β_i 、 γ_i 是模型回归系数； ε 是随机误差项。

四、非控股大股东退出威胁与定增并购资产估值的实证分析

(一)描述性统计

表 1 为变量描述性统计结果。 $Abrev$ 的均值为 2.794，最大值为 31.340，标准差为 3.905，表明定增并购中资产估值虚高问题较为普遍，且不同企业间资产估值差异较大，需要防范定增并购高估值引发的金融风险。 Net 的均值为 0.183，最大值为 3.360，标准差为 0.375，表明非控股大股东退出威胁在定增并购企业间存在差异，股东治理水平参差不齐。其他变量统计结果与现有研究相似且符合正态分布。

表 1 变量描述性统计

变量	N	mean	SD	min	median	max
<i>Abrev</i>	498	2.794	3.905	-3.870	1.409	31.340
<i>Net</i>	498	0.183	0.375	0	0.185	3.360
<i>M_Wealth</i>	498	0.545	1.094	0	0.001	5.024
<i>Cxgj</i>	498	3.081	1.063	1	3.000	4.000
<i>C_Wealth</i>	498	3.120	1.027	0.876	2.973	7.385
<i>Pledge</i>	498	0.385	0.487	0	0	1
<i>Relation</i>	498	0.773	0.420	0	1	1
<i>Inject</i>	498	2.941	1.249	0	2.950	6.681
<i>Value</i>	498	1.193	0.651	0	1	9.080
<i>Meth</i>	498	0.527	0.500	0	1	1
<i>Size</i>	498	22.025	1.316	19.114	21.921	29.250
<i>Lev</i>	498	0.473	0.214	0.020	0.474	1.040
<i>Growth</i>	498	0.422	3.687	-0.876	0.093	20.520
<i>Balance</i>	498	0.520	0.560	0.010	0.350	4.370

(二)多元回归结果分析

表 2 列示了非控股大股东退出威胁与定增并购资产估值虚高的基准回归结果，经理人持股市值及其关系嵌入强度、控股股东持股市值及其股权质押的调节效应回归结果。第 (1) 列 ~ 第 (2) 列是基准回归结果。首先将自变量和因变量放入回归模型，自变量回归系数为 -0.133，在 1% 水平下显著；其次增加定增并购和公司特征变量，自变量回归系数为 -0.243，仍在 1% 水平下显著，说明非控股大股东退出威胁能降低定增并购资产估值虚高，假设 H_{1a} 得证。第 (3) 列 ~ 第 (6) 列是调节效应回归结果。从经理人特征来看， $M_Wealth \times Net$ 的系数显著为负 ($\gamma = -0.115, p < 0.05$)，说明经理人持股市值会增强退出威胁与资产估值虚高的负

向关系,即经理人持股市值越高,非控股大股东退出威胁对定增并购资产估值虚高的治理效应越强; $Cxgj \times Net$ 的系数显著为正 ($\gamma = 0.462, p < 0.05$),说明经理人关系嵌入强度能减弱退出威胁与资产估值虚高的负向关系,即经理人关系嵌入强度越低,非控股大股东退出威胁对定增并购资产估值虚高的治理效应越强,假设 H2 得证。从控股股东特征来看, $C_Wealth \times Net$ 的系数显著为负 ($\gamma = -0.092, p < 0.1$), $Pledge \times Net$ 的系数显著为负 ($\gamma = -0.150, p < 0.05$),控股股东持股市值和股权质押均能增强退出威胁与资产估值虚高的负向关系,即控股股东持股市值越高且控股股东存在股权质押时,非控股大股东退出威胁对定增并购资产估值虚高的治理效应越强,假设 H3 得证。

(三)稳健性检验

改变非正常资产评估增值率的度量指标,根据应千伟等^[12]研究,用资产评估价值和调整后资产账面价值的差值与调整后资产账面价值之比作为 $Abrev$ 的代理变量;改变非控股大股东退出威胁的度量指标,根据姜付秀等^[9]研究,将 10% 以上持股比例作为大股东的判定标准,重新计算 Net 的代理变量。检验结果如表 3 所示,退出威胁与资产估值虚高的关系依然显著为负,经理人持股市值、控股股东持股市值及控股股东股权质押均增强了退

出威胁与资产估值虚高的负向关系,经理人关系嵌入强度减弱了退出威胁与资产估值虚高的负向关系,结果支持了本文假设 H1a、假设 H2、假设 H3。

表 2 非控股大股东退出威胁对定增并购资产估值虚高的影响

变量	基准回归		调节效应回归			
	a	b	c	d	e	f
Net	-0.133 *** (-2.605)	-0.243 *** (-4.613)	-0.198 *** (-3.702)	-0.578 *** (-2.865)	-0.182 *** (-3.829)	-0.146 ** (-2.058)
M_Wealth	—	—	0.192 *** (3.662)	—	—	—
$M_Wealth \times Net$	—	—	-0.115 ** (-2.165)	—	—	—
$Cxgj$	—	—	—	-0.496 *** (-9.075)	—	—
$Cxgj \times Net$	—	—	—	0.462 ** (2.236)	—	—
C_Wealth	—	—	—	—	0.497 *** (10.664)	—
$C_Wealth \times Net$	—	—	—	—	-0.092 * (-1.949)	—
$Pledge$	—	—	—	—	—	0.368 *** (7.191)
$Pledge \times Net$	—	—	—	—	—	-0.150 ** (-2.065)
$Relation$	—	-0.065 (-1.341)	-0.067 (-1.388)	-0.072 (-1.607)	-0.032 (-0.749)	-0.045 (-0.989)
$Inject$	—	0.060 (1.137)	0.057 (1.114)	0.048 (0.983)	-0.014 (-0.301)	0.069 (1.398)
$Value$	—	-0.027 (-0.557)	-0.048 (-1.024)	-0.013 (-0.294)	-0.042 (-1.009)	-0.036 (-0.812)
$Meth$	—	0.184 *** (3.664)	0.155 *** (3.095)	0.054 (1.120)	0.179 *** (4.051)	0.109 ** (2.268)
$Size$	—	-0.150 ** (-2.472)	-0.166 *** (-2.764)	-0.133 ** (-2.410)	-0.321 *** (-5.617)	-0.119 ** (-2.068)
Lev	—	-0.079 (-1.426)	-0.056 (-1.010)	-0.019 (-0.367)	0.031 (0.632)	-0.087 * (-1.681)
$Growth$	—	-0.028 (-0.591)	-0.029 (-0.613)	-0.026 (-0.582)	-0.004 (-0.100)	-0.030 (-0.672)
$Balance$	—	0.239 *** (4.449)	0.201 *** (3.765)	0.119 ** (2.308)	0.226 *** (4.893)	0.187 *** (3.757)
$Constant$	2.964 *** (13.546)	10.447 *** (2.914)	11.494 *** (3.258)	16.299 *** (4.625)	22.507 *** (6.591)	7.316 ** (2.141)
$Ind/Year$	是	是	是	是	是	是
N	498	498	498	498	498	498
$Adj-R^2$	0.015	0.171	0.199	0.342	0.367	0.273

注:***、**、* 分别表示在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.10$ 时有统计学意义;括号内为 t 值。

表 3 非控股大股东退出威胁对定增并购资产估值虚高的稳健性检验

变量	更换被解释变量					更换解释变量				
	a	b	c	d	e	f	h	i	j	k
Net	-0.228 *** (-4.188)	-0.192 *** (-3.396)	-0.517 ** (-2.382)	-0.161 *** (-3.164)	-0.129 * (-1.692)	-0.138 *** (-2.650)	-0.119 ** (-2.331)	-0.296 *** (-3.171)	-0.080 * (-1.743)	-0.093 * (-1.909)
M_Wealth	—	0.100 * (1.789)	—	—	—	—	0.219 *** (4.181)	—	—	—
$M_Wealth \times Net$	—	-0.105 * (-1.869)	—	—	—	—	-0.160 *** (-3.096)	—	—	—
$Cxgj$	—	—	-0.466 *** (-7.939)	—	—	—	—	-0.526 *** (-9.768)	—	—
$Cxgj \times Net$	—	—	0.416 * (1.874)	—	—	—	—	0.205 ** (2.199)	—	—
C_Wealth	—	—	—	0.495 *** (9.973)	—	—	—	—	0.513 *** (10.863)	—
$C_Wealth \times Net$	—	—	—	-0.118 ** (-2.363)	—	—	—	—	-0.137 *** (-2.994)	—
$Pledge$	—	—	—	—	0.324 *** (5.921)	—	—	—	—	0.389 *** (7.894)
$Pledge \times Net$	—	—	—	—	-0.152 * (-1.959)	—	—	—	—	-0.244 *** (-4.832)
$Controls$	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
$Ind/Year$	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
N	498	498	498	498	498	498	498	498	498	498
$Adj-R^2$	0.089	0.096	0.240	0.281	0.165	0.138	0.180	0.341	0.346	0.270

注:***、**、* 分别表示在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.10$ 时有统计学意义;括号内为 t 值。

(四) 内生性检验

为排除样本自选择、互为因果所产生的内生性问题,本文进行如下内生性检验:首先,采用倾向得分匹配法(PSM),纠正非控股大股东退出威胁自选择造成的内生性问题。本文根据是否存在非控股大股东退出威胁设置处理组和对照组,采用最邻近匹配法按照 1:1 匹配后,对主回归模型(3)进行重新估计。检验结果如表 4 所示, *Net* 的系数显著为负,假设 H1a 成立。

其次,上述倾向得分匹配法(PSM)通过修正可观察的变量控制了样本选择偏误,本文采用 Heckman 两阶段检验方法,通过修正不可观测的变量来检验样本选择是否有偏误。第一阶段构建非控股大股东退出威胁决定因素模型(5),采用 Probit 回归计算逆米尔斯比率 *IMR*;第二阶段将 *IMR* 作为控制变量构建模型(6)。其中, *DNet* 为非控股大股东退出威胁的哑变量, *Soe* 为企业性质, *First* 为控股股东持股比例, *Dual* 为经理人两职兼任, *Indep* 为独立董事比例,其他控制变量与前文一致。检验结果如表 4 所示, *Net* 的系数显著为负,说明研究结果不受样本自选择影响,假设 H1a 成立。

$$DNet_{i,t-1} = \delta_0 + \delta_1 Soe_{i,t-1} + \delta_2 First_{i,t-1} + \delta_3 Dual_{i,t-1} + \delta_4 Indep_{i,t-1} + \delta_5 Relation_{i,t-1} + \delta_6 Inject_{i,t-1} + \delta_7 Value_{i,t-1} + \delta_8 Meth_{i,t-1} + \delta_9 Size_{i,t-1} + \delta_{10} Lev_{i,t-1} + \delta_{11} Growth_{i,t-1} + \delta_{12} Balance_{i,t-1} + Ind + Year + \varepsilon \quad (5)$$

$$Abrev_{i,t} = \kappa_0 + \kappa_1 Net_{i,t-1} + \kappa_2 IMR_{i,t-1} + \kappa_3 Relation_{i,t-1} + \kappa_4 Inject_{i,t-1} + \kappa_5 Value_{i,t-1} + \kappa_6 Meth_{i,t-1} + \kappa_7 Size_{i,t-1} + \kappa_8 Lev_{i,t-1} + \kappa_9 Growth_{i,t-1} + \kappa_{10} Balance_{i,t-1} + Ind + Year + \varepsilon \quad (6)$$

最后,采用两阶段回归(2SLS),解决退出威胁与资产估值虚高互为因果导致的内生性问题。根据李佳宁等^[42]研究,来自同行业的同伴企业与焦点企业具有相似的基础特征以及面临相似的决策问题。采用非控股大股东退出威胁的行业均值(*Net_average*)作为工具变量。检验结果如表 4 所示,第一阶段 *Net_average* 的系数显著为正,第二阶段 *Net* 的系数显著为负,说明二者间的因果倒置对

结论不造成实质影响,假设 H1a 成立。

表 4 非控股大股东退出威胁对定增并购资产估值虚高的内生性检验

变量	PSM	Heckman	2SLS	
	<i>Abrev</i>	<i>Abrev</i>	<i>Net</i>	<i>Abrev</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Net</i>	-0.245 *** (-3.464)	-0.084 * (-1.873)	—	-0.126 ** (-2.526)
<i>Net_average</i>	—	—	0.162 *** (3.336)	—
<i>IMR</i>	—	-2.944 * (-1.654)	—	—
<i>Controls</i>	是	是	是	是
<i>Ind/Year</i>	是	是	是	是
<i>N</i>	217	498	498	498
<i>Adj-R²/Wald chi²</i>	0.269	33.470	0.199	0.143

注:***、**、* 分别表示在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.10$ 时有统计意义;括号内为 *t* 值。

五、非控股大股东退出威胁与定增并购资产估值的进一步研究

(一) 非控股大股东退出威胁对定增并购绩效的影响

考虑到退出威胁的内部治理有效性最终要通过定增并购绩效来判断,且资产估值虚高的利益输送行为也需提供更直接证据。因此,本文进一步验证退出威胁、资产估值虚高与定增并购绩效三者间的关系,构建如下模型:

$$Performance_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 Net_{i,t-1} + \theta_2 Relation_{i,t-1} + \theta_3 Inject_{i,t-1} + \theta_4 Value_{i,t-1} + \theta_5 Meth_{i,t-1} + \theta_6 Size_{i,t-1} + \theta_7 Lev_{i,t-1} + \theta_8 Growth_{i,t-1} + \theta_9 Balance_{i,t-1} + Ind + Year + \varepsilon \quad (7)$$

$$Performance_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 Net_{i,t-1} + \varphi_2 Abrev_{i,t} + \varphi_3 Relation_{i,t-1} + \varphi_4 Inject_{i,t-1} + \varphi_5 Value_{i,t-1} + \varphi_6 Meth_{i,t-1} + \varphi_7 Size_{i,t-1} + \varphi_8 Lev_{i,t-1} + \varphi_9 Growth_{i,t-1} + \varphi_{10} Balance_{i,t-1} + Ind + Year + \varepsilon \quad (8)$$

式(7)、式(8)中, *Performance* 表示定增并购绩效,根据陈仕华等^[43]研究,用定增并购首次公告日前后一年总资产收益率的变化量 ΔROA 来表示,控制变量与前文一致。

检验结果如表 5 所示,退出威胁与定增并购绩效显著正相关($\theta = 0.401$, $p < 0.01$),退出威胁与资产估值虚高显著负相关($\beta = -0.243$, $p < 0.01$),资产估值虚高与定增并购绩效显著负相关($\varphi = -0.086$, $p < 0.1$),且 *Net* 的系数绝对值由 0.401 降低到 0.380,存在部分中介效应,这表明退

出威胁能通过降低资产估值促进定增并购绩效提升,验证了高估值资产不足以支撑高协同效应。

表5 非控股大股东退出威胁、资产估值
虚高与定增并购绩效

变量	<i>Performance</i>	<i>Abrev</i>	<i>Performance</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>Net</i>	0.401*** (7.877)	-0.243*** (-4.624)	0.380*** (7.279)
<i>Abrev</i>	—	—	-0.086* (-1.698)
<i>Controls</i>	是	是	是
<i>Ind/Year</i>	是	是	是
<i>N</i>	498	498	498
<i>Adj-R²</i>	0.219	0.171	0.223

注:***、* 分别表示在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.10$ 时有统计学意义;括号内为 t 值。

(二)非控股大股东退出威胁影响资产估值的内在机理

如前文所述,非控股大股东退出威胁提升了资产估值重要环节的信息准确性。本文从业绩承诺机制和声誉约束机制两方面,探究非控股大股东退出威胁影响资产估值的内在机理。

1. 业绩承诺机制

业绩承诺机制既可能是提升定增并购协同效应的价值强心剂,也可能沦为资产高溢价的私利助推器。多数被并购企业通过高业绩承诺增长率来提升资产溢价,控股股东以此攫取超额财富,高业绩承诺反而增强了机会主义动机^[44]。为降低由代理问题和信息不对称等造成的估值溢价偏差,主并方需要把握业绩承诺中的相关合约细节^[45]。根据目标激励理论,明确且有一定难度的目标激励效果最好,过度或失度的目标都不利于绩效实现。于是,确定适度业绩承诺增长率,成为退出威胁促进资产估值回归合理价值的重要环节。非控股大股东比外部投资者更了解定增并购资产细节,可以甄别业绩承诺增长率的合理性;同时,释放退出威胁,使其有能力修正偏离资产历史表现和并购日经营状况的业绩承诺。经由非控股大股东修正的业绩承诺增长率,传递出的企业未来财务状况、经营能力及发展潜力等关键信号更准确,提高了业绩承诺机制的可靠性,缓解了中小投资者的信息不对称性,降低了市场盲目“追涨杀跌”的风险。因此,非控股大股东退出威胁可以降低激进的业绩承诺增长率,推动资产估值结果更稳健。

2. 声誉约束机制

资产评估机构是定增并购资产价值鉴定的重要第三方金融中介。资产估值准确度主要受到评估机构专业性和独立性两方面影响:高声誉评估机构专业资质更好,能合理量化被并购方企业核心人员的知识、技能、创意及客户关系等指标^[46];控股股东操纵资产估值广为诟病,高声誉资产评估机构更看重市场公信力,其共谋可能性低,能拒绝控股股东不合理的估值要求。可见,高声誉资产评估机构具有较强专业性和独立性,有助于降低控股股东利益输送行为。但是,企业对资产评估机构的选择偏好与内部治理环境不可分割。如果不存在非控股大股东行为约束,控股股东更倾向选择迎合自身意志的低声誉资产评估机构,这会导致逆向选择风险和资产估值风险。非控股大股东作为关键内部治理力量,退出威胁能积极联动声誉约束机制发挥外部治理能力,使第三方金融中介为资产估值背书。因此,非控股大股东退出威胁促使主并方企业选择高声誉评估机构,进而降低资产估值虚高。为验证上述推断,本文构建模型为:

$$Media_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 Net_{i,t-1} + \lambda_2 Relation_{i,t-1} + \lambda_3 Inject_{i,t-1} + \lambda_4 Value_{i,t-1} + \lambda_5 Meth_{i,t-1} + \lambda_6 Size_{i,t-1} + \lambda_7 Lev_{i,t-1} + \lambda_8 Growth_{i,t-1} + \lambda_9 Balance_{i,t-1} + Ind + Year + \varepsilon \quad (9)$$

$$Abrev_{i,t} = \chi_0 + \chi_1 Net_{i,t-1} + \chi_2 Media_{i,t-1} + \chi_3 Relation_{i,t-1} + \chi_4 Inject_{i,t-1} + \chi_5 Value_{i,t-1} + \chi_6 Meth_{i,t-1} + \chi_7 Size_{i,t-1} + \chi_8 Lev_{i,t-1} + \chi_9 Growth_{i,t-1} + \chi_{10} Balance_{i,t-1} + Ind + Year + \varepsilon \quad (10)$$

式(9)、式(10)中,*Media*代表中介变量,包括业绩承诺增长率(*Pcc*)和资产评估机构声誉(*Reputation*)。根据李秉祥等^[10]研究,年平均业绩承诺增长率 = [(承诺期最后一期的承诺利润 - 定增并购资产前一年的实际净利润)/承诺期]/定增并购资产前一年的实际净利润;根据翟进步^[3]研究,将参与定增并购的资产评估机构排名作为声誉的替代变量,当年排名位于中评协公布名单前10时赋值为1,否则为0。

检验结果如表6所示,退出威胁与业绩承诺增

长率显著负相关($\lambda = -0.207, p < 0.01$),与资产评估机构声誉显著正相关($\lambda = 0.110, p < 0.1$),表明退出威胁能敦促企业制定合理适度的业绩承诺增长率,也能监督企业选择高声誉资产评估机构。业绩承诺增长率与资产估值虚高显著正相关($\chi = 0.488, p < 0.01$),资产评估机构声誉与资产估值虚高显著负相关($\chi = -0.084, p < 0.1$),且 *Net* 的系数绝对值分别由 0.243 降低到 0.156 和 0.234,证实了业绩承诺机制与声誉约束机制存在部分中介效应,表明退出威胁能降低高业绩承诺引发的高估值,也能联动资产评估机构声誉提升资产估值的专业性和可靠性。

表 6 机制检验

变量	业绩承诺机制			声誉约束机制		
	Abrev	Pcc	Abrev	Abrev	Reputation	Abrev
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Net</i>	-0.243 *** (-4.624)	-0.207 *** (-3.354)	-0.156 *** (-3.027)	-0.243 *** (-4.624)	0.110 * (1.961)	-0.234 *** (-4.425)
<i>Pcc</i>	—	—	0.488 *** (10.339)	—	—	—
<i>Reputation</i>	—	—	—	—	—	-0.084 * (-1.711)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Ind/Year</i>	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	498	498	498	498	498	498
<i>Adj-R²</i>	0.171	0.058	0.367	0.171	0.053	0.175

注:***、* 分别表示在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.10$ 时有统计学意义;括号内为 *t* 值。

(三)退出威胁、产权和市场环境的异质性分析

1. 退出威胁特征的异质性分析

非控股大股东退出威胁特征包括退出威胁可信度和退出威胁强度。根据姜付秀等^[9]研究,非控股大股东持股与控股股东持股的差值越大,其参与治理的积极性越低,且较少持股更便于随时退出公司,增强了退出威胁可信度;根据 Dou 等^[39]研究,经理人业绩薪酬与股价密不可分,薪酬股价敏感性越强,非控股大股东退出威胁强度越高。因此,本文按照持股差值的中位数将样本分为高可信度组和低可信度组,并按照经理人薪酬与企业市值之比的中位数将样本分为高强度组和低强度组。检验结果如表 7 所示,第(1)列和第(3)列中 *Net* 的系数均在 1% 水平上显著为负,第(2)列和第(4)列中 *Net* 的系数不显著,验证了非控股大股东相对持股水平、经理人薪酬股价敏感性两方面退出威胁特征的影响差异性。因此,退出威胁可信度与强度较高时,更能降低定增并购资产估值虚高。

表 7 非控股大股东退出威胁对定增并购资产估值虚高的影响——退出威胁特征异质性

变量	高可信度	低可信度	高强度	低强度
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Net</i>	-0.271 *** (-3.904)	-0.135 (-1.652)	-0.251 *** (-4.030)	-0.170 (-1.627)
<i>Controls</i>	是	是	是	是
<i>Ind/Year</i>	是	是	是	是
<i>N</i>	247	251	250	248
<i>Adj-R²</i>	0.083	0.052	0.267	0.078

注:*** 表示在 $p < 0.01$ 时有统计学意义;括号内为 *t* 值。

2. 产权性质和市场环境的异质性分析

转型期我国经济发展不平衡,不同产权性质和市场环境下非控股大股东治理效率存在差异性,有必要进一步分检。其一,国有企业控股股东兼具政治身份且不直接参与剩余利润分享,经理人更多考虑政治晋升而非股价收益,二者侵占动机均相对减弱。其二,高市场化程度地区,市场中介组织发育成熟、政府监管机制规范,侵占行为更易被市场监管者和投资者识别,从而能有效修正资产估值虚高。因此,本文将样本分为国企和民企两组,并根据上市公司注册地所在省份市场化指数的中位数将样本分为市场化进程高和市场化进程低两组。检验结果如表 8 所示,第(1)列和第(3)列中 *Net* 的系数均在 1% 水平上显著为负,第(2)列和第(4)列中 *Net* 的系数不显著,验证了民企与低市场化进程地区的企业存在较强侵占动机且更惧怕股东退出。因此,民企与低市场化进程地区的企业,退出威胁更能降低定增并购资产估值虚高。

表 8 非控股大股东退出威胁对定增并购资产估值虚高的影响——产权性质和市场环境异质性

变量	民企	国企	市场化进程低	市场化进程高
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Net</i>	-0.267 *** (-4.012)	-0.136 (-1.400)	-0.423 *** (-4.529)	-0.093 (-1.412)
<i>Controls</i>	是	是	是	是
<i>Ind/Year</i>	是	是	是	是
<i>N</i>	221	277	362	136
<i>Adj-R²</i>	0.170	0.077	0.270	0.084

注:*** 表示在 $p < 0.01$ 时有统计学意义;括号内为 *t* 值。

六、简要结论与政策启示

(一)结论

研究发现,退出威胁与资产估值虚高呈负相关关系,股东治理“积极”观得到证实;经理人持股市值、控股股东持股市值及其股权质押发挥正向

调节作用,经理人关系嵌入强度发挥负向调节作用。进一步研究发现,退出威胁对资产估值虚高的治理效应显著提升了企业定增并购绩效;业绩承诺和声誉约束在退出威胁与资产估值间发挥部分中介作用;退出威胁对资产估值虚高的治理效应在退出威胁可信度和强度高、民企和低市场化进程样本中更显著。定增并购资产估值是企业利益相关者不断博弈的结果,非控股大股东力量正在崛起,并深刻影响企业未来治理格局,激励广大中小股东突破“非理性沉默”的壁垒。非控股大股东退出威胁不但能降低高估值风险,也能解决高承诺风险与资产评估市场逆向选择风险。

(二)提出如下政策启示

一是充分发挥非控股大股东退出威胁的治理作用。一方面,监管部门完善上市公司大股东减持或退出的相关规定,降低证券交易成本,提高股票流动性,为非控股股东威胁退出提供良好的制度环境。另一方面,企业应加强正式制度下非控股大股东在董事会、经理层和股东大会上的控制权。特别是股权集中度较高的企业,应该适时推进混合所有制改革,提高大股东多样性,优化企业内部治理结构。

二是利用现代信息技术解决中小股东监督缺位。一方面,监管部门构建数字化智能化监管新格局。金融监管要“长牙带刺”、有棱有角,应借助大数据、人工智能和区块链等数字技术,加强金融监管部门和行业主管部门协作配合,识别分析同行业、同类型资产的运营和估值数据,靶向治理定增并购市场中隐匿的估值操纵现象。同时健全定增并购的数字化信息披露制度,强化资产信息披露的标准化和结构化。另一方面,鼓励中小股东通过社交媒体和股票交易所的信息交流平台监督企业投融资行为,将公司治理边界由传统线下延伸到线上空间,缩短中小股东的监督距离。

三是完善定增并购资产定价制度,助推传统产业转型升级。一方面,监管部门通过审视资产定价的价值影响规律,充分关注关联并购企业的资产信息披露和后续并购绩效,在资产定价错位时积极干预并予以警示,降低个股风险传染引发系统性金融风险;强化资产注入服务实体经济的功能定位,严厉处罚融资套现行为。另一方面,企

业应响应国家“发展新质生产力”“推进新型工业化”的政策导向,积极通过定增并购方式助推传统产业向高端化、智能化、绿色化方向发展,特别是面向生物制造、商业航天、低空经济、量子、生命科学等方向转型升级。而战略性新兴产业和未来产业的资产评估难度较大,这进一步要求企业单独披露定增并购注入资产的财务数据、公开资产评估机构流程、引入多个竞争性资产评估机构,预防定增并购市场的金融风险,赋能我国现代化产业体系建设。

参考文献:

- [1]中共中央.中央金融工作会议在北京举行[N].人民日报,2023-11-01(1).
- [2]中共中央.中央经济工作会议在北京举行[N].人民日报,2023-12-13(1).
- [3]翟进步.并购双重定价安排、声誉约束与利益输送[J].管理评论,2018,30(6):212-226.
- [4]CHO S Y, ARTHURS J D, TOWNSEND D M, et al. Performance deviations and acquisition premiums: the impact of CEO celebrity on managerial risk-taking[J]. Strategic management journal, 2016, 37(13):2677-2694.
- [5]HOPE O K, WU H, ZHAO W. Blockholder exit threats in the presence of private benefits of control[J]. Review of accounting studies, 2017, 22(2):873-902.
- [6]EDMANS A. Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia[J]. Journal of finance, 2009, 64(6):2481-2513.
- [7]祝继高,李天时,YANG T.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.
- [8]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(8):101259.
- [9]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.
- [10]李秉祥,简冠群,李浩.业绩补偿承诺、定增并购双价格偏离与整合效应[J].管理评论,2019,31(4):19-33.
- [11]李姣姣,干胜道.定向增发资产注入、资产评估与利益输送:来自中国证券市场的经验数据[J].海南大学学报(人文社会科学版),2015,33(5):38-45.
- [12]应千伟,韩梦锐,黄丽.并购重组问询函延期答复研究[J].金融研究,2023(4):168-186.
- [13]叶陈刚,崔婧,王莉婕.大股东资产评估操纵的影响因素研究:基于资产收购关联交易的实证检验[J].证券市

场导报, 2018 (4):4-12.

[14]李秉祥, 党怡昕, 简冠群. 控股股东双重控制链特征对定增关联并购资产估值的影响: 兼论业绩承诺的估值纠缠效应[J]. 财贸研究, 2022, 33 (1):97-110.

[15]关静怡, 刘娥平. 业绩承诺增长率、并购溢价与股价崩盘风险[J]. 证券市场导报, 2019 (2):35-44.

[16]朱国泓, 张祖士. 定向增发、资产注入与股市波动: 股权分置改革后的股市脆弱性模型推导及其政策含义[J]. 江西财经大学学报, 2010 (2):20-25.

[17]邢劭思. 多个大股东对企业全要素生产率的影响[J]. 经济问题, 2022 (8):72-78.

[18]余怒涛, 张华玉, 刘昊. 非控股大股东与企业金融化: 蓄水池还是套利工具[J]. 南开管理评论, 2023, 26 (2):96-107.

[19]吕怀立, 李婉丽. 多个大股东是否具有合谋动机: 基于家族企业非效率投资视角[J]. 管理评论, 2015, 27 (11):107-117.

[20]朱冰, 张晓亮, 郑晓佳. 多个大股东与企业创新[J]. 管理世界, 2018, 34 (7):151-165.

[21]许泱, 周少甫, 徐朝辉. 非控股大股东退出威胁对实体企业“脱实向虚”的治理效应研究[J]. 中国软科学, 2021 (11):126-136.

[22]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.

[23]余怒涛, 张华玉, 李文文. 非控股大股东退出威胁究竟威胁了谁: 基于企业投资效率的分析[J]. 中央财经大学学报, 2021 (2):55-72.

[24]张嘉伟, 王铷州, 蒋影. 数字经济与大股东掏空行为: 技术治理的新视角[J]. 经济管理, 2023, 45 (4):64-81.

[25]李粮. 公司治理视角下企业数字使用鸿沟弥合机制研究: 基于利益相关者理论和信号传递理论[J]. 经济问题, 2023 (5):31-40.

[26]吴非, 胡慧芷, 林慧妍, 等. 企业数字化转型与资本市场表现: 来自股票流动性的经验证据[J]. 管理世界, 2021, 37 (7):130-144.

[27]邵剑兵, 王露晔. 企业数字化转型能够抑制高管腐败吗: 基于中小股东参与治理视角[J]. 上海财经大学学报, 2023, 25 (2):64-77.

[28]李芳, 于寅健, 王松. 中小股东网络表达会影响上市公司盈余管理行为吗: 基于二类代理成本的中介效应分析[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2023, 43 (2):75-93.

[29]张倩倩, 姜春子, 张晓玫, 等. 中小投资者积极主义与资本市场效率: 基于股市传闻的分析[J]. 中国工业经济, 2023 (2):169-188.

[30]杨金坤, 傅绍正, 胡国强. 协同治理抑或合谋掏空: 非控股股东网络与企业并购效率[J]. 中国软科学, 2023 (7):202-214.

[31]李百兴, 高蕴哲, 王鹏宇. 连锁非控股股东的内部治理效应研究: 基于控股股东掏空视角[J]. 会计研究, 2023 (3):61-82.

[32]李维, 周建军, 朱琦. CEO 职业关注与企业社会责任披露[J]. 中国软科学, 2021 (2):111-124.

[33]HE J, HUANG J, ZHAO S. Internalizing governance externalities: the role of institutional cross-ownership [J]. Journal of financial economics, 2019, 134 (2):400-418.

[34]陈克兢. 退出威胁与公司治理: 基于盈余管理的视角[J]. 财经研究, 2018, 44 (11):18-32.

[35]CAI C X, HILLIER D, WANG J. The cost of multiple large shareholders [J]. Financial management, 2016, 45 (2):401-430.

[36]刘艺林. IPO 的外部治理效应: 高管激励的视角[J]. 中国软科学, 2022 (1):111-120.

[37]何威风, 李思昊, 周子露. 控股股东股权质押与股份回购[J]. 中国软科学, 2021 (7):106-119.

[38]宋顺林, 翟进步. 大股东操纵资产评估价格了吗: 来自股改后资产注入的经验证据[J]. 经济管理, 2014, 36 (9):145-155.

[39]DOU Y, HOPE O K, THOMAS W B, et al. Blockholder exit threats and financial reporting quality: blockholder exit threats [J]. Contemporary accounting research, 2018, 35 (2):1004-1028.

[40]陈克兢. 非控股大股东退出威胁能降低企业代理成本吗[J]. 南开管理评论, 2019, 22 (4):161-175.

[41]刘晓霞. 从关系嵌入的角度看大股东代理成本: 基于民营上市公司大股东与经营者关系的实证检验[J]. 系统工程, 2016, 34 (3):38-46.

[42]李佳宁, 钟田丽. 企业投资决策趋同: “羊群效应”抑或“同伴效应”: 来自中国非金融上市公司的面板数据[J]. 中国软科学, 2020 (1):128-142.

[43]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.

[44]翟进步, 李嘉辉, 顾桢. 并购重组业绩承诺推高资产估值了吗[J]. 会计研究, 2019 (6):35-42.

[45]冯科, 邢晓旭, 何理. 业绩对赌协议对并购溢价和市场反应的影响[J]. 金融研究, 2023 (1):188-206.

[46]BARBOPOULOS L G, MOLYNEUX P, WILSON J O S. Earnout financing in the financial services industry [J]. International review of financial analysis, 2016 (47):119-132.

(本文责编: 辛 城)