

证券监管市场化提高了企业并购绩效

——基于高管联结的视角

王彩萍 任金洋 黄志宏*

摘 要: 本文以中证中小投资者服务中心行权作为证券监管市场化改革的准自然实验,聚焦高管联结公司的并购活动,探究监管市场化的溢出效应。研究发现,证券监管市场化能够提升联结公司并购绩效,作用路径体现为增强并购活动的外部关注度与内部监督效能,进而提高并购成功率并抑制代理型并购。该效应在信息不对称程度高、管理层利益冲突大及治理水平低的公司中更为凸显;当联结高管为核心高管或非独立董事时,政策效果更强;地理邻近、行业趋同及制度环境优越地区呈现更强的溢出效应。

关键词: 监管市场化;并购绩效;高管联结

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2025.05.10

一、引 言

法与金融学的研究表明,证券监管市场化融合了公共监管机制与私人监督机制,能够有效提升监管效率和投资者保护水平(La Porta et al., 2000)。证券监管市场化是指监管部门以必要的行政手段来保护市场投资者的合法权益,调动其参与公司治理的积极性,最终形成一个以市场化行权监督为主、监管部门行政处罚为辅的监管模式。2014 年由证监会设立并直接管理的中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称中证投服)通过 100 股持股策略构建“半公共-半私人”治理机制:一方面以中小股东身份直接介入公司治理实施监督(陈运森等,2021),另一方面依托公共监管权威形成行政监管与市场约束的协同效应(辛宇等,2020),具有典型的监管市场化特征。鉴于传统公共监管机制存在监管覆盖面较窄和监管威慑性较弱等不足(Mehta and Zhao, 2020;陈运森等,2021),研究证券监管市场化改革对于促进金融监管创新和投资者保护的作用具有重要的学术价值和实践意义。

在企业并购中,利益侵占和内幕交易等代理问题尤为突出,严重损害了中小股东的权益(Andrade et al., 2001; Gokkaya et al., 2023;李善民等,2010)。企业并购不仅是投

* 王彩萍,中山大学国际金融学院、高级金融研究院;任金洋,中山大学国际金融学院;黄志宏,华南理工大学工商管理学院。通信作者及地址:黄志宏,广东省广州市天河区华南理工大学 37 号楼,510641;电话:13824418722;E-mail: huangzhh@scut.edu.cn。本研究得到国家自然科学基金青年项目(72302124)、国家自然科学基金重点项目(72132010,72034002)和国家社会科学基金重点项目(23AGL013)的资助。感谢匿名审稿人和期刊主编的宝贵建议,当然文责自负。

资者关注的热点话题,也是中证投服重点行权议题^①。本文将中证投服监管市场化特点和中国资本市场广泛存在的高管联结现实场景相结合^②,考察监管市场化对与被行权公司具有高管联结关系的企业(以下简称联结公司)并购绩效的监管溢出效应。这种设计不仅能够检验事前监管和全面监管的监管效能,也能较好地缓解实证检验中的自选择问题^③,为评估监管市场化改革成效提供新视角。

本文基于2013—2021年沪深A股非金融上市公司并购样本,以中证投服行权事件作为准自然实验,检验证券监管市场化的溢出效应。具体而言,本文将行权监管前与被行权公司形成高管联结关系的联结公司并购样本作为处理组,将其他企业并购样本作为对照组,研究在行权事件发生后,联结公司并购绩效的变化。研究发现:证券监管市场化能够有效提高联结公司并购绩效。机制检验发现,监管市场化通过增强联结公司的外部关注度(分析师跟踪与网络关注)与内部监督(中小股东参与),抑制其关联交易、高溢价收购及并购后资产剥离等代理行为,进而改善并购价值创造。异质性分析发现,该监管溢出效应在事前代理冲突的公司中更强,且当联结高管担任核心职务或者企业位于同省、同行业时监管溢出效应更强。

本文主要研究贡献在于:第一,以中证投服行权为准自然实验,揭示监管市场化通过高管联结网络产生的跨企业治理效应(陈运森等,2021),为“监管制度设计创新”提供了微观证据,表明监管市场化可协同市场力量弥补传统行政监管在事前预防与全面覆盖上的短板。第二,深化高管联结网络的治理传导机制研究,发现监管溢出效应源于联结公司外部关注度提升与中小股东内部参与监督(褚剑和方军雄,2021),突破了既有文献对网络传导渠道的“黑箱”认知。第三,提供企业并购情景证据,与已有聚焦财务重述、投资者诉讼等事后治理场景的研究不同(Ge et al., 2022;陈克兢等,2023;辛宇等,2020;郑国坚等,2021;何慧华和方军雄,2021),本文以企业并购这一代理冲突频发的决策场景为切入点,证实监管外溢通过抑制代理冲突驱动型并购提升并购价值创造能力(Guariglia and Yang, 2016; Yang et al., 2019;潘红波等,2019),增强了治理效应检验的因果推断力度。

二、制度背景、理论分析与研究假设

(一) 制度背景

监管部门积极探索以市场化改革为导向的证券监管创新,希望通过提高中小股东参与公司治理的积极性,凝聚广泛的市场力量以对上市公司的管理层形成有效约束,最终形成监管部门监管与中小股东监督的协同效应,从而弥补传统行政监管在事前监管和全

① 由作者根据中证中小投资者服务中心网站(<http://www.isc.com.cn/>)对行权信息进行汇总,中证投服超过90%的行权活动都跟并购交易及与之相关的经营治理问题紧密相关。

② 我国超过70%的上市公司之间存在高管联结关系(陈运森和郑登津,2017),广泛存在的高管联结现象为研究中证投服行权手段能否发挥更大范围的全面监管效果提供了现实场景。

③ 中证投服倾向于选择曾受到监管机构处罚、大股东掏空动机强、财务状况较差以及内部治理水平较低的企业作为行权对象(陈运森等,2021;郑国坚等,2021)。而如果只采用中证投服的试点政策作为窗口期,则存在试点时间较短和样本代表性不足等问题(Wang et al., 2023;何慧华和方军雄,2021)。

面监管等方面的不足。证监会在 2014 年 12 月牵头设立了中证投服,旨在借助市场化监管机制来加强和完善中小投资者权益保障体系。2016 年 2 月 19 日,中证投服对上海、广东(不含深圳)和湖南三个试点区域所有上市公司每家买入 100 股股票。2017 年 4 月 14 日,中证投服的行权工作经证监会批准扩展到全国;至当年 5 月 9 日,中证投服完成对我国上市公司的全面持股。

中证投服持股行权具有鲜明的市场化监管内涵:一方面,中证投服立足于股东身份,利用市场化的公司治理机制督促上市公司规范运作和切实保护中小股东投资者利益。例如,中证投服可以凭借股东身份参加股东大会和媒体说明会、发送股东建议函并对公司资料进行现场检查。除了通过行权活动形成示范效应,中证投服本身作为投资者保护公益组织,也积极面向中小投资者开展公益性宣传和教育,并为投资者提供牵头发起股东大会和诉讼问询等监管支持服务。这能够有效降低中小投资者获取信息的难度和维权成本,激发中小股东参与公司治理的意识和积极性。另一方面,中证投服除了具备法律赋予的股东权利以外,还拥有来自行政监管力量的支持。中证投服的主要管理层来自证券监管体系内的专业人士,与交易所、证监会等监管部门保持紧密的合作关系。这使得中证投服在以“监管型小股东”身份与上市公司博弈过程中拥有较大的话语权(陈运森等,2021;何慧华和方军雄,2021)。

(二) 理论分析与研究假设

证券监管市场化一方面拥有监管部门的行政支持,其行权活动能够产生较大的威慑效应;另一方面又能广泛联合以股东为代表的市场投资者,利用市场化的身份和手段直接参与和监督上市公司经营决策(陈运森等,2021;何慧华和方军雄,2021)。因此,监管市场化既能够有效克服传统行政监管资源不足的缺点,又能够激发中小股东的治理意识,降低中小股东直接行使股东权利的难度和成本,避免代理问题导致的中小股东利益和公司价值损毁。特别是在企业并购活动中,普遍存在管理层自利以及大股东掏空等代理问题(Guariglia and Yang, 2016; Yang et al., 2019; 潘红波等,2019),并由此损毁企业并购价值(Gokkaya et al., 2023; 李善民等,2010)。而以中证投服为代表的证券监管市场化改革则通过市场化手段行使股东权利直接参与到公司并购交易中,对并购交易中的标的选择、交易方式和业绩承诺等并购事项进行全方位监督,监管部门也能够基于中证投服的反馈跟进处理形成威慑效应,极大缓解了并购交易中潜在代理问题对中小股东利益和公司价值的损毁(Wang et al., 2023)。高管联结网络则能够将中证投服对单一企业并购交易中代理问题的行权监管效果传递到联结公司的并购交易中,实现监管处罚传递的溢出效应(Ding et al., 2024; Li et al., 2024; Zhong et al., 2017)。原因在于,对公司违规行为的处罚往往会被归因于管理层的领导力不足(Meindl et al., 1985),这也会将利益相关的投资者或证券市场中介机构的注意力引向与之相关的高管联结公司。例如,投资者会更为关注与财务欺诈公司存在高管联结关系公司的代理问题,对联结公司的治理水平和投资者利益侵占问题表示担忧(Kang, 2008)。Li et al.(2024)的研究也发现,当一家公司涉及财务不当行为时,审计师会更加关注那些与高管联结公司的审计风险。同

时,中证投服的市场化特征能够进一步调动中小股东的积极性,通过降低中小股东参与公司治理的成本以帮助其更好地监管联结公司的并购交易,进而实现监管市场化效果的传递。因此,在中证投服行权后,中小投资者和外部分析师与网络媒体对联结公司的关注和监管将得到增强,从而有效地改善联结公司并购活动的治理环境,抑制并购活动中因信息不对称和利益不一致所引发的代理问题(Andrade et al., 2001; Chen et al., 2015)。

一方面,从企业内部中小投资者的角度来说,证券监管市场化能够激励中小股东参与和监督联结公司的并购决策,有效缓解了联结公司与股东之间的利益冲突,进而提高联结公司的并购绩效。在中国特殊的制度背景下,上市公司管理层与控股股东通常为一致行动人,中小股东参与是缓解委托人与代理人利益冲突的重要手段。但受制于信息了解不全面和话语权较小等因素的限制(何慧华和方军雄,2021),中小股东往往很少直接参与企业并购决策,其利益诉求难以得到大股东和公司高管的重视。并且,传统的行政监管模式下,即使中小投资者对公司并购交易中的价值损毁行为存在质疑和担忧,也很难有机会直接参与和监督企业并购决策,陷入“只能关注而非监管”的被动局面。中证投服市场化身份和市场化手段的行权监管特点可在行权后给予中小投资者很好的监管示范效应。这不仅激发了联结公司中小投资者的监管意识和监管需求,还能进一步为其提供委托参加股东大会和诉讼问询等方式的监管服务(何慧华和方军雄,2021;郑国坚等,2021)。在中证投服平台支持下,中小股东会更为主动地参与联结公司的股东大会,并对并购决策更频繁地讨论,避免其中可能出现的代理行为。

另一方面,从企业外部分析师和财经媒体的角度来说,中证投服的行权活动属于负面信息,联结公司的投资者在行权事件曝光后将会提高对公司的信息需求以规避潜在的投资风险。此时,分析师往往能够利用其专业知识和信息加工优势,关注和分析联结公司并购活动中隐藏的负面信息并传递给市场中的投资者,以满足市场对联结公司的信息需求(姜付秀等,2020)。同时,负面信息的挖掘和传播也会吸引财经媒体的大量关注和进一步传播,放大公众的关注与讨论(Dyck et al., 2008)。由此可见,市场化的监管举措能有效调动广泛的外部监督资源,通过吸引分析师跟踪和媒体关注以缓解联结公司与外部投资者之间的信息不对称,抑制联结公司管理层和大股东在并购活动中的代理问题,进而提高企业并购绩效。

基于上述分析,本文提出以下研究假说:

假设1 以中证投服为代表的证券监管市场化能够提高高管联结公司的并购绩效。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

中证投服行权始于2016年,为保证高管联结的处理组公司在中证投服行权当年及其前后时间段均有观测值,且方便考察公司并购后的长期绩效,本文选取2013—2021年沪深A股上市公司并购数据作为初始研究样本。借鉴现有文献做法(陈仕华等,2013;李

善民等,2019),本文按照以下步骤对上市公司并购活动进行筛选:(1)剔除金融业公司;(2)剔除关键指标缺失和财务变量明显错误的公司;(3)要求上市公司交易地位为“买方”,保留并购交易金额大于100万元人民币的年度首次并购完成样本;(4)考虑可能存在的样本选择性偏差干扰,本文进一步剔除被行权公司以及被行权公司高管在行权事件之后重新任职的公司样本。拥有被行权经历的高管在事后的交叉任职选择上会更加谨慎,通过事前的高管联结关系传递行权监管冲击更符合“准自然实验”设定。中证投服行权数据为作者从中证中小投资者服务中心网站的“行权服务”栏目手工整理获得,其他数据来源于国泰安(CSMAR)数据库。

本文在实证分析中使用了多套上市公司数据,为让读者更好地理解最终的数据结构,我们对数据样本的匹配过程做出以下说明:首先,本文对中证投服行权数据手工整理后,得到共计367个行权事项,包括被行权公司股票代码、行权时间和行权事项等信息。其次,本文将CSMAR数据库中的董监高个人特征文件和董监高任职情况表与行权数据匹配,识别在中证投服行权当年被行权公司的高管名单,并根据该高管名单得出与被行权公司存在高管联结关系的联结公司名单。最后,根据联结公司名单信息匹配并购交易数据和公司财务数据,最终得到实证回归的3306个样本数据。其中,处理组一共有256家联结公司,在行权监管发生后,有通过165名高管联结的159家联结公司发起了并购交易。另外,本文也对这165名联结高管在联结公司中的职位分布做了统计,这些联结高管在联结公司中的职务主要包括董事长、总经理、副总经理(副总裁)、财务总监、独立董事等。具体的职位分布见附表A1。^①

(二) 模型设计与变量定义

本文利用式(1)检验证券监管市场化对联结公司并购绩效的影响:

$$Y_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 Treat_i \times Post_t + \beta_2 Treat_i + \lambda Controls + \sum Ind + \sum Year + \epsilon_{ijt}, \quad (1)$$

其中,下标*i*、*j*、*t*分别表示企业、行业以及年份。被解释变量 $Y_{i,j,t}$ 为主并公司的短期并购绩效和长期并购绩效。^② 短期并购绩效用累积超额收益率CAR来衡量。参考已有研究的做法(李善民等,2019),本文采用市场模型法计算CAR,用并购首次公告日前后1天、前后2天和前后5天窗口计算并购事件的累积超额收益率作为短期并购绩效的衡量指标。长期并购绩效BHAR用收购方股票收益率与对应组合收益率之差衡量。借鉴Gregory(1997)的做法,本文计算主并公司并购后12个月、24个月和36个月的BHAR,作为并购长期市场绩效的考察期。

^① 限于篇幅,附录未在正文列示,感兴趣的读者可在《经济学》(季刊)官网(<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>)下载。

^② $CAR = \sum [R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i \times R_{m,t})]$ 。 $R_{i,t}$ 和 $R_{m,t}$ 分别是在*t*日考虑现金红利再投资的股票*i*和市场*m*的日回报率,参数 α 和 β 的估计期间为并购宣告前150个交易日至宣告前30个交易日; $BHAR_{i,T} = \prod_{t=0}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=0}^T (1 + R_{p,t})$ 。 $R_{i,t}$ 和 $R_{p,t}$ 分别是*t*月考虑现金红利再投资的股票*i*和对应投资组合*p*的月回报率。

$Treat$ 为组别变量,若上市公司与被行权公司在行权前存在高管联结关系,则 $Treat$ 赋值为 1,否则赋值为 0; $Post$ 为中证投服行权的时间虚拟变量,在行权当年及以后赋值为 1,否则赋值为 0。 $Treat \times Post$ 为本文关注的核心解释变量,其回归系数反映了证券监管市场化改革对联结公司并购绩效的影响。

此外,借鉴已有研究的做法(Chen et al., 2015; Wang et al., 2023; 陈仕华等, 2013), 本文还加入滞后一期的企业财务层面以及并购条款层面和地区层面的控制变量。具体变量定义见表 1。本模型还控制了行业和年度固定效应。标准误采用行业层面的聚类标准误。为避免极端值对实证结果的影响,本文对所有的连续变量进行了上下 1%分位数的缩尾处理。

(三) 描述性统计

表 1 汇报了主要变量的描述性统计结果。可以发现,短期并购绩效 CAR 的均值为正,但长期并购绩效 $BHAR$ 的均值却为负,表明企业并购虽然在短期内具有积极的市场反应,但长期内却未能创造价值。这与实践中企业并购的财富转移现象相一致,即企业并购在短期内通过推高股价以吸引投资者关注,但在长期内却无法为投资者创造回报,从而严重损害了投资者权益。因此,监管部门更需要关注企业并购活动,以切实保护中小股东权益。

表 1 主要变量的描述性统计

变量名	变量定义	样本量	均值	标准差
$CAR_{[-1,1]}$	首次宣告日前后 1 天的股票累计超额报酬率	3 306	0.02	0.078
$CAR_{[-2,2]}$	首次宣告日前后 2 天的股票累计超额报酬率	3 306	0.024	0.126
$CAR_{[-5,5]}$	首次宣告日前后 5 天的股票累计超额报酬率	3 306	0.024	0.158
$BHAR_{12}$	12 个月的股票超额收益率	3 233	-0.177	0.59
$BHAR_{24}$	24 个月的股票超额收益率	3 233	-0.246	0.878
$BHAR_{36}$	36 个月的股票超额收益率	2 827	-0.228	1.049
$Treat$	与被行权企业已经存在高管联结的公司,赋值为 1,否则为 0	3 306	0.151	0.358
$Post$	行权监管实施当年及以后年度,赋值为 1,否则为 0	3 306	0.066	0.249
$Treat \times Post$	$Treat$ 与 $Post$ 的交互项	3 306	0.066	0.249
TQ	公司市场价值/企业总资产	3 306	1.663	1.244
CF	经营现金流净额/总资产	3 306	0.074	0.076
$Size$	公司总资产的自然对数	3 306	19.555	7.462
Age	公司自上市起的年份数	3 306	8.963	7.705
$Leverage$	公司总负债/总资产	3 306	0.399	0.194
MB	股东权益/公司市值	3 306	0.561	0.269
$Top1$	第一大股东持股比例	3 306	0.354	0.15
$Top\ Minus$	第一、二股东持股比例之差	3 306	0.256	0.176

(续表)				
变量名	变量定义	样本量	均值	标准差
<i>lnsalary</i>	高管薪酬的自然对数	3 306	15.071	0.749
<i>Boardsize</i>	董事总人数的自然对数	3 306	2.401	0.23
<i>Independent Ratio</i>	独立董事人数/董事总人数	3 306	0.382	0.073
<i>Dual</i>	董事长和 CEO 是同一个人 为 1, 否则为 0	3 306	0.264	0.44
<i>Separation</i>	控制权与所有权差值	3 306	0.054	0.077
<i>Payment</i>	纯现金支付为 1, 否则为 0	3 306	0.78	0.414
<i>Underlying Type</i>	股权并购为 1, 否则为 0	3 306	0.675	0.469
<i>Related Mergers</i>	关联交易为 1, 否则为 0	3 306	0.397	0.489
<i>Merger Size</i>	并购交易价值除以收购方的总资产	3 306	0.105	0.341
<i>Area</i>	位于东部地区为 1, 否则为 0	3 306	0.689	0.463
<i>Pilot</i>	中证投服试点持股为 1, 否则为 0	3 306	0.553	0.497
<i>Second City</i>	所在城市是二线及以上城市为 1, 否则为 0	3 306	0.736	0.441

本文进一步比较了联结公司行权冲击前后、联结公司与非联结公司事前的并购绩效差异。在表 2 的 Panel A 中,联结公司在行权监管传递前后的并购绩效均值存在显著差异;在 Panel B 中,非联结公司与行权监管传递前的联结公司在事前的组间差异是不显著的,这也间接说明了在监管传递前联结公司与非联结公司的并购行为是“可比的”。本文还比较了两组样本在高管联结上是否存在系统性差异。通过计算各年度上市公司是否存在高管联结网络关系(*Connect_Dummy*),以及各年度上市公司高管兼任职务的其他上市公司的数量(*Connect_Num*),可以发现,两组样本在高管联结网络强度上并没有显著差异;两组样本的高管联结网络关系均值都超过 0.7;所联结外部上市公司数量均值都超过 3,这一结果与我国广泛存在的高管联结网络现实背景相符合。

表 2 并购绩效变量分组均值比较

变量名	样本量	均值	样本量	均值	组间均值差异	T 值
Panel A: 联结公司 (<i>Treat</i> = 1) 在行权监管传递前后对比						
		<i>Post</i> = 1		<i>Post</i> = 0		
<i>CAR</i> _[−1,1]	219	0.061	280	0.022	0.038	5.495***
<i>CAR</i> _[−2,2]	219	0.069	280	0.026	0.043	3.793***
<i>CAR</i> _[−5,5]	219	0.068	280	0.023	0.045	3.063***
<i>BHAR</i> ₁₂	214	0.247	276	−0.243	0.49	9.355***
<i>BHAR</i> ₂₄	214	0.257	276	−0.392	0.65	7.963***
<i>BHAR</i> ₃₆	152	0.311	276	−0.39	0.701	5.808***
Panel B: 非联结公司与行权监管传递前的联结公司对比						
		<i>Treat</i> = 0		<i>Treat</i> = 1 & <i>Post</i> = 0		
<i>CAR</i> _[−1,1]	2 807	0.017	280	0.022	−0.006	−1.164
<i>CAR</i> _[−2,2]	2 807	0.02	280	0.026	−0.007	−0.824

(续表)

变量名	样本量	均值	样本量	均值	组间均值差异	T 值
$CAR_{[-5,5]}$	2 807	0.02	280	0.023	-0.002	-0.225
$BHAR_{12}$	2 743	-0.203	276	-0.243	0.04	1.093
$BHAR_{24}$	2 743	-0.27	276	-0.392	0.122	2.257**
$BHAR_{36}$	2 399	-0.243	276	-0.39	0.147	2.288**
$Connect_Dummy$	2 807	0.762	280	0.718	0.044	1.632
$Connect_Num$	2 807	3.297	280	3.389	-0.093	-0.463

四、实证结果分析

(一) 基准回归

表 3 列示了证券监管市场化影响联结公司并购绩效的回归结果。其中,第(1)—(3)列的因变量为短期并购绩效 CAR ,第(4)—(6)的因变量为长期并购绩效 $BHAR$ 。可以发现, $Treat \times Post$ 的回归系数均显著为正。同时,本文也注意到证券监管市场化改革对提升联结公司的并购绩效具有极强的经济显著性。以表 3 列(1)为例,相比于对照组,处理组在证券监管市场化改革后,并购绩效的提升幅度为 2.7 倍(0.053/0.02)。其中的原因在于大量价值损毁型的并购活动是由代理问题所驱动。而证券监管市场化有助于抑制代理问题驱动型的并购活动,由此大幅提升了并购绩效。总体而言,上述结果表明证券监管市场化能够通过高管联结这一普遍且重要的微观网络提高联结公司的并购绩效,发挥着广泛的监管效果。^①

表 3 证券监管市场化与联结公司并购绩效

	$CAR_{[-1,1]}$	$CAR_{[-2,2]}$	$CAR_{[-5,5]}$	$BHAR_{12}$	$BHAR_{24}$	$BHAR_{36}$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Treat \times Post$	0.053*** (0.004)	0.064*** (0.006)	0.072*** (0.010)	0.459*** (0.025)	0.537*** (0.033)	0.549*** (0.079)
Controls	是	是	是	是	是	是
Industry FE	是	是	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是	是	是
Observations	3 306	3 306	3 306	3 233	3 233	2 827
调整后 R^2	0.128	0.134	0.141	0.115	0.0862	0.085

注:括号内是聚类到行业层面的聚类标准误;***、**、*分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著,下同。考虑到篇幅限制,报告中的控制变量包括组别变量 $Treat$ 以及滞后一期的企业财务层面、并购条款层面和地区层面变量,下同。

^① 本文也比较了与之类似的股东联结作为连接体所发挥的监管溢出效应。结果发现,尽管股东联结公司的并购绩效也显著为正,但高管联结的溢出系数要显著大于股东联结的溢出系数,高管联结在溢出效应传递中更为重要。详细回归结果见附表 A2 和附表 A3。

(二) 稳健性检验

1. 事前趋势检验

本文进行如下稳健性检验以确保研究设计满足交错 DID 模型的应用假设。一是采用事件研究法对事前趋势进行检验。图 1 分别表示企业短期并购绩效和长期并购绩效的事前趋势检验结果。^① 可以发现,在中证投服行权前,处理组与对照组之间的企业并购绩效不存在显著差异,这说明本文的研究设计未拒绝事前趋势平行的假设。同时,随着时间推移,中证投服行权对联结公司并购绩效的提升作用稳步上升,表明市场化的监管效果具有持久性。

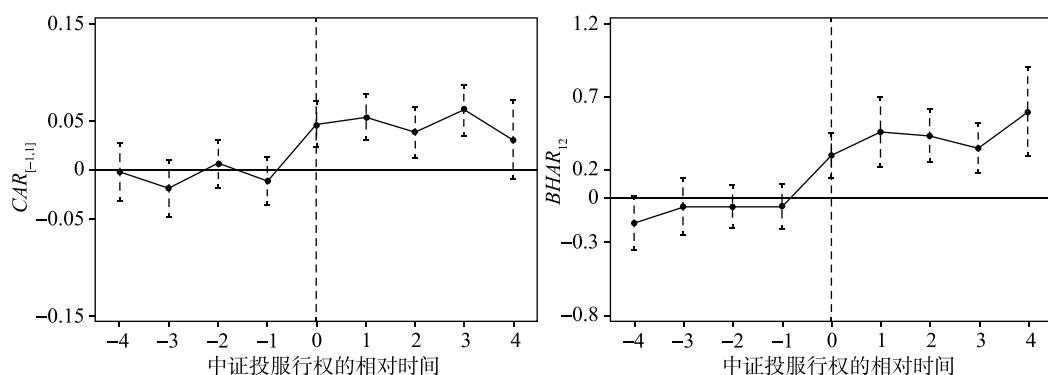


图 1 事前趋势检验

2. 其他敏感性分析

除事前趋势检验外,本文还分别使用倾向得分匹配检验、使用插补估计量进行交错 DID 异质性处理效应检验、随机生成“联结公司名单”并重复 1 000 次的安慰剂检验(Placebo Test)、控制企业固定效应、剔除早期行权样本以及替换被解释变量与解释变量的度量方法对回归结果进行稳健性检验,结论保持不变。^②

五、作用机制检验

(一) 改善联结公司的治理环境

首先,本文以股东大会网络投票比例(*Online Vote*)和并购议题讨论度(*MA Discussion*)来反映中小股东参与联结公司并购活动的活跃度。网络投票是中小股东参与公司治理的重要渠道,并且股东大会对并购议题的讨论能够更加直接地反映中小股东是否会因为中证投服行权而参与联结公司的并购活动。其次,本文采用网络关注度(*Network Attention*)和分析师关注度(*Analyst Coverage*)来反映联结公司的外部关注水平。公司网络关注度作为重要外部监督治理机制,通过影响经理人声誉有效约束管理层侵害中小

^① 限于篇幅,本文只汇报窗口期分别为前后一天和并购后 12 个月的结果。其余被解释变量的结果保持一致,留存备案。

^② 具体检验结果见附录 I。

股东权益的行为；而分析师作为资本市场重要的信息中介，对于公司特质性信息的挖掘、传播、解读和识别具有重要作用。表4的回归结果显示，中证投服行权能够促进中小股东对联结公司内部监督，并增加分析师和媒体对联结公司的外部关注。这表明在行权事件后，联结公司中小股东会警惕潜在代理问题，从被动旁观转向主动质询并购估值或溢价合理性等问题，进而改善并购活动的治理环境。

表4 证券监管市场化与联结公司治理环境

	内部监督		外部关注	
	<i>Online Vote</i>	<i>MA Discussion</i>	<i>Network Attention</i>	<i>Analyst Coverage</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.097*** (0.010)	0.594*** (0.048)	0.186*** (0.022)	0.726*** (0.075)
Controls	是	是	是	是
Industry FE	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是
Observations	3 306	3 306	3 306	2 923
调整后 R ²	0.720	0.124	0.317	0.244

(二) 抑制联结公司代理问题驱动型的并购行为

本节探讨证券监管市场化是否切实减少联结公司在并购活动中的代理问题，为前文的理论分析提供更为直接的经验证据。现有文献表明，大量价值损毁型的并购活动是由代理问题所驱动发生的(Guariglia and Yang, 2016; Gokkaya et al., 2023)。监管市场化溢出效应缓解联结公司代理冲突后，提升了联结公司并购决策效率，这将有助于增加企业并购完成率。为此，本文重新构建包含已完成交易和取消交易的并购样本，并定义虚拟变量并购交易完成率 *MA Completion* (当该次并购顺利完成，则 *MA Completion* 赋值为1；反之，赋值为0)。表5列(1)回归结果表明，监管市场化提高了联结公司并购完成率，联结公司并购决策更加有效率。

在此基础上，本文进一步探讨联结公司并购效率的提升是否归功于代理问题驱动型并购交易的减少。已有研究发现，关联并购(*Related Mergers*)往往较为隐蔽和复杂，为控股股东和管理层的自利行为提供了空间，最终侵占了中小股东权益，损毁企业并购价值(Guariglia and Yang, 2016; Yang et al., 2019)。而并购溢价越高，表明并购活动越有可能是由于管理层为了追逐个人利益而实施的代理问题驱动型并购(潘爱玲等，2018)。同时，代理问题驱动型并购在后续并购整合中失败的可能性更大，表现为更容易在并购后发生资产剥离(Kaplan and Weisbach, 1992)。因此，本文探究了行权监管冲击对联结公司关联并购、并购溢价以及资产剥离的影响。其中，本文将并购溢价率(*Premium*)定义为交易总价与交易标的净资产差值占交易标的净资产的比例；资产剥离(*Divestitures*)的定义是联结公司并购交易完成后，是否在未来两年内存在上市公司出售实

物资产、无形资产、股权和债权或存在子公司出售资产情况。表 5 列(2)—(4)的回归结果显示,监管市场化能够减少联结公司关联并购、并购溢价以及事后资产剥离的可能性,这意味着监管市场化有效地抑制了联结公司代理问题驱动型的并购活动。

表 5 证券监管市场化与联结公司并购中的代理问题改善

	<i>MA Completion</i>	<i>Related Mergers</i>	<i>Premium</i>	<i>Divestitures</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.154*** (0.033)	−0.101*** (0.032)	−0.013*** (0.002)	−0.084*** (0.024)
Controls	是	是	是	是
Industry FE	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是
Observations	4 376	3 306	3 306	3 306
调整后 R ²	0.0510	0.138	0.0848	0.118

注:第(1)列样本包含了并购完成和取消交易的样本,这意味着上市公司一年内发起的多次并购事件均被保留,其中的控制变量只包括了企业财务层面的变量;第(2)列中的控制变量在前文基础上除去关联交易变量;第(3)—(4)列中的控制变量与前文一致,包括企业财务层面和并购条款层面的变量。

六、进一步分析

(一) 联结公司事前代理问题与监管市场化效果

前文理论分析认为,有效缓解联结公司的代理问题是证券监管市场化提高联结公司并购绩效的主要原因。基于这一逻辑,本文推断证券监管市场化的溢出效果应在潜在代理问题更严重的联结公司中更大。为此,本文分别从中证投服成立前一年上市公司的信息不对称程度、管理层与股东潜在的利益冲突以及综合公司治理水平三个维度来衡量联结公司事前代理问题的严重程度,并使用 *KV* 指数、管理层持股比例(*MS*)以及公司综合治理水平 *CG* 指数分别反映企业信息披露程度、利益不一致问题以及综合治理水平。

表 6 汇报了相应回归结果,可以发现,在信息不对称程度越大、利益不一致问题越严重以及治理水平越低时,监管市场化对联结公司并购绩效的影响也越大,即监管市场化效果对于事前代理问题严重的联结公司影响更大,进一步证明有效缓解联结公司的代理问题是监管市场化提高联结公司并购绩效的主要原因。

表 6 证券监管市场化、联结公司事前代理问题与并购绩效

	<i>CAR</i> _[−1,1]	<i>BHAR</i> ₁₂	<i>CAR</i> _[−1,1]	<i>BHAR</i> ₁₂	<i>CAR</i> _[−1,1]	<i>BHAR</i> ₁₂
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Treat</i> × <i>Post</i> × <i>KV</i>	0.013 * (0.007)	0.209*** (0.026)				

(续表)

	$CAR_{[-1,1]}$	$BHAR_{12}$	$CAR_{[-1,1]}$	$BHAR_{12}$	$CAR_{[-1,1]}$	$BHAR_{12}$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Treat \times Post \times MS$			-0.087*** (0.027)	-0.653*** (0.115)		
$Treat \times Post \times CG$					-0.024*** (0.003)	-0.187*** (0.024)
Controls	是	是	是	是	是	是
Industry FE	是	是	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是	是	是
Observations	3 306	3 233	3 306	3 233	3 306	3 233
调整后 R^2	0.131	0.119	0.131	0.120	0.132	0.119

注：考虑到篇幅限制，交互项的其他单项变量未在表中展示。

(二) 横截面检验

联结高管本身作为行权监管经历者也能够实现监管效应的传递。当高管在联结公司担任核心高管或非独立董事等重要岗位时，会更加在意自身声誉、避免与违规行为挂钩，也会更积极地参与对联结公司的监督和治理，对联结公司并购绩效监管溢出效果也会越大。本文依据附表 A1 中的联结公司高管职位信息，将董事长、总经理、副总经理以及财务总监划分为核心高管联结，其余高管联结划分为普通高管联结。表 7 中 Panel A 的实证结果表明，证券监管市场化对核心高管联结和普通高管联结的公司并购绩效都有显著的正向影响，并且对核心高管联结公司并购绩效的影响程度会更大。另外，考虑到独立董事往往发挥的是咨询职能，我们也将联结高管划分为独立董事和非独立董事。表 7 中 Panel B 报告了这一结果：以独立董事作为连接体检验发现中证投服行权的溢出效应依然存在，但非独立董事联结受到的冲击更大，非独立董事联结的监督职能更好地传递了监管溢出效应。本文还探究了高管声誉机制与监管传递（内部监督与外部关注）的交互逻辑，发现核心高管及非独立董事因更高的职业声誉敏感度，受到的内部监督与外部关注会更多。^① 这进一步表明，高管声誉成本放大了监管信号的传递强度，联结公司对中证投服行权的威慑效应响应更迅速，从而形成“声誉压力-治理参与-并购优化”的因果链条显性化。

表 7 基于联结高管异质性的监管市场化效果分析

	$CAR_{[-1,1]}$	$CAR_{[-1,1]}$	$BHAR_{12}$	$BHAR_{12}$
	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A: 是否核心高管	核心高管联结	普通高管联结	核心高管联结	普通高管联结
$Treat \times Post$	0.068*** (0.008)	0.051*** (0.004)	0.818*** (0.105)	0.335*** (0.028)

① 考虑到篇幅限制，并未在正文中展示，留存备索。

(续表)

	$CAR_{[-1,1]}$	$CAR_{[-1,1]}$	$BHAR_{12}$	$BHAR_{12}$
	(1)	(2)	(3)	(4)
Controls	是	是	是	是
Industry FE	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是
Observations	3 185	3 245	3 116	3 173
调整后 R^2	0.128	0.125	0.120	0.102
$Treat \times Post$ 系数差异	0.017**		0.483***	
Panel B:是否独立董事	独立董事联结	非独立董事联结	独立董事联结	非独立董事联结
$Treat \times Post$	0.042***	0.069***	0.358***	0.640***
	(0.005)	(0.006)	(0.027)	(0.075)
Controls	是	是	是	是
Industry FE	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是
Observations	3 194	3 236	3 122	3 167
调整后 R^2	0.120	0.134	0.0988	0.115
$Treat \times Post$ 系数差异	-0.026**		-0.282**	

注：在上述分组回归中，由于分组变量必须与被行权高管存在高管联结关系（只在处理组中有），因此无法对全部并购样本直接分组回归。本文采取的方法是，先根据处理组的分组变量进行分组（例如形成处理组 1 和处理组 2），然后再分别加入基准回归的对照组，进而形成上述分组回归中各自的回归样本（即处理组 1+对照组；处理组 2+对照组）。

此外，相较于被行权公司与联结公司处于不同地区或不同行业，两者处于同一省份或同一行业更有利于彼此之间的信息交流，联结公司更容易从被行权公司了解到相关的监管细节，并学习如何有效改善治理环境和减少代理问题，从而规避可能的监管风险。另外，监管市场化需要有匹配监管机构的处罚跟进才能够对上市公司产生较大的威慑效应。考虑到地区制度环境越完善，该地区对中小股东利益保护力度和公司内部人违规行为的处罚力度也会越大(Wang et al., 2023)。本文后续的异质性检验支持了上述分析，监管市场化效果在同一省份或同一行业，以及市场化水平或法治化水平更高的地区中，对联结公司并购绩效的影响更强。^①

七、政策含义

证券监管市场化改革是完善金融监管体系、提升资本市场服务实体经济能力的重要举措。本文以中证投服行权为切入点，揭示了证券监管市场化对高管联结公司并购绩效的治理效应。本研究结论不仅为其他高代理成本场景，如关联交易审查、内幕交易防控等提供了监管范式；也可借鉴关键决策者（如核心高管）的声誉约束机制，进一步推动监管市场化在产业链整合、跨区域资本配置等复杂场景中的效能释放。基于上述结果，本

^① 具体检验结果见附录 II。

文分别从提高监管效率、激发投资者积极性以及指导企业决策三方面提出如下政策启示：第一，细化监管市场化机制。监管部门应以中证投服行权为范本，深化“平台+市场”监管模式，通过制度设计（如典型案例示范推广）强化投资者参与公司治理的正向激励，同时构建高管关联信息共享系统，利用网络化监管放大处罚溢出效应。第二，激活投资者治理参与。中小投资者可依托市场化平台（如中证投服）行使提案权、质询权，形成对并购等高代理成本行为的常态化监督。投资决策应纳入高管联结网络分析框架，关注企业受监管外溢影响的治理效应，通过市场选择机制引导资本向治理规范标的集聚。第三，优化企业治理与战略决策。企业需主动对接监管市场化要求，增强并购透明度与决策科学性，重点防范关联交易、高溢价收购等代理行为。高管联结应转化为治理资源而非利益输送渠道，通过强化高管责任约束与声誉机制，实现投资者利益与企业发展的长效协同。

参考文献

- [1] Andrade, G., M. Mitchell, and E. Stafford, “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, 2001, 15(2), 103-120.
- [2] 陈克兢、熊熊、杨国超、张维, “中小投资者保护制度创新与资本市场定价效率提升——基于投服中心行权的证据”, 《经济学》(季刊), 2023年第6期, 第2297—2314页。
- [3] 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”, 《管理世界》, 2013年第12期, 第117—132+187—188页。
- [4] Chen, T., J. Harford, and C. Lin, “Do Analysts Matter for Governance? Evidence from Natural Experiments”, *Journal of Financial Economics*, 2015, 115(2), 383-410.
- [5] 陈运森、袁薇、李哲, “监管型小股东行权的有效性研究：基于投服中心的经验证据”, 《管理世界》, 2021年第6期, 第142—158+9+160—162页。
- [6] 陈运森、郑登津, “董事网络关系、信息桥与投资趋同”, 《南开管理评论》, 2017年第3期, 第159—171页。
- [7] 褚剑、方军雄, “‘惩一’必然‘儆百’吗？——监管处罚间接威慑失效研究”, 《会计研究》, 2021年第1期, 第44—54页。
- [8] Ding, X., Y. Kang, and F. Wang, “Penalties for Information Disclosure Violations and Independent Directors’ Dissenting Behaviors at Director-Interlocked Firms: Spillover Effects Through Director Networks”, *European Accounting Review*, 2024, 1-22.
- [9] Dyck, A., N. Volchkova, and L. Zingales, “The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia”, *Journal of Finance*, 2008, 63(3), 1093-1135.
- [10] Ge, W., C. Ouyang, Z. Shi, and Z. Chen, “Can a Not-for-Profit Minority Institutional Shareholder Make a Big Difference in Corporate Governance? A Quasi-Natural Experiment”, *Journal of Corporate Finance*, 2022, 72, 102125.
- [11] Gokkaya, S., X. Liu, and R. M. Stulz, “Do Firms with Specialized M&A Staff Make Better Acquisitions?”, *Journal of Financial Economics*, 2023, 147(1), 75-105.
- [12] Gregory, A., “An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 1997, 24(7-8), 971-1002.
- [13] Guariglia, A., and J. Yang, “A Balancing Act: Managing Financial Constraints and Agency Costs to Minimize Investment Inefficiency in the Chinese Market”, *Journal of Corporate Finance*, 2016, 36, 111-130.
- [14] 何慧华、方军雄, “监管型小股东的治理效应：基于财务重述的证据”, 《管理世界》, 2021年第12期, 第176—

- 195 页。
- [15] 姜付秀、申艳艳、蔡欣妮、姜禄彦,“多个大股东的公司治理效应:基于控股股东股权质押视角”,《世界经济》,2020 年第 2 期,第 74—98 页。
- [16] Kang, E., “Director Interlocks and Spillover Effects of Reputational Penalties from Financial Reporting Fraud”, *Academy of Management Journal*, 2008, 51(3), 537-555.
- [17] Kaplan, S. N., and M. S. Weisbach, “The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures”, *Journal of Finance*, 1992, 47(1), 107-138.
- [18] Kedia, S., and S. Rajgopal, “Do the SEC’s Enforcement Preferences Affect Corporate Misconduct?”, *Journal of Accounting and Economics*, 2011, 51(3), 278-302.
- [19] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1), 3-27.
- [20] Li, R., W. Cai, and Z. Wang, “The Spillover Effects of Financial Misconduct on Director-Interlocked Firms: Evidence from Auditor Scrutiny”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 2024, 51(1-2), 511-554.
- [21] 李善民、陈玉罡、辛宇,“并购的价值创造、产业重组与经济安全国际会议综述”,《管理世界》,2010 年第 1 期,第 157—161 页。
- [22] 李善民、杨继彬、钟君煜,“风险投资具有咨询功能吗?——异地风投在异地并购中的功能研究”,《管理世界》,2019 年第 12 期,第 164—180+215—216 页。
- [23] Mehta, M. N., and W. Zhao, “Politician Careers and SEC Enforcement against Financial Misconduct”, *Journal of Accounting and Economics*, 2020, 69(2), 101302.
- [24] Meindl, J. R., S. B. Ehrlich, and J. M. Dukerich, “The Romance of Leadership”, *Administrative Science Quarterly*, 1985, 30(1), 78-102.
- [25] 潘爱玲、刘文楷、王雪,“管理者过度自信、债务容量与并购溢价”,《南开管理评论》,2018 年第 3 期,第 35—45 页。
- [26] 潘红波、饶晓琼、张哲,“并购套利观:来自内部人减持的经验证据”,《经济管理》,2019 年第 3 期,第 107—123 页。
- [27] Sun, L., and S. Abraham, “Estimating Dynamic Treatment Effects in Event Studies with Heterogeneous Treatment Effects”, *Journal of Econometrics*, 2021, 225(2), 175-199.
- [28] Wang, X., J. Xiong, C. Ouyang, and F. Zhang, “I Feel Your Pain: The Effect of Regulator as a Minority Shareholder on Merger and Acquisition Performance”, *Abacus*, 2023, 59(1), 437-465.
- [29] 辛宇、黄欣怡、纪蓓蓓,“投资者保护公益组织与股东诉讼在中国的实践——基于中证投服证券支持诉讼的多案例研究”,《管理世界》,2020 年第 1 期,第 69—87+235 页。
- [30] Yang, J., A. Guariglia, and J. Guo, “To What Extent Does Corporate Liquidity Affect M&A Decisions, Method of Payment and Performance? Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, 2019, 54, 128-152.
- [31] 郑国坚、张超、谢素娟,“百股义士:投服中心行权与中小投资者保护——基于投服中心参与股东大会的研究”,《管理科学学报》,2021 年第 9 期,第 38—58 页。
- [32] Zhong, Q., Y. Liu, and C. Yuan, “Director Interlocks and Spillover Effects of Board Monitoring: Evidence from Regulatory Sanctions”, *Accounting & Finance*, 2017, 57(5), 1605-1633.

Market-Oriented Securities Regulation and Corporate M&A Performance: Evidence from Executive Interlock Networks

WANG Caiping REN Jinyang

(Sun Yat-sen University)

HUANG Zhihong*

(South China University of Technology)

Abstract: This study leverages the China Securities Investor Services Center (CSISC) shareholder activism as a quasi-natural experiment to examine the spillover effects of regulatory marketization on M&A performance in executive-interlocked firms. Results show that market-oriented regulation significantly enhances interlocked firms' M&A outcomes by amplifying external scrutiny (e.g., analyst coverage) and internal monitoring (e.g., shareholder participation), thereby curbing agency-driven acquisitions. These effects are stronger in firms with severe information asymmetry, managerial conflicts, or weak governance, and when interlocked executives hold core roles or non-independent directorships. Spillovers also intensify in geographically proximate regions, homogeneous industries, and advanced institutional environments.

Keywords: regulatory marketization; M&A performance; executive connections

JEL Classification: K23, G34, G38

* Corresponding Author: HUANG Zhihong, School of Business Administration, South China University of Technology, Guangzhou, Guangdong 510641, China; Tel: 86-13824418722; E-mail: huangzhh@scut.edu.cn.