

连锁机构投资者的双重功能与企业并购价值

张志平 潘爱玲 吕风光

【摘要】连锁机构投资者作为同时持有多家企业股权的特殊机构投资者,在企业并购过程中除了传统意义上的治理功能外,还扮演着作为专业投资者的咨询角色,其双重功能和角色对于企业并购价值具有重要影响。本文以中国资本市场2008—2018年发生并购事件的A股上市公司为样本,基于咨询和治理的双重功能视角,考察连锁机构投资者对企业并购价值的影响。研究发现,连锁机构投资者有利于企业并购价值的创造;机制检验发现,连锁机构投资者利用并购经验机制和行业信息机制在并购价值创造中发挥了咨询功能;利用对大股东的监督机制和对管理层的激励机制,在并购价值创造中发挥了积极的治理功能。进一步检验表明,在民营上市公司、以稳定型机构投资者为主的公司中,连锁机构投资者的并购价值创造效应更为显著;机构调研活动是连锁机构投资者提高并购价值的重要作用渠道。本文研究结论为连锁机构投资者在企业发展中的功能研究和角色认知提供了新的经验证据,丰富了我国连锁机构投资者的经济后果研究,对企业高质量发展和资本市场监管都具有重要的启示意义。

【关键词】连锁机构投资者;并购价值;咨询功能;治理功能

【作者简介】张志平,女,山东大学商学院,副教授,硕士生导师,管理学博士,研究方向为企业并购、公司治理和公司财务,电子邮箱:zhiping211@126.com(威海 264209);潘爱玲(通讯作者),女,山东大学管理学院,教授,博士生导师,经济学博士,研究方向为企业并购和文化产业投融资,电子邮箱:pal@sdu.edu.cn(济南 250100);吕风光,男,西安交通大学人文社会科学学院,硕博连读研究生,研究方向为社会网络和企业并购,电子邮箱:lvfg1999@126.com(西安 710049)。

【原文出处】《经济管理》(京),2022.11.148~166

【基金项目】国家自然科学基金青年项目“中国情境下并购目标公司选择的动因与效应研究:产业政策视角”(71902099);国家社会科学基金重点项目“企业绿色并购的驱动因素、决策选择与长效机制研究”(19AGL010)。

一、引言

并购是企业实现快速成长目标的重要战略行为,但是,管理层的机会主义并购(潘红波和余明桂,2014)^[1]、并购双方的信息不对称(Palepu, 1986)^[2]以及低质量的并购整合(DePamphilis, 2005)^[3]等,都会破坏企业的并购价值。已有文献发现,机构投资者会影响企业的并购价值创造(周绍妮等, 2017^[4];张志平和鞠传宝, 2021^[5]),但是,同时持有多家企业股权的连锁

机构投资者对企业并购价值创造是否存在异质性的影响?已有研究在这方面的探讨有待进一步深化。

作为资本市场的重要投资主体,机构投资者通过持有多家企业股权可以降低投资组合的非系统风险,获得较为稳定的投资组合收益,因此机构投资者同时持有多家企业股权的现象日益普遍。据统计,美国超过60%的上市公司存在同时持有多家企业股权的机构投资者(He和Huang, 2017)^[6],中国也有

超过30%的上市公司存在这类机构投资者(杜勇等, 2021)^[7]。本文以同时持有两家及以上企业超过3%^①股权的机构投资者为研究对象,借鉴He等(2019)^[8]、潘越等(2020)^[9]关于连锁股东的定义,将这类机构投资者定义为连锁机构投资者,将它们持有的多家企业股权定义为连锁持股。连锁持股是机构投资者基于市场机制而形成的独特属性,这种属性构建起一种机构投资者与公司间的新型关系,它们可能促成持股企业间的有效产品协作(He和Huang, 2017)^[6],也可能通过同业企业的合谋来扭曲定价机制(Azar等, 2018)^[10]。显然,连锁机构投资者对企业发展的影响更具复杂性和多元化。

学术界关于连锁机构投资者治理功能的研究,存在协同治理有效观(Ramalingegowda等, 2020^[11];杜勇等, 2021^[7])和合谋治理无效观(He和Huang, 2017^[6]; Azar等, 2018^[10])两种截然不同的观点。连锁机构投资者作为资本市场的重要主体,以最大化投资组合价值为目的(潘越等, 2020)^[9],但是中国资本市场上的“一股独大”问题,导致机构投资者“用手投票”治理的“无力”和“用脚投票”治理的“无奈”(杜勇等, 2021)^[7],那么由此形成一个疑问,连锁机构投资者为企业决策服务的方式除了发挥治理作用,是否还会具有咨询作用呢?本文借鉴刘浩等(2012)^[12]、李善民等(2019)^[13]的研究,将连锁机构投资者的功能区分为咨询功能和治理功能。咨询功能是指连锁机构投资者利用所储备的知识经验和信息,为企业决策充当顾问,提供咨询建议;治理功能是指作为股东身份,连锁机构投资者通过各种治理方式,缓解企业各类代理冲突,提升治理效率。本文认为,连锁机构投资者对企业并购价值创造具有咨询和治理双重功能。那么,在多元化投资情境下,具有投资组合价值最大化动机的连锁机构投资者,如何利用咨询和治理功能对企业并购价值创造发挥作用?连锁机构投资者发挥咨询和治理双重功能的路径和机制是什么?为此,本文以2008—2018年沪深A股发生并购事件的公司为样本,深入考察连锁机构投资者对企业并购价值的影响及其作用机制。

本文的增量贡献包括:第一,首次尝试从连锁持股视角探究机构投资者的咨询和治理双重功能,为

全面系统揭示连锁机构投资者在企业发展中的作用提供了新的证据支持。第二,丰富了连锁机构投资者效应的研究文献。本文机制检验将连锁机构投资者的行业范畴从同行业扩展到跨行业,发现机构投资者的跨行业持股能为企业跨行业并购提供更多的信息咨询,是对连锁机构投资者效应研究的重要补充。第三,拓展了企业并购价值影响因素的研究边界。本文通过探索连锁机构投资者对并购价值创造的作用机理,不但丰富和拓展了企业并购价值影响因素的研究文献,而且对企业并购决策具有重要的借鉴价值。

二、文献回顾与研究假设

1. 连锁机构投资者:“股东”身份与“顾问”身份的双重角色扮演

关于连锁机构投资者的经济后果,已有研究主要从持有同行业多家企业股权的视角出发,认为连锁机构投资者会形成协同治理效应或市场合谋效应。协同治理效应观点认为,机构投资者同时持有同行业多家企业股权可形成企业间的协同治理,连锁机构投资者能更好地发挥监督治理功能。He等(2019)^[8]发现持有同行业其他企业股权的机构投资者更有可能在股东大会上对CEO提案发表反对意见,履行监管职责。Ramalingegowda等(2020)^[11]发现持有同行业其他公司股权的机构投资者有助于减少管理层操纵盈余的空间,抑制盈余管理,提高会计信息质量。杜勇等(2021)^[7]发现,持有同行业多个企业股权的机构投资者利用同行业的枢纽效应和规模效应,发挥了抑制盈余管理的协同治理效应。李学峰和杨盼盼(2020)^[14]发现基金类机构投资者持有同行业其他公司的股权,能够增强对公司管理层隐藏坏消息的监督效应,从而有助于降低公司未来的股价崩盘风险。与之相反的是,市场合谋效应观点则认为连锁机构投资者增加了同行业企业间市场合谋信息交流和资源共享的便利,导致治理低效甚至无效。He和Huang(2017)^[6]发现持有同行业多家公司股权的机构投资者会促使持股企业间通过合谋来减少市场份额竞争。Azar等(2018)^[10]发现持有同行业多家公司股权的机构投资者扭曲了市场定价机制,提高了产品定价水平。此外,少部分研究从同时持有交易双

方股权的视角出发,认为持有供应链交易双方股权的机构投资者有利于企业供应链关系的稳定和交易成本的降低(Freeman, 2018)^[15],持有并购交易双方股权的机构投资者有利于主并方降低并购溢价和提高长期并购绩效(Brooks等, 2018)^[16]。

既有文献关于连锁机构投资者对企业影响的研究基本都从连锁机构投资者的股东身份展开,忽视了机构投资者作为外部投资者的“顾问”身份,从而导致连锁机构投资者咨询功能研究的缺失;并且研究过程中对机构投资者持有的多家企业类型进行了限定,仅考虑同行业企业以及交易双方的企业间关系,缺乏对机构投资者投资行业异质性的关注。因此,本文突破连锁机构投资者“同行业持股”的限制,立足多行业持股的范畴,通过聚焦于企业并购价值创造的过程,从咨询和治理双重功能整合视角,全面考察连锁机构投资者对企业并购价值的影响,并探讨其作用机制,有助于拓展连锁机构投资者的功能研究和角色认知,丰富连锁机构投资者效应的相关文献。

2. 连锁机构投资者的咨询功能与并购价值创造

企业并购过程中面临着较高的风险与不确定性,半数以上并购并没有为企业创造价值(Sirower和O' Byrne, 1998)^[17]。并购未能实现价值创造的原因很多,比如较高的信息成本(潘红波和余明桂, 2014)^[11]、不恰当的并购目标选择(Palepu, 1986)^[2]、高额的并购溢价(Li等, 2019)^[18]以及并购后的无效整合(DePamphilis, 2005)^[3]等。其中,并购双方的信息不对称是并购无法实现创造价值的重要原因(Hansen, 1987^[19]; 陈仕华等, 2013^[20])之一,其导致并购目标选择盲目、并购估值风险增加以及并购资源整合难度提高。作为打破信息不对称和提高企业并购价值创造的重要机制,连锁机构投资者具有现时联结和跨时联结的特点,集聚了更多的信息优势和经验优势,从而可以在并购过程中发挥重要的咨询功能。

作为特殊的外部投资者,连锁机构投资者以机构投资者为联结纽带实现企业之间的弱联结(黄灿和李善民, 2019)^[21]。弱联结优势理论认为,弱联结双方之间拥有较多异质性信息,可以传递非冗余信息(Granovetter, 1973)^[22]。连锁机构投资者的联结功能,

一方面可促使持股企业间产生直接关联;另一方面可作为类结构洞^②成为沟通持股企业间的“信息桥”。连锁机构投资者对企业间异质信息传递发挥重要作用,尤其是并购目标所在行业的信息传递,为并购价值创造提供更多异质性行业信息,降低行业不确定性风险。此外,基于烙印理论,连锁机构投资者还具有特殊的经验优势,它们在投资实践中不断学习,在动态调整投资组合过程中被打上环境的烙印(Simsek等, 2015)^[24],并在此基础上凝结为连锁机构投资者的经验优势,尤其是行业管理经验和并购经验。因此,连锁机构投资者同时具有信息优势和经验优势。

信息优势和经验优势是连锁机构投资者发挥咨询功能的根本。一方面,连锁机构投资者的行业信息优势有利于降低并购目标选择的盲目性。目标公司选择的恰当与否是并购价值创造的重要影响因素(Palepu, 1986)^[2],优质并购标的是并购价值创造的保障。连锁机构投资者掌握的并购目标所属行业信息,在并购决策时有利于降低并购目标选择的信息不对称,提高并购目标选择的合理性和精准性,为并购价值创造奠定基础;在并购整合过程中,连锁机构投资者的行业信息管理优势有利于提高主并方和被并方之间的行业整合效率,促进并购协同效应的创造。另一方面,连锁机构投资者的并购经验影响并购价值。连锁机构投资者的并购经验,对企业并购决策具有重要的借鉴价值(Beckman和Haunschild, 2002)^[25],可为企业并购决策提供依据,降低并购交易风险,提高并购整合效率,有利于创造更高的并购价值。因此,连锁机构投资者通过发挥咨询功能,将其拥有的并购经验和行业信息传递给企业决策层,从而缓解并购目标选择的信息不对称,降低并购交易风险,提高并购整合效率,促进并购价值的创造。

3. 连锁机构投资者的治理功能与并购价值创造

连锁机构投资者是否愿意参与公司治理,促进企业并购价值创造,主要取决于连锁机构投资者的治理意愿。现有研究发现,机构投资者在治理过程中可能会发挥三种不同的作用:一是基于有效监督假说,机构投资者会采用“用手投票”的方式,积极主

动地参与公司治理(李越冬和严青,2017)^[26];二是基于无效监督假说,机构投资者往往采取“用脚投票”的方式消极被动地应对企业决策(Parrino等,2003)^[27];三是基于竞争合谋假说,机构投资者会由于利益冲突或者压力与管理层结成同盟,从而共同损害其他利益相关者的权益,以谋取机构投资者私利(傅勇和谭松涛,2008)^[28]。基于连锁机构投资者的治理意愿,下面分别从积极治理功能和合谋消极治理功能两方面分析治理功能对企业并购价值创造的影响。

积极治理功能的发挥有利于并购价值的提升。股东积极主义观认为机构投资者有能力和动机积极参与公司治理,作为中小股东的代表对大股东和管理层进行有效监管(李越冬和严青,2017)^[26]。连锁机构投资者具有较高的持股比例和更多的投资选择,在长期投资实践中积累了丰富的管理经验,凭借其信息优势和专业能力(李维安等,2017)^[29]可进行有效的并购分析和判断(Brooks等,2018)^[16],激励管理层及时做出合理的并购决策;连锁持股带来的丰富治理经验有利于提高机构投资者的监管有效性(Kang等,2018)^[30],降低机构监督与治理成本以及治理过程中的不确定性(Edmans,2009)^[31],为实现“投资组合收益最大化”的期望目标,加强对大股东侵蚀行为的监管(王垒等,2020)^[32],高效地对公司并购决策实施监督,提高并购效率。此外,连锁机构投资者所持股公司治理水平的提高具有联动效应,不仅可以从提高公

司自身治理的改善中获益,还可以从其他持股公司治理水平的改善中获益(He等,2019)^[8],从而有利于并购价值创造。

合谋消极治理功能会毁损并购价值。无效监督假说和竞争合谋假说认为机构投资者具有合谋的消极治理功能(Parrino等,2003)^[27],在公司治理过程中,消极被动应对公司决策,甚至与管理层合谋,损害公司权益。此外,连锁机构投资者同时持有多家企业的股权,面临时间和精力限制,进一步降低了监管效率(Kempf等,2017)^[33],不利于专注公司的并购决策以及并购价值的创造。无效监督假说和竞争合谋假说都突出了机构投资者的“短视”谋利动机(王垒等,2020)^[32],认为机构投资者投资目的是谋利,当公司业绩不好时,选择“用脚投票”的方式抛售股票,远离低价值或者高风险股票。所以,具有“短视”谋利动机的连锁机构投资者往往不重视公司长期价值的创造,连锁机构投资者的并购经验和行业优势可能转换为谋利渠道,利用与管理层的合谋,通过满足管理层铸就“商业帝国”的并购决策,攫取并购超额收益,从而导致并购的低效甚至失败,不利于并购价值的创造。

综上,连锁机构投资者对企业并购价值的影响及其作用机理如图1所示。从有益于并购价值的角度来看,一方面,连锁机构投资者扮演顾问角色,在并购中发挥信息优势和经验优势,发挥咨询功能,促

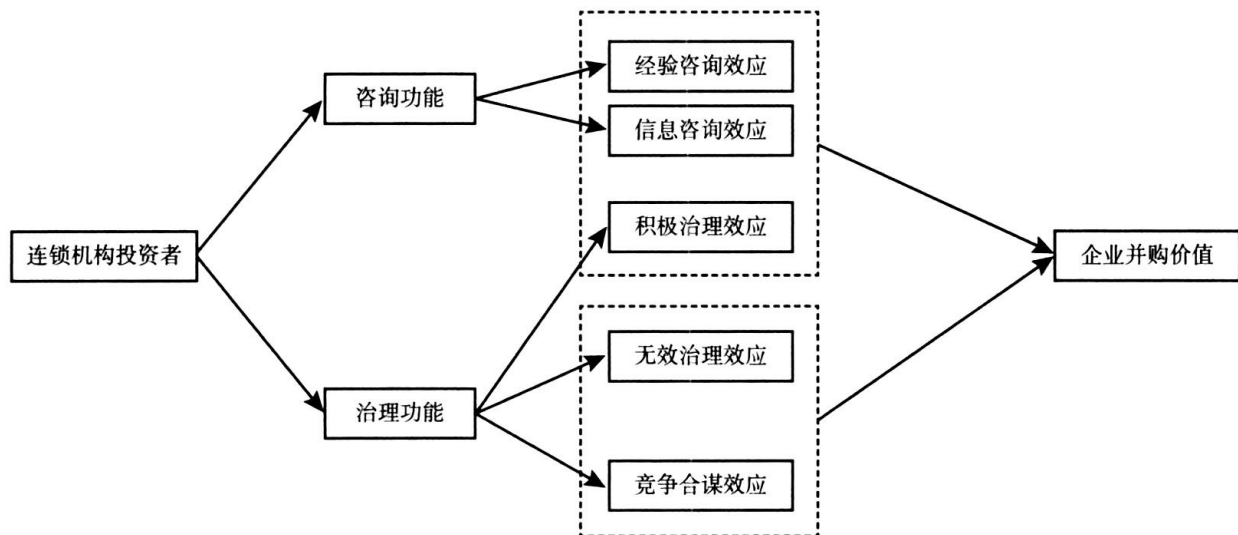


图1 理论分析框架图

进企业并购价值创造;另一方面,连锁机构投资者可能扮演股东角色,在并购中实现对企业股东和管理层的积极治理,提升企业并购价值。然而,连锁机构投资者也可能“用脚投票”导致无效监督,或可能与管理层合谋以攫取超额收益,破坏并购长期价值的创造。

因此,关于连锁机构投资者对并购价值的影响,本文提出如下竞争性假设:

H_{1a}:连锁机构投资者具有积极的并购效应,有利于企业并购价值的创造。

H_{1b}:连锁机构投资者具有消极的并购效应,不利于企业并购价值的创造。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文选择2008—2018年发生股权收购事件的中国A股上市公司为初始样本,在此基础上,以并购首次公告日为准,进行如下处理:①仅保留交易地位编码为买方的样本;②剔除并购交易失败的样本;③剔除关联交易的样本;④对同一年度并购目标相同的多项并购事件进行合并,保留并购目标总交易金额最大的样本;⑤剔除总交易金额小于500万元的样本;⑥剔除金融行业的样本;⑦剔除被ST、*ST或PT等处于非正常交易状态的样本;⑧剔除主要变量存在缺失的样本。经过上述处理,本文得到3141个年度公司样本观测值。为避免极端值影响,对连续变量进行了1%和99%分位的缩尾处理。本文所需公司数据和机构投资者数据来自国泰安(CSMAR)数据库,机制检验所需并购目标的行业信息为手工收集整理。

2. 变量设计

(1)解释变量:连锁机构投资者(IMS)。鉴于我国《公司法》规定股东享有临时提案权的最低股权持有比例为3%,本文将同时持有两家及以上不同公司股权且持股比例均不低于3%的机构投资者定义为连锁机构投资者,并采用虚拟变量法和残差构造法进行度量。

①虚拟变量法(IMS_dum),即公司是否存在连锁机构投资者,如果样本公司存在持股比例不低于3%的连锁机构投资者,IMS_dum取值为1,否则取值为0。

②残差构造法(IMS_con(n)),度量连锁投资者的连锁持股能力,反映其参与公司管理和决策的能力。IMS_con(n)数值越大,连锁机构投资者参与公司管理和决策的能力越强。参考Kang等(2018)^[30]的做法,首先在机构投资者层面,利用模型(1)按年度回归,其中,ITMV表示机构投资者的资金规模,用年度末持有的所有投资公司股权市值之和衡量;RBN表示机构投资者拥有的高持股比例(本文指持股比例超过3%)的企业数量; ε 为残差,表示机构投资者剩余持股能力。然后在公司层面,利用模型(2)测度机构连锁持股能力(IMS_con(n))。 ε_i 为公司第*i*个(按持股比例降序排列)连锁机构投资者的剩余持股能力。 ω_i 为能力权重,用第*i*个连锁机构投资者的持股比例除以前*n*个连锁机构投资者持股比例之和表示。*n*是样本公司选择研究的连锁机构投资者数量,本文分别选择了第一大连锁机构投资者,前五大连锁机构投资者和前十大连锁机构投资者进行度量,*n*取值分别为1、5和10,连锁持股能力变量分别用IMS_con1、IMS_con5和IMS_con10表示。如果企业连锁机构投资者总数(*N*)低于*n*,则在计算该企业的机构连锁持股能力时,IMS_con(n)=IMS_con(*N*)。

$$\ln(1+RBN)=\beta_0+\beta_1 \times ITMV+\varepsilon \quad (1)$$

$$IMS_con(n)=\sum_{i=1}^n \omega_i \varepsilon_i \quad (2)$$

(2)被解释变量:并购价值($\Delta ROA_{-2,2}$)。关于并购价值的度量,现有文献主要有三种方式:一是短期并购价值,通常以并购首次宣告日为事件日,计算超额累计收益率(CAR);二是并购的长期市场绩效,通过长期超额收益率(BHAR)或者托宾*Q*值的变化来反映;三是并购的长期经营绩效,一般通过资产收益率(ROA)或净资产收益率(ROE)的长期变化来反映。由于本文主要关注企业并购后长期的价值增值,借鉴Cai和Sevilir(2012)^[34]、陈仕华等(2013)^[20]的做法,以并购首次公告日为基准,采用并购前后两年总资产收益率的差值 $\Delta ROA_{-2,2}=(ROA_{t+2}-ROA_{t-2})$ 来衡量并购价值。

(3)控制变量:借鉴陈仕华等(2013)^[20]、张志平等(2021)^[35]的研究,本文分别从公司层面和并购交易层面选取控制变量;同时,设置行业和年度虚拟变量,对行业固定效应和年度固定效应进行控制。

本文具体的变量定义与赋值方式如表1所示。

3. 模型设定

为验证假设,本文构建模型(3)来检验连锁机构投资者对企业并购价值的影响。为缓解反向因果等可能存在的内生性问题,本文对被解释变量和控制变量滞后一期;为缓解异方差等问题,标准误经 Robust 调整。

$$\Delta ROA_{-2,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IMS + \sum \alpha_j X_j + \lambda + \mu + e \quad (3)$$

其中,IMS为解释变量的集合,即 $IMS = \{IMS_dum,$

$IMS_con1, IMS_con5, IMS_con10\}$, X_j 为控制变量, λ 为行业固定效应, μ 为年份固定效应, e 为回归残差。

四、实证结果

1. 描述性统计

表2是主要变量的描述性统计结果。在全样本中,并购价值 $\Delta ROA_{-2,t}$ 的均值为-0.029,中位数为-0.014,说明大部分企业并购并没有创造价值,这与已有研究结论一致(王艳和李善民,2017)^[6]。连锁机构投资者 IMS_dum 均值为0.327,表明存在连锁机

表1 变量定义

变量	变量名称	变量符号	定义
被解释变量	并购价值	$\Delta ROA_{-2,t}$	并购前后两年总资产收益率的变化差值
解释变量	连锁机构投资者	IMS_dum	如果公司存在连锁机构投资者,则取值为1,否则取值为0
	连锁持股能力	IMS_con1	第一大连锁机构投资者的连锁持股能力
		IMS_con5	前五大连锁机构投资者的连锁持股能力
		IMS_con10	前十大连锁机构投资者的连锁持股能力
控制变量	公司规模	SIZE	总资产的自然对数
	上市年限	AGE	公司上市年限加1的自然对数
	产权性质	STATE	如果公司属于国有性质,则取值为1,否则为0
	股权集中度	TOP1	第一大股东持股比例
	董事会规模	BOARD	董事会人数的自然对数
	独立董事比例	IDR	独立董事占董事会人数的比例
	两职合一	DUAL	若董事长和总经理由一人兼任,则取值为1,否则取值为0
	财务杠杆	LEV	年末资产负债率
	现金持有能力	CASH	现金及现金等价物余额/总资产
	盈利能力	ROE	净利润/净资产
	成长能力	GROW	总资产增长率
	并购交易规模	MAS	并购支付价值与上年末总资产比值
	支付方式	PAY	如采用现金支付,取值为1,否则为0
	行业	Indcd	行业虚拟变量
	年度	Year	年份虚拟变量

表2 描述性统计

变量	全样本		有连锁机构投资者组		无连锁机构投资者组		均值差异	中位数差异
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数		
$\Delta ROA_{-2,t}$	-0.029	-0.014	-0.021	-0.010	-0.034	-0.016	-0.013***	12.866***
IMS_dum	0.327	0.000						
IMS_con1	0.465	0.378	0.723	0.758	0.339	0.376	-0.385***	241.097***
IMS_con5	0.414	0.374	0.672	0.618	0.289	0.345	-0.383***	1085.274***
IMS_con10	0.376	0.359	0.615	0.562	0.260	0.327	-0.355***	889.549***
SIZE	21.918	21.775	22.233	22.056	21.765	21.661	-0.468***	76.713***
AGE	1.881	1.946	2.065	2.197	1.792	1.792	-0.273***	91.165***
STATE	0.242	0.000	0.411	0.000	0.160	0.000	-0.252***	238.304***
TOP1	0.340	0.321	0.333	0.315	0.343	0.322	0.009*	0.245
BOARD	2.127	2.197	2.154	2.197	2.113	2.197	-0.041***	20.414***
IDR	0.374	0.333	0.371	0.333	0.375	0.333	0.004**	0.286
DUAL	0.314	0.000	0.266	0.000	0.338	0.000	0.072***	16.796***
LEV	0.405	0.399	0.447	0.451	0.385	0.372	-0.062***	40.972***
CASH	0.180	0.139	0.183	0.145	0.179	0.137	-0.004	2.591
ROE	0.079	0.077	0.082	0.080	0.0780	0.075	-0.005	3.103*
GROW	0.291	0.157	0.298	0.169	0.287	0.151	-0.011	2.841*
MAS	0.098	0.026	0.083	0.024	0.106	0.027	0.023***	3.568*
PAY	0.890	1.000	0.903	1.000	0.885	1.000	-0.018	2.349

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;均值差异采用T检验,列示的是均值之差;中位数差异采用卡方检验,列示的是检验卡方值。

构投资者的公司样本约为32.7%,显示经过资本市场多年发展,连锁机构投资者已较为普遍。IMS_con1、IMS_con5和IMS_con10的均值分别为0.465、0.414和0.376,表明大多数连锁机构投资者的连锁持股能力较强。在分组样本中,存在连锁机构投资者组的并购价值 $\Delta ROA_{2,2}$ 均值和中位数显著高于不存在连锁机构投资者组的,显示连锁机构投资者有助于减少并购价值毁损程度,提高企业并购价值,初步支持了本文提出的假设H_{1a}。

2. 基准回归结果

根据模型(3),采用OLS回归检验连锁机构投资者

对企业并购价值的影响,回归结果如表3所示。第(1)列是IMS_dum对并购价值的回归结果,IMS_dum回归系数在1%水平上显著为正,表明连锁机构投资者对并购价值创造发挥了促进作用,存在连锁机构投资者的企业并购价值更高。第(2)列~第(4)列是IMS_con(n)对并购价值的回归结果,IMS_con1的回归系数为0.007,在5%水平显著为正;IMS_con5和IMS_con10的回归系数均为0.014,在1%水平显著为正。上述结果表明,连锁机构投资者有利于并购价值创造,具有积极的并购增值效应,本文假设H_{1a}得到验证。此外,回归结果显示,公司规模(SIZE)越大,并购价值越

表3 连锁机构投资者影响企业并购价值的基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
IMS_dum	0.008*** (2.761)			
IMS_con1		0.007** (2.380)		
IMS_con5			0.014*** (3.390)	
IMS_con10				0.014*** (3.164)
SIZE	-0.004** (-2.263)	-0.004** (-2.115)	-0.004** (-2.333)	-0.004** (-2.292)
AGE	0.006** (2.521)	0.006** (2.533)	0.006** (2.452)	0.006** (2.433)
STATE	0.006* (1.697)	0.007** (2.032)	0.005 (1.574)	0.005 (1.585)
TOP1	0.022** (2.221)	0.020** (2.052)	0.020* (1.953)	0.018* (1.820)
BOARD	0.014 (1.406)	0.014 (1.431)	0.014 (1.396)	0.013 (1.384)
IDR	0.000 (0.013)	-0.001 (-0.028)	-0.001 (-0.027)	-0.001 (-0.023)
DUAL	-0.002 (-0.649)	-0.002 (-0.712)	-0.002 (-0.707)	-0.002 (-0.700)
LEV	0.040*** (3.344)	0.042*** (3.467)	0.042*** (3.485)	0.042*** (3.473)
CASH	0.030** (2.287)	0.032** (2.435)	0.031** (2.370)	0.031** (2.393)
ROE	-0.060*** (-2.645)	-0.059*** (-2.599)	-0.060*** (-2.657)	-0.060*** (-2.612)
GROW	-0.030*** (-5.579)	-0.030*** (-5.493)	-0.029*** (-5.462)	-0.029*** (-5.452)
MAS	-0.024* (-1.896)	-0.024* (-1.833)	-0.023* (-1.813)	-0.024* (-1.833)
PAY	-0.016*** (-2.834)	-0.016*** (-2.855)	-0.016*** (-2.863)	-0.016*** (-2.864)
常数项	0.009 (0.206)	0.001 (0.015)	0.011 (0.236)	0.010 (0.222)
行业/年份固定效应	是	是	是	是
调整R ²	0.098	0.097	0.099	0.098
F值	6.919	6.921	7.018	7.036
观测值	3141	3141	3141	3141

注: *、**、***分别表示10%、5%与1%的显著水平;括号内为T值,下同。

低,说明规模越大,并购整合难度会越大;财务杠杆(LEV)系数为正,说明企业负债比例可能提升并购整合潜力。根据本文的理论分析,连锁机构投资者可能存在咨询和治理双重功能,但到底哪种功能促进了企业并购价值的提升,具体作用机制是什么? 本文将在后面机制和作用渠道检验部分进行进一步分析。

3. 内生性检验

连锁机构投资者和并购价值可能存在内生性,主要原因可能在于:存在不可观测的因素同时作用于企业并购价值和连锁机构投资者,存在样本自选择问题;企业较高的并购价值会吸引更多的机构投资者持股,存在反向因果问题。针对上述问题,基准回归检验将控制变量取值滞后一期,缓解部分内生性问题。本部分借助倾向得分匹配(PSM)和 Heckman 两阶段回归继续进行内生性检验。

(1)倾向得分匹配。由于企业被机构投资者连锁持股的情况并不是完全随机或是外生的,导致实验组(存在连锁持股的样本公司)和控制组(不存在连锁持股的样本公司)之间缺乏一定的可比性,为减少不同公司连锁持股情况之间的系统差异,本文采用 PSM 选取可比控制组,重新评估连锁机构投资者对并购价值的“处理效应”。按照 IMS_dum 的取值划分实验组和控制组,选择近邻匹配方法,按照 1:10 的匹配比例进行重复放回的倾向得分匹配。本文选取基准回归检验的控制变量为自变量,采取 Logit 回归计算倾向值。平衡性检验结果显示,匹配后所有控制变量的标准化偏差均小于 10%,对比前后匹配结果,标准化偏差有大幅度缩减^⑧。同时,匹配后样本所有变量的 T 检验结果不拒绝实验组和控制组无系统差异的原假设。综合来看,匹配后的样本通过平衡性检验。采用 PSM 后的回归结果显示,IMS_dum 的回归系数在 1%水平上显著为正,表明在控制实验组和控制组差异后,连锁机构投资者仍显著提高了企业并购价值;IMS_con(n)回归系数和显著性未发生较大变化,表明原结论的稳健性。此外,本文还进行了 1:1、1:2 和 1:5 的近邻匹配方法、核匹配方法和熵平衡法控制系统差异,结论与上述结果一致。

(2)Heckman 两阶段回归检验。利用 Heckman 两阶段对连锁机构投资者与并购价值之间可能存在的

自选择问题进行控制。采用企业所在行业的连锁机构投资者均值(IV)作为工具变量进行 Heckman 两阶段回归,单个企业连锁机构投资者情况通常与所处行业相关,但是同行业企业的连锁机构投资者平均情况并不会直接影响本企业并购价值。如模型(4)所示,Heckman 第一阶段针对企业是否存在连锁机构投资者 IMS_dum 进行 probit 回归。第二阶段利用模型(4)的估计结果,计算逆米尔斯比率(IMR),并将该变量加入基准回归模型(3),重新进行回归。若 IMR 显著,则说明存在自选择问题;此时,若连锁机构投资者变量依然显著,则表明在控制自选择问题后,连锁机构投资者依然可以提高并购价值。

$$\text{probit}(\text{IMS}_{\text{dum}}=1)=\theta_0+\theta_1\text{IV}+\sum \theta_jX_j+\lambda+\mu+e \quad (4)$$

Heckman 第一阶段的回归结果显示,IV 回归系数为 1.343,在 1%水平上显著为正,表明 IV 与 IMS_dum 之间相关且不存在“弱工具变量”问题;Heckman 第二阶段回归结果显示,IMR 的回归系数显著,表明连锁机构投资者 IMS_dum 与并购价值之间可能存在自选择问题。与原回归相比,第二阶段的 IMS_dum 和 IMS_con(n)回归系数和显著性未发生较大变化,即在克服自选择问题后,原结论依然成立,表明本文基准回归结果是稳健的。

4. 稳健性检验

(1)改变变量测度方式。①改变连锁机构投资者的度量方式。我国公司法规定,公司股东对公司董事、高级管理人员、监事提起诉讼的最低比例是 1%,故将连锁机构投资者的持股门槛由 3%更改为 1%,其余步骤不变,重新计算连锁机构投资者(IMS_dum)与连锁持股能力(IMS_con(n))。然后对模型(3)进行回归,回归结果显示,连锁机构投资者(IMS_dum)与连锁持股能力(IMS_con(n))的回归系数均在 1%水平上显著为正,表明基准回归结果是稳健的。②改变并购价值的度量方式。为避免并购价值度量方式对结果的影响,本文从以下三方面进行稳健性检验:一是利用并购前后两年的净资产收益率变化($\Delta\text{ROE}_{-2,2}$)作为被解释变量重新进行回归;二是利用并购前一年和后两年的资产收益率变化($\Delta\text{ROA}_{-1,2}$)作为被解释变量重新进行回归;三是利用 24 个月和 36 个月的长期市场绩效 BHAR 作为因变量进行回归。上述检验回

归中,IMS_dum和IMS_con(n)的估计系数均显著大于0,表明本文基准回归结果是稳健的。

(2)改变样本筛选标准。为避免现有样本选择标准影响研究结论,本文对样本从以下三方面进行调整:一是保留一年内同一公司发生的多起并购样本,原有样本扩充到4062个;二是剔除一年内同一公司发生多起并购的样本,原有样本缩减到2323个;三是考虑到机构投资者的连锁持股变动可能会对公司产生影响,本文剔除样本时间期内IMS_dum变量发生变动的公司样本。上述回归结果中,IMS_dum和IMS_con(n)的系数符号未发生变化,绝大多数回归结果显著。整体来看,连锁机构投资者对并购价值依然发挥积极的正向影响,基准回归结果是稳健的。

(3)安慰剂检验。连锁机构投资者与并购价值间的显著性可能来自某些随机因素。为验证连锁机构投资者的确会促进并购价值创造,本文借鉴Li等(2016)^[37],利用安慰剂检验中的随机生成实验组方法进行稳健性检验。具体步骤如下:在所有事件公司并购样本中,对连锁机构投资者(IMS_dum)重新赋值,构建的变量取值频次与真实数据保持相同,记录回归结果的T值和估计系数,将上述随机过程重复3000次。结果显示,安慰剂检验中虚构变量的回归系数和T值接近于0,远低于原有回归结果的估计值,说明连锁机构投资者显著促进了并购价值的创造。

五、机制与作用渠道检验

基准回归结果表明,连锁机构投资者有利于并

购价值创造。那么连锁机构投资者为什么会促进企业并购价值创造?前文通过理论分析,提出了“咨询”和“治理”双重功能,本部分将针对其作用机制展开进一步讨论。

1. 咨询功能的机制检验

连锁机构投资者发挥并购价值创造的增值效应可能是由于发挥了并购咨询顾问的作用,将机构投资者拥有的信息和经验传递给主并方。本文将咨询信息分成并购经验和行业信息两类:并购经验指连锁机构投资者嵌入在现时或跨时联结网络中的一般并购经验和信息;行业信息指连锁机构投资者嵌入在现时或跨时联结网络中与并购目标所在行业相关的经验和信息。

(1)并购经验机制。如果连锁机构投资者所投资企业曾发生过并购,则连锁机构投资者可能通过以往其他企业的并购实践,积累相关并购经验,并将这些并购经验以咨询的方式为企业提供并购建议。由于经验咨询难以直接观察,为克服这一难题,借鉴李善民等(2019)^[13]的做法,利用连锁机构投资者影响缺失并购经验的企业并购这一情境,通过样本分组法和变量回归法,来验证连锁机构投资者的并购经验机制。

首先将企业并购经验定义为企业在过去五年内成功实施过并购行为,按照样本公司是否有并购经验分成有经验组和无经验组,利用模型(3)进行回归,表4第(1)列~第(4)列是无经验组的回归结果,第(5)列~第(8)列是有经验组的回归结果。第(1)列~第(4)

表4 并购经验机制检验的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
IMS_dum	0.010*** (3.184)				-0.000 (-0.039)						
IMS_con1		0.005* (1.818)				0.009 (1.216)					
IMS_con5			0.010** (2.465)				0.023** (2.120)				
IMS_con10				0.010** (2.236)				0.024** (2.045)			
MA_Exp									0.001** (2.408)	0.001*** (3.333)	-0.000 (-0.368)
常数项	0.043 (0.921)	0.033 (0.697)	0.038 (0.818)	0.038 (0.802)	-0.042 (-0.339)	-0.050 (-0.409)	-0.031 (-0.251)	-0.030 (-0.245)	0.030 (0.651)	0.052 (1.078)	-0.048 (-0.367)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
调整R ²	0.083	0.080	0.081	0.081	0.134	0.135	0.139	0.139	0.097	0.081	0.134
F值	6.902	6.485	6.981	6.928	3.989	3.824	3.982	4.029	9.573	7.015	3.810
观测值	2290	2290	2290	2290	850	850	850	850	3141	2290	850

列中,IMS_dum和IMS_con(n)的回归系数均显著为正;第(5)列~第(8)列中,IMS_dum和IMS_con1的回归系数都不显著,且回归系数接近于0。这一情境的分组回归结果显示,在缺乏并购经验的企业中,连锁机构投资者发挥更为显著的并购价值创造效应,表明连锁机构投资者可以弥补企业并购经验缺乏的不利影响。

为进一步验证连锁机构投资者的并购经验机制,对连锁机构投资者拥有的并购经验进行变量度量,将处于同一连锁机构投资者持股下的其他企业定义为关联企业,用关联企业在过去五年发生的并购次数作为连锁机构投资者并购经验^④的表征变量,用MA_Exp表示,构建模型(5)进行检验,其中, X_i 、 λ 、 μ 分别为控制变量、行业固定效应和年份固定效应。

$$\Delta ROA_{-2,t} = \beta_0 + \beta_1 MA_Exp + \sum \beta_i X_i + \lambda + \mu + e \quad (5)$$

表4第(9)列显示MA_Exp的回归系数在5%水平上显著为正,表明连锁机构投资者拥有的并购经验显著提高了企业并购价值。第(10)列和第(11)列分别是无并购经验组和有并购经验组的回归结果,可以看出,MA_Exp仅在无并购经验组的回归系数显著为正,这进一步表明连锁机构投资者拥有的并购经验对缺乏并购经验的企业,通过并购咨询的方式,促进并购价值创造。综上,连锁机构投资者的并购经验机制得到验证。

(2)行业信息机制。连锁机构投资者基于专业人才背景和长期的投资实践,往往具有丰富的行业信

息优势,尤其是掌握更多与主并方所在行业不同的其他行业信息。在企业进行并购时,连锁机构投资者可以发挥行业信息优势,提供行业咨询建议,缓解并购决策的信息不对称,促进企业并购决策的有效性;在企业进行并购整合时,则发挥丰富的行业管理信息优势,提高整合有效性,进而提升企业并购价值。同样,为解决行业信息咨询难以直接观察的问题,借鉴李善民等(2019)^[13]的做法,利用连锁机构投资者影响企业跨行业并购的情境,通过样本分组法和变量回归法,来验证连锁机构投资者的行业信息机制。

首先,按照企业是否进行跨行业并购分成同行业并购组和跨行业并购组,利用模型(3)进行回归,表5第(1)列~第(4)列为同行业并购组的回归结果,第(5)列~第(8)列为跨行业并购组的回归结果。IMS_dum和IMS_con(n)的回归系数在第(1)列、第(2)列和第(4)列中不显著,而第(5)列~第(8)列中都至少在5%水平上显著为正。这一情境的分组回归结果显示,连锁机构投资者在企业进行的跨行业并购中发挥更为重要和显著的价值增值效应,表明连锁机构投资者具有重要的行业信息作用。

其次,为进一步验证连锁机构投资者的行业信息机制,对连锁机构投资者的行业信息进行度量。与连锁机构投资者并购经验测度方式相似,用五年内关联企业 with 样本企业进行过相同行业并购目标选择的并购事件次数作为连锁机构投资者行业信息的

表5 行业信息机制检验的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
IMS_dum	0.002 (0.451)				0.013*** (3.149)						
IMS_con1		0.004 (0.680)				0.009** (2.545)					
IMS_con5			0.011* (1.647)				0.016** (2.987)				
IMS_con10				0.009 (1.379)				0.017*** (2.882)			
MA_Deli									0.002 (1.386)	0.001 (0.617)	0.003** (2.061)
常数项	0.047 (0.782)	0.045 (0.751)	0.053 (0.877)	0.051 (0.842)	0.018 (0.305)	0.007 (0.124)	0.018 (0.300)	0.018 (0.302)	0.020 (0.456)	0.050 (0.799)	0.016 (0.271)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
调整R ²	0.063	0.064	0.065	0.064	0.111	0.109	0.110	0.110	0.096	0.063	0.107
F值	4.668	4.800	5.061	4.924	6.256	6.162	6.481	6.522	9.183	4.687	6.179
观测值	1110	1110	1110	1110	2028	2028	2028	2028	3141	1110	2028

表征变量,用MA_Deli表示,构建模型(6)进行检验。

$$\Delta ROA_{-2,2} = \gamma_0 + \gamma_1 MA_Deli + \sum \gamma_j X_j + \lambda + \mu + e \quad (6)$$

回归结果如表5第(9)列~第(11)列所示,分别属于全样本组、同行业并购组和跨行业并购组。可以看出,MA_Deli仅在跨行业并购组的回归系数显著为正,而在同行业并购组中发挥的作用不显著,这进一步表明,连锁机构投资者的行业信息在企业跨行业并购价值创造中发挥显著的促进作用,连锁机构投资者的行业信息机制得到验证。

综上,连锁机构投资者具有咨询功能,并购经验机制和行业信息机制是连锁机构投资者发挥咨询功能的重要作用机制。

2. 治理功能的机制检验

连锁机构投资者的治理功能,可能有利于企业并购价值的创造。根据公司治理理论,治理功能主要通过监督机制和激励机制来实现,下面分别对这两种治理机制进行检验。

(1)监督机制。连锁机构投资者对大股东存在监督作用,能有效监督和约束控股股东的侵蚀行为,促进并购价值的提升。一方面,相较于分散投资的机构投资者,连锁机构投资者持股比例较大,倾向于通过参与公司治理实现价值增值,积极治理的意愿更高;另一方面,相较于其他股东,机构投资者拥有更多的人力资源和投资实践的积累经验,可以更有效地抑制控股大股东损害中小股东权益的“掏空”行

为。因此,本文推测机构投资者对控股股东的监督机制,是连锁机构投资者影响并购价值的重要治理路径。

现有研究发现控股股东的“掏空”行为逐渐趋向隐蔽,多通过关联交易进行侵蚀,侵占中小股东利益。本文借鉴姜付秀等(2017)^[38]、侯青川等(2017)^[39]的做法,以关联交易总额与总资产的比值(Tunnel)作为检验监督机制的中介变量,建立中介效应模型进行机制检验。

$$Tunnel = \theta_0 + \theta_1 IMS + \sum \theta_j X_j + \lambda + \mu + \varepsilon \quad (7)$$

$$\Delta ROA_{-2,2} = \rho_0 + \rho_1 Tunnel + \rho_2 IMS + \sum \rho_j X_j + \lambda + \mu + \varepsilon \quad (8)$$

模型回归结果如表6所示。第(1)列~第(4)列为模型(7)的回归结果,IMS_dum、IMS_con10、IMS_con5分别在10%、5%和1%水平显著为负,表明连锁机构投资者可以显著抑制大股东的“掏空”行为,存在监督作用;第(5)列~第(8)列为模型(8)的回归结果,Tunnel在1%水平上显著为负,表明大股东的“掏空”行为显著降低了企业的并购价值。上述分析表明,连锁机构投资者可抑制大股东的“掏空”行为,提升企业并购价值,监督机制得到验证。

(2)激励机制。控股股东较高的持股比例扭曲了高管薪酬契约,容易出现控股股东和管理层合谋,导致治理机制失灵。连锁机构投资者在一定程度上参与公司治理,完善企业内部治理机制,干预管理层薪酬决议,有利于提高管理层的薪酬契约有效性,使薪

表6 监督机制检验的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Tunnel	Tunnel	Tunnel	Tunnel	$\Delta ROA_{-2,2}$	$\Delta ROA_{-2,2}$	$\Delta ROA_{-2,2}$	$\Delta ROA_{-2,2}$
IMS_dum	-0.018* (-1.883)				0.008** (2.496)			
IMS_con1		-0.007 (-0.983)				0.007** (2.349)		
IMS_con5			-0.027*** (-2.589)				0.014*** (3.306)	
IMS_con10				-0.024** (-2.189)				0.014*** (3.088)
Tunnel					-0.025*** (-3.179)	-0.025*** (-3.218)	-0.024*** (-3.147)	-0.024*** (-3.167)
常数项	1.086*** (8.158)	1.104*** (8.321)	1.086*** (8.142)	1.088*** (8.159)	0.022 (0.470)	0.014 (0.299)	0.023 (0.501)	0.023 (0.492)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是	是	是	是	是
调整R ²	0.105	0.104	0.106	0.105	0.100	0.100	0.101	0.101
F值	7.239	7.324	7.494	7.409	6.426	6.423	6.519	6.538
观测值	2982	2982	2982	2982	2982	2982	2982	2982

酬与业绩挂钩,发挥激励效应,促使管理层基于业绩导向而发挥积极的并购履职能力,激发管理层并购价值创造的动机和积极性,提高并购决策的有效性和并购整合水平。为验证连锁机构投资者的激励机制,参照曹越等(2020)^[40]的研究,以薪酬业绩敏感性(Incentive)作为中介变量,建立中介效应模型进行机制检验。Incentive 取值为企业高管薪酬总额的变化与企业净利润变化的比值。

中介检验结果如表7所示。第(1)列~第(4)列展示了IMS对Incentive的回归结果,IMS_dum和IMS_con(n)的回归系数都在5%水平显著为正,说明连锁机构投资者显著提高了薪酬业绩敏感性,存在激励作用;第(5)列~第(8)列展示了Incentive对并购价值的回归结果,Incentive的回归系数显著为正,表

明企业的薪酬业绩敏感性对并购价值起到了显著的促进作用。上述分析结果表明,连锁机构投资者提高了高管的薪酬业绩敏感性,进而提升了企业并购价值,激励机制得到验证。

综上所述,连锁机构投资者具有治理功能,监督大股东和激励管理层是连锁机构投资者发挥治理功能的重要机制。

3. 作用渠道探究

调研活动是机构投资者与企业的重要互动方式(陈诣之和潘敏,2022)^[41],是连锁机构投资者发挥咨询功能和治理功能的具体实践。本文选择机构调研人数(sur_peo)和次数(sur_num)为中介变量展开分析,回归结果如表8所示。第(1)列结果表明,IMS_dum的估计系数为0.160,在5%水平显著为正,表明连锁

表7 激励机制检验的回归结果

变量	(1) Incentive	(2) Incentive	(3) Incentive	(4) Incentive	(5) $\Delta ROA_{-2,2}$	(6) $\Delta ROA_{-2,2}$	(7) $\Delta ROA_{-2,2}$	(8) $\Delta ROA_{-2,2}$
IMS_dum	0.010*** (3.183)				0.008*** (2.636)			
IMS_con1		0.007** (2.326)				0.007** (2.276)		
IMS_con5			0.014*** (2.628)				0.014*** (3.254)	
IMS_con10				0.015** (2.474)				0.013*** (3.027)
Incentive					0.037** (2.399)	0.038** (2.460)	0.037** (2.348)	0.037** (2.368)
常数项	0.074* (1.705)	0.064 (1.482)	0.074* (1.707)	0.074* (1.701)	0.006 (0.136)	-0.002 (-0.049)	0.007 (0.166)	0.007 (0.152)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是	是	是	是	是
调整R ²	0.006	0.005	0.006	0.006	0.099	0.098	0.100	0.099
F值	1.510	1.454	1.468	1.451	6.792	6.803	6.890	6.909
观测值	3138	3138	3138	3138	3138	3138	3138	3138

表8 机构调研渠道检验的回归结果

变量	(1) sur_peo	(2) $\Delta ROA_{-2,2}$	(3) surnum	(4) $\Delta ROA_{-2,2}$
IMS_dum	0.160** (2.289)	0.008 (1.644)	0.058 (1.444)	0.008* (1.685)
sur_peo		0.005** (2.321)		
sur_num				0.010*** (3.245)
常数项	-5.497*** (-4.984)	0.061 (0.763)	-1.695*** (-2.583)	0.053 (0.664)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是
调整R ²	0.176	0.102	0.086	0.104
F值	14.861	4.682	7.517	4.892
观测值	1604	1604	1604	1604

机构投资者显著促进机构调研人数增加;第(2)列显示 `sur_peo` 的估计系数在 5% 水平显著为正,表明机构调研人数能够促进并购价值创造。综合来看,机构调研人数(`sur_peo`)的中介效应检验成立。机构调研次数(`sur_num`)的检验结果基本一致。上述结果表明,连锁机构投资者能够通过参与调研活动,增加机构调研人数和次数来发挥咨询功能和治理功能。

六、异质性分析

1. 连锁机构投资者在民营企业并购中更能发挥积极作用吗?

由于我国长期转轨经济特征,连锁机构投资者对并购价值的促进效应在不同产权性质的公司中可能存在差异。因此,本文按照样本公司产权进行分组回归,表 9 第(1)列~第(4)列为民营上市公司的回归结果, `IMS_dum` 和 `IMS_con(n)` 的回归系数都至少在 5% 水平显著为正;第(5)列~第(8)列为国有上市公司的回归结果, `IMS_dum` 和 `IMS_con(n)` 的回归系数不显著。结果表明连锁机构投资者的并购效应仅在民营上市公司存在。对于国有企业,往往需要承担更多社会责任和政策性负担(Lin 等, 1998)^[42],如果政府基于稳定地方财政收入或维持就业等要求而对企业并购进行干预,可能会导致连锁机构投资者的并购咨询功能和治理功能无法正常发挥。对于民营企业,为实现更高的并购价值创造,可能更重视连锁机构

投资者在并购决策中的作用,倾向引入连锁机构投资者参与并购决策,促进并购价值的提升。

2. 稳定的治理环境更有利于连锁机构投资者发挥积极作用吗?

连锁机构投资者是机构投资者的一种,能否发挥良好的并购价值创造效应可能受到所投资企业机构投资者整体治理环境的影响。稳定型机构投资者倾向于长期投资和公司治理,获取长期利益(李争光等, 2015)^[43],如果企业的机构投资者中以稳定型为主,则整体治理环境较好。交易型机构投资者通过短线交易获取利益,如果企业的机构投资者中以交易型为主,长期治理动力不足,可能更倾向于短期行为,使企业具有较差的治理环境。为检验连锁机构投资者的并购价值增值效应是否受所投资企业机构投资者整体治理环境的影响,下面对企业进行分组回归。首先将企业所有的机构投资者按持股时间分为交易型和稳定型的机构投资者(持股时间超过一年是稳定型,不超过一年是交易型);其次分别对所有交易型机构投资者的持股比例和所有稳定型机构投资者的持股比例进行加总;最后比较所有交易型机构投资者的持股比例和所有稳定型机构投资者的持股比例,如果前者高,则该样本企业归属于交易型机构投资者为主的治理环境组,否则归为稳定型机构投资者为主的治理环境组。

表 9 产权异质性分析结果

变量	民营上市公司				国有上市公司			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
IMS_dum	0.009** (2.143)				0.002 (0.410)			
IMS_con1		0.008** (2.429)				0.000 (0.012)		
IMS_con5			0.015*** (3.110)				0.003 (0.457)	
IMS_con10				0.015*** (2.884)				0.004 (0.473)
常数项	0.021 (0.328)	0.016 (0.248)	0.022 (0.341)	0.021 (0.328)	0.025 (0.517)	0.023 (0.472)	0.026 (0.532)	0.027 (0.539)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是	是	是	是	是
调整 R ²	0.099	0.099	0.101	0.100	0.089	0.089	0.089	0.089
F 值	5.804	6.078	6.453	6.484	2.257	2.189	2.211	2.212
观测值	2379	2379	2379	2379	760	760	760	760

表10列示了分组回归的结果,第(1)列~第(4)列为稳定型机构投资者为主的治理环境组回归结果,IMS_dum和IMS_con(n)的回归系数显著为正;第(5)列~第(8)列为交易型机构投资者为主的治理环境组回归结果,IMS_dum和IMS_con(n)的回归系数不显著。研究结果表明,在稳定型机构投资者主导的企业中,长期治理动力充足,治理环境较好,有利于连锁机构投资者发挥并购价值增值效应;相反,在以交易型机构投资者“绑架”的企业中,治理环境差,连锁机构投资者在这类企业治理环境里无法发挥较好的并购效应,对并购价值起不到显著的促进作用。

七、结论与建议

1. 结论

现有文献多关注机构投资者的治理效应,但鲜有文献涉及连锁机构投资者内外双重功能的研究,也缺乏对连锁机构投资者连锁持股能力的深入分析。基于弱联结优势理论、烙印理论和公司治理相关理论,以2008—2018年发生并购事件的A股上市公司为样本,本文利用并购目标选择的多元化和行业异质性特征,从连锁持股视角全面探究机构投资者“咨询”和“治理”的双重功能及其作用机制。结果表明,连锁机构投资者促进了企业并购价值创造;机制检验显示,连锁机构投资者通过并购经验机制和行业信息机制,在并购价值创造中发挥了咨询功能;利用连锁持股能力通过对大股东的监督机制和对管理层的激励机制,在并购价值创造中发挥了积极的

治理功能。异质性分析检验表明,在民营企业和机构投资者治理环境更为稳定的公司中,连锁机构投资者对并购价值的促进效应更为显著。

2. 对策建议

根据本文的研究结论,本文分别从企业层面、机构投资者层面和政府层面提出以下对策建议:

第一,企业要积极引进连锁机构投资者充分发挥其咨询和治理的双重功能。企业并购是一项风险较高的投资活动,跨行业并购更为复杂。本文研究显示,基于多元化投资风险分担的市场机制而形成的连锁机构投资者能够在企业并购中发挥咨询功能和积极的治理功能。因此,上市公司要充分借助资本市场,利用连锁机构投资者并购经验和跨行业投资优势,帮助自己降低并购中的信息不对称风险和整合失败风险,更好地发挥并购的协同效应,实现并购的价值创造。

第二,连锁机构投资者要重视连锁持股能力的提升以更好地发挥其治理功能。机构投资者的连锁持股能力是提升其治理效应的重要前提。本文利用残差构造法测度连锁机构投资者参与公司管理和决策的能力,实证结果显示机构投资者连锁持股能力越强,越有利于企业并购价值的提升;机制检验显示机构投资者连锁持股能力越强,对控股股东的监督效应和对管理层的激励效应也越强。这些结论启示机构投资者在同时持有多家企业股权时,要注重持股数量和规模的协同,通过提高连锁持股能力促进

表 10 连锁机构投资者的治理环境异质性检验分析结果

变量	稳定型				交易型			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
IMS_dum	0.009*** (2.579)				0.011 (1.389)			
IMS_con1		0.009** (2.398)				0.006 (1.295)		
IMS_con5			0.019*** (3.543)				0.011 (1.448)	
IMS_con10				0.020*** (3.468)				0.009 (1.135)
常数项	0.034 (0.737)	0.023 (0.499)	0.035 (0.755)	0.035 (0.759)	-0.039 (-0.294)	-0.035 (-0.263)	-0.035 (-0.267)	-0.037 (-0.282)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是	是	是	是	是
调整R ²	0.101	0.100	0.103	0.103	0.091	0.091	0.091	0.090
F值	7.333	7.340	7.747	7.717	2.798	2.812	2.864	2.880
观测值	2385	2385	2385	2385	752	752	752	752

其治理能力的提升。

第三,资本市场监管部门要制定相关政策,促进连锁机构投资者的适度发展。机构投资者以“追求投资效益最大化”为目的,重视资产配置,通过多样化组合分散风险。本文发现,连锁机构投资者能够发挥显著的并购价值增值效应,并且在稳定型机构投资者主导的企业中,治理环境较好,连锁机构投资者的作用才能得以更好地发挥。这对资本市场监管部门也有重要的启示意义,不仅要重视机构投资者的积极作用,还要制定相关政策鼓励机构投资者长期稳定持股,引导连锁机构投资者适度发展,为进一步完善资本市场提供有力支持。

本文虽然采用中国A股资本市场并购样本,基于“咨询”和“治理”双重功能视角,深入考察了连锁机构投资者的并购价值创造效应,得出一些有理论价值和政策启示意义的结论。但是,鉴于连锁机构投资者对企业决策影响的复杂性和多元化,本文主要是从并购价值角度进行研究分析,关于其他企业行为及其后果的影响还有待继续展开深入研究;此外,关于连锁机构投资者咨询功能的检验,限于样本可获得性,本文主要是基于五年并购经验进行分析,后续研究可关注更长时间跨度的动态效应。

注释:

①本文以持股超过3%的机构投资者作为研究对象,主要鉴于以下两个原因:一是我国机构投资者持股比例普遍较低;二是《公司法》规定股东享有临时提案权的最低股权持有比例为3%。

②根据Burt(1992)^[23]提出的结构洞理论,在机构投资者持有多份股权的情况下,不能确定每两个企业共有的机构投资者是唯一的,因此本文称作“类结构洞”以示区分。

③受篇幅限制,内生性和稳健性检验结果正文未列示,备案。

④关联企业在同一年度发生的多起并购只计算一次;为保证机构并购经验的有效性,机构投资者需在关联企业发生并购当年进行持股,否则为无效并购经验,后文中的行业信息变量度量方式与此相同。

参考文献:

[1]潘红波,余明桂.目标公司会计信息质量、产权性质与

并购绩效[J].北京:金融研究,2014,(7):140-153.

[2]Palepu, K. G. Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis[J]. Journal of Accounting & Economics, 1986, 8, (1): 3-35.

[3]DePamphilis, D. Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities, (3rd ed) [M]. London: Elsevier Academic Press, 2005.

[4]周绍妮,张秋生,胡立新.机构投资者持股能提升国企并购绩效吗?——兼论中国机构投资者的异质性[J].北京:会计研究,2017,(6):67-74.

[5]张志平,鞠传宝.基于多维控制权视角的异质机构投资者治理效应研究——源自中国A股并购市场的经验证据[J].济南:东岳论丛,2021,(8):110-125.

[6]He, J. J., and J. Huang. Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings[J]. Review of Financial Studies, 2017, 30, (8): 2674-2718.

[7]杜勇,孙帆,邓旭.共同机构所有权与企业盈余管理[J].北京:中国工业经济,2021,(6):153-173.

[8]He, J., J. Huang, and S. Zhao. Internalizing Governance Externalities: The Role of Institutional Cross-Ownership[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 134, (2): 400-418.

[9]潘越,汤旭东,宁博,杨玲玲.连锁股东与企业投资效率:治理协同还是竞争合谋[J].北京:中国工业经济,2020,(2):136-154.

[10]Azar, J., M. C. Schmalz, and I. Tecu. Anticompetitive Effects of Common Ownership[J]. Journal of Finance, 2018, 73, (4): 1513-1565.

[11]Ramalingegowda, S., S. Utke, and Y. Yu. Common Institutional Ownership and Earnings Management[J]. Contemporary Accounting Research, 2020, 38, (1): 208-241.

[12]刘浩,唐松,楼俊.独立董事:监督还是咨询?——银行背景独立董事对企业信贷融资影响研究[J].北京:管理世界,2012,(1):141-156.

[13]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[J].北京:管理世界,2019,(12):164-180.

[14]李学峰,杨盼盼.机构投资者持股上市公司行业同伴的治理效应[J].南昌:当代财经,2020,(10):87-98.

[15]Freeman, K. The Effects of Common Ownership on Customer Supplier Relationships[R]. Bloomington: Kelley School of Business Research Paper, 2018.

[16]Brooks, C., Z. Chen, and Y. Zeng. Institutional Cross-

Ownership and Corporate Strategy: The Case of Mergers and Acquisitions[J]. Journal of Corporate Finance, 2018, 48, (2): 187-216.

[17]Sirower, M. L., and S. F. O' Byrne. The Measurement of Post-Acquisition Performance: Toward a Value-Based Benchmarking Methodology[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1998, 11, (2): 107-121.

[18]Li, Y., M. Lu, and Y. L. Lo. The Impact of Analyst Coverage on Partial Acquisitions: Evidence from M&A Premium and Firm Performance in China[J]. International Review of Economics and Finance, 2019, 63, (9): 37-60.

[19]Hansen, R. G. A. Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions[J]. Journal of Business, 1987, 60, (1): 75-95.

[20]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]. 北京:管理世界,2013,(12):117-132.

[21]黄灿,李善民.股东关系网络,信息优势与企业绩效[J]. 天津:南开管理评论,2019,(2):75-88.

[22]Granovetter, M. S. The Strength of Weak Ties[J]. American Journal of Sociolog, 1973, 78, (6): 1360-1380.

[23]Burt, R. S. Structural Holes[M].Cambridge: Harvard University Press, 1992.

[24]Simsek, Z., B. C. Fox, and C. Heavey. "What's Past Is Prologue": A Framework, Review, and Future Directions for Organizational Research on Imprinting[J]. Journal of Management, 2015, 41, (1): 288-317.

[25]Beckman, C. M., and P. R. Haunschild. Network Learning: The Effects of Partners' Heterogeneity of Experience on Corporate Acquisitions[J]. Administrative Science Quarterly, 2002, 47, (1): 92-124.

[26]李越冬,严青.机构持股、终极产权与内部控制缺陷[J].北京:会计研究,2017,(5):83-89.

[27]Parrino, R., R. W. Sias, and L. T. Starks. Voting with Their Feet: Institutional Ownership Changes around Forced CEO Turnover[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68, (1): 3-46.

[28]傅勇,谭松涛.股权分置改革中的机构合谋与内幕交易[J].北京:金融研究,2008,(3):88-102.

[29]李维安,齐鲁骏,丁振松.兼听则明,偏信则暗——基金网络对公司投资效率的信息效应[J].北京:经济管理,2017,

(10):44-61.

[30]Kang, J. K., J. Luo, and N. H. Seung. Are Institutional Investors with Multiple Blockholdings Effective Monitors[J]. Journal of Financial Economics, 2018, 128, (3): 576-602.

[31]Edmans, A. Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia[J]. Journal of Finance, 2009, 64, (6): 2481-2513.

[32]王垒,曲晶,赵忠超,丁黎黎.组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择:双重委托代理视角[J].北京:管理世界,2020,(7):132-153.

[33]Kempf, E., A. Manconi, and O. Spalt. Distracted Shareholders and Corporate Actions[J]. Review of Financial Studies, 2017, 30, (5): 1660-1695.

[34]Cai, Y., and M. Sevilir. Board Connections and M&A Transactions[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 103, (2): 327-349.

[35]张志平,凌士显,吕风光.混合所有制改革背景下异质大股东治理效应研究——基于并购价值视角的实证分析与检验[J].天津:现代财经,2021,(9):78-95.

[36]王艳,李善民.社会信任是否会提升企业并购绩效[J].北京:管理世界,2017,(12):125-140.

[37]Li, P., Y. Lu, and J. Wang. Does Flattening Government Improve Economic Performance? Evidence from China[J]. Journal of Development Economics, 2016, 123, (11): 18-37.

[38]姜付秀,王运通,田园,吴恺.多个大股东与企业融资约束——基于文本分析的经验证据[J].北京:管理世界,2017,(12):61-74.

[39]侯青川,靳庆鲁,苏玲,于潇潇.放松卖空管制与大股东“掏空”[J].北京:经济学(季刊),2017,(3):1143-1172.

[40]曹越,胡新玉,陈文瑞,鲁昱.客户关系型交易、高管薪酬业绩敏感性与非效率投资[J].北京:管理评论,2020,(8):166-178.

[41]陈诣之,潘敏.机构投资者调研与并购绩效——基于信息不对称视角的研究[J].北京:经济管理,2022,(4):175-192.

[42]Lin, J. Y., F. Cai, and Z. Li. Competition, Policy Burdens, and State-Owned Enterprise Reform[J]. American Economic Review, 1998, 88, (2): 422-427.

[43]李争光,赵西卜,曹丰,刘向强.机构投资者异质性与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据[J].天津:南开管理评论,2015,(3):111-121.