

国有企业金字塔层级与并购绩效*

——基于行政经济型治理视角的研究

李维安¹ 侯文涤² 柳志南³



- (1.南开大学中国公司治理研究院,天津 300071;
2.东北财经大学工商管理学院,辽宁 大连 116025;
3.大连外国语学院商学院,辽宁 大连 116044)

内容提要:“行政经济型治理”是中国国有企业从行政型治理向经济型治理转型过程中过渡阶段的治理模式,其典型特征是行政型与经济型治理的二元交织和动态演进。在国有企业金字塔结构中,随着金字塔层级的变化,行政型治理与经济型治理力量此消彼长:当金字塔层级较少或较多时,两类治理模式分别占主导地位,对并购绩效的影响优劣并存;当金字塔层级数量适中时,两类治理模式相平衡,能够优势互补并达到最优并购绩效。文章基于中国2005—2017年沪深A股国有上市公司数据,实证研究发现,国有企业金字塔层级与长期并购绩效呈倒U型关系,并在层级为3~4层时达到最优并购绩效。进一步研究发现,国有企业金字塔层级与长期并购绩效间的倒U型关系会随市场化水平、媒体监督等外部治理因素的不同而有所差别。具体而言,当金字塔层级较少时,市场化水平能够正向调节金字塔层级与并购绩效之间的正相关关系;当金字塔层级较多时,媒体监督能够负向调节金字塔层级与并购绩效之间的负相关关系。研究还发现,由于投资者会对经济型治理做出更积极的反应,国有企业金字塔层级与短期并购绩效正相关。文章基于中国国有企业行政经济型治理的视角,考察了两类治理模式的动态演进特征对并购绩效的综合影响,深化了对中国国有企业治理转型阶段治理模式的研究,并为国有企业内外部治理的交互机制做出补充,为国有企业治理模式转型的进一步推进提供了有益启示。

关键词:行政经济型治理 国有企业改革 金字塔层级 并购绩效

中图分类号:F276.1 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)09—0016—15

一、引言

受计划经济中政企关系的思维惯性和路径依赖,中国国有企业治理呈现出较强的本土特征,政府干预逐渐内化形成了国有企业的行政型治理模式(李维安,1996)^[1]。此后数十年中,中国对国有企业进行了“放权让利式的市场化改革”(陈仕华和卢昌崇,2014)^[2]。进入新发展阶段,国有企业改革进一步深化,《国企改革三年行动方案(2020—2022年)》指出,国企改革的一个重要方向是

收稿日期:2021-04-15

* 基金项目:国家自然科学基金重点项目“现代社会治理的组织与模式研究”(71533002);国家自然科学基金面上项目“董事会断层、非正式层级与决策质量研究”(71572081)。

作者简介:李维安,男,教授,博士生导师,研究领域是公司治理、绿色治理,电子邮箱:liweiank@126.com;侯文涤,男,博士研究生,研究领域是公司治理,电子邮箱:wendihou@qq.com;柳志南,男,讲师,管理学博士,研究领域是公司治理,电子邮箱:13012211159@163.com。通讯作者:侯文涤。

健全市场化经营机制,再一次明确了改革由行政型治理向经济型治理转型的治理模式转型方向。在这一相对长期的演进过程中,国有企业内部同时存在着与政府治理相配套的行政型治理和与市场相配套的经济型治理两种不同的治理模式,因此可以称为“行政经济型”治理模式,其典型特征是两类治理模式的二元交织和动态演进^①。

在国有企业混合所有制改革和以“管资本”为主的国资监管体系改革背景下,上市国企资本运作更加频繁。并购作为实现股权多元、加速企业成长、激发市场活力的有效手段而受到了愈加广泛的关注。国有企业的并购活动不但能够快速扩大公司规模,还能促进所在地区经济发展、缓解就业问题,往往也极强地体现出政府的意志(潘红波等,2008)^[3]。然而,与民营企业相比,国有企业的并购绩效相对较差,难以发挥并购的价值增值功能(逯东等,2019)^[4]。对于如何提高国有企业并购绩效,已有文献主要从两方面进行了探究:一类研究基于“行政型”视角,探讨政府干预对企业并购产生的“掠夺之手”或“支持之手”效应。即,政府一方面会对国有企业的经营目标、资源配置和人事任免进行行政干预而产生“掠夺之手”效应(Shleifer和Vishny,1994)^[5],进而降低并购绩效;另一方面,国有企业会发挥其制度优势(潘红波等,2008^[3];陈仕华和卢昌崇,2014^[2]),加强对高管的监管和约束以减少其机会主义行为,进而实现更高的并购绩效(Chen等,2015^[6];陈胜蓝和马慧,2017^[7]),产生“支持之手”效应。另一类研究则基于“经济型”视角,认为可以通过引入多元股权、实现股权制衡、赋予非实际控制人权力等方式导入经济型治理,提高国有企业的决策效率和市场化水平进而提高并购绩效(张新,2003^[8];戚聿东和张任之,2016^[9];逯东等,2019^[4])。由此可见,现有研究已基于“行政型”或“经济型”的单一视角进行了较为详尽的研究,但将二者结合、考察国有企业治理中行政型治理与经济型治理对并购绩效的动态或综合影响仍有待进一步拓展。在国有企业转型中,行政型治理不断弱化、经济型治理不断强化,二者的强弱关系与相互影响也随之改变,所产生的经济后果自然也不相同。那么,这一动态的过程是如何进行的?两类治理模式的动态演进又将怎样对国有企业的并购绩效产生综合影响?

作为治理转型的一项重要手段(苏坤,2016)^[10],国有企业集团的金字塔结构使得企业与政府之间产生了一条隔离带(Fan等,2013)^[11],这也是政府将控制权交还给企业、实现向经济型治理转型的有效方式。当国有企业集团金字塔层级较少时,行政型治理占主导地位,其主要特征是企业目标、资源配置、高管任免的行政化,这带来的制度优势和对高管的有效监督有利于企业并购与长期整合,但政治负担和激励扭曲也会降低并购绩效;当金字塔层级较多时,经济型治理占主导地位,其主要特征是企业目标、资源配置、高管任免的经济化、市场化,产权制度和市场机制提高了并购决策的科学性,但对高管监督的弱化又加剧了内部人控制,降低并购绩效。在两个端点之间应存在维持平衡和实现优势互补的最优层级,同时保证企业并购绩效达到最优。

本文以中国沪深A股2005—2017年间发生了并购事件的国有上市公司为样本,考察了金字塔层级对企业并购绩效的影响。与已有文献相比,本文的创新性主要体现在以下三个方面:第一,基于国有企业行政经济型治理的视角,考察行政型治理与经济型治理两类治理模式的动态演进及其不同状态下所产生的经济后果,并探讨两类治理模式的最优匹配关系,深化了对中国国有企业治理转型中行政经济型治理模式的认识,并为金字塔结构领域的研究补充了新的视角。第二,基于行政经济型治理模式的特征,结合了现有国企并购绩效研究的经济型视角与行政型视角两类机制进行综合考察,认为经济型治理与行政型治理各有优劣,而当二者相平衡时,企业能够同时发挥两种治

① 该观点由李维安于2018年5月12日在当代经济学基金会和中国人民大学发展与战略研究院联合主办的“第四届思想中国论坛”的汇报中首次提出,并经过了多次论证。演讲内容见北京当代经济学基金会网站:<http://www.nefchina.org/index.php?id=427>。

理模式的优势并达到最优并购绩效。第三,考察内外部治理的交互机制,助力国企改革渡过行政型治理与经济型治理相胶着的“深水区”。

二、我国国有企业行政经济型治理的形成

从计划经济时代的“政府直接管理”开始,政府干预企业已经成为常态。当时,受对公有制经济认识的局限,以及国有企业存在“两权不分”、“政企不分”的问题,导致国有股突破股东身份所赋予的权力界限,将其行政特征内化到公司内部,进而形成了国有企业长期以来的行政型治理模式(李维安,1996^[1];李建标等,2016^[12])。这种治理模式主要表现出三方面特征:第一,国有企业承担较多政策性负担(Lin等,1998)^[13],并受到政府政治目标的影响(王凤荣和高飞,2012)^[14],即企业目标行政化;第二,政府能够直接参与企业的资源配置(曹春方等,2015)^[15],即资源配置行政化;第三,国有股提名高管的方式与政府的官员选拔模式相同,高管主要来自政府任命而非经理人市场(陈仕华等,2015)^[16],即人事任免行政化。行政型治理在较长时期内对国有企业的发展发挥了重要的促进作用,其优势主要体现在两方面:一方面,由于资源配置行政化,国有股形成了企业的制度优势,政府股东能够利用行政权力对国有企业形成政治庇护,使其获得政策优惠和融资便利(Shleifer和Vishny,1994^[5];曹春方等,2015^[15])。这一现象在民营企业中同样存在,例如通过参政、寻租、混入国有股权等方式与政府建立联结(Li等,2008^[17];李增福等,2016^[18])而形成的民营企业行政型治理,能够填补市场经济制度的“空白”,进而获得税收和融资的便利(Zhou等,2017)^[19]。另一方面,由于人事任免行政化,高管受到政府的直接监管,行政监督能够有效制衡内部人,避免内部人失控(钟海燕等,2010)^[20]。

然而,行政型治理也存在一定的劣势,主要体现在如下两方面:一方面,由于企业目标行政化,政府在公司治理中的“越界”,产生了严重的“内部治理外部化、外部治理内部化”问题,即本属于内部治理的决策职能由政府这一外部治理主体决定,而社会目标等外部职能却由内部治理承担(李维安等,2019)^[21],造成了国有企业的低效率和经济目标的偏离。另一方面,人事任免行政化扭曲了管理者的激励约束机制,导致管理者低效(Xu和Zhang,2008^[22];曹春方等,2015^[15])。此外,对民营企业而言,通过政治关联建立的行政型治理也可能成为“资源诅咒”,导致市场扭曲、助长过度投资等问题,不利于企业的长期发展(袁建国等,2015)^[23]。

行政型治理在特殊情境下是有效的,但企业治理权最终还是要交还给企业自身。为了提高国有企业效率和治理能力,中国施行了包括中国特色现代企业制度建设、混合所有制改革、“管资本”为主的国资监管体系改革在内的多项措施对国有企业进行改革。国有企业改革的目标在于建立“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度(李维安,2017)^[24],而改革的方向是由行政型治理向经济型治理转变(李维安,1996^[1];邱艾超和罗胜,2010^[25])。经济型治理是以现代企业制度为框架,以委托代理理论为基础,以市场机制为导向的治理模式(李维安和邱艾超,2010)^[26],其主要优势在于更高的市场化水平和决策效率。行政型治理向经济型治理的转变,就是要厘清政府与市场的边界,完善公司内外部治理机制,实现“权力制衡”向“决策科学”的转变。

经济型治理的特征与行政型治理相反,主要表现为企业目标、资源配置、人事任免的经济化和市场化。然而,由于中国经济型治理机制的不完善,各类行政化特征所形成的路径依赖,导致两类模式的交织降低了治理的有效性。在治理模式转型过程中,行政力量减弱的同时也释放了治理风险。在完善的经济型治理机制中,企业需要设计合理的雇佣合同,制定利益相容的激励机制和有效的内外部监督机制来控制治理风险(Jensen和Meckling,1976)^[27]。而中国尚未建立起成熟的经济型治理体系,各类行政型治理特征依然存在,由此导致的突出问题就是国有企业内部人失控。与政府官员类似,国有企业高管所处的“晋升锦标赛”扭曲了高管的激励约束机制(周黎安,2007)^[28],

一旦行政型治理减弱,内部人不受约束的权力极易失控。此时,企业又依赖于强力的行政型治理来摆脱困境,陷入恶性循环(陈仕华等,2014)^[29]。

由此可见,国有企业既需要经济型治理,利用市场机制和现代企业制度来保证企业决策的科学性和高效率;又需要行政型治理,发挥政府股东的制度优势和有效监督功能。要达到最优治理效果,就需要同时发挥行政型治理和经济型治理的优势。为此,中国国有企业转型不能采用“一刀切”的做法,应当选择渐进性的方式以保证改革的连续性和稳定性。期间,行政型治理逐步弱化、经济型治理逐步强化,进而产生了一段较长的过渡期。在这段时期中,国有企业内部同时存在着与政府治理相配套的行政型治理和与市场相配套的经济型治理两种不同的治理模式,两类治理模式在国有企业内部交织并存和动态演进,因此可以把现阶段国有企业治理模式称为“行政经济型治理”。

三、金字塔结构、治理类型与并购绩效

在行政经济型治理视角下,随着政府对国有企业的控制与放权的变化,形成了行政型治理主导或者经济型治理主导以及二元交织并存的不同的行政经济型治理模式。而金字塔作为一种特定的治理结构,是国有企业改革的一种具体实现方式(Fan等,2013)^[11]。伴随金字塔层级的延伸,政府对不同层级企业控制力的差异形成了不同的治理模式,这与行政经济型治理的理论规律相一致。

从政策脉络来看,自20世纪90年代以来,中国大量国有企业集团建立了金字塔结构,有效实现了政府对国有企业的放权,推动了国有企业向经济型治理转型。然而,由此导致的国有企业臃肿与内部人控制问题愈发严重后,党和政府又多次提出为国有企业“去层级”。2015年,《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》指出,为国有企业合理限定法人层级,有效压缩管理层级。从增加层级“放权让利”到压缩冗余层级“瘦身健体”、提高集团治理效率的变化,既是中国国有企业治理改革中对治理模式的探索,也体现了行政经济型治理模式动态演进的特征。

1. 较少层级时的行政型治理与并购绩效

金字塔层级较少时,政府对国有企业的控制能力较强而控制成本较低,政府官员既有动机又有能力将自身的政治和社会目标内化到国有企业中(钟海燕等,2010)^[20]。现有文献表明,当金字塔层级较少时,国有企业会更加注重增加就业、维持稳定和社会公益等社会职能,体现出与政府相一致的“求稳”目标(苏坤,2016)^[10];作为回报,政府会给予其更多的“政治庇护”,优先将银行贷款等资源分配给国有企业(曹春方等,2015)^[15];政府也能更方便地通过行政任命将官员委派到国有企业当中(Fan等,2013)^[11]。当金字塔层级较少时,国有企业表现为以企业目标行政化、资源配置行政化、高管任免行政化为特征的行政型治理占主导地位的治理模式。

行政型治理对并购绩效的影响是两面的,其优势在于资源配置行政化带来的制度优势,以及人事任免行政化对高管行为的有效约束(Shleifer和Vishny,1994)^[5]。政府股东会出于自身的政策负担和国有企业与政府间的产权联系而为企业并购提供融资便利和政策支持(Kornai等,2003)^[30],甚至将并购作为向企业输送利益的手段(潘红波等,2008)^[3]。较大的行政权力也能够有效制衡内部人而减少代理问题(钟海燕等,2010)^[20],有利于企业并购及并购后整合,提高并购绩效。而行政型治理的劣势在于企业目标行政化导致的政策负担和人事任免行政化导致的管理者低效(Xu和Zhang,2008)^[22]。政府主导的并购往往是一种体制内的价值转移与再分配(张新,2003)^[8]而非市场中的竞争,此时的并购决策往往体现了政府的政治目标而非企业效率最大化目标,来自政府选拔的官员型高管缺乏经营企业的能力和技能,难以做出科学高效的并购决策,导致较低的并购绩效。

2. 较多层级时的经济型治理与并购绩效

金字塔层级较多时,政府与企业之间的层级间隔导致了更高的控制成本,国有企业能够在不改变所有权性质的前提下降低政府控制能力,实现有效放权(Fan等,2013)^[11]。现有研究表明,随着

金字塔层级增加,企业能够导入更多市场化机制,回归以“逐利”为核心的经济目标(苏坤,2016)^[10],其资金获取和税负等更符合市场逻辑(刘行和李小荣,2012)^[31],企业也能够采取市场化经理激励机制来提高经营效率(周静和辛清泉,2017)^[32],进而表现为企业目标经济化、资源配置市场化、高管任免市场化的以经济型治理占主导的治理模式。

经济型治理对并购绩效的影响也是两面的:其优势在于企业能够借助健全的现代企业制度和市场机制,提高企业的资金使用效率(章卫东等,2015)^[33]和并购决策的科学性,进而提高并购绩效。其劣势在于,尚未完善的经济型治理机制难以完全消除各类行政化特征,这也容易导致高管自利。高管的自利动机在并购行为中放大,与为公司创造价值相比,高管们更关注如何为个人带来私利(Jensen和Meckling,1976)^[27]。而对国有企业而言,来自行政任命的高管更加依赖来自政府的垂直监管,随着行政型治理的弱化,高管权力难以得到有效制衡,此时做出的并购决策更多出于高管个人动机,极易高估并购收益或是低估并购风险,导致较差的并购绩效(陈仕华等,2015)^[16]。除此之外,当所处金字塔层级较多的子公司导入了经济型治理模式时,母公司却依然贯彻行政型治理模式并对子公司施加行政干预,这种“子比母快”现象导致的治理模式错配,也会进一步提高代理成本(李维安,2017)^[24],降低并购绩效。

3. 两类模式的平衡互补

行政型治理与经济型治理各有优劣,实现最优并购绩效应该使二者平衡并相互弥补。在金字塔层级两个端点之间存在最优层级,此时行政型治理与经济型治理相平衡、互补,企业能够同时发挥两种治理模式的优势:既能够发挥行政型治理带来的制度优势,并有效制衡内部人权力;又能够利用经济型治理带来的科学决策和高效率,缓解企业的行政化负担。此时,企业能够达到最优并购绩效。金字塔层级对并购绩效的动态综合影响如图1所示。由此提出假设H₁:

H₁:国有企业并购绩效与金字塔层级之间呈倒U型关系。

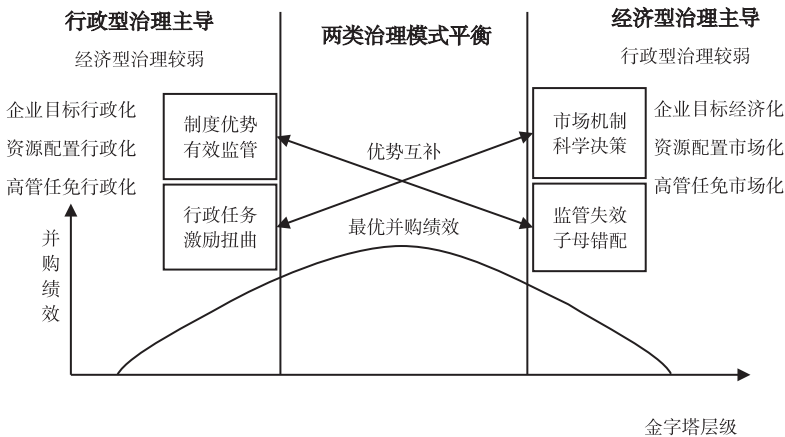


图1 金字塔结构中两类治理模式对并购绩效的动态综合影响

资料来源:作者整理

四、研究设计

1. 样本选择和数据来源

由于并购长期绩效的计算需要未来24个月的数据,因此本文选取了2005—2017年间沪深A股发生了并购事件的国有上市公司作为研究样本。参照已有研究(Fan等,2013^[11];刘慧龙,2017^[34])的做法,本文通过手工搜集上市公司年报获取相关金字塔层级数据,企业并购信息、财务指标、公司治理特征等数据来自CSMAR数据库,媒体监督数据来自CNRDS数据库的“上市公司高

管报刊新闻”，市场化水平数据来自王小鲁等(2019)^[35]编制的《中国分省份市场化指数报告(2018)》。本文首先在CSMAR数据库中获取2005—2017年间全部A股上市公司数据，并从中筛选出具有金字塔结构的国有上市公司(共1002家公司,10064个观测值)；然后，在CSMAR数据库的“并购重组”数据中获取由上述样本公司所发起的并购信息，并借鉴已有研究(陈仕华和卢昌崇,2014^[2]；逯东等,2019^[4])的做法进行了如下处理与筛选：(1)剔除失败的并购交易；(2)剔除并购方支付金额为0的并购交易；(3)为排除短期内多次并购的影响并最终生成企业层面的面板数据，如果一家公司在同年度发起多起并购，仅保留第一次并购(为避免并购样本选择造成的偏差，本文还选择了同年度中最大规模的一起并购作为稳健性检验)；(4)剔除金融行业样本；(5)剔除ST或*ST状态的上市公司样本；(6)剔除并购绩效、财务信息、治理信息等关键数据缺失的样本。经过筛选处理后，本文最终得到了包含688家上市公司在内的1841个观测样本。为了消除极端值的影响，本文对全部连续变量在1%水平上进行了缩尾处理。

2. 变量说明

(1)被解释变量。由于并购决策的科学性和并购后整合效率的影响可能要经过较长时期才能得到体现(王艳和李善民,2017)^[36]，因此，本文使用长期并购绩效来验证假设①。参照已有文献(Gregory,1997^[37]；陈仕华和卢昌崇,2014^[2])，本文使用并购并持有超常收益(BHAR)来衡量上市公司并购的长期绩效。BHAR衡量了购买公司股票并一直持有直到考察期结束时，公司股票收益率超过市场组合或对应组合收益率的大小。对于BHAR的计算，参考Fama和French(1992)^[38]的方法，控制了公司的规模效应和权益账面—市值比，计算了并购方从并购公告当月开始直到并购后24个月的BHAR。为排除计算方法的误差，本文还使用并购后36个月的购买并持有超常收益(BHAR2)进行了稳健性检验。

(2)解释变量。本文的核心解释变量为国有企业的金字塔层级(Layer)。国有企业金字塔层级是指国有上市公司到最终控制人之间的代理链长度，参照Fan等(2013)^[11]的方法，如果最终控制人直接控制上市公司，则金字塔层级为1，然后依次类推；如果金字塔结构有多个代理链条，则选择代理链最长的链条为代表。该数据通过对上市公司年报披露的“公司与实际控制人之间的产权及控制关系方框图”手工整理获得。

(3)控制变量。借鉴现有研究(陈旭东等,2013^[39]；陈仕华和卢昌崇,2014^[2]；吕兆德和徐晓薇,2016^[40]；逯东等,2019^[4])的做法，本文从几个层面选择控制变量，分别是：外部环境层面，包括市场化水平(Market)和媒体监督(Media)；并购层面，包括并购规模(Value)以及是否聘请并购财务顾问(Advisor)；财务指标层面，包括两权分离度(Seperation)、公司规模(Size)、盈利能力(ROA)、成长能力(Growth)和资产负债率(Debt)；公司治理层面，包括股权集中度(Concentration)、二职合一(Duality)和独立董事比例(Independent)。此外，本文还加入了行业虚拟变量(Industry)和年份虚拟变量(Year)，以控制无法观测到的只随行业或年份而变的因素的影响。

相关变量的定义和测度方式如表1所示。

表1 变量定义与测度

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	长期并购绩效	BHAR	并购公告当月起24个月的购买并持有超常收益
	长期并购绩效	BHAR2	并购公告当月起36个月的购买并持有超常收益
	短期并购绩效	CAR	并购的累计超额收益率

① 本文在进一步研究中考察了金字塔层级对短期并购绩效的影响。

续表 1

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义	
解释变量	金字塔层级	<i>Layer</i>	上市公司到最终控制人的链条长度	
控制变量	外部环境	市场化水平	<i>Market</i>	公司所在地区的市场化水平
		媒体监督	<i>Media</i>	高管受到媒体披露的负面信息数量的自然对数
	并购	并购规模	<i>Value</i>	并购中买方支付价值(万元)的自然对数
		聘请财务顾问	<i>Advisor</i>	并购中是否聘请财务顾问,是为 1,否则为 0
	财务指标	两权分离度	<i>Seperation</i>	实际控制人拥有上市公司控制权与所有权之差 ^①
		公司规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
		盈利能力	<i>ROA</i>	公司净利润与总资产的比值
		成长能力	<i>Growth</i>	公司营业收入增长率
		资产负债率	<i>Debt</i>	总负债与总资产的比值
	公司治理	股权集中度	<i>Concentration</i>	公司前三大股东持股比例
		二职合一	<i>Duality</i>	公司总经理与董事长是否兼任,是为 1,否则为 0
		独立董事比例	<i>Independent</i>	独立董事人数与董事会总人数的比值
	其他	行业虚拟变量	<i>Industry</i>	样本所处行业的虚拟变量
		年份虚拟变量	<i>Year</i>	样本所处年份的虚拟变量

资料来源:作者整理

3. 模型设定

为了控制无法观测因素的影响和可能存在的自相关、异方差问题,本文选择面板最小二乘法的固定效应模型进行估计。为了检验假设 H_1 金字塔层级对国有企业并购绩效的影响,本文构建如下模型(1)进行检验:

$$BHAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Layer_{i,t} + \beta_2 Layer_{i,t}^2 + \gamma Control_{i,t} + \delta_i + \delta_j + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, i 表示企业, j 表示行业, t 表示时间(年份), $BHAR_{i,t}$ 为被解释变量长期并购绩效, $Layer_{i,t}$ 为解释变量金字塔层级, $Layer_{i,t}^2$ 为解释变量的二次项, $Control_{i,t}$ 为控制变量集合, δ_i 、 δ_j 和 δ_t 分别为企业固定效应、行业固定效应和时间固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。如果金字塔层级变量的二次项 $Layer_{i,t}^2$ 的系数 β_2 显著为负,则表明金字塔层级对国有企业并购绩效的影响呈倒U型,即假设 H_1 成立。此外,当假设 H_1 成立时,根据二次函数的特性,可以通过计算各变量的系数得出当公司所处金字塔层级为 $Layer_{i,t} = -\frac{\beta_1}{2\beta_2}$ 时,能够达到最优并购绩效。

五、实证结果与分析

1. 描述性统计与相关系数分析

从描述性统计^②来看,长期并购绩效($BHAR$)的均值为 -0.14 ,最小值为 -2.26 ,最大值为 2.30 ,标准差为 0.62 ,说明平均来看,国有企业的长期并购绩效较低且为负,并购绩效亟待提高;金字塔层级($Layer$)的均值为 2.69 ,最小值为 1 ,最大值为 6 ,标准差为 0.98 ,说明国有企业金字塔层级数量平均在 $2\sim 3$ 层之间,不同企业间金字塔层级数量差别较大^③。从相关系数来看,除资产负债

① 其中,控制权为实际控制人与上市公司若干控制链中最弱的一层,所有权为实际控制人与上市公司股权关系链每层持有比例相乘(La Porta等,1999)^[41]。

② 受篇幅限制,描述性统计表正文略去,备索。

③ 此处仅包含发起了并购事件的国有企业样本。根据本文统计,2005—2017年间中国国有上市公司的金字塔链条最高甚至达到14层。

债率 (*Debt*) 与企业规模 (*Size*) 和盈利能力 (*ROA*) 的相关系数达到 0.48 和 0.40 外,其余都低于 0.3,各变量相关系数较低。本文还测算了变量的方差膨胀因子 (*VIF*) 值,各变量的 *VIF* 在 1.00 ~ 1.87 之间,平均 *VIF* 为 1.24,远低于 10,说明本文实证模型各变量之间不存在严重的多重共线性问题。

2. 回归结果与分析

表 2 为前文假设的回归结果。其中,模型 (1) 为仅包含控制变量的模型,模型 (2) 将金字塔层级 (*Layer*) 引入基准回归,而模型 (3) 在此基础上进一步引入了金字塔层级 (*Layer*) 的二次项 ($Layer^2$)。回归结果表明:模型 (2) 中,金字塔层级 (*Layer*) 的系数为 0.04 但未达到 10% 的显著性水平,说明金字塔层级 (*Layer*) 与长期并购绩效 (*BHAR*) 间的一次线性关系不显著。模型 (3) 中,金字塔层级 (*Layer*) 的系数为 0.42 且在 1% 水平显著,而金字塔层级的二次项 ($Layer^2$) 的系数为 -0.06 且在 1% 水平显著,这说明,国有企业并购绩效 (*BHAR*) 与金字塔层级 (*Layer*) 的关系为倒 U 型,与前文假设 H_1 预测结果相一致。进一步根据公式 $Layer_{i,t} = -\frac{\beta_1}{2\beta_2}$ 对系数进行计算,可以得出,当金字塔层级 (*Layer*) 约为 3.49 时,并购绩效 (*BHAR*) 达到最大值。这一结果表明,当公司所处金字塔层级 (*Layer*) 在 3~4 之间时,能够同时发挥行政型治理与经济型治理的优势,并达到最优并购绩效。

表 2 金字塔层级对长期并购绩效的回归结果^①

变量	模型 (1) <i>BHAR</i>	模型 (2) <i>BHAR</i>	模型 (3) <i>BHAR</i>
<i>Layer</i>		0.0401 (1.1354)	0.4228 *** (3.0059)
$Layer^2$			-0.0605 *** (-2.8103)
控制变量	控制	控制	控制
常数项	6.4794 *** (3.9535)	6.3126 *** (3.8368)	5.4891 *** (3.2946)
R ² -within	0.1291	0.1301	0.1363
N	1841	1841	1841

注:括号内为 *t* 值;* *p* 表示 <0.10,** *p* 表示 <0.05,*** *p* 表示 <0.01,下同

资料来源:作者整理

为进一步验证金字塔层级 (*Layer*) 与长期并购绩效 (*BHAR*) 之间的倒 U 型关系,本文采用 Lind 和 Mehlum (2010)^[42] 提出的三步法进行检验:(1) 检验二次项系数的显著性;(2) 检验对称轴左右二者是否分别存在正、负相关的线性关系;(3) 检验极值点是否位于拟合所得极值点 95% 的 Fieller 置信区间中。检验结果表明,金字塔层级 (*Layer*) 与长期并购绩效 (*BHAR*) 之间整体的倒 U 型关系在 1% 水平显著 ($p < 0.01$),二者在对称轴两侧的线性关系均在 1% 水平显著,且对称轴 $Layer = 3.49$ 也在 95% 的置信区间 [2.89, 4.73] 之内,二者的倒 U 型关系成立。

六、内生性与稳健性检验

1. 内生性检验

国有企业金字塔层级和并购绩效的关系可能受到某些遗漏变量的影响,导致内生性问题。为此,本文使用两种策略来解决潜在的内生性问题:第一,本文已在模型 (1) 中加入了众多控制变量,并使用了企业、行业、时间三个层面的固定效应模型,以尽量减轻内生性问题;第二,本文进一步采用了两阶段最小二乘法控制潜在的内生性问题。对于工具变量的选择,本文借鉴已有关于国有企业金字塔层级的研究 (Lin 等,2012^[43];刘行和李小荣,2012^[31];刘慧龙,2017^[34]),分别使用公司所在行业和地区当年全部国有企业金字塔层级的均值 ($mLayer$) 和其二次项 ($mLayer^2$) 作为金字塔层

① 受篇幅限制,控制变量回归结果未列示,备案,下同。

级(Layer)与其二次项(Layer²)的工具变量。检验结果如表3所示。模型(1)和模型(2)为第一阶段分别使用工具变量 $mLayer$ 和 $mLayer^2$ 对金字塔层级(Layer)与其二次项(Layer²)的回归,模型中各自的工具变量的系数分别为0.65和0.79,二者均在1%水平显著,表明本文工具变量的选择较为合理。模型(3)使用第一阶段因变量的拟合值进行第二阶段回归,回归结果表明,金字塔层级拟合值(Layer)的系数为0.45且在5%水平显著,其二次项(Layer²)的系数为-0.07且在5%水平显著;经过计算,考虑内生性后得到的对称轴为Layer=3.37,与原结论基本一致。以上结果说明,在使用工具变量进行二阶段最小二乘法后得到的结论依然稳健。

表3 使用工具变量二阶段最小二乘法的内生性检验结果

变量	模型(1) Layer	模型(2) Layer ²	模型(3) BHAR
$mLayer$	0.6498*** (8.2416)	-0.2924 (-0.5557)	
$mLayer^2$	0.0145 (1.1745)	0.7899*** (9.5854)	
Layer			0.4448** (2.2404)
Layer ²			-0.0660** (-2.1395)
控制变量	控制	控制	控制
企业/行业/时间固定效应	控制	控制	控制
常数项	1.3408 (1.4429)	4.7323 (0.7632)	5.4680*** (3.2204)
R ² -within	0.6594	0.6409	0.1396
N	1841	1841	1651

资料来源:作者整理

2. 稳健性检验

第一,更换并购样本。具体而言,在前文实证结论中,对于同年度中发生多起并购事件的公司,本文只保留了每年的第一起并购事件以排除同年度内多次并购对并购绩效的影响。为了检验并购事件选择可能造成的偏差,本文更换了样本选择方式,对同年度内的多起并购事件选择了规模最大的一起,重新组成了并购样本进行稳健性检验。检验结果如表4所示。从表4中可以看出,金字塔层级的二次项(Layer²)显著为负,经计算求得其对称轴为3.35,与前文结果基本一致。

表4 更换并购样本进行稳健性检验结果

变量	模型(1) BHAR	模型(2) BHAR	模型(3) BHAR
Layer		0.0244 (0.6772)	0.4023*** (2.8117)
Layer ²			-0.0600*** (-2.7286)
控制变量	控制	控制	控制
企业/行业/时间固定效应	控制	控制	控制
常数项	6.1832*** (3.6709)	6.0941*** (3.6062)	5.2231*** (3.0458)
R ² -within	0.1307	0.1310	0.1370
N	1819	1819	1819

资料来源:作者整理

第二,更换变量测度方式。具体而言,为了控制不同测度方式对实证结果产生的影响,本文使用并购后36个月的购买并持有超常收益(BHAR2)替换原模型中的因变量进行了稳健性检验。检验结果如表5所示。从表5中可以看出,金字塔层级的二次项(Layer²)显著为负,与前文结果基本一致。经计算求得其对称轴为3.14,略低于使用24个月的BHAR得出的结论。这表明,经济型治理的优势能较快地体现在资本市场的反应中,而行政型治理的优势对并购绩效的影响则更具长期性。

表 5 更换因变量度量方式的稳健性检验结果

变量	模型(1) <i>BHAR2</i>	模型(2) <i>BHAR2</i>	模型(3) <i>BHAR2</i>
<i>Layer</i>		0.0123(0.2651)	0.5261*** (2.7450)
<i>Layer</i> ²			-0.0837*** (-2.7623)
控制变量	控制	控制	控制
企业/行业/时间固定效应	控制	控制	控制
常数项	4.5003** (2.0693)	4.4633** (2.0470)	3.3254 (1.5042)
R ² -within	0.2286	0.2286	0.2354
N	1554	1554	1554

资料来源:作者整理

第三,变更回归方法。为了检验由回归方法造成的潜在偏差,本文参照 Zeger 和 Liang (1986)^[44]、Sauerwald 等(2016)^[45]的方法,使用广义估计方程(GEE)方法对模型(1)进行回归,检验结果如表6所示。从表6中可以看出,金字塔层级的二次项(*Layer*²)显著为负,经计算求得其对称轴为3.39,与前文结果基本一致。

表 6 更换回归方法的稳健性检验结果

变量	模型(1) <i>BHAR</i>	模型(2) <i>BHAR</i>	模型(3) <i>BHAR</i>
<i>Layer</i>		0.0139 (0.8408)	0.1796*** (2.7043)
<i>Layer</i> ²			-0.0265*** (-2.5767)
控制变量	控制	控制	控制
企业/行业/时间固定效应	控制	控制	控制
常数项	0.3838 (1.1266)	0.3764 (1.1034)	0.1090 (0.3064)
Chi2	184.1745	184.6798	192.2287
N	1841	1841	1841

资料来源:作者整理

七、进一步研究

1. 内外部治理的交互作用

前文结果发现,经济型治理与行政型治理各有优劣。政府对国有企业“简政放权”导入经济型治理的目的,是利用现代企业制度和市场化机制提高企业的市场化水平和决策的科学性,而经济型治理主导下的企业无法获得较高并购绩效的原因在于经济型治理机制尚未健全,治理风险的提高导致了内部人控制问题,这也成为了当前两类治理模式胶着、经济型治理模式转型阻碍重重的重要原因。

完善的经济型治理需要有效的外部治理为依托(Jensen 和 Meckling,1976)^[27],而该环境必须是市场化、法制化的,并且需要内外部治理共同发挥监督作用(李维安,2016)^[46],故而良好的外部治理可能是推动国企治理转型、打破当前胶着状态的有效手段。为此,本文选取媒体监督和市场化水平两类重要外部治理因素,进一步考察国企治理改革中内外部治理的交互作用。

一方面,行政型治理主要适应于市场化水平较低的环境,企业依靠与政府的联结填补正式制度缺失的制度空白(Zhou 等,2017)^[19]并将其转化为自身的制度优势。当金字塔层级较少时,行政型治理占主导地位,而经济型治理随层级的增加逐渐强化。较高的市场化水平既能够削弱行政型治理的优势,又能为经济型治理的高效率提供更为优良的环境,进而正向调节金字塔层级与并购绩效

之间的正相关关系。另一方面,对于国有企业中的官员高管,政府给予其较高的自由裁量权,通过官员间的竞争而选拔晋升。当行政型治理随层级的增加而减弱时,高管受到来自政府的垂直监管也减少,此时就需要有效的外部治理进行约束。作为外部治理的重要力量,大量研究肯定了媒体监督对公司外部治理发挥的积极作用,认为媒体监督能够有效抑制公司高管的个人私利动机与机会主义行为,使高管放弃有损公司利益的并购行为(Liu 和 McConnell,2013)^[47]。当金字塔层级较多时,经济型治理占主导地位,而行政型治理随层级的增加逐渐弱化。较强的媒体监督能够在一定程度上弥补因行政型治理减弱而导致的内部监管不足,进而负向调节金字塔层级与并购绩效之间的负相关关系。

本文对上述观点进行了验证。Hansen(2000)^[48]、Haans 等(2016)^[49]指出,为检验倒 U 型关系两侧不同的调节作用,应使用分段检验的方法对其两侧分别进行验证。为此,本文以上文计算所得的倒 U 型关系对称轴为断点,分别验证外部治理因素的调节作用,验证结果如表 7 所示,模型(1)、模型(2)、模型(3)为对称轴左侧的回归结果,模型(4)、模型(5)、模型(6)为对称轴右侧的回归结果。其中,模型(1)和模型(4)为未包含交互项的基准回归,回归结果显示,模型(1)中金字塔层级(Layer)的系数为 0.20 且在 10% 水平显著,模型(4)中金字塔层级(Layer)的系数为 -0.32 且在 5% 水平显著,这表明,在对称轴两侧,金字塔层级(Layer)与长期并购绩效(BHAR)分别为正和负的线性关系,与前文倒 U 型检验结果相符。

表 7 外部治理因素对行政经济型治理的调节作用

变量	Layer ≤ 3			Layer ≥ 4		
	模型(1) BHAR	模型(2) BHAR	模型(3) BHAR	模型(4) BHAR	模型(5) BHAR	模型(6) BHAR
Layer	0.2010 *** (3.1100)	0.2062 *** (3.1931)	0.2011 *** (3.1076)	-0.3198 ** (-2.3502)	-0.3260 ** (-2.3828)	-0.3537 *** (-2.6339)
Market	0.1342 (0.2564)	0.3090 (0.5827)	0.1346 (0.2568)	0.2203 (0.1912)	0.8491 (0.5349)	0.3995 (0.3524)
Media	-0.0241 (-1.2774)	-0.0232 (-1.2313)	-0.0236 (-1.1022)	-0.0772 ** (-2.2559)	-0.0803 ** (-2.3129)	-0.2792 *** (-3.1977)
Layer × Market		0.4767 ** (1.9600)			-0.3194 (-0.5775)	
Layer × Media			0.0017 (0.0572)			0.1272 ** (2.5069)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业/行业/ 时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	4.4938 ** (2.2268)	4.0029 ** (1.9717)	4.4897 ** (2.2220)	5.6538 (1.4847)	4.3827 (0.9946)	5.4568 (1.4590)
R ² -within	0.1227	0.1267	0.1227	0.4497	0.4510	0.4731
N	1517	1517	1517	324	324	324

资料来源:作者整理

模型(2)和模型(5)为加入了金字塔层级与市场化水平的交乘项(Layer × Market)的回归,回归结果显示,模型(2)中金字塔层级与市场化水平的交乘项(Layer × Market)的系数为 0.48 且在 5% 水平显著;模型(5)中金字塔层级与市场化水平的交乘项(Layer × Market)的系数为 -0.32,但未达到 10% 的显著性水平。这一结果表明,在倒 U 型关系的左侧,市场化水平(Market)能够正向调节金字塔层级(Layer)与长期并购绩效(BHAR)之间的正相关关系,支持了前文的观点。

模型(3)和模型(6)为加入了金字塔层级与媒体监督的交乘项(Layer × Media)的回归,回归结

果显示,模型(3)中金字塔层级与媒体监督的交乘项($Layer \times Media$)的系数为 -0.001 ,但未达到 10% 的显著性水平;模型(6)中金字塔层级与媒体监督的交乘项($Layer \times Media$)的系数为 0.13 且在 5% 水平显著,这表明,在倒 U 型关系的右侧,媒体监督($Media$)能够负向调节金字塔层级($Layer$)与长期并购绩效($BHAR$)之间的负相关关系,支持了前文的观点。

2. 金字塔层级与短期并购绩效

前文使用长期并购绩效对本文假设进行验证,发现了金字塔层级与并购绩效之间的倒 U 型关系,但治理模式对并购的长期绩效与短期绩效的影响可能存在差别(陈仕华等,2015)^[16]。与长期并购绩效不同的是,短期并购绩效更加体现了投资者的反应(王艳和李善民,2017)^[36]。长期以来的行政型治理导致国有企业经营活力不足而长期亏损,乃至被贴上“低效率”、“预算软约束”、“大锅饭”等标签(李维安,2017)^[24]。而经济型治理更加注重“决策科学”、追求经济目标(李维安等,2019)^[21],能够显著提高企业经营效率。受此影响,投资者对经济型治理和行政型治理的反应是截然不同的。具体而言,投资者将对经济型治理主导下发起的并购做出更为积极的反应,使得金字塔层级与短期并购绩效呈正相关关系。

为了验证这一观点,本文使用并购的累计超额收益率(CAR)度量并购的短期绩效,替换原模型中的长期并购绩效进行回归。对于 CAR 的测算,本文参考已有文献(潘红波等,2008^[3];陈仕华等,2015^[16])的做法,根据 Brown 和 Warner(1985)^[50] 的市场模型法,以并购公告前 150 日至 30 日为估计期,以公告日及前后 2 日为窗口期进行计算。回归结果如表 8 所示。其中,模型(1)为仅包含控制变量的基准回归;模型(2)在其基础上加入了金字塔层级($Layer$)的一次项,回归结果表明,其系数为 0.02 且在 5% 水平显著;模型(3)在模型(2)的基础上进一步加入了金字塔层级的二次项($Layer^2$),回归结果表明,其系数为 -0.01 但未达到 10% 的显著性水平,表明金字塔层级($Layer$)与短期并购绩效(CAR)之间为正相关的线性关系,而不存在 U 型关系,支持了前文的观点。

表 8 金字塔层级对短期并购绩效的回归结果

变量	模型(1) CAR	模型(2) CAR	模型(3) CAR
$Layer$		0.0157^{**} (2.1003)	0.0491^* (1.7312)
$Layer^2$			-0.0055 (-1.2204)
控制变量	控制	控制	控制
企业/行业/时间固定效应	控制	控制	控制
常数项	-0.3186 (-0.9490)	-0.3845 (-1.1429)	-0.4236 (-1.2539)
R^2 -within	0.1651	0.1700	0.1716
N	1439	1439	1439

资料来源:作者整理

八、结 论

本文基于当前国有企业行政经济型治理模式的视角,利用中国 2005—2017 年沪深 A 股国有上市公司数据,实证研究发现国有企业金字塔层级与长期并购绩效呈倒 U 型关系,并在层级为 3~4 层时达到最优并购绩效。进一步研究发现,市场化水平和媒体监督对二者的关系具有调节作用:当金字塔层级较少时,市场化水平能够正向调节金字塔层级与并购绩效之间的正相关关系;当金字塔层级较多时,媒体监督能够负向调节金字塔层级与并购绩效之间的负相关关系。通过研究还发现,

国有企业金字塔层级与短期并购绩效正相关。基于上述实证结论,本文提出了如下政策启示:

第一,行政型治理与经济型治理各有优劣,当二者分别处于主导地位时,均无法达到最优的并购绩效;而当两类治理模式相平衡时,能够产生互补效应,同时发挥两类治理模式的优势,企业达到最优并购绩效。这一结论表明,过度的控制和放权都有一定的弊端,中国特色现代企业制度的建设需要同时发挥行政型治理与经济型治理的优势。同时,在当前“管资本”为主的国资监管体系改革背景下,国有资本投资运营公司的成立使得集团公司成为国有企业更普遍的形式,并在政府与上市公司间加入了一道特殊的层级。本文研究结论对于如何控制国有企业集团层级、提高集团治理效率等现实问题具有一定的借鉴意义。

第二,完善的经济型治理,需要外部市场化、法制化的治理环境作为依托,并且需要内外部治理共同发挥监督作用。当行政型治理减弱时,治理风险随之释放,导致的内部人控制问题成为了当前两类治理模式胶着、经济型转型阻碍重重的重要原因。而市场化水平和媒体监督作为两类重要的外部治理机制,能够与公司内部治理模式相互作用、良性互动。这说明,在国有企业改革实践中,除了应关注内部治理和政企关系的改革之外,也应重视与之匹配的外部治理改革,改善外部治理环境,提高治理有效性。

当前关于行政型治理的理论研究已经较为完善,从行政型治理到行政经济型治理的理论脉络与整体框架也基本形成(李维安,1996^[1];李维安和邱艾超,2010^[26];李维安等,2019^[21]),但仍有一些关键问题尚未解决,例如,实现两种治理模式互补的具体治理机制是什么、不同情境下两类治理模式的匹配关系如何变化、如何对国有企业的治理模式进行度量与评价等。未来的研究中,可以通过理论研究、案例研究、建立指标体系等方式解决进一步上述问题,完善构建行政经济型治理理论,探索更广阔的理论应用空间,形成中国国有企业的治理理论体系。

参考文献

- [1]李维安.对计划经济制度下企业治理制度的考察[J].三田商学研究,1996,(2):125-141.
- [2]陈仕华,卢昌崇.国有企业党组织的治理参与能够有效抑制并购中的“国有资产流失”吗?[J].北京:管理世界,2014,(5):106-120.
- [3]潘红波,夏新平,余明桂.政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J].北京:经济研究,2008,(4):41-52.
- [4]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].北京:管理世界,2019,(6):119-141.
- [5]Shleifer, A., and R. W. Vishny. Politicians and Firms[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1994, 109:995-1025.
- [6]Chen, X., Q. Cheng, A. K. Lo, and X. Wang. CEO Contractual Protection and Managerial Short-Termism[J]. The Accounting Review, 2015, 90,(5):1871-1906.
- [7]陈胜蓝,马慧.卖空压力与公司并购——来自卖空管制放松的准自然实验证据[J].北京:管理世界,2017,(7):142-156.
- [8]张新.并购重组是否创造价值?——中国证券市场的理论与实证研究[J].北京:经济研究,2003,(6):20-29,93.
- [9]戚聿东,张任之.国有企业合并重组提高了企业绩效吗?——以电信业为例[J].北京:经济管理,2016,(12):16-30.
- [10]苏坤.国有金字塔层级对公司风险承担的影响——基于政府控制级别差异的分析[J].北京:中国工业经济,2016,(6):127-143.
- [11]Fan, J. P., T. J. Wong, and T. Zhang. Institutions and Organizational Structure: The Case of State-owned Corporate Pyramids[J]. Journal of Law Economics and Organization, 2013, 29,(6):1217-1252.
- [12]李建标,王高阳,李帅琦,殷西乐.混合所有制改革中国有和非国有资本的行为博弈——实验室实验的证据[J].北京:中国工业经济,2016,(6):109-126.
- [13]Lin, J. Y., F. Cai, and Z. Li. Competition, Policy Burdens, and State-owned Enterprise Reform[J]. The American Economic Review, 1998, 88,(2):422-427.
- [14]王凤荣,高飞.政府干预、企业生命周期与并购绩效——基于我国地方国有上市公司的经验数据[J].北京:金融研究,2012,(12):137-150.
- [15]曹春方,许楠,逯东,唐松莲.金字塔层级、长期贷款配置与长期贷款使用效率——基于地方国有上市公司的实证研究[J].天津:南开管理评论,2015,(2):115-125.
- [16]陈仕华,卢昌崇,姜广省,王雅茹.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].北京:管理世界,2015,(9):125-136.

- [17] Li, H., L. Meng, Q. Wang, and L. A. Zhou. Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms[J]. *Journal of Development Economics*, 2008, 87, (2): 283 – 299.
- [18] 李增福, 汤旭东, 连玉君. 中国民营企业社会责任背离之谜[J]. *北京: 管理世界*, 2016, (9): 136 – 148, 160, 188.
- [19] Zhou, K. Z., G. Y. Gao, and H. Zhao. State Ownership and Firm Innovation in China: An Integrated View of Institutional and Efficiency Logics[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2017, 62, (2): 375 – 404.
- [20] 钟海燕, 冉茂盛, 文守逊. 政府干预、内部人控制与公司投资[J]. *北京: 管理世界*, 2010, (7): 98 – 108.
- [21] 李维安, 郝臣, 崔光耀, 郑敏娜, 孟乾坤. 公司治理研究 40 年: 脉络与展望[J]. *上海: 外国经济与管理*, 2019, (12): 161 – 185.
- [22] Xu, E., and H. Zhang. The Impact of State Shares on Corporate Innovation Strategy and Performance in China[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2008, 25, (3): 473 – 487.
- [23] 袁建国, 后青松, 程晨. 企业政治资源的诅咒效应——基于政治关联与企业技术创新的考察[J]. *北京: 管理世界*, 2015, (1): 139 – 155.
- [24] 李维安. 全面深化企业改革的一个治理逻辑[J]. *天津: 南开管理评论*, 2017, (4): 1.
- [25] 邱艾超, 罗胜. 保险公司治理转型: 从行政型治理到经济型治理[J]. *北京: 保险研究*, 2010, (1): 43 – 46.
- [26] 李维安, 邱艾超. 民营企业治理转型、政治联系与公司业绩[J]. *哈尔滨: 管理科学*, 2010, (4): 2 – 14.
- [27] Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm; Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, (3): 305 – 360.
- [28] 周黎安. 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J]. *北京: 经济研究*, 2007, (7): 36 – 50.
- [29] 陈仕华, 姜广省, 李维安, 王春林. 国有企业纪委的治理参与能否抑制高管私有收益? [J]. *北京: 经济研究*, 2014, (10): 139 – 151.
- [30] Kornai, J., E. Maskin, and G. Roland. Understanding the Soft Budget Constraint[J]. *Journal of Economic Literature*, 2003, 41, (4): 1095 – 1136.
- [31] 刘行, 李小荣. 金字塔结构、税收负担与企业价值: 基于地方国有企业的证据[J]. *北京: 管理世界*, 2012, (8): 91 – 105.
- [32] 周静, 辛清泉. 金字塔层级降低了国有企业的政治成本吗? ——基于经理激励视角的研究[J]. *上海: 财经研究*, 2017, (1): 29 – 40.
- [33] 章卫东, 张江凯, 成志策, 徐翔. 政府干预下的资产注入、金字塔股权结构与公司绩效——来自我国地方国有控股上市公司资产注入的经验证据[J]. *北京: 会计研究*, 2015, (3): 42 – 49, 94.
- [34] 刘慧龙. 控制链长度与公司高管薪酬契约[J]. *北京: 管理世界*, 2017, (3): 95 – 112.
- [35] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. *北京: 社会科学文献出版社*, 2019.
- [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] Gregory, A. An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1997, 24, (7 – 8): 971 – 1002.
- [38] Fama, E. F., and K. R. French. The Cross-section of Expected Stock Returns[J]. *The Journal of Finance*, 1992, 47, (2): 427 – 465.
- [39] 陈旭东, 曾春华, 杨兴全. 终极控制人两权分离、多元化并购与公司并购绩效[J]. *北京: 经济管理*, 2013, (12): 23 – 31.
- [40] 吕兆德, 徐晓薇. 董事背景多元化抑制董事长过度自信吗? ——基于企业过度投资的角度[J]. *北京: 经济管理*, 2016, (4): 60 – 71.
- [41] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. Corporate Ownership around the World[J]. *Journal of Finance*, 1999, (54): 471 – 517.
- [42] Lind, J. T., and H. Mehlum. With or Without U? The Appropriate Test for a U – shaped Relationship[J]. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2010, 72, (1): 109 – 118.
- [43] Lin, C., Y. Ma, P. Malatesta, and Y. Xuan. Corporate Ownership Structure and Bank Loan Syndicate Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 104, (1): 1 – 22.
- [44] Zeger, S. L., and K. Y. Liang. Longitudinal Data Analysis for Discrete and Continuous Outcomes[J]. *Biometrics*, 1986, (42): 121 – 130.
- [45] Sauerwald, S., Z. Lin, and M. W. Peng. Board Social Capital and Excess CEO Returns[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37, (3): 498 – 520.
- [46] 李维安. 深化公司治理改革的关键: 配套治理改革[J]. *天津: 南开管理评论*, 2016, (4): 1.
- [47] Liu, B., and J. J. McConnell. The Role of the Media in Corporate Governance: Do the Media Influence Managers' Capital Allocation Decisions? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 110, (1): 1 – 17.
- [48] Hansen, B. E. Sample Splitting and Threshold Estimation[J]. *Econometrica*, 2000, 68, (3): 575 – 603.
- [49] Haans, R. F. J., C. Pieters, and Z. L. He. Thinking About U: theorizing and Testing U and Inverted U shaped Relationships in Strategy Research[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37, (7): 1177 – 1195.
- [50] Brown, S. J., and J. B. Warner. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies[J]. *Journal of Financial Economics*, 1985, 14, (1): 3 – 31.

Pyramidal Layers and M&A Performance of SOEs: A Study Based on the Perspective of Administrative-Economic Governance

LI Wei-an¹, HOU Wen-di², LIU Zhi-nan³

(1. China Academy of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin, 300071, China;

2. School of Business Administration, Dongbei University of Finance & Economics, Dalian, Liaoning, 116025, China;

3. Business School, Dalian University of Foreign Languages, Dalian, Liaoning, 116044, China)

Abstract: The direction of SOE reform in China is to gradually realize the transition from administrative governance to economic governance. During the long period of this gradual reform, both governance models existed simultaneously within SOEs, forming a unique administrative-economic governance model, which is typically characterized by the intertwined and dynamic evolution of administrative governance and economic governance.

In the pyramidal structure of SOEs, administrative governance gradually weakens and economic governance gradually strengthens with the extension of the pyramidal layer, which precisely reflects the characteristics of administrative-economic governance. When the number of pyramidal layers is few, administrative governance dominates and is characterized by the administerization of corporate goals, resource allocation, and executive appointments and dismissals. This brings institutional advantages and effective supervision of executives that facilitate M&A and long-term integration, but political burdens and incentive distortions can also reduce M&A performance. When the number of pyramidal layers is more, economic governance dominates and is characterized by the marketization of corporate goals, resource allocation, and executive appointments and dismissals. The property rights system and market mechanisms improve the scientificity of M&A decisions, but weaker oversight of executives exacerbates insider control and reduce M&A performance. An optimal layer exists between the two endpoints, when the two models are balanced and complementary, and corporate M&A performance is optimal.

Based on data of state-owned listed companies in Shanghai and Shenzhen A-shares in China from 2005 – 2017, the article empirically finds that the pyramidal layer of SOEs has an inverted U-shaped relationship with long-term M&A performance, and reaches optimal M&A performance when the layer is between 3 and 4. This finding remains robust after examining endogeneity, replacing the M&A sample, replacing the variable measures, and replacing the regression model. Further research finds that the inverted U-shaped relationship between SOE pyramidal layer and long-term M&A performance varies with external governance factors such as the level of marketization and media supervision. Specifically, when the number of pyramidal layers is few, the level of marketization positively moderates the positive relationship between pyramidal layer and M&A performance. When the number of pyramidal layers is more, media supervision negatively moderates the negative relationship between pyramidal layer and M&A performance. The article also finds that SOE pyramidal layer is positively related to short-term M&A performance as investors will respond more positively to economic governance.

The main innovations of this paper are as follows. First, based on the perspective of administrative-economic governance of SOEs, we examine the dynamic evolution of two types of governance models, and their economic consequences under different states. This deepens the understanding of governance models in the process of Chinese SOE reform and adds a new perspective to the research in the field of pyramidal layer. Second, it combines the economic and administrative perspectives of existing studies on SOEs' M&A performance and expands the research in this field. Third, it examines the interactive mechanisms of internal and external governance of SOEs and provides useful insights for the advancement of SOE reform.

Key Words: administrative-economic governance; reform of SOEs; pyramidal layer; M&A performance

JEL Classification : G32, G34, G38

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.09.002

(责任编辑:李先军)