

国有资本参股能抑制民营企业并购“三高”现象吗？*

• 毛志宏¹ 魏延鹏² 王浩宇³

(1, 2 吉林大学商学与管理学院 长春 130012; 3 吉林大学数量经济研究中心 长春 130012)

【摘要】并购“三高”现象俨然成为影响资本市场资源配置效率和广泛利益相关者权益的重要因素。以 2009—2021 年发生并购交易事件的民营上市公司为样本的研究发现，国有资本参股抑制了民营企业并购过程中高估值、高承诺和高商誉的“三高”现象。影响机制检验发现，国有资本参股通过降低内部人自利动机和缓解信息不对称风险抑制了并购“三高”现象。事后检验分析发现，国有资本参股进一步提升了业绩承诺的完成概率和比例，降低了商誉减值的计提比例，同时抑制了股价崩盘风险。基于外部监管视角的研究发现，国有资本参股对并购“三高”现象的抑制作用在政府干预较强、监管问询概率较低、分析师跟踪人数较多以及媒体关注度较高的民营企业中更加显著。研究结论表明，国有资本作为广大利益相关者的重要代表，不仅有利于引导民营企业更加重视中小股东的权利，而且有利于优化民营经济的并购资源配置效率。

【关键词】混合所有制改革 国有资本 并购“三高”现象 外部监管

中图分类号：F272

文献标识码：A

1. 引言

随着我国经济进入新常态，“三期叠加”的持续影响不断深化，企业通过并购重组实现资源再配置的高质量发展模式成为贯彻新发展理念的重要手段。据 CSMAR 数据库，我国上市公司 2008—2021 年，交易成功的并购事项从 1188 件提升至 6429 件，增长超 5 倍^①。企业借助并购手段拓宽业务边界，统合供应链资源，提升行业规模效应，进一步实现了资本流动和产业升级。但是，与如火如荼

* 基金项目：吉林省科技发展计划项目“创新驱动吉林省企业高质量发展问题研究”（项目批准号：20210601059FG）；2021 年吉林大学廉政建设专项研究课题“混合所有制企业廉政建设研究”（项目批准号：2021LZY003）。

通讯作者：魏延鹏，E-mail：13251813436@163.com。

① 本文关于并购事件的相关数据通过 CSMAR 数据库“中国上市公司并购重组研究数据库”手工整理所得，以上市公司首次公告日所在年度为基准，统计交易成功的并购数量。

的并购浪潮伴生出现的，是并购事件中“高估值、高承诺、高商誉”的并购“三高”现象。近年来关于上市公司并购“三高”现象的负面经济影响在媒体报道中屡见不鲜^①。并购“三高”现象引发的无序化并购交易，俨然成为大股东及管理层与被并购方实现利益合谋，通过市值管理借机精准减持套现，进而侵占中小股东利益的常用手段（邓鸣茂和梅春，2019；徐莉萍等，2021；叶会和陈君萍，2022）。而并购“三高”现象产生的经济后果，亦使得业绩承诺协议失败导致的公司业绩下滑甚至爆雷的现象（关静怡和刘娥平，2019；李晶晶等，2020），以及超额商誉导致的巨额商誉减值甚至股价崩盘现象频发（邓鸣茂和梅春，2019；韩宏稳等，2019），严重搅乱了资本市场秩序，增加了资本市场风险，为资本市场有序发展埋下了隐患。

企业通过并购实现利益最大化的前提是收益和风险的相互匹配，这就要充分发挥市场机制在资源配置中的决定性作用。中国正处于经济转轨阶段，单纯依靠市场本身难以实现跨越式经济发展任务，发展混合所有制改革有助于国有企业将稀缺资源投向关键行业，为经济发展提供基础性条件（杨瑞龙，2022）。随着混合所有制改革步入深水区，国有资本在经济活动中发挥的资源配置作用逐步凸显。国有资本通过参股民营企业实现了国有资产保值增值的基本目标，并通过提升公司治理水平，降低企业经营风险，保护中小股东利益，进而维护了资本市场秩序（余汉等，2017；李增福等，2021；赵璨等，2021；于瑶和祁怀锦，2022）。然而，并购“三高”现象的出现直接降低了市场机制对资源的配置效率，造成了资源的过度聚集与严重浪费，破坏了通过并购实现资源再配置的底层逻辑，同时也使得民营企业中的国有资本面临着资产流失的风险。据此，国有资本能否通过股权结构治理表达自身利益诉求，抑制民营企业并购“三高”现象的产生，实现国有资本保值增值，维护中小股东权益，进而促进资本市场有序发展，便是本文探索与讨论的核心问题。有鉴于此，本文拟以 2009—2021 年发生并购交易事件的民营上市公司为研究样本，考察国有资本参股对并购“三高”现象的影响。

本文的贡献主要体现在：

其一，拓展了国有资本参股的经济后果研究。现有研究从公司治理、经营风险和企业价值等多个方面证实了国有资本参股对民营企业高质量发展产生的积极影响，但对国有资本在并购事项中作用的研究相对匮乏。本文在已有研究理论框架下，综合讨论了国有资本参股对民营企业并购“三高”现象的作用方式，拓展了国有资本研究的视角和领域。

其二，拓展了并购“三高”现象的影响因素研究。现有研究多集中探讨某一个具体现象的影响因素或经济后果，而忽略了并购“三高”现象背后的整体逻辑。本文从股权结构角度相对全面地考察了不同所有制股东对并购“三高”现象的决策过程的影响，证实国有资本参股抑制了民营企业并购“三高”现象。

其三，基于事后检验视角与外部监管视角对国有资本行为的考察，细化了相关研究内容与研究

^① 《中国证券报》2016 年 8 月 31 日报道“溢价率不断攀升业绩承诺屡成空 并购重组‘双高’逻辑探秘”；《中国证券报》2017 年 11 月 13 日报道“业绩承诺大限将至，‘三高’并购风险高悬”；《经济日报》2018 年 9 月 14 日报道“上市公司并购重组频现‘后遗症’”；《中国证券报》2019 年 2 月 16 日报道“从严监管 防范‘三高’并购风险”；《证券日报》2019 年 6 月 24 日报道“证监会对并购重组‘三高’持续从严监管 坚决打击恶意炒壳等违法违规行”。

思路。对业绩承诺完成情况、商誉减值确认情况以及股价崩盘风险抑制情况的考察,有助于进一步验证国有资本参股抑制并购“三高”现象的动机。通过探讨地方政府、监管部门、分析师以及媒体等外部监管手段的差异化影响,有助于为混合所有制改革和市场经济发展提供多重视角的思考。

2. 文献回顾与研究假设

2.1 抑制并购“三高”现象的动机

随着市场化改革的不断深化,为了实现规模经济、增强核心竞争力,并购重组已然成为上市公司实现高质量发展的重要手段。为了进一步吸收优质资产,实现企业间的强强联合,采取高溢价并购逐渐成为一种常态(Shleifer and Vishny, 2003; Kim et al., 2011)。随着高溢价并购的不断涌现,签订业绩承诺作为一种确保并购交易成功的价格调整机制应运而生。并购方可以通过签订业绩承诺协议,根据标的公司以往的经营数据预测未来的盈利能力,并据此修改具体条款以达到降低未来经营风险的目标(吴兴宇和王满, 2022)。已有研究发现,合理的业绩承诺能够缓解并购双方的信息不对称和道德风险(Cain et al., 2011),降低由高溢价并购引发的定价风险和股价崩盘风险(Song et al., 2019),从而创造更高的企业价值。

然而,过高的并购估值和业绩承诺带来了更多的操作空间,很有可能沦为企业内部人自利的工具(Fu et al., 2013)。签订了业绩承诺协议的公司,其大股东可能会利用自身信息优势在并购交易成功后的业绩承诺期内进行更加频繁的减持行为,且业绩承诺金额越高减持行为的规模越大(叶会和陈君萍, 2022)。一旦过高的业绩承诺无法实现甚至出现业绩爆雷的情况,那么此前通过签订业绩承诺这一“增信”行为所带来的竞争优势,很可能直接诱发一连串影响企业正常经营甚至破产重组的连锁反应(关静怡和刘娥平, 2019; 李晶晶等, 2020)。

此外,高估值和高承诺的并购交易势必会为企业带来更高的并购商誉。商誉的确认及后续的减值计提在会计处理上存在很强的主观性和操纵空间(Ramanna and Watts, 2012; 原红旗等, 2021),这使得巨额的商誉积累了大量的信息不对称(徐静静和王宽亮, 2021),显著增加了企业经营风险和不确定性,降低了企业并购效率(Ahern and Sosyura, 2014),进而影响企业长期价值。

2.2 国有资本参股的经济后果

发展混合所有制改革就是通过所有制主体的多元化和分散化实现企业不同利益相关者的共同治理目标(Wang et al., 2021)。深化混合所有制改革,不仅有助于提高以实物形态存在的国有企业与市场经济的高度融合,同时还促使以价值形态存在的国有资本得以更加有效地实现资源优化配置(杨瑞龙, 2022)。国有资本通过参股民营企业实现了不同所有制主体通过资本博弈实现股权结构的动态优化配置。国有资本因其拥有显性的资源优势 and 隐性的政治优势,使其能够在企业中获得更多的话语权(陈建林, 2015),因而更有能力通过股权制衡降低民营企业因信息不对称产生的逆向选择

和道德风险，缓解委托代理问题（赵璨等，2021），进而提升公司治理水平（Lin et al., 1998）。此外，作为民营企业中小股东的利益共同体，国有资本更能够站在中小股东的角度，确保在企业出现亏损的经营状态下，帮助受损失的中小股东通过平等谈判实现利益的再次分配（梁上坤等，2020），进而保护中小股东的利益。

防止国有资产流失、实现资本保值增值是国有资本投资的前置要求，加之以“管资本”为主的国有资产监管体制的外部监管，使得国有资本的风险偏好较低，因而更加重视企业在决策制定、企业投资和日常经营中面临的不确定性风险。已有研究发现，国有企业与政府达成的“共生关系”促使国有资本拥有更强的政策感知能力，有助于拥有国有资本参股的民营企业更加准确识别和精准把握政策变化，进而降低民营企业面临的决策风险（余汉等，2017）。进一步，国有资本携带的政治资源优势有助于减少民营企业面临的政策性歧视，提高民营企业的信用评级（陈建林，2015）。而国有资本在贷款获取上的信息成本优势以及来自政府背书的保证加持有助于缓解民营企业的融资约束（董小红等，2021），进而降低民营企业面临的投资风险。更进一步，国有资本在民营企业之中担任着监督者而非庇护者的角色，能够通过抑制管理层的违规倾向并增加违规行为被稽查可能性抑制企业违规事件的发生（于瑶和祁怀锦，2022），进而降低民营企业面临的经营风险。

综上所述，现有文献对企业并购“三高”现象的研究分别探讨了单独出现“高估值”“高承诺”和“高商誉”现象的影响因素以及各自带来的经济后果，而忽视了并购交易过程环环相扣，如何在事前并购标的选择到事中条款签订再到事后监督完成的交易实施过程中，同时抑制并购“三高”现象才是重中之重。现有文献对国有资本参股的研究集中探讨了国有资本通过发挥治理效应和资源效应，从提高公司治理水平、保护中小股东利益和降低不确定性风险等方面对民营企业产生的积极影响，但尚未将研究视域扩展至企业并购事项。国有资本在企业内的治理作用发挥与保值增值目标表达，恰是能够抑制并购“三高”现象，防止民营资本无序扩张，维护资本市场有序发展的关键力量。基于此，本文将探讨国有资本参股对民营企业以并购“三高”现象为代表的重大经营决策的影响，并进一步探究不同的外部监管手段对二者关系的差异化影响。

2.3 研究假设

从并购交易实施动机来看，内部人自利动机是并购“三高”现象出现的重要因素。民营企业所有制主体存在的股权结构集中、产权保护薄弱以及内外部监管缺失等一系列制度缺陷，导致趋利动机下的大股东会以实现自身价值最大化为目标执行战略决策从而忽略其他利益相关者的权益（Young et al., 2008）。企业并购作为能够快速积累资本并实现超额收益的重大公司战略，一旦缺乏有效的内部监管，自利动机下的大股东或管理层就会选择从中谋取私利（El-Khatib et al., 2015）。这势必会导致并购“三高”现象的发生，扭曲收益和风险的匹配性，导致中小投资者的利益受损。国有资本天然地拥有或携带部分国家或政府宏观战略层面的意识，能够协助抑制资本市场的并购乱象。民营企业中的国有资本以保值为底线的投资逻辑使其有更强的意愿和更专业的能力发挥监督和检查职能，通过监督董事会和管理层处理好收益和风险的匹配性，强调收益的同时防止出现过高估值和过度承诺导致业绩承诺无法实现甚至业绩变脸，以及过高商誉导致后续商誉大幅减值甚至股价崩盘等极端

风险。进一步,以“管资本”为主的国有资产监管体制以及国有资本管理层特殊的政治晋升激励模式,使得国有资本在经营运作上更为保守,以避免因企业违规或高风险经营导致的国有资产流失和政治声誉受损。此外,国有资本依托政治资源带来的特殊话语地位(陈建林,2015),自然而然地成为中小股东的“领头羊”与发声人,促使中小股东的话语权得到进一步保障,大幅提升其他中小股东参与决策和监督执行的意愿,同时更加注重维护自身的利益。这在一定程度上抑制了内部人自利动机,减少了利益攫取行为的发生,从并购动机的根源上抑制了并购“三高”现象。

从并购交易实施过程来看,信息不对称风险是并购“三高”现象出现的重要因素。寻找优质的并购交易标的以及签订合理的并购条款是保证并购交易顺利完成,防止并购“三高”现象出现的关键。国有资本依靠强大的国家资源,利用其在信息获取上的优势可以帮助民营企业董事会获取和整合更加全面、细致的并购信息资源,并对并购交易公司的筛选和并购交易标的的估值给予更加专业的指导;同时利用其与政府良好的政治关联改善并购双方的信息交流机制,把关并购项目的后续走向,降低整个并购流程中的信息不对称风险。更进一步,即使寻找到了高质量的并购交易标的,倘若无法合理评估和签订符合公司实际情况的业绩承诺,同样会因董事会或高管层的非理性行为导致并购“三高”现象的发生。过度自信的高管会出于乐观的心理预期和认知偏差而无视信息不对称问题带来的风险,给予并购交易标的更高的估值(Malmendier and Tate, 2008; 曾宪聚等, 2020),同时签订虚高的业绩承诺(窦炜等, 2019)。国有资本代表的国家行政力作为重要的外部监管机制能够很好地约束管理层按照各利益相关方权益最大化的原则行使决策权和经营权,同时将国有资本以保值增值优先的低风险行为模式融入民营企业的决策制定。国有资本可以通过派驻富有经验的董事或高管参与民营企业经营决策,强化内部控制和加强监督力度,降低管理层非理性行为在并购交易条款签订时面临的信息不对称风险,从并购交易实施过程方面抑制并购“三高”现象。

因此,本文提出如下假设:

H1: 国有资本参股抑制了民营企业并购“三高”现象。

3. 研究设计

3.1 样本选择与数据来源

关于并购“三高”现象中“高估值和高承诺”的数据,本文基于事件研究法,选取2009—2021年A股民营上市公司并购事件为初始研究样本。参考已有研究(徐莉萍等, 2021; 叶会和陈君萍, 2022),数据经过如下处理:(1)剔除购买方为ST、*ST、金融类、无法确定企业性质以及样本期内企业性质发生改变的样本;(2)剔除并购进度尚未完成的样本;(3)剔除交易金额小于100万元的样本;(4)剔除交易目的为借壳上市的样本;(5)对同一交易日从不同卖方购买同一标的公司的多笔交易,合并视为一起并购事件,但同一年度不同交易日公告的交易视为多起并购事件;(6)剔除样本期内主要变量存在缺失值的样本。最终得到539家上市公司的1036个并购事件,其中506个并购事件签订了业绩承诺协议。

关于并购“三高”现象中“高商誉”的数据,不同于“高估值、高承诺”的研究,“高商誉”问题的形成不仅与并购事件有关,同样涉及企业并购事件后的行为策略,因此本文选用前述研究中发生并购事项的 539 家企业后续所有年份的非平衡面板数据作为研究样本,在进一步剔除存在主要变量缺失值后得到了 4193 个企业—年度观测样本。为了消除极端值对实证结果的影响,对上述研究样本的重要连续型变量进行了上下 1%分位数的缩尾 (Winsorize) 处理。

本文数据来源有三个。国有资本参股数据来自 RESSET 数据库,参考前期研究 (李增福等, 2021; 赵璨等, 2021), 根据 RESSET 数据库中公司“股东关联关系”和“与其他股东同属一致行动人说明”, 将民营企业前十大股东中具有关联关系的股东的持股量手工合并, 并根据第一大控股股东的性质定义企业性质。企业并购以及其他财务数据均来自 CSMAR 数据库。行业类别数据来自色芬诺数据库的 GICS 全球行业分类系统, 利用行业分类代号的前 2 码对样本公司进行行业分类。

3.2 模型设定与变量定义

为了验证国有资本参股与民营企业并购“三高”现象的关系, 本文构建了模型 (1) 和模型 (2) 进行检验。为了尽可能地厘清变量间因果关系, 使用领先一期的被解释变量。具体而言, 本文被解释变量使用 2009—2021 年数据, 解释变量和控制变量使用 2008—2020 年数据。

$$\text{MAP}/\text{MAC}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{StateTS}_{i,t} + \beta_2 \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t+1} \quad (1)$$

$$\text{MAG}_{j,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{StateTS}_{j,t} + \gamma_2 \text{Controls}_{j,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{j,t+1} \quad (2)$$

其中, 模型 (1) 变量的下角标 i 表示并购事件, t 表示并购首次公告日所在年度, MAP 和 MAC 分别表示并购估值和业绩承诺, StateTS 表示国有资本参股, Controls 表示控制变量组, 包括公司层面和并购事件层面; 模型 (2) 中变量的下角标 j 表示并购公司, t 表示公司年度, MAG 表示超额商誉, Controls 仅包括公司层面的控制变量^①。具体变量定义如下所示:

被解释变量为企业并购的“三高”现象。参考任力和何苏燕 (2020)、徐莉萍等 (2021) 和张新民等 (2018) 的研究, 本文使用并购溢价率加 1 取自然对数衡量并购估值 (MAP); 使用业绩承诺总额与交易额之比衡量业绩承诺 (MAC); 使用期末商誉账面价值与该企业所在行业商誉均值的差值与总资产之比衡量超额商誉 (MAG)。

解释变量为国有资本参股。参考赵璨等 (2021) 以及李增福等 (2021) 的研究, 本文使用前十大股东中的国有资本持股比例 (StateTS) 衡量国有资本参股。

Controls 表示一系列控制变量组。参考已有研究, 本文选取如下控制变量: 公司层面的控制变量包括企业规模 (Size) 即营业收入取自然对数、经营绩效 (ROA) 即总资产收益率、财务杠杆 (LEV) 即资产负债率、企业成长性 (Growth) 即营业收入增长率、现金持有 (Cash) 即期末现金与总资产账面价值之比、公司年龄 (Age) 即公司上市年限取自然对数、董事会人数 (Board) 以及两职合一 (Dual); 并购事件层面的控制变量包括是否关联并购 (Relate)、是否重大资产重组 (Major)

^① 根据事件研究法, 并购事件层面的控制变量仅用于并购估值和并购承诺的回归, 并购商誉使用公司—年度数据, 故无需控制。

以及目标方企业规模（Tsize）即目标方总资产取自然对数。此外，模型中同时加入了年度（Year）和行业（Industry）固定效应。

4. 实证结果与分析

4.1 描述性统计分析

表1报告了变量的描述性统计结果。并购估值的均值为1.331，折算为并购溢价率为2.788，即民营企业并购交易总额平均超过标的账面价值的2.788倍，其最大最小值相差9.458，可见民营企业并购的“高估值”现象普遍存在，且企业间存在较大差异；业绩承诺的样本量为506，即签订业绩承诺协议的并购事件占全部样本的48.842%，并购业绩承诺的均值为0.511，平均而言，业绩承诺总额占交易总额的51.1%，其最大值与最小值相差13.997，可见民营企业并购中普遍存在签订业绩承诺协议以及“高承诺”的现象；超额商誉的均值为0.000，中位数为-0.012，均值大于中位数，呈右偏分布，可见部分民营企业的超额商誉规模较高，即存在“高商誉”现象。国有资本参股的均值为0.022，标准差为0.057，结合其他统计数据可知，国有资本在民营企业中实现了不同程度的参股，但是大部分以非大股东形式参与经营。

表1 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
MAP	1036	1.331	1.016	0.000	1.191	9.458
MAC	506	0.511	0.703	0.003	0.388	14.000
MAG	4193	0.000	0.081	-0.147	-0.012	0.423
StateTS	4193	0.022	0.057	0.000	0.000	0.600
Size	4193	21.405	1.204	17.908	21.314	25.202
ROA	4193	0.048	0.064	-0.336	0.046	0.356
LEV	4193	0.403	0.176	0.042	0.404	0.844
Growth	4193	0.227	0.722	-0.601	0.133	16.096
Cash	4193	0.155	0.117	0.005	0.122	0.711
Age	4193	1.893	0.789	-0.087	2.004	3.308
Board	4193	8.465	1.397	5.000	9.000	15.000
Dual	4193	0.316	0.465	0.000	0.000	1.000
Relate	1036	0.363	0.481	0.000	0.000	1.000
Major	1036	0.226	0.418	0.000	0.000	1.000
Tsize	1036	0.246	0.652	0.000	0.068	7.852

4.2 基准回归分析

表 2 报告了国有资本参股与民营企业并购“三高”现象的回归结果^①。表 2 第（1）列报告了国有资本参股对并购估值的影响，结果显示 StateTS 的系数在 1%水平显著为负，表明国有资本参股比例越高，并购过程中对交易标的的估值金额越低。本文使用 Tobit 模型检验了国有资本参股对业绩承诺的影响^②，结果如表 2 第（2）列所示，StateTS 的系数在 1%水平显著为负，表明国有资本参股比例越高，并购过程中签订的业绩承诺金额越低。表 2 第（3）列报告了国有资本参股对超额商誉的影响，结果显示 StateTS 的系数在 1%水平显著为负，表明国有资本参股比例越高，企业的超额商誉越低。由表 2 结果可知，国有资本参股显著地抑制了民营企业并购中存在的“高估值、高承诺、高商誉”现象，假设 H1 成立。

表 2 国有资本参股与民营企业并购“三高”现象

变量	MAP	MAC	MAG
	(1)	(2)	(3)
StateTS	-2.616 *** (-3.86)	-2.945 *** (-2.93)	-0.078 *** (-5.64)
Controls	YES	YES	YES
Constnat	2.627 *** (3.00)	0.600 (0.75)	0.188 *** (6.84)
Year/Industry	YES	YES	YES
Adj. R ² /AIC	10.25%	1924.42	4.69%
N	1036	1036	4193

注：*、**、*** 分别代表在 10%、5%、1%的统计水平上显著，括号内 t 值采用 Robust 修正，下同。

4.3 内生性与稳健性检验

4.3.1 倾向得分匹配法检验

为减少可能存在的样本自选择偏误对实证结果造成的影响，本文采用倾向得分匹配法进行检验。首先，根据样本公司是否存在国有资本参股赋值 1 和 0；其次，使用 Logit 模型估算出各公司国有资

① 篇幅所限，未报告控制变量实证结果，留存备索。
② 并非所有的并购交易都签订了业绩承诺协议，因此高承诺数据属于左侧受限的归并数据，适用于 Tobit 模型。

本参股的倾向得分，本阶段回归的因变量为是否存在国有资本参股，自变量为影响国有资本是否参股民营企业的因素如公司规模、企业绩效、财务杠杆、公司年龄、董事会人数以及两职合一，同时控制年度和行业固定效应。最后，采用 1 : 1 最近邻匹配法为样本进行配对。表 3 结果显示，StateTS 的系数至少在 5% 水平显著为负。实证结果表明结论未发生改变。

表 3 倾向得分匹配回归

变量	MAP	MAC	MAG
	(1)	(2)	(3)
StateTS	-1.789 ** (-1.98)	-3.158 ** (-1.99)	-0.085 *** (-5.24)
Controls	YES	YES	YES
Constnat	1.456 (1.23)	-4.345 (0.00)	0.237 *** (5.95)
Year/Industry	YES	YES	YES
Adj. R^2	10.12%	971.99	5.11%
N	436	436	2490

4.3.2 Heckman 两阶段检验

为减少可能存在的样本选择偏误对实证结果造成的影响，本文采用 Heckman 两阶段法进行检验。参考余汉等（2017）以及于瑶和祁怀锦（2022）的研究，使用市场化指数中的“非国有经济发展”指数（Nosoe）作为 Heckman 两阶段检验中的排他性变量，原因在于地区内非国有经济发展比重会在一定程度上影响国有资本参股民营企业的比例，但对民营企业并购行为较难产生直接影响。第一阶段，使用 Nosoe 和主回归模型中的全部控制变量（Controls）作为自变量，是否存在国有资本参股（State）作为因变量构建 Tobit 模型，计算逆米尔斯比率（Lamda）。第二阶段，在主回归模型中加入逆米尔斯比率（Lamda）作为控制变量进行回归。表 4 中的结果显示，第一阶段回归中 Nosoe 的系数至少在 5% 水平显著为负，说明非国有经济发展水平较低地区的民营企业更有可能引入国有资本。第二阶段回归中，StateTS 的系数均在 1% 水平显著为负。实证结果表明结论未发生改变。

表 4 Heckman 两阶段回归

变量	MAP		MAC		MAG	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
Nosoe	-0.076 ** (-2.19)		-0.076 ** (-2.19)		-0.041 *** (-2.60)	

续表

变量	MAP		MAC		MAG	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
StateTS		-2.465 *** (-3.70)		-2.954 *** (-2.93)		-0.073 *** (-5.30)
Lamda		1.700 * (1.94)		-0.144 (-0.16)		0.239 *** (4.32)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	-10.523 *** (-5.64)	-0.470 (-0.31)	-10.523 *** (-5.64)	0.858 (0.47)	-5.327 *** (-6.96)	-0.225 ** (-2.30)
Year/Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Pseudo. R^2 /Adj. R^2 /AIC	14.59%	10.50%	14.59%	1926.39	8.31%	4.99%
N	1036	1036	1036	1036	4193	4193

4.3.3 工具变量法检验

在上述分析中，本文一定程度上识别了因果关系对实证结果的影响。原因在于：一方面主回归模型中的被解释变量使用了领先一期数据，而解释变量和控制变量使用了当期数据，这在时间维度上缓解了反向因果造成的内生性问题；另一方面本文的研究样本有两组，分别是并购事件研究样本（高估值和高承诺）和并购公司研究样本（高商誉）。关于“高估值和高承诺”的研究属于事件研究，且并购事件为非连续型事件，其很难在样本期内通过反向因果关系对国有资本参股产生直接且持续的影响。因此，本文重点关注国有资本参股与高商誉之间的因果关系。

本文使用工具变量法进行内生性检验。如前所述，使用市场化指数中的“非国有经济发展”指数（Nosoe）作为本文的工具变量，该工具变量通过了不可识别检验和弱工具变量检验。由表 5 第（1）列可知，Nosoe 的系数在 1% 水平显著为负，说明非国有经济发展水平越低的地区，民营企业越有动机引入部分国有资本以加强政治关联。由表 5 第（2）列可知，StateTS 的系数在 5% 水平显著为负。实证结果表明结论未发生改变。

表 5 工具变量法回归

变量	第一阶段	第二阶段
StateTS		-0.801 ** (-2.20)
Nosoe	-0.002 *** (-3.87)	
Controls	YES	YES

续表

变量	第一阶段	第二阶段
Constant	0.056 ** (2.18)	0.216 *** (6.83)
Year/Industry	YES	YES
R^2	8.86%	5.20%
N	4193	4193
F -value	14.99 ***	

4.3.4 其他稳健性检验

此外，本文还进行了以下稳健性检验：

(1) 新增控制变量检验。包括独立董事比例、管理层持股比例、董事会持股比例、最终控制人持股比例、控股股东控制力以及审计质量。

(2) 替换被解释变量。使用并购估值的年度—行业中位数为标准区分的二元变量衡量并购估值；使用并购业绩承诺的年平均额与交易总额之比衡量业绩承诺；使用并购商誉的年度—行业中位数为标准区分的二元变量衡量超额商誉。

(3) 替换解释变量检验。使用国有资本持股与第一大股东持股之比以及国有资本持股与非国有资本持股之比作为国有资本参股的代理变量。

上述实证结果与已有研究结论保持一致。

5. 进一步分析

5.1 机制分析

上述实证结果表明国有资本参股对民营企业并购“三高”现象具有显著的抑制作用。在理论分析中，本文认为国有资本可以发挥治理效应和资源效应，一方面通过抑制大股东利益侵占行为，降低并购动机中的内部人自利动机，从而抑制并购“三高”现象；另一方面通过抑制高管过度自信等非理性行为，缓解并购过程中的信息不对称问题，从而抑制并购“三高”现象。为了证实我们的分析，本文借鉴李增泉等（2004）的做法，从资金占用角度衡量大股东利益侵占行为（Tun），使用应收账款与预付账款及其他应收款之和减去应付账款与预收账款及其他应付款之和的差值与总资产之比衡量资金占用情况，大于年度—行业中位数取值为1，否则为0；借鉴余明桂等（2013）的做法，从管理者个人特征角度衡量高管过度自信（Oc_Ch），对男性、年龄小于平均值、学历为本科以上、不具有经管类专业背景以及董事长兼任总经理分别赋值1，若取值总和为4或5，则将其定义为管理者过度自信，Oc_Ch为1，否则为0。表6报告了机制分析的回归结果。

由表 6 第（1）、（2）列结果可知，StateTS 的系数在并购事件样本组和并购公司样本组中至少在 5%水平显著为负，表明国有资本参股抑制了大股东利益侵占行为；由表 6 第（3）、（4）列结果可知，StateTS 的系数在并购事件样本组和并购公司样本组中至少在 10%水平显著为负，表明国有资本参股抑制了管理者过度自信。总体而言，国有资本参股能够降低内部人自利动机，缓解信息不对称风险，从而抑制民营企业并购“三高”现象。

表 6 机制分析

变量	Tun	Tun	Oc_Ch	Oc_Ch
	(1) 并购事件样本	(2) 并购公司样本	(3) 并购事件样本	(4) 并购公司样本
StateTS	-6.704 ** (-2.19)	-2.632 *** (-3.06)	-6.602 *** (-2.75)	-1.366 * (-1.91)
Controls	YES	YES	YES	YES
Constnat	-2.743 (-0.06)	-0.530 (-0.02)	1.860 (0.05)	2.351 (0.07)
Year/Industry	YES	YES	YES	YES
Pseudo. R^2	11.76%	2.93%	20.50%	13.12%
N	894	3508	894	3508

5.2 事后检验

5.2.1 业绩承诺完成情况

并购业绩承诺协议的签订，既可能源于业绩承诺制度真实反映了被并购标的未来绩效的超额回报，也可能是上市公司和标的公司进行合谋的工具（窦祎等，2019）。因此，企业签订并购业绩承诺协议提升股价的同时也蕴藏着风险（徐莉萍等，2021）。倘若业绩不达标，短期会触发股价急速下跌甚至崩盘风险（李晶晶等，2020），中长期则会导致大股东掏空行为。一旦上述情形发生，国有资本利用签订业绩承诺协议进行的风险规避和保障自身与中小股东利益的行为将会大打折扣。因此，本文预期民营上市公司在并购交易过程中签订了业绩承诺协议之后，国有资本会进一步督促公司尽可能地完成业绩承诺以降低未来可能存在的风险。

基于上述分析，本文参考徐莉萍等（2021）的研究，使用业绩承诺完成度（Finish）衡量业绩完成概率情况，即完成当年业绩承诺取值为 1，否则为 0；并使用业绩承诺年度实际完成利润与承诺利润的差额除以承诺利润衡量业绩承诺完成比例（Ratio）。由表 7 第（1）、（2）列结果可知，StateTS 的系数至少在 10%水平显著为正，实证结果表明国有资本参股促进了民营企业并购业绩承诺的完成。

表 7

事后检验

变量	Finish	Ratio	GWI_D	GWI	Ncskew	Duval	Crash
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
StateTS	4.751 [*] (1.65)	1.815 ^{***} (3.25)	-0.247 (-0.29)	-0.031 [*] (-1.65)	-0.307 [*] (-1.80)	-0.168 (-1.39)	-2.540 ^{**} (-2.10)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constnat	6.614 (0.08)	0.395 (1.20)	-11.300 ^{***} (-9.66)	-0.058 (-1.43)	-0.828 ^{***} (-2.99)	-0.515 ^{***} (-2.84)	1.132 (0.84)
Year/Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj. R^2 / Pseudo. R^2	12.32%	4.83%	4.36%	0.66%	4.44%	5.18%	3.08%
N	1007	1007	4193	4193	4117	4117	4117

5.2.2 并购商誉减值情况

企业出现商誉减值的原因在于高溢价并购产生的高商誉无法真实反映高估值带来的超额收益的本质，既可能是上市公司为提升短期股价进行的伪市值管理（邓鸣茂和梅春，2019），也可能是管理层为满足私利提供实施机会主义行为的空间（卢煜和曲晓辉，2016）。商誉减值会对股价崩盘风险产生正向影响，且年度商誉规模越大影响作用越显著（韩宏稳等，2019）。国有资本作为制衡民营企业大股东的重要力量，提升企业的内部控制水平的同时，进一步完善了内部监管机制（梁上坤等，2020）。因此，本文预期，国有资本在抑制并购“三高”现象前提下，会进一步抑制商誉减值确认以降低民营企业面临的不确定性风险。

基于上述分析，本文参考邓鸣茂和梅春（2019）以及原红旗等（2021）的研究，使用是否存在商誉减值（GWI_D）衡量商誉减值计提的可能性，即当年计提商誉减值取值为1，否则为0；并使用当期商誉减值金额与年初商誉余额之比衡量商誉减值比例（GWI）。由表7第（3）列结果可知，StateTS的系数虽为负但不显著，表明国有资本参股可能会对企业当期计提商誉减值产生负向影响。由表7第（4）列结果可知，StateTS的系数在10%水平显著为负，表明国有资本参股比例越高，民营企业当期确认的商誉减值比例越低。由此可见，国有资本在一定程度上减少了民营企业商誉减值的确认。

5.2.3 股价崩盘风险抑制情况

已有研究表明，并购“三高”现象可能暗藏了股价崩盘风险，对企业持续经营与投资者资产保值增值产生了严重的威胁。倘若盈利能力不足的标的公司通过签订高承诺的对赌协议伪装成优质资产并获取高溢价，那么对于并购公司而言将存在巨大风险（关静怡和刘娥平，2019）。随着业绩承诺期的临近，标的公司的真实盈利情况暴露而无法实现承诺业绩，将会加剧并购公司的股价崩盘风险（李晶晶等，2020）。一旦高溢价并购无法提升并购后的公司业绩，由此带来的巨额商誉势必必要进行

减值处理，会直接导致上市公司业绩下滑甚至亏损，同样会出现股价崩盘风险（邓鸣茂和梅春，2019）。国有资本以保值为首要目标的投资逻辑以及低风险的投资偏好，将进一步协助民营企业处理好并购交易过程中收益和风险的匹配问题。因此，本文预期，国有资本在抑制并购“三高”现象前提下，会进一步抑制股价崩盘风险。

基于上述分析，本文参考许年行等（2013）和吴晓晖等（2019）的研究，使用股票收益负偏态系数（Ncskew）、股票收益波动比率（Duvol）以及股价崩盘风险哑变量（Crash）来衡量股价崩盘风险。由表 7 第（5）到（7）列结果可知，StateTS 与 Ncskew 以及 Crash 分别在 10% 和 5% 水平显著为负，与 Duvol 的系数虽为负但不显著。由此可见，国有资本参股在一定程度上抑制了民营企业的股价崩盘风险。

6. 外部监管环境影响分析

6.1 政府干预程度的影响

市场化改革的核心在于发挥市场机制的决定性作用与更好地发挥政府作用（杨瑞龙，2022）。不同地区的经济资源和制度禀赋存在差异，政府干预程度越强，意味着政府与国有资本的关系越紧密，加强与国有资本的合作有利于更加全面地了解地区发展规划和产业扶持政策，这在一定程度上增加了拥有国有资本参股的民营企业的筹码，使其与目标公司在并购交易谈判中存在更大的议价空间。此外，政府干预程度较高的地区，地方政府对国有资本的约束力更强，为保证地方经济的稳定发展以及防止国有资产流失，会进一步降低国有资本投资的风险偏好，从而降低并购交易条款的价格上限。基于此，本文预期政府干预程度越高，国有资本参股对民营企业并购“三高”现象的抑制作用越强。

为验证上述预期，本文以王小鲁等发布的分省份市场化指数中“政府与市场的关系”指数为依据^①，根据上市公司注册地所在省份评分是否大于中位数分为两组进行检验。由表 8 结果可知，StateTS 的系数在政府干预程度高组中均在 1% 水平显著为负，显著高于政府干预程度低组的系数。结果表明，国有资本参股对并购“三高”现象的抑制作用在政府干预程度高的民营企业中更加显著。

表 8 政府干预程度的影响

变量	政府干预程度高			政府干预程度低		
	(1) MAP	(2) MAC	(3) MAG	(4) MAP	(5) MAC	(6) MAG
StateTS	-2.557 ***	-2.393 ***	-0.101 ***	-3.841 **	-0.824	0.004
	(-3.47)	(-3.68)	(-6.62)	(-2.31)	(-0.31)	(0.11)

① 由于王小鲁、樊纲和余静文编制的《中国分省份市场化指数报告（2016）》仅报告了截至 2016 年的市场化指数，2017 年及以后的数据由前期数据衍生计算得到。

续表

变量	政府干预程度高			政府干预程度低		
	(1) MAP	(2) MAC	(3) MAG	(4) MAP	(5) MAC	(6) MAG
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constnat	1.438 (1.51)	0.312 (0.48)	0.153 *** (4.41)	3.059 ** (2.40)	0.618 (0.42)	0.234 *** (5.24)
Year/Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj. R^2 /AIC	7.80%	678.32	6.47%	15.38%	1148.82	5.80%
N	473	473	2066	563	563	2127

6.2 证监会监管问询的影响

证监会作为资本市场的直接参与者，是维护资本市场秩序，监督上市公司发展的中坚力量，随着“严监管”时代的来临以及证监会发审监察委的成立，逐步对并购重组交易展开了更加全面的监察。已有研究发现，作为一种非行政处罚性事前监管机制，证监会通过交易所对上市公司的监管问询提高了公司信息透明度，优化了客户环境信息（王文姣和傅超，2022），并通过改善并购信息披露缓解了并购过程中的信息不对称问题（李晓溪等，2019），从源头上减少了并购乱象的发生。结合前文所述，监管问询对并购交易的事前监管机制与国有资本的作用机制存在一定的替代关系。基于此，本文预期对于未收到问询函的民营企业，国有资本参股对其并购“三高”现象的抑制作用更强。

为验证上述预期，本文根据上市公司上一年度是否收到问询函分为两组进行检验^①。由表9结果可知，StateTS的系数在未收到证监会问询函组分别在1%、5%和1%水平显著为负，显著高于收到证监会问询函组的系数。结果表明，国有资本参股对并购“三高”现象的抑制作用在未收到问询函的民营企业中更加显著。

表9 证监会监管问询的影响

变量	收到证监会问询函			未收到证监会问询函		
	(1) MAP	(2) MAC	(3) MAG	(4) MAP	(5) MAC	(6) MAG
StateTS	-7.316 ** (-2.28)	-16.066 * (-1.79)	-0.072 (-1.47)	-1.997 *** (-2.89)	-1.366 ** (-2.26)	-0.129 *** (-4.00)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constnat	3.108 ** (2.20)	-8.497 (0.00)	0.261 *** (3.04)	1.528 * (1.94)	-8.497 (0.00)	0.244 *** (5.06)

① 由于证监会问询函从2014年开始发布，故此分组检验的样本起始期为2014年。

续表

变量	收到证监会问询函			未收到证监会问询函		
	(1) MAP	(2) MAC	(3) MAG	(4) MAP	(5) MAC	(6) MAG
Year/Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj. R^2 /AIC	15.15%	458.72	8.53%	14.90%	983.45	8.67%
N	174	174	737	627	627	1868

6.3 分析师关注度的影响

分析师作为外部监管机制的重要一环，其在降低交易成本、缓解代理问题以及提升公司透明度等方面发挥的积极作用被广泛认可。分析师有别于普通投资者，能够通过更专业的渠道和更低的信息搜寻成本获取更多数量和更高质量的公司私有信息并将其公开（Fischer and Stocken, 2010），有助于提升并购双方信息透明度的同时增强决策有用性，进而降低因信息不对称问题导致的并购“三高”现象的可能性。此外，分析师关注度高的企业能够吸引更多专业投资机构和投资者的目光，促使企业更加谨慎地处理并购交易事项，以防出现并购决策失误而被过度解读和放大，以致影响后续的投融资计划。基于此，本文预期分析师关注程度越高，国有资本参股对民营企业并购“三高”现象的抑制作用越强。

为验证上述预期，本文使用分析师跟踪团队数量衡量分析师关注度，根据是否大于中位数分为两组进行检验。由表 10 结果可知，在分析师关注度高组中 StateTS 的系数分别在 5%、1% 和 1% 水平显著为负，在分析师关注度低组中 StateTS 与 MAP 和 MAG 在 1% 水平显著为负，与 MAC 的系数虽为负但并不显著。结果表明，总体来说国有资本参股对民营企业并购“三高”现象的抑制作用在分析师关注度高的民营企业中更加显著。

表 10 分析师关注度的影响

变量	分析师关注度高			分析师关注度低		
	(1) MAP	(2) MAC	(3) MAG	(4) MAP	(5) MAC	(6) MAG
StateTS	-2.749** (-2.38)	-3.487*** (-3.39)	-0.114*** (-4.84)	-3.296*** (-3.85)	-2.292 (-1.40)	-0.049*** (-2.77)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constnat	2.680** (2.10)	-0.478 (-0.65)	0.299*** (6.45)	1.138 (1.09)	-4.478 (0.00)	0.155*** (3.94)
Year/Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj. R^2 /AIC	7.85%	806.3	7.05%	15.00%	1061.63	3.62%
N	476	476	2103	560	560	2090

6.4 媒体关注度的影响

高效的媒体监督是实现企业高质量发展的重要推手。新闻媒体作为企业与普通投资者以及广大利益相关者的重要信息中介，通过及时向市场传递信息帮助中小投资者快速做出价值判断和行为响应（Bushee et al.，2010）。媒体关注度越高，意味着企业的一系列交易行为越容易被放大观察，一方面迫使管理层通过并购交易侵占中小股东利益的机会成本显著提升；另一方面约束国有资本的行为更加规范，出于自身权益的维护和政府声誉的保护，国有资本将进一步监督民营企业并购交易。此外，媒体关注度越高，国有资本通过不同渠道获取的信息将越全面，有助于进一步整合信息资源，降低信息不对称风险。基于此，本文预期媒体关注度越高，国有资本参股对民营企业并购“三高”现象的抑制作用越强。

为验证上述预期，本文使用网络媒体报道中标题出现公司名称总数加1取自然对数衡量媒体关注度，根据是否大于中位数分为两组进行检验。由表11结果可知，StateTS的系数在媒体关注度高组均在1%水平显著为负，在媒体关注度低组中StateTS与MAP和MAG分别在5%和1%水平显著为负，与MAC的系数虽为负但并不显著。实证结果表明，国有资本参股对并购“三高”现象的抑制作用在媒体关注度高的民营企业中更加显著。

表 11 媒体关注度的影响

变量	媒体关注度高			媒体关注度低		
	(1) MAP	(2) MAC	(3) MAG	(4) MAP	(5) MAC	(6) MAG
StateTS	-2.822 *** (-3.05)	-3.041 *** (-3.17)	-0.087 *** (-4.01)	-2.348 ** (-2.13)	-2.002 (-1.10)	-0.054 *** (-3.00)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constnat	3.837 *** (3.37)	-0.433 (-0.61)	0.220 *** (5.65)	0.034 (0.03)	-3.633 (0.00)	0.159 *** (4.01)
Year/Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj. R^2 /AIC	13.68%	834.83	8.14%	6.78%	1046.03	3.66%
N	563	563	2120	473	473	2073

7. 研究结论与启示

本文以2009—2021年发生并购事件的民营上市公司为研究样本，从国有资本参股角度考察了异质性股东对民营企业并购“三高”现象的影响。研究发现，随着国有资本参股比例的提升，民营企

业并购“三高”现象得到了显著抑制，上述结论在进行一系列内生性和稳健性检验后依旧成立。机制检验发现，降低内部人自利动机和缓解信息不对称问题是国有资本参股抑制民营企业并购“三高”现象的有效机制。国有资本对并购“三高”现象的抑制作用还体现在能够进一步提升业绩承诺协议的完成度、降低巨额商誉减值的风险以及抑制股价崩盘风险。异质性检验发现，当民营企业面临的政府干预程度越高、监管问询概率越低、分析师关注度越高以及媒体关注度越高时，国有资本参股对其并购“三高”现象的抑制作用越显著。

基于上述结论，本文得到如下启示：

其一，对于国有资本，积极推进国有经济布局优化，通过参股民营企业进一步发挥国有资本在市场经济中的引领力，维护资本市场秩序，放大国有资本功能，实现对既定的资源总量的优化配置。优化民营企业股权结构治理优化，充分揭示并购交易动机风险，引导并购交易定价回归市场理性，抑制民营企业并购“三高”现象，进一步助力民营企业缓冲决策失误带来的不利冲击以规避风险，实现国有经济与民营经济高质量协同发展。

其二，对于民营企业，通过引入国有资本作为战略投资者，借助国有资本的治理优势，改善内部治理环境，提升公司信息透明度，降低管理层机会主义行为，督促管理层理性评估并购交易的可行性，优化民营资本配置；借助国有资本的资源优势，提升企业在并购交易中的地位，为并购交易争取更多的议价空间，提高民营资本收益，降低并购“三高”现象导致后续风险积聚影响正常经营的可能性。

其三，对于监管部门，依靠市场监管与国有资产监管部门，利用混合所有制改革完善多元多层次多主体的国家治理结构，降低市场风险，维护市场秩序，促进社会主义市场经济良性有序发展。充分发挥不同外部监管手段的协同作用，建立地方政府和证监会等强制监管以及分析师和媒体等舆论监督相互促进、相互融合的协调发展关系，从而对企业在并购交易各个环节中可能出现的非理性行为实现全方位的监督。

◎ 参考文献

- [1] 陈建林. 家族控制、非控股国有股权与民营企业债务融资 [J]. 经济科学, 2015 (4).
- [2] 邓鸣茂, 梅春. 高溢价并购的达摩克斯之剑: 商誉与股价崩盘风险 [J]. 金融经济研究, 2019, 34 (6).
- [3] 董小红, 孙文祥, 李哲. 民营企业引入国有资本能缓解融资约束吗? [J]. 管理学报, 2021, 34 (4).
- [4] 窦炜, Sun Hua, 方俊. 管理层过度自信、独立财务顾问与业绩承诺可靠性 [J]. 审计与经济研究, 2019, 34 (6).
- [5] 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).
- [6] 韩宏稳, 唐清泉, 黎文飞. 并购商誉减值、信息不对称与股价崩盘风险 [J]. 证券市场导报, 2019 (3).
- [7] 李晶晶, 郭颖文, 魏明海. 事与愿违: 并购业绩承诺为何加剧股价暴跌风险? [J]. 会计研究,

2020 (4).

- [8] 李晓溪, 杨国超, 饶品贵. 交易所问询函有监管作用吗? ——基于并购重组报告书的文本分析 [J]. 经济研究, 2019, 54 (5).
- [9] 李增福, 云锋, 黄家惠, 等. 国有资本参股对非国有企业投资效率的影响研究 [J]. 经济学家, 2021 (3).
- [10] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据 [J]. 会计研究, 2004 (12).
- [11] 梁上坤, 徐灿宇, 司映雪. 混合所有制程度与公司违规行为 [J]. 经济管理, 2020, 42 (8).
- [12] 卢煜, 曲晓辉. 商誉减值的盈余管理动机——基于中国 A 股上市公司的经验证据 [J]. 山西财经大学学报, 2016, 38 (7).
- [13] 任力, 何苏燕. 并购溢价对股权质押时机选择影响的经验研究 [J]. 会计研究, 2020 (6).
- [14] 王文蛟, 傅超. 上市公司并购商誉与异常审计收费——基于年报问询函中介作用的分析 [J]. 中南财经政法大学学报, 2022 (5).
- [15] 吴晓晖, 郭晓冬, 乔政. 机构投资者抱团与股价崩盘风险 [J]. 中国工业经济, 2019 (2).
- [16] 吴兴宇, 王满. 董事会财务专业性对业绩承诺协议方式与方向的影响研究 [J]. 现代财经 (天津财经大学学报), 2022, 42 (3).
- [17] 徐莉萍, 关月琴, 辛宇. 控股股东股权质押与并购业绩承诺——基于市值管理视角的经验证据 [J]. 中国工业经济, 2021 (1).
- [18] 许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险 [J]. 管理世界, 2013 (7).
- [19] 杨瑞龙. 以国企分类改革理论构建中国经济学的微观分析基础 [J]. 经济科学, 2022 (4).
- [20] 叶会, 陈君萍. 内部人减持自利动机与并购业绩承诺 [J]. 财贸研究, 2022, 33 (2).
- [21] 余汉, 杨中仑, 宋增基. 国有股权能够为民营企业带来好处吗? ——基于中国上市公司的实证研究 [J]. 财经研究, 2017, 43 (4).
- [22] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担 [J]. 金融研究, 2013 (1).
- [23] 于瑶, 祁怀锦. 混合所有制与民营经济健康发展——基于企业违规视角的研究 [J]. 财经研究, 2022, 48 (3).
- [24] 原红旗, 高肿, 施海娜. 企业并购中的业绩承诺和商誉减值 [J]. 会计研究, 2021 (4).
- [25] 曾宪聚, 陈霖, 严江兵, 等. 高管从军经历对并购溢价的影响: 烙印—环境匹配的视角 [J]. 外国经济与管理, 2020, 42 (9).
- [26] 张新民, 卿琛, 杨道广. 内部控制与商誉泡沫的抑制——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 厦门大学学报 (哲学社会科学版), 2018 (3).
- [27] 赵璨, 宿莉莎, 曹伟. 混合所有制改革: 治理效应还是资源效应? ——基于不同产权性质下企业投资效率的研究 [J]. 上海财经大学学报, 2021, 23 (1).
- [28] Ahern, K. R., Sosyura, D. Who writes the news? Corporate press releases during merger negotiations [J]. Journal of Finance, 2014, 69, (1).
- [29] Bushee, B. J., Core, J. E., Guay, W., et al. The role of the business press as an information

- intermediary [J]. *Journal of Accounting Research*, 2010, 48 (1).
- [30] Cain, M. D., Denis, D. J., Denis, D. K. Earnouts: A study of financial contracting in acquisition agreements [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2011, 51 (1-2).
- [31] El-Khatib, R., Fogel, K., Jandik, T. CEO network centrality and merger performance [J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 116 (2).
- [32] Fischer, P. E., Stocken, P. C. Analyst information acquisition and communication [J]. *The Accounting Review*, 2010, 85 (6).
- [33] Fu, F. J., Lin, L., Officer, M. S. Acquisitions driven by stock overvaluation: Are they good deals? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109 (1).
- [34] Kim, J. Y., Halebian, J., Finkelstein, S. When firms are desperate to grow via acquisition: The effect of growth patterns and acquisition experience on acquisition premiums [J]. *Administrative Science Quarterly*, 2011, 56 (1).
- [35] Lin, J. Y., Cai, F., Li, Z. Competition, policy burdens and state-owned enterprise reform [J]. *American Economic Review*, 1998, 88 (2).
- [36] Malmendier, U., Tate, G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction [J]. *Journal of Finance Economics*, 2008, 89 (1).
- [37] Ramanna, K., Watts, R. L. Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment [J]. *Review of Accounting Studies*, 2012, 17 (4).
- [38] Shleifer, A., Vishny, R. W. Stock market driven acquisitions [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 70 (3).
- [39] Song, D., Su, J., Yang, C., et al. Performance commitment in acquisitions, regulatory change and market crash risk—Evidence from China [J]. *Pacific-basin Finance Journal*, 2019, 57.
- [40] Wang, W., Wang, H., Wu, J. G. Mixed ownership reform and corporate tax avoidance: Evidence of Chinese listed firms [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2021, 69.
- [41] Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective [J]. *Journal of Management Studies*, 2008, 45 (1).

Can State-owned Capital Participation Restrain the “Three Highs” Phenomenon of Private Enterprises’ Mergers and Acquisitions?

Mao Zhihong¹ Wei Yanpeng² Wang Haoyu³

(1, 2 Business and Management School, Jilin University, Changchun, 130012;

3 Center for Quantitative Economics, Jilin University, Changchun, 130012)

Abstract: The “three high” phenomenon of mergers and acquisitions has become an important factor affecting the efficiency of capital market resource allocation and the rights and interests of a wide range of

stakeholders. Taking private listed companies with M&A events from 2009 to 2021 as samples, the study found that state-owned capital participation inhibited the “three high” phenomenon of high valuation, high commitment and high goodwill in the M&A process of private enterprises. From the test of the influence mechanism, it is found that the participation of state-owned capital inhibits the “three high” phenomenon of M&A by reducing the self-interest motivation of the insider and alleviating the risk of information asymmetry. From the perspective of post-inspection analysis, it is found that state-owned capital participation further improves the completion probability and proportion of the performance commitment, reduces the proportion of the impairment of goodwill, and restrains the risk of stock price collapse. From the perspective of external regulation, it is found that the inhibitory effect of state-owned capital participation on the “three high” phenomenon of M&A is more significant in private enterprises with strong government intervention, low probability of regulatory inquiry, large number of analysts following and high media attention. The conclusion shows that the state-owned capital, as an important representative of the majority of stakeholders, is not only conducive to guiding private enterprises to pay more attention to the rights of minority shareholders, but also conducive to optimize the efficiency of mergers and acquisitions resource allocation of private economy.

Key words: Mixed-ownership reform; State-owned capital; “Three high” phenomenon of M&A; External supervision

专业主编：潘红波