



【经济研究】

上市公司董事会治理与并购绩效关系的实证研究

潘 颖,王 凯

(西北大学 经济管理学院,陕西 西安 710069)

摘 要: 并购作为企业外源性监管手段,其作用的发挥离不开董事会机制这一公司治理核心要素。通过对董事会治理机制与并购绩效关系进行系统梳理,以实施并购的上市公司为样本,对二者之间的关系进行了实证研究。研究发现:董事会规模与并购绩效无显著相关性;董事长、总经理两职分离的董事会结构有助于并购绩效的改善;独立董事在董事会成员中所占比例越高,并购绩效越好。

关键词: 董事会规模;董事会领导结构;独立董事比例;并购绩效

中图分类号: F276.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-2731(2014)01-0176-07

一、引 言

并购是公司扩张、产权分布与资源配置的主要形式之一,公司并购以法人的产权安排为交易起点,以法律制度规则为约束,重新进行成本与收益预算,寻求最优企业边界和组织形式,优化资源配置,最终实现社会福利和市场效率的提高。并购通过交易成本影响到经济组织结构的有效性,同时也影响到公司治理的效率。公司治理亦是影响并购绩效的重要因素,董事会机制作为公司治理核心要素,是一种市场化的内部监督机制,是公司内部关于企业契约的最高监督者,是联系企业与外部环境的重要纽带,在协助企业获取重要战略资源、提供战略咨询与指导方面发挥着重要作用。因此,从公司业绩评价角度,研究公司内部董事会治理机制与外部并购监管机制之间的关系具有重要现实意义。

二、文献综述与理论分析

(一) 文献综述

公司并购市场概念突破了古典经济学框架下关于企业竞争与垄断的解释,为认识企业并购行为提供了一个全新的视角,也为从公司治理角度对并购绩效问题研究奠定了基础。虽然控制权市场为代理问题的解决提供了最后的外部控制手段,但是并购对公司治理作用的发挥建立在两个基本假定之上:第

收稿日期:2013-04-25

基金项目:国家社会科学基金项目(12XJ005);教育部人文社科基金项目(11YJC790179);陕西省教育厅科学研究项目(12JK0033)

作者简介:潘颖,女,山东日照人,博士,从事公司治理、税务会计与筹划研究。

一,股票价格与管理效率之间存在明确的相关关系;第二,管理者能力不足或者管理无效就可能导致并购或接管行为。即并购外部治理作用的发挥以公司内部治理的有效性为前提。关于企业内部董事会治理机制对公司绩效的影响,学术界主要是基于委托代理理论,探讨如何优化董事会结构以增强其独立性,从而为其履行监督治理职能、提高公司业绩创造条件。但是由于董事会职能的发挥是以管理层提供的信息为基础,因此,许多学者认为董事会是“橡皮图章”,董事会并不能真正发挥监督作用^[1-3]。无论是董事会规模、董事会领导结构还是董事会成员构成与公司业绩之间的关系,国内外学者的研究均未得到统一结论。这说明董事会机制对于改善公司业绩的作用有待进一步研究。同时,关于董事会机制与公司业绩的关系,已有研究多未考虑并购治理对二者关系的影响。本文以我国上市公司并购事件为研究对象,对董事会治理与并购绩效的关系进行系统研究。这不仅对并购绩效理论的研究具有重要意义,对公司治理理论的发展也具有重要借鉴意义。

(二) 理论分析

1. 董事会规模对并购绩效的影响。关于董事会规模对并购绩效的影响,学者们的研究结论并不一致:基于资源依赖论的学者认为,董事会规模的扩大可以丰富企业的专家智囊库,提高企业获取外部关键资源的能力^[4];亦有学者认为,董事会规模越大协调成本就越高,团队协作容易产生“搭便车”问题,而且董事会成员不容易达成一致意见,易受到公司管理层的控制。Lipton 和 Lorsch 从理论角度提出应该限制董事规模,认为董事会成员数量的增加并不能抵消由此带来的决策拖沓等问题,因此,他们认为最合适的董事会人数为 8~9 人^[5]。Jensen(1993)认为若董事会成员人数超过 7~8 人时,董事会易受 CEO 控制,而无法发挥有效作用。关于董事会规模对公司业绩的影响,部分学者认为二者之间是显著的二次曲线关系^[6]。从并购角度来看,并购是董事会主导的战略性决策,过大的董事会将降低决策效率。同时,我国高度集中的股权结构也决定了董事会在并购决策过程中,只是“橡皮图章”,董事会成员的多寡,对并购绩效不会带来实质性正向影响。基于以上分析,提出如下假设:

假设 1: 董事会规模与并购绩效之间是显著的负相关关系。

2. 董事会领导权结构对并购绩效的影响。关于董事与高管的两职合一对公司经营业绩的影响,有不同的观点。主张两职合一的学者认为,现代管家理论认为代理理论对经营者内在机会主义和偷懒的假定是不合适的,而且经营者对自身尊严、信仰以及内在工作满足的追求,会使他们努力工作,做好“管家”。董事与高管的两职合一,有助于公司并购绩效的提高。在两职分离的情况下,由于董事会成员相关专业知识的缺乏,会降低经理层执行过程的自由空间和环境应变能力,导致公司绩效的低下^[7]。但是,更多学者基于委托代理理论认为,两职分离更有利于董事会参与公司并购战略,提升公司业绩^[8]。由于委托代理问题导致的所有者与经营者利益的不一致,经营者在追求自身利益最大化的同时,通常以牺牲股东利益为代价。董事与高管两职合一容易导致 CEO 权力过度集中,从而降低董事会监督的效率,不利董事会参与公司战略管理。因此,要防止经理层的“逆向选择”和“败德行为”,需要两职分离以维护董事监督的有效性和独立性。虽然关于两职合一对公司绩效的影响,研究结论并不统一,但是在我国“一股独大”的股权结构下,两职分离有利于发挥董事会的监督职能,同时我国证监会也将两职分离作为提高我国上市公司治理水平的重要举措。基于以上分析,提出如下假设:

假设 2: 董事长、总经理两职分离将对公司并购绩效带来显著正向影响。

3. 董事会成员构成对并购绩效的影响。独立董事制度设计的初衷在于抑制因公司管理层行权不当给对股东造成的利益损失。独立董事进入董事会能够提高董事会效率、约束管理者的机会主义行为。独立董事非雇员的第三方身份,使其能站在公平、公正、公开的立场对董事会提案发表公开意见。独立

董事的存在降低了控股股东操纵董事会损害公司利益的机率。同时,独立董事的独立发言权和独立表决权是矫正董事会内部人控制的有效工具。我国独立董事的一票否决制与独立董事反对公告制,使企图在公司并购中谋取控制权私利的大股东有所顾忌,不敢明目张胆的损害公司利益。基于代理理论,独立董事制度应该与公司业绩之间存在相关关系。虽然国内很多学者的经验研究并没有发现二者之间存在强相关性,但是得到这种研究结果的一个重要原因在于我国独立董事机制建立时间不长,研究所用数据大多为 2002 年以前上市公司的财务指标。本文重点研究独立董事机制对于监督上市公司并购行为、提升企业绩效的作用且样本覆盖期间为 2004—2008 年。因此,可以预期随着我国上市公司独立董事制度的日益成熟,独立董事机制将能够进一步发挥权力约束利益平衡的机制,有助于上市公司并购绩效的提高。基于以上分析,提出如下假设:

假设 3: 独立董事比例与并购绩效之间是显著的正相关关系。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以 2004—2008 年为样本期间,以沪深两市发生并购的上市公司为初选样本。选择 2004—2008 年为样本期间的原因在于:(1) 并购事件对上市公司的影响是长期行为,从时间序列角度,将并购当年、并购后第 1 到 3 年的数据,与并购前的数据进行对比,有利于正确评价公司并购的长期及短期绩效;(2) 选择较长的样本期间,有助于扩大样本容量,满足大样本需求,增加统计分析的显著性。

具体样本筛选过程如下:(1) 鉴于同时发行 B 股、H 股的上市公司股权结构的特殊性,以及公司价值计算方面的相关问题,剔除相关样本,只保留仅发行 A 股的上市公司;(2) 由于金融类上市公司会计核算的特殊性,所选样本不包括金融类上市公司;(3) 考虑到缺失值、异常值对统计结果的影响,剔除已经退市的上市公司以及财务数据、公司治理数据、并购特征数据缺失的样本以及净资产为负的上市公司;(4) 因为本文不重点研究并购特征因素对并购绩效的影响,且我国国有股一股独大的股权结构特征,决定了我国上市公司之间的并购主要以协议转让股权为主,因此本文只研究协议转让股权这一并购类型;(5) 剔除不涉及现金支付的国有股权的无偿转让以及股权转让比例小于 5% 的样本;(6) 若同一家上市公司在某一会计年度,连续发生并购,只选择并购交易金额最大的事件;(7) 若同一家上市公司在 2004—2008 年期间多次发生并购,只选择于第一次会计年度发生的并购事件作为样本。

按照以上标准筛选,最终得到 672 个观测样本,其中 2004 年 116 个,2005 年 52 个,2006 年 80 个,2007 年 215 个,2008 年 209 个。

本文研究所用上市公司数据来源于上市公司年报及金融界网站并与 CCER 一般上市公司财务数据库的数据进行了比对,董事会规模、两职兼任情况、独立董事比例等上市公司治理数据来自 CCER 上市公司治理结构数据库。

(二) 研究模型变量定义

基于董事会机制与并购绩效关系的机理分析,以并购前后上市公司业绩变化的差量 PRE_F_{it} 为被解释变量,董事会规模(BD)、董事会与总经理两职设置情况(SEP)、独立董事比例(ID)为解释变量,构建模型 1 对董事会机制与上市公司并购绩效的关系进行实证检验,模型 1 具体如下:

$$PRE_F_{it} = \alpha + \alpha_0 BD_{it} + \alpha_1 SEP_{it} + \alpha_2 ID_{it} + \alpha_3 \ln(SIZE_{it}) + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 \sum_{j=5}^{16} IND_{ij} + \xi_{it}$$

在模型 1 的基础上,考虑股权结构因素对并购绩效的影响,加入第一大股东持股比例(LSH),股权

制衡度(*LSHC*)等变量构建模型2,对董事会机制与并购绩效的关系进行进一步检验。模型2具体如下:

$$PRE_F_{it} = \alpha + \alpha_0 BD_{it} + \alpha_1 SEP_{it} + \alpha_2 ID_{it} + \alpha_3 LSH_{it} + \alpha_4 LSHC_{it} + \alpha_5 \ln(SIZE_{it}) + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 \sum_{j=7}^{18} IND_{ij} + \xi_{it}$$

模型中,各变量的含义如下:

1. 被解释变量。本文以并购前后上市公司业绩变动的差额为被解释变量,构建得到一组并购长期及短期绩效评价指数。具体构建过程如下:首先,采用因子分析法构建上市公司综合业绩评价模型,得到各样本公司在并购事件发生前后各年度的综合绩效因子得分。在此基础上,将并购后各年度样本公司的绩效得分与并购前一年样本公司的绩效得分相减,并进行独立样本 *T* 检验,将通过独立样本 *T* 检验的差额变量,作为评价上市公司并购绩效变化的替代变量 PRE_F_{it} 。

因子分析法下,上市公司并购绩效评价模型如下:

$$F_{it} = \alpha_{i1} F_{it-1} + \alpha_{i2} F_{it-2} + \alpha_{i3} F_{it-3} \text{①}$$

综合因子得分差值独立样本 *T* 检验的结果为并购当年(F^0)、并购后第一年(F^1)、并购后第二年(F^2)、并购后第三年(F^3)与并购前一年(F^{-1})相减的综合得分差值通过了均值检验,因此,本文将 $F^0 - F^{-1}$ 、 $F^1 - F^{-1}$ 、 $F^2 - F^{-1}$ 、 $F^3 - F^{-1}$ 作为 PRE_F_{it} 的替代变量,将其作为被解释变量,代入董事会机制与并购绩效关系的回归模型进行检验,而不考虑 $F^1 - F^0$ 、 $F^2 - F^0$ 等未通过显著性检验的变量。

(2) 相关解释变量及控制变量定义。解释变量与控制变量的设计与定义如表1所示。

表1 解释变量设计及定义

变量类型	变量简称	变量名称	变量定义
董事会特征变量	BD	董事会规模	董事会人数
	SEP	两职设置情况	若董事与总经理两职分离,该变量取“1”,否则取“0”
	ID	独立董事比例	独立董事人数/董事会人数
股权结构变量	LSH	第一大股东持股比例	第一大股东持股总数/总股本
	LSHC	股权制衡度	第2到第5大股东持股比例之和/第一大股东持股比例
控制变量	SIZE	资产规模	年末账面总资产的对数
	LEV	资本结构	负债总额/资产总额
	IND	公司所在行业	剔除金融业,共设置12个哑变量

三、实证结果与分析

(一) 描述性统计分析

在对总体样本进行描述性统计的基础上,分年度对各样本进行了描述性统计,相关结果如表2所示。

从表2可以看出,上市公司董事会规模(BD)的均值为6.37,达到了我国《公司法》关于董事会规模5~19人规定的下限。2004—2008年董事会人数均值无明显差异,分布在6~7的区间。独立董事人数在董事会中所占比例(ID)以总体样本进行描述性统计得到的均值为0.5468,从ID在各年的分布情况来看,差异也不大,均值分布在54%~59%区间。LSH的最大值高达86%、LSHC的均值约为60%,说明上市公司“一股独大”的股权结构下,中小股东无法形成对大股东的有效制衡。总体样本 $F^0 - F^{-1}$ 、 F^1

① 因子分析的初始变量为:净资产收益率;总资产周转率;资产负债率;流动比率;速动比率;净资产增长率。3个单项因子 F_{it-1} 、 F_{it-2} 、 F_{it-3} 分别代表获利能力、资产运营能力、偿债能力。

$-F^{-1}$ 、 $F^2 - F^{-1}$ 、 $F^3 - F^{-1}$ 的均值小于零,这说明我国上市公司并购后第 1—3 年的业绩与并购前相比,不升反降低。虽然在 2005 年 $F^0 - F^{-1}$ 、 $F^3 - F^{-1}$ 的均值为正,但并没呈现持续性及规律性。因此,在描述性统计的基础上,根据前文董事会机制与并购绩效的机理分析,进一步采用多元回归分析法,对于董事会机制与并购绩效的关系进行实证检验。

表 2 描述性统计结果分析

变 量	统计量	总体 样本	按年度分组				
			2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
BD	最小值	2	3	4	2	3	3
	最大值	16	16	10	12	14	13
	均值	6.37	6.61	6.19	6.28	6.17	6.29
ID	标准差	0.057	0.116	0.168	0.171	0.092	0.117
	最小值	0	0.090 9	0.4	0.25	0	0.375
	最大值	0.875	0.857 1	0.833 3	0.883	0.9	0.875
LSH	最小值	0.05	0.101 1	0.090 9	0.073 2	0.621 1	0.05
	最大值	0.864 1	0.768 2	0.726	0.814 6	0.838 2	0.864 1
	均值	0.359 8	0.425 4	0.368 7	0.351 7	0.338 3	0.367 1
	标准差	0.005 7	0.011 3	0.018	0.0153	0.010 4	0.011 2
LSHC	最小值	0.003 1	0.003 1	0.015	0.133 6	0.012 7	0.018 3
	最大值	3.434	3.269 4	3.201 7	2.082 8	2.741	3.434
	均值	0.613 5	0.634 5	0.657 5	0.590 4	0.637 7	0.538 3
	标准差	0.019 9	0.045	0.080 27	0.053 2	0.037 5	0.036 7
$F^0 - F^{-1}$	最小值	-9.086	-1.752 4	-1.366	-9.086	-1.725	-2.592
	最大值	2.208	1.364 1	1.133	1.994 3	2.208	2.005 6
	均值	-0.066 1	0.004	0.047 5	-0.129 9	-0.020 7	0.012 3
	标准差	0.188 2	0.022 7	0.044 9	0.114 3	0.027 7	0.029 8
$F^1 - F^{-1}$	最小值	-8.304 4	-1.318 6	-1.946 9	-8.304 4	-7.395	-8.021 7
	最大值	1.521 2	1.512 1	1.521 2	1.041 1	1.048 5	1.058 3
	均值	-0.087 4	-0.574 9	0.018 5	-0.131 7	-0.127 5	-0.129 6
	标准差	0.025 2	0.023 3	0.052 7	0.084 9	0.050 9	0.072 9
$F^2 - F^{-1}$	最小值	-6.181 7	-1.93	-3.561 1	-6.181 7	-5.583	-2.376
	最大值	3.720 3	3.720 3	2.092 9	1.809 3	2.793 1	3.073 3
	均值	-0.044 8	-0.001 5	-0.002 1	-0.140 4	-0.173 2	-0.001 6
	标准差	0.036 4	0.034 9	0.093 4	0.103 7	0.043 1	0.039 8
$F^3 - F^{-1}$	最小值	-6.515 2	-6.472 3	-4.083	-5.164 3	-6.937 4	-6.515 2
	最大值	2.135 4	2.080 2	2.101 5	2.091 4	2.025 1	2.135 4
	均值	-0.086	-0.127 3	0.068 2	0.071 2	-0.013 1	0.011 3
	标准差	0.042 1	0.042 6	0.118 5	0.039 5	0.047 2	0.052 3
样本数	672	116	52	80	215	209	

(二) 多元回归结果分析

针对前文提出的相关假设,以上市公司并购短期及长期绩效为被解释变量,以董事会规模、总经理与董事长两职设置情况、独立董事比例等代表董事会机制的因素为解释变量,基于模型 1,得到的回归结果如表 3 所示。

表3 基于模型1的回归结果

自变量	$F^0 - F^{-1}$		$F^1 - F^{-1}$		$F^2 - F^{-1}$		$F^3 - F^{-1}$	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
截距项	-1.066	-1.93*	-0.045	-0.8072	-2.566	-2.022*	0.568	0.335
BD	-0.017	0.949	-0.001	-0.997	-0.194	0.633	-0.646	-1.024
SEP	0.072	1.856*	0.067	1.917*	0.992	2.042*	0.086	1.941*
ID	0.124	2.614**	0.41	2.614**	0.982	1.812*	0.077	2.121*
SIZE	0.054	2.031*	0.004	0.137	4.733	2.389**	-0.22	-0.269
LEV	0.192	1.216	0.242	1.425	0.27	1.474	0.507	1.139
Adj_R ²	0.238		0.231		0.234		0.238	
F	2.154		3.112		4.396		3.704	

附注: *、**、*** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。

从表3可以看出,董事会规模与并购绩效之间无显著的相关关系,虽然BD与 $F^0 - F^{-1}$ 、 $F^1 - F^{-1}$ 、 $F^2 - F^{-1}$ 、 $F^3 - F^{-1}$ 之间的相关系数均为负,但是均未通过显著检验。这说明董事会规模与并购绩效不存在显著的相关性,较大的董事会规模并不意味着有较好的并购绩效,因此,本文假设1应进一步修正为董事会规模与并购绩效无显著相关关系。就董事长与总经理两职兼任与并购绩效之间的关系来看,SEP与 $F^0 - F^{-1}$ 、 $F^1 - F^{-1}$ 、 $F^2 - F^{-1}$ 、 $F^3 - F^{-1}$ 均在10%的水平上显著正相关,即董事长、总经理两职分离将对并购绩效带来正向影响,从而使本文假设2得到验证。就独立董事比例与并购绩效之间的关系来看,二者之间是显著的正相关关系,其中ID与 $F^0 - F^{-1}$ 、 $F^1 - F^{-1}$ 在5%的水平上显著正相关,与 $F^2 - F^{-1}$ 、 $F^3 - F^{-1}$ 等长期绩效变量在10%的水平上显著正相关,从而使本文研究假设3得到验证。这说明,独立董事的专家身份和行业经验有助于上市公司做出科学并购决策,其独立的第三方身份有助于维护中小股东的权益,对大股东权利的滥用产生一定程度的制衡。

在模型1的基础上,加入股权结构变量构建得到了模型2,利用SPSS软件得到的基于模型2的回归结果,如表4所示,进而带来公司并购绩效的提高。

表4 基于模型2的回归结果

自变量	$F^0 - F^{-1}$		$F^1 - F^{-1}$		$F^2 - F^{-1}$		$F^3 - F^{-1}$	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
截距项	-1.076	-1.92*	0.1	0.155	-0.733	-1.907*	0.731	0.405
BD	-0.018	-1.008	-0.019	-0.961	-0.821	0.653	-0.045	-0.994
SEP	0.064	1.772*	0.065	1.961*	0.761	1.958*	0.089	0.943
ID	0.099	1.803*	0.12	1.925*	1.221	1.758*	0.065	2.118*
LSH	-0.578	2.622**	-0.386	1.728*	-1.981	-1.213	-0.097	-0.144
LSHC	0.089	2.581**	0.004	2.063*	2.899	-1.088	0.047	-2.229*
SIZE	0.04	1.434	-0.12	-1.379	5.162	2.521**	-0.027	-1.304
LEV	0.266	1.658*	0.312	1.809*	1.771	1.668*	0.513	1.111
Adj_R ²	0.445		0.452		0.447		0.441	
F	12.543		17.441		21.93		14.512	

从表4可以看出,在加入第一大股东持股比例(LSH)、股权制衡度(LSHC)等股权结构变量后,董事会规模(BD)、两职分离(SEP)以及独立董事比例(ID)与并购绩效之间的关系并未发生根本变化,但是回归方程的拟合度提高至45%左右,这说明在考虑了股权结构变量的影响后,董事会机制对并购绩效作用的解释力更强了。

五、研究结论及启示

董事会是构建公司治理机制的关键所在,本文从董事会规模、董事会领导结构与董事会成员构成三

个方面,对董事会机制与并购绩效的关系进行了研究,得到以下几点结论:

1. 董事会规模与并购绩效无显著的相关关系。在高度集中的股权结构下,我国上市公司“内部人控制”问题严重,董事会作为对全体股东负责的机构,更多时候充当了大股东代言人的角色,在并购过程中多以大股东利益为出发点,董事会规模大小不会给并购绩效产生实质性影响。

2. 总经理与董事长两职分离将对并购绩效带来显著正向影响。虽然集中的股权结构下,委托代理的主要问题已经由经理层与股东之间的矛盾转化为大股东与中小股东之间的利益冲突,但是总经理与董事长的两职分离,通过权力的制衡,有助于缓解上市公司“内部人控制”问题,减少委托人与代理人之间的利益冲突,进而带来企业并购绩效的提高。

3. 独立董事对公司战略决策的参与有助于企业并购绩效的提高。随着我国上市公司独立董事制度的日益成熟,独立董事机制作为权力制约和利益平衡机制,有效地降低了大股东对中小股东利益的侵占程度,并且使企业“内部人控制”问题在一定程度上得到改善,公司并购过程中,独立董事的专业性、公正性有助于并购绩效的提升。

总之,无论是从短期还是长期来看,我国上市公司业绩与并购前相比均未得到明显改善,反而是不升反降。究其根源在于我国上市公司高度集中的股权结构所导致的“内部人控制”问题。充分发挥独立董事机制的作用,切实保护中小股东利益,加强对大股东权力的制衡,不断完善公司治理结构,是改善我国上市公司并购绩效的根本途径。

参考文献:

- [1] KESNER I F. Board Composition and the Commission of Illegal acts: an investigation of Fortune 500 Companies[J]. The Academy of Management, 1986, 29(4).
- [2] RUDE J, O'REILLV C A, CHANDRATAT I. Golden Parachutes CEOs and the Exercise of Social Influence[J]. Administrative Science Quarterly, 1990, 35(4).
- [3] JENSEN M C. The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control System[J]. The Journal of Finance, 1993, 48(3).
- [4] MIZRUCHI M S, STEARNS L B. A Longitudinal Study of the Formation of Interlocking Directorates[J]. Administrative Science Quarterly, 1984, 33(2).
- [5] LIPTON M, LORSCH J W. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance[J]. The Business Lawyer, 1992, 48(1).
- [6] 刘锦红. 董事会结构和公司绩效之间的关系——来自中国民营上市公司的证据[J]. 经济体制改革, 2009, 4(2).
- [7] BALIGA B R. CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss? [J]. Strategic Management Journal, 1996, 17(1).
- [8] GOLDEN B R, ZAJAC E J. When Will Boards Influence Strategy? Inclination $\times$ Power = Strategic Change[J]. Strategic Management Journal, 2001, 22(12).

[责任编辑 卫 玲]

Research on Board of Director Mechanism and Performance of M&A

PAN Ying, WANG Kai

(School of Economics & Management, Northwest University, Xi'an 710069, China)

Abstract: Board of director mechanism as governance core elements has significant impact on M&A performance. Based on the relation analysis of board of director mechanism and M&A performance, taking the Chinese listed companies implementing M&A from 2004 to 2008 as samples, the authors research the effect of M&A. The research finds that scale of director board has no obvious effect on the performance of M&A, at the same time, the separation of chairman and CEO is helpful to the firm's acquisition performance, the higher the proportion of independent director, the better performance of M&A.

Key words: board scale; board leadership structure; Independent Director; performance of M&A