

政治晋升、寻租与企业并购^{*}

——来自市委书记升迁的证据

徐业坤 杨帅 李维安

内容提要:以2000—2013年上市公司并购数据为样本,本文实证检验了地方官员政治晋升对企业并购的影响和经济后果。研究发现:市委书记政治晋升会加剧当地企业并购交易,地方国有企业和民营企业当年实施并完成并购交易的可能性显著增加、并购交易时间显著缩短;对于地方国有企业而言,政治晋升期间实施的并购交易长期来看会导致并购绩效的恶化,而对于民营企业,官员晋升对并购绩效的影响则经历了由正到负的过程。进一步研究发现:官员晋升推动的企业并购加速能够获得更多的政府补贴和银行贷款;政治晋升与企业并购加速的关系不受党委换届等因素的影响。本文的研究对于理解我国企业并购、拓展企业并购理论以及优化企业并购重组具有一定的参考价值。

关键词:地方官员 政治晋升 寻租 并购

一、引言

全球化竞争背景下,并购是企业重要的发展战略和实现扩张的重要途径。过去20多年里,并购活动在我国越来越普遍:据统计,2000年以来我国资本市场并购活动年增长率高达70%(Gaur et al, 2013);清科研究中心披露的国内并购数据显示,并购市场的交易数量由2007年的117起增加到2014年的1737起;证监会披露的数据显示,2015年上市公司并购重组交易2669单,交易总金额高达2.2万亿元,同比增长52%。与发达经济体企业并购活动往往建立在市场化原则自由达成契约基础上有所不同,我国企业的并购并非是完全市场化的行为,受到了诸多政治因素的干扰(张新,2003;潘红波等,2008)。对于我国企业而言,其赖以生存与发展的外部政治环境是影响甚至制约企业并购决策的关键(Zhou et al, 2015),而地方官员构成了政治环境的重要组成部分,特别是废除领导干部职务终身制以

来,地方官员的更替不论是省级还是市级都已成为政治生活的一种常态,官员任职变化引发的地方政治和政策环境波动成为影响企业决策最为直接、最为强烈的因素,且这种变化形成的是对于企业的外生冲击(杨海生等,2014)。尽管如此,就我们所掌握的文献而言,尚无考察地方官员影响企业并购的学术研究,本文主要考察地方官员政治晋升这一重要的政治事件对辖内企业并购活动的影响,以期补充和推动该领域的研究工作。具体而言,以2000—2013年上市公司并购数据为样本,实证检验了市委书记政治晋升对企业并购的影响和经济后果,证实地方官员政治晋升显著影响管辖地区企业的并购活动及其经济后果。

二、文献回顾、理论分析与研究假说

(一)文献回顾

近年来,学术界对于企业并购影响因素及其经济后果的考察越来越强调政治因素的重要性,特别

^{*} 徐业坤,辽宁大学商学院、现代公司治理与成长研究中心,邮政编码:110136,电子邮箱:xuyekun_5841@163.com;杨帅,东北财经大学工商管理学院,邮政编码:116023,电子邮箱:yshuaink@163.com;李维安,南开大学中国公司治理研究院,邮政编码:300070,电子邮箱:liweianankai@126.com。本文受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)、国家自然科学基金青年项目“地方官员晋升、资源配置与企业扩张行为研究”(71602082)以及教育部人文社会科学研究青年基金项目“寻租、高管政治晋升与国有企业信息披露”(16YJC630148)的资助。感谢匿名审稿人的意见和建议,文责自负。

是我国独特的制度背景提供了重要的实验场所。正如 Andrade et al(2001)所言,任何具有解释力的并购理论必须考虑企业所处制度环境的影响,尤其是对于转型经济国家而言,制度特别是政府对企业的并购活动有着重要的影响(Gaur et al,2013),这是代理理论和高管过度自信理论等解释企业并购时没有涉及的。以我国独特制度情境为背景的研究为并购理论的丰富和发展做出了重要贡献,相关工作主要集中于政府干预和企业政治基因两个维度。

并购对于企业所在地经济和社会发展具有重要影响,直接关系到当地政府的利益,因而地方政府和官员有很强的动机干预企业的并购行为(Gaur et al,2013)。地方政府出于政治收益施加的干预导致国有企业并购存在本地并购等偏好。杨记军等(2010)利用国有企业股权转让数据进行的研究发现,地方政府转让国有企业控制权主要是基于政治收益而非企业经营业绩的考虑;方军雄(2008)、潘红波、余明桂(2011)以及孙烨、罗党论(2011)的经验研究也证实了地方政府出于政治目标对企业并购施加的干预会导致企业并购行为的非市场化。从地方政府干预企业并购行为所拥有的能力视角,张翼等(2015)发现,地方政府能够对本地企业的并购施加控制,利用税收、减免债务、优先放贷等方式为企业输送利益,引导企业并购向预期的方向发展。除此之外,Zhou et al(2015)还提供了外部政治事件影响企业并购的经验证据,他们的研究发现,人民代表大会、政治协商会议等显著影响并购绩效,这些政治活跃期发生的国有企业并购交易能够获得更好的短期市场反应和长期超额回报。与这些研究不同,谭劲松等(2009)通过对深圳市市属上市公司重大重组案例的讨论发现,分权化改革后地方政府实现地区良好公共治理的责任和地方官员的主要政绩是地方政府积极参与地方企业重组行为的直接原因,一定程度上提供了地方官员影响企业并购的证据。

从政治关联视角,Yang & Zhang(2015)、张雯等(2013)、潘红波等(2008)以及李善民、朱滔(2006)的实证研究发现,政治关联显著影响企业并购绩效,不仅如此,政治关联还有助于增强企业的并购能力(江若尘等,2013),便于其实施跨区域并购(魏江等,2013)。基于企业自身政治基因的视角,Du & Boateng(2015)发现国有股对企业跨境并购的重要影响;王砚羽等(2014)以国有股比例和政治关联表征政治基因进行的实证研究发现,企业政治基因越

强,并购过程中的控制倾向越明显,这种非理性的控制倾向对并购绩效具有消极作用。从党组织治理参与视角,陈仕华、卢昌崇(2014)的实证研究发现,国有企业党组织的治理参与对于企业出售国有资产或股权时的并购溢价水平会产生显著影响。

从文献梳理来看,考察政治因素影响企业并购的研究工作著述颇丰。King et al(2004)在对并购文献进行元分析后认为,有必要探讨影响并购的非财务因素以拓展并购理论。对于经济转型期的我国企业而言,并购往往带有强烈的行政色彩,突出表现为地方政府在并购重组过程中扮演着极其重要的角色(张新,2003)。然而,地方官员是地方政府最为重要的微观能动主体,政府干预企业行为本质上是地方官员动机的体现(周黎安,2008)。作为短期内快速改善政绩的一种重要手段,并购会受到地方官员任职的深刻影响(谭劲松等,2009),因此,有必要将并购研究推进至地方官员层面,从而更好地解释我国企业并购背后的政治逻辑。而对于地方官员而言,获得政治晋升无疑是其最为主要的动机和目标。基于此,本文主要考察地方官员政治晋升对企业并购的影响和经济后果。

(二)地方官员对企业行为的影响

政治制度对于经济发展至关重要。对于转型期的中国而言,政治制度有其特殊性,Xu(2011)称之为“地区分权权威体制”,这种包含了行政和经济分权的中国式分权在激活地方政府经济自主决策权的同时也为其发展地方经济提供了充分的激励,因而被视为推动我国经济持续高速增长的重要诱因。分权制度下,政绩考核机制和垂直管理“向上负责”的政治体制提供了地方政府和官员行为的政治激励,强化了地方官员之间广泛的竞争。经济分权与政治集权的双重约束使得地方政府和官员有非常强的动力致力于发展地方经济(周黎安,2007)。以官员为核心的“晋升锦标赛理论”将视角推进至地方官员层面,认为地方官员推动地方经济增长的动力主要来自于晋升锦标赛式的官员治理模式,该治理模式是理解我国地方政府激励和经济增长的关键(周黎安,2008)。

对于地方官员而言,获得政治晋升和政治权力相关的租金是这些精英人士的主要动机和目标。现行政治制度下,官员之间开展的政治晋升锦标赛提供了地方官员推动经济发展、干预辖内企业生产经营活动的经济和政治激励。企业是宏观经济的重要微观基础,政治晋升锦标赛开展过程中,地方官员有

很强的动机将自身的政治目标和社会任务转嫁给所管辖区域内的企业,影响甚至干预企业的决策(王贤彬、徐现祥,2014),而辖内企业的投资、并购、IPO等恰恰对于地方经济增长、财税收入以及就业等的拉动具有重要的价值,是政府官员在短期内充分释放自身能力的信号,有助于快速提升政绩推动政治和经济目标的实现进而在零和博弈的晋升锦标赛中胜出(周黎安,2008)。因此,分权制度下,地方官员有很强的寻租动机干预微观经济主体的生产经营活动以实现政治晋升。不仅如此,特殊的政治制度使得我国的地方官员实际上有着更大的政治影响力,我国各地区政治经济、社会发展、法治环境存在很大的不均衡性,地方官员掌握着企业发展所需的大量经济资源和行政资源,且拥有资源配置方面广泛的自由裁量权(周黎安、陶婧,2009),使得地方官员有能力形塑经济活动参与人的激励和决策,表现为直接控制国有企业生产经营活动的同时也能够通过“软渠道”间接控制民营企业行为(Piotroski & Zhang,2014)。

现行的政治制度下,地方官员是当地经济政策的直接制定者和执行者,官员任职变化是所有政策不稳定因素中对经济活动具有最直接最强烈影响的关键变量(杨海生等,2014)。这是因为,地方官员有打造区别于前任政绩的充分动机,施政策略的转变是重要前提,官员晋升、退休等通常伴随着地方政策的转变,政策不连续性对政企关系、资源配置以及企业预期等都会产生重要影响,进而影响企业投资(曹春方,2013;徐业坤等,2013)、慈善捐赠(戴亦一等,2014)、IPO(Piotroski & Zhang,2014)等行为。

(三)双向寻租、地方官员政治晋升与企业并购

Shleifer & Vishny(1994)提出的双向寻租理论认为,政治家与企业家之间存在双向贿赂和寻租活动:一方面,政治家为了获得更多政治选票或者更好地完成政治考核,有很强的动机向企业家寻租,例如要求企业聘用过量的员工、承担更多的税负;另一方面,作为回报,政治家向企业家提供财政补贴以获得企业家的支持。在分权政治体制下,地方官员有很强的经济自主权和财政支出的任意支配权,资源再分配权力为地方官员“设租”和企业“寻租”提供了很大的自由空间(余明桂等,2010)。地方官员利用行政干预手段例如设置繁琐的审批环节、严苛的准入条件人为“创租”,企业也有很强的动机与官员结成同盟,积极释放其能够配合地方官员承担更多社会责任的信号,并通过影响政治环境和政治过程获得关键性生产要素等“租金”。官员和企业之间双向寻

租的结果是通过合谋实现各自的利益最大化,更为重要的是,在中国,政企交易的政治目的更多的是服务于官员的政治追求,即仕途上的晋升(潘越等,2015)。

与西方国家企业并购多是市场化原则基础上自由达成契约不同,我国企业的并购受到了地方政府的普遍干预。转型期的中国,地方官员和企业存在寻租现象。按照双向寻租理论的解释,企业并购过程中,由于地方政府和官员的特殊地位,在政府治理和制度不完备的情况下,企业会利用政企关系向地方政府和官员寻租以获得实施并购交易所需的关键资源、政策或政府审批、市场准入,而地方政府和官员也会向企业寻租,表现在为了获得更多的政治收益,地方政府和官员会推动辖区内企业并购甚至是“拉郎配”式的资产组合,干预生产要素的自由流动,他们获得了政治收益而不需要承担企业并购的经济后果(刘勇,2004)。按照该理论,地方官员为了实现政治晋升,不仅会通过行政审批和资源配置等自由裁量权的运用资助“同一体制内”其能够控制的地方国有企业实施并购(Cull et al,2017),还会有积极性推动辖区内民营企业加速并购,即地方官员有动机和能力推动企业并购以获得支撑其政治升迁的政绩。特别是在政治晋升的关键节点,地方官员有着更强的寻租动机通过强化权力运用推动辖区内企业并购加速以实现短时间内的规模快速扩张,从而通过“高姿态”给上级留下好印象(陈信元、黄俊,2007)。

首先,面临政治晋升时,地方官员既有动机又有能力推动辖区内企业加速并购扩张。政治收益是地方政府和官员参与企业并购重组的主要动力源,也导致其对辖区内企业特别是优质的、代表性的上市公司并购行为施加干预。在晋升目标激励下,地方官员往往会采用并购重组这一手段推动企业发展,通过并购做大企业规模具有政治上的重要意义,不仅能够向上级传递自身的政绩和能力信号(周雪光,2005b;陈信元、黄俊,2007),还能扩大地方经济规模、缓解就业压力、做大产业或集团公司规模进而赢得政治晋升(杨其静、郑楠,2013),获得个人私利(方军雄,2008)。其次,官员任期的短期化和施政策略的时效性加剧了地方官员推动辖内企业并购的寻租行为。我国地方官员特别是地市级官员任期相对较短,平均任期在3年左右,政治晋升锦标赛和淘汰机制的存在进一步加剧了官员追求短期政绩的利益取向,官员只能关注站台式的阶段性的目标,诱发其实施

短期政绩工程,以企业长期发展为代价换取政治上的晋升(周雪光,2005)。对于地方经济而言,从制定和实施地方发展策略到策略发挥作用至少需要2~3年的时间,而通过并购能够短时间迅速做大企业规模、降低失业率、帮助本地企业“脱贫解困”,进而快速获得政绩,因而容易受到官员的青睐(陈信元、黄俊,2007;潘红波等,2008;谭劲松等,2009)。最后,官员晋升锦标赛强化了同级别官员之间的横向竞争,而任期交流制度为官员加速推动企业并购提供了空间。晋升锦标赛将关心仕途的地方官员置于强力的激励之下,使得不同地区的地方官员不仅在经济上为GDP和利税进行纵向、横向竞争,而且也在“官场”上为晋升而竞争(周黎安,2008;潘越等,2015),其有动机和能力对能够左右或控制的辖区内企业的并购活动施加干预以获得政绩。官员任期交流制度的推进客观上使得权、责、利分离,官员任上特别是在晋升考评的关键节点有动机利用手中的权力加速推动辖内企业并购以获得政治收益和个人私利,而不必承担企业并购可能导致的潜在效率损失。

对于企业而言,一方面,官员晋升、退休等任职变化意味着对业已形成的政治关系网造成某种程度的瓦解(Piotroski & Zhang, 2014),这种破坏往往伴随着官员离任后企业所获得并购资源和支持政策的变化,且官员任职变化特别是“一把手”的变动往往会导致下属行政官员的变动(梁平汉、高楠,2014)。新的政企关系、施政策略均存在较大的不确定性,而作为外生冲击的官员更替无法提前预知会进一步放大不确定性,企业需要花费时间和金钱等成本来重新与新任官员建立联系、获得资源或政策优惠待遇。因此,企业存在利用即将“到期”政治关系获得并购资源和支持政策的寻租动机(Piotroski & Zhang, 2014),换言之,企业同样有充分的寻租动机在地方官员晋升时加速推进并购。另一方面,通过并购实现短期内的规模扩张能够快速、有效地帮助企业建立与地方官员的联系,拉动政绩,因而这种类似于“政治献金”的做法能够成为企业重要的寻租手段,有利于获得地方官员的支持,且这种寻租手段更加隐蔽,风险更小。基于此,我们提出假说1。

假说1:地方官员政治晋升会加速辖内企业并购。

(四)地方官员政治晋升与企业并购绩效

作为企业的大股东和社会的行政管理者,政府掌握了许多关键性资源,在一定程度上替代市场机

制进行资源配置,因而能够影响甚至主导企业的经营活动(陈信元、黄俊,2007)。地方官员政治晋升时,企业通过加速并购进行寻租更容易获得投资机会和便利以及关键性资源,这些收益对于其经营活动的开展和短期发展可能是有益的(张翼等,2015)。尽管如此,长期来看,地方政府和官员会将自身的政治目标和社会目标内化到其能够控制的企业中,对生产经营活动施加的干预会导致企业价值的下降(夏立军、方轶强,2005)，“体制性”因素特别是政府干预的存在同样是导致我国企业并购负面效应的重要原因(张新,2003)。已有研究证实了地方政府基于政治收益对企业并购施加的干预无助于公司业绩的改善,对并购绩效会产生显著的消极作用(方军雄,2008;杨记军等,2010;王砚羽等,2014)。

按照寻租理论的解释,地方官员为了自身政治收益对企业并购施加的干预阻碍了生产要素的自由流动和自由竞争,结果可能会损害并购企业的效率,导致并购的失败(刘勇,2004)。基于政治晋升的考虑,地方政府和官员对企业并购扩张施加的干预往往使得企业的并购行为脱离了市场化配置资源的轨道,在推动企业规模扩张的同时会导致企业并购风险的增加和业绩的下滑,即政治晋升推动下的企业并购往往会导致较差的业绩后果,并不具备经济上的合理性。一方面,地方官员政治晋升特别是在晋升考评节点仓促推动的短期性“拉郎配”式并购往往是为了降低地方失业率、帮助本地企业“脱贫解困”,这些并购通常会背离企业的经济效益原则,扭曲企业的市场化运作,为并购企业的经营失败埋下很大的隐患(陈信元、黄俊,2007)。另一方面,地方官员政治晋升某种程度上会瓦解企业已构建的政企关系(Piotroski & Zhang, 2014;梁平汉、高楠,2014),使其不得不花费时间和精力来重新构建与新任官员的关系,适应新任官员的施政政策,而新任官员存在实施差异化策略的动机。例如,依据自身偏好选择与前任不同的或者重点发展新兴产业的倾向,使其可能收回或减少前任官员任上给予的并购优惠资源和政策转而投向其他领域(徐业坤等,2013),从而导致并购业绩的下滑。基于此,我们提出假说2。

假说2:官员政治晋升推动的企业并购会导致并购绩效的恶化。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

基于研究主题,我们从 Bureau van Dijk 的

Zephyr 全球并购交易分析库^①收集了 2000—2013 年中国 A 股上市公司主导的最低交易金额为 100 万元人民币且以获得目标公司的控制权(控股 50% 以上)为最终结果的并购交易数据,共计获得 7066 条交易记录。为了保证研究样本的质量,我们对并购交易数据进行了进一步筛选:(1)剔除金融类上市公司主导的并购交易;(2)剔除截至 2013 年 12 月 31 日尚未完成的并购交易;(3)剔除已撤销的并购交易;(4)剔除并购公司财务信息不全的交易;(5)剔除资产负债率高于 100% 的并购样本。经过筛选,获得符合要求的并购交易记录共计 5742 条。在此基础上,我们进一步将并购交易事件与上市公司财务数据进行一一匹配,并剔除数据缺失和市级以上国有企业及其他性质企业^②的样本,最终获得 1189 家公司 3588 个并购交易事件组成的数据样本。上市公司财务数据来源于 CSMAR 数据库,为降低异常值的影响,在分析前我们对财务指标按照 1% 分位数进行了 *winsorize* 处理。

本文旨在检验市委书记政治晋升对企业并购的影响及其经济后果,因此,我们收集整理了样本上市公司所在城市市委书记任职信息数据:首先查询样本上市公司注册地所在城市,从新华网查询所在城市市委书记的情况,然后从人民网搜索这些官员的简历资料,以确定其任职年份;在此基础上,通过倒推的方式检索前任官员及其简历、任职、晋升信息,最终确定样本期间市委书记是否实现了政治晋升以及晋升的年份、月份。同时,为了保证官员晋升信息的准确性,我们还利用谷歌的历史新闻查询对官员信息进行了进一步甄别、确认。

(二)模型设定及变量说明

为了检验本文提出的研究假说,我们构建了计量模型(1)(2):

$$Deal(Months) = \alpha_0 + \alpha_1 Promotion + \alpha_i \sum_i Controls + \epsilon \quad (1)$$

$$Roa = \beta_0 + \beta_1 Promotion + \beta_i \sum_i Controls + \mu \quad (2)$$

1. 被解释变量。计量模型(1)旨在检验假说 1,我们通过并购交易(*Deal*)和并购时间(*Months*)两个被解释变量来反映地方官员政治晋升是否会加速辖内企业的并购扩张^③,稳健性检验中我们还使用了并购次数(*Times*)变量。对于并购交易 *Deal*,参考 El-Khatib et al(2015)对完成并购事件的定义,

当并购同一年度内宣告并完成时记为 1,否则为 0;对于并购时间 *Months*,我们以并购事件从宣告到完成历经的月份数来衡量。参考 Piotroski & Zhang(2014)检验政治晋升对 IPO 绩效的影响,我们设计了计量模型(2)用于检验假说 2,被解释变量并购绩效(*Roa*)以并购方在并购宣告后三年的 *ROA*(*ROA1*、*ROA2*、*ROA3*)来衡量。

2. 解释变量。对于模型中主要的解释变量官员政治晋升(*Promotion*),参考 Piotroski & Zhang(2014)及姚洋、张牧扬(2013)的做法,将市委书记离任后担任以下职务视为政治晋升:(1)从一个普通城市调动至副省级或省会城市任市长或市委书记;(2)从任意城市调任省委书记、副书记、省长、副省长、省委常委等主要职务;(3)从一个普通城市调动至省内各厅局担任厅局长等职务。之所以以市级官员作为主要考察对象是因为,一系列分权改革赋予了市级官员更多的经济权力,而地市级官员距离权力中心更远,政治因素所致的晋升影响更小(姚洋、张牧扬,2013),当地经济对其晋升的影响更加显著,且低层地方官员任期的不确定性和调动的频繁程度导致其更加注重短期行为,官员通过干预企业并购实现快速政治晋升的动机更为强烈。之所以以市委书记为考察对象是因为,转型期的中国,“属地化管理”和“行政发包制”的政治体制使得“党管干部”的一元领导体制成为现实需要,导致地方政府的权力主要集中于各级党委尤其是党委“一把手”(周黎安,2008),且党委书记一般负责人事工作和大局性的决策,对政府行为和经济稳定的影响高于行政长官(姚洋、张牧扬,2013;戴亦一等,2014),几乎所有涉及当地社会经济重大决策都须先经书记办公会和常委会讨论并形成决议,然后才由市长签发执行,因而地方政府的经济政策及效果很大程度上是书记意志的体现(杨其静、郑楠,2013)。需要说明的是,第一,参考 Piotroski & Zhang(2014)的做法,如果上市公司位于官员政治晋升的城市,且其并购当年或次年发生了官员晋升,则认为该公司的并购受到了政治晋升的影响,记 *Promotion* 为 1;第二,市委书记晋升发生在当年 1~6 月时记当年为政治晋升年份,当晋升发生在 7~12 月时记下年为政治晋升年份。

3. 控制变量。借鉴并购研究的常见做法,我们在计量模型中控制了并购交易特征和企业特征两个维度的相关变量。并购交易特征方面,并购跨越官员任期会对并购时间及并购能够获得的政策

支持等产生影响,因此我们控制了跨期交易变量(*Cross*)^④;当目标公司为上市公司时,交易规模通常较大,且当并购双方均为上市公司时更容易导致资本市场的波动,从而影响并购的业绩后果,因此,我们控制了并购目标公司是否为上市公司(*Listed*)的影响;并购双方是否属于同一个行业、并购方在并购前是否已持有目标公司的股份等也会显著影响并购进程,我们还控制了同业并购(*Intraind*)及并购前持有股份(*Initialhold*)的影响。企业特征方面,并购方的自身规模、负债情况以及成长潜力等显著影响并购交易进程和并购业绩后果,参考陈仕华、卢昌崇(2014)等的做法,我们在回归方程中引入了公司规模(*Size*)、资产负债率(*Leverage*)以及成长能力(*Growth*)等作为控制变量。此外,我们还控制了行业(*Industry*)和年度(*Year*)的影响。相关变量的定义和说明如表1所示。

四、实证分析过程与结果

(一)描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果。从表中可知,样本上市公司当年宣告并完成交易的比例为27.10%,实施的并购交易从宣告到完成平均耗时17.146个月,并购交易过程相对较漫长,这使得并购交易容易受企业内外诸多因素特别是体制性因

素的影响(张新,2003)。样本国有上市公司当年宣告并完成的比例显著低于民营上市公司,而国有上市公司并购交易从宣告到完成历经的时间也显著长于民营上市公司,这说明民营上市公司一旦启动并购更倾向于加速推进企业并购。按照市委书记政治晋升是否影响并购交易进行的分组检验显示,受政治晋升影响的上市公司并购交易当年宣告并完成的比重显著低于不受官员政治晋升影响的上市公司并购交易,而受政治晋升影响的上市公司并购交易历经的时间显著长于不受官员政治晋升影响的上市公司并购交易,这表明地方官员晋升可能会影响所在地区微观经济主体的并购活动。从控制变量的描述性统计情况来看,样本国有上市公司实施的并购交易目标公司为上市公司的比例显著高于民营上市公司,而民营上市公司实施的并购交易往往事先已持有目标公司的股份,即民营企业更倾向于并购那些已存在股权关系的目标企业从而节约交易成本。此外,实施并购交易的样本国有上市公司规模和资产负债率均显著高于民营企业,而企业的成长能力显著弱于民营企业,这表明对于国有企业而言,寻求企业成长可能并不是决定企业实施并购的关键因素,其并购活动可能受经济因素之外其他因素的影响,而民营企业实施并购可能更多的是基于企业成长的考虑。

表1 变量定义与说明

被解释变量	<i>Deal</i>	并购交易,并购事件在年内公告并完成时记为1,否则为0
	<i>Months</i>	并购时间,并购事件从公告到完成历经的月份数
	<i>ROA1</i>	并购宣告后第一年的资产收益率
	<i>ROA2</i>	并购宣告后第二年的资产收益率
	<i>ROA3</i>	并购宣告后第三年的资产收益率
解释变量	<i>Promotion</i>	政治晋升,如果上市公司位于市委书记晋升的城市,且其并购当年或次年发生了政治晋升,记 <i>Promotion</i> 为1,否则为0
控制变量	<i>Cross</i>	跨期交易,并购交易从公告到完成未在同一官员任期内为1,否则为0
	<i>Listed</i>	上市公司,目标公司是否为上市公司,是记为1,否则为0
	<i>Intraind</i>	同业并购,并购双方是否属于同一行业,是记为1,否则为0
	<i>Initialhold</i>	持有股份,并购方在并购前是否持有目标公司的股份,是记为1,否则为0
	<i>Size</i>	公司规模,并购方总资产的自然对数
	<i>Leverage</i>	资产负债率,并购方总负债与总资产之比
	<i>Growth</i>	成长能力,主营业务收入增长率
	<i>Industry</i>	行业,控制行业的影响
	<i>Year</i>	年度,控制时间的影响

(二) 地方官员政治晋升影响企业并购的回归分析

1. 政治晋升与企业并购加速。中国式分权体制下,地方官员任职变化是政策不稳定因素中影响宏观经济和微观经济活动主体最为直接也最为强烈的关键因素(杨海生等,2014),作为企业重要战略决策和地方企业改革手段的并购同样不可避免。表3报告了市委书记政治晋升对企业并购交易及并购时间的影响。采用 *Probit* 回归方法的回归(1)结果显示,市委书记的政治晋升会显著增加企业当年宣告

并完成并购的概率;边际效应的估计结果表明,市委书记政治晋升会导致企业当年宣告并完成并购的概率增加 25.78%。按照企业性质进行分组检验结果也显示,政治晋升推高企业并购交易可能性的结论不受企业性质的影响,换言之,企业在面临官员晋升时实施并购交易的可能性会大大加强。进一步地,以交易时间 *Months* 作为被解释变量的回归结果(2)表明,政治晋升与并购交易时间显著负相关,该结论同样不受企业性质的影响,意味着官员政治晋升会导致辖区内企业并购交易的加速,这证实了假说 1。

表 2 主要变量描述性统计

变量	总样本		国有		民营		T 值 (国有—民营)	T 值 (非晋升—晋升)
	N	Mean	N	Mean	N	Mean		
<i>Deal</i>	3588	0.271	999	0.210	2589	0.295	-5.142***	2.519**
<i>Months</i>	3588	17.146	999	18.682	2589	16.554	5.327***	-2.764***
<i>Promotion</i>	3588	0.303	999	0.289	2589	0.308	-1.084	—
<i>Cross</i>	3588	0.316	999	0.342	2589	0.306	2.127**	-37.042***
<i>Listed</i>	3588	0.015	999	0.026	2589	0.011	3.359***	-0.196
<i>Intraintd</i>	3588	0.506	999	0.504	2589	0.506	-0.154	0.731
<i>Initialhold</i>	3588	0.641	999	0.602	2589	0.656	-3.061***	-0.519
<i>Size</i>	3588	9.297	999	9.567	2589	9.193	22.803***	-0.977
<i>Leverage</i>	3588	0.449	999	0.532	2589	0.418	15.171***	-0.408
<i>Growth</i>	3588	24.872	999	20.556	2589	26.537	-5.367***	-1.741*

注: * 表示 $p < 0.1$, ** 表示 $p < 0.05$, *** 表示 $p < 0.01$, 下同。

表 3 政治晋升影响企业并购的回归结果

	(1) <i>Deal</i>			(2) <i>Months</i>		
	全样本	国有	民营	全样本	国有	民营
<i>Promotion</i>	1.1081*** (0.0902)	0.8878*** (0.1975)	1.2154*** (0.1002)	-6.0606*** (0.3588)	-5.1900*** (0.7459)	-6.3505*** (0.4079)
<i>Cross</i>	-2.8060*** (0.1741)	-2.2711*** (0.2813)	-3.3790*** (0.2606)	12.0830*** (0.3432)	10.5832*** (0.7349)	12.7032*** (0.3857)
<i>Listed</i>	0.5369** (0.2516)	1.0815*** (0.3416)	-0.1109 (0.3377)	-3.7065*** (1.4164)	-9.6331*** (1.8855)	1.0538 (1.6479)
<i>Intraintd</i>	0.0774 (0.0548)	0.0943 (0.1129)	0.0591 (0.0648)	-0.3581 (0.3055)	-0.4237 (0.6022)	-0.2652 (0.3532)
<i>Initialhold</i>	-0.0141 (0.0584)	-0.2081* (0.1142)	0.0724 (0.0698)	0.2183 (0.3220)	1.6473*** (0.6050)	-0.4293 (0.3796)
<i>Size</i>	-0.0210 (0.0655)	0.0548 (0.1350)	-0.0956 (0.0833)	0.4283 (0.3563)	-0.4159 (0.7029)	0.7394 (0.4630)
<i>Leverage</i>	-0.8869*** (0.1540)	-0.3387 (0.3460)	-0.9117*** (0.1819)	4.6468*** (0.8622)	0.7450 (1.8592)	5.1938*** (0.9963)
<i>Growth</i>	0.0016* (0.0009)	-0.0033* (0.0019)	0.0024** (0.0011)	-0.0108** (0.0052)	0.0138 (0.0101)	-0.0129** (0.0061)
Year&Industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes
_cons	0.4347 (0.6219)	-1.1806 (1.3700)	1.0064 (0.8002)	-0.8718 (3.4320)	31.4449*** (6.6815)	11.8037* (7.1633)
N	3583	952	2572	3588	999	2589
adj. R ²	0.3014	0.2785	0.3309	0.3176	0.2645	0.3448

注: 回归(1)报告的是 Pseudo R²; 括号中的数值为经过 White(1980)调整的标准误, 下同。

从表3结果还可以发现,地方官员政治晋升对民营企业并购交易和并购时间的影响显著大于国有企业,这表明尽管与国有企业相比,民营企业距离政治相对较远,但转型经济时期其赖以生存的政治环境很大程度上也会影响生产经营活动(徐业坤等,2013;戴亦一等,2014),政治环境中的“风吹草动”会迅速传导到企业决策中。

2. 政治晋升对企业并购绩效的影响。表4报告了市委书记政治晋升对企业并购绩效的影响。从表4可知,与不受地方官员晋升影响的企业并购交易相比,官员政治晋升推动的企业并购在并购后第一年能够获得更高的资产收益率,而并购后第三年的资产收益率则显著差于那些不受政治晋升影响的企业并购交易,这表明从长远来看,政治因素推动的企业并购决策往往会扭曲企业的市场化行为,造成业绩的下降,这证实了假说2。

进一步地,我们按照企业类型进行了分组检验。从表4国有企业样本组的回归结果来看,受地方官员政治晋升影响的国有企业并购交易完成后的资产收益率ROA1、ROA2显著差于不受官员政治晋升

影响的国有企业并购交易,即地方官员政治晋升推动的国有企业并购交易绩效明显更差;从长期来看,地方官员政治晋升推动的国有企业并购交易会导致并购绩效的恶化。从表4民营企业样本组的回归结果来看,以ROA1作为被解释变量时,政治晋升Promotion的回归系数显著为正,而以ROA3作为被解释变量时,Promotion的系数显著为负,即地方官员政治晋升推动的民营企业并购交易对于并购绩效会产生由正到负的影响。这表明不受官员政治晋升推动的民营企业并购决策可能更倾向于按照市场化原则自由达成契约的方式进行,而晋升期间仓促推进的并购交易并不利于企业的长远发展。

综合来看,地方官员政治晋升显著影响了辖内企业的并购绩效,政治晋升期间发生的并购交易表现出经济效率上的低效性,进一步证实了地方官员在推动企业并购方面的寻租观。官员政治晋升推动的企业并购交易目的并非是为了改善企业业绩而是其他利益驱动的结果,这表明当前的政治和经济体制下,我国上市公司的并购交易存在一定程度的投机和寻租行为。

表4 政治晋升影响企业并购绩效的回归结果

	(3)ROA1			(4)ROA2			(5)ROA3		
	全样本	国有	民营	全样本	国有	民营	全样本	国有	民营
Promotion	0.3104* (0.1895)	-0.5427* (0.3177)	0.5785** (0.2271)	-0.1156 (0.1953)	-0.7481** (0.3514)	0.0878 (0.2316)	-0.7953*** (0.2544)	-0.3511 (0.4458)	-0.9120*** (0.3196)
Cross	-0.0588 (0.1903)	0.0315 (0.3155)	-0.0222 (0.2301)	-0.0109 (0.1924)	-0.0028 (0.3344)	0.0920 (0.2320)	0.3505 (0.2281)	0.0755 (0.3934)	0.4852* (0.2799)
Listed	0.7885 (0.6547)	1.1871 (0.9856)	0.3618 (0.9364)	1.2616* (0.6456)	2.3474** (0.9189)	0.6681 (0.9537)	0.8030 (0.6469)	1.8585** (0.7908)	0.0132 (1.1160)
Intraid	0.6092*** (0.1482)	0.4845** (0.2377)	0.7066*** (0.1813)	0.9836*** (0.1597)	0.3111 (0.2589)	1.2807*** (0.1978)	0.4555** (0.1961)	0.2500 (0.3076)	0.5911** (0.2497)
Initialhold	-0.2295 (0.1604)	-0.4638* (0.2525)	-0.1665 (0.2018)	-0.4486*** (0.1711)	-0.4857* (0.2718)	-0.4288** (0.2166)	-0.0357 (0.2020)	-0.3567 (0.3128)	0.1037 (0.2622)
Size	0.1570 (0.1755)	0.4512 (0.3222)	0.5767** (0.2332)	0.3361* (0.1745)	0.1456 (0.3172)	0.8712*** (0.2329)	0.0106 (0.2190)	0.2051 (0.3987)	0.5667* (0.2972)
Leverage	-6.2384*** (0.4336)	-6.3404*** (0.8404)	-5.7638*** (0.5213)	-6.0111*** (0.4693)	-5.2771*** (0.9061)	-5.7018*** (0.5743)	-5.2866*** (0.6128)	-4.3736*** (1.0391)	-4.9641*** (0.8031)
Growth	0.0143*** (0.0026)	0.0137*** (0.0045)	0.0132*** (0.0033)	0.0077*** (0.0028)	0.0025 (0.0048)	0.0080** (0.0035)	0.0115*** (0.0032)	0.0096* (0.0051)	0.0110*** (0.0042)
Year&Industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
-cons	7.1695*** (1.7115)	7.7741** (3.1845)	-0.0088 (2.5099)	-0.5691 (1.8650)	2.0498 (3.1822)	-6.1829** (2.9085)	-2.2845 (2.1930)	6.1743 (3.8677)	0.6963 (2.7809)
N	3414	981	2433	2936	882	2054	2017	715	1302
adj. R ²	0.1441	0.1887	0.1289	0.1148	0.1635	0.1058	0.0932	0.1149	0.0872

五、进一步讨论与稳健性检验

(一) 地方官员晋升、资源配置与企业并购加速

我们收集整理了上市公司并购公告当年和前一年的政府补助、银行贷款数据,以考察官员晋升推动的企业并购加速能否获得更多的资源收益即官员是否会动用资源推动企业加速并购。其中,政府补贴变化 $\Delta Subsidy = (\text{并购当年政府补助} - \text{上一期政府补助}) / \text{上一期主营业务收入}$,政府补助数据来自CSMAR数据库财务报表附注子库中的政府补助本期金额合计;银行贷款变化 $\Delta Loan = (\text{并购当年短期借款} + \text{并购当年长期借款} - \text{上一期短期借款} - \text{上一期长期借款}) / \text{上一期总资产}$ 。参考戴亦一等(2014)的做法,我们以剔除缺失值之后的政府补贴变化($\Delta Subsidy$)和银行贷款变化($\Delta Loan$)作为被解释变量,并购交易(*Deal*)和并购时间(*Months*)作为实验变量,按照并购是否受市委书记政治晋升影响进行了分组检验,检验结果报告在表5中。

从表5可知,对于那些受到市委书记政治晋升影响的并购而言,上市公司通过加速并购(当年宣告

并完成、缩短宣告到完成经历时间)确实能够获得更多的政府补贴和银行贷款。结合表3的结果,地方官员晋升推动的企业并购加速能够获得更多的政府补贴和银行贷款等方面的资源收益。综合来看,并购可以作为地方官员和上市公司进行寻租的工具,即地方官员利用手中的资源配置裁量权推动企业加速并购以换取晋升政绩,而企业通过加速并购则获得了显著的资源收益。

(二) 内生性

对于企业并购交易而言,地方官员政治晋升属于外生冲击(杨海生等,2014),官员的任命主要由上级主管部门根据德、能、勤、绩、廉等多方面综合考察决定,企业通常难以提前预知。尽管如此,企业并购、投资等生产经营活动会影响官员任上的政绩表现和“形象”,因而地方官员对企业并购的影响可能存在一定的内生性问题。参考徐业坤等(2013)和戴亦一等(2014)讨论官员更替影响企业行为内生性的做法,我们选择市委书记的年龄(*Age*,并购交易宣告时的年份-市委书记的出生年份)和任期(*Tenure*,并购宣告时的年份-担任市委书记职务的年份)

表5 政治晋升影响的并购加速与政府补贴、银行贷款

	(1) Promotion=0				(2) Promotion=1			
	$\Delta Subsidy$	$\Delta Subsidy$	$\Delta Loan$	$\Delta Loan$	$\Delta Subsidy$	$\Delta Subsidy$	$\Delta Loan$	$\Delta Loan$
<i>Deal</i>	0.0068** (0.0030)		0.0143 (0.0182)		0.0135*** (0.0041)		0.0100 (0.0306)	
<i>Months</i>		-0.0002 (0.0001)		-0.0005 (0.0004)		-0.0011*** (0.0003)		-0.0166* (0.0097)
<i>Cross</i>	0.0132 (0.0119)	0.0127 (0.0115)	-0.0199** (0.0100)	-0.0206** (0.0093)	0.0062 (0.0039)	0.0177** (0.0071)	0.0869 (0.0528)	0.3956* (0.2266)
<i>Listed</i>	0.0053 (0.0208)	0.0055 (0.0210)	0.1184 (0.0957)	0.1183 (0.0964)	0.0210 (0.0247)	0.0210 (0.0231)	0.9346 (0.8942)	0.9015 (0.8741)
<i>Intraind</i>	-0.0068 (0.0045)	-0.0066 (0.0044)	-0.0052 (0.0119)	-0.0049 (0.0115)	0.0118*** (0.0038)	0.0122*** (0.0039)	-0.0116 (0.0464)	-0.0043 (0.0450)
<i>Initialhold</i>	-0.0017 (0.0041)	-0.0017 (0.0041)	-0.0257* (0.0140)	-0.0257* (0.0141)	-0.0047 (0.0044)	-0.0049 (0.0044)	0.0107 (0.0248)	0.0066 (0.0242)
<i>Size</i>	-0.0131* (0.0071)	-0.0131* (0.0071)	-0.0354 (0.0303)	-0.0355 (0.0303)	0.0006 (0.0046)	0.0006 (0.0045)	-0.2120 (0.1334)	-0.2126 (0.1320)
<i>Leverage</i>	0.0217** (0.0098)	0.0212** (0.0096)	0.1197* (0.0687)	0.1190* (0.0698)	-0.0034 (0.0107)	-0.0023 (0.0108)	0.4297 (0.2731)	0.4711 (0.2932)
<i>Growth</i>	-0.00004 (0.00004)	-0.00004 (0.00004)	-9.34e-06 (0.0002)	-8.10e-06 (0.0002)	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	-0.0003 (0.0004)	-0.0004 (0.0005)
Year&Industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
_cons	0.1133* (0.0601)	0.1185** (0.0600)	0.2461 (0.2559)	0.2583 (0.2556)	-0.0147 (0.0419)	0.0114 (0.0450)	0.8771 (0.9362)	0.9882 (0.9715)
adj. R ²	0.0508	0.0504	0.0215	0.0214	0.0349	0.0445	0.0300	0.0427
N	1765	1765	2502	2502	773	773	1086	1086

作为政治晋升 *Promotion* 的工具变量进行了两阶段最小二乘回归 (2sls)。一般来说,官员的年龄不以人的意志为转移,而任期也不受地方官员的直接影响,因而年龄和任期符合外生变量的条件。表6报告的两阶段最小二乘回归结果显示,市委书记年龄越大越不容易获得晋升,而担任市委书记时间越长相对越容易获得提拔,以年龄和任期及其他变量估计的政治晋升预测值 *Promotion_pre* 与并购交易 *Deal* 显著正相关,与并购时间 *Months* 显著负相关,与 *ROA1* 显著正相关^⑤,主要结论依然成立。

(三) 稳健性检验

为了验证本文结论的敏感性,我们进行了稳健性检验。

第一,考虑党委换届和官员晋升情形的影响^⑥。按照《中国共产党章程》及《中国共产党地方委员会工作条例》的相关规定,党委书记可以通过党代会选举产生,或者上级党委可以根据工作需要,调动、任免下级党委书记。尽管官员晋升通常被视为外生事

件,但当辖区企业预期党委换届可能产生新的市委书记时或许会提前做出反应,这可能会影响市委书记晋升与企业并购加速的关系。为此,我们设置了党委换届变量 (*Party*),当上市公司并购公告年份所在城市召开了党代会即发生了党委换届记 *Party* 为1,否则为0。以党委是否换届进行的分组检验结果报告在表7中的回归(1)(2)列,从表7可知,党委换届不会对地方官员晋升与企业并购的关系产生显著影响。除了企业可能预期党委换届导致官员晋升外,官员任期可能也会影响企业预期进而影响其并购行为。考虑到市委书记平均任期为3年左右而非一个完整的任期(徐业坤等,2013),我们分别以3年和4年作为标准将样本进行了分组,即当市委书记任期小于等于3年(4年)时,*Tenure3* (*Tenure4*) 记为1,表示企业无法提前预期市委书记晋升,否则为0。分组检验结果报告在表7中的回归(3)(4)列,结果显示,企业是否能够提前预期市委书记晋升对结论同样没有明显的影响。

表6 内生性检验回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Promotion</i>	<i>Deal</i>	<i>Months</i>	<i>ROA1</i>	<i>ROA2</i>	<i>ROA3</i>
<i>Age</i>	-0.0356*** (0.0052)					
<i>Tenure</i>	0.1478*** (0.0128)					
<i>Promotion_pre</i>		0.7766*** (0.0873)	-4.0092*** (0.4689)	0.5869*** (0.2297)	0.0707 (0.2534)	-0.0557 (0.2749)
<i>Cross</i>	1.4194*** (0.0554)	-3.4308*** (0.2168)	15.3904*** (0.8144)	-0.8375** (0.4016)	-0.1787 (0.4415)	0.0791 (0.4829)
<i>Listed</i>	0.2253 (0.1884)	0.3939* (0.2408)	-3.3624** (1.4019)	0.7289 (0.6512)	1.2500** (0.6457)	0.7961 (0.6488)
<i>Intraind</i>	-0.0745 (0.0528)	0.1132** (0.0544)	-0.5655* (0.3152)	0.6498*** (0.1503)	0.9915*** (0.1612)	0.4727** (0.1972)
<i>Initialhold</i>	0.0070 (0.0567)	-0.0356 (0.0574)	0.2253 (0.3301)	-0.2307 (0.1604)	-0.4479*** (0.1711)	-0.0525 (0.2022)
<i>Size</i>	-0.1152** (0.0588)	0.0213 (0.0650)	0.0672 (0.3664)	0.2230 (0.1793)	0.3467* (0.1813)	0.0352 (0.2273)
<i>Leverage</i>	0.1484 (0.1419)	-1.0005*** (0.1521)	5.1113*** (0.8761)	-6.3082*** (0.4375)	-6.0263*** (0.4749)	-5.4586*** (0.6211)
<i>Growth</i>	-0.0002 (0.0009)	0.0017* (0.0009)	-0.0109** (0.0053)	0.0142*** (0.0026)	0.0077*** (0.0028)	0.0115*** (0.0032)
Year&Industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>_cons</i>	1.1584** (0.6368)	2.1376*** (0.6144)	13.4809*** (5.0932)	0.9860 (1.9675)	-4.9102*** (1.6913)	5.1944** (2.5195)
N	3586	3583	3586	3412	2934	2015
adj. R ²	0.2962	0.2717	0.2852	0.1455	0.1149	0.0874

注:回归(1)和(2)报告的是 Pseudo R²。

第二,使用并购次数 *Times* 表示的并购频繁程度作为反映企业并购加速的被解释变量进行稳健性检验。需要说明的是,当一家公司同一年度内发生多起并购事件时,使用的该公司样本观测值为当年宣告的第一起并购事件^⑦。表 8 中的(1)(2)列报告了以次数(*Times*)和时间(*Months*)为被解释变量的公司年度样本回归结果,结果显示,结论依然成立。

第三,参考 Piotroski & Zhang(2014)的做法,我们采用并购后三年的销售收益率 *ROS* 来衡量并购绩效进行重新回归,表 8 中的(3)~(5)列报告了主要回归结果,主要结论并没有发生明显的变化。

此外,我们还剔除了同一年内发生多次并购事件的样本观测值、注册地位于直辖市的样本观测值分别重新检验假说 1 和假说 2,结论没有实质的变化^⑧。

六、结论与政策建议

本文实证检验了市委书记政治晋升对企业并购的影响,证实了地方官员政治晋升所引发的政治环境波动对微观经济主体并购活动的重要性。研究发

现,地方官员的政治晋升会导致辖内企业并购交易的加速,表现为推高地方国有企业和民营企业当年实施并完成并购交易的概率、缩短并购交易从宣告到完成经历的时间,且距离政治相对较远的民营企业受官员政治晋升的影响更为显著;从长远来看,政治晋升期间推进的并购交易表现出经济上的低效率,表现为企业并购绩效显著恶化。进一步的研究还发现,地方官员晋升推动的企业并购加速能够获得更多的政府补贴和银行贷款,而政治晋升与企业并购加速的关系不受党委换届等因素的影响。

经济转型特别是全面深化改革时期,并购重组是深化企业改革的重要途径。本文结论的政策启示在于:首先,应完善负面清单制度,规范地方政府行为,加强对地方官员利用企业并购重组寻租的监管。地方官员显著影响甚至扭曲了资本市场的并购活动,表现为地方官员政治晋升会导致辖内企业并购交易的加速,从长远来看,政治晋升推动的并购交易并不具有经济效率。因此,利用并购重组深化企业改革、优化经济和产业结构过程中,不仅需要以市场规则为基础,更应完善负面清单制度设计,明确地方政府和官员的权力、职责,加强对地方官员干预企业

表 7 党委换届和任期影响的检验结果

	(1) Party=0		(2) Party=1		(3) Tenure3=0		(4) Tenure3=1	
	<i>Deal</i>	<i>Months</i>	<i>Deal</i>	<i>Months</i>	<i>Deal</i>	<i>Months</i>	<i>Deal</i>	<i>Months</i>
<i>Promotion</i>	0.9737*** (0.1076)	-5.4499*** (0.4230)	1.5688*** (0.1720)	-7.8875*** (0.7584)	0.8810*** (0.1522)	-4.1113*** (0.4963)	0.9715*** (0.1180)	-5.8455*** (0.5133)
others	yes	yes	yes	others	yes	yes	yes	yes
Year&Industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
_cons	1.3016* (0.6878)	-0.4693 (4.0133)	0.7432 (1.5121)	2.7348 (6.4623)	2.1831* (1.2474)	7.3915 (6.3060)	0.9805 (0.7363)	18.7334*** (4.5645)
adj. R ²	0.2940	0.3318	0.2313	0.2759	0.4897	0.4916	0.2384	0.2669
N	2737	2741	544	847	1237	1240	2345	2348

注:以 *Deal* 为被解释变量的回归报告的是 Pseudo R²。

表 8 稳健性检验结果

	(1) <i>Times</i>	(2) <i>Months</i>	(3) ROS1		(4) ROS2		(5) ROS3	
	全样本	全样本	国有	民营	国有	民营	国有	民营
<i>Promotion</i>	0.1440** (0.0742)	-5.9808*** (0.4752)	-0.2741 (0.6412)	0.8869** (0.4077)	-1.4006* (0.7725)	0.2937 (0.4467)	0.1876 (0.8913)	-0.8334 (0.6854)
others	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Year&Industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
_cons	-2.3660*** (0.7627)	18.3650*** (4.8581)	3.9892 (6.2848)	10.7225** (4.3251)	19.2089*** (6.0464)	0.8250 (5.1024)	8.8165 (7.0166)	16.8947*** (5.1416)
N	2144	2144	997	2588	880	2054	714	1301
adj. R ²	0.0589	0.3263	0.3496	0.2086	0.2926	0.1549	0.2866	0.1565

并购行为的监督和责任追溯,严防地方官员为追求短期政绩和晋升等政治收益而盲目推动企业并购重组特别是“拉郎配”式并购以及其中可能涉及的利益交换,从而为企业并购重组提供良好的政治和政策环境;其次,完善地方政府和官员政绩考评制度,引导地方官员行为的长期化。地方官员会利用手中的资源配置裁量权推动企业加速并购以换取晋升政绩,因此,无论是企业改革还是产业结构调整抑或是解决产能过剩,都需要构建科学、合理的政绩考评体系,不能简单地以地区经济规模、增长率等作为政绩考评的主要指标,而应将可持续的经济发展和民生改善等引入考评体系,强化任期内考核,防止将并购重组打造为急于求成式的“政绩工程”,从动力上弱化地方官员为追求短期政绩而盲目推动辖内企业并购重组,使得企业并购符合经济效率而非政治收益;最后,对于企业而言,并购重组不应盲目迎合地方政府和官员的政绩,而应按照市场的规律行事。企业在地方官员晋升期间仓促推进的并购活动尽管能够获得资源方面的收益,但长远来看并不利于并购绩效的改善,因此,企业在资本市场上实施的并购交易更应着眼于自身需求和长远发展,按照市场的规律决策而非迎合地方政府和官员的政绩需要,从而充分发挥并购重组的协同效应,推动企业真正做强做优做大。

作为考察地方官员影响企业并购的初步探索,本文的研究证实了地方官员政治晋升对于企业并购活动和经济后果的重要影响。尽管如此,从地方官员的视角进一步考察官员任期、来源等异质性特征对并购支付方式、并购行为偏好以及并购溢价等的影响以完善中国特色企业并购的政治逻辑将是有价值的重要议题。

注:

- ①我们比对了本文所使用的初始样本数据和CSMAR数据库《中国上市公司兼并重组数据库》子库中的并购交易信息,两个库中并购记录大致相同。考虑到本文需要使用并购交易宣告日和完成日时间,而CSMAR数据库中相关信息绝大部分缺失,综合比较之后,本文选择使用Zephyr全球并购交易分析库中的数据。
- ②剔除的市级以上国有企业包括中央、省级各单位直属或者控股的国有上市公司,其他性质企业主要包括实际控制人名称为公司、外资或者缺失的上市公司,判断依据为CSMAR中国上市公司股权性质子库。
- ③并购交易(Deal)和并购时间(Months)的相关性系数为-0.908,且在1%的水平上显著相关,表明两个变量在反映并购加速方面具有高度一致性。

- ④本文的样本数据显示,受市委书记晋升影响并购样本中近四分之三(71.18%)是跨期的,而共线性诊断结果表明,回归方程主要变量不存在严重的多重共线性。
- ⑤受篇幅限制,省略了样本分组检验结果,除显著性程度略有变化外,主要结论基本没有发生变化。
- ⑥考虑党委换届的影响来自审稿专家的宝贵建议,Tenure4的检验结果并无明显的不同,受篇幅限制未予报告。
- ⑦我们还使用了当年宣告的规模最大的并购事件组成公司年度样本,结论基本未发生变化。
- ⑧受篇幅限制,省略了相关稳健性检验结果,留存备索。

参考文献:

- 曹春方,2013:《政治权力转移与公司投资——中国的逻辑》,《管理世界》第1期。
- 陈仕华 卢昌崇,2014:《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?》,《管理世界》第5期。
- 陈信元 黄俊,2007:《政府干预、多元化经营与公司业绩》,《管理世界》第1期。
- 戴亦一 潘越 冯舒,2014:《中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗?》,《经济研究》第2期。
- 方军雄,2008:《政府干预、所有权性质与企业并购》,《管理世界》第9期。
- 江若尘 莫材有 徐庆,2013:《政治关联维度、地区市场化程度与并购——来自上市民营企业的经验数据》,《财经研究》第12期。
- 李善民 赵晶晶 刘英,2009:《行业机会、政治关联与多元化并购》,《中大管理研究》第4期。
- 李善民 朱滔,2006:《多元化并购能给股东创造价值吗?——兼论影响多元化并购长期绩效的因素》,《管理世界》第3期。
- 梁平汉 高楠,2014:《人事变更、法制环境和地方环境污染》,《管理世界》第6期。
- 刘勇,2004:《企业并购中政府行为的目标选择与寻租分析》,《经济评论》第2期。
- 潘红波 夏新平 余明桂,2008:《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》,《经济研究》第4期。
- 潘红波 余明桂,2011:《支持之手、掠夺之手与异地并购》,《经济研究》第9期。
- 潘越 宁博 肖金利,2015:《地方政治权力转移与政企关系重建——来自地方官员更替与高管变更的证据》,《中国工业经济》第6期。
- 孙烨 罗党论,2011:《政府竞争、资本配置与上市公司“壳资源”转让》,《管理科学》第1期。
- 谭劲松 郑国坚 彭松,2009:《地方政府公共治理与国有控股上市公司控制权转移——1996—2004年深圳市属上市公司重组案例研究》,《管理世界》第10期。
- 王贤彬 徐现祥,2014:《官员主导发展的得失》,《经济社会体制比较》第5期。

- 王砚羽等,2014:《隐形的手:政治基因对企业并购控制倾向的影响——基于中国上市公司数据的实证分析》,《管理世界》第8期。
- 魏江 寿柯炎 冯军政,2013:《高管政治关联、市场发育程度与企业并购战略——中国高技术产业上市公司的实证研究》,《科学学研究》第6期。
- 夏立军 方轶强,2005:《政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据》,《经济研究》第5期。
- 徐业坤 钱先航 李维安,2013:《政治不确定性、政治关联与民营企业投资》,《管理世界》第5期。
- 杨海生等,2014:《政策不稳定性与经济增长——来自中国地方官员变更的经验证据》,《管理世界》第9期。
- 杨记军 逮东 杨丹,2010:《国有企业的控制权转让研究》,《经济研究》第2期。
- 杨其静 郑楠,2013:《地方领导晋升竞争是标尺赛、锦标赛还是资格赛》,《世界经济》第12期。
- 姚洋 张牧扬,2013:《官员绩效与晋升锦标赛——来自城市数据的证据》,《经济研究》第1期。
- 余明桂 回雅甫 潘红波,2010:《政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性》,《经济研究》第3期。
- 张雯 张胜 李百兴,2013:《政治关联、企业并购特征与并购绩效》,《南开管理评论》第2期。
- 张新,2003:《并购重组是否创造价值——中国证券市场的理论与实证研究》,《经济研究》第6期。
- 张翼 乔元波 何小锋,2015:《我国上市公司并购绩效的经验与实证分析》,《财经问题研究》第1期。
- 周黎安 陶婧,2009:《政府规模、市场化与地区腐败问题》,《经济研究》第1期。
- 周黎安,2007:《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》,《经济研究》第7期。
- 周黎安,2008:《转型中的地方政府:官员激励与治理》,格致出版社、上海人民出版社。
- 周雪光,2005:《“逆向软预算约束”:一个政府行为的组织分析》,《中国社会科学》第2期。
- Andrade, G. et al(2001), “New evidence and perspectives on mergers”, *Journal of Economic Perspectives* 15(2): 103—120.
- Cull, R. et al(2017), “Market facilitation by local government and firm efficiency: Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance* 42:460—480.
- Du, M. & A. Boateng(2015), “State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms”, *International Business Review* 24(3):430—442.
- El-Khatib, R. et al(2015), “CEO network centrality and merger performance”, *Journal of Financial Economics* 116(2): 349—382.
- Gaur, A. S. et al(2013), “Acquisition announcements and stock market valuations of acquiring firms’ rivals: A test of the growth probability hypothesis in China”, *Strategic Management Journal* 34(2):215—232.
- Holburn, G. L. F. & R. G. Vanden Bergh(2014), “Integrated market and nonmarket strategies: Political campaign contributions around merger and acquisition events in the energy sector”, *Strategic Management Journal* 35(3):450—460.
- King, M. D. et al(2004), “Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators”, *Strategic Management Journal* 25(2):187—200.
- Piotroski, J. D. & T. Zhang(2014), “Politicians and the IPO decision: The impact of impending political promotions on IPO activity in China”, *Journal of Financial Economics* 111(1): 111—136.
- Shleifer, A. & R. W. Vishny(1994), “Politicians and firms”, *Quarterly Journal of Economics* 109(4): 995—1025.
- Xu, C. (2011), “The fundamental institutions of China’s reforms and development”, *Journal of Economic Literature* 49(4):1076—1151.
- Yang, L. & J. Zhang(2015), “Political connections, government intervention and acquirer performance in cross-border mergers and acquisitions: An empirical analysis based on Chinese acquirers”, *World Economy* 38(10):1—21.
- Zhou, B. et al(2015), “Does state ownership drive M&A performance? Evidence from China”, *European Financial Management* 21(1):79—105.

(责任编辑:陈建青)

(校对:孙志超)