





Y1878945

学位论文的主要创新点

一、从我国特殊的制度背景出发，研究政治关联对于企业并购活动的影响，将政治关联问题引入到并购绩效问题的研究中。对公司并购绩效的研究不再局限于并购本身的价值创造因素，而是结合我国民营企业的具体情况，将政治关联作为变量来研究不同的企业因政治关联的差别所导致的并购绩效的差异。

二、以我国发生并购的民营上市公司为切入点，侧重分析并购活动中并购方的并购绩效，对政治关联与上市公司并购绩效的关系进行实证研究。

三、在论文的实证分析过程中，选取近几年发生并购的民营上市公司最新并购数据，采用查找上市公司年报的方法手工收集企业实际控制人及实际控制人的政治身份，并根据我国民营企业家族化和股权集中的特征，采用民营企业实际控制人的政治身份作为民营企业政治关联的度量。



摘要

并购是企业重组最主要的方式,随着经济的发展,并购已经成为企业寻求快速成长与发展的重要手段,成为许多企业持续经营过程中的重要战略行为之一。随着市场化进程的加快,政府对管制的放松,民营经济得到迅猛的发展,民营并购浪潮风起云涌,民营企业并购正逐渐成为民营企业发展壮大的重要途径。政治关联是世界各国发展过程中的一个普遍现象,一方面,企业发展政治关系的过程就是为了给企业带来直接或间接利润,企业借助其高管层的关系网络追求横向社会资本的过程;另一方面,基于经济学视角的政府“扶持之手”理论和政府“掠夺之手”理论,政治关系是地方政府间接干预企业的主要渠道,并且企业建立和维持政治关联要付出相应成本,政治关联使企业承担政府的寻租成本,从而有可能损害企业价值。在我国,不少民营企业正积极通过各种方式与政府形成政治关联,民营企业家的政治身份对中国经济发展所起的作用与中国特定的环境密切相关。

在民营企业并购中,政治关联扮演的角色是什么?在综合考虑了政治关联积极作用和风险成本因素后,政治关联是否对提高民营企业并购绩效具有促进作用?本文以2004~2008年在沪深两市发生股权并购的民营企业为切入点,结合我国特有的制度背景、公司治理结构和企业外部市场化程度等因素,从政治关联这一较新视角对公司并购绩效问题进行理论及实证研究。研究发现:发生并购的民营企业政治关联与并购绩效正相关;发生并购的民营企业政治关联级别与并购绩效正相关;在发生并购的具有政治关联的民营上市公司中,其实际控制人的投票权与现金流权差异与并购绩效负相关;在企业并购中,经营所在地的市场化程度越低,实际控制人的政治关联并不一定带来更好的并购绩效,在市场化水平较高的地区,民营企业仍然可能倾向与政府建立良好的政治关联,政治关联仍可能对并购绩效的提高具有促进作用。

关键词: 并购; 政治关联; 民营企业; 绩效



ABSTRACT

Merger and Acquisition (M & A) is the most important way of business restructuring. With the development of economic, M&A has become an important means of rapid growth and development for many companies and one of important strategic actions in the sustained operation of business. With the process of commercialization being stepped up and the deregulation of the government, private economy has rapid development and the wave of M&A of private economy is blustery. M&A of private economy is now gradually becoming an important way of development for private enterprises. Political connections are a universal phenomenon in the process of development in the world. In one hand, the process of developing political connections is the process of chasing transverse social capital using the connection network of superior managers for enterprises to bring direct or indirect profits. In the other hand, political connections is the main channel of intervention to enterprises for local governments based on the government "helping-hand model" and "grabbing-hand model" from the economics perspective. Besides that, it costs that enterprises establish and maintain political connections and enterprises carry on rent-seeking cost of the government, which damages enterprise value. In china, a number of private enterprises are actively forming political connections with the government through a variety of means. It has close relationship between the functions on political status of private entrepreneurs to the development of economic and specific environment in China.

In M&A of private enterprises, which role political connections play? After considering the positive functions and risk of political connections, if political connections promote the increase of M&A performance of private enterprises? This paper points out equity M&A of private enterprises in 2004~2008 in Shanghai and Shenzhen stock exchange market and researches on M&A performance of companies from the new angle of political connections using theoretical and empirical methods and combining with the factors such as the special institution background, the company governance structure and the level of commercialization in external markets. The research finds that political connections of private enterprises have positive effects on the proformance of M&A, the level of political connections of private enterprises also have positive effects on the proformance of M&A. And in private

enterprises which have political connections and M&A, the difference between the right to vote and cash flow of the actual controller has negative effects on the performance of M&A. And the lower the level of commercialization in the place of enterprise operation is, political connections of the actual controller do not necessarily bring better M&A performance and in places of high level of commercialization, private enterprises are still possible to establish good political connections which are still possible to improve the performance of M&A.

Keywords: M&A; Political Connections; Private Enterprises; Performance

目 录

第一章 绪论	1
1.1 研究动机及研究问题.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.3 研究框架及研究方法.....	2
1.4 主要创新点.....	3
1.5 研究发现及结论.....	4
第二章 文献述评	5
2.1 企业并购绩效研究述评.....	5
2.2 政治关联对企业经营活动影响研究述评.....	11
第三章 政治关联与企业并购绩效理论分析	17
3.1 中国企业并购制度背景分析.....	17
3.2 政治关联.....	18
3.3 企业并购.....	20
3.4 政治关联与企业并购绩效.....	23
第四章 政治关联与企业并购绩效实证分析	27
4.1 研究设计.....	27
4.2 单变量分析.....	31
4.3 政治关联与并购绩效回归分析.....	33
4.4 稳健性检验.....	36
第五章 结论分析及政策建议	37
5.1 结论分析.....	37
5.2 政策建议.....	38
第六章 研究结论、不足及展望	41
6.1 研究结论.....	41
6.2 研究不足及展望.....	42
参考文献	43
发表论文和参加科研情况说明	47
致谢	49

第一章 绪论

1.1 研究动机及研究问题

1.1.1 研究动机

并购是企业重组最主要的方式，也是各国财务管理理论研究的热点。从宏观上看，企业并购是国家进行产业结构调整、合理配置资源的重要手段；从微观上看，企业并购是市场经济条件下企业生存与发展的重要途径之一。随着资本市场的发展和强大变革力量的推动，公司并购已成为发生在现代经济社会中最有意义的经济活动之一。在我国，从 20 世纪 90 年代资本市场正式设立以来，上市公司的并购活动就一直持续不断。成功的并购有助于提高上市公司的整体素质和扩大证券市场对所有企业和整体经济的辐射力；强化政府和企业家的市场意识，明确双方责任和发挥其能动性，真正实现政企分开；为投资者创造盈利机会，活跃证券市场；有利于调整产业结构，优化资源配置。随着相关法律法规的不断完善，并购活动日渐成为我国上市公司寻求发展的重要渠道。

在我国，不少民营企业正积极通过各种方式与政府形成政治关联。在我国特有的经济背景下，政治关联作为企业和政府沟通的重要手段，除了可以帮助企业争取各种资源外，还可以作为法律保护的替代机制来保护企业的产权免受政府的掠夺。民营企业的政治关联对中国经济发展所起的积极作用与中国特定的环境密切相关^[1]。中国民营企业是在中国从计划经济向市场经济转型的过程中发展壮大起来的，在中国从计划经济向市场经济的转型过程中，许多行业都存在着政府行政壁垒和所有制歧视，民营企业的发展受到了很大的制约。在缺乏充分的产权保护和行业进入限制的情况下，民营企业的政治关联发挥着两方面的作用：第一，作为正式法律制度的替代为民营企业发展提供产权保护；第二，降低了民营企业进入某些行业的壁垒，为民营企业创造了更多的成长机会^[2]。但同时，政治关联作为一种社会资本，首先它自身就有不可回避的收益和风险问题；其次，企业政治关联虽然可以为企业带来一定的收益，但企业建立和维持这种关联需要付出代价，企业政治关联使企业承担政府的寻租成本，从而损害企业价值；最后，企业政治关系在降低企业营运成本的同时，也会提高企业的政治、信息和治理风险，从而增加其治理成本。

那么在民营公司并购这一重大的战略决策中，政治关联扮演的是一种什么角色？在综合考虑了政治关联积极作用和风险成本因素后，政治关联是否对提高民营公司并购绩效具有促进作用？

因此，结合我国特有的制度背景，从政治关联的角度研究并购绩效，丰富政治关联和并购相关理论，并为并购实践提供政策性建议是本文的研究动机所在。

1.1.2 研究问题

近年来，并购活动异常活跃，并购已经成为企业寻求快速成长与发展的重要手段，成为许多企业持续经营过程中的重要战略行为之一。随着市场化进程的加快，政府对管制的放松，民营经济得到迅猛的发展，民营并购浪潮风起云涌，民营企业并购正逐渐成为民营企业发展壮大的一个重要的途径。在中国特殊的制度背景下，民营企业政治关联是一个很显著的特点，参与并购的民营企业大部分都具有政治关联，那么政治关联在民营企业的并购中扮演着什么样的角色，是否提高了企业的并购绩效？这些都是本文要研究的问题。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

对政治关联与企业并购绩效问题的探讨是从新的层面解释并购绩效的影响因素，扩展了政治关联研究和并购研究的范围，大大丰富了政治关联理论和并购理论的研究。同时，结合公司治理层面和企业外部市场化程度考虑民营企业政治关联在并购中的影响，深入地探讨了民营企业并购绩效的影响因素，大大丰富了民营企业并购的相关研究。

1.2.2 现实意义

从大的方面讲，对并购绩效的研究无疑对我国进行产业结构调整，合理配置资源及企业扩大发展具有重要的意义。民营企业并购已成为转型期我国经济发展的一大趋势，其不仅有利于资源优化配置，而且对我国经济的结构转型及快速健康发展都有重要意义。政治关联又是我国民营企业的重要特征，通过对政治关联与企业并购绩效问题的研究尤其是对指导国有企业民营化及民营企业的发展具有深远的意义，同时，民营企业所具有的政治关联与民营企业遭受的歧视和政府经济的干预有关，但在民营企业并购中，这种政治资源优势能否真正变为价值、产生多少价值以及产生价值的多少是否与所处的经济环境相关等这些问题的研究都对民营企业的发展具有重要意义。

1.3 研究框架及研究方法

1.3.1 研究框架

本文以发生并购的民营上市公司为切入点，主要从政治关联这一较新的视角研究公司并购绩效问题。同时根据民营上市公司政治关联级别的不同，将民营企业政治关联分成不同的等级，对具有不同政治关联的民营上市公司并购绩效问题进行深入分析。其次，结合公司治理结构和企业外部市场化程度考虑民营企业政治关联在并购中的影响，更全面深层次地考察政治关联在并购中的作用。因此，本为共分为六个部分。第一部分为绪论，主要介绍一下本文的研究动机、研究问题、研究意义、研究思路及框架、研究的结论等；第二部分为文献述评，分别对企业并购绩效和政治关联对企业经营活动影响两个方面的研究进行梳理，并对现有研究简单评述；第三部分是政治关联与企业并购绩效的理论分析部分，该部分首先对中国企业并购进行制度背景分析，对政治关联和并购绩效及政治关联与并购绩效关系理论进行系统阐述，并依据上述的理论分析，推导出本文的假设前提；第四部分是实证分析，主要包括实证分析的研究设计和实证分析的过程；第五部分是结论分析及政策建议，对文章第四部分的结论进行系统分析，在此基础上，提出本文的政策建议；第六部分是结论、不足及展望，总结了整篇文章研究的主要结论、不足及进一步研究的方向。

1.3.2 研究方法

本文主要采用规范分析与实证分析相结合的方法。本文首先理论分析了中国企业并购的制度背景，然后构建了政治关联和公司并购的理论框架，最后，在此基础上提出本文的研究假设并建立模型，对政治关联与企业并购绩效的关系进行实证分析。在实证分析的过程中，根据民营上市公司政治关联级别的不同，在对并购公司的资产规模、负债水平、盈利状况等变量进行了控制之后，通过单变量分析、基本回归分析、交叉回归分析和稳健性检验等方法对假设进行检验。

1.4 主要创新点

1.4.1 研究视角上

1. 从我国特殊的制度背景出发，研究政治关联对于企业并购活动的影响，将政治关联问题引入到并购绩效问题的研究中，有助于丰富和拓展政府关联和并购问题的相关研究。

2. 以我国发生并购的民营上市公司为切入点，侧重分析并购活动中并购方的并购绩效，对政治关联与上市公司并购绩效的关系进行实证研究，验证了政治关联对并购绩效的影响作用，为企业并购提供政策参考。

3. 对公司并购绩效的研究不再局限于并购本身的价值创造因素，而是将政

治关联作为变量来研究不同的企业因政治关联的差别所导致的并购绩效的差异，结合我国民营企业的具体情况，研究结论更具说服力。

1.4.2 研究方法上

1. 在实证分析过程中，笔者选取近几年发生并购的民营上市公司最新并购数据，采用查找上市公司年报的方法手工收集企业实际控制人及实际控制人的政治身份，并根据我国民营企业家族化和股权集中的特征，采用民营企业实际控制人的政治身份作为民营企业政治关联的度量，研究结果更为客观和准确。

2. 在实证分析民营企业并购绩效中，笔者在控制了其他相关变量后，采用政治关联变量和政治关联级别变量实证分析政治关联对并购绩效的影响，研究更全面。同时，为了检验的稳健性，采用了两种政治关联级别变量，结论更具说服力。

1.5 研究发现及结论

本文结合我国特有的制度背景，在对政治关联与企业并购绩效进行理论分析的基础上，建立了政治关联与企业并购绩效关系模型对文中的假设进行检验。研究发现，发生并购的民营企业政治关联与并购绩效正相关，即在发生并购的民营上市公司中，具有政治关联的公司相比不具有政治关联的公司并购所产生的绩效更好；发生并购的民营企业政治关联级别与并购绩效正相关，即在发生并购的具有政治关联的民营上市公司中，其实际控制人具有的政治关联级别越高，其并购绩效越好；在发生并购的具有政治关联的民营上市公司中，其实际控制人的投票权与现金流权差异与并购绩效负相关，即在发生并购并具有政治关联的民营上市公司中，其实际控制人的投票权与现金流权相差越大，并购绩效越差；在民营上市公司并购中，经营所在地的市场化程度越低，实际控制人的政治关联并不一定带来更好的并购绩效，在市场化水平较高的地区，民营企业仍然可能倾向于与政府建立良好的政治关联，在这些与政府建立良好的政治关联关系的民营公司发生并购时，政治关联仍可能对并购绩效的提高具有促进作用。此外，本文的研究还发现，我国发生并购的民营上市公司普遍股权比较集中；这些公司大部分都具有一定的政治关联；这些公司实际控制人拥有的控制权与现金流权差别比较大，很可能存在严重的控股股东代理问题；并购公司资产规模越大，并购发挥的协同作用越好，并购绩效越好等。

第二章 文献述评

2.1 企业并购绩效研究述评

并购是企业重组最主要的方式,也是各国财务管理理论研究的热点。伴随着并购行为的盛行,与此相关的研究也大量展开。目前对上市公司并购问题的研究主要集中在并购动因、并购方式、并购绩效等方面。而并购绩效问题是并购重组研究中的首要课题,公司并购绩效是衡量公司并购成功与否的依据,对公司并购绩效的深入研究也有助于加深对其他方面的认识,因此并购绩效问题是当下并购问题研究的热点之一。

2.1.1 国外并购绩效研究现状

1. 事件研究法

大部分事件研究法研究的是短期并购绩效。Jensen 和 Ruback(1983) 在总结 13 篇研究成果的基础上得出:成功的兼并与收购分别给目标公司股东带来约 20%及 30%的收益,而在兼并中收购公司股东无显著超额收益,在收购中仅有 4%的超额收益。Michael, Desai 和 Kim(1988)对 1963~1984 年间完成的 236 项并购交易活动实证研究发现,股票市场为并购双方的股东带来了良好的投资回报,超额收益率为 7.43%。Frank 和 Harris(1989)研究了 1955~1985 年间 1800 起案例,发现目标公司股东平均获得了 25%的收益,而收购公司几乎没有获得任何收益。Agrawal、Jaffe 等 (1992)的研究成果表明并购公司不仅没有从并购事件中得到收益,反而股东财富发生了损失^[3]。Schwert(1996)研究了 1975~1991 年间并购事件后得出事件窗内目标公司股东的累积平均反常收益为 35%^[4]。Agrawal 和 Jeffrey (2001)通过研究美国 937 起兼并事件和 227 起要约收购事件发现并购企业股东在并购完成后 5 年内损失了财富的 10%。Bruner(2002) 对 1971~2001 年间 130 篇经典研究文献全面汇总分析后发现,成熟市场上并购重组过程中目标公司股东收益要远远高于收购公司股东收益^[5]。Moeller, Schlingeman 等 (2005)研究发现收购公司股东从长期来看获取了统计显著性的负累积异常收益率。

还有一部分研究的是中长期并购绩效。Loughran 和 Vijh (1997)研究发现在以现金为支付方式的并购中,收购公司在并购后 5 年内具有显著正的超常收益,以股票为支付方式的并购中,收购公司在并购后 5 年内超常收益为负^[6]。Gregory(1997)研究发现混合并购在并购公告日后 2 年内平均累积超常收益为-11.33%,而同行业并购的累积超常收益为-3.48%,两者差异显著^[7]。Agrawal 和

Jaffe(2000)总结了 1974~1998 年的 22 项收购公司长期绩效的研究报告, 得出: 兼并的收购公司长期绩效为负, 要约收购的收购公司长期绩效非负或甚至为正; 以现金支付的并购, 收购公司长期绩效为正, 以股票支付的并购, 收购公司长期绩效为负^[8]。

2. 会计研究法

国外采用会计研究法有代表性的文献主要有: Mueller (1980)通过汇总 7 个国家并购绩效的研究得出了收购公司在收购后的绩效比对照企业差, 但在统计上不显著的结论。Ravenscraft 和 Scherer(1987) 采用联邦交易委员会 1975~1977 年间业务数据对公司并购 9 年后长期绩效实证研究, 发现在通常情况下并购后公司运营绩效没有显著的提高。Healy, PalePu 和 Ruback (1992)通过分析 1979~1984 年间美国规模最大的 50 起并购事件发现, 与同行业相比, 并购交易后收购公司的资产运营能力获得了显著提高, 而且这些收购公司也维持了与行业平均水平大体相当的资本性支出与研究开发支出的比率, 同时也指出了并购整合可能有利于增加公司并购整体的价值^[9]。Chatterjee 和 Lubatkin 等(1992)通过对英国 1977~1990 年的 144 项并购事件进行研究, 发现 1985 年前发生并购的公司经营业绩并未得到显著性改善, 而 1985~1990 年间发生并购的公司经营业绩得到了显著性改善。Ghosh(2001)研究发现, 并购交易完成后收购公司经营业绩既未恶化也未改善^[10]。

3. 国外并购绩效研究小结

国外并购绩效研究主要采用事件研究法和会计研究法, 其中由于国外证券市场的有效性, 事件研究法又被奉为研究并购绩效的主流方法。采用会计研究法的研究更多的是考察并购的长期绩效情况。国外并购绩效研究通常按并购双方的主客体关系分别考察目标公司和并购公司的绩效, 也有少量文献研究了不同的并购支付方式对并购公司收益的影响。目前采用事件法的研究结果趋于一致即目标公司股东在并购事件中获得显著的正超常收益, 而收购公司股东则不能获得正的超常收益, 或者股东财富受到损失。采用会计研究法考察并购绩效的研究对并购是否具有正效应尚没有统一的结论。

2.1.2 国内并购绩效研究现状

1. 事件研究法

国内部分文献遵循了国外的分类研究方法即将样本公司分为并购公司和目标公司来进行绩效分析。余光和杨荣(2000)以 1993~1995 年的 38 个并购事件为样本研究发现目标公司股东财富增加而并购公司股东财富减少^[11]。李善民和陈玉罡(2002)对 1999~2000 年沪深两市共 349 起并购事件研究却得出并购后目标公司股东财富变化不显著, 而并购公司股东财富显著增加^[12]。张新(2003)以

1993~2002 年发生重组的 1216 个样本研究发现, 并购重组后, 目标公司股票溢价高达 29.05%, 收购公司股票溢价-16.76%, 并购对目标公司和并购公司的综合影响不显著。李善民、朱滔(2006)以 1999~2002 年沪深 A 股市场 56 起并购事件为样本研究发现并购给收购公司股东带来显著的财富损失, 而对目标公司股东的财富影响不显著^[13]。朱滔(2006)以 1998~2002 年 1415 起并购事件为样本研究发现并购在短期内给收购公司带来了显著的超常收益, 但长期内则使收购公司股东遭受了显著的财富损失; 收购公司股价随公司规模、财务杠杆、管理能力和政府关联程度的不同而变化, 无论是短期内还是长期内市场都更认可小规模和低财务杠杆公司的并购^[14]。

另外一部分文献是按并购标的处置方式、并购类型、并购动因等研究并购绩效的。陈信元, 张田余(1999)以 1997 年沪市 95 家资产重组公司为样本, 将样本分为股价转让、收购兼并、资产剥离和资产置换 4 类, 研究发现股权转让、资产剥离、资产置换类公司股价在公告前后都经历了先升后降的过程, 而兼并收购类公司股价没有出现明显波动。张文璋(2002)将 1996~2000 年 248 个样本分为整体并购、投资控股并购、股权有偿转让、资产置换、股权无偿划拨和其他并购 6 类, 研究发现资产重组的市场反应最为积极, 其次依次是股权有偿转让、股权无偿划拨、整体并购和投资控股并购。李增泉、余谦等(2005)以 1998~2001 年上市公司并购非上市公司事件为样本, 考察了控股股东和地方政府的支持或掏空动机对上市公司长期绩效的影响, 发现支持性并购在完成后一年内的超额收益显著为正, 但两年后的影响则不再显著; 掏空性并购在完成后任一时期的超额收益显著为负, 其他类并购的超额收益长期来看也显著为负^[15]。李善民和周小春(2007)将 2001~2004 年 317 起并购事件按行业分为 148 起相关并购和 169 起无关多元化并购事件, 研究发现相关并购的公司并购前的经营绩效要好于多元化并购样本, 相关并购与多元化并购事前的绩效差异将对事后的公司绩效差异有影响, 并提出在以后并购绩效研究中应剔除事前多元化公司绩效对事后多元化绩效的影响^[16]。吴豪和庄新田(2008)将沪深股市 2004 年并购事件分为股权转让、收购兼并、资产置换、资产剥离和其他资产重组 5 类, 研究发现市场对资产置换类、股权转让比较认可, 而对资产剥离、收购兼并、其他资产重组类并购认同度很低^[17]。

国内现有对并购绩效的研究广度比较大, 众多事件法研究主要关注并购的短期绩效, 对长期绩效研究比较少。具代表性的并购长期绩效研究是李善民、朱滔(2005)对我国沪深两市的 1672 起并购事件进行的实证研究。其研究发现: 大多数并购公司股东在并购后 1~3 年内遭受了显著的财富损失; 混合并购和同行业并购的并购公司股东长期内均遭受了显著的财富损失; 并购公司国有

股比例对并购后 1 年内公司绩效有显著影响；高管持股比例对并购公司长期绩效并无显著影响。国内采用事件研究法的实证分析对目标公司并购绩效结论趋于一致即目标公司股东财富显著增加或没有显著增加，但对于并购是否为收购公司股东创造价值并无明确一致的研究结论。

2. 会计研究法

国内很多学者认为尽管会计研究法也存在诸多缺陷，但会计研究法要比事件研究法更适合国内并购绩效研究，采用会计研究法能更好地反应中国证券市场上的并购效应。因此，国内有大量的采用会计研究法考察绩效的研究，也取得了很大的研究成果。

有一定数量的文献按并购标的的处置方式及并购原因进行了分类研究。檀向球(1998)对 1997 年的 198 个并购重组案例进行研究，发现进行兼并的企业绩效下降，发生股权转让的企业经营状况得到改善，进行资产剥离、股权出售和资产置换的企业绩效显著提高^[18]。陆国庆(2000)对 1999 年沪上市公司不同类型的并购进行绩效比较研究，发现资产重组能显著提高上市公司绩效，尤其是对于绩效较差的公司而言，但不同的并购类型绩效相差较大。用股权收益率来评价，以资产剥离+收购兼并、第一大股东变更的股权转让+资产剥离+收购兼并的绩效最好，单纯的收购兼并次之，资产置换和没有实质性重组的股权转让并没有提高企业绩效，而是恶化了企业的财务状况。朱宝宪和王怡凯(2002)以 1998 年沪深两市 67 家公司并购交易为样本，将所有样本根据并购原因划分为出售壳资源、行政主导、上下游整合、购买壳资源、投资型并购及其他 6 类，对比考察了并购前 2 年和并购后 3 年的公司绩效。研究发现：绩效较差的公司较愿出让控股权；多数并购是战略性的，获上市地位是主要的并购动力，并购后主业得到明显加强；市场化的战略性并购效果较好，有偿并购的效果较好。

也有一定数量的文献按并购的业务关联关系进行了分类研究。原红旗和吴星宇(1998)研究发现并购当年公司的每股收益、净资产收益率和投资收益占总利润的比重较并购前一年有所上升，而公司的资产负债率则下降，这些会计指标变动幅度与并购的方式和并购各方的关联度有关。这也是我国最早采用会计研究法的并购绩效研究。冯根福、吴林江(2001)通过选取 1995~1998 年发生的 201 起并购事件为样本，采用因子分析法研究上市公司并购前一年、并购当年、并购后一年、并购后二年和并购后三年的绩效变化，实证研究发现从整体上看并购当年和并购后第一年上市公司业绩得到了一定程度的提高；但在接下来的年份里，其业绩又普遍下滑。不同的并购类型在并购后不同时期内业绩不相一致：混合并购在并购后第一年的绩效较为显著；横向并购绩效在并购后第一年不显著，但其随后又呈上升趋势，到并购后第三年，横向并购的绩效反而

优于混合并购；纵向并购绩效明显不理想，尤其在并购第二年后呈快速下降趋势^[19]。

还有部分文献遵循目标公司与并购公司的分类方式及公司是否上市进行研究。张新(2003)选用每股收益、净资产收益率和主营业务收益率 3 个指标考察公司并购前后各 3 年的绩效发现，短期内目标公司绩效有明显好转，但到第 2 年和 3 年后绩效改善缺乏持续性；其次，收购公司净资产收益率和主业利润率在并购后都有下降趋势。李善民，朱滔，陈玉罡等(2004)以 1998~2002 年上半年沪深股市上市公司 40 起并购事件为研究样本，实证研究表明收购公司绩效逐年下降，目标公司绩效则有所上升，整体而言上市公司并购绩效显著下降^[20]。张俊瑞、李婉丽等(2002)以 1998 年发生兼并收购的上市公司为样本，选择主营业务收入增长率等五个财务指标衡量上市公司的并购绩效。研究发现，上市公司收购非上市公司以后，主营业务收入增长率和主营业务利润率显著提高；非上市公司收购上市公司以后，上市公司主营业务利润率、净利润和净资产收益率均比并购前显著提高。

国内采用会计研究法研究并购绩效的文献很少对单独的一种并购方式或并购类型或者某一类型企业的并购进行细致深入的实证分析与研究，因此得出的结论也过于笼统。此外，就研究结果来看，公司并购是否提高了收购公司的经营绩效即是否为并购方股东创造了财富还没有明确的结论。

3. 其他方法

(1)数据包络(DEA)分析法

李心丹等(2003)选取了主营业务收入等五个财务指标，利用数据包络分析方法(DEA)来评价沪深 1998 年发生并购交易的 103 家上市公司并购绩效，发现并购活动总体上提升了上市公司的经营管理效率；并购后的数年内继续保持着绩效稳步提高的趋势，从提高的程度来看，收购公司的绩效显著地高于目标公司。肇启伟，唐英凯等(2009)运用 DEA 模型度量公司并购前后 4 年的绩效，通过分析并购前后公司绩效指数变化情况，得出并购对公司绩效具有较强的提升作用。国内外采用这种方法考察并购绩效的研究结论一致即并购提高公司绩效，但由于此方法在并购绩效方面应用较少，理论基础尚不严谨，得出的结论是否科学尚不得而知。

(2)经济增加值(EVA)分析法

刘亮(2005)以 1998 年发生并购的公司为样本采用 EVA 法研究其前后连续 7 年的数据发现：上市公司并购从整体上看并没有创造价值；虽然在并购当年业绩有所改善，但是这种改善不具有持续性；并购为目标公司股东创造的价值要高于为并购公司股东创造的价值。宋秀珍等(2008)以 2003 年沪深两市发生并购

上市公司为样本,采用EVA法分析样本公司并购前一年、并购当年和并购后两年的EVA值得出结论:我国上市公司作为并购方实施并购活动的总体效果并不好,并购对并购方企业价值不仅没有带来明显的企业价值提升正效应,反而有价值减损迹象。肖翔和王娟(2009)以我国上市公司2002年并购重组为样本采用EVA分析法研究发现短期内并购对企业绩效的提高是有效的,在并购后的第一年或第二年开始,很多公司业绩呈现下降趋势。此种方法也不是研究公司绩效的主流方法,得出的结论只具有一定的参考价值。

2.1.3 国内外并购绩效研究存在的问题

伴随着并购浪潮的风起云涌,从上世纪80年代以来,国内外并购绩效研究取得了很多有益的成果,理论的发展也在不断地指导着并购活动的开展。但是,纵观并购绩效的研究发展过程,除了并购绩效研究方法自身及实证运用时的技术缺陷外,国内外并购绩效研究还存在以下几方面的不足:

1. 国外并购绩效研究中使用的并购概念比较统一,但国内文献对并购的界定相对比较混乱。目前国内研究多数将股权转让、兼并收购、资产剥离和资产置换等作为一个整体广义的并购来评价并购后的绩效。显然把所有的资产重组、资产置换或资产剥离等都包括在并购中进行研究是不合理的,得出的结论也过于笼统,而对涉及公司控制权变化的狭义并购绩效缺乏深入分析。因此,国内对并购界定的不同也必然导致了研究上的混乱,其对并购绩效的分类分析结果很难进行相互比较,与国外的研究成果也无法进行对比。

2. 国内外现有文献缺乏对企业并购绩效的探源性研究。国内外现有文献,尤其是国内的研究大部分是对企业并购后的绩效进行评价,比较企业并购前后某些财务指标的变化,进而得出一些结论,很少结合我国实际并揭示隐藏在大量并购活动之后的真实动因对并购绩效进行考察。这些研究实际上大部分都属于并购后整合效果的研究,很少从并购绩效的产生机理如市场环境、政府行为、控股股东的特征等因素与并购绩效之间的关系进行理论与实证的系统研究。

3. 国内外现有并购绩效文献都属粗线条研究,研究不深入。大部分国内外并购绩效研究并没有对不同的并购类型进行细分研究。很少文献根据并购公司或目标公司的性质不同(如国企和民营企业并购的不同,上市公司并购上市公司和上市公司并购非上市公司的区别)进行系统全面的并购绩效比较与分析;很少有文献针对某一种具体的并购方式对其绩效进行研究,更多的是各种并购类型一把抓,这样研究得出的结论也不具有很大的可参考性。

4. 国内并购绩效研究没有很好地结合中国上市公司所处的特殊环境进行分析。中国的证券市场是一个新兴市场,同时中国证券市场又植根于中国转型经

济体制中^[21]。因此考察中国证券市场上的公司并购行为就不能忽略政府行为对资源配置所具有的重要影响。目前的大部分并购绩效研究都忽视了对上市公司背后的政府行为以及公司所处治理环境对并购绩效的影响分析,如目前并购绩效研究中很少有对政府主导下的公司并购绩效与市场行为的公司并购绩效进行比较分析,尤其是政府干预程度与公司并购绩效的关系分析。对并购绩效的评价也主要集中于微观层面,而对中观层面证券市场的影响和宏观层面社会效益的影响缺乏研究。

2.2 政治关联对企业经营活动影响研究述评

政治关联也叫政治关系,目前学术界对政治关联尚没有统一明确的界定,学者一般认为企业与拥有政治权力的个人之间形成的隐性政治关系,包括企业的实际控制人、高管(含董事)曾经或者当时在政府(或国会)部门任职、为某届人大或政协委员、通过政治捐赠与政府部门保持良好的关系等;也有学者认为政府对企业的干预也属于政治关系的一种^[22]。政治关联一般可以给企业带来两方面的作用:一方面,在一个国家或者地区法律保护水平普遍比较低的情况下,政治关联可以作为法律保护的一种替代机制来保护企业的资源不受或少受政府的掠夺;另一方面,企业通过政治关联可以向政府争取各种资源。

国外学者从 20 世纪 80 年代就开始研究企业高管政府背景及其影响,而国内学者在这方面的研究才刚刚起步^[23]。国外学者主要是以发达、较发达和裙带资本主义国家为研究对象,缺乏对于类似我国经济转轨国家中民营企业政治关联的关注^[24]。国内研究我国民营企业政治关联的文献也比较有限。但国内外既有研究证明,企业政治关联具有普遍性。企业政治关联对企业业绩、财务政策和资本市场等的影响是目前企业政治关联问题研究的热点。

2.2.1 国外政治关联对企业经营活动影响研究现状

1. 政治关联对企业业绩影响研究

Shleifer 和 Vishny(1994)通过构建行政官员与企业管理者博弈模型,研究发现政治关系扮演“掠夺之手”的角色,对企业业绩具有负面效应,同时政治关联高管的最终目标可能是自己的政治利益,从而忽略建立政治关联时的政治成本问题,使其在做决策时偏离股东利益最大化^[25]。Fisman(2001)表明当印度尼西亚前总统苏哈托身体健康恶化的流言出现在市场上时,与苏哈托家族存在密切联系的上市企业市场价值显著下降^[26]。Faccio(2002)指出政治关联企业中有政治背景的高层领导可能不是有能力的企业家,同时政治关联企业可能要为他们的政治寻租付出很多成本,而这种可能会消除政治关联所带来的优势,结果企业

的经营绩效可能并未因政治关联而得到改善。Fishman(2002), Johnson 和 Mitton(2003)则一致认为由于政治关联企业会通过政治影响力谋取不当的利益, 企业政治关系对经济发展产生负面影响^[27]。Bertrand, Kramarz(2006)等研究发现政府可通过控股权或行政权力为了公众利益牺牲企业价值, 向政治关联高管施加影响来对企业政治干预。Faccio(2006)研究发现当企业高管或大股东进入政界时, 企业股票有显著为正的超常收益^[28]。Fan 等(2007)以 1993~2000 年间 IPO 上市的 625 个事件为样本, 研究发现 CEO 具有政治关联的公司长期市场绩效比 CEO 不具有政治关联的公司低 30%^[29]。Faccio 和 Parsley(2007)研究发现当与企业存在政治关联的政治人物突然死亡时, 该企业股价则显著下降。Fisman, Galef 和 Khurana(2007)研究与美国副总统切尼存在政治关联的企业, 当影响到切尼的政治前途信息出现时, 企业的股价发生变动, 但没有发现企业与切尼之间的政治关联能给企业带来价值的增加。Claessens, Feijend 和 Laeven(2008)则利用巴西选举中政治捐赠数据得出企业的政治捐赠显著影响到企业股票的市场表现, 两者呈现正相关关系。

2. 政治关联对企业财务活动影响研究

Stigler(1971), Kroszner, Stratmann(1998)和 De Soto(1989)研究发现当政治关联企业出现违规事项时, 政府会对其放松管制, 而对政治关联企业的竞争对手, 政府则会对其加强管制。Shelifer 和 Vishny(1994)研究发现政治家为企业的经营者提供补贴, 但是这种补贴并不是免费的, 政治家可能为了达到其政治目标而要回这部分的利益。De Soto(1989)研究发现相对于非政治关联企业而言, 政治关联企业交的税更少。Agrawal 和 Knoeber(2001)研究发现政治关联为企业提供了制度保护, 具有政治关联的企业更容易获取政府的采购合同。Cull 和 Xu(2005)研究认为政治关联能为企业债务融资提供便利, 具有政治关联的企业更容易获取国有银行贷款。Chen 等(2005)研究发现政治关联可以保护企业的产权免受政府的损害。Leuz 和 Oberholzer Gee(2006)指出, 由于政治关联企业进行国外上市会导致更高的机会成本, 因此具有政治关联的企业不愿意到国外上市、也不愿到国外发行证券。Faccio, Masulis 和 McConnell(2007)分析了 1997~2002 年来自于 35 个国家共 450 家政治关联公司接受政府救助的情况, 研究发现政治关联与财务困境企业的政府救助具有正相关关系, 具有政治关联的企业更容易在财务困境时获得政府救助。Adhikari 等(2006)和 Faccio(2007)研究一致得出具有政治关联的企业通过政治关系给企业带来税收减免、税收返还等优惠, 降低企业的实际税率。

2.2.2 国内政治关联对企业经营活动影响研究现状

1. 政治关联对企业业绩影响研究

Wong, Oppen 和 Hu(2004)利用问卷调查方法对中国非上市企业中的政治关联进行研究,发现大部分企业都与政府部门保持着密切联系,私营企业家的党员身份对企业的经营业绩具有正面影响。Fan, Wong 和 Zhang(2007)研究发现在国有股份占控制地位的上市企业中,政治关联的作用可能更多体现为政府对企业经营活动的干预,从而给企业价值带来损害。王庆文,吴世农(2008)结合中国沪深上市企业样本数据,通过收集上市企业高管个人简历及其行政职务,构建和编制了中国上市企业政治影响力指数。其研究发现:在国有企业中,政治关联对企业业绩具有损害作用;在民营企业中,政治关联对企业业绩具有提升作用,同时还指出,政治关联对企业业绩的影响还取决于政治关联的形成途径、政府的干预动机及其干预程度。吴文锋等(2008)研究发现,高管具有政治关联整体上并没有影响企业价值,但高管的地方政府关联对企业价值的正面影响要显著大于中央政府关联对企业价值的影响;高管的地方政府关联在政府干预较厉害的地区能增加企业价值,并且政府干预越强烈,这种正面影响越显著。罗党论、刘晓龙(2008)以中国民营上市企业为样本,发现在自身收益最大化的决策前提下,政府更会允许有政治关联的民营企业进入管制行业,民营企业采取政治关联确实能有效帮助其进入政府管制行业,显著提高企业绩效。王海珍、刘新梅、张永胜等(2008)基于高层梯队理论与资源依赖理论研究发现,转型经济下,具有政府工作经验的高管团队会直接促进企业绩效的提高,同时带来企业的政治网络活动,从而提高企业的绩效。吴文锋、吴冲锋和刘晓薇(2008)研究发现,由于民营企业的最终控制人为个人或家族,民营企业高管的聘请也主要是企业行为,政府在其中的发言权较弱,因此政治关联能够创造价值^[30]。姜跃龙(2008)实证研究表明,具有政府背景的高管继任之后,企业价值显著高于不具有政府背景高管所继任的企业价值和一般未发生高管变更的企业价值。

2. 政治关联对企业财务活动影响研究

胡旭阳(2006)以浙江省 2004 年民营百强企业为样本,通过研究民企创始人政治关联与民营企业进入金融业可能性之间的关系得出结论:在中国金融业进入受到政府管制的情况下,民营企业家的政治身份通过传递民营企业质量信号从而降低了民营企业进入金融业的壁垒。李善民、朱滔(2006)研究了 1998~2002 年发生于我国证券市场的 251 起多元化并购事件长期绩效的影响因素,发现政治关联对并购绩效影响显著,而且在管理能力差和并购绩效恶化的公司中作用更为显著。吴文锋、吴冲锋和刘晓薇(2008)研究发现高管地方政府背景有助于提高企业的贷款融资便利性。胡旭阳和史晋川(2008)研究发现政治关联与高壁垒行业准入有关,具有政治关联的企业更容易进入高壁垒行业。吴文锋,吴冲

锋, 芮萌(2009)研究发现: 在企业税外负担较重的省市, 高管具有政府背景的公司所得税税率显著低于高管没有政府背景的公司; 并且公司所在省市的企业税外负担越重, 高管政府背景获取的税收优惠也越多^[31]。潘红波、夏新平和余明桂(2008)以 2001~2005 地方国有上市公司收购非上市公司事件为样本研究了地方政府干预、政治关联对地方国有企业并购绩效的影响, 其研究发现盈利样本企业的并购绩效与政治关联正相关, 表明政治关联可以作为法律保护的替代机制来保护企业产权免受政府损害。同时在稳健性检验中发现, 在并购活动发生之前, 无论这些公司是盈利还是亏损, 政治关联对这些企业并购绩效的影响均不显著^[32]。潘红波、余明桂(2008)以直接 IPO 上市的民营企业为样本实证检验了政治关联的代理观点, 即政治关联会加剧控股股东掠夺。同时还发现, 政治关联对控股股东的资金占用有正的影响, 对企业掠夺性关联交易宣告期间的市场反应有负的影响, 而且这些效应随着企业所在地投资者法律保护水平的降低而增强^[33]。

2.2.3 国内外政治关联对企业经营活动影响研究存在的问题

现有国内外政治关联对企业经营活动影响研究总体集中在政治关联对企业业绩影响和对企业财务活动等影响研究两个方面。关于政治关联对企业业绩、绩效影响的研究虽然比较丰富, 但是研究尚没有统一的结论。总体而言, 从现有研究文献中可得出政治关联可能对企业业绩(绩效或价值)具有正面效应、负面效应或者没有影响。政治关联对企业财务活动研究主要是从政治关联与企业融资、税收、并购、股东权益及政府救助的关系方面进行研究。国内外已经取得了比较一致的结论, 即政治关联对企业的这些财务活动总体上具有正效应。

虽然政治关联对企业经营活动影响的研究到目前已经取得了很大的成就, 大大发展了政治关联理论, 拓展了政治关联研究的领域, 政治关联研究面越来越广。但国内外现有研究主要是国内现有研究还存在以下几方面的不足:

1. 现有政治关联研究尚需全面和深入。目前政治关联尚没有统一的概念, 在政治关联的量化方面尚没有严谨的理论与实证分析。尽管多数政治关联研究都是将企业实际控制人或高管、股东曾经或现在在政府部门任职或曾经或现在为人大政协委员等视为政治关联, 但由于缺乏系统的理论, 得出的结论比较有争议。

2. 现有文献很少对政治关联与企业性质的关系进行研究。不同的企业性质对其政治关联作用的方面及程度有显著区别, 不同性质企业的政治关联状况及不同强度的政治关联对企业显然具有不同影响。在国有企业研究中, 政治关联是天然建立的, 政治关联对国有企业的影响更多的体现为政治干预; 在民营企

业中，政治关联是企业家主动建立的，政治关联被视为付出成本而获得的一种企业的隐性资源，因此民营企业政治关联研究更具现实意义。近两年部分学者研究了民营企业的政治关联，取得了一些很有意义的成果，但相关研究并不多，结论也不统一。

3. 现有的政治关联对企业经营活动影响研究中很少对企业的某一种经营活动进行系统研究。比如在政治关联与企业并购方面的研究就比较缺乏，目前很少有文章对政治关联与企业并购绩效进行较全面的研究，更少有文章对在一类企业中，政治关联与企业并购绩效的关系及政治关联与一类并购的绩效的关系等进行系统研究。

第三章 政治关联与企业并购绩效理论分析

3.1 中国企业并购制度背景分析

从 19 世纪末发展至今,伴随着经济结构的调整 and 不断优化,西方企业依次经历了横向并购、纵向并购、混合并购、融资并购和战略并购五次并购浪潮,并购规模也越来越大。相比来说,中国的并购历史并不长。中国企业并购是在新旧体制交替并存和摩擦的背景下产生的,其产生有着深刻的社会经济历史背景。最早企业并购时以承担债务和出资购买方式进行的国有企业有偿兼并。随着经济体制改革的深入,1988 年 3 月七届人大一次会议明确把“鼓励企业承包企业,企业租赁企业”和“实行企业产权有条件的有偿转让”作为深化改革的重要措施,企业兼并开始进入高层决策考虑范围。1992 年,中国确立了市场经济的改革方向,产权改革成为企业改革的重要组成部分,产权交易市场的发展受到政府的重视,企业兼并无论在规模上还是形式上都有了新的突破。特别是两个交易所成立以来,随着股份制企业数量的增加和证券市场的发展,民营企业纷纷买壳上市,掀起了并购热潮。1993 年 9 月“宝延事件”拉开了中国证券市场反收购和兼并的序幕。至此,在中国,通过证券市场进行企业收购与兼并活动逐渐有了一定的市场基础,同时,外资并购国有企业成为中国企业并购的新景观,中国的企业并购市场开始与国际市场接轨。

自 2000 年起,中国证监会陆续发布了《关于规范上市公司重大购买或出售资产行为的通知》、《上市公司收购管理办法》、《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》、《关于要约收购涉及的被收购公司股票上市交易条件有关问题的通知》和《关于规范上市公司实际控制权转移行为有关问题的通知》等文件。这些办法的实施进一步规范了上市公司股权收购行为,发挥了证券市场存量资源调整的功能。同时,伴随着上市公司并购的健康发展,上市公司并购也出现了不和谐的音符。“拉郎配”式并购、通过关联并购进行报表重组、大股东或地方政府通过并购对上市公司进行利益输送或者转移上市公司资源等现象也充斥在产权交易市场中。

近年来,政府多次会议研究部署促进企业兼并重组,强调“要消除企业兼并重组的制度障碍,切实向民营资本开放法律法规未禁止进入的行业和领域,加快垄断行业改革;要加强对企业兼并重组的引导和政策扶持,落实税收优惠,加大金融支持力度,完善土地管理政策;要改进对兼并重组的管理和服务,坚持政企分开,要推进企业体制改革。”因此,受国内产业结构调整加速及政府鼓励并购重组政策等因素推动,中国并购市场将保持较高的活跃度。中

国并购市场将出现国内并购活动加速、海外并购势头不减、外资并购逐步回升等活跃现象。

3.2 政治关联

3.2.1 政治关联的界定

政治关联也称政治联系。政治关联目前尚没有统一明确的定义，根据现有研究，政治关联一般被认为是企业与拥有政治权力的个人之间形成的隐性政治关系，包括企业的高管或董事曾经或者当时在政府部门任职、通过选举捐款获得的关系等。事实上，企业政治关系还应包括与控股股东、董事会、经理层等公司内部治理结构相关的关系渠道。根据民营企业家族控制的特点和研究数据的可搜集性，本文采用罗党论等学者的研究，从民营企业实际控制人的政治特征来定义企业的政治关联，即本文中的政治关联是指企业的实际控制人曾经或者现在在政府关联部门任职、曾经或者现在为政协委员或人大代表等。同时，本文还根据政治层级来定义政治关联程度，即如果民营企业实际控制人是全国人大代表、全国政协委员，则政治关联程度最强；省人大代表、省政协委员，政治关联程度第二；市人大代表、市政协委员，政治关联程度第三；县人大代表、县政协委员，政治关联程度第四；非各级人大代表、政协委员，政治关联程度最低。

3.2.2 政治关联的理论基础

政治关联是世界各国发展过程中的一个普遍现象，企业政治关联是转型时期企业对产权保护和经济利益根本诉求的体现，是企业追求横向社会资本、寻求政治庇护和政治参与的手段。企业政治关联的内在理论基础决定了相关研究的层次性和多样性。根据社会资本理论，社会资本是实际或潜在的资源集合，是企业与社会之间的联系以及企业通过关系网络获取稀缺资源的能力。因此，企业发展政治关联的过程就是为了给企业带来直接或间接利润，企业借助其高管层的关系网络追求横向社会资本的过程。同时，基于经济学视角的政府“扶持之手”理论和政府“掠夺之手”理论，政治关系是地方政府间接干预企业的主要渠道。当股东价值最大化的目标与政府官员监督企业的目标发生冲突时，政府可通过其“扶持之手”和“掠夺之手”来影响企业的价值。企业家参政理论主要关注民营企业参政的功利性和民主性问题。企业家参政既有内在因素的驱动，更依赖于特定的制度基础，而且，在不同时期，企业家参政热情并不是一成不变的。

3.2.3 政治关联的制度诱因

企业行为与其所处的制度环境具有内生性关系。企业政治关联的本质是不同的制度环境在企业及其高管行为方面的最终体现，政治关联是法律保护、政权稳定等机制的替代品。在法律保护水平普遍较低的国家或者地区，企业可以借助政治关联来应对政府干预，而在财政赤字较严重或者税收负担和行政罚款比较严重的地区，民营上市公司更加倾向于通过建立政治关联来抵消制度环境的部分负面效应。既有研究发现，在产权保护力度小、政府干预力度大以及金融发展水平落后的地区，民营上市公司普遍认为政治关联可以作为免受市场缺陷影响的替代保护机制，并有强烈的动机与政府建立政治关系；而在法律制度比较完善的国家，企业也会寻求政治关联，但这种政治关系往往被认为是对成熟的治理体系的补充。

3.2.4 政治关联的度量标准

政治关联的度量是政治关联领域研究的难点问题，也是实证研究中能否准确检验政治关联与公司财务问题的关键。目前，在文献上度量政治关联的方法主要有如下几种：

1. 以公司实际控制人、大股东、高管或董事会成员是否现在或曾经在政府或议会工作为度量标准。若这些高管人员属于政府官员、前政府官员或国会议员，则将该公司定义为政治关联公司。这种方法是目前最常用的度量方法。

2. 以公司实际控制人、大股东、高管或董事会成员是否与政府官员或国会议员存在社会或者血缘关系为度量标准。若存在此种关系，则该公司属于政治关联公司。该方法由于信息不易收集，因而使用相对较少，但是这种方法对我国民营企业的政治关联研究来说却是比较准确的。

3. 以公司在政治竞选中对候选人的政治捐赠为度量标准。具体包括公司是否提供捐赠、捐赠金额的多少与捐款比例等。

4. 以国有股比例作为政治关联的度量标准。该方法只能间接反映公司与政府官员之间的某些政治联系，而且由于某些公司没有国有股，比如家族企业，或者在某些国家公司的国有股比例很低，导致该方法无法准确度量政治关联情况，因而该方法在文献上较少使用。

3.2.5 政治关联对企业绩效的影响

针对政治关联对企业绩效的影响不同，目前有三种观点：收益观、风险观和综合观。

1. 收益观认为企业政治关联对企业绩效具有提升作用。政治关联作为企业声誉机制的一种良好体现，其能为企业带来额外的发展机遇、较多的银行贷款、较长的贷款期限和较少的融资约束等优惠融资和投资待遇。同时，政治关

联往往还能为企业带来税收方面的优惠。当面临财务困境时，具有政治关联的企业相比没有政治关联的企业容易获得政府的补助。此外，企业政治关联能促进企业业务和地域的多元化，为企业带来较低的契约执行成本等。

2. 风险观从控股股东的代理问题或政治家政治目标入手，考察这种双重行为对公司绩效的损害，认为企业政治关联减损企业绩效。因为社会资本作为一种促成企业政治关系的重要因素，首先它自身就有不可回避的收益和风险问题。其次，企业政治关联虽然可以为企业带来一定的收益，但是企业也要为维持这种关联付出代价。企业政治关联使企业承担政府的寻租成本，从而损害企业绩效。最后，企业政治关系在降低企业营运成本的同时，也会提高企业的政治、信息和治理风险，从而增加其治理成本。

3. 综合观实际上是综合了上述两种观点，认为企业政治关联程度对企业绩效影响具有双重效应即既有优惠融资等收益，同时又会造成企业业绩的下降。因此，考察企业政治关联对企业价值的影响应综合考虑收益和风险两个方面。

3.3 企业并购

3.3.1 企业并购的界定

企业并购是企业兼并(Merger)与收购(Acquisition)的总称。并购有广义的并购和狭义的并购。广义的并购是指公司接管以及相关的公司重组、公司控制、企业所有权结构变更等活动。狭义的并购是指一个企业通过承担债务、购买、股份化或者控股等方式获得另一个企业的控制权的交易行为^[34]。根据并购方式的不同，可分为股权并购和资产并购。资产并购是买方企业购买卖方企业的部分或全部资产的行为。股权并购是买方企业直接或间接购买卖方企业的部分或全部股票，并根据持股比例与其他股东共同承担卖方企业的所有权与义务。由于并购的界定不同，导致许多并购绩效研究的结论不具有可比性，本文为了克服以往并购绩效研究中存在的并购界定口径不一致的问题，同时由于股权并购是并购的主要形式，因此本文所研究的并购特指股权并购。

3.3.2 西方企业并购理论

许多学者从不同角度对企业并购的动机及社会效应进行了大量的理论研究。提出了多种理论假说，已形成较为完整的理论研究体系。

1. 效率理论

效率理论认为企业并购可以带来管理层业绩的提高或使企业获得某种形式的协同效应。根据协同效应来源的不同，效率理论又可以分为：

(1)差别效率理论指如果一家拥有高效率管理团队的公司可以通过收购另一

家管理效率较低的公司，以使其管理资源得到充分应用。

(2)经营协同效应理论是指企业经营的协同效应可以通过横向并购、纵向并购和混合并购来得以实现。当行业中存在着规模经济，并且在企业合并前，公司的经营活动水平达不到实现规模经济的潜在要求，则横向并购将有助于企业扩大生产规模或实现优势互补，降低生产成本。另外，将同行业中处于不同发展阶段的公司联合起来，可以消除有限理性、机会主义、不确定性等交易成本。

(3)多元化经营理论认为并购可以使企业实现多元化经营。多元化经营可以降低劳动力成本，降低投资者的风险。同时，多元化可以保证公司经营活动的平稳有效过渡以及公司组织增长的连续性。

(4)财务协同效应理论认为企业并购产生的互补优势来自于投资机会和内部的现金流。一家拥有较多现金但缺乏投资方向的企业并购另一家缺乏现金却有很多投资机会的企业，通过合理避税以及预期效应对并购的刺激作用，会提高企业的财务效益。

(5)战略重组理论认为企业并购是企业实现分散化经营，较快适应外部环境激烈变化的重要手段。相对于内部扩充来说，外部并购可以使企业更快地适应环境的变化，并且风险也较小。

(6)价值低估假说则将并购动机归因于目标企业价值的低估，由于企业托宾Q值一般小于1，因此并购往往比直接投资建立新企业成本更低。

2. 市场力量理论

市场力量理论认为企业并购能够提高企业的市场份额，增加并购企业在产品市场中的市场力量，减少行业内的竞争。因此并购企业可以操纵市场价格，从而获得超额垄断利润。

3. 信息与信号理论

该理论认为企业并购传递给市场参与者一定的信息或信号，表明目标企业股票价值被低估并且促使市场对其股票价值重新进行估价或者收购要约会激励目标企业管理层自身贯彻更有效的战略。同时，如果并购公司管理者对目标公司具有独特的信息优势，则可以从并购中获得利益。

4. 代理理论和自由现金流量假说

企业管理者仅拥有少量的公司股票或者公司股权分散，就难以有效地监督管理层，则容易产生代理问题。此时，追求私利的管理者往往为了通过多元化并购分散个人风险而发动公司的并购行为。自由现金流量假说则从管理者和股东之间在自由现金流量支出存在的冲突方面说明了有助于降低代理成本。

5. 管理者自大假说

管理者自大假说认为企业管理者由于野心、自大或过分骄傲而对目标公司的价值有过于乐观的预测，从而在并购竞标中成为“胜者之诅”的牺牲品。自大理论表明，即使对价值无影响，并购也有可能发生。

3.3.3 我国上市公司并购动因理论分析

1. 基于政府的角度

政府为了消除亏损企业给政府带来的负担，同时解决经营效益好的企业因资金、设备、场地等限制得不到发展的问题，政府大力鼓励公司的并购行为，尤其是民营企业并购国有企业。这样在实现优势企业低成本扩张，取得规模效益的同时，还能解决就业问题，增强社会的稳定。因此，基于政府的视角，并购是调整产业结构的有效手段，政府可以促进优势企业从一般竞争性领域向具有发展潜力产业转移，同时可以优化产业结构，提高企业的竞争能力。

2. 基于企业的角度

(1)并购是为了快速获得战略机会。并购是市场经济中企业采取的一种经营方式，也是企业在竞争中获取竞争优势、谋求自身利益的一种手段，通过这种方式或手段，往往能使企业快速获得战略机会，在竞争中处于优势地位。

(2)并购是为了发挥协同效应，提高企业管理效率，获得规模效益，使企业价值获得增值。在生产领域，可产生规模经济，带来新技术同时减少供给短缺的可能性；在市场及分配领域，同样可以产生规模经济，使企业迅速进入新市场、新市场，扩展现存分布网，增加产品市场控制力；在财务领域，可充分利用未使用的税收利益，开发未使用的债务能力；在人事领域，吸收关键的管理技能，使多种研究与开发部门融合。

(3)并购可以实现买壳上市的目的。目前，我国对上市公司的审批较严格，上市资格也是一种资源，某些并购不是为获得目标企业本身而是为获得目标企业的上市资格。

(4)并购可以实现合理避税。由于股息收入与资本收益间的税率差别较大，通过在并购中采取恰当的财务处理方法可以达到合理避税的效果。

(5)并购可以作为一种筹资手段。筹资是迅速成长企业共同面临的一个难题，通过并购一家有大量资金盈余但股票市价偏低的企业，可以同时获得其资金以弥补自身资金的不足。同时，在有效市场条件下，反映企业经济价值的是以企业盈利能力为基础的市场价值，被并购企业资产的卖出价值往往出价较低，并购后企业管理效率会提高，职能部门通过改组会降低有关费用。

(6)并购作为投机的一种方式，可以实现投机者预期的财务效应。一般而言，股价在短时期内不会有较大变动，只有在企业的市盈率或盈利增长率有很大提高时，价格收益比才会有所提高。企业并购会使市场对公司评价提高，从

而引发并购双方股价的上涨。因此，企业可以通过并购具有较低价格收益比但有较高每股收益的企业，提高企业每股收益，让股价保持上升的势头。

3.4 政治关联与企业并购绩效

国内外许多研究已经发现，公司实际控制人及董事的政治关联已经作为公司的一个特征性质，如同公司的股权结构、多元化经营一样，会对公司的价值产生影响。公司实际控制人及董事的政治关联对企业来说是一种有价值的资源。这种有价值的资源能够有效保护企业的产权，在企业并购中，势必会对企业的并购绩效产生一定的影响。相对于国有企业和政府之间天然的血缘关系，民营企业的政治关联是后天建立的，或者说是一种主动的政治关联。对于国有企业来说，其天生的政治关联或许会使企业担负着诸多的政治目标，如经济发展战略、就业、社会养老、社会稳定等等，由此导致国有企业的政策性负担有可能会损害企业的价值。但对于民营企业而言，政治关联是东方社会民营经济发展中的重要商业智慧之一，相互依赖的政商关系是私营企业显著的盈利模式之一。民营企业花时间和金钱建立政治关联是企业向政府寻租的过程，是一种民营企业非正式的自我保护机制。民营企业政治关联发挥了替代法律制度为公司发展提供产权保护的作用。政治关联减少了来自地方政府的权利侵害，在缺乏充分产权保护的情况下，企业可以借助政府力量来防范其他市场主体的侵害。在从计划经济向市场经济的转型过程中，许多行业都存在着政府行政壁垒和所有制“歧视”，公司的进入受到了很大的限制，制约了公司的发展，而公司通过政治关联可以有效突破这种制约。另外，民营企业的运营不受政府的直接干预，不用承担政府的“社会功能”。在实证上，已有研究也都表明，民营企业政治关联的建立促进了中国的民营企业和民营经历的增长。因此，民营企业通过并购实现企业增长的策略能否实现既受制于企业内部资源，又受制于企业外部环境，而民营企业的政治关联对克服企业并购过程中的内部资源和外部环境约束具有重要影响。同时，民营企业的政治关联能促进企业实行多元化和并购其他企业并为企业带来较低的契约执行成本。基于以上分析，民营企业的政治关联对民营企业并购起到促进作用，民营企业政治关联对并购绩效具有正效应。由此，提出假设 H1 如下：

H1：发生并购的民营公司政治关联与并购绩效正相关。

Faccio, McConnell 和 Masulis(2006)认为，企业的政治关联通过影响企业面临财务危机时得到政府救助的可能性而影响企业价值，与政府联系越密切的公司面临债务危机时得到政府救助的可能性越大。民营企业的政治关联对企业价值有显著的正面影响，即具有政治关联的民营企业价值更高，政治关联越强，

企业价值就越高。企业通过建立政治关联最终取得了相应的收益^[36]。

在我国，尽管民营企业在经济增长中扮演着日益重要的角色，政府也大力鼓励民营经济的发展，但民营企业主要集中在一般竞争性产业，较少进入基于市场垄断和行政垄断的垄断产业。民营企业所处的产业竞争激烈，有限的成长空间使它们有动机进入新的行业去寻求新的发展机遇。同时，由于我国仍然存在所有制歧视，许多行业的准入仍面临政府的行政壁垒，因此，获得政府的行政许可是民营企业进入相关行业的前提条件。在这种情况下，民营企业的政治关联将影响企业获得相关行业许可资格的可能性。民营企业政治关联的级别越高，政治影响力越大，与政府的关系越紧密，其获得相关行业行政许可的可能性就越大。因此，民营企业的政治关联对民营企业并购的影响表现为民营企业的政治关联级别越高，民营企业通过并购进入需要政府行政许可的行业的行业的可能性就越高，企业获得的盈利越多，企业的并购绩效越好。从另一角度来看，民营企业的政治关联级别越高，政治关联发挥的产权保护替代机制的功能越充分，由此带来的投资机会、较少的融资约束等优惠也越多，对发生并购的民营企业来说，则体现为政治关联级别高的并购企业的并购绩效比政治关联级别低的并购企业的并购绩效会更好。

基于以上分析，民营企业政治关联对并购绩效具有正效应，同时政治关联级别与并购绩效正相关，即发生并购的民营企业政治关联级别越高，其并购产生的绩效越好。由此，提出假设 H2 如下：

H2: 发生并购的民营公司政治关联级别与并购绩效正相关。

从股权结构和控制方式上看，我国民营上市公司的典型特征是股权集中度高，且最终控制人通常使用金字塔控制结构来保持对底层上市公司的控制。在上市公司股权集中时，控股股东能通过多种方式来掠夺中小股东的利益。民营公司的主要代理问题不是经理人与股东之间的利益冲突，而是集中在控股股东与少数股东之间。

民营上市公司的政治关联会加剧控股股东掠夺。在投资者法律保护水平较低、控股股东控制权和现金流权相分离的企业，控股股东建立政治关联的可能性较大。在我国，地方政府对当地银行尤其是对国有银行有较大的影响，政治关联能给公司带来更多的银行贷款。尽管非政治关联企业的债务融资在很大程度上会受到企业财务状况的影响，但政治关联企业的债务融资则较少受企业财务状况的影响。由于政治关联优惠贷款的存在，在具有政治关联企业控股股东考虑掠夺时，政治关联会给控股股东这样一种预期，即控股股东对中小股东进行掠夺时，企业并不会面临较高的融资成本，从而不会给控股股东带来较高的成本。因此，政治关联加剧了控股股东掠夺中小股东的动机。另一方面，已有

研究表明,控股股东的掠夺会导致公司较高的债务融资成本。控股股东掠夺会降低公司的信用等级,增加公司债券的融资成本。对于非政治关联公司,盈利状况较差的公司的债务融资成本比较高,因此,控股股东的掠夺会给控股股东带来较高的成本,这在一定程度上限制了控股股东掠夺的动机。

股东的现金流权指股东的所有权当然地体现为对未来现金流的要求权。控股股东的现金流权在多大程度上偏离了他们的控制权是评价最终控制人和中小股东之间代理问题的基础。如果控股股东的控制权超过他们的现金流权且不存在其他大股东制衡控股股东行为,公司最终控制人与中小股东之间的利益很可能出现不一致的现象,从而导致严重的代理问题。当控股股东对控股企业的所有权小于 100%时,控股股东的控制权与现金流权开始分离,在公司投资项目、公司规模扩张以及公司控制权转移三方面存在代理成本,控股股东可能为了控制权私人收益侵害中小股东的利益。因此,控股股东拥有控股企业的所有权越低,它用于控股而投入的现金流就越少,这样控股股东对中小股东剥削的动机越强,因此控股股东控制权与现金流权的分离程度越大,其所带来的代理问题也越严重。

控制权与现金流权的分离是降低公司价值的重要因素。民营上市公司的最终控制人的控制权与投票权的偏离程度与公司绩效负相关。民营上市公司控制权与现金流权的偏离程度越大,公司绩效越差。当控制权与现金流权偏离时,实际控制人实施侵占行为的成本比努力经营公司后分得的现金流较小,因此可能诱发实际控制人侵占上市公司资源。控制权与现金流权偏离程度越大,侵占成本就越小,侵占收益相对于正常收益来说就越大,就越能诱发实际控制人的侵占行为,从而会导致公司绩效下降^[36]。

基于上述分析,在发生并购的民营上市公司中,其实际控制人的投票权与现金流权偏离得越多,该公司的控股股东代理问题越严重,公司的并购绩效则会越差。同时,政治关联会加剧控股股东掠夺,从而使得这一影响更加严重。由此,提出假设 H3 如下:

H3:发生并购的具有政治关联的民营公司,其实际控制人的投票权与现金流权差异与并购绩效负相关。

研究公司的并购绩效离不开公司所处地区的市场化水平。在走向市场的改革期间,中国经济保持了高速增长,但市场化的进展程度是很不平衡的。市场化已经取得了决定性的进展,但在各地区之间还存在很大的差距^[37]。处于不同市场化水平地区的并购公司,其并购绩效也会不同。市场化是指在开放的市场中,以市场需求为导向,以竞争的优胜劣汰为手段,实现资源充分合理配制,效率最大化目标的机制。由于市场化进程本身是一个动态的过程,一个地区的

市场化水平包括很多方面，因此，很难用一个绝对指标去准确衡量市场化水平。学者一般用市场化指数来描述一个国家或者地区的相对市场化程度。市场化指数越大代表相对于其他地区，该地区的市场化进程越快。一个地区的市场化水平一般包括该地区政府与市场的关系、非国有经济的发展水平、产品市场的发育程度、要素市场的发育程度及市场中介组织发育和法律制度环境等。其中，对民营企业并购绩效影响较大的市场化水平因素主要是某地区的政府与市场的关系、要素市场的发育程度和法律制度环境。政府与市场的关系主要是指市场分配经济资源的比重、政府对企业的干预程度及企业的税外负担等。要素市场的发育程度主要指某地区金融业市场竞争状况、信贷资金分配的市场化、引进外资的程度及技术成果市场化等。法律制度环境主要指某地区的市场秩序、执法效率及知识产权的保护等。

民营企业政治关联建立的动机显著受到了地方产权保护水平、政府干预水平及金融发展水平等市场化水平的影响。民营上市公司所在地产权保护水平越差，企业越容易跟政府形成政治关系；民营上市公司所在地政府干预越大，企业越容易跟政府形成政治关系；民营上市公司所在地金融发展越落后，企业越容易跟政府形成政治关系。民营企业的政治关联是民营经济在各种法律不完善、产权保护不周的环境下起到良好保护作用的替代机制。在市场化指数较低的地区，由于缺乏良好的价格体系和完善的法律系统，企业的交易成本十分昂贵。因此，在市场化指数较低的地区，民营企业更倾向于利用人际关系网络作为自身经营战略的一部分，而不是通过市场去获取资源或开展战略联盟。另一方面，由于地区间的金融发展水平不一样，地区间的金融发展水平呈现出较大的差异。在金融发展越落后的地区，民营企业融资权利和渠道受到的限制就越大，因而民营企业越有动机通过政治关联来帮助解决和获得融资渠道。因此，在金融发展越落后、法治水平越低和政府侵害产权越严重的地区，政治关联的效应越显著；在金融发展越落后、法治水平越低和产权保护越不强的制度条件下，政治关系作为替代机制的功能越强。基于上述分析，在市场化程度越低的地区，具有政治关联的并购公司其政治关联的替代效应越大，产生的并购绩效也越好。由此，提出假设 H4 如下：

H4：发生并购的具有政治关联的民营公司，经营所在地的市场化程度与并购绩效负相关。

第四章 政治关联与企业并购绩效实证分析

在理论分析的基础上，上一章提出了四个研究假设。本章将对上述假设的检验方法进行介绍，并对具体实证结果进行分析。

4.1 研究设计

本部分将对具体研究设计的过程进行介绍，包括样本选择、数据来源、变量选择与设定和研究模型四个方面。

4.1.1 样本选择

本文研究的是发生并购的民营企业政治关联与并购绩效的关系，因此选取2004~2008年发生并购的沪深证券市场上民营上市公司作为研究样本，根据研究需要，执行如下筛选程序：

1. 选取的并购活动是民营上市公司股权并购，并且目标公司是非上市公司。国内学者在使用会计研究法研究并购绩效时，一般仅以并购公司为样本，因而考察并购公司的绩效。

2. 选取的民营上市公司为非金融类上市公司。金融类公司与非金融类公司的经营特点有很大的差别，因而予以剔除。

3. 剔除含B股或H股的民营上市公司。这些一方面面临境内外双重监管环境，另一方面适用的法律有所不同，因而予以剔除。

4. 剔除并购前一年财务数据缺失的上市公司。

经过上述筛选，最终我们获得591个有效样本，其中2004年73个，2005年69个，2006年112个，2007年151个，2008年186个。

4.1.2 数据来源

公司并购数据来自于香港理工大学中国会计与金融研究中心和深圳国泰安信息技术有限公司联合开发的“CSMAR数据库”；民营企业财务数据来自于北京大学中国经济研究中心和北京色诺芬公司联合开发的“CCER数据库”；民营上市公司实际控制人及董事的政治关联数据主要通过手工进行收集获得，方式主要是查找民营上市公司的公司年报和招股说明书等资料；公司经营所在地市场化程度数据是根据樊纲、王小鲁(2006)编制的《中国市场化指数》确定，其中2005~2008年样本公司经营所在地的市场化程度均等于2005年的市场化指数数据。

4.1.3 变量选择与设定

1. 企业并购绩效变量

如第二章所述,衡量企业并购绩效的方法主要分为事件研究法、会计研究法及诸如经济增加值法和数据包络法等,既有研究证明,会计研究法要比事件研究法更适合国内并购绩效研究,采用会计研究法能更好地反应中国证券市场上的并购效应。因此,本文采用会计研究法。同时,根据大量的既有研究,总资产净利率是经营业绩最综合和最具有代表性的一个财务指标,总资产净利率(IROA)可以考察企业整体的盈利能力,它不受股权稀释对盈余指标一致性的影响。参照冯福根、吴林江(2001);罗党论(2008);吴豪、庄新田(2008);朱滔(2009)等的研究,本文选取总资产净利率作为考察并购绩效的指标并对总资产净利率作了行业平均数的调整。

2. 政治关联变量

根据中国民营企业家族制的普遍特征,考虑到数据的可搜集性,本文采用罗党论(2008)对政治关联变量的定义,即民营企业的政治关联(PR)是指民营企业的实际控制人曾经或者现在在政府关联部门任职、曾经或者现在为政协委员或人大代表等。同时,为了研究政治关联等级(PRR)与并购绩效的关系,本文按政治层级不同将政治关联分为四种类型,即如果民营企业实际控制人是全国人大代表、全国政协委员,则政治关联程度最强;省人大代表、省政协委员,政治关联程度第二;市人大代表、市政协委员,政治关联程度第三;县人大代表、县政协委员,政治关联程度第四;非各级人大代表、政协委员,政治关联程度最低。

3. 其他变量

研究学者普遍认为影响企业并购绩效的因素有企业资产规模、负债水平、利润及公司成长性等,除了控制以上几个因素外,本文还控制了第一大股东持股比例、年份和行业以剔除宏观经济因素和行业因素的影响。其他变量介绍如下:

(1)企业资产规模(LNASSET),并购前一年的总资产自然对数。企业资产规模不同可能会对业绩产生不同的影响。

(2)企业的财务杠杆(LEVEL),并购前一年的资产负债率。大量的财务经济学文献认为资本结构影响企业的投资决策,并且财务杠杆也许能限制管理者的操控性支出,影响公司业绩。

(3)企业的成长性(GRMBI),并购前一年企业的主营业务增长率。企业并购前的成长性无疑对并购绩效产生较大的影响。

(4)公司可支配资源(UDPPS),并购前一年的每股未分配利润。根据

Jensen(1986)的自由现金流量假说,公司可支配资源可能影响并购绩效。相对于每股经营活动现金流量,并购前一年的每股未分配利润可能对并购绩效的影响更大,因而借鉴朱滔(2006)和周昌仕(2008)的做法,采用并购前一年的每股未分配利润来控制公司成长性对并购绩效的影响。

(5)公司第一大股东持股比例(CSHARE),表示并购公司的股权集中度。

(6)公司经营地的市场化指数(INDEX),借鉴夏立军、方轶强(2005);潘红波、夏新平、余明桂(2008)的做法,采用樊纲、王小鲁(2006)编制的市场化指数。

(7)公司实际控制人的控制权与现金流权差异(DIFFCC),根据刘锦红(2009)等人的研究,在民营企业中,实际控制人的控制权与现金流权差异不同会对企业绩效产生不同的影响。

(8)年度哑变量(YEAR),考虑到并购事件分布在多个年度内,属于独立混合横截面数据,因此在回归分析中引入年度哑变量对年度对并购绩效的影响进行控制。

(9)行业哑变量(INDU),参照已有研究,依据中国证监会颁布的《指引》中的行业分类和次类进行设定。

本文各变量的具体含义如表4-1所示。

表 4-1 变量定义及含义

IROA	数值型变量，表示并购后一年的总资产净利率减去并购前一年的总资产净利率，总资产净利率等于净利润除以当期平均总资产，各年的总资产净利率均减去了当年该公司所在行业的总资产净利率的平均数。
LNASSET	数值型变量，表示并购前一年公司的总资产自然对数。
LEVEL	数值型变量，表示并购前一年公司的资产负债率。
GRMBI	数值型变量，表示并购前一年的主营业务增长率。
UDPPS	数值型变量，表示并购前一年的每股未分配利润。
CSHARE	数值型变量，表示第一大股东持股比例。
DIFFCC	数值型变量，表示企业实际控制人拥有的控制权与现金流权之差。
INDEX	数值型变量，表示公司经营所在地的市场化指数，根据樊纲、王小鲁(2006)编制的《中国市场化指数》确定。
PR	哑变量，表示公司实际控制人是否具有政治关联。PR=1 表示公司实际控制人具有政治关联；PR=0 表示公司实际控制人不具有政治关联。
PRR	表示公司实际控制人政治关联级别的变量。为了检验的稳健性，设置两种政治关联级别的分类，分别定义为 PRR1 和 PRR2，并分别代入模型中。其中 PRR1=0 表示不具有政治关联；PRR1=1 表示具有县级的政治关联；PRR1=2 表示具有地市级政治关联；PRR1=3 表示具有省级政治关联；PRR1=4 表示具有国家级政治关联。PRR2=0 实际控制人的政治关系属于省级以下或没有政治关联；PRR2=1 表示实际控制人具有省级以上（包括省级）的政治关联。
YEAR	哑变量，当处于该年度时取 1，否则取 0。
INDU	哑变量，当处于该行业时取 1，否则取 0。

4.1.4 研究模型

本文通过多元回归方法分析发生并购的民营上市公司政治关联与并购绩效之间的关系。

为了检验假设 H1 和假设 H2，建立模型 1 如下：

$$IROA = \alpha_0 + \alpha_1 LNASSET + \alpha_2 LEVEL + \alpha_3 GRMBL + \alpha_4 UDPPS + \alpha_5 CSHARE + \alpha_6 DIFFCC + \alpha_7 INDEX + \alpha_8 PR + \alpha_9 PRR + \alpha_{10} YEAR + \alpha_{11} INDU$$

公式(4-1)

为了检验假设 H3 和假设 H4，建立模型 2 如下：

$$IROA = \beta_0 + \beta_1 LNASSET + \beta_2 LEVEL + \beta_3 GRMBL + \beta_4 UDPPS + \beta_5 CSHARE + \beta_6 DIFFCC + \beta_7 INDEX + \beta_8 PR + \beta_9 PR * DIFFCC + \beta_{10} PR * INDEX + \beta_{11} YEAR + \beta_{12} INDU$$

公式(4-2)

在检验模型 1 中, IROA 为被解释变量, PR、PRR 为测试变量, 其他为控制变量。检验模型 2 加入了政治关联哑变量 PR 与企业实际控制人拥有的控制权与现金流权之差 DIFFCC 的交叉项 PR*DIFFCC 和政治关联哑变量 PR 与公司经营所在地市场化指数 INDEX 的交叉项 PR*INDEX。

4.2 单变量分析

表 4-2 中列示了变量的描述性统计特征。从表中可以看出, 民营上市公司政治关联哑变量均值为 0.560, 中位数为 1, 说明从整体上来看, 发生并购的民营上市公司大部分都具有政治关联。用并购后一年的总资产净利率减去并购前一年的总资产净利率并减去当年该公司所在行业总资产净利率平均数来表示的并购绩效均值为 0.009, 中位数为 0.014, 表明从整体上看, 我国民营上市公司并购绩效为正值, 并购市场绩效表现整体比较好。第一大股东持股比例均值为 34.119, 中位数为 29.97, 说明我国发生并购的民营上市公司股权集中度比较高, 这也是我国民营企业共同具有的典型特点之一。同时, 也在一定程度上说明了这些发生并购的民营公司中可能存在比较严重的控股股东代理问题。企业实际控制人拥有的控制权与现金流权之差均值为 11.067, 中位数为 9.348, 最大值为 56.536, 说明发生并购的民营公司的控股股东控制权与现金流权差别很大, 很可能会导致较严重的控股股东代理问题, 从而影响并购绩效。

表 4-2 描述性统计结果

变量 (Variable)	样本数 (N)	均值 (Mean)	中位数 (Median)	标准差 (Std Dev)	最大值 (Maximum)	最小值 (Minimum)
IROA	591	0.009	0.014	2.591	2.273	-2.516
LNASSET	591	20.974	20.943	1.00	23.575	14.480
LEVEL	591	0.753	0.524	3.485	82.560	0
GRMBI	591	7.793	0.152	156.493	3782.71	-1
CSHARE	591	34.119	29.97	15.183	91.58	6.93
DIFFCC	591	11.067	9.348	10.302	56.536	0
UDPPS	591	0.256	0.394	1.287	4.0042	-9.922
PR	591	0.560	1	0.497	1	0

表 4-3 列示了各因素的相关性分析结果。从表中可以看出, 并购绩效与并购前一年公司的总资产自然对数是一种正相关关系, 且在 0.01 水平上显著, 说明规模大的民营上市公司一般并购绩效较好; 并购绩效与公司并购前一年的资

产负债率是一种负相关关系，且在 0.01 水平上显著，说明负债水平较高的民营上市公司一般发生并购以后并不能取得很好的绩效；并购绩效与公司并购前一年主营业务增长率是一种正相关的关系，但并不显著；并购绩效与公司第一大股东持股比例是一种负相关关系，且在 0.05 水平上显著，说明第一大股东持股比例较高的公司发生并购，往往并不能获得很好的并购绩效；并购绩效与公司实际控制人控制权与现金流权之差是一种负相关关系，且在 0.05 水平上显著，说明了公司实际控制人控制权与现金流权差别越大，公司的控股股东对其他中小股东的利益侵占可能越严重，导致公司并购绩效越差；并购绩效与公司政治关联正相关，且在 0.01 水平上显著，说明了民营企业的政治关联确实在并购中发挥了良好的功能，对并购起到促进作用；并购前一年公司的总资产自然对数与政治关联哑变量是一种正相关的关系，且在 0.01 水平上显著，说明规模越大的并购公司，其实际控制人越倾向于建立政治关联，以获得更大的政治关联所带来的收益；公司并购前一年的资产负债率与政治关联哑变量是一种负相关的关系，但结果并不显著；公司第一大股东持股比例与实际控制人控制权与现金流权之差正相关，且在 0.01 水平上显著，说明在我国民营并购公司中，第一大股东持股比例越大，其实际控制人控制权与现金流权的差别也越大，越容易产生严重的控股股东代理问题；公司第一大股东持股比例与政治关联哑变量是一种正相关的关系，且在 0.05 水平上显著，说明在我国民营并购公司中，第一大股东持股比例越高，公司实际控制人越倾向于与政府建立良好的政治关联，以获得更好的企业绩效；公司实际控制人控制权与现金流权之差与政治关联哑变量是一种正相关的关系，但结果并不显著；公司并购前一年的每股未分配利润与政治关联哑变量是一种正相关的关系，且在 0.01 水平上显著，说明并购前绩效越好的民营公司，其越倾向于建立政治关联。

表 4-3 变量之间的相关性分析结果

	IROA	LNASSET	LEVEL	GRMBI	CSHARE	DIFFCC	UDPPS	PR
IROA	1	0.270***	-0.959***	0.002	-0.083**	-0.065**	0.069*	0.137***
		<.0001	<.0001	0.9587	0.0443	0.0152	0.0954	0.0053
LNASSET		1	-0.329***	0.017	0.085**	0.095**	0.391***	0.204***
			<.0001	0.6849	0.0399	0.0207	<.0001	<.0001
LEVEL			1	0.002	0.066	0.052	-0.190***	-0.063
				0.9673	0.1079	0.2064	<.0001	0.1245
GRMBI				1	0.060	-0.034	-0.007	0.039
					0.1455	0.4139	0.866	0.3495
CSHARE					1	0.357***	0.128***	0.103**
						<.0001	0.0018	0.0126
DIFFCC						1	-0.008	0.049
							0.8517	0.2322
UDPPS							1	0.157***
								0.0001
PR								1

a 注: ***代表在 1%的水平上显著, **代表在 5%的水平上显著, *代表在 10%的水平上显著。相关性分析方法采用的是 pearson 相关分析。

4.3 政治关联与并购绩效回归分析

4.3.1 基本回归分析

表 4-4 是政治关联对公司并购绩效影响的基本回归结果。从表中可以看出, 民营并购公司政治关联哑变量 PR 对并购绩效在 0.1 水平上显著正相关, 这表明从整体上来看, 发生并购的民营公司政治关联对并购绩效具有正效应, 公司实际控制人的政治关联对企业来说是一种有价值的资源, 在并购中, 这种有价值的资源能够发挥良好的作用, 这与假设 H1 预期相符。发生并购的民营公司的实际控制人政治关联级别 PRR1 与并购绩效在 0.1 水平上显著正相关, 这表明从整体上来看, 发生并购的民营公司政治关联级别与并购绩效正相关即发生并购的民营公司具有的政治关联级别越高, 公司并购绩效越好, 这与假设 H2 预期相符。为了检验的稳健性, 又建立一个政治关联级别变量 PRR2 引入回归, 得出发生并购的民营公司政治关联级别与并购绩效正相关, 且在 0.05 水平上显著, 进一步验证了假设 H2 的预期。发生并购的民营公司的实际控制人控

制权与现金流权之差与并购绩效负相关，但结果并不显著。发生并购的民营企业经营所在地市场化指数与并购绩效在 0.05 水平上显著正相关，这表明了公司经营所在地市场化水平相对越高，并购公司并购绩效越好。

与其他学者的研究结论一致，基本回归结果还显示了并购公司的资产规模与并购绩效显著正相关；负债水平与并购绩效显著负相关，这表明从整体上看，并购公司资产规模越大，并购发挥的协同作用越好，并购绩效越好；并购公司负债水平越低，通过并购实现企业的扩张对企业价值影响越好。模型中的 Adj R-square 达到 0.7，且 F 值在 0.01 的水平上显著，表明模型的回归结果较好。

表 4-4 政治关系对公司并购绩效影响的基本回归结果

变量	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
Intercept	0.802	1.16	0.800	1.17	0.833	1.22
LNASSET	0.017***	5.13	0.017***	5.16	0.019***	5.71
LEVEL	-0.739***	-85.84	-0.739***	-85.88	-0.739***	-85.85
GRMBI	-0.00002	-0.09	-0.00002	-0.09	-0.00002	-0.09
CSHARE	-0.001	-0.67	-0.001	-0.66	-0.001	-0.68
DIFFCC	-0.002	-0.81	-0.002	-0.82	-0.002	-0.81
INDEX	0.033**	2.23	0.034**	2.26	0.033**	2.23
UDPPS	-0.242***	-9.99	-0.241***	-9.97	-0.242***	-10
PR	0.007*	1.93				
PRR1			0.037*	1.86		
PRR2					0.010**	2.51
行业	控制		控制		控制	
年度	控制		控制		控制	
N	591		591		591	
F value	293.19		293.32		293.12	
Pr>F	<.0001		<.0001		<.0001	
R-square	0.7381		0.7379		0.7385	
Adj R-Sq	0.7349		0.7345		0.7378	

b 注：***代表在 1%的水平上显著，**代表在 5%的水平上显著，*代表在 10%的水平上显著。

4.3.2 交叉回归分析

表 4-5 列示了政治关联、控制权与现金流权之差及市场化程度交互影响的

回归结果。从表中可以看出，发生并购的民营公司具有的政治关联与并购绩效具有正相关关系，且在 0.1 的水平上显著，这与基本回归分析的结果一致，再一次验证了假设 H1 的预期。政治关联哑变量 PR 与企业实际控制人拥有的控制权与现金流权之差 DIFFCC 的交叉项 PR*DIFFCC 与并购绩效负相关，且在 0.1 水平上显著，这说明了具有政治关联的民营并购公司，其实际控制人的投票权与现金流权差异与并购绩效负相关，即在发生并购的具有政治关联民营上市公司中，其实际控制人的投票权与现金流权相差的越大，由于严重的实际控制人代理问题导致并购的绩效越不好，这与假设 H3 预期相同。政治关联 PR 与公司经营所在地市场化指数 INDEX 的交叉项 PR*INDEX 与并购绩效正相关，但结果并不显著，这说明发生并购的具有政治关联的民营公司所在经营地的市场化程度较高，并不意味着其并购绩效必然不好，即其实际控制人的政治关联并不一定代表着民营公司并购获取超额收益的能力较弱，因此无法验证假设 H4 结论的正确性。

和基本回归分析的结论一致，公司资产规模与并购绩效显著正相关；公司的负债水平与并购绩效显著负相关。模型中的 Adj R-square 达到 0.7，且 F 值较大，在 0.01 的水平上显著，表明模型的拟合回归结果比较好。

表 4-5 政治关联、控制权与现金流权之差及市场化程度交互影响回归结果

变量	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
Intercept	0.980	1.42	0.991	1.43	1.018	1.47
LNASSET	0.012***	3.51	0.014***	4.25	0.013***	4.11
LEVEL	-0.738***	-85.33	-0.739***	-85.47	-0.738***	-85.27
GRMBI	-0.00003	-0.17	-0.00003	-0.19	-0.00002	-0.14
UDPPS	-0.238***	-9.83	-0.239***	-9.83	-0.239***	-9.84
CSHARE	-0.0008	-0.41	-0.0009	-0.46	-0.001	-0.47
DIFFCC	-0.008*	-1.87	-0.003	-0.96	-0.008*	-1.85
PR	0.040*	1.84	0.034*	1.82	0.066*	1.79
PR*DIFFCC	-0.003*	-1.66			-0.003*	-1.67
PR*INDEX			0.00325	0.52	0.003	0.54
年度	控制		控制		控制	
行业	控制		控制		控制	
N	591		591		591	
F value	281.97		280.59		280.89	
Pr>F	<.0001		<.0001		<.0001	
R-square	0.7379		0.7376		0.7379	
Adj R-Sq	0.7346		0.7344		0.7346	

4.4 稳健性检验

为了检验文中结论的可靠性，笔者进一步做了稳健性测试。首先，剔除了样本中的并购绩效极端值，包括：(1)并购绩效低于第一百分位数或高于第九十九百分位数的样本；(2)残差大于 3 倍标准差的样本。然后，对文中的基本回归、交叉回归进行检验，得出的结果与前文中的回归结果基本相同。另外，按照表示并购后一年的总资产净利率减去并购前一年的总资产净利率，各年的总资产净利率均减去当年该公司所在行业的总资产净利率中位数重做上述回归，研究的结论仍不变。这表明，文中的研究结论具有较强的稳定性。

第五章 结论分析及政策建议

5.1 结论分析

本文利用 2004~2008 年在沪深证券交易所上市发生股权并购民营上市公司的经验数据,结合我国特有的制度背景,研究发生并购的民营企业政治关联与并购绩效的关系。本文使用民营企业实际控制人曾经或者现在在政府关联部门任职、曾经或者现在为政协委员或人大代表等作为衡量政治关联的代理变量,并且根据不同的政治层级定义了政治关联的程度,并对并购公司的资产规模、负债水平、盈利状况等变量进行了控制,通过单变量分析、基本回归分析、交叉回归分析和稳健性检验,对文中所提假设进行检验,实证分析结果发现:

1. 与假设 H1 的预期一致,发生并购的民营企业政治关联与并购绩效正相关,即在发生并购的民营企业上市公司中,具有政治关联的公司相比不具有政治关联的公司并购所产生的绩效更好。这表明,在我国特有的经济背景下,政治关联作为企业和政府沟通的重要手段,尤其是对民营企业而言,公司实际控制人及董事的政治关联对企业来说是一种有价值的资源,除了可以帮助企业争取各种资源外,还可以作为法律保护的替代机制来保护企业的产权免受政府的掠夺。在民营企业并购中,政治关联依然扮演着“帮助之手”的角色,促进并购企业实行多元化,并为并购企业提供较低的契约执行成本。

2. 与假设 H2 的预期一致,发生并购的民营企业政治关联级别与并购绩效正相关,即在发生并购的具有政治关联的民营企业上市公司中,其实际控制人具有的政治关联级别越高,其并购绩效越好。这表明,不仅政治关联对并购绩效的提高具有促进作用,而且所建立的政治关联级别越高即与政府的关系越密切,对并购绩效的提高具有的促进作用越大。一方面,企业具有的政治关联级别越高,企业通过并购进入需要政府行政许可行业的可能性就越高,企业获得的盈利越多,企业的并购绩效越好;另一方面,企业具有的政治关联级别越高,政治关联在企业并购中发挥的产权保护替代机制的功能越充分,由此带来的融资等各方面优惠也越多,并购绩效也就越好。因此,对发生并购的民营企业来说,则体现为政治关联级别高的并购企业的并购绩效比政治关联级别低的并购企业的并购绩效会更好。

3. 与假设 H3 的预期一致,在发生并购的具有政治关联的民营企业上市公司中,实际控制人的投票权与现金流权差异与并购绩效负相关,即在发生并购并具有政治关联的民营企业上市公司中,实际控制人的投票权与现金流权相差的

越大，并购绩效越差。股东的现金流权是指股东的所有权当然地体现为对未来现金流的要求权。控股股东的现金流权在多大程度上偏离了他们的控制权是评价最终控制人和中小股东之间代理问题的基础。如果控股股东的控制权超过他们的现金流权且不存在其他大股东制衡控股股东行为，公司最终控制人与中小股东之间的利益很可能出现不一致的现象，从而导致严重的代理问题。控制权与现金流权的分离是降低公司价值的重要因素。民营上市公司控制权与现金流量权的偏离程度越大，公司绩效越差。政治关联使企业在融资时并不会面临较高的融资成本，从而不会给控股股东带来较高的成本。因此，政治关联加剧了控股股东掠夺中小股东的动机。在具有政治关联的民营上市公司中，公司实际控制人或控股股东在公司的投票权与现金流权相差越大，实际控制人或控股股东越倾向于对公司中小股东进行掠夺，越易发生公司价值的减损，在发生并购时，越易产生更差的绩效。

4. 虽然已有部分研究表明在金融发展越落后、法治水平越低和产权保护越不强的制度条件下，即在市场化水平越低的地区，政治关系作为替代机制的功能越强，但基于本文的实证分析，在企业并购中，经营所在地的市场化程度越低，实际控制人的政治关联并不一定带来更好的并购绩效。这说明在金融比较发达、法治水平比较高、产权保护力度比较强的制度环境下即在市场化水平较高的地区，民营企业仍然可能倾向于与政府建立良好的政治关联，在这些与政府建立良好的政治关联关系的民营公司发生并购时，政治关联仍可能对并购绩效的提高具有促进作用。

5. 此外，本文的研究还发现，我国发生并购的民营上市公司普遍股权比较集中；这些公司大部分都具有一定的政治关联；这些公司实际控制人拥有的控制权与现金流权差别比较大，在发生并购的民营企业中很可能存在严重的控股股东代理问题；并购公司资产规模越大，并购发挥的协同作用越好，并购绩效越好等。

5.2 政策建议

本文的理论及实证分析表明，民营企业政治关联的建立对提高企业并购绩效具有良好的促进作用。但是，民营企业依赖于这种政治关联对并购产生影响也是要付出成本的，所以促进金融市场的发展、加强法律和政府对民营企业的产权保护、为民营企业建立更加市场化的制度环境，对于民营企业的成长和国家的经济发展来说更为重要。

同时，本文的研究结果还表明在我国发生并购的具有政治关联的民营企业中，存在着比较严重的控股股东代理问题，控股股东代理问题严重侵害了中小

股东的利益，侵蚀着企业价值。因此，应通过优化民营上市公司股权结构来削弱大股东对上市公司的超强控制权，形成一个互相制衡的现代企业产权主体。同时，应完善民营上市公司独立董事制度，引进独立监视制度。

本文只是学术上一个角度的参考，可提供的政策建议需要针对性强的政策性研究。鉴于现实的复杂性，本文可以肯定的一点贡献是我们应该采取辩证的态度看待不同的治理环境和政治关联偏好。首先，政治关联并不是与市场经济相悖的，政治关联也并不是和法治水平低下、市场化水平较低有因果必然联系的，政治关联在某种意义上可以看作企业在公平的市场竞争环境下利用自身资源获得的社会资本，因此在法律制度比较完善的国家和地区，企业也会寻求政治关联，这种政治关系对经济市场是具有良好作用的，是对成熟的治理体系的补充。民营企业的政治关系有助于民营企业获得企业成长，一批成功的民营企业逐步进入国家的政治领域，同时使企业的组织结构也日益同国家政治系统结合在一起。同时，从另一个角度来看，企业行为与其所处的制度环境具有内生性关系，企业政治关系的本质是不同的制度环境在企业及其高管行为方面的最终体现，政治关联是法律保护、政权稳定等机制的替代品。目前我国发生并购的民营企业中，政治关联比较普遍，究其根源，还是制度环境的问题。在法律保护水平普遍较低的国家或者地区，大部分民营企业认为他们可以借助政治关联来应对政府干预，而在财政赤字较严重或者税收负担和行政罚款比较严重的地区，民营上市公司更加倾向于通过建立政治关联来抵消制度环境的负面效应。研究发现，在产权保护力度小、政府干预力度大以及金融发展水平落后的地区，民营上市公司普遍认为政治关联可以作为免受市场缺陷影响的替代保护机制，并有强烈的动机与政府建立政治关系。因此，在新的制度背景下，这种政治与经济相结合的趋势更应引起高度关注。一方面，在并购中，民营企业的政治关联有助于并购绩效的提高，在现今市场机制下，建立适当的政治关联对民营企业的发展是有益的，但是另一方面，尽管对政治关联这种社会资本的追逐在一定程度上也可以看成是一种市场机制的发挥，但是政治关联是作为一种企业非正式的自我保护机制，越是较多的企业利用政治关联这种与企业业绩不直接相关的社会资本优势而不是通过其他诸如增强自身整合资源和多元化经营的能力等途径来提高并购绩效，越说明了我国的经济市场竞争机制存在缺陷。当我国金融市场得到充分的发展，法律和政府能够真正对民营企业产权提供完善的保护措施，市场化的制度环境更为稳健时，民营企业在并购中不再需要或者很少需要依赖建立和维持政治关联来提高并购绩效，这时我国的市场环境才真正达到有效市场的水平。

第六章 研究结论、不足及展望

6.1 研究结论

在并购文献回顾和并购相关理论分析中，公司的并购动因复杂，效率理论、信息与信号理论、代理理论和自由现金流量假说、管理者自大假说等传统理论，从不同方面论证了并购的动因，但西方理论并不完全适合于中国上市公司并购的实际制度背景。国内学者对于公司并购的研究主要关注的是并购及不同并购模式本身的价值创造性，没有从实际控制人政治关联角度系统地研究政治关联对中国民营企业股权并购绩效的影响，而研究得出的结论具有的差异性也正说明了中国并购市场制度环境中政治关联这个独特的制度因素的重要性。同时，在政治关联文献回顾和政治关联相关理论分析中，通过对政治关联理论基础、制度诱因及政治关联对企业价值和财务活动的影响等方面的梳理，得出企业政治关联是转型时期企业对产权保护和经济利益根本诉求的体现，是企业追求横向社会资本、寻求政治庇护和政治参与的手段，政治关联是法律保护、政权稳定等机制的替代品。结合并购问题，政治关联作为一种社会资本和非正式的自我保护机制，在综合考虑了政治关联积极作用和风险成本因素后，在民营企业并购中，政治关联同样发挥着积极的作用。

在对公司并购绩效的理论和实证分析中，本文不再仅限于分析并购是否能创造价值，而是从政治关联的角度探讨其对并购绩效的影响；不再大一统研究所有公司并购绩效问题，而是有针对性对民营企业这一大类日渐兴起的企业类型进行研究，得出民营企业政治关联对并购绩效具有促进作用，并且随着政治关联级别的升高，其对提高民营企业并购绩效的积极作用越大。同时结合公司内部治理因素，得出我国民营企业股权集中度较高，控股股东侵占中小股东权益的现象比较严重，在发生并购具有政治关联的民营上市公司中，其实际控制人的投票权与现金流权相差越大，并购绩效越差。结合并购市场化因素，尽管已有部分研究表明在金融发展越落后、法治水平越低和政府侵害产权越严重的地区，政治关系作为替代机制的功能越强，但本文通过实证分析得出经营所在地的市场化程度越低，实际控制人的政治关联并不一定带来更好的并购绩效，在市场化水平较高的地区，民营企业仍然可能倾向于与政府建立良好的政治关联，在这些与政府建立良好的政治关联关系的民营公司发生并购时，政治关联仍可能对并购绩效的提高具有促进作用。

6.2 研究不足及展望

首先, 本文主要从政治关联角度研究并购绩效问题, 虽然这一角度结合了我国的制度背景, 并且本文在建立模型时控制了数个比较重要的变量, 并且也考虑了市场化这一重要的宏观因素, 但是无论是从宏观制度层面还是从微观层面来看, 影响我国上市公司并购绩效的因素还有很多。因此未来为了弥补这个缺陷, 可以结合我国的制度背景, 建立一个全面的影响我国上市公司并购绩效的综合指标体系, 在宏观和微观层面上进一步研究公司并购绩效问题。

其次, 本文仅仅针对民营企业主动的政治关联, 研究政治关联对民营企业并购绩效的影响。相对于主动寻求政治关联的民营企业而言, 国有企业与政府具有天然的血缘关系, 这种政治关联是被动的, 这种政治关联对于国有企业实施并购也势必会有一定的影响, 这是本文没有研究到的地方, 也是继续研究的方向。

再次, 在指标选取方面, 并购绩效的替代指标侧重于短期并购绩效的反应, 无法追踪到政治关联对长期并购绩效的影响, 如何采用一个更科学的方法度量并购绩效, 研究政治关联对其的影响是需要笔者进一步探索的问题。

最后, 政治关联对并购绩效的影响只是政治关联与并购交叉研究中的一个很小的方面, 政治关联对并购的其他相关问题诸如并购模式的选择、并购支付方式及并购涉及行业等是否也有影响, 也留待以后进一步研究探索。

参考文献

- [1]胡旭阳,史晋川.民营企业的政治资源与民营企业多元化投资——以中国民营企业 500 强为例[J].中国工业经济,2008(4):5-14.
- [2]胡旭阳.民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利——以浙江省民营百强企业为例[J].管理世界,2006(5):107-113.
- [3]Agrawal,Jaffe,Mandelker. The Post-merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly[J].Journal of Finance,1992(9):1605-1621.
- [4]Schwert,G.William. Markup Pricing in Mergers and Acquisitions[J]. Financial Economics,1996(41):153-192.
- [5]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].经济研究,2003(6):20-29.
- [6]Loughran T.,Vijh A.M.. Do Long-term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions? [J].Journal of Finance,1997(52):1765-1790.
- [7]Gregory A. An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms[J].Journal of Business Finance and Accounting,1997(24):971-1002.
- [8]李善民,朱滔.中国上市公司并购的长期绩效——基于证券市场的研究[J].中山大学学报(社会科学版),2005(5):80-86.
- [9]Healy P.,K. Palepu,R. Ruback. Does Corporate Performance Improve After Merger[J].Journal of Financial Economics,1992(31):135-751.
- [10]Ghosh.A. Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions? [J].Journal of Corporate Finance,2001(7):151-178.
- [11]余光,杨荣.企业并购股价效应的理论分析和实证分析[J].当代财经,2000(7):70-74.
- [12]李善民,陈玉罡.上市公司兼并与收购的财富效应[J].经济研究,2002(11):27-35.
- [13]李善民,朱滔.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[J].管理世界,2006(3):129-137.
- [14]朱滔.上市公司并购的短期和长期股价表现[J].当代经济科学,2006(5):31-39.
- [15]李增泉,余谦,王晓坤.掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J].经济研究,2005(1):95-105.
- [16]李善民,周小春.公司特征、行业特征和并购战略类型的实证研究[J].管理世界,2007(3):130-137.
- [17]吴豪,庄新田.中国上市公司并购绩效的实证研究[J].东北大学学报,2008(2):284-286.

- [18]朱宝宪,王怡凯.1998年中国上市公司并购实践的效应分析[J].经济研究,2002(11):20-26.
- [19]冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究[J].经济研究,2001(1):54-68.
- [20]李善民,朱滔,陈玉罡等.收购公司与目标公司配对组合绩效的实证分析[J].经济研究,2004(6):96-104.
- [21]夏立军,方轶强.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[J].经济研究,2005(5):40-51.
- [22]罗党论,刘晓龙.政治关系、进入壁垒与企业绩效[J].管理世界,2009(5):97-106.
- [23]罗党论,唐清泉.政治关系、社会资本与政策资源获取:来自中国民营上市公司的经验证据[J].世界经济,2009(7):84-96.
- [24]饶妙.制度环境、企业家政治特征与民营企业的政治关联[D].厦门:厦门大学,2009.
- [25]Shleifer A,Vishny R. Politicians and Firms[J].Quarterly Journal of Economics,1994,109(4):995-1025.
- [26]Fisman Raymond. Estimating the Value of Political Connections[J]. American Economic Review,2001,91(4):1095-1102.
- [27]Johnson S,Mitton T. Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia[J].Journal of Financial Economics,2003,67(2):351-382.
- [28]Faccio Mara,Ronald W Masulis,John J McConnell. Political Connections and Corporate Bailouts[J].Journal of Finance,2006,61(6):2597-2635.
- [29]Joseph P H Fan,T J Wong,Zhang Tianyu. Politically-connected CEOs,Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms[J].Journal of Financial Economics,2007,84(2):330-357.
- [30]吴文锋,吴冲锋,刘晓薇.中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值[J].经济研究,2008(7):130-141.
- [31]吴文锋,吴冲锋,芮萌.中国民营上市公司高管的政府背景与税收优惠[J].管理世界,2009(7):134-142.
- [32]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].经济研究,2008(4):41-52.
- [33]余明桂,潘红波.政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J].管理世界,2008(8):9-21.
- [34]周昌仕.政府控制下的公司并购模式及绩效研究——基于中国上市公司的经验数据[D].广州:暨南大学,2008.
- [35]罗党论,黄琮宇.民营企业的政治关系与企业价值[J].管理科学,2008(12):21-27.
- [36]刘锦红.控制权、现金流权与公司绩效——基于中国民营上市公司的分析[J].财经科学,2009(5):64-71.
- [37]樊纲,王晓鲁,张立文等.中国各地区市场化相对进程报告[J].经济研究,2003(3):9-18.

- [38]朱江.我国上市公司的多元化战略和经营业绩[J].经济研究, 1999 (11) : 54-61.
- [39]张文璋, 顾慧慧.我国上市公司并购绩效的实证研究[J].证券市场导报, 2002 (9) : 21-26.
- [40]李青原.公司并购协同效应、影响成本与资产专用性[D].武汉: 武汉大学, 2005.
- [41]尹豪.中国企业并购的价值研究[D].南京: 河海大学, 2006.
- [42]陆巍峰.地方政府行为与浙江民营经济发展研究[D].上海: 复旦大学, 2006.
- [43]满慧.我国企业并购的理论及实证研究——以制度经济学为视角[D].长春: 吉林大学, 2007.
- [44]秦楠.我国企业并购绩效分析及并购资源整合管理研究[D].天津: 天津大学, 2007.
- [45]蔡双立.企业并购中的关系资源动态整合研究[M].天津: 南开大学出版社, 2008.
- [46]梅君, 李悦, 胡松.上市公司并购与重组[M].北京: 中国人民大学出版社, 2008.
- [47]庞守林, 邱明, 林光.企业并购管理[M].北京: 清华大学出版社, 2008.
- [48]张秋生, 张海珊, 陈扬.接管、重组与公司治理[M].北京: 北京大学出版社, 2006.
- [49]李志学.公司并购与政府监管政策研究[M].北京: 经济管理出版社, 2008.
- [50]Jeannette A.Switzer. Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions[J].Journal of Economics and Business, 1996 (48) : 443-460.
- [51]Serdar Dinc. Politicians and Banks: Political Influences on Overnment-owned Banks in Emerging Markets[J].Journal of Financial Economics, 2005 (77) : 453-479.
- [52]Timothy A.Kruse, Hun Y.Park, Kwangwoo Park, etc.. Long-term Performance Following Mergers of Japanese Companies: The Effect of Diversification and Affiliation[J].Pacific-Basin Finance Journal, 2007 (15) : 154-172.
- [53]Joseph P.H.Fan, T.J.Wong, Tianyu Zhang. Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms[J].Journal of Financial Economics, 2007 (84) : 330-357.

发表论文和参加科研情况说明

在校期间发表的论文:

闻卉. 管理者自信影响公司并购行为的研究现状与对策分析[J]. 会计之友, 2010
(7):78-80.

致 谢

提笔至此，意味着硕士论文即将完成，同时也意味着两年半的硕士研究生学习生涯将告结束。在人生的长河中，两年半的时间只是很多的一段。但是，在这两年半的学习生涯里，不经意间我获益良多，这些收获离不开诸多老师、同学和亲朋的关心、支持和帮助。

首先，我要感谢我的恩师李冠众副教授！在攻读研究生期间，恩师在学习和生活上给予我莫大的帮助。恩师为人正直、谦逊、心胸宽广、待人平和，两年多来，我耳濡目染，受益终身。恩师学识渊博，特别是在公司财务领域，对很多问题有自己的独到见解，在繁忙的教务工作之余，仍钻研不断、勤耕不怠。恩师在学问上要求我大胆设想，勇于探索。从硕士论文的选题与数据收集，到具体的写作与数据处理，我都直接受益于李老师的耐心启发和指导。对于恩师的感激之情实难用只言片语来表达，唯有在以后的工作和学习的过程中，通过不懈的努力和追求来报答恩师对我的栽培和厚望。

在天津工业大学两年半的学习生活中，魏亚平教授、钱桂萍副教授、宫巨宏教授、李瑛副教授、刘桂英副教授、潘琴副教授、孙娟副教授等授课老师给予我很大的启发，拓展了我的专业知识，为我撰写硕士论文打下了坚实的理论基础。同时，感谢院研究生班主任王燕老师，她对我的学习和生活也提供了很大的帮助。

感谢我的室友及朋友陈妍如、王兰怡、雷建春、芦丹、谌思苑等，在朝夕相处的日子里，我们一起分享生活中的酸甜苦辣，共同度过了最艰难的论文写作的日子；感谢我的同班同学毕丽芸、王潇、吕向云、王华玉、左彩美等，他们是我生活和学习上的好同伴，为我提供了诸多的支持和帮助。

感谢我的父母和亲人。正是他们的无私的爱才有了我的今天，他们为我学习和成长创造了提供了足够的空间。自离家求学以来，很少回家，每每想起他们，心中充满愧疚！仅以此文来表达对作为他们多年来对我关爱的一份报答，并祝愿他们身体健康、生活愉快！

闻卉

2010年01月8日于天津工业大学

