

政治关联、股权性质与海外并购

——基于“一带一路”沿线的视角

潘志斌 葛林楠

摘 要:选取 2009—2017 年我国上市企业海外并购事件作为研究样本,从“一带一路”沿线的视角研究股权性质、政治关联及其广度与深度对我国企业海外并购的影响,结果表明:政治关联没有增强企业“一带一路”沿线海外并购意愿,但会影响并购交易规模;国有股权性质对相关并购意愿和并购规模均没有显著影响。在“一带一路”沿线海外并购中,政治关联企业海外并购的规模高于非政治关联企业,政治关联深度和广度与并购规模正相关。我国企业可借助“一带一路”倡议的实施推进海外并购,在关注企业自身经济利益的同时,实现国家、市场和企业的多方共赢。

关键词:“一带一路”;海外并购;政治关联;股权性质

DOI: 10.16382/j.cnki.1000-5579.2018.05.016

一 引 言

“一带一路”倡议旨在推动沿线各国和地区实现经济政策协调,促进经济要素有序自由流动、资源高效配置和市场深度融合,共同打造开放、包容、均衡、普惠的区域经济合作架构。“一带一路”倡议被提升到国家战略层面的高度后,我国政府采取了多种方式积极鼓励企业进行海外投资和并购,海外并购数量和金额屡创新高。2014—2017 年我国企业在“一带一路”沿线的海外并购案件 333 起,并购规模 710 亿美元,年均复合增长率高达 148%。^①

企业通过海外并购,实现了其在全球价值链地位的转变,或者实现了规模的扩张,或者实现了上下游一体化掌控价值链(郭威,2017)。与其他国家相比,我国企业海外并购更容易受政治因素和企业性质的影响。国有企业或政治关联度高的企业其海外并购往往更多地出于国家战略目的,此类并购常常存在高额溢价,没有将企业经济利益放在首位。不同性质的政治关联对企业并购战略选择具有不同的影响(魏江等,2013),同时政治关联还能作为法律保护的替代机制保护企业产权免受政府损害,进而促进并购绩效(潘红波等,2008)。此外,出于自身的政策性负担或政治晋升目标,地方政府会直接影响地方国有企业的并购绩效。现有从中国情境出发探讨政治因素和企业性质对并购影响的研究大多聚焦于国内并购,而探讨它们对海外并购绩效具体影响的文献并不多见。

为此,本文以中国上市企业 2009—2017 年开展的 347 起海外并购事件为研究样本,从“一带一路”沿线的视角,研究企业股权性质、政治关联及其广度与深度对海外并购意愿与规模的具体影响。本文可能的贡献主要在于:理论上,首次从“一带一路”倡议的视角研究企业海外并购,拓展了中国情境下企业海外并购研究的范围;从广度与深度的维度,对政治关联进行量化评估,并在此基础上分析它们对海外并购的具体影响,这在现有文献中还比较少见。实践上,为中国企业在“一带一路”倡议背景下开展海

【作者简介】潘志斌,管理学博士,华东师范大学经济与管理学部金融学系副教授(上海,200241);葛林楠,华东师范大学经济与管理学部金融学系本科生。

【基金项目】上海并购金融研究院“供给侧结构性改革背景下企业海外并购路径安排与策略创新研究”。

① 根据路透 SDC 数据库的数据计算得出。

外并购提供理论依据和参考建议。这些贡献无论是对企业制定海外并购决策还是政府制定相关对外发展战略,都具有一定的启发意义。

二 文献综述

现有有关海外并购的研究成果主要聚焦于并购绩效(顾露露等,2011; Martynova & Renneboog, 2008)、交易规模(Moeller, et al., 2005; Aybar & Ficici, 2009)、并购支付方式(余鹏翼等,2014)、文化差异(倪中新等,2014; Ahern, et al., 2015)和制度约束(Dikova, et al., 2010; Baik, et al., 2015)的影响等方面,针对政治关联与海外并购之间的关系的研究成果还比较少见。企业与政府官员之间的政治关联普遍存在(Faccio, 2006),我国 27%的上市公司 CEO 曾是中央或者地方政府官员(Fan, et al., 2007)。已有文献对政治关联能否帮助企业提高并购绩效还存在较大争议(潘红波,2008;吴超鹏等,2012)。有些学者认为政治关联企业更容易通过多元化并购进入与主业无关的、高利润的行业(李善民等,2006),有助于其股东获得超额收益。也有学者发现政治关联对并购绩效有着显著的负面影响,其并购绩效显著低于其他企业(闫雪琴等,2016)。中国上市公司的政治关联在一定程度上导致了资源的错误配置,使得有限的资源浪费在低效甚至是无效的并购上(张雯等,2013)。

政治关联度高的企业海外并购往往更多地出于国家战略目的而不是企业经济利益,并购存在高额溢价(Chen, et al., 2005)。余鹏翼等(2014)指出企业政治关联与其并购后的短期绩效正相关,与其长期绩效显著负相关。然而,中国企业海外并购的动机并非仅仅是追求短期效益,而是为了获取战略性资产、储备更多的资源、获取国外先进的技术和管理经验,从而有助于满足当前中国的经济转型升级和长期发展的战略需要(邵新建等,2012)。尽管政治关联度高的企业更容易获得银行低息贷款和融资机会,但盲目和无节制的海外并购投资会给企业带来负面效应(Khwaja & Mian, 2005)。海外并购会涉及国家的政治、经济等因素。出于对国家战略、国家安全的考量,以及由于并购方受到政府支持而产生的不公平的竞争优势,被并购企业所在经济体往往会对并购活动进行干涉,这一现象在中国企业并购欧美发达国家企业时尤为明显。

相比于民营企业,国有企业实施敏感性资产海外并购的意愿更强,但它对股东价值正面影响相对较弱(李诗等,2017)。政治关联对国有企业和民营企业的并购影响存在差异,其对国有企业的并购绩效有显著的负向作用,对民营企业的并购绩效的影响不显著。当考虑所有权情境时,关键高管的政治关联对国有企业的影响要强于民营企业(魏炜等,2017)。

对已有的研究成果分析发现,首先,由于研究视角和研究样本的差异,学术界就政治关联和企业股权性质对海外并购的影响还没有形成共识;其次,目前还没有从“一带一路”倡议视角考察企业政治关联与股权性质对海外并购影响的相关成果;再次,现有政治关联对海外并购影响的文献大多使用哑变量或单一维度来判断政治关联及其对并购的影响,缺乏对政治关联进行量化的深入研究,也缺乏深入分析政治关联对海外并购的影响。有鉴于此,本文将考察国内企业在“一带一路”沿线的海外并购,分析政治关联广度与深度、股权性质等对国内企业开展海外并购的具体影响。

三 研究假设

与其他发展和转型国家类似,中国企业的商业活动也具有浓厚的政府干预特色。一方面,随着经济的快速增长,中国对资源和能源的需求日益增大,势必需要在海外寻求自然资源,这极大地推动了中国企业在能源与资源行业的海外并购活动。另一方面,为实现国内产业的转型升级,中国的政策也倾向于支持各个行业的企业进行海外并购,获取战略性资产、先进的技术和管理经验,从而促进我国经济长期发展。为此,产权控制人为政府的国有企业,出于国家发展战略、地方经济发展和政治责任等目的,进行海外并购的意愿更强。

中国政府在政策层面上已经为国内企业海外并购建立起相应的信贷支持机制和风险保障机制,从

而它们对外直接投资提供了一个相对稳定和有利的体制环境,使得其中有实力者能够采取更加长远的并购战略,关注于能源与资源行业的战略性资源类海外并购,以及以技术和管理技能等无形资产为导向的创造性资产类海外并购(Hitt, et al., 2004)。然而政府提供的信贷支持和风险保障更多惠及的是体现国家战略的企业,在其他条件相同的情况下,政治关联企业更容易获得国家或地方政府优惠政策的支持,海外并购意愿也更强。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设1:政治关联企业与国有企业在“一带一路”沿线开展海外并购的意愿更强。

政治关联除了为企业带来融资便利、税收优惠、垄断地位等资源,还有助于企业赢得政府信任,率先了解政府的相关政策动向,获取信息优势。在市场不是十分健全的背景下,中央或地方政府可以为政治关联企业提供某种程度的政策和法律保护(孙梦男等,2017)。为此,政治关联企业的海外并购决策与并购意图会考虑政治因素,反映部分政府意志。当前我国政府实施“一带一路”倡议,部分政治关联企业会出于政治目的来强化对“一带一路”沿线的海外并购意愿,加大并购规模,从而提升“服务政府”的形象,以获得更多在产业发展、税收、融资等方面的优惠政策。

此外,政府官员通过行政干预手段来迫使企业完成自己的政治、社会或个人的晋升目标,而政治关联就是政府干预的象征(Fan, et al., 2007; Chen, et al., 2011)。出于地方的政治和社会负担,政治关联企业可能会被政府要求去实施一些并购行为。此外,政府官员们还会追求个人目标,以及存在对GDP或政绩的追逐。无论是出于社会性目标还是个人目标,政府官员都有很强的动机干预政治关联企业,从而使之实施更大规模的并购行为。因此,相对于非政治关联企业,政治关联企业在“一带一路”沿线开展海外并购的规模可能更大。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设2:政治关联企业在“一带一路”沿线进行海外并购的规模更大。

在中美贸易争端背景下,我国政府一方面对内积极加快产业结构调整、优化产业空间布局 and 推动产业升级,另一方面对外积极稳妥推行“一带一路”倡议。我国各级政府均有较为强烈的意愿推动“一带一路”沿线的海外并购。“一带一路”沿线国家市场化程度大多较低,企业可以通过政治关系网络等影响当地政府的政策和行为(江若尘等,2013),从而促进海外并购的顺利实施。具有中央政治关联的企业会更早地了解到相关政策动向,可以获得更多优惠信贷等政策支持,在“一带一路”沿线进行海外并购。企业政治关联层级越高,能够通达政府部门的等级就越高,对政府政策的影响就越大,获取的信息和资源也就越多,更便于实施大规模并购。政治关联广度越大,信息节点数量越多,资源获取范围越大,进行并购的规模也就可能越大。因此,本文提出如下假设:

假设3:政治关联广度、政治关联深度与“一带一路”沿线的海外并购规模正相关。

四 研究设计

(一) 研究样本与数据来源

本文使用的并购事件样本选自Thompson SDC Platinum数据库,选取在上海、深圳、香港和美国上市的我国企业首次公告日在2009年1月1日至2017年12月31日的所有海外并购事件作为初始样本;并购方政治关联数据和其他相关数据来源于CSMAR和WIND数据库。我们根据研究需要,按以下标准筛选后得到本文的样本:上市公司作为收购方;并购规模大于500万元;并购交易为股权交易。同时,剔除金融行业并购样本;剔除并购类型属于债务重组、资本分拆、资产置换、资产剥离的样本,以避免资产收购事件对研究的影响;剔除上市公司财务数据和股票市场交易数据缺失的样本。本文最终得到347个海外并购样本事件。

(二) 模型设定

影响企业海外并购绩效的因素包括企业的外部因素和内部因素。外部因素主要包括经济、制度环

境;内部因素包括企业的股权结构、规模、盈利能力和成长性等财务因素,以及企业拥有的政治关联和股权性质。为了对研究假设进行检验,研究政治关联、所有权结构与海外并购意愿之间的关系,本文构建如下模型进行分析:

$$\begin{aligned} \text{logit}_{i,t}BR = & \beta_0 + \beta_1 \text{State}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Political}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Poldepth}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Polwidth}_{i,t-1} \\ & + \sum_{i=6}^N \beta_i \text{Control}_{i,t-1} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

我们构建多元回归模型(2)来分析政治关联及其广度与深度和股权性质对海外并购规模的影响,为检验政治关联对“一带一路”沿线海外并购规模的影响,本文将政治关联、政治关联广度与深度及其与“一带一路”沿线并购变量的交叉项引入模型。

$$\begin{aligned} \text{MAsize}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 BR_{i,t} + \beta_2 \text{Political}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Poldepth}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Polwidth}_{i,t-1} \\ & + \sum_{i=6}^N \beta_i \text{Control}_{i,t-1} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

$$\text{MAsize}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BR_{i,t} + \beta_2 (BR \times \text{Political})_{i,t-1} + \sum_{i=1}^N \beta_i \text{Control}_{i,t-1} + \varepsilon \quad (3)$$

(三) 变量说明

1. 因变量。本文采用哑变量来度量“一带一路”(BR)沿线海外并购,如果并购目标属于“一带一路”沿线的海外并购,则取值为1,否则为0。“丝绸之路经济带”和“海上丝绸之路经济带”涉及65个国家和地区。此外,本文还采用海外并购交易规模(MASize)作为因变量,并购交易规模为并购交易的金额与并购方并购前一年总资产之比。

2. 自变量。界定企业是否具有政治关联的方式有如下两种:其一,如果企业至少有一位高管有政治身份,则将该企业界定为有政治关联(徐尧等,2017);其二,以上市公司高管中具有政治身份的人数占高管总人数的比例测量政治关联(王砚羽等,2014)。为了提高政治关联的测量精度,本文选取了政治关联广度和政治关联深度两个指标。政治关联广度为董事会成员和高管具有政治身份的比例(江若尘等,2013)。政治关联深度为企业董事会成员或高管具有政治身份的级别(孙梦男等,2017),其中,若为中央或全国级别的政治身份则该变量取值为2,若为省部级或其他级别的政治身份则该变量取值为1,若不具有政治身份则该变量取值为0。该变量取值越大,表示政治关联深度越深。

政治身份的测量范围为:现任或前任的政府官员、人大代表或政协委员等(王砚羽等,2014)。企业政治关联的数据采用海外并购完成前一年的数据。

参照Karolyi和Liao(2010)的度量方法并结合中国实际,本文按照企业最大股东的最终控制人性质将企业分为国有企业和民营企业。具体而言,当企业的最终控制人为政府、国家各级部委或国有资产管理委员会及其下属机构时,该企业为国有企业;其他情况视为民营或非政府控制企业。

3. 控制变量。在回归分析中,我们参考Liu等(2013)和李诗等(2017)控制了并购企业和并购交易特征的影响。并购企业特征变量包括:(1)资产规模(Firmsize),为并购前一年并购企业总资产的自然对数;(2)现金流量(OCF),为并购前一年经营性现金流量与总资产之比;(3)资产负债率(Leverage),为并购前一年总负债与总资产之比;(4)净资产收益率(ROE),为并购前一年企业净资产收益率;(5)收入增长率(Growth),为并购前一年企业收入增长率。交易特征控制变量包括:(1)交易支付方式(Paymethod),若并购交易完全以现金方式支付,则取值1,否则为0;(2)同业并购(Horizontal),参考Terry等(2008),若并购方与目标企业SIC码前两位相同,则认为并购企业和目标企业属同一行业,那么取值为1,否则为0。

表1为各变量的描述性统计。如表1所示,变量BR的平均值为0.1354,说明在2009—2017年属于“一带一路”沿线海外并购的案例占总样本的13.54%。政治关联变量均值为0.8329,说明83.29%的

企业具有政治关联。政治关联广度的均值为 0.155 1,表明样本内的政治关联企业董事会和高管具有政治身份的人数占比均值为 15.51%。政治关联深度均值为 1.354 5,表明具有中央或全国层级政治身份的政治关联企业超出总样本的一半。企业股权性质均值为 0.333 3,表明有三分之一的海外并购企业为国有企业。

表 1 变量的描述性统计

变量名称	变量符号	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
“一带一路”	<i>BR</i>	347	0.135 4	0.342 7	0	1
政治关联	<i>Political</i>	347	0.832 9	0.373 6	0	1
政治关联广度	<i>Polwidth</i>	347	0.155 1	0.124 2	0	0.5
政治关联深度	<i>Poldepth</i>	347	1.645 5	2.244 6	0	2
企业性质	<i>State</i>	347	0.333 3	0.472 1	0	1
并购方资产规模	<i>Firmsize</i>	347	22.692 4	1.699 8	20.069 6	28.135 6
现金流量	<i>OCF</i>	347	0.053 2	0.074 7	-0.214 8	0.275 8
资产负债率	<i>leverage</i>	347	0.442 9	0.202 4	0.020 3	0.876 8
净资产收益率	<i>ROE</i>	347	0.104 7	0.089 6	-0.160 3	0.339 4
收入增长率	<i>Growh</i>	347	0.250 9	0.582 7	-0.608 5	3.640 3
并购交易规模	<i>MAsize</i>	347	0.066 0	0.232 8	0.000 1	1.705 9
交易支付方式	<i>Paymethod</i>	347	0.951 0	0.216 2	0	1
同业并购	<i>Horizontal</i>	347	0.464 0	0.499 4	0	1

为了减少变量异常值对分析结果的影响,本文按照“三倍标准差法”检查变量是否存在异常值。对存在异常值的变量,我们参考 Baker 等(2003)和李诗等(2017)的做法,进行 99%和 1%分位的缩尾处理(Winsorization)。

五 实证检验结果及其分析

(一) 政治关联对海外并购意愿的影响

本文采用 Logit 模型来检验并购企业的政治关联与股权性质对“一带一路”沿线海外并购的影响。表 2 列示了 Logit 模型的回归结果。其中,列(1)是不包括政治关联和企业股权性质变量,仅包括控制变量的基线回归;列(2)中将政治关联和企业股权性质变量加入基线回归模型,发现回归系数并不显著;列(3)和列(4)分别将企业股权性质、政治关联广度和政治关联深度加入基线回归模型,发现它们的回归系数均不显著;列(5)将政治关联变量及其与企业股权性质变量交叉项加入基线回归模型,两者回归参数均不显著。这表明本文的假设 1 并不成立。在“一带一路”沿线的海外并购中,国有企业、政治关联企业并没有表现出更高的并购意愿,企业开展海外并购没有更多地受到政府政策导向等众多政治因素的影响,而主要是从经济效益的角度考虑的。

表 2 海外并购的 Logit 回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Political</i>		0.144 8(0.774)			0.064 5(0.901)
<i>Polwidth</i>			-0.173 1(0.912)		
<i>Poldepth</i>				0.059 6(0.810)	
<i>State</i> × <i>Political</i>					0.150 1(0.737)
<i>State</i>		-0.097 1(0.825)	-0.059 1(0.895)	-0.095 5(0.829)	
<i>Firmsize</i>	0.085 6(0.455)	0.097 0(0.446)	0.101 8(0.433)	0.097 4(0.444)	0.064 2(0.612)
<i>OCF</i>	-0.531 0(0.840)	-0.505 1(0.850)	-0.554 4(0.835)	-0.496 0(0.853)	-0.663 4(0.803)
<i>Leverage</i>	1.461 9(0.142)	1.488 1(0.138)	1.456 4(0.149)	1.485 3(0.139)	1.423 1(0.158)

续表 2

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>ROE</i>	-1.421 0(0.518)	-1.648 7(0.469)	-1.589 7(0.485)	-1.643 5(0.471)	-1.255 6(0.578)
<i>Growth</i>	0.391 8(0.110)	0.390 7(0.112)	0.387 8(0.116)	0.392 6(0.111)	0.386 3(0.115)
<i>MAsize</i>	4.170 1*** (0.000)	4.150 2*** (0.000)	4.187 8*** (0.000)	4.153 6*** (0.000)	4.124 4*** (0.000)
<i>aymethod</i>	0.392 4(0.635)	0.342 4(0.686)	0.414 3(0.622)	0.352 1(0.677)	0.344 9(0.684)
<i>Horizontal</i>	0.293 7(0.414)	0.315 5(0.385)	0.321 7(0.377)	0.317 8(0.382)	0.278 0(0.442)
常数项	-5.319 8** (0.042)	-5.613 7** (0.048)	-5.649 4** (0.050)	-5.609 9** (0.048)	-4.872 6* (0.091)
样本数	347	347	347	347	347
伪 R ²	0.149 2	0.149 9	0.149 7	0.149 9	0.149 8

注: *、**、*** 分别代表在 10%、5%、1%的水平下显著;括号内的数值为回归 p 值。以下各表相同。

(二) 政治关联对海外并购规模的影响

我们采用 OLS 线性回归模型进行检验,其因变量为并购交易规模(*MAsize*),解释变量为“一带一路”沿线海外并购、政治关联、政治关联广度和政治关联深度。回归模型中,我们还加入并购方和交易特征控制变量。回归结果见表 3。其中,列(1)(2)和(3)对政治关联变量、政治关联广度和深度变量分别进行回归,发现它们的回归系数分别为 0.065 6、0.224 9 和 0.033 6,在 5%的水平上显著。这表明,政治关联企业海外并购规模高于非政治关联企业,政治关联广度、深度与并购规模正相关。为了进一步检验“一带一路”沿线海外并购中政治关联、政治关联广度和深度对并购规模的影响,我们在模型中加入了“一带一路”沿线海外并购变量与政治关联、政治关联广度和深度的交叉项。列(4)中对“一带一路”海外并购变量及其与政治关联交叉项进行回归,发现交叉项系数在 5%水平下显著为正,表明在“一带一路”沿线的海外并购中,政治关联企业的并购规模高于非政治关联企业。列(5)和(6)检验了政治关联广度和深度对“一带一路”沿线海外并购规模的影响,结果显示,“一带一路”沿线海外并购变量与政治关联广度与深度交叉项的系数分别为 0.549 4 和 0.101 1,且在 5%水平上显著。这表明,在“一带一路”沿线海外并购中,政治关联广度、深度与并购规模正相关。综上,回归结果支持本文的假设 2 和假设 3。

表 3 并购交易规模的多元回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>BR</i>	0.221 7*** (0.000)	0.222 7*** (0.000)	0.221 6*** (0.000)	0.068 4 (0.408)	0.136 9*** (0.005)	0.052 7 (0.509)
<i>Political</i>	0.065 6** (0.024)					
<i>Polwidth</i>		0.224 9** (0.016)				
<i>Poldepth</i>			0.033 6** (0.019)			
<i>BR×Political</i>				0.183 5** (0.033)		
<i>BR×Polwidth</i>					0.549 4** (0.016)	
<i>BR×Poldepth</i>						0.101 1** (0.019)
<i>State</i>	-0.001 1 (0.967)	-0.007 1 (0.799)	-0.003 0 (0.911)	-0.003 8 (0.888)	-0.001 4 (0.957)	-0.002 4 (0.927)
<i>Firmsize</i>	-0.025 4*** (0.002)	-0.028 1*** (0.001)	-0.025 3*** (0.002)	-0.025 5*** (0.002)	-0.023 9*** (0.003)	-0.025 6*** (0.002)

续表 3

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>OCF</i>	0.235 5 (0.165)	0.229 4 (0.175)	0.245 4 (0.148)	0.270 6 (0.114)	0.244 1 (0.150)	0.276 9 (0.105)
<i>leverage</i>	-0.023 6 (0.699)	-0.016 2 (0.791)	-0.023 2 (0.703)	-0.020 2 (0.739)	-0.027 9 (0.647)	-0.019 4 (0.751)
<i>ROE</i>	-0.158 3 (0.272)	-0.169 7 (0.240)	-0.161 5 (0.263)	-0.167 5 (0.229)	-0.173 0 (0.231)	-0.166 3 (0.249)
<i>Growth</i>	-0.024 5 (0.189)	-0.022 2 (0.235)	-0.023 6 (0.208)	-0.026 8 (0.151)	-0.024 7 (0.185)	-0.026 8 (0.152)
<i>Paymethod</i>	-0.410 0*** (0.000)	-0.406 1*** (0.000)	-0.409 8*** (0.000)	-0.386 0*** (0.000)	-0.392 6*** (0.000)	-0.383 9*** (0.000)
<i>Horizontal</i>	-0.000 8 (0.968)	-0.000 5 (0.981)	-0.000 5 (0.981)	-0.002 6 (0.900)	-0.003 1 (0.884)	0.002 6 (0.902)
常数项	0.970 0*** (0.000)	1.046 6*** (0.000)	0.966 1*** (0.000)	0.984 4*** (0.000)	0.978 2*** (0.000)	1.001 2*** (0.000)
样本数	347	347	347	347	347	347
伪 R ²	0.317 4	0.318 9	0.337 9	0.335 4	0.338 5	0.338 0

(三) 稳健性检验

为求结论可靠,本文进行了稳健性检验。参考 Chen 等(2011)的做法,将企业政治关联考察范围缩减至董事会,以上市企业董事会成员是否具有政治身份来判断企业是否具有政治关联。在此基础上,对政治关联广度与深度进行测度,即以具有政治身份董事的比例来衡量政治关联广度,以董事会成员具有政治身份的级别评估政治关联深度。如此重新对模型(1)(2)和(3)进行回归分析,发现研究结果依然稳健,主要实证结论保持不变。

六 结论与引申

本文以 2009—2017 年中国上市企业的 347 起海外并购为样本,实证研究了股权性质、政治关联广度和政治关联深度对中国企业在“一带一路”沿线开展海外并购的意愿和规模的具体影响。研究发现:第一,政治关联与国有股权性质并没有提升企业在“一带一路”沿线开展海外并购的意愿,亦即企业开展海外并购没有更多地受到政府政策导向等众多政治因素的影响,而主要是从经济效益的角度考虑的。第二,政治关联企业海外并购的规模高于非政治关联企业,政治关联广度和深度与海外并购规模正相关。政治关联广度和深度均对海外并购起到促进作用,企业董事会和高管中拥有政治身份的比例越大,政治身份层级越高,企业海外并购的规模越大。并购方是否为国有企业对海外并购的规模没有显著影响。第三,政治关联企业在“一带一路”沿线海外并购的规模相对更大。政治关联度高的企业更容易获得银行低息贷款和融资,有着相对更为稳定和有利的发展环境,从而有助于其海外并购的顺利实施。

理论上,本文从政治关联广度和深度两个维度对政治关联进行了量化评估,在此基础上从“一带一路”沿线的视角研究政治关联与股权性质对企业海外并购意愿和规模的影响,丰富了现有海外并购的研究成果。在实践上,本文的研究结论对我国企业实施海外并购具有重要的借鉴与启示。2008 年全球金融危机以后,世界经济复苏乏力。为保证经济的持续发展,我国在 2013 年 9 月提出了“一带一路”倡议,在此背景下中国企业实施海外并购的案例与规模激增。但是“一带一路”沿线海外并购应该如何实施仍然困扰着中国企业。本文研究结果表明,我国企业在“一带一路”沿线并购时更应该从自身的经济角度出发,借助“一带一路”倡议的推进,根据自身的股权性质和政治关联广度与深度来整合资源,寻求

信贷支持、税收优惠等政策扶持,同时通过政治关系网络等影响并购标的所在地政府的政策和行为,从而保证海外并购的顺利实施,实现国家、市场和企业的多方共赢。

(责任编辑 施有文)

参考文献

- 顾露露、Robert Reed, 2011,《中国企业海外并购失败了吗?》,《经济研究》第7期。
- 郭威、王志强,2017,《基于全球价值链重构的民营企业海外并购路径研究》,《经济体制改革》第5期。
- 江若尘、莫材友、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、朱滔,2006,《多元化并购能给股东创造价值吗?》,《管理世界》第3期。
- 李诗、黄世忠、吴超鹏,2017,《中国企业并购敏感性海外资产的经验研究》,《世界经济》第3期。
- 倪中新、花静云、武凯文,2014,《我国企业的“走出去”战略成功吗?》,《国际贸易问题》第8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。
- 邵新建、巫和懋、肖立晟、杨骏、薛熠,2012,《中国企业海外并购的战略目标与经营绩效:基于A股市场的评价》,《世界经济》第5期。
- 孙梦男、姚海鑫、赵利娟,2017,《政治关联、并购战略选择与企业价值》,《经济理论与经济管理》第6期。
- 王砚羽、谢伟、乔元波、李习保,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。
- 魏炜、朱青元、林桂平,2017,《政治关联、多元化并购与企业并购绩效》,《管理学报》第7期。
- 吴超鹏、叶小杰、吴世农,2012,《政治关联、并购绩效与高管变更》,《经济学家》第2期。
- 徐尧、刘峰、王亚,2017,《法治环境、政治关联与违规查处——来自A股市场的经验证据》,《当代财经》第8期。
- 余鹏翼、王满四,2014,《国内上市公司海外并购绩效影响因素的实证研究》,《会计研究》第3期。
- 闫雪琴、孙晓杰,2016,《企业政治关联与海外并购绩效——基于中国并购方数据》,《经济与管理研究》第1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。
- Ahem, K. R., Daminelli, D. and Fracassi, C., 2015, “Lost in Translation? The Effect of Cultural Values on Mergers around the World”, *Journal of Financial Economics*, Vol.117, No.1.
- Aybar, B. and Fici, A., 2009, “Cross-Border Acquisitions and Firm Value: An Analysis of Emerging-Market Multinationals”, *Journal of International Business Studies*, Vol.40.
- Baik, B., Cho, K., Choi, W. and Kang, J.K., 2015, “The Role of Institutional Environments in Cross-Border Mergers: A Perspective from Bidder's Earnings Management Behavior”, *Management International Review*, Vol.55, No.5.
- Baker, M., Stein, J. and Wurgler, J., 2003, “When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity Dependent Firms”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118, No.3.
- Chen, C., Li, Z. and Su, X., 2005, “Rent Seeking Incentives, Political Connections and Organizational Structure: Empirical Evidence from Listed Family Firms in China”, *City University of Hong Kong Working Paper*.
- Chen, S., Sun, Z. and Tang, S., 2011, “Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.17, No.2.
- Dikova, D., Sahib, P.R. and Witteeloostuijn, A.V., 2010, “Cross-Border Acquisition Abandonment and Completion: The Effect of Institutional Differences and Organizational Learning in the International Business Service Industry”, *Journal of International Business Studies*, Vol.41, No.2.
- Faccio, M., 2006, “Politically Connected Firm”, *American Economic Review*, Vol.96, No.1.
- Fan, J. P., Wong, T.J. and Zhang, T., 2007, “Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol.84, No.2.
- Hitt, M.A., Ahlstrom, D., Dacin, M.T., Levitas, E. and Svobodina, L., 2004, “The Institutional Effects on Strategic Alliance Partner Selection Transition Economies: China vs Russia”, *Organization Science*, Vol.5, No.2.
- Karolyi, G.A. and Liao, R. C., 2010, “What Is Different about Government-Controlled Acquirers in Cross-Border Acquisitions?” *AFA Denver Meeting Paper*.
- Khwaja, A. I. and Mian, A., 2005, “Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.120, No.4.
- Martynova, M. and Renneboog, L., 2008, “Spillover of Corporate Governance Standards in Cross-Border Mergers and Acquisitions”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, No.3.
- Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. and Stulz, R.M., 2005, “Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave”, *Journal of Finance*, Vol.60, No.2.
- Terry S.Walter, Alfred Yawson and Charles P.W.Yeung, 2008, “The Role of Investment Banks in M&A Transactions: Fees and Service”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.16, No.4.