

民营企业家的影响力与企业的异地并购

——基于中小板企业实际控制人政治关联层级的实证发现

蔡庆丰，田霖，郭俊峰

[摘要] 在中国，企业家的政治关联层级是其最核心、最重要的社会关系，也是其社会地位和影响力的最佳表征。本文选择 2005—2014 年 A 股中小板 421 家民营上市公司发起的非同一实际控制人 1497 件并购交易为样本，研究企业家即民营上市公司实际控制人这个特别群体的“影响力”对企业扩张路径的影响。实证研究发现：企业家的“影响力”越大（政治关联层级越高），企业越容易进行跨市并购，但跨省的并购却减少；进一步经验证据表明，企业家的政治关联层级越高、影响力越大，企业越倾向进入经济欠发达地区 and 市场化程度较低地区，基于政治关联的政策套利型扩张行为明显；但如果并购方来自经济发达、市场化程度高的地区时，这种意愿则会降低。显然，企业家的影响力会影响企业的跨区域并购行为，但更多地表现为基于影响力的“深度扩张”（而非广度扩张）和“政策套利”。本文为社会关系对中国资本市场的深刻影响以及经济转型升级进程中的企业家行为及其逻辑提供了新的证据。

[关键词] 实际控制人；影响力；政治关联层级；异地并购

[中图分类号]F271 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)03-0156-18

一、问题提出

显然，各类市场参与主体并非独自或“彼此绝缘地”活跃于资本市场中，而是处于纷繁复杂的社会关系网络中，同时也是构成社会关系网络的一部分。而这些“或亲或疏”的社会关系及其背后“隐藏”的信息流和资金流都不可避免地会对各类市场参与者的投资决策产生切实而深刻的影响。哈佛大学和芝加哥大学三位教授 Cohen、Frazzini 和 Malloy 的开拓性研究开启了金融学界对“资本市场中的社会关系及其影响”的重视，相关研究成果近两三年陆续在国际顶尖经济学和金融学期刊（JPE、JF、RFS、JFE）发表，成为西方金融学术界的一个研究热点^①。与西方成熟市场国家相比，中国

[收稿日期] 2016-11-29

[基金项目] 国家社会科学基金重大项目“新常态下金融部门与实体经济良性互动的现代经济治理体系问题研究”（批准号 15ZDA028）；国家自然科学基金面上项目“资本市场中的社会关系和政治地理中的资本市场：来自中国的理论与实证”（批准号 71373219）。

[作者简介] 蔡庆丰（1977—），男，福建泉州人，厦门大学经济学院教授，博士生导师，经济学博士；田霖（1989—），男，山东济南人，厦门大学经济学院博士研究生；郭俊峰（1988—），男，江西赣州人，上海证券交易所资本市场研究所/复旦大学经济学院博士后。通讯作者：蔡庆丰，电子邮箱：qfcai@sina.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见，当然文责自负。

^① Cohen et al.(2008,2010)研究发现，私人信息会通过校友关系在基金经理、公司高管和分析师之间传递，进而影响资产配置和投资收益。

是一个典型的人情社会。“人脉”、“关系”、“圈子”等社会关系对社会经济运行和金融体系运作的影响更为全面和深刻。而资本市场作为现代经济、金融、信息和财富的核心所在,更是汇聚和牵连着大量纷繁复杂的社会关系和人脉资源(蔡庆丰等,2016)。因此,研究中国资本市场中的企业家行为,如果剥离或忽视其各种社会关系,就会偏离客观与现实。“企业家”和“企业家精神”是中国过去30年经济持续强劲增长的重要动力,特别是在中国步入经济新常态,经济结构亟待转型升级的今天,如何激励“企业家”群体再出发,激活中国经济社会的“企业家精神”变得尤为重要。因此,对于企业家群体的关注,并对其投资决策行为及其背后的逻辑进行研究具有重要的意义。在中国,企业家的“人脉资源”和“社会关系”在一定程度上决定了企业家的社会影响力。而影响力越大,意味着企业家能够动用的资源和借助的关系越多,能够为企业带来更多的业务、市场机会甚至各种政策优惠,有利于企业的成长和扩张。巫景飞等(2008)研究发现,企业高管的政治网络对于企业多元化发展战略具有显著的促进作用。中国不仅是个典型的“人情社会”,更是一个“官本位社会”——政府和各级官员以各种形式掌握和支配着大量经济资源。这也意味着:在中国影响资源配置的不仅有市场这只“无形的手”,还有政府和官员这只“有形的手”,甚至在很多地区和领域,后者会更“强壮有力”,当它伸向市场,往往会撑出一些政策套利的空间。胡旭阳和史晋川(2008)研究指出,相对于国有企业与政府之间天然的“血缘”关系,政企关系对于转轨经济中的民营企业的影响更为重要。这是因为与各级政府和官员建立“关系”往往能带来更多的资源和便利,有利于企业盈利与发展,甚至进行政策套利。由此,除了具备常规的企业家能力之外,实际控制人的政治活动能力对企业的发展尤为重要。这也就使得企业家的政治关联在其所有社会关系中处于最为重要的地位,是其在中国社会中社会影响力的最佳表征。

事实上,即便在西方成熟市场国家,“人脉”(社会关系)也是资源,关系也能转化为财富。Hwang and Kim(2009)利用美国1996—2005年市值最大的前100家上市公司的1568名董事的样本数据进行分析,认为社会关系丰富的公司董事能够获得更高的薪酬。在更新的研究成果中,Liu(2010)的研究得出类似的结论,即高管的社会关系数量与其薪酬正相关^①。Engelberg et al.(2012)甚至计算出公司高管每多一条人脉能够使其薪酬增长约17000美元,并且人脉层次越高,薪酬增长越多。可见,公司高管的社会关系能够“内化”为薪酬和财富,企业和市场愿意为公司高管的人脉资源支付相应的对价。而这种“内化”在于企业和市场认定公司高管的社会关系能“外化”为企业价值,比如说获得更多的私人信息、投资渠道,甚至降低资金成本。Engelberg et al.(2012)验证了这点,他们发现公司高管与银行高管的社会关系能使公司获得更低的资金成本及更少的约束条款,公司股票的市场表现也会更为突出。此外,公司高管的社会关系也会直接影响公司的投资决策,特别是在兼并收购时。Cai and Sevilir(2012)研究发现:并购公司和目标公司董事之间的一级关系能使收购方获得的公告收益高出2.45%,而二级关系也能使收购方获得1.67%的超额收益。而且两种关系对并购行为的影响机制不同:一级关系主要能够降低支付对价,二级关系主要是通过并购完成后的优秀业绩来创造价值^②。但Ishii and Xuan(2014)却认为收购企业与目标企业之间董事会高管的社交关系,在并购完成后对双方的股价会有负面影响,而且在完成收购后,这种关系会提高被收购公司的高管仍

① Liu(2010)利用1992—2007年S&P1500指数的成分公司董事的简历信息和薪酬数据,研究了社会关系数量与高管薪酬的相关关系。

② Cai and Sevilir(2012)将收购方与被收购方拥有相同执行董事的情况称为一级关系,将双方董事均在第三方公司担任董事的情况称为二级关系。

然留在重组后公司董事会的可能性^①。在最新的研究中,El-Khatib et al.(2015)选取了1999—2008年S&P1500共4006位CEO的社会关系网数据,研究CEO所处社会关系网络的核心程度对公司并购行为的影响,结果显示:人脉丰富且集中的CEO虽然能更高效地收集私人信息,但却会更热衷于公司的并购活动,但并购的结果往往导致双方的价值损失。由此可见,即便在法治更为完善的西方成熟市场国家,公司高管的社会关系也会深刻影响企业的并购战略(横向或纵向,跨行业或跨地区)、并购目标和支付对价等行为。可以合理推测,在法治尚未健全、市场尚不完善的中国,企业家基于其社会关系所形成的影响力也成为影响企业并购行为的重要因素。

正如前文所述,民营企业家往往最为看重其社会关系中的政治关联的构建。他们可以通过这两种方式来建立政治关联:一是聘请离任政府官员(或国有企业高管)任职公司高管,建立政治关联;二是自己争取成为各级人大代表、政协委员来确立政治关联。从某种意义上讲,一个企业家所能获得的人大代表和政协委员的层级代表了其所具有的社会关系质量和政治关联层级,也对应着他在中国社会中的社会地位和“影响力”。而这种基于政治关联的社会地位和影响力又往往对应着相应的资源和便利,自然会对企业家的经营决策产生影响。中国人大代表具体分为全国、省、市、县和乡镇等不同等级,政协委员有全国、省、市和县等四个级别,每一级对应着不同的政治待遇和社会影响力,当然也对应着能够接触到不同层次的官员和资源(特别是政治资源)。那么,在更讲究“人脉”和“关系”的中国,企业家由于政治关联层级不同而导致的社会影响力差异是否影响其企业的并购行为?随着企业家社会影响力(政治关联层级)的提升,他所能够获得的各种社会资源(包括政治资源)越丰富,是否会激励企业家去扩大企业的经营区域,加大异地并购力度呢?当地经济发展水平和市场化程度又能给这种作用带来什么影响?进一步地,企业家基于影响力的跨区域并购行为是否有效率,是市场化的“价值驱动”还是非市场化的“政策套利”呢?本文尝试探讨这些问题。

二、理论分析与研究假设

法国经济学家萨伊将企业家定义为“敢于承担风险和责任,开创并领导了一项事业的人”。这个群体是市场经济的核心和象征。资源配置和技术进步是市场经济的两个重要功能,张维迎认为,企业家作为市场经济中最为活跃的参与主体,也对应着两个重要职能——套利和创新。根据萨伊和张维迎两位学者的定义,可以将企业家分为创新型企业家、套利型企业家和管理型企业家。国有上市公司的董事长一般都是经由组织任命,尽管权力很大,但很多决策仍受上级国资监管部门甚至上级党政官员的制约,并非企业真正的实际控制人。如果把他们也列入企业家群体,可以把他们归为管理型企业家,他们的官员色彩和政治关切会更为强烈,创新和套利的动力会相对不足。而伴随着中国经济成长起来的民营上市公司实际控制人才是真正意义上的创新型企业家和套利型企业家,他们是中国市场经济中最为活跃的企业家群体,是企业真正的“老板”,这也区别于既有文献往往更多关注“董监高”群体。本文手工收集了以民营企业为主的中小板上市公司的实际控制人信息,发现相当比例的实际控制人隐于幕后,而台前的“董监高”很多也只是职业经理人。

1. 企业家的影响力与企业的异地并购

在中国,各级政府和官员以各种形式掌握着大量稀缺资源,也会通过政府和官员这只“有形的手”影响资源的配置。Faccio(2010)在其开创性的研究中发现,与政府关联紧密的企业往往更容易获得贷款,并享有税收优惠等好处,特别是在政府干预和官员腐败程度高的国家。李健和陈传明

^① Ishii and Xuan(2014)研究发现,双方社交关系程度每提高1单位标准差会导致双方股价的3日累计异常收益率下降0.6%—0.9%。

(2013)的研究也指出,在市场机制尚未完全建立的中国,企业家所拥有的政治关联是获取各种制度性资源的关键。由此,企业家的影响力,特别是他们与各级政府及官员的各种联系,能够影响企业对这些资源的竞争,进而影响企业的经营业绩。企业并购是企业实现外延式、跨越式成长和扩张的重要途径。上市公司的异地并购和跨行业并购往往涉及复杂的法律财务问题,也会面对一些“非市场化”的问题,比如,土地价格、税收优惠,产业扶持等,这些政策优惠力度往往又和企业家自身的影响力及企业家与地方官员的私交密切相关。正如前文所述,在中国,企业家的政治关联层级是其社会影响力的最佳表征。企业家的政治关联层级越高,代表着其社会影响力越大,企业家能够动员的各类资源和借助的各种关系就越多,从主观意愿上看,企业家会越有自信进行跨区域的并购;从客观能力上,企业家也会越有实力去推进跨区域的并购。基于此,本文提出:

H1a:企业家(实际控制人)的影响力(政治关联层级)提升会促进企业跨区异地并购。

对于这一命题的研究,本文不仅运用是否邻接的0—1虚拟变量来衡量异地并购活动,还采用并购方与标的方之间的距离——并购距离指标。近年来,经济地理学及国际贸易与投资方面的文献,相继提出了“多维邻近思想”,认为除了0—1变量之外,还应考虑地理距离、经济距离和产业距离等其他距离指标(王庆喜和徐维祥,2014)。结合研究目的,本文运用最短公路运输距离衡量并购方与标的方归属省份(地市)首府所在地之间的地理距离。因此,本文进一步提出:

H1b:企业家(实际控制人)的影响力(政治关联层级)越高,公司并购的地理距离会越大。

2. 企业家的影响力与企业的跨经济区域并购

Faccio(2010)以47个国家的2020家上市公司为样本,发现企业家的政治影响力能够显著提升公司的股票价格。在另一篇研究中,Faccio(2006)研究发现企业家的政治关联能为企业带来更低的税费以及更高的市场占有率,而且这种政治关联层级越高,二者之间的差异越明显。此外,基于47个国家的实证研究还发现:一国政府的腐败程度越高,政治关联给该国公司带来的经营优势越大。在中国,地方政府的廉洁程度往往跟地区的经济发展水平显著正相关。巫景飞等(2008)研究发现,经济欠发达地区的政府往往更为“强势”,企业家也会更加积极地去寻求政治关联,这与Faccio(2006)研究发现类似,因为这种政治关联往往能够给企业带来更多的“好处”。基于上述研究,本文可以合理推测,在经济欠发达地区,企业家基于政治关联的影响力能够为企业带来更多的经济资源和政策优惠,因此随着企业家影响力的提升,他们可能更倾向于向经济欠发达地区进行扩展,这种并购可能是缘于政策套利的驱动;相应地,随着影响力的提升,企业家通过企业并购进入经济较发达地区的可能性降低,因为借助于同等量级的影响力,经济发达地区所能获得的政策套利空间会小于经济欠发达地区。由此,本文提出:

H2a:企业家(实际控制人)的影响力(政治关联层级)越高,通过并购进入发达经济区域的可能性越低。

可以预期,如果并购企业来自经济欠发达区域,企业家会更看重其基于政治关联层级的影响力所能够带来的各种资源和政策优惠,而这种效应在经济欠发达地区的作用也会更为明显。因此,随着来自经济欠发达地区的并购方企业家影响力的提升,他们会更愿意向经济欠发达地区扩展和并购,而减少对经济发达地区企业和资产的并购。因此,本文提出:

H2b:并购方来自欠发达经济区域时,企业家(实际控制人)的影响力(政治关联层级)对公司进入发达经济区域的抑制作用更大。

3. 企业家的政治关联层级与企业的跨市场化区域并购

Bartels and Brady(2003)研究发现,制度越落后的国家或地区,企业越有动机通过建立政治关

联来克服制度缺失对企业成长的阻碍。Adhikari et al.(2006)也认为企业家的政府背景是一种有价值的资源,使公司更容易获得债务融资、享受更低税率等好处,尤其是在市场化程度较低,政府管制较严的发展中国家。Peng and Luo(2000)还明确指出,在法律和监管等市场机制相对不健全的转型经济国家中,企业管理层和政府官员的关系有助于提高公司价值。与上述学者基于国别的研究类似,国内学者魏江等(2013)发现地方政府与市场的关系对本地政治关联与并购行为有正面作用,但对中央政治关联与并购之间的关系则有负向作用。即标的方公司所在省市的市场化程度较低时,企业高管政治关联深度对跨地区并购行为的促进作用更强(江若尘等,2013)。这些研究结果都反映出“政治关联”与“市场化程度”之间存在着一定的替代关系,吴文锋等(2008)的研究也发现,在政府干预越强烈的区域,企业高管的政治关联特别是当地政府的任职经历对于企业价值的提升影响更大。与上述跨经济区域的分析类似,在市场化程度较低的地区,企业家基于政治关联的影响力能够为企业带来更多的经济资源和政策优惠,进行政策套利的空间也越大,因此,本文提出:

H3a:企业家(实际控制人)的影响力(政治关联层级)越高,其通过并购进入市场化程度高的地区的可能性越低。

如果并购企业来自市场化程度较低的地区,企业家会更看重其基于政治关联层级的影响力所带来的各种资源和政策优惠,而这种效应在市场化程度较低的地区的作用也会更为明显,因此,随着来自低市场化地区的并购方企业家影响力的提升,他们会更愿意向市场化程度较低的地区扩展和并购,而减少对市场化程度较高的地区企业和资产的并购。因此,本文提出:

H3b:并购方来自市场化程度较低的地区时,企业家(实际控制人)的影响力(政治关联层级)对公司进入市场化程度较高地区的抑制作用更大。

可以将中国民营企业家的并购行为分为市场化的创新驱动型并购和非市场化的政策套利型并购。如果说,企业家的影响力影响了企业的扩张路径和并购决策,那么这种扩张是基于市场化的价值驱动型并购还是基于非市场化的政策套利型并购?这也是本文希望讨论的问题。

三、数据说明及研究设计

1. 数据说明

中小板股票市场设立于2004年,上市公司披露实际控制人信息也始于2004年^①,因此本文最初将研究区间设定为2004—2014年。中小板市场民营上市公司的并购数据和实际控制人信息主要来自CSMAR数据库和CCER数据库,并通过网络进行手工搜集补充。

对于并购数据,借鉴已有文献的做法(刘笑萍等,2009;王砚羽等,2014),本文选择中小板上市公司的四类并购事件,即资产收购、吸收合并、要约收购和股权转让。以并购首次公告日期为准,采用如下筛选规则:①中小板股票市场上市公司处于买方(并购方)地位;②并购交易成功、剔除关联交易;③剔除买方与卖方为绝对控股关系的并购、剔除买方与卖方为同一实际控制人不同子公司的并购;④剔除买方在样本期间被ST、*ST和PT处理的24家公司所发起并购事件;⑤考虑到金融行业的特殊性,剔除并购方为金融保险业的并购事件;⑥剔除标的方主体是“生产技术、生产线、技术专

^① 中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号(2004年修订)》第二十五条第三款规定,披露公司股东情况时,要求上市公司除了介绍控股股东的情况外,还必须介绍公司实际控制人的情况,并以方框图的形式披露公司与实际控制人之间的产权和控制关系。沪深交易所还要求信息披露时,上市公司的实际控制人最终要追溯到自然人、国有资产管理部门或其他最终控制人。

利、生产设备、理财产品及上市公司股票^①”的并购事件^②。由此,本文获得2004—2014年,533家中小板上市公司发起的1814条有效并购样本。

与简单地将国有企业视为政治关联企业,或者以聘任前政府官员或国有企业高管作为公司高管建立政治关联(即管理层的政治关联)不同,本文更为关注“老板的”政治关联。基于此,本文手工搜集中小板上市公司实际控制人担任人大代表和政协委员层级(即国家、省、市、县等四级人大代表或政协委员)数据,并以此作为代表企业家“影响力”的代理变量,系统地研究民营上市公司实际控制人的政治关联层级(即企业家的“影响力”)的变化对企业异地并购的影响。为了收集企业家的简历信息和个人特征,利用新浪财经、凤凰财经、和讯网人物频道、各上市公司官网、各省市人大官网和政协官网等网站进行手工收集补充。本文制定的实际控制人筛选规则有:①删除重复实际控制人。具体地,对于上市公司同时有多名实际控制人情形,则按照步骤依次确认:政治职务较高者^③、持有股权较高者、担任公司职位较高者(董事长>总经理)、任期。这样处理,主要是为了确保每家企业在一个时间点只有一名实际控制人。②剔除样本期间内实际控制人发生变更的公司(包括被借壳上市、国有企业改制、私营企业国有化等情形)以及实际控制人不存在的公司。③剔除被ST、*ST和PT处理的公司。④剔除实际控制人是境外(包括中国港澳台地区)组织或自然人的公司。经过筛选,本文得到548家民营中小板上市公司,657个有效的实际控制人信息。

将548家企业数据与1814件有效并购事件匹配,得知2004—2014年421家民营上市公司发起了1503次并购。统计发现:①327位(约占59.67%)实际控制人在公司上市时已担任县级及以上人大代表或政协委员;②企业首次并购中,仅108位企业家没有人大代表或政协委员职务,意味着在研究区间,大约74.35%(=313/421)实际控制人存在某种“影响力”。这表明借助0—1变量笼统地讨论企业家“影响力”与异地并购关系的做法没有意义(陈维等,2015)。

最后,剔除实际控制人变更和境外实际控制人的公司所发起并购样本,得到2004—2014年1711个并购数据。考虑到公司上市的初期效应,删除2004年发生的7起并购事件,有2005—2014年中小板市场1704个有效并购事件,其中421家民营企业发起1497次并购。在控制变量数据方面,考虑可能的内生性问题,本文将所有控制变量都滞后一期,剔除数据缺失样本,将民营上市公司有效并购数量减至1207个。公司财务数据源于CSMAR数据库,宏观经济数据来自CEIC数据库。

2. 实证模型

在研究企业家的“影响力”对企业异地并购的影响时,本文设定跨区域并购为0—1虚拟变量,运用非线性概率Probit模型。具体方程为:

$$\begin{aligned} \text{Probit}(\text{Croreg}) = & \alpha_1 + \sum \beta_i \text{IMPACT}_i + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{Roa} + \alpha_4 \text{Lev} + \alpha_5 \text{Age} \\ & + \alpha_6 \text{Growth} + \alpha_7 \text{Risk} + \alpha_8 \text{Top1} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

其中,被解释变量Croreg分别代表中小板上市企业跨地市并购Crocity、跨省份并购Cropro或并购标的地方所在省份的经济发展程度、市场化程度。解释变量集合IMPACT为中小板上市企业实际控制人的政治关联层级。在下文表3与表4的回归中,∑IMPACT包含Im_pro+、Im_city及Im_county;在表5的回归中则为Impact或Impact_jump。其他变量为控制变量。各变量具体含义见表1。

- ① 将买入上市公司股票、持有一定时间后卖出的并购界定为获取资本收益的投机活动,本文没有考虑。
- ② 如果收购标的是为了收购另一种最终标的物,本文选择最终标的物。
- ③ 之所以将“政治职务级别高低”排序第一,本文认为企业实际控制人的任何成员都有动机去谋取公司利益最大化,何况中国很多中小板公司实际控制人都是家族企业,中国社会最讲究血缘关系。本文主要讨论实际控制人影响力(用政治职务级别来代表)对公司并购决策的影响。

分析企业家的“影响力”与并购距离时,很多本地并购的距离为0,导致被解释变量是一个以0为下限的受限连续变量,为此构建下限为0的Tobit模型:

$$Dis = \alpha_1 + \sum \beta_i IMPACT_i + \alpha_2 Size + \alpha_3 Roa + \alpha_4 Lev + \alpha_5 Age + \alpha_6 Growth + \alpha_7 Risk + \alpha_8 Top1 + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

其中,因变量 *Dis* 分别代表公司省内跨市并购距离 *Discity*、跨省并购距离 *Dispro*。其他变量与式(1)类似。类似地,当探究经济区域并购时,将标的企业所在省市的经济发展程度作为被解释变量;当讨论市场化区域并购时,因变量是并购标的方所在省市的市场化程度。涉及变量的详细含义见表1。

表 1 变量名称及定义

	变量名称	变量定义
被解释变量	<i>Crocity</i>	虚拟变量,公司并购是否省内跨市,如果是则取1,否则为0
	<i>Cropro</i>	虚拟变量,公司并购是否跨省,如果是则取1,否则为0
	<i>Discity</i>	省内跨市并购距离,ln(地市层面的并购买方与标的方之间最短公路运输距离+1)
	<i>Dispro</i>	跨省并购距离,ln(省份层面的并购买方与标的方之间最短公路运输距离+1)
	<i>Targdp</i>	虚拟变量,标的方所在省份是否属于发达经济区域,如果是则取1,否则为0。针对并购当年全国31个省市的人均GDP,以中位数为界,高于或等于中位数的省份被认为是发达经济区域,赋值1,否则为0
	<i>Tarmarket</i>	虚拟变量,标的方所在省份是否属于市场化程度较高区域,如果是则取1,否则为0。借助樊纲等(2011)的市场化指数,以中位数为界,高于或等于中位数的省份界定为市场化程度较高区域,赋值1,否则为0
解释变量	<i>Im_pro+</i>	虚拟变量,并购当年民营上市公司实际控制人是否为全国或省级人大代表(政协委员)。如果是则取1,否则为0
	<i>Im_city</i>	虚拟变量,并购当年民营上市公司实际控制人是否为市级人大代表(政协委员)。如果是则取1,否则为0
	<i>Im_county</i>	虚拟变量,并购当年民营上市公司实际控制人是否为县级人大代表(政协委员)。如果是则取1,否则为0
	<i>Impact</i>	企业家的政治关联层级,并购当年民营上市公司实际控制人的政治身份层级。具体而言,全国人大代表(政协委员)赋值5。类似地,省级赋值为4、市级赋值为3、县级赋值为2,否则为1
	<i>Impact_jump</i>	政治层级跳跃虚拟变量。反映企业家政治关联层级的跳跃情况。选取实际控制人影响力第一次跳跃事件。在跳跃之前,变量赋值为0,之后则为1。
控制变量	<i>Buygdp</i>	虚拟变量,买方所在省份是否属于发达经济区域。如果是则取1,否则为0
	<i>Buymarket</i>	虚拟变量,买方所在省份是否属于市场化程度较高区域。如果是则取1,否则为0
	<i>Size</i>	公司规模,并购前一年末的总资产自然对数值
	<i>Roa</i>	盈利性,并购前一年末的资产报酬率
	<i>Lev</i>	资产负债率,并购前一年末的资产负债率
	<i>Age</i>	公司年龄,并购前一年末的公司上市时间
	<i>Growth</i>	成长性,并购前一年末的主营业务增长率
	<i>Risk</i>	风险性,并购前一年末的流动资产比率
	<i>Top1</i>	股权结构,并购前一年末的第一大股东持股比例

资料来源:作者整理。

3. 变量选取

在中国,担任不同层级的人大代表和政协委员是体现企业家社会影响力的最佳表征。而不同层级的人大代表或政协委员,对应着不同的政治待遇,也对应着能够接触到不同层次的官员和资源(特别是政治资源),同时也对应着不同的社会影响力。故本文依据实际控制人的不同政治层级分别设置省级及以上、地市级以及县区级虚拟变量,以表示不同政治关联层级的影响。对于公司异地并购行为,借鉴相关研究成果(魏江等,2013;唐建新和陈冬,2010;潘红波和余明桂,2011;陈仕华等,2013;王艳和阚铄,2014;刘春等,2015),本文选取如下控制变量:公司规模(*Size*)、公司盈利性(*Roa*)、资产负债结构(*Lev*)、企业上市年龄(*Age*)、公司成长性(*Growth*)、公司风险性(*Risk*)以及股权结构(*Top1*)。考虑异常值影响,本文对所有连续变量做上下各1%水平 Winsorize 处理。另外,本文还控制了行业效应和年度效应。本文全部涉及变量的详细含义见表1。

四、实证检验与结果分析

1. 主要变量描述性统计

表2给出了主要变量描述性统计结果。省内跨市并购和跨省并购虚拟变量的均值分别为0.35、0.49,中位数为0.00和0.00;省内跨市并购距离的中位数约等于0.00、跨省并购距离中位数为0.00,这说明在省级并购上以省内并购为主,而省内跨市并购则以市内并购为主。另外,*Targdp*和*Tarmarket*的均值0.7683、0.8615,反映标的企业大多数位于经济发达区域和市场化程度较高省份。最后,至少一半企业家担任市级及以上级别的人大代表或政协委员。

在主要变量的 *Pearson* 相关系数和 *Spearman* 秩相关系数检验结果中^①,虽然企业家政治关联层级与异地并购、并购距离相关性较低,但相关系数为负值。另外,其与跨经济区域并购、跨市场化区域并购等变量都显著负相关。最后,因变量与自变量之间的相关系数绝对值小于0.5,不存在严重的多重共线性现象。

本文还做了主要变量关于政治关联层级的单因素 *ANOVA* 检验^②。结果发现,无论是0—1并购变量、还是并购距离,抑或跨经济区域和跨市场化区域并购,F值都至少在10%水平下显著拒绝原假设,说明实际控制人“影响力”的确对异地并购存在明显影响,这也侧面印证构建“政治关联层级”变量的合理性。

2. 企业家的“影响力”与企业的异地并购

表3给出了企业家政治关联层级与异地并购的相关回归结果。从表3的跨区域并购回归结果可以看出,企业家的“影响力”变量总体上与跨区域并购是负相关的。说明伴随着企业家(实际控制人)影响力(政治关联层级)的提升,企业并未如预期地进行“广度上的扩张”,即没有更多地进行跨区域异地并购。在给定并购总量的前提下,由于跨区域并购数量的减少,企业家更多的是进行“深度上的扩展”,即更倾向于并购本地公司。

具体而言,根据跨市并购的回归结果(表3的前两列),可以发现考虑行业效应和年度效应后,企业家的“影响力”在县区级方面显著且系数为负。说明在省内跨市并购层面,起主要影响作用的是县区级政治关联。与之相对应的,根据跨省并购的结果(表3的后两列),发现在省级层面上,对企业异地并购起主导作用的变量是省级及以上的政治关联。而与此同时,县区级变量不再显著,这也与现实情况相符:县区级作为较低级别的政治关联层级,其“政治影响力”相对较弱,并不足以对跨省

① 限于篇幅,没有列出。可登陆《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.org>)下载。

② 限于篇幅,没有列出。可登陆《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.org>)下载。

表 2 主要变量描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	最大值	最小值	N
<i>Crocity</i>	0.3449	0.0000	0.4757	1.0000	0.0000	545
<i>Cropro</i>	0.4868	0.0000	0.4998	1.0000	0.0000	1207
<i>Discity</i>	1.7023	0.0000	2.4490	7.5852	0.0000	545
<i>Dispro</i>	3.3496	0.0000	3.4754	8.3690	0.0000	1207
<i>Targdp</i>	0.7683	1.0000	0.4227	1.0000	0.0000	1207
<i>Tarmarket</i>	0.8615	1.0000	0.3347	1.0000	0.0000	1207
<i>Im_pro+</i>	0.3884	0.0000	0.4842	1.0000	0.0000	1207
<i>Im_city</i>	0.3040	0.0000	0.4500	1.0000	0.0000	1207
<i>Im_county</i>	0.0942	0.0000	0.3133	1.0000	0.0000	1207
<i>Impact</i>	2.9710	3.0000	1.3267	5.0000	1.0000	1207
<i>Impact_jump</i>	0.6223	1.0000	0.5007	1.0000	0.0000	227
<i>Size</i>	21.5243	21.3234	0.9986	24.8165	19.5794	1207
<i>Roa</i>	0.0730	0.0690	0.0543	0.2992	-0.5008	1207
<i>Lev</i>	0.3668	0.3592	0.2080	0.9444	0.0075	1207
<i>Age</i>	3.5552	2.6301	2.0895	10.1409	0.5900	1207
<i>Growth</i>	0.4691	0.1472	2.8991	61.1520	-0.9413	1207
<i>Risk</i>	0.6785	0.6979	0.1657	0.9973	0.1956	1207
<i>Top1</i>	36.5400	37.7600	13.7202	86.4900	6.8000	1207

注：本文原始有效并购样本量是 1497，其中境外并购 96 起；既涉及控制变量缺失、又涉及境外标的的并购 14 起；省内并购 719 起，剔除控制变量缺失后有 545 起。

资料来源：作者计算。

表 3 企业家政治关联层级与异地并购回归的解释变量系数汇总

回归模型	(1)	(2)	(1)	(2)
因变量	<i>Crocity</i>	<i>Discity</i>	<i>Cropro</i>	<i>Dispro</i>
<i>Im_pro+</i>	-0.1232 (0.1821)	0.4638 (0.8694)	-0.2970*** (0.1124)	-1.398** (0.5883)
<i>Im_city</i>	-0.1763 (0.1846)	-0.009 (0.8882)	-0.2008** (0.1108)	-0.7534 (0.5736)
<i>Im_county</i>	-0.6659** (0.2613)	-2.5940** (1.2570)	-0.2045 (0.1519)	-1.3770* (0.8006)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
Pseudo R ²	0.1189	0.0606	0.0594	0.0213
N	544	545	1206	1207

注：模型(1)为 Probit 模型，模型(2)为下限为 0 的 Tobit 模型。括号内数值为稳健标准误差，***、** 和 * 分别表示该统计值在 1%、5% 及 10% 水平下显著。限于篇幅，控制变量结果没有列出。

资料来源：作者计算。

并购产生显著影响。可以说,省内跨市并购和跨省并购的结果是可以相互印证的。

根据表3的信息可以发现:①整体而言,政治身份对于跨区域并购具有显著的抑制作用,且不同级别的企业家政治关联层级对于跨省和省内跨市并购有着不同的影响。全国及省级政治身份对跨省并购行为的影响最大,而县区级政治身份对省内跨市并购行为更有影响。②在跨省并购活动方面,由于接触和支配的资源有限,企业家的县级政治身份并不能显著影响其跨省并购决策,而拥有省级及以上人大代表或政协委员身份的实际控制人显著地减少了跨省并购活动。③就省内跨市并购来说,企业家的县区级政治关联层级会显著抑制省内跨市并购。综上所述,由于县区级政治身份和省级及以上的政治身份分别会抑制省内跨市和跨省并购活动,故可以合理推断,在给定并购总量的前提下,企业家将会把更多精力放在其政治影响力所在区域内的并购活动中。

总体来说,虽然以上发现与本文H1相反,但似乎更符合中国的现实情况。根据中国人大代表和政协委员的选举和遴选机制,县市省各级人大代表和政协委员都由各自的行政单位内选举产生,但各省份的全国人大代表和政协委员并非在全国范围内统一选举(遴选)产生,而是将名额分配至各省份和中国香港、中国澳门、解放军等35个选举单位。因此,大部分全国人大代表和政协委员与省级人大代表和政协委员一样,他们的社会影响力应该也主要在省内。当然,前者的影响力往往要强于后者,但由于本文的研究样本是中小板上市公司,具有全国影响力的企业和企业家相对主板来说较少。正如前文研究所发现的,随着企业家影响力的提升,即政治关联层级的提高,企业家更愿意深耕其影响力范围内的各种“资源”,深度挖掘其影响力所能获取的利益和机会。而这种“深耕”行为,也就使得企业的跨省并购减少。此外,就中国的阶层交往来看,与中小板上市公司实际控制人的影响力相对应的是,这些企业家的社交圈一般可以向上延伸到各地市的主要官员(地厅级),但与省部级领导的直接交往会较少。而中国地市级官员的任命基本是以省内调动调整为主,跨省调动调整较少。地方官员调往省内异地任职了,往往会力邀原任职地的企业家前往其新任职地进行投资或并购,并许以各种政策优惠。这也会导致随着企业家影响力的提升,跨省并购反而减少。这与中国特有的选举制度、官员任命和官商互动是相契合的。特别是近年来中国经济进入“三期叠加”的经济新常态,旧的增长模式难以维系,新的增长动力尚未形成,各级政府加大了刺激经济和招商引资的力度,政府这只“有形的手”日益强大,会在市场经济中撑出更多的“政策套利”空间。各种政策优惠叠加各种政企联系(包含企业家和官员的私交联系),可能会诱导企业更多地进行影响力范围内的政策套利型并购。

3. 企业家的“影响力”与企业的跨经济区域并购扩张

为了探究地区经济发展水平在企业家的影响力与企业并购行为中的影响,本文将并购企业所在地和目标企业(或资产)所在地划分为经济发达区域和经济欠发达区域。关于并购方是否来自发达经济区域 *Buygdp* 的单变量检验结果显示,均值检验的 *t* 值和中位数检验的 *Z* 值分别在 1% 水平下显著拒绝原假设,意味着并购方自身所处经济发展区域对其并购“经济发达区域”标的公司存在明显影响^①。借助交互变量形式^②,表4左半部分给出了企业家的“影响力”与跨经济区域并购的参数估计结果^③。

① 将变量 *Buygdp* 均值 *t* 检验的单侧检验 H_1 设定为 $mean(0)-mean(1)<0$ 时,本文还发现均值 *t* 检验都会显著拒绝原假设,说明来自经济发达区域的买方倾向于并购同样是经济发达区域的标的企业,即民营上市公司在跨经济区域并购的对象选择上存在趋同性。

② 本文也使用分组回归方法,发现结果类似。

③ 限于篇幅,在跨经济区域并购和跨市场化区域并购部分,控制变量的估计结果没有列出。

表 4 实际控制人政治关联层级与异地并购进一步回归结果

回归模型	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
因变量	<i>Targdp</i>	<i>Targdp</i>	<i>Targdp</i>	<i>Tarmarket</i>	<i>Tarmarket</i>	<i>Tarmarket</i>
<i>Im_pro</i> ⁺	-0.4606*** (0.1329)		-1.4933*** (0.1697)	-0.7232*** (0.1751)		-2.3158*** (0.2599)
<i>Im_city</i>	-0.1673 (0.1349)		-1.2246*** (0.2903)	-0.0804 (0.1849)		-1.2855** (0.5088)
<i>Im_county</i>	-0.0158 (0.1886)		-0.3097 (0.5592)	0.0553 (0.2628)		0.3671 (1110.4154)
<i>Im_pro</i> ⁺ × <i>Buygdp</i>		0.9915*** (0.1348)	1.8028*** (0.1699)			
<i>Im_city</i> × <i>Buygdp</i>		0.6348*** (0.1157)	1.2432*** (0.2876)			
<i>Im_county</i> × <i>Buygdp</i>		0.7108*** (0.1766)	0.3913 (0.5654)			
<i>Im_pro</i> ⁺ × <i>Buymarket</i>					0.6711*** (0.1540)	2.2067** (0.2455)
<i>Im_city</i> × <i>Buymarket</i>					0.8057*** (0.1490)	1.2792** (0.5098)
<i>Im_county</i> × <i>Buymarket</i>					0.9314*** (0.2409)	-0.2289 (1109.0251)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Pseudo R ²	0.0839	0.1266	0.1991	0.1630	0.1680	0.2791
N	1207	1207	1207	1207	1207	1207

注：模型(1)为 Probit 模型。括号内数值为稳健标准误差，***、** 和 * 分别表示该统计值在 1%、5% 及 10% 水平下显著。
资料来源：作者计算。

从表 4 第一列可以看出，企业家政治关联层级中国家级或省级的政治关联层级会显著影响跨省并购的目标选择。这与上文的发现及实际情况是相符的；企业家的地市级或县区级政治身份相对于国家级或省级政治身份而言，其政治影响力较低，在进行跨省并购时显得力不从心；相比之下，因为企业家的国家级或省级政治身份可使其有更多与外省官员接触的机会，其政治影响力更强，故其政治能量更可能对跨省并购决策产生影响。具体来说，拥有国家级或省级政治身份的企业家更可能选择并购经济相对落后地区的企业。对于这一结果，本文的解释是：因为在经济欠发达地区，市场较不完善，法治较不健全，政府官员自由裁量权的空间较大，这也就使得企业家可以利用政治关联层级的影响力为企业争取更多的资源和机会。对于有国家级或省级政治身份的企业家而言，其能够动用的各类政治资源较多，强大的政治影响力不仅可以最大限度消除经济相对落后地区的各种不利因素，还可能为其带来较多的未来预期收益。因此，企业家也就更愿意向经济相对落后的地区进行并购扩张，充分发掘和利用其“影响力”的“效益”。

更进一步地，并购方所在地经济发达程度变量 *Buygdp* 与企业家的国家级或省级政治关联层级

的交互项系数显著为正,意味着当国家级或省级政治身份的并购方来自经济发达区域时,其更偏好于并购同样是经济发达区域的目标公司。这一结果符合本文预期,即如果企业家来自经济较发达地区,他们自身基于政治关联层级的影响力在市场较完善、法治较健全的经济发达地区所能够获取的“额外的”资源和机遇相对较少,因此相对于经济欠发达地区的企业家而言,他们利用个人影响力进行跨区域并购的动力弱一些。这意味着随着政治关联层级的提升,对经济欠发达地区的并购和扩张会减弱,进行政策套利型并购的动力降低。根据 Ai and Norton(2003)的研究发现,在使用Probit等非线性模型时,交互效应的解释不同于线性模型^①。经验证,本文的结论是稳健的。H2 得证。

基于上述发现,本文能够合理地推断,来自经济欠发达区域的企业家,如果其政治关联层级越高、社会影响力越大,那么他们越愿意向经济欠发达区域进行并购和扩张。而且进一步的实证研究也发现,并没有明显的证据表明这种并购和扩张活动能够有效地提升企业绩效^②。

4. 企业家的“影响力”与企业的跨市场化程度区域并购扩张

与跨经济发展区域的研究类似,本文将并购企业所在省份和目标企业(或资产)所在省份划分为市场化程度高的区域和市场化程度低的区域。关于 *Buymarket* 的单变量检验结果显示,均值检验的 *t* 值和中位数检验的 *Z* 值分别在 1% 水平下显著拒绝原假设,这意味着并购方自身所处区域的市场化程度对其并购“高市场化区域”标的公司存在明显影响^③。运用交互项,表 4 右半部分给出了回归分析的结果。

与地区经济发展水平的回归结果类似:企业家的国家级或省级政治身份会显著影响跨省并购的目标选择。可见,无论对于并购目标所在地区的经济发展水平还是市场化程度,企业家的政治影响力都是影响并购目标地区选择的重要因素。与经济发展程度相类似,在市场化程度低的地区,企业家基于政治关联层级的影响力能够为企业争取更多的资源和机会。对于有国家级或省级政治身份的企业家而言,其影响力在市场化程度较低的地区能够带来更多的“好处”和“便利”。故企业家也就更愿意向市场化程度低的地区进行并购扩张,充分发掘和利用其“影响力”。

进一步分析发现,并购方市场化程度虚拟变量 *Buymarket* 与企业家的国家级或省级政治关联层级的交互项系数显著为正,意味着当并购方来自市场化程度高的区域时,其更偏好于并购同样是市场化程度高的区域的企业。对于这一结果,本文的解释是:在市场化程度高的地区,法治化程度也会较高,资源更多的是受市场这只“无形的手”调控,政府这只“有形的手”对市场的干预也会较少,官员的自由裁量权也会较小,能够给予的各种政策优惠相对于市场化程度较低的地区也较为有限。由此,企业家运用其影响力可能带来的潜在收益并不高,这也会导致其进行政策套利型并购的动力降低。由此,企业家会更倾向于并购同样处于市场化程度高的地区的企业。H3 得证。

据此,本文能够合理地推断,来自低市场化程度区域的企业家,如果其政治关联层级越高、社会影响力越大,那么他们越愿意向低市场化程度区域进行并购和扩张。

① 真实的交互效应影响应为: $\mu_{12} = \frac{\Delta^2 F(x, \hat{\beta})}{\Delta x_1 \Delta x_2} = \hat{\beta}_{12} F'(x, \hat{\beta}) + (\hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_{12} x_2) (\hat{\beta}_2 + \hat{\beta}_{12} x_1) F''(x, \hat{\beta})$, 感谢审稿人提出的宝贵建议。

② 本文对跨区域并购行为进行短期绩效 *CAR* 和长期绩效 ΔROA 检验。结果表明,跨区域并购并不显著影响企业短期绩效,也不对企业的长期绩效产生明显作用。限于篇幅未能列出。

③ 将变量 *Buymarket* 均值 *t* 检验的单侧检验 H1 设为 $mean(0) - mean(1) < 0$ 时,发现均值 *t* 检验都会显著拒绝原假设,说明来自高市场化区域的买方倾向于并购同样是高市场化区域的标的公司,即民营上市公司在跨市场化区域并购的对象选择上也存在趋同性。限于篇幅并未列出。

五、稳健性检验

1. 企业家“影响力”与企业异地并购的跳跃样本检验

本文用企业家的政治关联层级的跃升来表征企业家社会影响力的“跳跃”提升,由此来检验企业家的影响力变化是否会影响其企业的并购扩张行为。中国各级人大代表和政协委员的选举(遴选)机制是每5年进行一次换届选举。因此,在本文样本研究区间内,会有部分中小板上市公司实际控制人的政治级别出现“跃升”(如县级人大代表被选举为市级人大代表)。这些企业家政治关联层级“跃升”前后的并购事件,为本文检验实际控制人政治关联层级与跨区域并购活动提供了很好的样本。

在本文样本中,发现云南锆业(股票代码:002428)的实际控制人包文东先生于2009年被遴选为临沧市第二届政协常委,2013年又被遴选为云南省第十一届政协委员。该公司在2010—2012年间共发起了5次并购,其中2次并购标的公司在北京(跨省、经济发达和市场化程度高地区)。但2013年之后所发起的4次并购,标的公司都在云南(省内、经济欠发达和市场化程度低地区)。这个案例与前文结论一致,随着企业家的“影响力”的提升,他们更愿意“深耕”其影响力范围内的资源和机会,由此,他们的跨省并购行为反而会减少,省内跨市并购行为反而会增加。云南锆业2013年前后的并购行为在一定程度上也佐证了:随着企业家影响力的提高和政治关联层级的提升,地处经济欠发达地区和市场化程度较低区域的企业家会减少对经济发达地区和市场化程度较高地区的并购,而是更倾向进入经济欠发达地区和市场化程度较低的地区。在本文样本中,发现类似案例还有太安堂(股票代码:002433)的柯少彬、云海金属(股票代码:002182)的梅小明和汉缆股份(股票代码:002498)的张思夏。

具体来说,本文设定跳跃虚拟变量 $Impact_jump$ 来反映企业家政治关联层级的跳跃情况。出于样本纯洁的目的,本文只选取实际控制人影响力第一次跳跃事件,并以此为界。在跳跃之前,变量 $Impact_jump$ 赋值为0,否则为1。本文发现,2005—2014年有47家中小板民营上市公司的实际控制人政治关联层级发生跃迁,对应着227个并购事件^①。

公司跨区域并购行为关于实际控制人政治关联层级跳跃的单变量检验结果显示,除了跨省并购虚拟变量之外,其他变量的均值t检验和中位数Wilcoxon秩和检验都显著拒绝原假设,这反映出民营上市公司实际控制人的“影响力”发生跃迁之后,企业的并购行为存在明显变化。接下来还对227个并购跳跃样本进行多元回归分析。将模型(1)的分层级虚拟变量替换为跳跃虚拟变量 $Impact_jump$ 或政治关联层级变量 $Impact$,即可得到表5所列之回归结果。并购跳跃样本的多元回归主要解释变量估计参数见表5前两列。

表5前两列中,中小板民营企业实际控制人的政治关联层级跳跃变量 $Impact_jump$ 在跨市层面显著为正,这说明控制人被选举(遴选)为更高级别的人大代表(政协委员)之后,公司倾向于跨市并购。然而,在跨省层面,跳跃变量 $Impact_jump$ 却不显著,意味着企业家得到更高级别职务,并不会对跨省并购有明显促进作用。因此,本文认为公司实际控制人的政治关联层级越高,对企业省内跨市并购的正向作用越大。这点与前文结论保持一致。

2. 关于跨区域并购变量逆向因果的解释

受中国现有政治选举制度所限,地方人大代表和政协委员这两种职务首先得在“县(区)级”地

^① 考虑样本纯洁的目的,本文只选取第一次实际控制人影响力跳跃事件。因为跳跃样本的数据量较少,无法对暴利行业以及管制行业做相应分析。

表 5 实际控制人政治关联层级跳跃与异地并购回归结果

回归模型	跳跃样本		非跳跃样本	
	(1)	(1)	(1)	(1)
因变量	<i>Crocity</i>	<i>Cropro</i>	<i>Crocity</i>	<i>Cropro</i>
<i>Impact_jump</i>	2.2356*** (0.7920)	0.4946 (0.3536)		
<i>Impact</i>			-0.0007 (0.0584)	-0.0815** (0.0367)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
Pseudo R ²	0.4090	0.2413	0.0898	0.0501
N	75	173	448	1016

注:模型(1)为 Probit 模型。此表只给出模型主要解释变量的回归系数,控制变量回归情况没有列出。括号内数值为稳健标准误差,***、**和*分别表示该统计值在 1%、5%及 10%水平下显著。

资料来源:作者计算。

理范围内选举或推荐,然后逐级上报选举。然而,并购活动决策主体却是微观企业个体,仅仅从两者的影响范围来说,某上市公司的异地并购行为欲让其“老板”被选举为以后届别的当地人大代表或者政协委员,这是不太现实的。

另外,本文还借助 2005—2014 年企业家的“影响力”没有变化的 374 家上市公司共计 1270 次并购子样本,试图从反面说明变量逆向因果问题不严重。尽管发起了并购,但是这些企业的实际控制人并没有得到升迁,从而剔除了“通过并购途径、做大企业来捞取政治身份的可能性”。如果“影响力”变量对公司并购行为的作用规律与前文保持一致,则说明本文不存在跨区域并购活动与企业家政治身份等级之间的逆向因果关系。表 5 后两列提供了相应主要变量的回归系数。可以看到,企业家的“影响力”变量依旧显著抑制跨省并购,并不明显抑制公司的省内跨市并购行为。这点与表 3、表 4 的结论类似,说明本文变量逆向因果问题并不明显。

3. 跨区域并购的其他稳健性分析。

除了上述检验,本文还做了如下分析:①剔除并购金额异常样本:并购异常样本具体包括并购金额缺失、象征性付款(如 0、1 和 2 元),以及并购金额小于首次公告日上一家公司总资产规模 1% 的并购。对于 1497 个中小板民营上市公司有效并购初始样本,经过筛选获得 1013 个并购事件。②将反映企业成长性的变量,主营业务增长率换成托宾 Q。③还将反映公司风险的变量,流动资产比率变量更换为长期负债比率。结果表明,中小板民营上市公司实际控制人政治关联层级变量的回归系数符号和显著性都与前文类似,所以本文结论具有一定稳健性。

六、企业家的影响力和企业的并购:创新驱动还是政策套利

本文研究发现,企业家的影响力会显著影响企业的并购行为,企业家会“深耕”其影响力范围内的并购机会,在跨区域并购中会更倾向并购经济欠发达地区和低市场化程度地区的资产或公司。那么,这种并购行为是创新驱动的市场化行为还是政策套利驱动的非市场化行为呢?企业家更愿意遵循市场这只“无形的手”,还是更愿意去攀附政府这只“有形的手”呢?

1. “有形的手”和“无形的手”:谁在影响企业家的并购决策

本文运用 *CAR* 和 ΔROA 这两个指标分别度量公司的短期并购绩效与长期并购绩效,选择每家

公司 2005—2014 年的第一次并购事件,由此共获得 421 个并购样本。对于短期并购绩效,本文将估计期选择为首次并购公告日的前 150 个交易日至前 30 个交易日 $[-150, -30]$,采用市场模型法来计算 $CAR[-5, 5]$,以观察前后 5 日的累积超额收益率变化情况。在控制公司年龄等其他影响因素后,对 $CAR[-1, 1]$ 做 OLS 回归,实证结果显示:公司异地并购变量的回归系数在 10%水平下不显著,企业的跨区域并购并不会影响企业短期绩效。对于并购长期绩效,本文选择资产收益率 ROA 的前后一年(两年)变化量进行度量,本文发现 2005—2014 年中小板市场并购一共有 305 个 $\Delta ROA[-1, 1]$ 、128 个 $\Delta ROA[-2, 2]$ 样本数据,在控制公司年龄等其他影响因素后,OLS 回归结果表明公司异地并购变量的回归系数在 10%水平下不显著,异地并购也不会对企业的长期绩效产生明显影响。这种基于政治关联层级驱动的并购行为可能更多的是政策套利型并购,并无益于企业绩效的改善。

那么,为什么中国的企业家更热衷于政策套利型并购而非创新驱动型并购呢?可能的原因在于中国的地方经济社会中存留着大量因为“非市场化”、“非法治化”而衍生出的政策套利空间——例如,与地方官员私交带来的投资机会和投资便利、地方政府招商引资的各种政策优惠(以地价、补贴为代表)和税收优惠、地方政府出台的各种产业政策(往往配套各种资金支持)、地方官员出于政绩追求的各种区域经济竞争。各级地方政府的非市场化举措都可能扭曲市场的资源配置,导致市场这只“无形的手”在引导企业家进行投资决策时效率降低,企业家更愿意盯住地方政府这只“有形的手”来进行资源配置,因为政府这只“有形的手”相比于市场那只“无形的手”,能给企业带来某些“急功近利”的“好处”,但代价可能是企业的长期价值下滑和创新动力缺失,甚至误导企业的投资决策。因此,当这只“有形的手”越来越“强壮有力”,并越伸越远的时候,企业家就会更愿意去攀附这只“有形的手”,与之建立各种类型或各种层级的政治关联,进而获得各种“现实”却可能“短视”的投资便利和投资机会。也就会出现本文实证研究发现的结果,在企业扩张时,企业家就更倾向借助“有形的手”带来的各种非市场化机遇进行政策套利型并购,而非创新驱动型并购。

2. “有形的手”的强化也会强化企业家对政治关联的追逐

许小年(2015)将中国改革开放以来 30 年间的增长模式分为 1977—2000 年的斯密增长模式和 2000 年以来的凯恩斯增长模式,前者以“国退民进”为特征,民营经济崛起并日渐活跃;后者则以“国进民退”为特征,政府和国有企业的力量日益壮大强势。特别是 2008 年以来中国政府为了应对全球金融海啸所引发的经济衰退,加大经济刺激力度,而作为刺激经济的决策主体和实施主体,政府和国有企业处于绝对的主导地位,对经济、市场的干预和渗透广泛且深刻。这也使得政府这只“有形的手”越来越强大,甚至部分扭曲和挤出了市场这只“无形的手”,导致民营经济的占比和活力均有所下降,越来越多的企业家关闭企业,离开实业,移民海外,或者进入地产、金融等虚拟经济部门。中国市场经济中的企业家精神也随之日益衰落。本文的研究样本刚好落在这一区间。研究发现,伴随着近年来政府和国有企业的日趋强势壮大,企业家会更加迫切地希望通过建立政治关联来扩大自己的影响力,寻求政治实力的保护和政治资源的套利。本文认为,中国的企业家日益热衷于建立各个层级的政治关联既是适应中国人情社会的一种经验选择,也是近 10 年来,政府“有形的手”日渐强化和市场“无形的手”相对弱化在企业家群体中的一个明显反应,以致企业家群体会更迫切地去寻求强有力的“有形的手”的护佑和套利。Bartels and Brady(2003)、Peng and Luo(2000)等学者的研究也验证了这一逻辑——在法律和监管等市场机制相对不健全的转型经济国家中,企业家的政治关联有助于提升公司价值,企业家有动机通过建立政治关联来克服制度缺失对企业成长的阻碍。

3. “有形的手”会加剧企业家的政策套利而不利于创新驱动

本文的实证研究发现,企业家的“影响力”越大,企业越倾向于进行省内跨市并购,但跨省并购反而减少。这表明,企业家更愿意“深耕”其政治关联层级所能覆盖的“影响力范围”,更愿意利用其“影响力”助力企业的“深度上的扩张”而非“广度上的扩张”。这也从侧面印证了,近10年来,在“锦标赛”机制下,区域之间存在或明或暗的恶性竞争(不仅仅表现在招商引资),地方保护主义或隐或现,企业家更大区域范围内的资源要素重组减少。尽管本文的实证检验并没有给出直接的证据,但地方官员对地方企业和地方经济的干预和介入,也是导致政治关联层级越高的企业反而更多地进行省内跨市并购,而非跨省并购的重要原因。更进一步地,本文的研究发现,企业家的政治关联层级越高,公司越倾向于并购经济欠发达地区和市场化程度较低地区的企业,因为企业家“影响力”在这些地区能够发挥更大的效益,能够借助“有形的手”获取更多的资源和机会。Adhikari et al.(2006)的研究也指出,企业家的政治关联是一种有价值的资源,能够使公司更容易获得债务融资、享受更低税率等好处,尤其是在市场化程度较低,政府管制比较严重的发展中国家。因此,这一结果也揭示,在中国,企业家基于影响力驱动的并购行为,可能很大比例是一种政策性套利行为。这也说明,近10年随着地方政府和官员对地方经济的深度介入和干预,“有形的手”日益强大自然会“撑出”一些政策套利空间,激励企业家积极地去建立政治关联和提升政治地位,由此更愿意去驱动政策套利型并购。本文的实证研究也发现,如果并购方的企业家来自经济发达、市场化程度较高的地区,这种向经济发展水平和市场化程度较低的区域并购扩张行为也会相应减少。这也说明,中国的企业家群体也日渐分化:来自经济发展水平较高,市场化程度较高地区的企业家更愿意遵从“无形的手”,按市场化机制去驱动并购,实现企业扩张,由此,基于影响力的政策套利型并购会减少。本文的实证研究既揭示了现实,也在一定程度上展示了未来的发展趋势。未来的中国经济需要更多创新型企业家,而非基于政治关联、政府干预的政策套利型企业家。由此,减少地方政府对地方经济的介入和干预,约束“有形的手”的乱伸乱放乱拿,自然也会减少政策套利和寻租的空间,激励企业家更加专心安心地进行创业和创新,这也是当前中国经济实现转型升级的最佳动力。

七、结论及启示

在中国,企业家的政治关联层级是其最核心、最重要的社会关系,是其社会地位和影响力的最佳表征。本文针对企业家的影响力对企业并购扩张行为的影响进行研究,以中小板民营上市公司实际控制人所建立的政治关联层级作为企业家影响力的表征,研究不同经济发展水平和不同市场化程度地区的企业家,伴随着其影响力的扩大,政治关联层级的提升,企业对外扩张路径的选择。本文选择A股中小板2005—2014年421家民营上市公司发起的非同一实际控制人的1497件并购交易为样本,实证发现:企业家的“影响力”越大(政治关联层级越高),企业越容易进行跨市并购,但跨省的并购却减少;进一步经验证据表明,企业家的政治关联层级越高、影响力越大,公司越倾向进入经济欠发达地区和市场化程度较低地区,基于政治关联的政策套利型扩张行为明显;但如果并购方来自经济发达、市场化程度高的地区时,这种意愿则会有所降低。显然,企业家的影响力会影响企业的跨区域并购行为,但更多地表现为基于影响力的“深度扩张”(而非广度扩张)和“政策套利”。本文认为,政府和官员这只“有形的手”可能是驱动企业家进行政策套利型并购的主要动因。这是因为,市场这只“无形的手”企业家只能遵从,但政府这只“有形的手”却是易于攀附,遵从前者,只能依赖创新,追求企业的长期增值;攀附后者,却可以套利,实现企业的短期收益。攀附“有形的手”进行政策套利,容易导致以“创新”为代表的企业家精神的衰落。因此,要减少非市场化因素对企业家精神的

侵蚀,就要求政府放松和解除管制,约束“有形的手”支配资源的冲动,强化“无形的手”配置资源的效率,加强产权保护制度建设,弱化各级政府官员的设租寻租行为,提升企业家信心,“保护企业家精神,支持企业家专心创新创业”,重新激活中国的企业家精神,驱动中国经济的转型升级。

[参考文献]

- [1]蔡庆丰,郭春松,黄凯松. 社会关系与社会经历对资本市场影响研究进展[J]. 经济学动态, 2016,(2):126-140.
- [2]陈仕华,姜广省,卢昌崇. 董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J]. 管理世界, 2013,(12):117-132.
- [3]陈维,吴世农,黄飘飘. 政治关联、政府扶持与公司业绩——基于中国上市公司的实证研究[J]. 经济学家, 2015,(9):48-58.
- [4]樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告[M]. 北京:经济科学出版社, 2011.
- [5]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——中国民营企业 500 强为例[J]. 中国工业经济, 2008,(4):5-14.
- [6]江若尘,莫材友,徐庆. 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[J]. 财经研究, 2013,(12):126-139.
- [7]李健,陈传明. 企业家政治关联、所有制与企业债务期限结构——基于转型经济制度背景的实证研究[J]. 金融研究, 2013,(3):157-169.
- [8]刘春,李善民,孙亮. 独立董事具有咨询功能吗? ——异地独董在异地并购中功能的经验研究[J]. 管理世界, 2015(3):124-136.
- [9]刘笑萍,黄晓薇,郭红玉. 产业周期、并购类型与并购绩效的实证研究[J]. 金融研究, 2009,(3):135-153.
- [10]潘红波,余明桂. 支持之手、掠夺之手与异地并购[J]. 经济研究, 2011,(9):108-120.
- [11]唐建新,陈冬. 地区投资者保护、企业性质与异地并购的协同效应[J]. 管理世界, 2010,(8):102-116.
- [12]王庆喜,徐维祥. 多维距离下中国省际贸易空间面板互动模型分析[J]. 中国工业经济, 2014,(3):31-43.
- [13]王艳,阚铎. 企业文化与并购绩效[J]. 管理世界, 2014,(11):146-157.
- [14]王砚羽,谢伟,乔元波,李习保. 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[J]. 管理世界, 2014,(8):102-114.
- [15]魏江,寿柯炎,冯军政. 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[J]. 科学学研究, 2013,(6):856-863.
- [16]巫景飞,何大军,林日韦,王云. 高层管理者政治网络与企业多元化战略:社会资本视角——基于我国上市公司面板数据的实证分析[J]. 管理世界, 2008,(8):107-118.
- [17]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.
- [18]许小年. 两种“中国模式”[J]. 商周刊, 2015,(25):69-73.
- [19]Ai, C., and E. C. Norton. Interaction Terms in Logit and Probit Models [J]. Economics Letter, 2003,80(1): 123-129.
- [20]Adhikari, A., C. Derashid, and H. Zhang. Public Policy, Political Connections, and Effective Tax Rates: Longitudinal Evidence from Malaysia[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2006,25(5):574-595.
- [21]Bartels, L., and H. Brady. Economic Behavior in Political Context [J]. American Economic Review, 2003,93(2):156-161.
- [22]Cai, Y., and M. Sevilir. Board Connections and M&A Transactions [J]. Journal of Financial Economics, 2012, 103(2):327-349.
- [23]Cohen, L., A. Frazzini, and C.Malloy. The Small World of Investing: Board Connections and Mutual Fund Returns[J]. Journal of Political Economy, 2008,116(5):951-979.

- [24]Cohen. L., A. Frazzini, and C. Malloy. Sell-side School Ties[J]. The Journal of Finance, 2010,65(4):1409-1437.
- [25]El-Khatib, R., K. Fogel, and T. Jandik. CEO Network Centrality and Merger Performance [J]. Journal of Financial Economics, 2015,116(2):349-382.
- [26]Engelberg, J., P. Gao, and C. A.Parsons. Friends with Money [J]. Journal of Financial Economics, 2012,103(1):169-188.
- [27]Faccio, M. Politically Connected Firms[J]. The American Economic Review, 2006,96(1):369-386.
- [28]Faccio, M. Differences between Politically Connected and Nonconnected Firms: A Cross-country Analysis[J]. Financial Management, 2010,39(3):905-928.
- [29]Hwang, B. H., and S. Kim. It Pays to Have Friends[J]. Journal of Financial Economics, 2009,93(1):138-158.
- [30]Ishii, J., and Y. Xuan. Acquirer-target Social Ties and Merger Outcomes [J]. Journal of Financial Economics, 2014,112(3):344-363.
- [31]Liu, Y. The Impact of Networks on CEO Turnover, Appointment, and Compensation [R]. University of Maryland Working Paper, 2010.
- [32]Peng, M. W., and Y. Luo. Managerial Ties and Firm Performance in ATransition Economy: The Nature of A Micro-macro Link[J]. Academy of Management Journal, 2000,43(3):486-501.

The Influence of Private Entrepreneurs and Cross-regional M&As—Empirical Findings Based on the Political Connection Level of Actual Controllers of Enterprises within the SME Board

CAI Qing-feng¹, TIAN Lin¹, GUO Jun-feng^{2,3}

- (1. School of Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China;
 2. Capital Market Research Institute, Shanghai Stock Exchange, Shanghai 200120, China;
 3. School of Economics, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Abstract: In China, the entrepreneur's political connection level plays the most important role in the social connection, and is also the best representation of his social status and influence. This paper studies the relationship between influence of private entrepreneurs who are the actual controllers of the private enterprise and the expansion path of the private enterprise by studying 1497 cross-regional M&As within the SME Board from 2005 to 2014. After a rigorous empirical research, we found that the stronger the influence of private entrepreneurs which is represented by a higher political connection level, the more possible the enterprise will conduct a cross-city M&A and the less possible the enterprise will conduct a cross-province M&A. Further study found that if the private entrepreneurs have a higher political connection level, the enterprise tends to seek target companies in less developed areas with a low degree of marketization, the policy arbitrage oriented expansion based on political connections is obvious. However, if the acquirer comes from more economically developed areas with a high degree of marketization, this tendency will be reduced. Obviously, the entrepreneurs' influence would affect the firms' behavior of cross-regional M&As, and reflect the depth of the expansion (rather than breadth of expansion) and policy arbitrage. This paper provided new evidence about the profound influence of social relations on Chinese capital market and entrepreneurs' behavior and logit in the process of economic transformation and upgrading.

Key Words: actual controllers; influence; political connection level; cross-regional M&As

JEL Classification: G32 G34 G38

[责任编辑:王燕梅]