

政治关联、收购方能力和中国私企并购绩效

——基于不同目标国视角^{*}

郭健全,韩亦秦

(上海理工大学 管理学院,上海 200093)

摘要:以2013—2019年中国私营企业针对不同目标国跨国并购为样本探讨政治关联对并购绩效的影响以及收购方能力对该影响的调节作用。研究表明:政治关联对私企在“一带一路”国家的并购绩效产生积极影响,在非“一带一路”国家产生消极影响;董事会治理能力加剧了政治关联对非“一带一路”国家并购绩效的消极影响;吸收能力帮助中国私营企业在“一带一路”国家更好地吸收有价值的外部信息并应用于并购决策,提高政治关联对并购绩效的积极影响。本研究有助于中国私营企业针对不同目标国做出高效并购决策,并提升其并购绩效。

关键词:政治关联;收购方能力;跨国并购绩效;一带一路

中图分类号:F271;F279.2 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-0598(2025)06-0034-13

一、引言

跨国并购是企业在全球范围内获得关键资源的重要方式,也是企业在国际竞争中取得优势的重要途径^{[1][2]}。2013年,习近平总书记先后提出共建“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”的重大倡议,即“一带一路”倡议;2015年3月,国家发展和改革委员会、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》,为“一带一路”建设确立了总体设计思路^[3]。在此背景下,中国企业“一带一路”跨国并购浪潮兴起,并不断刷新着历史记录^[4]。

随着“走出去”战略的实行,国家也积极鼓励和支持有实力的私营企业走出国门、实现国际化^[5]。Song等(2011)^[6]认为中国国有企业和私营企业国际化的目的不同,相比于国有企业的政治需求,私营企业的跨国并购活动是为了扩大企业规模,提高企业绩效等。不过,私营企业往往也愿意寻求政治关联,以期在并购活动中获得政府支持及其他利益,但政治关联同时也带来政治任务和政策负担,对并购绩效的影响并不确定(Gao等,2019)^[7]。另外,收购方能力包含董事会治理能力(Datta等,2020)^[8]和吸收能力。收购方能力

* 收稿日期:2020-12-08

基金项目:国家社会科学基金项目(23WJLB010)“经济高质量发展理论大纲”

作者简介:郭健全(1972—),男,河南鲁山人;博士,上海理工大学管理学院副教授,硕士生导师,主要从事国际贸易、国际商务、国际物流与供应链管理研究。

韩亦秦(1995—),女,河北石家庄人;上海理工大学管理学院硕士研究生,主要从事国际贸易与跨国并购研究。

本文引用格式:郭健全,韩亦秦.政治关联、收购方能力和中国私企并购绩效——基于不同目标国视角[J].重庆工商大学学报(社会科学版),2025,42(6):34-46.

(Jingzi等,2020)^[9]也会对并购绩效产生影响。现有研究或单独探讨政治关联或收购方能力对跨国并购绩效的影响,缺乏对二者共同作用的分析(魏炜等,2017;余珮和李珉迪,2019;胡建雄,2021)^[10-12],或没有关注私营企业的并购绩效(赵奇伟和吴双,2019;Zhang&Mauck,2018)^{[13][14]}。在研究政治关联对跨国并购绩效的影响时,也较少从私企角度综合考虑收购方能力的调节作用(闵剑和叶贝,2019)^[15]。基于此,本文关注中国私营企业是否根据与中国签订共建“一带一路”合作文件来划分目标国;着重研究政治关联对中国私营企业并购绩效的影响,以及其董事会治理能力和吸收能力对该影响的调节作用。

二、文献回顾与假设提出

(一) 政治关联与并购绩效

政治关联影响企业的并购决策和经济结果是企业跨国并购活动中不可忽视的因素。现有研究对于企业政治关联和跨国并购绩效之间的关系尚无统一论。部分学者认为政治关联对跨国并购有负面影响(Gao等,2019;张雯等,2013;闫雪琴和孙晓杰,2016)^[7,16,17]。因为企业在建立政治联系时,政府通常以直接或间接的方式参与其跨国经营,带来与企业利益相悖的政治任务,使其承担更多的社会责任,增加额外的成本(闫雪琴和孙晓杰,2016)^[17];同时具有政治关联的企业在跨国并购中,会被认为是一种半政府组织,其特殊身份在并购整合过程中往往会遭到排斥,带来并购绩效的损失(Li等,2019)^[18]。然而,另一部分学者认为与政府保持密切联系的企业容易从母国获得额外资源,有助于增强其竞争优势(吴超鹏等,2012)^[19]。

对于私企而言,政治关联对跨国并购绩效也会产生不同影响。政治关联是中国国有企业的固有属性,并为其带来资源和信息等优势,因此许多处于劣势的私企将政治关联视为一种稀缺资源,通过积极主动建立政治关联来获取政府所掌控的资源^[20],如税收减免、贷款便利、行业准入资格等^[21],这些资源帮助私营企业迅速获取并购所需的大量资金,有利于私企并购活动的开展^[22];同时,私企通过与政府保持密切联系以及掌握政策变化、政治事件等有价值的商业信息^[23],降低企业并购活动中的不确定性。然而,政治关联也会给私企带来额外的成本:政治目标往往忽视私企经济效益,企业可能以绩效为代价完成政治任务,维系政治关联,并且在企业的经营过程中融资便利可能导致管理者盲目投资^[24]。除此之外,东道国难以承认私企政治身份的合法性,具有政治关联的私企的经营行为被认为带有政治任务,这些企业将在东道国面临严重的逆向选择行为,给并购后的整合和经营带来困难^[18]。

综上所述,对于中国私营企业的跨国并购而言,政治关联作为一种稀缺资源,在并购一开始的实施阶段有助于私企获得资源和信息优势,但额外的政治任务和在东道国合法身份可能的缺失为其并购后的整合和长期经营增加了额外的成本,因此本文认为具有政治关联的中国私企跨国并购绩效可能更差。基于此,提出如下假设。

H1:中国私企政治关联与跨国并购绩效负相关,即与具有政治关联的私企相比,不具有政治关联的私企跨国并购绩效更好。

“一带一路”倡议的提出和实施影响中国私企的跨国并购活动和绩效^[25]。国家税务总局和国家发展改革委等部门相继出台了一系列大力支持企业跨国并购的政策文件,如服务“一带一路”的十项税收措施和《境外投资项目核准和备案管理办法》等,这些都为企业在“一带一路”国家投资和经营提供了便利^[26];同时,丝路基金和亚洲基础设施投资银行等政策基金相继运营,也为私企跨国并购的实施提供了财务支持^[27]。因此,本文认为具有政治关联的企业更容易了解“一带一路”倡议相关政策、享受优惠扶持,针对“一带一路”目标国的跨国并购交易绩效更好。本文根据目标企业所在国是否已同中国签订共建“一带一路”合作文件,将目标国分为“一带一路”国家和非“一带一路”国家,数据来源于中国“一带一路”网。基于此,提出如下假设。

H1a: 针对“一带一路”目标国,中国私企政治关联与跨国并购绩效正相关。

H1b: 针对非“一带一路”目标国,中国私企政治关联与跨国并购绩效负相关。

(二) 收购方能力的调节作用

在跨国并购过程中,收购方能力的差异对政治关联和并购绩效之间的关系会产生影响^[28]。这里的收购方能力指的是董事会治理能力和吸收能力。

1. 董事会治理能力的调节作用

在现代企业制度下,中国私营企业所有权与控制权分离,企业在并购活动中存在代理问题,即管理者可能做出有损于企业绩效的并购决策(He 等,2010;徐虹等,2017)^{[29][30]}。董事会是私营企业的经营决策机构,董事会治理能力对企业做出有效率的并购决策、创造交易价值等方面有重要影响(Jiang 等,2010;Bin 等,2018;Zhou 等,2020)^[31-33]。研究认为,良好的董事会治理能力有助于减少跨国并购中的代理冲突、提升并购绩效(张雯等,2013;吴超鹏等,2012;Farhan 等,2017;Ararat 等,2017)^[16,34-36]。

中国私企的跨国并购活动不仅与董事会的决策息息相关,也受到政府的干预(柴俊武等,2016)^[37],企业是否主动建立政治关联取决于董事会治理能力的高低(Schweizer 等,2019)^[38]。董事会治理能力弱的企业主动寻求政府支持,降低企业融资压力^[39],有利于企业并购活动的开展,同时在政府的监管下减少代理问题,促进董事会做出合理高效的并购决策,从而提升并购绩效;而董事会治理良好的企业意味着具有更好的盈利能力和发展前景,可以履行社会责任,拉动经济增长,帮助政府实现政治目标^[40],这些企业往往被动建立政治关联,承担政治任务,因此可能会造成企业发展的障碍。基于以上分析,提出如下研究假设。

H2a: 针对“一带一路”目标国,中国私企的董事会治理水平负向调节政治关联与跨国并购绩效之间的关系,即中国私企的董事会治理水平越高,私企政治关联对跨国并购绩效的积极影响越弱,反之亦然。

H2b: 针对非“一带一路”目标国,中国私企的董事会治理水平负向调节政治关联与跨国并购绩效之间的关系,即中国私企的董事会治理水平越高,私企政治关联对跨国并购绩效的消极影响越强,反之亦然。

2. 吸收能力的调节作用

Cohen 等(1990)^[41]将吸收能力定义为企业识别新的外部信息,吸收有价值的部分并应用于商业目的的能力。在跨国并购交易中,不同国家的企业差距较大,吸收能力用于并购决策中吸收相关信息(季华和刘海波,2019)^[27]及整合过程中吸收目标企业能力(Reus,2012)^[42],对并购绩效的影响尤为重要。吸收能力强的私企能够充分获取和利用政治关联带来的政策变化及与并购相关的政治事件等有价值的商业信息,这些复杂且难以获取的信息能够降低其信息获取成本(Zhang 等,2016)^[43],增加并购绩效。因此,吸收能力越强,越能充分发挥政治关联带来的优势。基于以上分析,本文提出如下假设。

H3a: 针对“一带一路”目标国,中国私企的吸收能力正向调节政治关联与跨国并购绩效之间的关系,即中国私企的吸收能力越强,私企政治关联对跨国并购绩效的积极影响越强,反之亦然。

H3b: 针对非“一带一路”目标国,中国私企的吸收能力正向调节政治关联与跨国并购绩效之间的关系,即中国私企的吸收能力越强,私企政治关联对跨国并购绩效的消极影响越弱,反之亦然。

三、模型与数据

(一) 样本与数据来源

本文的样本数据来自 BvD_Zephyr 全球并购交易分析库,选取 2013—2019 年中国私营企业的跨国并购事件为初始样本,样本满足以下标准:①收购方为有跨国并购交易的中国私营企业;②收购方在上海或深圳证券交易所上市;③并购交易已完成;④由于金融企业财务报告的特殊性,剔除上市公司中金融行业

样本;⑤剔除 ST 和 *ST 上市企业;⑥为适当分离每次收购的影响,剔除 3 个月内进行多次并购交易的样本;⑦剔除收购后股权低于目标企业 10% 的样本;⑧剔除财务数据缺失的样本。经过上述处理之后,最终筛选出 183 起中国企业跨国并购事件作为研究样本,其中 52 起发生在“一带一路”国家,131 起发生在非“一带一路”国家。

本文的跨国并购交易相关数据来源于 BvD_Zephyr 数据库;企业个股和市场回报数据、财务数据均来源于中国经济金融研究数据库(CSMAR);企业高管信息通过中国经济金融研究数据库(CSMAR)和企业年报手工整理得到。

(二) 变量测量

1. 被解释变量

本文以跨国并购绩效作为被解释变量。现有研究评价企业并购绩效时,通常采用参考财务报表的“财务指标法”和衡量股票价格的“事件研究法”。由于财务报表具有编制自由度较大、数据不可信等缺点,而股票市场指标能够提供更准确的信息,真实反映双方股东收益^[42],本文参考田海峰等(2015)^[43]及郭健全和李梦梦(2020)^[2]的方法,采用事件研究法计算并购事件在时间窗口期内的累计超额收益率(Cumulative Abnormal Returns,简称 CAR),以此衡量短期跨国并购绩效。累计超额收益率与长期绩效具有良好的相关性,也可用于对长期绩效变动的预测^[46]。

本文选取的估计期为收购公告日前 126 个交易日至收购公告日前 22 个交易日,即($t-126, t-22$),其中($t=0$)为首次宣布收购的日期。同时,选取收购公告日前 5 个交易日至收购公告日后 5 个交易日为时间窗口期,即($t-5, t+5$)。基于市场模型计算超额收益率的公式如下:

$$AR_u = R_u - E(R_u) \quad (1)$$

其中, AR_u 表示 i 企业在 t 日的超额收益率; R_u 表示 i 企业在 t 日的实际收益率; $E(R_u)$ 为 i 企业在 t 日的预期收益率。

根据公式(1)计算窗口期各样本的累计超额收益率:

$$CAR_i = \sum_{t=-5}^5 AR_u \quad (2)$$

其中, CAR_i 为 i 企业在($t-5, t+5$)窗口期内的累计超额收益率; AR_u 表示 i 企业在 t 日的超额收益率。

2. 解释变量

本文以政治关联(PC)、董事会治理能力(BG)和吸收能力(AC)作为自变量。

(1) 政治关联(PC)。该变量为虚拟变量,衡量收购方企业是否具有政治关联。本文借鉴袁建国等(2015)^[47]的研究,将上市企业董事会成员或高管团队是否为前任或现任政府官员、人大代表或政协委员作为政治关联的衡量标准,即:若董事会成员或高管团队曾是或目前仍是政府官员、人大代表或政协委员,则该企业具有政治关联。若企业具有政治关联则取值为“1”,否则取值为“0”。

(2) 董事会治理能力(BG)。本文参考 Gao 等(2019)^[7]及 Datta 等(2020)^[8]的方法,构建了一个包含董事会规模、董事会独立性、CEO 二元性和董事会会议四个方面的综合指数,用于衡量企业董事会治理能力,该指数比某一单一影响因子更能准确地反映董事会整体治理能力,消除了使用单一因子时可能出现的多重共线性问题。具体公式如下:

$$BG - index_{i,t} = \sum_{j=1}^4 BG_{i,j} \quad (3)$$

其中, $BG-index_{i,t}$ 为 i 企业在 t 日的董事会治理能力指数; $BG_{i,j}$ 为衡量 i 企业董事会的第 j 个方面的治理能力指数。

(3) 吸收能力(AC)。本文借鉴李洪等(2019)^[48]的研究,选择研发强度表示企业在并购发生前的吸

收能力,以“研发投入占营业收入比例”来衡量。

3. 控制变量

本文参考 Lei 和 Guo(2017)^[49] 及 Gao 等(2019)^[7] 在研究跨国并购时考虑的控制因素,另外选取了部分变量加以控制。所有变量的定义参见表 1。

表 1 变量及变量定义

变量测量	变量名称	标识	变量定义
被解释变量	跨国并购绩效	CAR	企业股票在窗口期内的实际收益与预期收益之差的加总
	政治关联	PC	哑变量,若企业具有政治关联为 1,否则为 0
	董事会规模		哑变量,若企业董事会规模小于当年样本均值为 1,否则为 0
解释变量	董事会治理能力	BG	董事会独立性 哑变量,若企业董事会独立董事人数小于当年样本均值为 1,否则为 0 CEO 二元性 哑变量,若企业 CEO 兼任董事长为 1,否则为 0 董事会会议 哑变量,若董事会会议数小于当年样本均值为 1,否则为 0
	吸收能力	AC	研发投入占营业收入比例
	收购方规模	Size	并购公告前 1 年资产各项目总计对数化
	收购方货币资金	Money	并购公告前 1 年企业库存现金、银行结算户存款、外埠存款、银行汇票存款、银行本票存款、信用卡存款、信用证保证金存款等的合计数/资产各项目总计
	收购方市盈率	PE	并购公告前 1 年今收盘价当期值/(净利润上年年报值/实收资本本期期末值)
	收购方账面市值比	BM	并购公告前 1 年资产总计/市值
	收购方营业总收入		并购公告前 1 年(营业总收入本年金额-营业总收入上年金额)/营业总收入上年金额
	增长率	Growth	
	收购方风险	Risk	并购公告前 60 个交易日日至并购前 1 个交易日,即 $(t-60, t-1)$,股票日收益的标准差
控制变量	收购方并购前每股净资产	BPS	并购公告前 1 年所有者权益合计年末值/实收资本年末值
	收购方股东持股比例	Shrcr	并购公告前 1 年前五大股东持股总和
	收购方总资产净利润率	ROA	并购公告前 1 年净利润/总资产余额
	收购方资产负债率	DAR	并购公告前 1 年负债合计/资产总计
	并购后收购方持股比例	ShareH	并购后收购方在目标企业最终持股比例
	收购是否相关	Relatedness	哑变量,若收购方和目标企业处于同一行业为 1,否则为 0

(三) 模型设计

本文采用多元线性回归法,研究中国私营企业的并购交易中,政治关联与收购方能力对并购绩效的综合影响。首先,探讨政治关联单独对并购绩效的影响。研究模型如下:

$$CAR(-5, +5) = \alpha_0 + \alpha_1 PC + dControl + \varepsilon_1 \quad (4)$$

随后,探讨政治关联和董事会治理、政治关联和吸收能力的共同作用对并购绩效的影响。研究模型如下:

$$CAR(-5, +5) = \beta_0 + \beta_1 PC \times BG + \beta_2 PC \times AC + dControl + \varepsilon_2 \quad (5)$$

其中, $CAR(-5,+5)$ 为 11 天事件窗口期的累计超额收益率; α_0, β_0 为截距项; $\alpha_1, \beta_1, \beta_2$ 为回归系数; $Control$ 为控制变量; d 为控制变量的系数; ε 为随机扰动项。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计分析

表 2 为所有研究变量的描述性统计结果。从表中可以看出:针对“一带一路”目标国的交易和非“一带一路”的收购方累计超额收益率均值分别为 -0.003 和 0.007,说明中国私营企业在“一带一路”国家进行跨国并购的整体绩效低于在非“一带一路”的并购绩效。收购方政治关联的虚拟变量在“一带一路”并购交易和非“一带一路”并购交易中的平均值都约为 0.5,表明在中国私营企业的跨国并购交易中,具有政治关联和没有政治关联的企业占比基本相同。目标位于“一带一路”国家的私企收购方的董事会治理能力指数平均为 2.019,而位于非“一带一路”的指数平均为 1.878,表明私营企业在“一带一路”国家进行并购交易时,要求收购方有更高的董事会治理能力。在吸收能力方面,目标国为“一带一路”国家 6.080 的平均值大于非“一带一路”国家 5.238 的平均值,表明在“一带一路”国家进行收购时,需要私营企业有更强的吸收能力。

表 2 变量描述性统计结果

Variable	Country	Mean	Std. Dev.	P25	P50	P75
<i>CAR</i>	B&R	-0.003	0.084	-0.048	0.005	0.044
	non-B&R	0.007	0.106	-0.044	0.001	0.051
<i>PC(dum)</i>	B&R	0.519	0.505	0	1	1
	non-B&R	0.504	0.502	0	1	1
<i>BG</i>	B&R	2.019	1.475	1	2	3
	non-B&R	1.878	1.370	1	2	3
<i>AC</i>	B&R	6.080	1.037	2.390	3.905	5.100
	non-B&R	5.238	4.674	2.790	4.230	6.560
<i>Size</i>	B&R	22.135	1.261	21.340	21.816	22.737
	non-B&R	22.087	1.106	21.136	22.061	22.881
<i>Money</i>	B&R	0.192	0.128	0.099	0.161	0.252
	non-B&R	0.191	0.129	0.105	0.158	0.233
<i>PE</i>	B&R	0.505	0.646	0.222	0.341	0.554
	non-B&R	0.963	2.293	0.253	0.405	0.648
<i>BM</i>	B&R	0.535	0.208	0.361	0.510	0.695
	non-B&R	0.521	0.226	0.226	0.485	0.674
<i>Growth</i>	B&R	0.271	0.506	0.000	0.097	0.358
	non-B&R	0.295	0.545	0.000	0.156	0.459
<i>Risk</i>	B&R	0.031	0.506	0.023	0.029	0.036
	non-B&R	0.030	0.012	0.022	0.027	0.035

续表2

Variable	Country	Mean	Std. Dev.	P25	P50	P75
<i>BPS</i>	B&R	5. 830	2. 419	4. 013	5. 570	7. 555
	non-B&R	5. 511	4. 090	3. 075	4. 745	6. 933
<i>Shrcr</i>	B&R	0. 577	0. 116	0. 485	0. 601	0. 658
	non-B&R	0. 548	0. 134	0. 473	0. 555	0. 634
<i>ROA</i>	B&R	0. 067	0. 043	0. 035	0. 065	0. 092
	non-B&R	0. 062	0. 047	0. 031	0. 053	0. 085
<i>DAR</i>	B&R	0. 397	0. 162	0. 245	0. 427	0. 500
	non-B&R	0. 385	0. 185	0. 247	0. 382	0. 520
<i>ShareH</i>	B&R	0. 857	0. 275	0. 920	1. 000	1. 000
	non-B&R	0. 838	0. 279	0. 750	1. 000	1. 000
<i>Relatedness(dum)</i>	B&R	0. 442	0. 502	0	0	1
	non-B&R	0. 428	0. 497	0	0	1

注:B&R 为 The Belt and Road 的缩写,指“一带一路”国家;non-B&R 指非“一带一路”国家;下同。

(二) 相关性分析

表 3 的各变量方差膨胀因子和相关系数矩阵表明,全部变量的方差膨胀系数均小于 10,说明多重共线性问题对本文系数估计的影响不大。

表 3 各变量相关系数

变量	VIF	1	2	3	4	5	6	7
<i>PC (dum)</i>	1. 10	1. 000						
<i>BG</i>	1. 09	0. 021	1. 000					
<i>AC</i>	1. 25	-0. 067	0. 124 *	1. 000				
<i>Size</i>	1. 88	0. 180 **	0. 054	-0. 070	1. 000			
<i>Money</i>	1. 16	0. 055	0. 018	0. 073	-0. 207 ***	1. 000		
<i>PE</i>	1. 39	-0. 008	-0. 023	0. 175 **	-0. 218 ***	0. 057	1. 000	
<i>BM</i>	1. 65	0. 105	0. 019	-0. 292 ***	0. 321 ***	-0. 088	-0. 244 ***	1. 000
<i>Growth</i>	1. 11	-0. 062	0. 061	0. 169 **	-0. 078	0. 060	0. 222 ***	-0. 114
<i>Risk</i>	1. 06	-0. 104	0. 026	0. 028	-0. 064	0. 004	-0. 043	-0. 000
<i>BPS</i>	1. 22	-0. 048	0. 083	0. 018	0. 123 *	0. 084	-0. 163 **	0. 082
<i>Shrcr</i>	1. 08	-0. 078	0. 189 **	0. 088	0. 009	-0. 066	-0. 009	-0. 019
<i>ShareH</i>	1. 08	0. 079	-0. 066	0. 032	0. 016	-0. 072	-0. 002	-0. 042
<i>Relatedness(dum)</i>	1. 11	0. 019	0. 058	0. 094	-0. 127 *	0. 111	0. 116	0. 044
<i>ROA</i>	1. 68	0. 087	-0. 034	-0. 082	0. 021	0. 188 **	-0. 263 ***	-0. 328 ***
<i>DAR</i>	2. 02	0. 100	0. 063	-0. 173 **	0. 568 ***	-0. 268 ***	-0. 215 ***	0. 338 ***

续表3

变量	VIF	1	2	3	4	5	6	7
	8	9	10	11	12	13	14	15
<i>Growth</i>	1.000							
<i>Risk</i>	0.033	1.000						
<i>BPS</i>	-0.055	-0.037	1.000					
<i>Shrcr</i>	0.039	0.037	-0.018	1.000				
<i>ShareH</i>	-0.118	-0.043	0.065	0.072	1.000			
<i>Relatedness</i> (dum)	0.013	-0.135*	0.078	-0.084	0.035	1.000		
<i>ROA</i>	-0.144*	0.083	0.144*	-0.045	0.119	-0.052	1.000	
<i>DAR</i>	-0.034	-0.055	-0.184**	0.071	0.018	-0.066	-0.246***	1.000

注: ***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平下显著;下同。

(三) 回归分析

1. 政治关联与跨国并购绩效关系的回归结果分析

表4为政治关联与跨国并购绩效关系的回归结果。从表4(a)全样本列可以看出,在剔除其他因素的影响后,政治关联PC与跨国并购绩效指标CAR(-5,+5)的回归系数为-0.035,且在5%的水平下通过了显著性检验,这表明具有政治关联的收购方总体绩效低于不具有政治关联的收购方,假设H1得到了验证。同时,本文将样本划分为中国私企对“一带一路”目标的跨国并购交易和对非“一带一路”目标的跨国并购交易,从表4(b)“一带一路”列可以看出,针对“一带一路”目标的交易中,政治关联PC与跨国并购绩效指标CAR(-5,+5)的回归系数为0.003,且在10%的水平下通过了显著性检验,表明相对于不具有政治关联的中国私企,具有政治关联的中国私企在收购“一带一路”目标时获得更高的绩效,假设H1a得到了验证。同样,从表4(c)非“一带一路”列可以看出,中国私企收购非“一带一路”目标时,具有政治关联的企业获得更高绩效,假设H1b得到了验证。

表4 政治关联与跨国并购绩效关系的回归结果

变量	(a) 全样本	(b) “一带一路”	(c) 非“一带一路”
	CAR(-5,+5)	CAR(-5,+5)	CAR(-5,+5)
<i>PC</i> (dum)	-0.035**	0.003*	-0.045**
<i>Size</i>	0.007	0.003	0.003
<i>Money</i>	0.063	0.084	0.037
<i>PE</i>	0.006	0.039*	0.007
<i>BM</i>	0.111***	0.039	0.133***
<i>Growth</i>	0.019	-0.021	0.028
<i>Risk</i>	0.300	0.267	0.522
<i>BPS</i>	-0.001	0.002	-0.002
<i>Shrcr</i>	-0.122**	-0.066	-0.122*
<i>ShareH</i>	0.014	0.051	0.027
<i>Relatedness</i> (dum)	-0.013	-0.031	-0.013
<i>ROA</i>	0.091	-0.046	0.286

续表4

变量	(a)全样本 $CAR(-5,+5)$	(b)“一带一路” $CAR(-5,+5)$	(c)非“一带一路” $CAR(-5,+5)$
DAR	-0.009	-0.199 *	0.057
Constant	-0.151	-0.106	-0.122
Observations	183	52	131
R-squared	0.117	0.305	0.159

2. 收购方能力对政治关联与跨国并购绩效关系影响的回归结果分析

表 5 为收购方能力对政治关联与并购绩效关系影响的回归结果。从表中可以看出,针对不同目标,董事会的治理能力和吸收能力带来不同影响。

(1) 董事会治理能力对政治关联与跨国并购绩效关系影响的回归结果分析

针对“一带一路”目标的回归结果中,董事会治理能力增强了政治关联对并购绩效的积极影响,回归系数为 0.003,但未通过显著性检测,假设 H2a 未得到验证;而在非“一带一路”目标的回归结果中,较强的董事会治理能力加剧了政治关联对跨国并购绩效的负向影响,交互项 $PC \times BG$ 的回归系数为 -0.020,且在 5% 的水平下通过了显著性检验,假设 H2b 得到了验证。上述结果表明,与“一带一路”目标相比,非“一带一路”目标的收购方董事会治理能力越强,政治关联与并购绩效之间也会呈现出更为显著的负相关关系。

(2) 吸收能力对政治关联与跨国并购绩效关系影响的回归结果分析

在收购“一带一路”目标的情况下,在剔除其他影响因素后,交互变量 $PC \times AC$ 对被解释变量 $CAR(-5,+5)$ 的回归系数为 0.005,且在 5% 的水平下通过了显著性检验,即收购方吸收能力越高,越能增强政治关联对跨国并购绩效的积极影响,假设 H3a 得到验证。而在收购非“一带一路”目标的回归结果中,吸收能力对政治关联与跨国并购绩效关系有积极影响,但在统计学上不显著,假设 H3b 未得到验证。

表 5 收购方能力对政治关联与跨国并购绩效关系影响的回归结果

变量	董事会治理能力		吸收能力	
	(a)“一带一路” $CAR(-5,+5)$	(b)非“一带一路” $CAR(-5,+5)$	(c)“一带一路” $CAR(-5,+5)$	(d)非“一带一路” $CAR(-5,+5)$
$PC \times BG$	0.003	-0.020 **		
$PC \times AC$			0.005 **	0.005
Size	0.010	0.002	0.004	0.003
Money	0.058	0.056	0.113	0.038
PE	0.033	0.007	0.041 *	0.007
BM	0.062	0.123 **	0.149 *	0.114 **
Growth	-0.009	0.030 *	-0.024	0.030 *
Risk	0.008	0.543	0.043	0.662
BPS	-0.002	-0.001	0.002	-0.001
Shrcr	-0.020	-0.113	-0.079	-0.097
ShareH	0.056	0.020	0.052	0.025
Relatedness(dum)	-0.017	-0.015	-0.032	-0.010

续表5

变量	董事会治理能力		吸收能力	
	(a) “一带一路” <i>CAR(-5,+5)</i>	(b) 非“一带一路” <i>CAR(-5,+5)</i>	(c) “一带一路” <i>CAR(-5,+5)</i>	(d) 非“一带一路” <i>CAR(-5,+5)</i>
<i>ROA</i>	-0.269	0.211	0.020	0.141
<i>DAR</i>	-0.238 **	0.066	-0.178	0.033
<i>Constant</i>	-0.215	-0.114 0	-0.134	-0.142
<i>Observations</i>	52	131	52	131
<i>R-squared</i>	0.247	0.147	0.324	0.129

五、结论与启示

本文关注2013—2019年中国私营企业的跨国并购事件,样本根据是否与中国签订共建“一带一路”合作文件划分为“一带一路”目标国和非“一带一路”目标国。首先研究政治关联对中国私企跨国并购绩效的影响,在此基础之上探讨收购方能力,包括董事会治理能力和吸收能力分别对政治关联和跨国并购绩效关系的调节作用。结果表明:

(1)中国私企的政治关联对其跨国并购绩效产生消极影响,即在跨国并购交易中具有政治关联的企业一方面承受额外的政治目标,这些政治目标可能与企业经营目标相悖,造成绩效的损失,且企业在并购后的整合和经营过程中也会面临管理者盲目投资、合法性身份缺失等问题,导致并购绩效不佳。

(2)针对“一带一路”目标和非“一带一路”目标,企业的政治关联造成的影响表现出明显的差异。这是由于在“一带一路”倡议和“走出去”的战略背景下,政府鼓励私营企业进行对外投资,因而具有政治关联的私企收购方更容易了解跨国并购的最新政策、积极寻求政府扶持;同时因为中国与各国签署了共建“一带一路”合作文件,这在一定程度上有助于解决政治关联企业在东道国经营中可能面临的歧视等问题。

(3)在考虑收购方能力时,董事会治理能力和政治关联对收购非“一带一路”目标的并购绩效的影响呈现互补关系,即董事会治理能力强的私企会牺牲并购绩效完成政治目标,而董事会治理能力较弱的企业会通过政治关联获得优势,进而提升并购绩效;同时,中国私企收购“一带一路”目标时,吸收能力强的会增强政治关联对跨国并购绩效的积极影响。

本文关注“一带一路”背景下中国私营企业对不同目标国的跨国并购活动,同时考虑了政治关联对并购绩效的影响及收购方能力的调节作用。本研究对私营企业和政府有一定的启示作用:

(1)政府应当为私营企业实施“走出去”战略提供支持,完善针对私营企业的融资扶持制度和税收优惠政策,解决私营企业在并购活动中资金不足的问题,帮助私营企业在“一带一路”沿线做大做强;同时政府也应当不断完善市场制度,推进市场化改革,促进市场竞争更公平并且加强对私企融资贷款的监管,在私企跨国经营的不同阶段提供指导,避免私营企业因经营决策不当造成损失。

(2)私营企业在自身经营过程中寻求有效的政治关联,进行高效率决策,避免盲目追求政治关联带来的负面影响企业绩效;还可以根据自身政治关联程度优化董事会结构、加强内部控制、明晰内部权责,同时合理安排研发投入、提升吸收能力,以更好地发挥政治关联优势,降低政治关联对企业的不利影响。

(3)本研究也对未进入“一带一路”的私营企业能否借此契机,以并购形式进入“一带一路”市场提供

了参考;且对已经在“一带一路”国家进行投资的私营企业如何调整其政治关联和收购方能力也有着指导意义。

由于数据的可得性,本文使用常用的研发强度这一指标衡量企业的吸收能力,未来可利用调查问卷等方式,从不同角度更加全面细致地构建吸收能力指标,以客观准确全面地衡量吸收能力;除此之外,跨国并购不仅对企业自身产生影响,也会对同行业竞争对手产生影响,甚至影响全行业,因此在未来的研究中,也可探讨相关企业的绩效变化,研究跨国并购对行业的影响。

参考文献:

- [1] 陈岩,郭文博.跨国并购提高了中国企业的竞争优势吗?——基于区域性与非区域性企业特定优势的检验[J].外国经济与管理,2019(4):139-152.
- [2] 郭健全,李梦梦.针对不同目标国中国企业的并购绩效——文化距离与收购者特征的共同影响[J].哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2020(1):88-99.
- [3] 李延喜,何超,刘彦文,等.对“一带一路”国家直接投资能否促进中国企业创新? [J]科学学研究,2020(8):1509-1525.
- [4] 陈爱贞,刘志彪.以并购促进创新:基于全球价值链的中国产业困境突破[J].学术月刊,2016(12):63-74.
- [5] 卢汉林,廖慧.中国不同所有制企业 OFDI 影响因素的比较分析——基于跨国并购的角度[J].海南大学学报(人文社会科学版),2015(5):30-37.
- [6] SONG L,YANG J,ZHANG Y. State-owned Enterprises' Outward Investment and the Structural Reform in China [J]. China& World Economy,2011(4):38-53.
- [7] GAO W,HUANG Z,YANG P. Political connections, corporate governance and M&A performance: Evidence from Chinese family firms[J]. Research in International Business and Finance,2019(50):38-53.
- [8] DATTA D K,BASUIL D A,AGARWAL A,et al. Effects of board characteristics on post-acquisition performance:A study of cross-border acquisitions by firms in the manufacturing sector[J]. International Business Review,2020(3):101674.
- [9] JINGZI Z A,CARL F,EMRE Y H. Fostering integration through HRM practices:An empirical examination of absorptive capacity and knowledge transfer in cross-border M&As[J]. Journal of World Business,2020(2):100947.
- [10] 魏炜,朱青元,林桂平.政治关联、多元化并购与企业并购绩效[J].管理学报,2017(7):998-1005.
- [11] 余珮,李珉迪.跨国并购战略性新兴企业的绩效研究——基于资源基础观与制度基础相结合的视角[J].财经科学,2019(12):78-92.
- [12] 胡建雄.“釜底抽薪”还是“抱薪救火”——引入民营股东对国企并购效率的影响[J].山西财经大学学报,2021(1):85-99.
- [13] 赵奇伟,吴双.企业政治关联、不透明度与跨国并购绩效——基于投资者视角的微观证据[J].国际贸易问题,2019(3):26-40.
- [14] ZHANG W J,MAUCK N. Government-affiliation,bilateral political relations and cross-border mergers: Evidence from China [J]. Pacific-Basin Finance Journal,2018(51):220-250.
- [15] 阎剑,叶贝.管理层能力、政治关联与跨国并购绩效[J].财会通讯,2019(6):40-43,48.
- [16] 张雯,张胜,李百兴.政治关联、企业并购特征与并购绩效[J].南开管理评论,2013(2):64-74.
- [17] 闫雪琴,孙晓杰.企业政治关联与跨国并购绩效——基于中国并购方数据[J].经济与管理研究,2016(1):119-127.
- [18] LI J,LI P,WANG B. The liability of opaqueness:State ownership and the likelihood of deal completion in international acquisitions by Chinese firms[J]. Strategic Management Journal,2019(2):303-327.
- [19] 吴超鹏,叶小杰,吴世农.政治关联、并购绩效与高管变更——基于我国上市公司的实证研究[J].经济学家,2012(2):90-99.

- [20] 高厚宾,吴先明.新兴市场企业跨国并购、政治关联与创新绩效——基于并购异质性视角的解释[J].国际贸易问题,2018(2):137-148.
- [21] 余明桂,潘红波.政治关系、制度环境与民营企业家银行贷款[J].管理世界,2008(8):9-21,39,187.
- [22] 郭海,王超,房唯佳.政治关联能持续改善企业绩效吗——企业发展阶段与行业环境的作用研究[J].经济理论与经济管理,2019(12):45-58.
- [23] 赵德志,赵曼.政治关联、市场化程度与民营企业并购绩效[J].辽宁大学学报(哲学社会科学版),2018(6):69-77.
- [24] DU M,BOATENG A. State ownership,institutional effects and value creation in cross-border mergers& acquisitions by Chinese firms[J]. International Business Review,2015(3):430-442.
- [25] 朱婕,任荣明.东道国制度环境、双边投资协议与中国企业跨国并购的区位选择[J].世界经济研究,2018(3):109-126,136-137.
- [26] 张弛,程君佳.关于中国对外直接投资管理模式的思考[J].西南金融,2018(6):20-29.
- [27] 季华,刘海波.跨国并购溢价值度、公司国际化程度与并购绩效[J].宏观经济研究,2019(6):58-72.
- [28] 郭健全,闻芹芹.经济距离、董事会异质性与跨国公司股权进入模式[J].重庆工商大学学报(社会科学版),2018(6):7-12.
- [29] HE D,YANG D C,GUAN L. Earnings management and the performance of seasoned private equity placements: Evidence from Japanese issuers[J]. Managerial Auditing Journal,2010(6):569-590.
- [30] 徐虹,林钟高,陈洁,等.现金持有水平、内部控制与企业并购决策[J].经济与管理研究,2017(4):133-144.
- [31] JIANG G,LEE C M C,YUE H. Tunneling through intercorporate loans:The China experience[J]. Journal of Financial Economics,2010(1):1-20.
- [32] BIN KHIDMAT W,WANG M,AWAN S. Corporate governance,earnings management and the value-relevance of accounting information:Evidence from Pakistan[J]. International Journal of Financial Engineering,2018(3):1850025.
- [33] ZHOU B,DUTTA S,ZHU P. CEO Tenure and Mergers and Acquisitions[J]. Finance Research Letters,2020(34):101277.
- [34] 吴超鹏,叶小杰,吴世农.媒体监督、政治关联与高管变更——中国的经验证据[J].经济管理,2012(2):57-65.
- [35] FARHAN A,OBAID S N,AZLAN H. Corporate governance effect on firms' performance— evidence from the UAE[J]. Journal of Economic& Administrative Sciences,2017(1):66-80.
- [36] ARARAT M,BLACK B S,YURTOGLU B B. The effect of corporate governance on firm value and profitability:Time-series evidence from Turkey[J]. Emerging Markets Review,2017(30):113-132.
- [37] 柴俊武,唐绘秋,王振华.政治关联对民营企业发展的影响研究[J].电子科技大学学报(社科版),2016(5):31-36.
- [38] SCHWEIZER D,WALKER T,ZHANG A. Cross-border acquisitions by Chinese enterprises:The benefits and disadvantages of political connections[J]. Journal of Corporate Finance,2019(59):63-85.
- [39] 傅传统,杨群.政治关联、竞争地位与混合并购——来自中国A股证券市场的经验证据[J].北京理工大学学报(社会科学版),2017(5):61-71.
- [40] 张天舒,赵岩,高维纳.政治关联、社会责任与企业价值[J].河北经贸大学学报,2020(3):88-98.
- [41] COHEN W M,LEVINTHAL D A. Absorptive capacity:A new perspective on learning and innovation[J]. Administrative Science Quarterly,1990(1):128-152.
- [42] REUS T H. A knowledge-based view of mergers and acquisitions revisited:Absorptive capacity and combinative capability [J]. Advances in Mergers and Acquisitions,2012(11):69-88.
- [43] ZHANG J,MARQUIS C,QIAO K. Do political connections buffer firms from or bind firms to the government? A study of corporate charitable donations of Chinese firms[J]. Organization Science,2016(5):1307-1324.
- [44] 程聪,钟慧慧,钱加红.企业绩效评价方式与并购绩效Meta分析[J].科研管理,2018(S1):17-25.
- [45] 田海峰,黄祎,孙广生.影响企业跨国并购绩效的制度因素分析——基于2000—2012年中国上市企业数据的研究[J].世界经济研究,2015(6):113-120,131.

- [46] 刘林. 基于信号理论视角下的企业家政治联系与企业市场绩效的关系研究[J]. 管理评论, 2016(3): 93-105.
- [47] 袁建国, 后青松, 程晨. 企业政治资源的诅咒效应——基于政治关联与企业技术创新的考察[J]. 管理世界, 2015(1): 139-155.
- [48] 李洪, 叶广宇, 赵文丽. 知识距离与中国企业跨国并购的创新绩效研究[J]. 管理学报, 2019(9): 1366-1374.
- [49] LEI Q Q, GUO J Q. Top management team age, host country characteristic and ownership decision of Chinese OFDI[J]. International Journal of Business, Humanities and Technology, 2017(4): 67-73.

Political Connection, Acquirer Capabilities and M&A Performance of Chinese Private Enterprises: From the Perspective of Different Target Countries

GUO Jianquan, HAN Yiqin

(School of Management, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai 200093, China)

Abstract: Based on a sample of cross-border mergers and acquisitions (M&A) of Chinese private enterprises between 2013 and 2019, this paper explores the impact of political connections on M&A performance and the moderating role of acquirer capabilities. The research shows that political connections have a positive impact on the M&A performance of Chinese private enterprises in Belt and Road Initiative (BRI) countries and a negative impact in non-BRI countries. The board governance capability exacerbates the negative impact of political connections on the M&A performance in non-BRI countries. Absorptive capacity helps Chinese private enterprises better absorb valuable external information in BRI countries and apply it to M&A decisions, enhancing the positive impact of political connections on M&A performance. This research helps Chinese private enterprises make efficient M&A decisions for different target countries and improve their M&A performance.

Keywords: political connection; acquirer capability; cross-border M&A performance; Belt and Road Initiative

(责任编辑:李栋桦)