政企纽带与并购绩效：生命周期视角的重新审视

邓可斌¹ 李洁妮²

(1.华南理工大学经济与贸易学院, 广东 广州 510006; 2.中山大学附属第六医院财务科, 广东 广州 510006)

摘要：建立政企纽带拓展“关系”影响力或许是中国企业取得良好并购绩效的有效途径，但政企纽带在生命周期的哪个阶段才能更充分地发挥其“关系”影响力？本文基于稳健的生命周期测度，发现：(1)企业所处生命周期阶段会对并购的短期（一年期）会计绩效产生重要影响，但对市场绩效和长期会计绩效影响甚微。其中，成长期并购产生的会计绩效最差；(2)政企纽带对成长期企业并购会计绩效的提升具有明显的作用，而对其他阶段的企业并购会计绩效影响不显著。这些证据说明，在“市场”影响力不足的成长期建立或存在的政企纽带，才能对企业并购产生最有效的“关系”影响力。此外，相对于关联和纵向型并购，政企纽带对成长期企业并购绩效的提升效应主要体现在非关联并购和横向并购中。在排除了内生性的情况下，政企纽带产生的“关系”影响力对并购绩效的推进作用在成长期企业中仍然显著存在。因此，在并购市场上，对企业而言“关系”影响力是“市场”影响力的有效补充；同时，政府应注意调整对不同生命周期阶段企业的支持力度。

关键词：政企纽带；生命周期；并购绩效；关联并购；“关系”影响力

Abstract: This paper studies the role of firm's lifecycle on M&A performance and the linkage of political ties and M&A performance. We find: (1) lifecycle affects significantly on firm's short-term performance, the M&A performance in firm's growth period is the best in contrast to that in other periods. (2) the political ties only promote M&A performance in growth period, while affecting little on M&A in other periods. (3) the political ties raise more growth-period M&A performance of horizontal M&A and non-relative transaction M&A, in comparison with vertical M&A and related-transaction M&A.

Key words: political ties, lifecycle, M&A performance, Associated M&A, the influence of "relationship"

作者简介：邓可斌，金融学博士，华南理工大学经贸学院金融系教授、博士生导师，研究方向：金融经济学。李洁妮（通讯作者），女，任职于中山大学附属第六医院，研究方向：公司金融。

中图分类号：F42 **文献标识码：**A

引言

并购是公司财务领域最关注的重要问题之一。本文关注这样一个学术问题：建立政企纽带在生命周期的哪个阶段才能更充分地发挥其对公司并购绩效的作用？转型环境中建立政企纽带，获得更多的“关系”影响力来补充“市场”影响力的作用，是企业获得良好的并购绩效的重要途径(李善民和朱滔，2006；蔡庆丰等，2017)^{[11] [10]}。但是，企业应在生命周期的哪个阶段才能更充分地利用这一“关系”影响力？已有研究对此

未有统一的认识。换言之，文献尚缺乏对政企纽带在企业不同生命周期中的作用的考察。这会使得政企纽带对并购绩效效应的实证检验产生两方面偏差：一是检验结果可能会随着企业所处生命周期的不同而发生显著变化。使用不同处于生命周期阶段的企业作为样本就会得到不同的检验结论；二是政企纽带的效应会混淆到生命周期的效应中。企业建立政企纽带的能力和所处的生命周期有重要关系，这亦会引致实证偏差。比如，直觉上，处于成熟期的企业往往更容易建立政企纽带，同时也更容易取得良好的并购绩效。于是，

成熟期这个生命周期因素对并购绩效的影响因素，就容易被误认为是政企纽带的作用。

文章将生命周期理论系统地与中国上市公司并购问题相结合，并在这一全新框架中重新审视政企纽带引至的“关系”影响力对并购绩效的作用。具体地，将企业所处的生命周期具体划分为成长期、成熟期和衰退期三个阶段¹，借助生命周期视角全景观察政企纽带对企业并购的不同影响。在此基础上，较为准确地观测不同生命周期阶段企业在建立政企纽带间的难易程度，并进一步有效地分离出生命周期与政企纽带各自的并购绩效效应。

本文贡献体现在三方面。一是基于稳健的生命周期划分，从生命周期视角厘清了“市场”与“关系”影响力对企业并购绩效的理论作用。二是证明了生命周期对于政企纽带在企业并购中发挥“关系”影响力有着重要的作用。建立政企纽带对于提升成长期企业的短期并购绩效，作用最为明显；而政企纽带对于“市场”影响力较强的成熟期企业并购，影响相对较弱。三是考虑到并购绩效亦会反向影响政企纽带作用²，故通过并购类型的划分，排除了内生性的干扰。同时证明了建立政企纽带，对于横向并购、包括横向并购的混合并购及非关联方并购，促进作用更显著。而对于政企“关系”影响力难以发挥的纵向并购(专业型较强并购)和关联方并购(与是否建立政企关联关系不大)，作用相对较弱。因而内生性问题不会影响本文对政企纽带并购效应的实证结论。

文献回顾

一、政企纽带与并购绩效：支持还是掠夺？

一些研究致力于讨论政企纽带对并购绩效的影响。一如预期，在不考虑生命周期因素的背景下，政企纽带对企业并购绩效随着样本的变化会产生不同的作用。有的文献支持政府“扶持之手”，有的文献支持政府“掠夺之手”。

比如，Aggarwal et al.(2012)^[3]等以美国的竞选活动作事件研究，发现在竞选活动中参与捐献活动的企业更倾向于并购活动，但也同时体现了政府的“掠夺”行为：参与政治捐献活动企业的并购绩效比没有参与政治捐献的企业差。同时，政府的“支持”行为则在Niessen and Ruenzi(2010)^[8]等的研究中被发现。他们以德国企业为样

本发现：构建政企纽带企业的会计绩效都要明显高于非政企纽带企业现金流的增加为企业股权投资和并购提供了内源性资本，降低外部过高的融资成本，从而提高并购绩效。

国内学者的研究也同样充满矛盾。李增泉等(2005)^[12]以中国1998~2001年期间上市公司发生的并购事件为样本研究发现，当有政企纽带的企业处于较好的经营状态时，并购活动实际上体现的是政府对企业的“掠夺”行为，会使得企业的并购绩效显著下降，反之反是。潘红波等(2008)^[14]的研究也得到了与李增泉等(2005)^[12]类似的结论。但李善民和朱滔(2006)^[11]用与李增泉等(2005)^[12]几乎同样时间段(1998~2002)的样本研究却发现，建立了政企纽带的同时管理能力又较差的企业更容易通过多元化并购提高利润水平。此外，蔡庆丰等(2017)^[10]均指出，当市场环境较好，市场影响力较大时，政企纽带对并购产生的“关系”影响力就相对较弱。

但是，如果考虑到企业的生命周期因素，本文就能解释上述研究结论差异。处于较好经营状态且拥有较强“市场”影响力的企业往往属于成熟期，而管理能力或盈利较差的上市公司往往可能处于成长期，如果政府的支持(“关系”影响力)主要体现在成长期企业而不是成熟期企业时，就能观测到上述差别。

二、生命周期与并购绩效：如何测度生命周期？

另一些文献则主要集中讨论生命周期本身对并购绩效的影响。但囿于生命周期测度的不统一(具体见第四部分)，亦没有得出统一的结论。即使将并购类别分解，实证证据矛盾仍然存在。比如，Anand and Singh(1997)^[1]最早将生命周期的概念应用于并购领域，发现衰退期中横向并购的绩效比混合并购更好；Maksimovic and Phillips等(2008)^[7]发现对于处在成长阶段的企业来说，并购有助于提高经营效率。国内学者有研究发现成长期企业倾向于横向并购，成熟期企业倾向于横向和混合并购，衰退期倾向于混合和纵向并购(杨艳等，2014)^[18]；但同期亦有研究得出有区别的结论：姚益龙等(2009)^[19]发现成长阶段横向并购绩效最好；成熟期内，纵向和混合绩效优于横向并购；而处于衰退阶段的企业其混合并购绩效最好。

三、政企纽带、政府干预与企业经营：对生命周期作用的启示

还有一些文献与本文主旨也存在联系。一部分文献证明了建立政企纽带对企业进入行业门槛有重要的正面作用，这实际上提醒本文政企纽带可能对于成长期企业具有更为重要的作用。如夏立军等(2011)^[17]发现，有政企纽带的企业更容易跨省经营，跨行业经营。Chanet al. (2012)^[4]研究发现，有政企纽带的民营企业更容易进入管制行业(如公共事业，城市建设，社会服务和金融服务等行业)和高回报行业(如煤炭和房地产等行业)；同时，有政企纽带的民营企业能够获得更多的补贴，降低民营企业的融资成本与行业进入成本，有利于民营企业获得更多的资源。此外，当地政府可能会通过降低行业门槛，提供资金和土地资源，降低税率或提供优惠政策来帮助有政企纽带的企业达到多元化经营的目的。

另一部分文献则分析了政府干预对企业并购绩效的影响。有些学者认为政府一般将国有企业作为分忧的载体，比如刘星和吴雪姣(2011)^[13]证明政府干预对于盈利企业的并购发挥的是“掠夺之手”的作用，政府干预度越高，企业并购绩效越低。但同时，也有学者认为政府适度干预有利于提升企业并购绩效。王凤荣和高飞(2012)^[15]发现地方政府对市场的干预会增加成熟期的地方国有企业并购绩效。政府干预和政企纽带间有着密切关系，但也有着明显的区别：政府干预是政府主动作出的行为，而政企纽带是企业与政府间建立的相互关系，企业具有一定的主动性(特别对于没有天然政府联系的民企而言)。

本文认为现有研究至少存在三方面缺陷值得予以完善，从而深入分析政企纽带这一“关系”影响力在并购绩效中的作用：(1)是对生命周期的划分缺乏统一的标准。导致研究对生命周期的理解不同使得结论出现偏差(Owen and Yawson, 2010)^[9]；(2)是由于不同生命周期的企业在建立政企纽带方面的能力和倾向不同，政企纽带的作用会交织到生命周期的作用中去，使得研究结论出现偏差。比如研究指出建立政企纽带会促进企业的混合并购倾向，并影响企业所处生命周期对并购策略的选择(杨艳等，2014)^[18]。但如果成熟期企业更容易建立政企纽带，那么成熟期企业的混合并购绩效较好可能并不完全是成熟期本身的作用，而是交织了政企纽带的影响。(3)是政企纽带和并购绩效间可能存在内生性问题，比如预期并购绩效好的成长期企业可能更容易提前建立政企

纽带，而不是建立政企纽带对成长期企业的并购绩效有帮助。但是，已有文献缺乏对这方面的考察。

为此，针对以上三方面文献的不足相应进行了三方面的拓展。(1)对生命周期的划分方法进行了梳理，区分了三类主要划分方法。为保证研究稳健性，对于某一企业，要求至少有两种方法对其生命周期阶段判断达成一致，方将其归入该生命周期阶段。(2)引入了企业所处生命周期阶段与政企纽带的交叉项，以准确识别政企纽带、生命周期效应及其间的联系。(3)区分并购类别，讨论了政企纽带对不同生命周期企业并购的作用，以期厘清内生性障碍。特别地，本文将并购不仅分成了横向并购和纵向并购，而且分成了关联方并购与非关联方并购。如果是预期并购绩效好的某个生命周期阶段企业更容易建立政企纽带，那么政企纽带—生命周期阶段交叉项与并购绩效的关系，在关联方并购与非关联方并购间就不应该存在区别。而如果是政企纽带能够对某个生命周期阶段企业的并购绩效产生影响，那显然这种影响应该在非关联方企业更大。

理论分析与研究假设

围绕政企纽带对不同生命阶段企业并购绩效的影响差别这一关键问题，本文的理论分析围绕着“市场”和“关系”影响力对企业并购绩效的影响逻辑(蔡庆丰等，2017)^[10]展开。要解决前文所提出的问题，即：建立政企纽带在生命周期的哪个阶段才能更充分地发挥其对公司并购绩效的作用？需要从两个层面进行递进式的理论逻辑讨论。第一个层面是企业所处生命周期本身具备的“市场”影响力与并购绩效的关系。理论上，就成长期、成熟期和衰退期企业比较而言，成长期企业“市场”影响力较弱，因而并购绩效也相对较差。第二个层面则是政企纽带产生的“关系”影响力如何作用于企业并购绩效。如果“关系”影响力适合在“市场”影响力不足的情境下发挥，那么成长期企业中，政企纽带对并购绩效的促进作用就应该更为明显。

一、成长期企业的并购绩效劣势：假设1的提出

成长阶段企业占据了一定的市场份额，但尚未形成足够的市场影响力。在这个阶段，根据经营协同假说，企业实施并购更多地是为了更快进行市场扩张，并取得

规模经济效应。由于市场影响力不足，成长期并购的主要问题在于两方面，一是成长期的并购资金来源紧张是其发展扩张中的主要障碍，由于信息不对称面临较强的融资约束；二是成长期企业并购后对相关资源的整合能力和控制力都较差，这将导致成长期的并购绩效在企业生命周期中的绩效最差。

成熟期企业处于其生命周期的强势阶段，已形成强大的市场影响力。特别是处于成熟中后期的企业，在竞争产业中已有明确的市场定位(杨艳等，2014)^[18]。此时，企业丰富的现金流和已形成的技术积累使其不管在并购前所需的收购资金还是并购后的整合能力方面都将比成长期更胜一筹，所以可以预期成熟期的并购绩效比成长期的并购绩效好。衰退期企业则面临产品市场萎缩等问题。其并购能否成功，关键在于是否能够通过重组优良资产跨入新的有前景的投资领域。衰退期的并购是为了让企业在转型中求得生存。因而，衰退期企业的并购效果存在着非常大的不确定性(赵立翔和张文源，2015)^[20]。

基于上述分析，提出以下假设1。

假设1：企业所处生命周期对企业的并购绩效有显著影响，成长期绩效要较成熟期差。

二、生命周期对政企纽带与并购绩效关系的影响：假设2的提出

在政府主导的转型经济制度背景下，有并购需求的企业很可能会更多寻求政府的支持，通过建立政企纽带、与当地政府保持良好关系的企业会获得更多、更好的并购机会，并购后也更容易获得政府的支持。相对于非政企纽带企业来说，政企纽带企业更容易获得更多的并购资源，表现出更好的并购绩效(潘红波等，2008)^[14]。

但是，对于不同生命周期的企业，由于其“市场”影响力不同，政企纽带发挥的“关系”影响力效果也不同。已有文献研究发现，成长期企业在市场上相对弱势，其并购主要是为了突破市场壁垒，实现市场扩张需要。同时并购绩效也相对较差。在这种“市场”影响力有限情况下，自然也更需要通过政府关系影响力，改变并购绩效较差的状况。特别是需要利用政府关系获得更多的资金，以解决成长型企业普遍面临的融资约束问题。

相对而言，成熟期和衰退期企业并购绩效则更多取决于他们自身而非政府扶持。具体而言，成熟期企业已

经在市场上占据重要地位，具有强大的“市场”影响力，其市场地位本身就能够为其带来较多的资金支持和良好的并购绩效(杨艳等，2014)^[18]，政府的支持作用相对较弱。衰退期企业并购绩效好坏则更多取决于企业的转型方向是否正确，并不是取决于所得到的资金多寡，而政府在帮助企业选择转型方向方面作用是非常有限的。因此，即使得到政府支持，衰退期企业的并购效果也存在着非常大的不确定性(赵立翔和张文源，2015)^[20]。综合以上分析，得到研究假设2。

假设2：建立政企纽带对成长期企业并购绩效的积极影响相对较强。

三、内生性排除与假设3提出：对并购类型因素的考察

并购绩效问题研究中，内生性是不可避免的棘手难点。就论述主题而言，即使观察到假设2中的政企纽带与成长期企业并购绩效的正相关关系，由于那些处于成长期且并购绩效较好的企业，可能更容易建立政企纽带，从而产生干扰研究结论的内生性问题。为此，本文将进一步区分并购类别，试图尽量剔除这一内生性的干扰。

考虑到成长期企业的并购有三种选择：一是扩张性(“做大”式)的横向并购，二是专业性(“做强”式)的纵向并购，三是分散风险性(“多元”式)的多元化并购。由于政府在“专业性”方面较难发挥作用，专业性并购绩效(相对于扩张性并购)会更更多地依赖于企业的专业能力及本身的素质。因此，如果政企纽带能够提升成长期企业的并购绩效，相对于专业性并购，它应该会更更多地对扩张性并购发挥作用专业性较强的纵向并购。因为专业性并购更多的需要企业的专业判断和专业分析能力，以及考量并购双方的专业融合程度。政府在这方面发挥的作用相对有限(杨艳等，2014)^[18]。同时，由于政企纽带对进入行业门槛的重要作用，也将通过多元化并购产生作用。反过来，如果政企纽带—成长期企业并购绩效的关系是因为处于成长期且并购绩效较好的企业更容易建立政企纽带，那么两类并购中，政企纽带—成长期企业并购绩效的关系就不应该存在根本性的区别。

为保证研究的稳健性，本文从另一个视角将企业并购分为关联并购和非关联并购。由于关联并购绩效主要由企业控制，政府的作用应该相对较弱。所以，如果政

企纽带能够提升成长期企业的并购绩效，相对于关联并购，它应该会更加地对非关联并购发挥作用。而如果政企纽带—成长期企业并购绩效的关系是因为处于成长期且并购绩效较好的企业更容易建立政企纽带，那么两类并购中，政企纽带—成长期企业并购绩效的关系就不应该存在根本性的区别。基于以上讨论，得出研究假设3。

假设3：政企纽带对成长期企业的支持作用，在横向并购和非关联并购中体现得更明显。

研究设计

一、样本选择

本文选取CSMAR数据库提供的首次公告日在2008~2014年间的沪深主板上市公司并购事件作为初始样本。2008年全球陷入金融危机，全球企业并购陷入低潮的情况下，中国企业并购热度不降反升；此外，2008年是企业新会计准则实施的第二年，企业经过了新旧会计准则的过渡期，在这一时期之后的财务指标有更强的可比性，故选取2008年作为样本的起始时间。

并根据研究需要按如下规则进一步筛选：(1)选择交易地位为买方的并购企业；(2)并购方为非金融上市公司；(3)并购重组类型为资产收购、股权转让与吸收合并；(4)标的物为股权标的与资产标的；(5)并购类型为协议收购；(6)剔除超额累计收益数据不全的公司；(7)剔除企业生命周期无法在两种方法以上一致的样本。由于研究中需要获得样本企业并购前一年与并购后两年的财务数据，所以实际使用样本跨度为2008~2015年。经过上述筛选，最终得到整体研究样本590个，并购成功样本575个。

二、变量选取

1. 被解释变量的选取

企业并购绩效同时采用财务业绩和市场业绩两类指标来衡量。一方面，会计业绩的衡量采用并购前后经营业绩的变化值来衡量。借鉴吴超鹏等(2008)^[16]等的研究，本文采用两期会计指标来衡量，具体有两个指标：(1)并购完成之后一年(t+1)的ROA减去并购前一年(t-1)的ROA，(2)是并购完成之后两年(t+2)的ROA减去并购前一年(t-1)的ROA。其中，ROA为总资产营业利润率，等于营业利润除以总资产。另一方面，市场业绩衡量指标采用并购公告日前后累计超额收益(CAR)表示。首先，采用

并购首次公告日前后11个交易日即[-5, +5]窗口的累计超额收益率CAR，来度量并购的短期绩效。时间窗口大小的选择基于两点考虑：(1)并购信息也可能常常在公告前泄露，若窗口过小，则可能错过市场的提早反应，而窗口过大则会带入与并购事件无关的信息；(2)以往文献中广泛使用[-5, +5]作为事件窗口，如吴超鹏等(2008)^[16]等。其次，超额收益AR的估计采用市场调整模型，即：

$$AR_i = r_i - r_m$$

其中， r_i 表示公司i的日收益率； r_m 表示现金红利再投资的各分市场等权平均收益率(即对于深交所的上市公司，采用深交所的A股市场现金红利再投资的等权平均收益率；对于上交所的上市公司，采用上交所的A股市场现金红利再投资的等权平均收益率。)基于中国在金融危机之后并购浪潮的兴起，同一家公司可能在同一年份出现多起连续并购事件，故不适合采用“市场模型”来计算超额收益，因为贝塔系数的估计期间内可能包含公司的前一期并购，这使得估计贝塔系数的意义不大。

2. 解释变量的选取

此文的研究对象为上市公司，而上市公司通常已度过初创期，因此在对企业生命周期进行划分时，只将样本划分为成长期、成熟期和衰退期；学术界对生命周期的划分广泛采用的综合打分法和现金流量法，分别将其定义为Lifecycle1、Lifecycle2、Lifecycle3；对企业进行以上三种生命周期的划分之后，采取以下方式定义本文企业所处的生命周期：只要其中两种划分方法划分的结果是一致的，则认定企业为此生命周期，即Lifecycle1=Lifecycle2或Lifecycle2=Lifecycle3或Lifecycle1=Lifecycle3，则认定生命周期为其中二者相等的结果，用Lifecycle表示。

(1)生命周期划分方法1：Lifecycle1

基于AnthonyandRamesh(1992)^[2]提出的、使用较为广泛的企业生命周期度量方法，结合中国的特殊背景，本文选取销售收入增长率、资本支出率、净利润增长率3个指标来刻画企业生命周期的不同阶段。处于成长期的公司拥有较多净现值为正的项目，资本支出率一般较高，且伴随销售规模的扩张，销售收入增长率和净利润增长率都较高；进入成熟期，公司成长性下降，销售收入和净利润增长开始出现“疲软”现象；在衰退期，公司成

长性迅速下降甚至为负，三项指标也随之迅速下降。根据3个指标分别由高到低对所有沪深主板公司进行打分，最高的1/3赋值3分，最低的1/3赋值1分，中间1/3赋值2分，并计算出样本公司总得分。考虑到行业差异会对公司销售收入增长率、资本支出率和净利润增长率产生影响，最后结合打分法与产业经济方法的优点，将样本按行业和年度划分，然后把每个行业的每个年度的样本按照总得分从大到小排序，得分最高的1/3样本为成长期公司，总得分居中间的1/3为成熟期公司，总得分最低的1/3样本为衰退期公司，如表1所示。

(2) 生命周期划分方法2: Lifecycle2

考虑到财务指标可能在生命周期中存在非线性影响，等权重打分法可能会使得判断有偏。特别是本文采用的是上市公司样本，大量处在成长期的企业可能已接近成熟期，它的各项指标与成熟期企业差别不大。同时，由于中国主板上市公司很难退市，拥有明显的壳资源，因而相当部分衰退阶段企业和成熟期企业的指标差距也可能比较接近。所以，在已有的综合打分法的标准上(参照表1)根据中国上市公司的实际情况调整权重，根据3个指标分别由高到低对所以样本公司进行打分，最高的1/2赋值3分，最低的1/4赋值1分，中间1/4赋值2分，并计算出样本公司总得分。考虑到行业差异会对公司销售收入增长率、资本支出率和净利润增长率产生影响，最后结合打分法与产业经济方法的优点，将样本按行业和年度划分，然后把每个行业的每个年度的样本按照总得分从大到小排序，得分最高的1/2样本为成长期公司，总得分居中间的1/4为成熟期公司，总得分最低的1/4样本为衰退期公司。

(3) 生命周期划分方法3: Lifecycle3

采用Dickinson(2011)^[5]构造的依托经营活动产生的现金流量、投资活动产生的现金流量和融资活动产生的现金流量的生命周期划分方法，同时，考虑到本文的研究样本均为上市公司的特点，将导入期和增长期并为成长阶

表1 企业生命周期划分(方法1)

变量	销售收入增长率		资本支出率		净利润增长率	
	特征	赋值	特征	赋值	特征	赋值
成长阶段	高	3	高	3	高	3
成熟阶段	中	2	中	2	中	2
衰退阶段	低	1	低	1	低	1

注: 销售收入增长率=(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
 资本支出率=本期资本性支出/本期销售收入
 净利润增长率=(本期净利润-上期净利润)/上期净利润

表2 企业生命周期划分(方法3)

生命周期	成长阶段		成熟阶段	衰退阶段				
	导入期	增长期	成熟期	动荡期	动荡期	动荡期	淘汰期	淘汰期
经营现金流净额	-	+	+	-	+	+	-	-
投资现金流净额	-	-	-	-	+	+	+	+
筹资现金流净额	+	+	-	-	+	-	+	-

段，动荡期和淘汰期并为衰退阶段，同样将企业的生命周期分为成长期、成熟期和衰退期，具体如表2所示。

在对企业进行以上三种生命周期的划分之后，由于各种方法划分的生命周期往往存在差异，故采取以下稳健式方式定义企业生命周期：只要其中两种划分方法划分的结果是一致的，即Lifecycle1=Lifecycle2或Lifecycle2=Lifecycle3或Lifecycle1=Lifecycle3，则认定该

表3 变量定义

	变量名称		变量符号	变量描述	相关研究
	变量名称	变量符号	变量描述	相关研究	
被解释变量	并购绩效 (Performance)	累计收益率	CAR _i	收购公司的累计收益率，采用市场调整法来计算CAR，考察期为[-5, 5]	吴超鹏等(2008) ^[16]
		经营业绩变化值	Aroa _{1,t}	并购宣告后一年的ROA减去并购宣告前一年的ROA	
		经营业绩变化值	Aroa _{2,t}	并购宣告后两年的ROA减去并购宣告前一年的ROA	
解释变量	生命周期	Lifecycle	本文采用3种方法衡量，只要其中两种划分方法划分的结果是一致的，则认定其为此生命周期。Lifecycle=1，成长期；Lifecycle=2，成熟期；Lifecycle=3，衰退期	本文定义	
	政企纽带	Pol	如果董事长或总经理为前任或现任政府官员、人大代表或政协委员，则认定该公司具有政企纽带取1，否则不具有政企纽带取0	潘红波等(2008) ^[14]	
控制变量	是否关联	Affiliated	并购公司和目标公司存在关联交易为1，否则为0	潘红波等(2008) ^[14] ；吴超鹏等(2008) ^[16]	
	公司规模	Size	并购前一年年末并购公司总资产的自然对数		
	独立董事比例	Independent	并购公告前一年年报披露的独立董事人数占董事会人数比例		
	第一大股东持股比例	Big	并购公告前一年年报披露的第一大股东持股比例		
	账面市值比	BM	并购公告前一年末公司账面价值与总资产市场价值之比，总资产市场价值为权益市场价值与负债账面价值之和		
	上市年限	Listage	并购公告年度减上市年度所得的值	李善民，朱滔(2006) ^[11]	
	资产负债率	Lev	并购前一年年末公司总负债与总资产的比值		
	成长性	Growth	营业收入增长率		
	年份虚拟变量	Year	并购交易发生在2008-2014年7个年份，设置6个年份虚拟变量		
	行业虚拟变量	Industry	根据中国证监会《上市公司行业分类指引》(2012年版)的行业标准，样本共包括15个行业，设置14个行业虚拟变量		

企业属于此生命周期。

3. 变量定义表

表3为选取的变量名称及度量方法。按照前人的研究,本文选取了是否关联并购、公司规模、独立董事比例、第一大股东持股比例、公司上市年限、账面市值比、资产负债率、成长性等八个控制变量。

三、研究模型

为了检验以上三个研究假设,本文建立以下基本回归模型:

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 Lifecycle_i + \beta_2 Affiliated_i + \beta_3 Size_i + \beta_4 Independent_i + \beta_5 Big_i + \beta_6 BM_i + \beta_7 Listage_i + \beta_8 Lev_i + \beta_9 Growth_i + \sum Year_i + \sum Industry_i + \varepsilon \quad (1)$$

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 Pol_i + \beta_2 Affiliated_i + \beta_3 Size_i + \beta_4 Independent_i + \beta_5 Big_i + \beta_6 BM_i + \beta_7 Listage_i + \beta_8 Lev_i + \beta_9 Growth_i + \sum Year_i + \sum Industry_i + \varepsilon \quad (2)$$

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 Lifecycle_i + \beta_2 Pol_i + \beta_3 Pol_i \times Lifecycle_i + \beta_4 Affiliated_i + \beta_5 Size_i + \beta_6 Independent_i + \beta_7 Big_i + \beta_8 BM_i + \beta_9 Listage_i + \beta_{10} Lev_i + \beta_{11} Growth_i + \sum Year_i + \sum Industry_i + \varepsilon \quad (3)^3$$

其中,并购绩效包括财务绩效与市场绩效两类指标,财务绩效用Aroa₁₁、Aroa₂₁衡量,市场绩效用CAR衡量。Lifecycle_i是所处生命周期(Lifecycle)的虚拟变量,Lgrowth代表是否处于成长期(1为是,0为否),Lrecession代表是否处于衰退期(1为是,0为否)。也即回归以成熟期企业为基准。另外,模型(1)只考虑生命周期的影响,模型(2)只考虑政企纽带的影响,模型(3)考虑企业生命周期与政企纽带交互作用变量对并购绩效的影响。

实证结果与分析

一、描述性统计与分析

1. 对并购整体样本的描述

表4描述了并购整体样本并购成功率与政企纽带企业的占比。从全样本分布来看,成长期的并购样本最

表4 对并购整体的变量描述

企业生命周期	全样本			民营企业样本		
	样本量	成功率	政企纽带企业占比	样本量	成功率	政企纽带企业占比
成长期	307	99.02%	41.37%	115	99.13%	42.61%
成熟期	159	94.97%	47.17%	55	94.55%	58.18%
衰退期	124	96.77%	43.55%	44	95.45%	31.82%
总体	590	97.46%	43.39%	214	97.20%	44.39%

多,占比达52.03%,衰退期的并购样本最少;从成功率上来说,整体中国企业发起并购的成功率较高,每个样本期间均达94%以上,在企业不同生命周期的并购活动中,成长期并购的成功率最高,为99.02%,这说明成长期并购在并购活动中占比较高且也较容易成功,而成熟期和衰退期并购的成功率均低于总体平均水平97.46%,其中,成熟期的并购成功率最低,为94.97%;从企业构建政企纽带的积极性来说,整体中国企业构建政企纽带的积极性相对较高,在各个样本期间均达41%以上,其中,成熟期企业建立政企纽带的积极性与成功率最高,而成长期与衰退期反而不是政企纽带占比最高的周期。

进一步地,观察民营企业的样本分布描述,民营企业在成长期与成熟期构建政企纽带的积极性远高于国有企业,特别是成熟期的民营企业,由于其市场竞争力较强,更易达成与政府的联结,而在衰退期的民营企业构建政企纽带的比率则远远低于总体样本。

表4出现比较有趣的现象是,成长期并购活动的成功率最高,但政企纽带企业占比在三个周期中最少,而政企纽带企业占比在三个周期中最高的成熟期,其并购活动的成功率在三个周期中却是最低的。这可能与企业生命周期自身的特征有关,成长期企业有无限的潜力和发展空间,其并购活动极受投资者青睐并容易成功,但其构建政企纽带的的能力还相对较弱。而成熟期企业利用其前期技术和资金等方面的积累已经构建起政企纽带,但因其成熟期并购是为了维持企业的竞争地位而进行,并购目的和并购方式都较为复杂,其并购活动的成功率也相对较低。

2. 对并购成功样本的描述

表5描述了成功并购的样本中不同生命周期的并购类型。观察数据可发现,不管在企业的哪个生命周期,横向并购在中国的企业并购中始终是绝对的主角,这说明了中国企业倾向于采取“先做大再做强”的并购策略。另外,衰退期的混合并购比例在各生命周期中是最高的,达到15.79%。

表5 不同生命周期的并购类型

	不同生命周期的并购类型		
	横向并购	纵向并购	混合并购
成长期	78.35%	9.45%	12.20%
成熟期	81.03%	8.62%	10.34%
衰退期	71.58%	12.63%	15.79%

数据来源:并购基本数据来源于CSMAR数据库,但由于该数据未对企业并购的类型进行统计,最终数据由作者根据并购描述统计得到。并已删除未能明确并购类型的样本。

表6报告的是主要变量的描述性统计结果。值得注意的是，由于数据的标准差较大，已对样本数据进行winsor1%水平的处理。同理，下文报告的回归结果均为winsor1%水平处理后的结果。观察表6，可发现，从财务绩效的表现来说，样本公司的Aroa₁₁均值为-1.8068，中位数为-0.7941，并购样本在并购后一年的企业绩效与并购前一年的企业绩效相比呈现下降的趋势，中国的企业并购活动并没有给企业整体带来非常正向的影响。另外，Aroa₂₁的均值为-2.2528，中位数为-1.1048，并购样本在并购后两年的绩效相较于并购后一年的财务绩效更差；从市场绩效表现来看，累计收益率CAR的均值为0.0043，市场对并购活动没有特别的乐观情绪也没有特别的悲观情绪，投资者对并购活动的考虑表现为中性态度。企业构建政企纽带的态度较为积极，平均43.30%的企业都构建了政企纽带。从并购交易特征来看，48.87%的样本进行了关联方并购，可见并购类型中关联方与非关联方的并购样本占比相当。从公司治理结构来看，第一大股东持股比例均值为38.45%，独立董事占比均值为36.31%，达到《公司法》对其数量的规定，即上市公司董事会成员至少包括1/3的独立董事。进一步地，从公司特定财务特征来看，近年来，中国企业的资产负债均值达到53.73%，成长性水平也保持在一个相对较高的程度，均值为18.09%。

表6 主要变量的描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
Aroa ₁₁	575	-1.8068	-0.7941	20.7879	-55.1207	8.9064
Aroa ₂₁	575	-2.2528	-1.1048	21.0524	-53.7271	8.7778
CAR	575	0.0043	-0.0065	0.3563	-0.2164	0.0761
Pol	575	0.4330	0	1	0	0.4959
Affiliated	575	0.4887	0	1	0	0.5003
Size	575	26.9262	26.7656	31.0072	24.1692	1.2558
Independent	575	0.3631	0.3333	0.5714	0.2000	0.0502
Big	575	0.3845	0.3691	0.8216	0.0877	0.1659
BM	575	1.1643	0.8108	5.7924	0.1095	1.0255
Listage	575	11.3009	12	20	0	4.5354
Lev	575	0.5373	0.5536	0.9182	0.0826	0.1918
Growth	575	0.1809	0.1516	1.8203	-0.8435	0.3749

表7 不同生命周期划分方法下的样本统计量

企业生命周期	成长期	成熟期	衰退期	总计
Lifecycle1=Lifecycle2=Lifecycl3	44	13	4	61
Lifecycle1=Lifecycle2	71	44	83	198
Lifecycle2=Lifecycle3	91	31	11	133
Lifecycle1=Lifecycle3	98	63	22	183
总计	304	151	120	575

接着通过表7给出各类情况下的取样。可见三种计算方法完全一样的样本极少。仅有61个。而且三种计算方法完全一样的样本中，成长期样本占了主要部分。然后可以观察到，其余两两情况相一致的情况中，成长期样本也均占据重要部分。因此，本文对于生命周期的划分，特别是对于最重要的成长期企业归属的判断，是具有较强的稳健性的。

二、回归结果

1. 假设1的检验结果

表8给出假设1的检验结果。其中，在市场绩效和财务绩效两个方面的检验上得到的结论并不一致。对于市场绩效CAR的实证检验，F值为0.8964，生命周期对市场绩效的多元回归在整体上未通过显著性检验，这从侧面反应了中国的股票市场对企业所处的生命周期并不关注；而对于财务绩效Aroa₁₁与Aroa₂₁的实证检验在整体上均通过了显著性检验，即企业生命周期对企业的财务绩效产生了影响，但其在不同的生命周期呈现的显著性不同。第一年财务绩效的表现中，Lgrowth的系数为-3.5530，且在1%的水平显著，说明成长期企业的并购绩效显著差于成熟期企业的并购绩效。而Lrecession的

表8 生命周期与并购绩效的回归结果

Variable	市场绩效	财务绩效	
	CAR	Aroa ₁₁	Aroa ₂₁
Lgrowth	0.0048 (0.6282)	-3.3530*** (-3.9077)	-1.3057 (-1.5382)
Lrecession	0.0054 (0.5779)	0.2143 (0.2043)	0.2893 (0.2787)
Affiliated	-0.0049 (-0.7720)	0.3172 (0.4401)	0.4814 (0.6750)
Size	0.0000 (0.0130)	-0.4816 (-1.2375)	-0.4409 (-1.1453)
Independent	0.1187* (1.8527)	-14.3849** (-1.9898)	-4.2951 (-0.6006)
Big	-0.0190 (-0.8956)	1.5524 (0.6481)	3.9103* (1.6502)
BM	0.0027 (0.5533)	0.9820* (1.7983)	1.5437*** (2.8575)
Listage	0.0015* (1.8616)	-0.0037 (-0.0412)	-0.0383 (-0.4308)
Lev	0.0146 (0.7099)	4.0490* (1.7480)	2.6903 (1.1740)
Growth	0.0012 (0.1417)	-2.4729** (-2.5520)	-3.7216*** (-3.8821)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
Cons	-0.0304 (-0.3251)	7.8266 (0.7431)	1.6518 (0.1585)
N	575	575	575
F	0.8964	3.7280***	3.5578***
Adj-R ²	0.0000	0.1211	0.1144

系数为0.2143但不显著,说明衰退期企业并购绩效与成熟期企业差距不明显。同样,第二年财务绩效表现中,Lgrowth的系数为-1.3057,但并不显著。由此,假设1得证,即企业所处生命周期企业的并购绩效有影响,成长期企业的并购绩效显著差于成熟期。但影响的并购绩效主要是短期(一年内)的财务绩效,而非市场绩效。所以,在以下对假设2和3的检验中,本文略去对市场绩效的回归结果,只报告对财务绩效的回归结果。

2. 假设2的检验结果

针对研究假设2,表9报告了面板数据回归结果。如表9所示,从并购后第一年的回归结果来看,模型1中Pol的系数为1.3068且在10%水平上显著,但在模型3加入交叉项后,Political的显著性消失了。这提示本文政企纽带对并购绩效的作用,在很大程度上是通过生命周期发挥作用的。模型2是企业生命周期、政企纽带及其相互交乘后的面板数据回归结果,不管并购后第一年还是并购后第二年的回归结果,Lgrowth的系数均显著为负,但Pol×Lgrowth

的系数只在并购后第一年有非常显著的正向作用,而在并购后第二年同样为正向影响,却不显著。由此假设2得证:政企纽带对成长期企业短期并购绩效影响会更显著。另外,Lrecession的系数及Pol×Lrecession的系数都为正值但均不显著,说明成熟期与衰退期发生的企业并购绩效并未表现出明显的差异,即成熟期政府的积极影响不明显,衰退期企业政府的积极影响同样不显著。

三、假设3的检验结果

1. 横向并购与纵向并购

为检验假设3,进一步将全样本分为横向并购与纵向并购子样本进行分样本回归,表10给出分样本回归结果。

表10结果显示,对于成长期企业,政企纽带主要对横向并购,与混合并购的一年期绩效发挥出较大作用,而对纵向并购的表现并不明显。另外对并购第二年的绩效影响也不明显。所以,表10的结果支持了假设3。

2. 关联方与非关联方并购

表10 生命周期对政企纽带—并购绩效关系作用的回归结果
(区别横向与纵向并购)

Variable	Aroa _{1t}			Aroa _{2t}		
	横向并购	纵向并购	混合并购	横向并购	纵向并购	混合并购
Lgrowth	-5.2648*** (-3.2843)	-0.6515 (-0.0630)	-4.4654** (-2.1624)	-2.5717 (-1.6241)	-4.1169 (-0.4592)	1.5791 (0.5831)
Lrecession	-0.2936 (-0.1534)	-5.2058 (-0.3581)	-5.5983* (-1.7416)	-1.1233 (-0.5942)	-1.2977 (-0.1029)	2.6463 (0.6278)
Pol	-1.7135 (-0.8966)	-4.3201 (-0.4703)	-6.4911** (-2.3623)	-1.0630 (-0.5631)	-6.7769 (-0.8508)	-2.2614 (-0.6276)
Pol×Lgrowth	5.2980** (2.2599)	6.8156 (0.5086)	7.8543** (2.3393)	2.4669 (1.0653)	3.3338 (0.2869)	2.8069 (0.6375)
Pol×Lrecession	1.0758 (0.3500)	8.9046 (0.4754)	8.0842** (2.1222)	1.4211 (0.4681)	10.6201 (0.6538)	0.4837 (0.0968)
Affiliated	0.8133 (0.8146)	1.5870 (0.3414)	-2.3092 (-1.4532)	1.4304 (1.4503)	0.9939 (0.2466)	-1.8477 (-0.8867)
Size	-0.2499 (-0.4888)	-3.8002 (-1.3401)	-1.3440 (-1.1934)	0.0779 (0.1543)	-3.1435 (-1.2784)	-5.0670*** (-3.4310)
Independent	-14.7471 (-1.5679)	38.9364 (0.4698)	-2.7145 (-0.1670)	-7.0974 (-0.7639)	-11.4387 (-0.1591)	4.1453 (0.1944)
Big	-0.8890 (-0.2699)	45.5639* (1.8646)	5.5351 (1.0277)	0.6206 (0.1907)	29.1689 (1.3766)	17.4493** (2.4706)
BM	0.6768 (0.9494)	3.8313 (0.9460)	2.2418 (1.6338)	1.2122* (1.7214)	4.3267 (1.2320)	6.4836*** (3.6034)
Listage	-0.0276 (-0.2093)	0.2626 (0.3790)	-0.1598 (-1.1259)	-0.0704 (-0.5406)	-0.1135 (-0.1889)	-0.3884** (-2.0872)
Lev	4.2923 (1.3585)	11.4269 (0.5839)	2.5050 (0.5961)	1.4226 (0.4558)	-12.7227 (-0.7497)	3.8749 (0.7031)
Growth	-0.8782 (-0.6605)	-10.5665 (-1.1788)	2.1288 (1.0593)	-1.7882 (-1.3614)	-16.5820** (-2.1333)	1.7887 (0.6787)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Cons	-0.0275 (-0.2953)	-0.0339 (-0.3621)	7.7894 (0.7279)	8.1731 (0.7812)	1.7121 (0.1641)	1.8886 (0.1810)
N	575	575	575	575	575	575
F	0.9135	0.8652	3.0548***	3.7813***	3.5481***	3.2859***
Adj-R ²	0.0000	0.0000	0.0911	0.1342	0.1106	0.1130

表9 生命周期对政企纽带—并购绩效关系作用的回归结果

Variable	CAR		Aroa _{1t}		Aroa _{2t}	
	模型 1	模型 2	模型 1	模型 2	模型 1	模型 2
Lgrowth		0.0139 (1.3345)		-5.5155*** (-4.7458)		-2.1982* (-1.8960)
Lrecession		0.0134 (1.0587)		-0.6892 (-0.4857)		-0.6913 (-0.4883)
Pol	-0.0011 (-0.1766)	0.0131 (1.0470)	1.3068* (1.7717)	-1.8700 (-1.3386)	0.6103 (0.8486)	-0.9650 (-0.6925)
Pol×Lgrowth		-0.0199 (-1.2884)		4.9751*** (2.8817)		2.0104 (1.1673)
Pol×Lrecession		-0.0172 (-0.9156)		1.9170 (0.9129)		2.1467 (1.0248)
Affiliated	-0.0049 (-0.7723)	-0.0050 (-0.7833)	0.4244 (0.5786)	0.3248 (0.4529)	0.5318 (0.7436)	0.5188 (0.7252)
Size	0.0001 (0.0336)	0.0001 (0.0287)	-0.6113 (-1.5469)	-0.5214 (-1.3488)	-0.4967 (-1.2892)	-0.4520 (-1.1722)
Independent	0.1204* (1.8815)	0.1153* (1.7930)	-13.8484* (-1.8853)	-12.8164* (-1.7817)	-3.9699 (-0.5544)	-3.8626 (-0.5383)
Big	-0.0185 (-0.8741)	-0.0201 (-0.9421)	2.0528 (0.8442)	1.6469 (0.6903)	4.1313* (1.7426)	3.9126 (1.6438)
BM	0.0026 (0.5395)	0.0028 (0.5681)	1.0514* (1.8942)	0.9303* (1.7151)	1.5709*** (2.9027)	1.5349*** (2.8369)
Listage	0.0015* (1.8435)	0.0016* (1.9353)	0.0466 (0.5113)	-0.0084 (-0.0933)	-0.0162 (-0.1820)	-0.0422 (-0.4715)
Lev	0.0151 (0.7352)	0.0120 (0.5788)	3.5086 (1.4917)	4.7487** (2.0557)	2.4753 (1.0794)	2.9857 (1.2957)
Growth	0.0014 (0.1593)	0.0008 (0.0942)	-2.3903** (-2.4273)	-2.3943** (-2.4864)	-3.6776*** (-3.8305)	-3.6607*** (-3.8109)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Cons	-0.0275 (-0.2953)	-0.0339 (-0.3621)	7.7894 (0.7279)	8.1731 (0.7812)	1.7121 (0.1641)	1.8886 (0.1810)
N	575	575	575	575	575	575
F	0.9135	0.8652	3.0548***	3.7813***	3.5481***	3.2859***
Adj-R ²	0.0000	0.0000	0.0911	0.1342	0.1106	0.1130

接着将样本分为关联方与非关联方并购,进行分样本回归。结果见表11。表11结果显示,对于成长期企业,政企纽带对非关联方并购一年期绩效的作用更明显(系数为5.5563,显著水平为5%),而对于关联方并购的影响相对较弱(系数为4.3671,显著水平为10%)。同时,政企纽带对并购第二年的绩效影响不显著。根据表10和表11的结果,本文就证明了研究假设3:即政企纽带对成长期企业的横向并购(以及包含了部分横向并购的混合型并购)与非关联方并购发挥出更为重要的短期财务绩效促进作用。而对纵向并购以及关联方并购绩效较不显著。

稳健性检验

对于并购财务绩效与政治关联这两个关键变量,此后选取了四种方法进行稳健性检验。首先,作为并购财务绩效常用的衡量指标之一,采用销售利润率(净利润/营业收入)来替代资产净利率;其次,用企业性质作为政企纽带的替代变量进行检验;接着,仅使用民企样本来检

表 11 生命周期对政企纽带—并购绩效关系作用的回归结果 (区别关联方与非关联方并购)

Variable	Aroa _{1t}		Aroa _{2t}	
	关联方	非关联方	关联方	非关联方
Lgrowth	-4.9928*** (-2.9544)	-5.9295*** (-3.4496)	-0.8821 (-0.5586)	-3.1745* (-1.7653)
Lrecession	-0.4423 (-0.2228)	-1.1186 (-0.5039)	0.7284 (0.3927)	-0.9416 (-0.4054)
Pol	-1.0294 (-0.5003)	-2.3397 (-1.1515)	1.2030 (0.6257)	-2.1686 (-1.0201)
Pol × Lgrowth	4.3671* (1.7367)	5.5663** (2.1958)	0.4298 (0.1829)	3.3053 (1.2462)
Pol × Lrecession	2.2350 (0.7364)	1.4027 (0.4428)	0.2550 (0.0899)	2.4840 (0.7494)
Size	-0.5041 (-0.9639)	-0.4053 (-0.6502)	-0.1626 (-0.3327)	-0.5768 (-0.8843)
Independent	0.7006 (0.0686)	-23.3156** (-2.0193)	7.0643 (0.7403)	-15.1819 (-1.2568)
Big	-1.1229 (-0.3180)	4.3011 (1.1983)	4.3765 (1.3264)	5.0415 (1.3425)
BM	1.2302 (1.6544)	0.6269 (0.7344)	1.3806** (1.9866)	1.6794* (1.8804)
Listage	0.0890 (0.6593)	-0.0317 (-0.2432)	-0.0248 (-0.1963)	-0.0076 (-0.0557)
Lev	1.2769 (0.3822)	6.6272* (1.9278)	0.3029 (0.0970)	3.5955 (0.9997)
Growth	-2.1468 (-1.5258)	-2.4067* (-1.6776)	-4.8382*** (-3.6797)	-2.8250* (-1.8821)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
Cons	2.7563 (0.1930)	8.5522 (0.5020)	-9.0782 (-0.6802)	8.1303 (0.4561)
N	281	294	281	294
F	2.3684***	2.1248***	2.5262***	1.5992**
Adj-R ²	0.1279	0.1063	0.1405	0.0596

验;最后,用并购前绩效较低的50%样本进行检验。这些结果都说明本文的结论是稳健的。为节省篇幅未详细披露,如有需要,可与作者索取。

研究结论及启示

一、研究结论

企业所处的生命周期会对政企纽带的并购绩效作用产生重要影响。但理论与实证对此并未有逻辑自洽的证据。为此,基于稳健的生命周期划分,本文重新审视政企纽带对企业并购绩效的影响,确认了成长期企业能够更好地获得政府支持并取得更优的并购绩效。特别地发现了,成长期企业中,政企纽带的作用明显强于成熟期和衰退期的企业。

文章的贡献在于证明了以下逻辑:当企业处于“市场”影响力较弱的生命阶段时(成长期),通过政企纽带产生的“关系”影响力作用会更为重要。这一发现使得政企纽带—并购绩效关系的理论与实证证据,能够与其他关于政企纽带—企业绩效关系的证据相吻合(如蔡庆丰等,2017)^[10]。通过实证检验的证据显示:(1)企业所处生命周期阶段对企业并购绩效尤其是短期(一年期)的财务绩效会产生显著影响,处于成长期的企业更容易获得较好的并购绩效;(2)在成长期阶段,企业所拥有或建立的政企纽带,能够对其并购绩效产生更显著的促进作用。因此,如果忽略生命周期的影响,会使得研究结论出现重大偏误。

考虑到并购绩效问题研究中,可能存在严重的内生性使文章结论出现偏差。就本文主题而言,即使观察到政企纽带与成长期企业并购绩效的更为显著的正相关关系,由于那些处于成长期且并购绩效较好的企业,可能更容易建立政企纽带,会产生干扰研究结论的内生性问题。也即,会影响人们对政企纽带的并购绩效效应的判断。为此,进一步从两个角度区分并购类别(横向并购、纵向并购与混合并购,关联方并购与非关联方并购),证明了政企纽带对于成长期企业的短期并购绩效提升作用,会因并购类别而产生差别。具体而言,建立政企纽带,对于成长期企业的横向并购、包括横向并购的混合并购,和非关联方并购,促进作用更显著。而对于纵向并购和关联方并购,其作用相对较弱。这一方面丰富了文章的研究结论,另一方面也排除了文章的内生性顾虑。

此外,研究还表明,引入了生命周期因素特别是引入了政企纽带与生命周期交叉项后,政企纽带的系数显著性大幅下降甚至消失了。这从另一个角度也说明政企纽带对企业并购绩效的推动作用,是企业所处生命周期紧密联系的。如果忽略生命周期因素,生命周期的作用会交织到政企纽带的作用中去,使得实证结论出现偏差。

二、启示

本文的研究至少有以下两方面启示:(1)是政府层面应更多地服务成长期而且成熟期企业,帮助这些企业解决发展的具体困难。经实证检验后的研究结果发现:政企纽带只在成长期企业并购中发挥作用,然而成熟期企业建立的政企纽带的比例却最高。这说明,政府对企业

的帮助应该聚焦于成长期,但现实中太多的政府资源送到了成熟期企业。对于成长期企业,建立政企纽带能够帮助企业获得资源,进入壁垒,推动企业成长。成熟期企业已有了强大的“市场”影响力,此时政府之手往往发挥不了支持作用,反而制约企业的成长。(2)是企业应该更清醒地认识到政府的作用并处理好与政府的关系。特别是,不能在长期内过度依靠政企纽带推动企业发展。其中证据表明:政企纽带对成长期企业并购绩效的推动作用,仅仅在短期内有效。这说明,在并购层面,“关系”的影响力是短期的。长期内企业只有充分依靠并发挥“市场”作用,才能建立业绩增长的长效机制。■

[基金项目:国家社科基金一般项目“我国企业融资约束的非市场特征及其影响机制研究”(项目编号:14BJY216)]

注释

1. 由于创业板企业数量较少且没有发生并购,本文的样本没有包含创业板样本。这就意味着无法考察初创期企业。
2. 比如,并购绩效好的企业更容易建立政企纽带。
3. 其中,式1是为了证明假设1,即说明生命周期变量对于并购绩效也是存在着直接影响效应的。这可能带来以下的疑问:即既然生命周期对并购绩效也存在直接效应,那么交差项究竟意是说明政企关联对生命周期的调节作用,还是说明生命周期对政企关联的调节作用呢?其实两者的意义在文章的分析中不会有大的区别。因为如果是前者,则说明处于成长期的企业其并购绩效较差,但政企纽带会对其并购绩效有良好的调节作用。如果是后

者,则说明有政企纽带的企业会有较好的并购绩效,但这种对并购绩效的正向促进作用只有当企业成于成长期时才能获得。也就是说,有两种情况企业能充分发挥政企纽带对并购绩效的作用:一种是企业处于成长期,然后它建立了政企纽带;另一种是建立了政企纽带这一企业恰好进入了成长期。如果要回答企业何时建立政企纽带这一问题,这两种状态或许是有区别的,因为它要回答企业是先进入成长期,还是先建立政企纽带的问题。但本文的重点只是要观察政企纽带在企业哪个生命周期更有作用。并不涉及企业如何主观能动地建立政企纽带这一问题。所以,上述两种状态区别不大。

参考文献:

- [1] Anand J, Singh H. Asset redeployment, acquisitions and corporate strategy in declining industries[J]. Strategic Management Journal, 1997, (2): 99-118.
- [2] Anthony JH, Rames hK. Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the lifecycle hypothesis[J]. Journal of Accounting and Economics, 1992, (15): 203-227.
- [3] Aggarwal RK, Meschke F, Wang TY. Corporate political donations: Investment or agency[J]. Business and Politics 2012, (14): 3-23.
- [4] Chan KS, DangVQT, YanIKM. Chinese firms' political connection, ownership, and financing constraints[J]. Economics Letters, 2012, (115): 164-167.
- [5] Dickinson V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle[J]. The Accounting Review, 2011, (6): 1969-1994.
- [6] Li W, HeA, LanH, etal. Political connections and corporate diversification in emerging economies: Evidence from China[J]. Asia Pacific Journal of Management, 2012, (29): 799-818.
- [7] Maksimovic V, Phillips G. The industry lifecycle, acquisitions and investment: Does firm organization matter?[J]. The Journal of Finance, 2008, (63): 673-708.
- [8] Niessen A, Ruenzi S. Political connectedness and firm performance: Evidence from Germany[J]. German Economic Review, 2010, (11): 441-464.
- [9] OwenS, Yawson A. Corporate lifecycle and M&A activity[J]. Journal of Banking & Finance, 2010, (34): 427-440.
- [10] 蔡庆丰, 田霖, 郭俊峰. 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[J]. 中国工业经济, 2017, (03): 156-173.
- [11] 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, (03): 129-137.
- [12] 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, (01): 95-105.
- [13] 刘星, 吴雪姣. 政府干预、行业特征与并购价值创造——来自国有上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2011, (06): 95-103.
- [14] 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, (04): 41-52.
- [15] 王凤荣, 高飞. 政府干预、企业生命周期与并购绩效——基于我国地方国有上市公司的经验数据[J]. 金融研究, 2012, (12): 137-150.
- [16] 吴超鹏, 吴世农, 郑方疆. 管理者行为与连续并购绩效的理论及实证研究[J]. 管理世界, 2008, (07): 126-133.
- [17] 夏立军, 陆铭, 余为政. 政企纽带与跨省投资——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2011, (07): 128-140.
- [18] 杨艳, 邓乐, 陈收. 企业生命周期、政治关联与并购策略[J]. 管理评论, 2014, (10): 152-159.
- [19] 姚益龙, 赵慧, 王亮. 企业生命周期与并购类型关系的实证研究——基于中国上市公司的经验研究[J]. 中大管理研究, 2009, (04): 35-49.
- [20] 赵立祥, 张文源. 行业垄断势力, 战略变化与企业绩效: 基于企业生命周期视角[J]. 经济经纬, 2015, (02): 75-80