

# 国企高管政治晋升对企业并购行为的影响<sup>\*</sup>

——基于企业成长压力理论的实证研究

□陈仕华 卢昌崇 姜广省 王雅茹

**摘要:**虽然企业成长压力是所有高管都要面临的重要课题,但对我国具有“准官员”性质的国企高管而言,却有着更为“与众不同”的意义:由于国企承担着较多的政策性负担,使得“企业成长速度”指标取代了包含很多噪音的“企业绩效”指标(即国企普遍采用的“规模导向型”发展方式),成为国企高管政治晋升中的一个重要评判筹码。当然,这也意味着对于具有不同政治晋升机会的高管而言,他们面临的成长压力会有所差异:与那些政治晋升机会较低的高管相比,政治晋升机会较高的高管面临的成长压力相对较大。并购作为企业实现快速成长的重要方式之一,自然成为那些追求政治晋升高管的最佳选择。有鉴于此,本文拟基于企业成长压力理论考察国企高管政治晋升对企业并购行为的影响。文章基于2004~2013年国有上市公司的并购数据,研究发现:与政治晋升机会较低的国企高管相比,当国企高管面临的政治晋升机会较高时,企业选择并购成长方式的可能性较高,在并购交易中支付的溢价水平相对较高,并购后取得的短期并购绩效虽无显著差异,但长期并购绩效却显著较差。当企业自身内生成长速度特别是相对自身历史的内生成长速度较慢(即高管面临的内生成长压力较大)时,高管政治晋升对上述并购行为(并购成长方式选择、并购交易价格支付、并购绩效)的影响就会越强。

**关键词:** 高管政治晋升 并购行为 成长压力 国有企业 实证研究

## 一、引言

由于高管是企业并购行为的决策主体,因此高管特征势必会对企业并购行为产生重要影响。学术界就此进行了大量研究,归纳起来主要有以下几类:一是基于委托代理理论考察高管的理性人特征对并购行为的影响(Jensen & Meckling, 1976),认为高管是为了追求个人私利(比如声誉、权力和薪酬等)而非股东利益进行的并购活动(Canyon, 1994)。二是基于高阶理论考察高管的人口统计学特征对并购行为的影响(Hambrick & Mason, 1984),认为高管的认知因素和价值观(以年龄、性别、教育背景、职业路径等作为代理指标)会影响企业并购行为(Scott & Davis, 2006; Finkelstein et al., 2009)。三是基于行为金融理论考察高管的非理性因素特征对并购行为的影响(Roll, 1986),认为高管的过度自信(Hayward & Hambrick, 1997; Malmendier & Tate, 2008; 姜付秀等, 2009)会对并购行为产生重要影响。四是国内学者(李增泉等, 2005; 潘红波等, 2008; 方军雄, 2008; 潘红波、余明桂, 2011)结合我国特殊制度背景,基于政府干预(“掠夺之手”VS. “扶持之手”)理论(Shleifer & Vishny, 1998)考察高管政治关联对并购行为的影响,认为高管政治关联可以作为法律保护的替代机制来保护企业产权免受政府侵害(潘红波等, 2008)。

不过,我国国企高管还有一个重要特征——即“准官员”特征(杨瑞龙等, 2013),一直没有

<sup>\*</sup>本文得到国家自然科学基金项目(71002093、71172018、71172120、71472030、71533022)、国家社会科学基金项目(11&ZD153、12CGL027、13CGL051)、中国博士后科学基金项目(20110490766、2012T50222)资助。

得到并购领域学者们的关注。实际上,在我国特殊制度背景下,国企高管并非真正意义上的职业经理人,他们大多具有政府官员和职业经理人的双重身份,甚至在很多情况下作为政府官员身份的倾向性更为强烈(郑志刚等,2012;杨瑞龙等,2013;张维迎,2014)。正因为如此,与作为职业经理人身份的高管不同,作为政府官员身份的国企高管具有追求政治上职位晋升的强烈动机(Cao et al.,2011;陈冬华,2011;许年行、罗炜,2011;郑志刚等,2012;杨瑞龙等,2013;张维迎,2014;王曾等,2014)。与此同时,虽然企业成长压力是所有高管都要面临的重要课题,但对我国具有“准官员”特征的国企高管而言,却有着更为“与众不同”的意义:由于国企承担着较多的政策性负担,使得“企业成长速度”指标取代了包含很多噪音的“企业绩效”指标(即国企普遍采用的“规模导向型”发展方式),成为国企高管政治晋升中的一个重要评判筹码(杨瑞龙等,2013)。尽管所有国企高管都面临着较为严重的成长压力问题,但对于具有不同政治晋升机会的高管而言,其面临的企业成长压力程度可能会有所不同,即相对于那些政治晋升机会较低的国企高管而言,政治晋升机会较高的国企高管面临的企业成长压力相对较大。而并购作为企业实现快速成长的重要方式之一,可能也自然会成为那些追求政治晋升高管的选择。正因为如此,本文拟基于企业成长压力理论考察国企高管政治晋升对企业并购行为的影响。具体考察如下问题:高管政治晋升是否会促使企业选用并购的成长方式?在对并购行为支付交易价格时,是否可能会支付相对较高的并购溢价?对于并购后取得的并购绩效,是否可能会相对较差?

本文基于2004~2013年国有上市公司的并购数据,研究发现:与国企高管面临较低政治晋升机会的情况相比,当国企高管面临较高政治晋升机会时,企业选择并购成长方式的可能性较高,企业在并购中支付的溢价水平会相对较高,并购后取得的短期并购绩效虽无显著差异,但长期并购绩效却显著较差。特别地,当国企自身的内生长速度特别是相对自身历史的内生长速度较慢时,国企高管政治晋升对上述并购行为(即并购前是否选用并购的成长方式、并购中支付的溢价水平、并购后期取得的并购绩效)的影响就会越强。与现有文献相比,本文可

能的创新主要体现在:其一,国外文献虽然已经开始使用企业成长压力理论来解释诸多企业行为(Greve,2008;Kim et al.,2011;Arrfelt et al.,2013),但是尚未使用该理论解释新兴市场国家中企业的行为。在我国特殊制度背景下,由于国企普遍承担着政策性负担,使得“成长速度”指标取代了包含很多噪音的“企业绩效”指标,成为政府主管部门考核国企高管的重要评判依据,这最终导致国企普遍采用“规模导向型”发展方式(杨瑞龙等,2013)。本质上而言,“规模导向型”成长方式正是企业成长压力理论的现实基础(Greve,2008;Kim et al.,2011)。因此,本文首次基于企业成长压力理论来解释我国国企高管政治晋升对并购行为的影响,这不仅符合企业成长压力理论本身的内在逻辑基础,也更加契合我国国企成长的特殊制度背景。其二,关于高管政治晋升的现有文献主要考察了其对于货币薪酬(Cao et al.,2011;陈冬华,2011)、在职消费(王曾等,2014)、过度投资(许年行、罗炜,2011)、形象工程(郑志刚等,2012)等行为的影响。从一般意义上讲,并购行为也属于投资行为,因此,关于“高管政治晋升与并购行为”的研究可以归为“高管政治晋升与投资行为”的研究范畴。不过,从这个层面讲,投资行为应该既包括内生的有机成长的投资行为,也包括外在的并购扩张的投资行为。现有研究(许年行、罗炜,2011)主要关注内生的有机成长的投资行为,尚未关注外在的并购扩张的投资行为,因此本文研究也丰富了关于高管政治晋升的现有研究成果。其三,现有文献虽然已经关注到诸多高管特征(如理性人特征、人口统计学特征、非理性特征、政治关系特征等)对并购行为的影响,但这些特征主要还是以作为职业经理人的高管特征而言,尚未有文献关注到作为政府官员身份的高管特征对并购行为的可能影响,而本文首次考察作为政府官员身份的高管特征——政治晋升对并购行为的影响,这丰富了从高管特征角度研究并购行为的现有文献。

## 二、理论分析、制度背景与研究假设

虽然实践中的企业会有众多需要追逐的目标,但学术界似乎仅重点关注了其盈利能力,鲜有文献关注企业追求的另外一个重要目标——规模

(Greve, 2008)。规模会给企业行为带来很多影响(Kimberly, 1976; Greve, 2008)。这些影响有好的方面,比如,规模较大的企业可能会因规模经济而降低生产成本(Gooding & Wagner, 1985),拥有较大的市场势力(Boone et al., 2004);当然也有不好的方面,比如,企业可能会因规模较大而形成官僚的行政管理体系(Kimberly, 1976),形成不适合快速变革环境的组织惰性(Chen & Hambrick, 1995)。尽管如此,规模仍是所有企业都致力于追求的重要目标(Greve, 2008)。实际上,规模之于企业的重要性不言而喻,比如,一家规模100万元的企业即便盈利能力非常强,假定年收益率为50%,其每年净收益也不过50万元;而另一家规模10000万元的企业即便盈利能力一般,假定年收益率为10%,其每年净收益也会相当可观,可高达1000万元。因此,撇开规模仅依据盈利能力来评价企业似乎存在严重偏颇。正是由于规模之于企业如此重要,因此,类似于盈利能力指标一样,成长速度也经常成为评价企业经营状况的一个重要指标(Penrose, 1959; Greve, 2008; Kim et al., 2011)。

成长速度作为衡量企业绩效的一个重要指标,让高管面临着巨大的成长压力(Greve, 2008; Kim et al., 2011)。这主要由两方面因素造成:一方面是来自企业外部的压力,对于快速成长的企业,资本市场和投资者倾向于愿意支付较高的股票价格(Kim et al., 2011)。因此,受到来自股东和财务分析师的外部压力,高管有很强的动力去追求成长。另一方面是源自高管自身的利益追求,规模较大的企业不仅可以让高管享受更多的非价值最大化目标,比如,隐形的在职消费、建造个人帝国等(Baumol, 1967; Marris, 1964; Jensen & Meckling, 1976),而且由于高管薪酬和企业规模紧密相关,规模较大的企业还可以让高管赚取更多显性的薪酬收入(Tosi et al., 2000; Finkelstein et al., 2009)。因此,高管自身也有很强的内在动力去追求企业的快速成长。

虽然成长压力是所有企业高管都要面临的重要课题,但对我国具有“准官员”性质的国企高管而言,却有着更为“与众不同”的意义,这主要体现在两个方面:一方面,国有企业普遍承担的政策性负担,使得“企业成长速度”指标取代了包含很多噪音的“盈利能力”指标,成为政府主管部门考核国企高

管的重要评判依据。我国国有企业普遍承担着由政府发展战略所导致的战略性政策负担和社会性政策负担:战略性政策负担是指在传统发展战略的指导思想下,投资于不具备比较优势的资本密集型产业或产业区段所形成的负担;社会性政策负担是指由于国有企业承担过多的冗员和工人福利等社会性职能所形成的负担(林毅夫、李志赞, 2004)。在存在信息不对称问题的情况下,这些政策性负担会引起国有企业严重的道德风险和“预算软约束”问题,让政府主管部门无法分清企业亏损是政策性亏损,还是正常的盈利性亏损,抑或是高管不作为所致,因此政府主管部门对高管的考核无法再以盈利指标作为考核依据(林毅夫、李志赞, 2004; 陈冬华等, 2005),只能代之采用噪音相对较小的规模成长指标,致使国有企业普遍采用“规模导向型”发展方式(杨瑞龙等, 2013)。

另一方面,由于具有“准官员”性质的国企高管天然地拥有政治上职位晋升的强烈诉求,因此,作为政治晋升中重要评判指标的“政绩”——企业规模成长速度,自然也就成为国企高管普遍追求的目标。虽然国家自2000年开始一直致力于国有企业去行政化改革<sup>①</sup>,但时至今日,国有企业和国有企业高管的行政级别制度仍然根深蒂固。国有企业高管虽然不是公务员编制,但却参照同级别公务员管理,享受同级别政府官员待遇(陈仕华等, 2014)。国有企业高管作为政府官员的一个直接证据就是,所有国有企业负责人仍然由各级党委的组织部门管辖(杨瑞龙等, 2013; 张维迎, 2014)。国企高管“准官员”特征使其有很强的动机去追求政治上的职位晋升(Cao et al., 2011; 陈冬华, 2011; 许年行、罗炜, 2011; 郑志刚等, 2012; 杨瑞龙等, 2013; 张维迎, 2014; 王曾等, 2014; 陈仕华等, 2014; 郑志刚等, 2014),这不仅符合国企高管自身的职业生涯诉求(张维迎, 2014),也符合组织部门选拔经济官员“孵化器”的需要(郑志刚等, 2012; 陈仕华等, 2014)<sup>②</sup>。根据《党政领导干部选拔任用工作条例》的有关规定,组织部门在选拔任用领导干部时需要全面考察候选人的“德、能、勤、绩、廉”。然而,相对于“德”、“能”、“勤”、“廉”而言,“绩”的指标更易于量化和考核,因此也在官员晋升中发挥着更为重要的作用(Li & Zhou, 2005; 周黎安, 2007; 陶然等, 2010)。比如,杨瑞龙等(2013)研究发



现,央企营业收入增长率会增加会显著提高企业领导政治升迁的概率。如前所述,在“盈利能力指标”难于观察的情况下,“企业成长速度”自然也就成为国企高管打造“政绩”所追求的重要指标。比如,已有研究发现,相对于营业收入增长率而言,国有资本保值增值率对企业领导的政治升迁并不具有显著的正向影响,说明目前国企高管的考核与升迁机制仍是“规模导向型”(杨瑞龙等,2013)。

虽然国企高管普遍面临着企业成长压力,但对于政治晋升机会不同的国企高管而言,他们面临的企业成长压力也会有所差异:与那些政治晋升机会较低的高管相比,政治晋升机会较高的国企高管面临的企业成长压力相对较大。比如,许年行和罗炜(2011)基于1994~2009年深沪两市A股上市公司样本研究发现,与高管政治晋升机会较低的公司相比,高管政治晋升机会较高的公司在高管获得政治晋升之前存在较为严重的过度投资行为。郑志刚等(2012)基于N省一家公司的案例研究表明,国企高管为了实现政治晋升,在实现政治晋升之前有很强的动力去建设形象工程,如公益性捐赠(郑志刚等,2014)、企业或高管个人形象的媒体宣传报道等。由于国企高管的成长压力而带来的过度投资行为,在国企争夺海外投资项目中体现得更为明显。2010年中国铁建承包的沙特轻轨项目巨亏41.48亿元,这是继中国平安投资富通集团亏损226亿元、中投公司投资美国黑石集团亏损30亿美元之后,国企海外投资项目失败的又一实例。而在中铁拿下沙特项目之后,将其视为一项特殊的“政治工程”,一时间一些国企积极跟进,纷纷以拿下海外项目为荣,不计成本的得失(郑志刚等,2012)。为了系统考察高管政治晋升对并购行为的影响,本文接下来分别从并购交易前期的并购成长方式选择、并购交易中期的并购交易价格支付和并购交易后期取得的并购绩效3个方面加以分析。

高管政治晋升与并购成长方式选择。在企业成长理论中,虽然关于成长动因和成长特征等问题仍存在较大分歧(Penrose, 1995),但是关于企业成长方式却已经基本达成一致(Kim et al., 2011)。根据现有研究文献(Varaiya et al., 1987; Schweizer, 2005; 姜付秀等, 2009; Kim et al., 2011),企业成长方式主要有两种:内生的有机成长和外在的并购扩张。内生

的有机成长主要是通过自身的内部资源积累实现的有机增长,比如基于内部积累的资金进行投资,通过购买新设备、新厂房、新建企业等实现扩大生产规模;而外在的并购扩张主要是通过从企业外部购买其他企业的方式实现增长(姜付秀等, 2009)。正是由于两种成长方式的上述特点,因此相对于内生有机成长方式而言,并购扩张方式可以有助于企业实现快速成长。而当高管面临的成长压力较大时,他们就会倾向于选择成长速度较快的并购成长方式。比如,Varaiya等(1987)研究表明,尽管企业可能会偏好于通过扩大现有产品或服务需求的内生有机成长方式,但是当企业成长速度因未能达到股东要求而让高管承担较大的成长压力时,高管就会转而偏好于并购成长方式。对于我国追求政治晋升的国企高管而言,与那些政治晋升机会较低的国企高管相比,由于政治晋升机会较高的国企高管面临着较大的企业成长压力,因此更可能选择采用并购的成长方式。因此,本文拟检验如下假设。

假设1:与政治晋升机会较低的国企高管相比,当国企高管面临的政治晋升机会较高时,企业采用并购成长方式的可能性较大。

高管政治晋升与并购交易价格支付。公司为并购交易支付的溢价水平,反映出高管面临的成长压力程度(Greve, 2008; Kim et al., 2011)。当高管满意于公司成长状态时,他们便不会采取冒险的战略行为(March & Shapira, 1987)。而当高管不满足于公司目前的成长状态时,由于他们面临快速成长的压力,会倾向于采取较为冒险的战略行为(Greve, 2008)。Wiseman和Bromiley(1996)提供的大量证据也表明,当管理者前期阶段采取的行为没有取得理想的绩效结果时,他们将来采取高风险行为的可能性更大(Bromiley, 1991)。当高管面临的成长压力较大时,由于他们对通过并购方式实现成长的迫切程度较强,因此他们将会愿意实施高风险策略以促进快速成长(Greve, 2008),比如,为并购交易支付相对较高的并购溢价(Kim et al., 2011)。因此,公司为并购交易支付的溢价水平,反映出高管通过并购实现成长的迫切程度,当公司特别渴望通过并购来获取增长时,其支付的溢价水平会相对较高(Kim et al., 2011)。换言之,与成长压力低的高管相比,当高管面临的成长压力较高时,其为并购交易支付的溢价

水平会相对较高。对于我国追求政治晋升的国企高管而言,与那些政治晋升机会较低的国企高管相比,由于政治晋升机会较高的国企高管面临着较大的企业成长压力,对通过并购方式获取增长的迫切程度相对较强,因此更可能会为并购交易支付相对较高的并购溢价。因此,本文拟检验如下假设。

假设2:与政治晋升机会较低的国企高管相比,当国企高管面临的政治晋升机会较高时,企业在并购交易中支付的溢价水平可能会相对较高。

高管政治晋升与并购绩效。如前所言,成长压力会促使高管采取较为冒险的战略行为(March & Shapira, 1987; Greve, 2008; Kim et al., 2011)。而这种战略行为冒险性,在并购战略选择阶段主要体现为高估并购交易的协同收益、低估并购交易过程中潜藏的诸多风险和不确定性(Harding & Rovit, 2004; Laurie et al., 2006);在并购交易的价格支付阶段主要体现为支付相对较高的并购溢价(Kim et al., 2011)。正是由于成长压力让高管在并购交易前期高估了协同收益、低估了并购风险与不确定,在并购交易时支付较高的并购成本,因此可能会导致并购交易后期出现相对较差的并购绩效。与成长压力低的高管相比,当高管面临的成长压力较高时,并购交易后期取得的并购绩效可能会相对较差。而对于我国追求政治晋升的国企高管而言,相对于政治晋升机会较低的国企高管,政治晋升机会较高的国企高管由于其面临较大的成长压力,在并购交易过程中倾向于承担的较高并购风险、支付相对较高的并购交易成本,因此更可能会在并购后期得到相对较差的并购绩效。因此,本文拟检验如下研究假设。

假设3:与政治晋升机会较低的国企高管相比,当国企高管面临的政治晋升机会较高时,企业并购行为取得的并购绩效可能会相对较差。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择和数据来源

由于从2004年开始我国上市公司并购交易的信息披露数据才相对完整,因此本文主要选取我国沪深A股国有上市公司2004~2013年间并购交易事件作为考察对象。关于假设1的检验,本文选择如下研究样本:从国泰安数据库的“中国上市公司治理结构研究数据库”的“治理综合信息”文件中获得

2004~2013年沪深A股上市公司数据(共计17198个观测样本),然后根据上市公司最终控制人性性质,剔除非国有上市公司数据(7383个观测样本),剩余样本为国有上市公司数据(9815个观测样本),即为检验假设1所用的研究样本。具体情况如表1所示。

关于假设2和假设3的检验,本文使用并购交易事件作为研究样本,采用如下数据处理过程:从国泰安数据库的“中国上市公司并购重组研究数据库”中获取2004~2013年间发生的并购交易事件作为初选样本(共计48728个交易事件);从初选样本中筛选出并购方为国有上市公司的并购交易事件,共筛选出6132个并购交易事件,即为检验假设2和假设3所用的研究样本。具体情况如表2所示。

#### (二)研究模型和变量说明

为了检验假设1,我们建立如下模型:

$$Acquisition\ Strategy = Promotion + Control + \varepsilon \quad (1)$$

式(1)中的 *Acquisition Strategy* 为并购战略选择变量。本文借鉴姜付秀等(2009)的做法,设置两个指标测量并购战略选择:并购选择(*Strategy\_1*):某家公司是否采用并购战略,如果该家公司采用的并购战略,则取值为1,否则为0;并购规模(*Strategy\_2*):考察某家公司采用并购战略的程度,以该公司在一个年度内进行全部并购行为支付的价格总和(并进行对数化处理)加以度量。

*Promotion* 为高管政治晋升变量。本文借鉴郑志刚等(2012)、杨瑞龙等(2013)、王曾等(2014)的做法,采用如下步骤测量总经理或董事长的政治晋升:第一,通过国泰安数据库中高管个人资料文件筛选出样本期间每家公司每个年份的总经理和董事长;第二,通过“百度网”、“新浪网”、“中国财经”查找总经理或董事长个人的详细工作经历;第三,判定公司总经理或董事长是否调入政府部门任职,若是则认为存在高管政治晋升。例如,宝山钢铁股份有限公司(股票代码:600019)董事长艾宝俊在2007年12月27日调任上海市副市长,说明艾宝俊在2007年发生了高管政治晋升。本文采用虚拟变

表1 检验假设1所用样本的基本情况

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	合计
公司数	953	939	936	960	975	987	1020	1012	1019	1014	9815

表2 检验假设2和3所用样本的基本情况

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	合计
公司数	413	318	322	765	826	727	791	744	603	623	6132

量方式来刻画高管的政治晋升机会:其一,如果某家公司总经理或董事长在 $t$ 年上半年(7月1日之前)调入(包括平级调动)政府部门任职,将该公司样本的 $t-1$ 年取值为1,其他取值为0;如果某家公司总经理或董事长在 $t$ 年下半年(7月1日之后)调入(包括平级调动)政府部门任职,将该公司样本的 $t-1$ 年、 $t$ 年取值为1,其他取值为0<sup>③</sup>。

*Control* 为控制变量。借鉴现有研究(姜付秀等, 2009; 陈仕华等, 2013)的做法, 本文选择如下控制变量: 董事会规模(*Scale*), 董事会成员数量; 两职合一(*Dual*), 总经理兼任董事长时取值为1, 否则为0; 独立董事比例(*Inde*), 独立董事人数与董事会成员人数的比值; 集团控制(*Group*), 公司隶属于企业集团时取值为1, 否则为0; 实际控制人性(*Type*), 中央政府控制取值为4, 省和地区级政府控制取值为3, 市级政府控制取值为2, 县级及以下政府控制取值为1; 自由现金流(*Cash*), 公司自由现金流与总资产的比值; 企业规模(*Size*), 公司总资产的自然对数; 资产负债率(*Debt*), 公司总负债与总资产的比值; 年度虚拟变量(*Year*)和行业虚拟变量(*Industry*)<sup>④</sup>。

为了检验假设2, 我们建立如下计量模型:

$$Acquisition\ Premium = Promotion + Control + \varepsilon \quad (2)$$

式(2)中的 *Acquisition Premium* 为并购溢价。由于国内并购行为主要是通过协议转让方式进行<sup>⑤</sup>, 并且在协议转让时主要以净资产作为交易双方定价谈判的基准, 因此本文遵照国内学者(唐宗明、蒋位, 2002; 陈仕华、卢昌崇, 2014)普遍采用的测量方法, 将净资产作为溢价的测量基准, 采用的计算公式为: 并购溢价 = (交易总价 - 交易标的的净资产) / 交易标的的净资产。考虑到并购溢价水平呈现出很强的行业特征(Laamanen, 2007), 因此本文还借鉴陈仕华和卢昌崇(2014)的方法, 对并购溢价数据进行行业调整: 对各个年份的并购溢价数据依据行业标准进行标准化处理<sup>⑥</sup>, 并以行业调整的并购溢价数据作为测量指标, 记为 *Premium*。

*Promotion* 为高管政治晋升变量, 测量方法同前。*Control* 为控制变量。借鉴现有研究(Slusky & Caves, 1991; 唐宗明、蒋位, 2002; 吴联生、白云霞, 2004; Kim et al., 2011; 陈仕华、卢昌崇, 2014)的做法, 本文选择如下控制变量: 支付方式(*Method*), 并购交易采用现金支付方式时计为1, 其他为0; 财务

顾问(*Consultant*), 并购方在交易过程中聘请财务顾问时取值为1, 其他为0; 股权集中度(*Share*), 第一大股东持股比例; 高管过度自信(*Hubris*), 并购方薪酬最高的前三名高管薪酬总额与所有高管薪酬总额的比值; 企业规模(*Size*), 公司总资产的自然对数; 自由现金流(*Cash*), 公司自由现金流与总资产的比值; 年度虚拟变量(*Year*)和行业虚拟变量(*Industry*)。

为了检验假设3, 我们建立如下计量模型:

$$Acquisition\ Performance = Promotion + Control + \varepsilon \quad (3)$$

式(3)中的 *Acquisition Performance* 为并购绩效, 包括短期并购绩效和长期并购绩效。短期并购绩效用累计超额收益率(*CAR*)代表。参照学者们(潘红波等, 2008; 唐建新、陈冬, 2010; 王化成等, 2010; 陈仕华等, 2013)的普遍做法, 根据 Brown 和 Warner (1985)的市场模型法进行计算, 模型中参数估计的区间选定为并购宣告前150个交易日至宣告前30个交易日。由于并购宣告日之前的第三个交易日、宣告日当天和宣告日之后的第一个交易日, 平均超额收益率显著异于0, 因此本文选取[-3, 1]窗口计算累积超额收益率。

长期并购绩效用购买并持有超常收益(*BHAR*)和总资产收益变化值( $\Delta ROA$ )代表。对于购买并持有超常收益(*BHAR*), 本文借鉴 Gregory (1997)、李善民和朱滔(2006)和陈仕华等(2013)的研究, 将其测量为购买公司股票并一直持有到并购后两年(24个月), 公司股票收益率超过市场组合或对应组合收益率的部分<sup>⑦</sup>。对于总资产收益率变化值( $\Delta ROA$ ), 本文借鉴吴超鹏等(2008)、Cai 和 Sevilir (2012)和陈仕华等(2013)的做法, 将其测量为并购首次公告日前后两年的总资产收益率的变化量<sup>⑧</sup>。

*Promotion* 为高管政治晋升变量, 测量方法同前。

*Control* 为控制变量。借鉴现有研究(Jensen & Meckling, 1976; Hayward & Hambrick, 1997; 李善民、朱滔, 2006; 吴超鹏等, 2008; 潘红波等, 2008; 唐建新、陈冬, 2010; 王化成等, 2010; 潘红波、余明桂, 2011; 陈仕华等, 2013)的做法, 本文选择如下控制变量: 支付方式(*Method*)、财务顾问(*Consultant*)、股权集中度(*Share*)、高管过度自信(*Hubris*)、企业规模(*Size*)、企业绩效(*Performance*)<sup>⑨</sup>、自由现金流(*Cash*)、年度虚拟变量(*Year*)和行业虚拟变量(*Industry*)。



此外,由于本文是基于企业成长压力理论来解释高管政治晋升对企业并购行为的影响,因此测量企业成长压力变量对验证本文理论故事至关重要。本文借鉴 Kim 等(2011)的研究,用企业内生增长速度的两个指标来测量高管面临的企业成长压力水平:其一,相对自身历史的内生增长( $Growth_{-1}$ )。测算步骤如下:首先,计算公司在  $t-4$  年至  $t-1$  年期间并购交易规模  $Size\_Acquisition_{t-4\ to\ t-1}$ ,即公司在  $t-4$  年至  $t-1$  年期间进行全部并购行为支付的价格总和;其次,计算  $t-4$  年至  $t-1$  年期间自身内生增长率  $Asset\_Growth$ ,即  $t-1$  年公司资产( $Asset_{t-1}$ )减去  $t-4$  年至  $t-1$  年期间并购交易规模的余额,除以  $t-4$  年公司资产( $Asset_{t-4}$ ),计算公式为: $Asset\_Growth = (Asset_{t-1} - Size\_Acquisition_{t-4\ to\ t-1}) / Asset_{t-4}$ ;最后,计算相对自身历史的内生增长  $Growth_1$ ,计算公式为: $Growth_1 = \sqrt[3]{Asset\_Growth} - 1$ 。其二,相对同行业的内生增长( $Growth_2$ )。测算步骤如下:首先,根据相对自身历史的内生增长( $Growth_1$ )数据计算出行业平均的相对自身历史的内生增长率( $Growth\_mean$ ),其中,行业划分根据中国证监会(2001年版)《上市公司行业分类指引》制定的标准,制造业按照二级代码分类,其他按一级代码分类;然后,计算相对同行业的内生增长  $Growth_2$ ,计算公式为: $Growth_2 = Growth_1 - Growth\_mean$ 。

### (三)描述性分析

表3给出检验假设1所用样本的描述性统计结果和变量间相关系数。从中可以看出,在全部观测样本中,选择并购战略的观测样本约占32.7%,发生高管政治晋升的观测样本约占1.4%。高管政治晋升与并购选择和并购规模的相关系数分别为0.04和0.03,且均在

1%的水平上显著,这与假设1的预测结果一致。

表4给出检验假设2和假设3所用样本的描述性统计结果和变量间相关系数。从中可以看出,经过行业调整的并购溢价( $Premium$ )的均值为-0.003;短期并购绩效( $CAR$ )的均值为-0.5%;长期并购绩效( $BHAR$ 和 $\Delta Roa$ )的均值分别为-0.001和-0.022,高管政治晋升( $Promotion$ )的均值为1.9%。高管政治晋升与两个并购溢价指标的相关系数分别为0.06和0.05,且均在1%的水平上显著,这与假设2的预测结果一致。高管政治晋升与短期并购绩效( $CAR$ )的相关系数为-0.02,虽然方向与假设3预测结果相同,但未能达到5%的显著性水平。高管政治晋升与长期并购绩效( $BHAR$ 和 $\Delta Roa$ )的相关系数分别为-0.03和-0.05,且均在1%的水平上显著,这与假设3的预测结果一致。

## 四、实证结果与分析

### (一)高管政治晋升与并购战略选择

关于高管政治晋升与并购战略选择的回归结果如表5所示。其中,模型1-1和模型2-1为高管政治晋升变量( $Promotion$ )分别与并购选择( $Strate-$

表3 检验假设1所用样本的描述性统计结果和变量间相关系数

变量	Mean	Se.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1.Strategy_1	0.327	0.469	1											
2.Strategy_2	5.108	8.328	0.88**	1										
3.Promotion	0.014	0.119	0.04**	0.03**	1									
4.Growth_1	-0.550	0.751	-0.04**	-0.05**	0.02*	1								
5.Growth_2	0.038	0.730	-0.04**	-0.05**	0.02	0.97**	1							
6.Scale	9.367	2.778	0.03**	0.04**	0.04**	0.14**	0.12**	1						
7.Dual	0.081	0.273	0.00	0.00	-0.02*	-0.02*	-0.01	-0.03**	1					
8.Inde	0.345	0.078	0.06**	0.05**	0.02	0.03**	0.01	0.32**	0.05**	1				
9.Group	0.612	0.487	0.03**	0.03**	0.02	0.06**	0.06**	0.00	-0.04**	0.02*	1			
10.Type	3.207	0.654	0.01	0.02	0.01	0.06**	0.04**	0.04**	-0.05**	0.02	-0.03**	1		
11.Cash	0.051	0.095	0.02	0.01	0.01	0.04**	0.04**	0.03**	-0.03**	0.04**	0.02	-0.00	1	
12.Size	21.896	1.467	0.08**	0.09**	0.04**	0.13**	0.07**	0.39**	0.02*	0.49**	0.04**	0.06**	0.05**	1
13.Debt	0.523	0.310	0.02*	0.02	0.01	-0.07**	-0.10**	0.15**	0.03**	0.22**	-0.02	0.00	-0.06**	0.29**

注:\*,\*\*分别代表5%和1%的显著性水平。

表4 检验假设2和假设3所用样本的描述性统计结果和变量间相关系数

变量	Mean	Se.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1.Premium	-0.003	0.957	1												
2.CAR	-0.005	0.082	0.03	1											
3.BHAR	-0.001	0.139	-0.04*	-0.01	1										
4.Roa	-0.022	0.747	0.03	0.06**	0.04**	1									
5.Promotion	0.019	0.143	0.05**	-0.02	-0.03*	-0.05**	1								
6.Growth_1	-0.454	0.694	-0.03	0.04**	0.02	0.06**	0.03*	1							
7.Growth_2	0.128	0.669	-0.02	0.03*	0.02	0.07**	0.03	0.96**	1						
8.Method	0.882	0.322	-0.08**	-0.30**	0.02	-0.15**	0.03	0.10**	0.10**	1					
9.Consultant	0.048	0.214	-0.12**	0.13**	-0.03*	0.09**	-0.03*	-0.11**	-0.11**	-0.36**	1				
10.Share	0.407	0.159	-0.03	-0.01	-0.04**	-0.05**	0.05**	0.09**	0.07**	-0.01	-0.02	1			
11.Hubris	0.401	0.142	0.03	0.06**	-0.01	0.05**	0.00	-0.14**	-0.10**	-0.13**	0.11**	0.01	1		
12.Size	22.223	1.497	-0.01	0.00	-0.02	-0.07**	0.07**	0.12**	0.05**	0.09**	-0.10**	0.19**	-0.23**	1	
13.Performance	0.063	0.094	0.02	0.01	-0.01	-0.30**	0.00	0.17**	0.17**	0.04**	-0.05**	0.06**	0.01	0.05**	1
14.Cash	0.051	0.099	0.01	0.00	0.01	-0.03*	0.04**	0.00	0.00	0.02	0.00	0.08**	0.00	0.03*	0.31**

注:\*,\*\*分别代表5%和1%的显著性水平。

gy\_1)和并购规模(*Strategy\_2*)的回归结果。回归结果表明,高管政治晋升变量(*Promotion*)的回归系数显著为正,说明与政治晋升机会较低的国企高管相比,当国企高管面临的政治晋升机会较高时,企业采用并购成长方式的可能性较大。这与假设1的预测结果相一致。

模型1-2和模型2-2分别将相对自身历史的内生增长变量与高管政治晋升变量的乘积项(*Promotion*×*Growth\_1*)引入模型,以考察相对自身历史的内生增长变量对高管政治晋升与企业成长方式选择的调节效应。回归结果表明,该乘积项的回归系数在两个模型中均显著为负,说明当企业相对自身历史的内生增长速度较慢时(即企业相对自身历史的成长压力较大时),高管政治晋升机会对企业选择并购成长方式的正向影响越强。模型1-3和模型2-3分别将相对同行业的内生增长变量与高管政治晋升

变量的乘积项(*Promotion*×*Growth\_2*)引入模型,以考察相对同行业的内生增长变量对高管政治晋升与企业成长方式选择的调节效应。回归结果表明,该乘积项的回归系数在两个模型中均显著为负,说明当企业相对同行业的内生增长速度较慢时(即企业相对同行业的成长压力较大时),高管政治晋升机会对企业选择并购成长方式的正向影响越强。

## (二)高管政治晋升与并购溢价

关于高管政治晋升与并购溢价的回归结果如表6所示。其中,模型3-1为高管政治晋升变量(*Promotion*)与并购溢价指标(*Premium*)的回归结果。回归结果表明,高管政治晋升变量(*Promotion*)的回归系数显著为正,说明与政治晋升机会较低的高管相比,当国企高管面临的政治晋升机会较高时,企业在并购交易中支付的溢价水平会显著较高。这与假设2的预测结果相一致。

模型3-2将相对自身历史的内生增长变量与高管政治晋升变量的乘积项(*Promotion*×*Growth\_1*)引入模型,回归结果表明,该乘积项的回归系数显著为负,说明当企业相对自身历史的内生增长速度较慢时(即企业相对自身历史的成长压力较大时),高管政治晋升机会对并购溢价水平的正向影响越强。模型3-3将相对同行业的内生增长变量与高管政治晋升变量的乘积项(*Promotion*×*Growth\_2*)引入模型,回归结果表明,该乘积项的回归系数虽然为负,却未达到10%的显著性水平,说明企业相对同行业的内生增长速度(即企业相对同行业的成长压力较大时)对高管政治晋升机会与并购溢价之间关系不存在显著的调节效应。

## (三)高管政治晋升与并购绩效

关于高管政治晋升与并购绩效的回归结果如表7所示。其中,模型4-1、模型5-1和模型6-1为高管政治晋升变量(*Promotion*)分别与短期并购绩效(*CAR*)、长期并购绩效(*BHAR*和 $\Delta ROA$ )的回归结果。回归结果表明,在以短期并购绩效(*CAR*)为因变量的模型中(模型4-1),高管政治晋升变量(*Promotion*)的回归系数虽然为负,但未能达到10%的显著性水平,说明高管政治晋升机会对短期并购绩效不存在显著的负向影响;而在以长期并购绩效(*BHAR*和 $\Delta ROA$ )为因变量的模型中(模型5-1和模型6-1),高管政治晋升变量(*Promotion*)的回归系数

表5 高管政治晋升与并购战略选择的回归结果

模型	1-1	1-2	1-3	2-1	2-2	2-3
因变量	并购选择( <i>Strategy_1</i> )			并购规模( <i>Strategy_2</i> )		
<i>Promotion</i>	0.266** (2.483)	0.358*** (2.620)	0.274** (2.349)	1.612** (2.073)	2.336** (2.324)	1.544* (1.925)
<i>Growth_1</i>		-0.020* (-1.937)			-0.136 (-1.005)	
<i>Promotion</i> × <i>Growth_1</i>		-0.131* (-1.910)			-1.277* (-1.729)	
<i>Growth_2</i>			-0.024** (-2.106)			-0.154 (-1.141)
<i>Promotion</i> × <i>Growth_2</i>			-0.191** (-2.251)			-1.607* (-1.667)
<i>Scale</i>	-0.010 (-1.450)	-0.008 (-1.049)	-0.008 (-1.043)	-0.066 (-1.475)	-0.062 (-1.267)	-0.061 (-1.260)
<i>Dual</i>	-0.005 (-0.106)	-0.020 (-0.376)	-0.020 (-0.373)	-0.049 (-0.159)	-0.169 (-0.521)	-0.168 (-0.517)
<i>Inde</i>	-0.194 (-0.770)	0.028 (0.098)	0.024 (0.085)	-2.289 (-1.420)	-0.264 (-0.143)	-0.284 (-0.154)
<i>Group</i>	0.073*** (2.602)	0.062** (2.063)	0.062** (2.051)	0.492*** (2.856)	0.385** (2.066)	0.382** (2.052)
<i>Type</i>	0.006 (0.283)	0.010 (0.445)	0.011 (0.454)	0.184 (1.430)	0.160 (1.139)	0.161 (1.146)
<i>Cash</i>	0.075 (0.928)	0.131 (0.917)	0.132 (0.923)	0.226** (2.027)	0.154 (1.321)	0.154 (1.318)
<i>Size</i>	0.038*** (5.572)	0.056*** (4.246)	0.056*** (4.254)	0.238*** (6.052)	0.478*** (5.471)	0.476*** (5.517)
<i>Debt</i>	0.002 (0.055)	0.033 (0.706)	0.034 (0.739)	-0.178 (-0.818)	0.036 (0.160)	0.044 (0.199)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
C	-1.400*** (-9.851)	-1.999*** (-6.330)	-1.996*** (-6.475)	-0.133 (-0.179)	-6.585*** (-3.207)	-6.614** (-3.307)
R <sup>2</sup> /ALL	-0.613	-0.616	-0.616	0.036	0.038	0.038
调整R <sup>2</sup> / McF.R <sup>2</sup>	0.029	0.027	0.027	0.033	0.034	0.034
F/ LR	358.970	286.275	287.657	10.064	9.883	9.922
Obs.	9710	8481	8481	9710	8481	8481

注:模型1-1至模型1-3的()中为z值,其他模型的()中为t值,\*、\*\*、\*\*\*分别代表10%、5%和1%的显著性水平。



显著为负,说明与政治晋升机会较低的高管相比,当国企高管面临的政治晋升机会较高时,企业取得的长期并购绩效会相对越差。之所以得出上述实证结果,可能是因为:在并购事件宣告之初,由于投资者可能没有注意到高管政治晋升激励对公司并购行为的潜在负面影响,导致高管政治晋升对并购绩效负面影响在短期的资本市场中无法充分体现出来;但是,由于高管政治晋升对并购行为已经造成了系统性的负面影响,该影响一定能够在长期的市场绩效和财务绩效中得到充分体现。这与郑志刚等(2012)研究高管政治进行对形象工程的发现一样,国企高管可能会为了短期利益而以损害企业的长期绩效为代价。

模型4-2、模型5-2和模型6-2分别将相对自身历史的内生增长变量与高管政治晋升变量的乘积项( $Promotion \times Growth_1$ )引入模型,回归结果表明,该乘积项的回归系数在模型4-2中为负且未能达到10%的显著性水平,说明企业相对自身历史的内生增长速度(即企业相对自身历史的成长压力)对高管

政治晋升机会与短期并购绩效之间关系没有显著的调节效应;该乘积项的回归系数在模型5-2和模型6-2中显著为正,说明当企业相对同行业的内生增长速度较慢时(即企业相对同行业的成长压力较大时),高管政治晋升机会对长期并购绩效的负向影响显著增强。模型4-3、模型5-3和模型6-3分别将相对同行业的内生增长变量与高管政治晋升变量的乘积项( $Promotion \times Growth_2$ )引入模型,回归结果表明,该乘积项的回归系数在3个模型中均未达到10%的显著性水平,说明企业相对同行业的内生增长速度(即企业相对同行业的成长压力)对高管政治晋升机会与并购绩效之间关系没有显著的调节效应。

#### (四)稳健性检验

其一,前文主要是基于董事长或总经理是否调任政府部门职位来判定高管政治晋升,考虑到董事长或总经理升任集团层面的董事长或总经理,或者升任集团层面的党委或党组书记时,国企高管的行政级别也得到了提升,因此本文也借鉴王曾等(2014)的测量方法,将高管职位变更去向出现以下

表6 高管政治晋升与并购溢价的回归结果

模型	3-1	3-2	3-3
因变量	并购溢价(Premium)		
Promotion	0.675*** (3.017)	0.653** (2.544)	0.769*** (2.826)
Growth_1		0.042 (0.377)	
Promotion× Growth_1		-0.146* (-1.702)	
Growth_2			0.045 (0.600)
Promotion× Growth_2			-0.227 (-1.277)
Method	-0.082 (-0.896)	-0.061 (-0.655)	-0.060 (-0.645)
Consultant	-0.386*** (-3.655)	-0.409*** (-3.323)	-0.410*** (-3.330)
Share	-0.199 (-1.588)	-0.163 (-1.133)	-0.165 (-1.148)
Hubris	0.110 (0.697)	0.142 (0.831)	0.145 (0.852)
Size	0.005 (0.265)	-0.010 (-0.425)	-0.010 (-0.422)
Cash	-0.003 (-0.010)	-0.093 (-0.294)	-0.101 (-0.321)
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
C	-0.079 (-0.175)	0.197 (0.352)	0.171 (0.313)
R <sup>2</sup>	0.026	0.032	0.032
调整R <sup>2</sup>	0.012	0.015	0.015
F	1.898	1.856	1.869
Obs.	2426	2075	2075

注:()中为t值,\*、\*\*、\*\*\*分别代表10%、5%和1%的显著性水平。

表7 高管政治晋升与并购绩效的回归结果

模型	4-1	4-2	4-3	5-1	5-2	5-3	6-1	6-2	6-3
因变量	短期并购绩效(CAR)			长期并购绩效(BHAR)			长期并购绩效(ΔROA)		
Promotion	-0.006 (-0.882)	-0.002 (-0.270)	-0.016 (-0.862)	-0.025* (-1.798)	-0.047** (-2.052)	-0.023 (-1.348)	-0.198*** (-3.815)	-0.127*** (-2.892)	-0.102** (-2.299)
Growth_1		-0.007** (-2.476)			-0.008** (-2.406)			0.247*** (10.034)	
Promotion× Growth_1		-0.021 (-0.788)			0.044* (-1.678)			0.031* (1.709)	
Growth_2			-0.007** (-2.418)			-0.007** (-2.303)			0.246*** (9.964)
Promotion× Growth_2			-0.023 (-0.898)			0.033 (1.044)			0.022 (1.346)
Method	-0.075*** (-12.029)	-0.077*** (-12.253)	-0.077*** (-12.227)	0.003 (0.547)	0.003 (0.435)	0.003 (0.408)	-0.288*** (-6.077)	-0.248*** (-5.355)	-0.249*** (-5.399)
Consultant	0.024** (2.480)	0.019* (1.915)	0.019* (1.912)	0.022** (2.071)	-0.018 (-1.575)	-0.018 (-1.594)	0.150* (1.734)	0.139 (1.517)	0.134 (1.455)
Share	-0.015** (-2.092)	-0.021*** (-2.717)	-0.022*** (-2.744)	-0.046*** (-3.248)	-0.046*** (-3.014)	-0.046*** (-3.050)	-0.177*** (-2.580)	-0.147*** (-2.184)	-0.141** (-2.097)
Hubris	0.018** (2.093)	0.020** (2.250)	0.020** (2.221)	-0.008 (-0.568)	-0.004 (-0.242)	-0.004 (-0.262)	0.177* (1.885)	0.136 (1.421)	0.145 (1.508)
Size	0.001 (1.019)	0.000 (-0.194)	0.000 (0.005)	-0.001 (-0.403)	0.000 (-0.240)	0.000 (-0.159)	-0.023*** (-3.007)	0.009 (1.064)	0.004 (0.478)
Performance	0.033 (1.587)	0.032 (1.534)	0.032 (1.535)	-0.016 (-0.573)	-0.033 (-1.184)	-0.034 (-1.191)	-2.544*** (-9.965)	-2.553*** (-10.191)	-2.544*** (-10.154)
Cash	-0.028* (-1.918)	-0.022 (-1.480)	-0.023 (-1.521)	-0.008 (-0.342)	-0.015 (-0.644)	-0.015 (-0.657)	0.553*** (3.173)	0.538*** (2.623)	0.548*** (2.679)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
C	0.061** (2.519)	0.086*** (3.072)	0.078*** (2.807)	0.053 (1.398)	0.050 (1.153)	0.044 (1.018)	0.935*** (4.261)	0.149 (0.653)	0.385* (1.692)
R <sup>2</sup>	0.110	0.118	0.118	0.014	0.018	0.018	0.143	0.210	0.209
调整R <sup>2</sup>	0.104	0.111	0.111	0.008	0.010	0.010	0.137	0.203	0.203
F	17.825	16.264	16.251	2.143	2.271	2.202	25.428	33.666	33.584
Obs.	4081	3543	3543	4927	4363	4363	4769	4221	4221

注:()中为t值,\*、\*\*、\*\*\*分别代表10%、5%和1%的显著性水平。

情况时均视为晋升:平级或者更高级别的政府部门职位、集团层面的董事长或总经理、集团层面的党委或党组书记。以此替代变量进行测试,前文结果并未发生实质性改变。其二,对于短期并购绩效,参照其他学者的普遍做法(Fuller et al., 2002; 潘红波等, 2008),选取对称窗口期 $[-3, 3]$ 计算累计超额收益率 $CAR$ ,以此代表短期并购绩效进行测试,发现除了高管政治晋升变量的回归系数仍未达到10%的显著性水平。对于长期并购绩效,前文实证研究是基于24个月(2年)计算的购买并持有超常收益( $BHAR$ )和总资产收益变化值( $\Delta ROA$ ),本文还测试了基于36个月(3年)计算的购买并持有超常收益( $BHAR$ )和总资产收益变化值( $\Delta ROA$ ),以这两个指标代表长期并购绩效进行测试,发现高管政治晋升变量的回归系数仍显著为负。其三,考虑到高管政治晋升对企业并购行为的系统性影响,也可能是由于前文实证研究中未考察的遗漏变量所致,为此,本文还测试以下4类因素的可能影响:(1)政府换届因素。鉴于政府官员的政治更替既可能会影响国企高管的政治晋升机会,也可能会影响企业的投资行为(曹春方, 2013; 徐业坤等, 2013),因此,本文借鉴曹春方(2013)、徐业坤等(2013)和戴亦一等(2014)的做法,将政府官员更替( $Change$ )变量<sup>⑨</sup>引入前文实证模型,测试结果表明,在控制了政府官员更替变量后,前文实证结果仍然成立。(2)其他尚未观测到的公司属地特征因素。一方面,国企高管是由属地政府的组织部门任命,公司属地因素会影响到高管政治晋升;另一方面,公司属地政府统一掌控着行政审批、贷款担保和政策优惠等重要资源,这也会直接影响属地公司的并购行为。为此,本文按照属地管理原则进行分类,将样本分为中央企业、省级国企(各个省份或直辖市)、市级国企(各个市,将县级及以下归到市级),最终一共分为220类。由于安徽省芜湖市、甘肃省武威市、河南省驻马店市、湖北省襄阳市、湖南省邵阳市、江西省赣州市、辽宁省抚顺市、辽宁省凌源市、山东省临沂市、四川省德阳市、重庆市两江新区11个市仅有1个观测样本,因此,本文剔除这11类样本后(余下209类国企样本)使用属地固定效应方法进行测试,测试结论仍支持高管政治晋升对企业并购行为的系统性影响。(3)某些尚未观测到的公司特征因素。对

此类因素,本文使用控制公司固定效应方法进行测试,实证结果表明,在控制了公司固定效应之后,高管政治晋升对企业并购行为的系统性影响仍然成立。(4)高管特征因素。本文借鉴杨瑞龙等(2013)、郑志刚等(2014)等研究对高管特征因素的测量,在前文实证模型中引入了总经理年龄、性别、教育背景、任期和政治关联等高管特征变量,实证结果表明,在控制这些高管特征变量之后,前文实证结果并未发生实质性改变。

## 五、结论与启示

本文基于企业成长压力理论考察国企高管政治晋升对企业并购行为的影响。文章基于2004~2013年国有上市公司的并购数据,研究发现:与国企高管面临较低政治晋升机会的情况相比,当国企高管面临较高政治晋升机会时,企业选择并购成长方式的可能性较高,在并购交易中支付的溢价水平会相对较高,并购后取得的长期并购绩效显著较差;并且当国企自身的内生长速度特别是相对自身历史的内生长速度较慢(即高管面临的内生长压力较大)时,国企高管政治晋升对并购战略选择、并购溢价和并购绩效的影响就会越强。从理论上讲,上述发现不仅表明国企高管的“准官员”特征对国企并购行为的重大影响,丰富了高管特征与并购行为的相关研究;而且还表明企业成长压力理论对我国国企并购行为具有一定程度的理论解释力,这也为国企并购行为研究开拓了一个新的理论视角。那么,除了我国国企并购行为之外,企业成长压力理论是否还可以解释我国国企的其他战略行为或组织行为,这可能值得未来进一步的理论探索。从实践上讲,高管政治晋升作为激励国企高管的一项重要制度安排,有其积极的一面,比如,作为薪酬安排的替代性机制,可以抑制高管在职消费(王曾等, 2014)等;但也存在着负面影响,比如,进行过度投资(许年行、罗炜, 2011)、建设形象工程(郑志刚等, 2012)。那么,政府主管部门如何设置国企高管的评价和考核体系,以纠正国企高管扭曲的激励机制就变得至关重要。不过,限于目前相关研究还相对较少,高管政治晋升的系统性作用机理还远未理清,希望未来能够对此问题给予更多关注,以期为国企高管激励制度改革提供更有价值的

政策启示。

(作者单位:陈仕华,天津财经大学中国公司治理研究院、东北财经大学工商管理学院,卢昌崇、姜广省、王雅茹,东北财经大学工商管理学院;责任编辑:尚增健)

#### 注释

①原国家经贸委早在2000年9月发布的《国有大中型企业建立现代企业制度和加强管理基本规范(试行)》就已明确规定:“国有企业不再套用党政机关的行政级别,也不再比照党政机关干部的行政级别确定企业经营管理者待遇,要实行适应现代企业制度要求的企业经营管理者管理办法。”

②天则经济研究所课题组(2011)对上一届国家部委官员履历的统计发现,在涉及经济领域的19个部委的183名副部级以上官员当中,有56人拥有国有企业高管的工作经历,比例接近1/3。在新一届国务院领导班子成员中,不少官员也有国有企业高管的经历:新任国务委员兼公安部长郭声琨曾任中国铝业公司总经理,新任国务委员王勇曾任中国航空工业总公司副总经理,新任财政部部长楼继伟曾任中投公司董事长,工信部部长苗圩曾任东风汽车公司总经理。

③本文也根据第一季度(4月1日)作为分界线加以划分,即在t年第一季度(4月1日之前)调入时,t-1年取值为1,其他取值为0;在t年第二、三、四季度(4月1日之后)调入时,t-1年、t年取值为1,其他取值为0。用这种测量方法对论文随后得到的实证结果不构成实质影响。

④行业划分标准根据中国证监会制定的《上市公司行业分类指引》(2001年版)标准,制造业采用二级代码分类,其他按一级代码分类,共分为22个行业子类。

⑤考虑到并购交易中可能存在的政府干预对交易价格的异常影响,本文剔除了并购交易中无偿转让样本。

⑥行业划分标准根据中国证监会(2001年版)《上市公司行业分类指引》制定的标准,制造业按照二级代码分类,其他按一级代码分类。为了避免数据异常值对行业调整的可能影响,本文在进行标准化处理之前,对各个年份中各个行业的并购溢价数据按照上下1%进行缩尾处理。

⑦本文计算并购公司*i*并购后[0,T]月BHAR的公式如下: $BHAR_{it} = \Pi(1+R_{it}) - \Pi(1+R_{jt})$ 。其中, $R_{it}$ 为并购公司*i*在*t*月的收益率, $R_{jt}$ 表示对应组合的月收益率, $T=0\sim 24$ , $t=0$ 表示并购当月, $t=1$ 表示并购后一个月,以此类推。借鉴李善民和朱滔(2006)计算 $R_{jt}$ 采用的交叉分组方法:首先,根据公司在*t*年6月份的流通市值规模,从小到大排序后均分成5组;其次,根据公司在*t-1*年12月份的权益账面/市值比(每股权益/年末收盘价),对上述5组从小到大排序后再次均分成5组;最后,对任意年份的25组公司,分别计算各组的等权月收益率,即为 $R_{jt}$ 。

⑧具体测算如下:首先,依据行业标准(制造业采用二级代码分类,其他按一级代码分类)对每一年的总资产收益率(ROA)进行标准化处理;然后,用并购完成之后两年( $t+1$ 年, $t+2$ 年)总资产收益率(ROA)均值减去并购前两年( $t-2$ 年, $t-1$ 年)总资产收益率(ROA)均值,即为总资产收益率变化值( $\Delta ROA$ )。

⑨测量为总资产收益率(ROA)。

⑩借鉴已有研究(徐业坤等,2013;戴亦一等,2014)的做法,本文通过手工查询择城网(<http://www.hotelaah.com/liren/index.html>)、人民网(<http://renshi.people.com.cn/>),获得各个省份地区官员资料,然后整理公司注册地所在地区(省、市、自治州等)的书记(包含省委书记、市委书记、区委书记等)变动情况。借鉴Li和Zhou(2005)、张军和高远(2007)、王贤彬和徐现祥(2008)、曹春方(2013)的做法,若某一地区书记在一年中1~

6月份发生变动,则该地区这一年为1,若在一年中7~12月份发生变动,则该地区下一年度为1,其他为0。

#### 参考文献

- (1) Arrfelt, M., R. M. Wiseman and G. T. M. Hult, 2013, "Looking Backward instead of Forward: Aspiration-driven Influences on the Efficiency of the Capital Allocation Process", *Academy of Management Journal*, Vol. 56, pp. 1081~1103.
- (2) Baumol, W. J., 1967, "Macroeconomics of Unbalanced Growth: The Anatomy of Urban Crisis", *American Economic Review*, Vol. 57, pp. 415~426.
- (3) Boone, C., G. R. Carroll and A. van Witteloostuijn, 2004, "Size, Differentiation and the Performance of Dutch Daily Newspapers", *Industrial and Corporate Change*, Vol. 13, pp. 117~148.
- (4) Bromiley, P., 1991, "Testing a Causal Model of Corporate Risk Taking and Performance", *Academy of Management Journal*, Vol. 34, pp. 37~59.
- (5) Brown, S. J. and J. B. Warner, 1985, "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14(1), pp. 3~31.
- (6) Cai, Y. and M. Sevilir, 2012, "Board Connections and M&A Transaction", *Journal of Financial Economics*, Vol. 103(2), pp. 327~349.
- (7) Cao, J., M. Lemmon, X. F. Pan, M. Qian and G. Tian, 2011, "Political Promotion, CEO Incentives, and the Relationship between Pay and Performance", *American Finance Association Annual Meeting (AFA) in Devour USA*, Vol. 6(9), pp. 1~51.
- (8) Chen, M. J. and D. C. Hambrick, 1995, "Speed, Stealth and Selective Attack: How Small Firms Differ from Large Firms in Competitive Behavior", *Academy of Management Journal*, Vol. 38, pp. 453~482.
- (9) Conyon, M. J., 1994, "Corporate Governance Changes in UK Companies between 1988 and 1993", *Corporate Governance*, Vol. 2(2), pp. 87~99.
- (10) Finkelstein, S., D. Hambrick and A. A. Cannella, 2009, *Strategic Leadership*, Oxford University press.
- (11) Fuller, K., J. Netter and M. Stegemoller, 2002, "What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions", *The Journal of Finance*, Vol. 57(4), pp. 1763~1793.
- (12) Gooding, R. Z. and J. A. Wagner, 1985, "A Meta-analytic Review of the Relationship between Size and Performance", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 30, pp. 462~481.
- (13) Gregory, A., 1997, "An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 24, pp. 971~1002.
- (14) Greve, H. R., 2008, "A Behavioral Theory of Firm Growth: Sequential Attention to Size and Performance Goals", *Academy of Management Journal*, Vol. 51, pp. 476~494.
- (15) Hambrick, D. C. and P. A. Mason, 1984, "Upper Echelons: Organization as a Reflection of its Manager", *Academy of Management Review*, Vol. 9(2), pp. 193~206.
- (16) Harding, D. and S. Rovit, 2004, "Building Deals on Bedrock", *Harvard Business Review*, Vol. 82(9), pp. 121~128.
- (17) Hayward, M. and D. Hambrick, 1997, "Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42(1), pp. 103~127.
- (18) Jensen, M. and W. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(2-3), pp. 305~360.



ture”, *Journal of Financial Economic*, Vol. 3(4), pp. 305~360.

(19) Kim, J., J. Halebian and S. Finkelstein, 2011, “When Firms Are Desperate to Grow via Acquisition”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 56, pp. 26~60.

(20) Kimberly, J. R., 1976, “Organizational Size and the Structuralist Perspective: A Review, Critique and Proposal”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 21, pp. 571~597.

(21) Laamanen, T., 2007, “On the Role of Acquisition Premium in Acquisition Research”, *Strategic Management Journal*, Vol. 28, pp. 1359~1369.

(22) Laurie, D., Y. L. Doz and C. Sheer, 2006, “Creating New Growth Platforms”, *Harvard Business Review*, Vol. 84(5), pp. 80~90.

(23) Li, H. B. and L. A. Zhou, 2005, “Political Turnover and Economic Performance: The Incentive Role of Personnel Control in China”, *Journal of Public Economics*, Vol. 89, pp. 1743~1742.

(24) Malmendier, U. and G. Tate, 2008, “Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market’s Reaction”, *Journal of Finance Economics*, Vol. 89(1), pp. 20~43.

(25) March, J. G. and Z. Shapira, 1987, “Managerial Perspectives on Risk and Risk-taking”, *Management Science*, Vol. 33, pp. 1404~1418.

(26) Marris, R. L., 1964, *Economic Theory of Managerial Capitalism*, London: Macmillan.

(27) Penrose, E. T., 1959, *The Theory of the Growth of the Firm*, New York: Wiley.

(28) Penrose, E. T., 1995, *The Preface for The Theory of the Growth of the Firm*, Third Edition, Oxford University Press.

(29) Roll, R., 1986, “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *The Journal of Business*, Vol. 59(2), pp. 197~216.

(30) Schweizer, L., 2005, “Organizational Integration of Acquired Biotechnology Companies into Pharmaceutical Companies: The Need for a Hybrid Approach”, *Academy of Management Journal*, Vol. 48, pp. 1051~1074.

(31) Scott, W. R. and G. F. Davis, 2006, *Organizations and Organizing: Rational, National and Open System Perspectives*, Pearson Prentice Hall.

(32) Shleifer, A. and R. Vishny, 1998, *The Grabbing Hand: Government Pathologies and their Curse*, Cambridge, MA: Harvard University Press.

(33) Slusky, A. and R. E. Caves, 1991, “Synergy, Agency and the Determinants of Premia Paid in Mergers”, *Journal of Industrial Economics*, Vol. 39, pp. 277~296.

(34) Tosi, H. L., S. Werner, J. P. Katz and L. R. Gomez-Mejia, 2000, “How Much does Performance Matter? A Meta-analysis of CEO Pay Studies”, *Journal of Management*, Vol. 26, pp. 301~339.

(35) Varaiya, N. P. and K. R. Ferris, 1987, “Overpaying in Corporate Takeovers: The Winner’s Curse”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 43, pp. 64~70.

(36) Wiseman, R. M. and P. Bromiley, 1996, “Toward a Model of Risk in Declining Organizations: An Empirical Examination of Risk, Performance and Decline”, *Organization Science*, Vol. 7, pp. 524~543.

(37) 曹春方:《政治权力转移与公司投资》,《管理世界》, 2013年第1期。

(38) 陈冬华:《政治级别能激励高管吗?》,南京大学商学院工作论文, 2011年。

(39) 陈冬华、陈信元、万华林:《国有企业中的薪酬管制与

在职消费》,《经济研究》, 2005年第2期。

(40) 陈仕华、姜广省、李维安、王春林:《国有企业纪委的治理参与能否抑制高管私有收益?》,《经济研究》, 2014年第10期。

(41) 陈仕华、姜广省、卢昌崇:《董事联结、目标公司选择与并购绩效》,《管理世界》, 2013年第12期。

(42) 陈仕华、卢昌崇:《国有企业党组织的治理参与能够有效抑制并购中的“国有资产流失”吗?》,《管理世界》, 2014年第5期。

(43) 戴亦一、潘越、冯舒:《中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗?》,《经济研究》, 2014年第2期。

(44) 方军雄:《政府干预、所有权性质与企业并购》,《管理世界》, 2008年第9期。

(45) 姜付秀、张敏、陆正飞、陈才东:《管理者过度自信、企业扩张与财务困境》,《经济研究》, 2009年第1期。

(46) 李善民、朱滔:《多元化并购并给股东创造价值吗?》,《管理世界》, 2006年第3期。

(47) 李增泉、余谦、王晓坤:《掏空、支持与并购重组》,《经济研究》, 2005年第1期。

(48) 林毅夫、李志赟:《政策性负担、道德风险与预算软约束》,《经济研究》, 2004年第2期。

(49) 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》,《经济研究》, 2008年第4期。

(50) 潘红波、余明桂:《支持之手、掠夺之手与异地并购》,《经济研究》, 2011年第9期。

(51) 唐建新、陈冬:《地区投资者保护、企业性质与异地并购协同效应》,《管理世界》, 2010年第8期。

(52) 唐宗明、蒋位:《中国上市公司大股东侵害度实证分析》,《经济研究》, 2002年第4期。

(53) 陶然、苏福兵、陆曦、朱显铭:《经济增长能够带来晋升吗?》,《管理世界》, 2010年第12期。

(54) 天则经济研究所课题组:《国有企业的性质、表现和改革》,天则经济研究所工作论文, 2011年。

(55) 王化成、孙健、邓路、卢闯:《控制权转移中投资者过度乐观了吗?》,《管理世界》, 2010年第2期。

(56) 王贤彬、徐现祥:《地方官员来源、去向、任期与经济增长》,《管理世界》, 2008年第3期。

(57) 王曾、符国群、黄丹阳、汪剑锋:《国有企业CEO“政治晋升”与“在职消费”关系研究》,《管理世界》, 2014年第5期。

(58) 吴超鹏、吴世农、郑方镡:《管理者行为与连续并购绩效的理论及实证研究》,《管理世界》, 2008年第7期。

(59) 吴联生、白云霞:《公司价值、资产收购与控制权转移方式》,《管理世界》, 2004年第9期。

(60) 许年行、罗炜:《高管政治升迁与公司过度投资行为》,中国人民大学商学院工作论文, 2011年。

(61) 徐业坤、钱先航、李维安:《政治不确定性、政治关联与民营企业投资》,《管理世界》, 2013年第5期。

(62) 杨瑞龙、王元、聂辉华:《“准官员”的晋升机制:来自中国央企的证据》,《管理世界》, 2013年第3期。

(63) 张军、高远:《官员任期、异地交流与经济增》,《经济研究》, 2007年第11期。

(64) 张维迎:《国企不可能建立有效公司治理》,《财知道》, 2014年第198期。

(65) 郑志刚、李东旭、许荣、林仁韬、赵锡军:《国企高管的政治晋升与形象工程》,《管理世界》, 2012年第10期。

(66) 郑志刚、阚铎、黄继承:《国企高管政治晋升:隐形激励VS.激励扭曲》,《经济研究》网站工作论文, 2014年。

(67) 周黎安:《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》,《经济研究》, 2007年第7期。