

# 政治关联异质性、外交关系不确定性与 跨国并购绩效

——基于资源依赖理论视角的解释

陈立敏 王鸿鑫 布雪琳

**【摘要】**企业与政府建立联系在世界范围内是普遍现象。过去的研究已经证明个人层面政治关联与组织层面政治关联对企业的生存和绩效都会产生影响,但这两种异质性的政治关联对企业跨国并购绩效是否产生同样的影响却不得而知。同时,作为国家层面的政治关联,两国外交关系是企业进行跨国并购时应该考虑的重要因素,尤其值得关注的是两国外交关系变化对政治关联企业的跨国并购绩效将产生怎样的影响。本文以2009—2017年中国上市公司发生的172起海外并购事件为样本进行研究,以期回答上述问题。实证结果显示:个人层面政治关联与跨国并购绩效之间具有显著的正相关关系,组织层面政治关联与跨国并购绩效之间的关系不显著。当企业同时拥有个人层面政治关联与组织层面政治关联时,企业会降低对个人层面政治关联的依赖,即组织层面政治关联弱化了个人层面政治关联对跨国并购绩效的提升。两国外交关系改善同样会降低企业对个人层面政治关联的依赖,即弱化个人层面政治关联对跨国并购绩效的提升。本研究从资源依赖理论视角对上述结论进行了解释,对现有的企业政治关联与跨国并购绩效关系研究形成重要补充。

**【关键词】**跨国并购绩效;个人层面政治关联;组织层面政治关联;两国外交关系改善;资源依赖理论

**【作者简介】**陈立敏,武汉大学经济与管理学院,武汉大学全球战略研究中心;王鸿鑫(通讯作者),武汉大学经济与管理学院,E-mail:wong\_hongxin@163.com;布雪琳,武汉大学经济与管理学院,武汉大学全球战略研究中心(武汉 430072)。

**【原文出处】**《珞珈管理评论》(武汉),2022.第5辑.18~48

**【基金项目】**国家社会科学基金重大项目“新形势下全球创新网络演化及风险治理研究”(项目批准号:20&ZD027);国家自然科学基金面上项目“实物期权理论视角下东道国政治不确定性对国际新创企业创新的影响机制:基于中国的经验研究”(项目批准号:72072136)。

## 1. 引言

21世纪以来,中国对外投资取得了令世人瞩目的成绩,2008年中国全年对外投资流量首次进入世界前十,2010年上升至世界前五,2012年进一步到世界前三。根据联合国贸发会议《世界投资报告(2020)》的统计,2019年中国全年对外投资流量1369.1亿美元,占全球对外投资流量的10.4%,继续蝉联全球第二大对外投资国地位,连续8年居全球前

三。作为对外投资的主要形式之一,跨国并购自然引起了学者们的关注。其中,如何提高跨国并购绩效一直以来是该领域的研究焦点。

从资源依赖理论视角来看,与政府建立联系可以提高企业的资源获取能力,依靠这种政治联系来提高跨国并购绩效可能行之有效。已有大量文献证实企业与政府之间建立联系可以帮助企业获得更高的利润率和更高的市值(Hillman, 2005; Francis et al.,

2009; Wang et al., 2018), 政治关联有利于提升企业并购绩效(Frynas et al., 2006; 潘红波等, 2008)。虽然以往的文献已充分对政治关联与跨国并购绩效之间的关系进行了研究, 但是仍然留下了一些亟待解决的问题。

第一, 不同层面的政治关联对跨国并购绩效的影响是否相同? 已有研究发现, 微观个人层面政治关联和中观组织层面政治关联对企业的生存与绩效会产生不同的影响, 但是这两种异质性的政治关联方式对企业跨国并购绩效是否产生同样的影响, 却不得而知。基于个人政治关联企业与企业政治关联企业在东道国的并购目的不同、合法性认可不同, 本文有理由相信个人层面政治关联与组织层面政治关联对跨国并购绩效的影响是有区别的。

第二, 个人层面与组织层面的政治关联对跨国并购绩效的影响是否存在交互效应? 寻求多层次政治关系是企业政治活动行为的常态(Dieleman & Boddewyn, 2012; Zhu & Chung, 2014)。当一家跨国企业既拥有个人层面政治关联, 又同时拥有组织层面政治关联时, 这两种政治联系在企业内部到底是替代关系或是互补关系, 现有文献并没有给出明确的解答。基于资源依赖理论视角, 本文认为两者是相互替代关系, 当企业拥有组织层面的政治关联时, 就降低了对个人层面政治关联的依赖性, 这弱化了个人层面政治关联对跨国并购绩效的提升。

第三, 当外交关系发生变化时, 政治关联企业的跨国并购绩效又会怎样变化? 国家间的外交关系变化是企业进行跨国并购活动时不得不考虑的重要因素。相较于境内并购, 跨国并购不仅会受到国内政治关系的影响, 更有可能受到国际政治关系的影响。在贸易保护主义、经济国家主义持续蔓延的局势下, 两国间变化的外交关系加剧了国际营商环境的复杂性与不确定性, 增加了企业进行跨国投资的风险。现有文献已经阐明了两国外交关系与企业选址、跨国并购绩效、对外直接投资之间的关系(Li et al., 2018; Zhang & Mauck, 2018; 杨连星等, 2016), 但是并没有将企业政治关联、两国外交关系变化与跨国并购绩效纳入同一个研究框架。基于资源依赖理论视角, 本文认为两国外交关系的正向改善有利于企业

降低对母国政府政治关系的依赖性, 进而弱化企业政治关联对跨国并购绩效的提升。

为了验证上述推断, 本文以2009—2017年中国上市公司海外并购事件为研究对象。经过五步筛选, 最终获得142家企业的172件海外并购事件进行实证研究, 实证结果符合预期。

本文的创新之处体现在三个方面: (1) 将政治关联按照个人层面与组织层面进行了区分, 并发现二者对企业跨国并购绩效的影响存在差异, 这是对相关研究领域的一个有益补充。(2) 首次将微观个人层面、中观组织层面和宏观国家层面外交关系纳入同一研究框架, 尤其是考虑了国家间的外交关系变化对企业政治关联与跨国并购绩效关系的影响, 填补了这一领域对宏观层面缺乏关注的研究空白。(3) 在企业政治关联指标的测量上, 以一个更加合理的政治关联加总指标来代替现有文献中的二元虚拟变量的测度方式, 减小了企业政治关系度量存在偏差的可能性。

## 2. 理论回顾

### 2.1 企业政治关联与并购绩效

从现有文献来看, 关于企业政治关联对跨国并购绩效影响的研究并没有得出一致的结论, 下文将从不同理论视角来阐明企业政治关联与并购绩效之间的关系。

(1) 企业与政府建立联系有利于并购绩效的提升。众多学者从资源依赖理论(Hillman, 2005; Lester et al., 2008; Zheng et al., 2015)或资源基础理论(Frynas et al., 2006; Li & Zhang, 2007; Li et al., 2012)对企业政治关联行为进行研究, 二者都强调资源对企业的生存和发展产生至关重要的影响。企业与政府建立的联系有利于企业提高资源的获取能力, 这些资源既包括资金、原材料、政府订单、政府补贴、运营许可等, 也包括信息、行业政策支持等内容。已有研究发现, 企业可以通过政治关系获取更多税收、融资方面的优惠, 帮助企业在并购活动中获得更大的成本优势(潘红波等, 2008)。与政府联系紧密的企业获取信息的成本更低, 它们更容易从政府获取有关的政策变化信息及其商业活动相关的有价值的信息, 并且受到政府制裁的可能性也会降低(Zhang et al., 2016)。

(2)企业与政府建立联系会损害并购绩效。寻租理论认为,政府运用行政权力对企业的经营活动进行干预和管制,妨碍了市场竞争的作用,从而使少数特权企业能够赚取超额利润。企业为了维持获取超额利润,就必须持续地投资于政府关系。当某一行业内的企业都开始效仿这种行为时,特权企业所能获得的超额利润就会回归于行业平均水平。进一步,当这种投资的成本超过政府关联所能带来的好处时,就会对绩效产生负面影响。Hadani 和 Schuler (2012)的研究显示,企业在政治关系上的投资与企业市场绩效负相关,并且这种累计的政治关系投资与市场绩效、财务绩效也都呈现负相关关系。Schweizer 等(2017)发现相较于没有政治关联的私营企业,具有个人政治关联的私营企业完成跨国并购的可能性更高,但是这种更高的交易完成度是以牺牲市场绩效和财务绩效为代价的。

(3)企业政治关联对跨国并购绩效的影响是一把双刃剑。从制度理论视角来看,在东道国获得合法性是影响组织跨国经营成败的重要因素(Li et al., 2019)。组织合法性是指“在包含规范、价值、信仰和定义的社会构建体系中,某一实体行为是令人满意的、合理的、合适的一种普遍认知”(Suchman, 1995)。对于跨国企业来说,受到母国与东道国的双重制度压力,企业与母国政府建立联系增加了其在母国的合法性认可,但降低了其在东道国的合法性认可,这导致企业政治关系对跨国并购绩效的影响可能为正,亦可能为负。一方面,政治关联企业可以利用母国政府的支持与帮助来开拓海外市场, Frynas 等(2006)用 1938 年壳牌石油进入尼日利亚市场、1993 年洛克希德·马丁公司进入俄罗斯市场等案例阐明了它们如何利用与母国的政治关系来克服东道国的行业管制壁垒,进而在东道国市场上获得先行者优势。另一方面,政治关联企业进行跨国并购后,在东道国经营缺乏身份合法性(Zhou et al., 2016),信息不对称使得东道国利益相关者缺乏对企业的认知,企业与母国政府政治关联的特殊身份特征往往导致其在东道国面临更多歧视,进而对绩效产生负面影响。此外, Brockman 等(2013)发现政治关联对并购绩效存在显著的影响,东道国制度环境会调节政治关

联与并购绩效之间的关系。在制度健全、腐败程度较低的国家,政治关联企业并购绩效劣于非政治关联企业;相反在制度较弱的国家,政治关联企业并购绩效优于非政治关联企业。张晶晶(2015)认为企业政治关联对跨国并购绩效的影响可能为正也可能为负,实际的影响结果由外部制度环境和内部治理水平决定。

## 2.2 个人层面政治关联、组织层面政治关联与企业并购绩效

与管理者现任或曾任政府官员所形成的企业个人层面政治关联有所不同,企业组织层面政治关联的表现形式,按关联程度由低到高依次是政府持股、政府控股与政府全资所有(即国有企业)。从现有文献来看,主流观点认为组织层面政治关联对企业并购绩效的影响是负面的。以最高程度组织政治关联的国有企业为例,其进行跨国并购通常要面对三大难题。(1)东道国与母国的思想意识形态冲突,这意味着国有企业在东道国经营需要面对更大的制度压力。(2)东道国政府对国家安全的担忧,这是由于国有企业进行跨国并购通常并非出于商业目的考虑,而是母国政府出于国家战略的考虑。(3)母国政府对国有企业补贴所导致的东道国市场非公平竞争问题(Meyer et al., 2014)。Li 等(2019)认为国有企业透明度更低,这会对国有企业跨国并购绩效产生不利的影响,因为更低的透明度减少了国有企业在东道国的合法性认可。Li 等(2017)同样从合法性角度出发,认为国有企业更低的运营效率、更容易获取补贴、更低的信息透明度,使其在进行跨国并购时缺乏合法性,东道国会质疑其并购动机。实证结果显示,国有企业相较于非国有企业完成跨国并购的可能性更低,并购周期更长。

当企业既拥有个人层面政治关联又拥有组织层面政治关联时,企业并购绩效就变得更加复杂了。一方面,个人政治关联与组织政治关联可以相互补充,加强企业信息与资源的获取能力,这有利于企业绩效提升(Park & Luo, 2001)。另一方面,企业拥有个人与组织双重政治联系时,意味着在企业内部政府代理人作为大股东的权力过大,大股东与小股东的权力失衡会引起“委托人-受托人”问题,这会造成大

股东挪用企业资金的可能,进而对绩效产生负面影响(Young et al., 2008; Sun et al., 2015)。

### 3. 研究假设

#### 3.1 个人层面政治关联与跨国并购绩效

自 Pfeffer 和 Salancik(1978)提出资源依赖理论后,资源依赖理论已成为组织理论的重要理论流派。资源依赖理论认为,组织为了生存必须从外部获取资源,资源的重要性和稀缺程度决定了组织对外部环境的依赖程度,企业会通过各种途径来改变这种依赖程度。企业通过与政府建立联系,可以间接或直接影响政府的政策制定与执行,从而为其提供一个有利的、稳定的制度环境,以此改变对外部资源的依赖程度(封思贤等, 2012)。企业聘请现任或曾任政府官员的个人进入企业董事会或者作为企业高管人员,是现代企业建立政治联系最为普遍的做法。这些人员进入企业后通常从事与政府间关系处理的工作,他们可以利用自己手上现有或曾有的人脉、资源帮助企业塑造一个良好的外部经营环境。

正如前文所述,企业依赖与政府建立的联系,更容易获取跨国并购所需要的资源。基于资源依赖理论,本文认为具有个人层面政治关联的企业在进行跨国并购时至少存在以下几方面的优势:

(1)更容易获取政府补助和政策优惠(Cui & Jiang, 2012; Shi et al., 2014)。政治关联有助于企业获取政府补助和行业政策信息,这种政治上的联系可以在企业和政府之间充当桥梁,有效减少了企业和政府之间的信息不对称,使得企业能够更及时地获取政府有关补贴的标准信息,从而能够及时做出反应,迎合政府的标准,进而获取政府补助(林润辉等, 2015)。

(2)更容易获取银行贷款。银行贷款是企业跨国并购活动的重要融资方式之一,拥有高政治关联度的企业往往融资规模更大,融资效率更高,因为政治联系往往被看作企业具有良好发展前景和社会声誉的一种信号。

(3)更容易获得母国政府的支持与帮助。一方面,相较于非政治关联企业,政治关联企业在东道国发生政治风险(如资产没收、行政处罚等)时,更有可

能获得母国政府的支持与帮助(Pan et al., 2014)。另一方面,政治关联企业可以利用与母国政府的关系来帮助企业克服东道国的行业管制,开拓东道国市场(Frynas et al., 2006)。由此提出以下假设:

H1:企业个人层面政治关联度与跨国并购绩效正相关。

企业董事长与总经理作为董事会与高管团队代表,其个人政治关联显然会正向影响企业跨国并购绩效,为了验证上述假设稳健性,本文提出以下子假设:

H1a:董事长政治关联度与跨国并购绩效正相关。

H1b:总经理政治关联度与跨国并购绩效正相关。

#### 3.2 组织层面政治关联与跨国并购绩效

组织层面政治关联与个人层面政治关联对跨国并购绩效的影响既存在相同之处,又存在明显的区别。一方面,从资源依赖视角而言,无论个人层面政治关联还是组织层面政治关联都可以提高企业的资源获取能力,这是二者的相同点。另一方面,组织政治关联企业和个人政治关联企业存在两个显著不同的特征,这种特征会对跨国并购绩效产生损害。

(1)组织政治关联企业和个人政治关联企业进行跨国并购的目的不同,组织政治关联企业的多重目标约束导致其更差的跨国并购绩效。个人政治关联企业进行跨国并购的目标单一,大多还是为了实现企业利益最大化的目的。组织政治关联企业在进行对外投资时受到多重目标约束,而非单一考虑投资收益率。组织政治关联企业进行海外扩张的目的包括但不限于:提升国家竞争力、促进双边外交关系的发展、对母国企业或者行业的支持,或者是为了获取某些关键性的资源或市场(Hope et al., 2011)。组织政治关联企业多重目标的考虑与达成通常是以牺牲企业绩效为代价的。这一点得到了不少研究的支持,赵奇伟和吴双(2019)发现政治关联企业由于存在多重目标约束与信息不对称问题,投资者对企业的跨国并购绩效会有较低的预估。

(2)组织政治关联企业具有“可见度更高,透明度更低”的特点,这会降低东道国对组织政治关联企业的合法性认可。于东道国政府而言,组织层面的政治联系比个人层面的政治联系可见度更高,更容易

识别(Li et al., 2018)。这就导致组织政治关联企业在东道国要面对比个人政治关联企业更大的合法性压力,东道国政府更有可能干预甚至叫停组织政治关联企业的跨国并购计划。另一方面,作为典型组织政治关联企业的国有企业透明度更低,信息披露更少(Li et al., 2017)。人们总是对未知的、不熟悉的、模糊的风险持有更加审慎的态度,一个信息更加透明的收购方往往更受东道国政府欢迎,更低的信息透明度意味着更低的合法性认可。

综上所述,本文认为组织政治关联与个人政治关联这两种异质性的政治联系对跨国并购绩效的影响是不同的,故提出以下假设:

H2:企业组织层面政治关联度与跨国并购绩效负相关。

### 3.3 组织层面政治关联的调节作用

前文分别论述了个人层面政治关联与组织层面政治关联对跨国并购绩效的相同及不同影响。当企业同时具有个人政治关系与组织政治关系时,问题则变得更加复杂。下文将从三个方面来论述组织政治关联会如何弱化个人政治关联对跨国并购绩效的提升。

(1)组织政治关联与个人政治关联具有功能上的相似性,都可以提高企业的资源获取能力。当企业拥有组织政治关联后就可以降低对个人政治关联的依赖程度,此时个人政治关联对跨国并购绩效的正面影响将会被削弱。此外,组织政治关联比个人政治关联更加稳定(Li et al., 2018)。在某些情况下,企业董事会成员或高管个人的职位变动,无论其在企业内部的职位变动或其在政府内部的职位变动,都会向市场传递某种信号而影响股价。组织层面的政治关联可以提高企业政治关联的稳定性,这进一步降低了企业对个人政治关联的依赖程度。

(2)正如前文所述,组织政治关联企业和个人政治关联企业的并购目的不同,组织政治关联企业的多重目标考虑会削弱个人政治关联企业单一目标的实现。

(3)当企业既存在个人政治关联又有组织政治关联时,意味着在企业内部政府代理人权力过大,大股东与小股东之间的权力失衡会引起“委托人-委托

人”问题,大股东可能挪用企业资金造成小股东权益受损,这会对企业绩效产生负面影响(Young et al., 2008; Sun et al., 2015)。

综上所述,基于资源依赖理论视角,本文认为个人政治关联企业进行海外并购时所具有的优势,组织政治关联企业全部拥有,且这些优势在组织政治关联企业的表现更为明显。所以,当企业拥有组织层面政治关系时,对个人层面政治关系的依赖性大大降低,这进一步会弱化个人层面政治关联对跨国并购绩效的提升。由此,提出以下假设:

H3:组织层面政治关联会弱化个人层面政治关联对跨国并购绩效的正向影响。

H3a:组织层面政治关联会弱化董事长政治关联度对跨国并购绩效的正向影响。

H3b:组织层面政治关联会弱化总经理政治关联度对跨国并购绩效的正向影响。

### 3.4 外交关系变化的调节作用

两国外交关系是国家为了实现对外政策,通过外交活动与其他国际法主体交往而形成的关系。外交关系一般情况下是稳定的,但是会随着政府更迭、冲突事件、领土争端等而变化。现有文献表明,两国外交关系会对两国的国际贸易活动和对外直接投资产生重要的影响。美国对其他国家政治影响力的提升与这些国家对美进口贸易额存在正相关关系(Berger et al., 2013)。友好的两国关系有助于促进企业对外投资规模、多元化程度和投资成功率的提高(杨连星等, 2016)。

基于国际关系理论文献,本文将国家间外交关系定义为各个国家主体在处理国际事务上态度的相似程度。两国外交关系是一个存量概念,两国外交关系变化则是一个流量概念。究其本质,两国外交关系好坏其实是国家间利益的一致性问题的反映,两国外交关系变化则反映了国家间利益一致性的变化程度。国家利益涉及很多方面,包括经济利益、政治利益、文化利益以及安全利益。跨国并购就是经济层面最典型的例子,国内企业被外国企业收购,增加了东道国对他国的依赖性,一定程度上提高了东道国经济和政治的不确定性。东道国政府会尝试着改变这种依赖关系,比如干预并购活动,从而减小他国对

自身的威胁程度。本文认为两国外交关系越好,彼此间对他国国家利益造成威胁的可能性越低,外交关系改善可以缓解东道国对自身经济、文化、政治等领域的安全担忧。

两国外交关系改善代表两国国家利益一致性的提高,潜在冲突的可能性减少,进一步提升母国企业在东道国市场上的合法性认可(汪涛等,2020)。两国外交关系的好坏决定了两国政府在国际贸易活动中的合作意愿,外交关系改善意味着母国与东道国相互之间的合法性认可得到了提高,母国的合法性提升借由合法性溢出效应传递至东道国市场上的母国企业,最终提升母国企业的合法性认可,这有利于母国企业提高在东道国经营绩效,反之亦然。

综上所述,基于资源依赖理论视角,本文认为在两国外交关系改善的条件下,母国企业在东道国经营的合法性认可得到了提高,这降低了企业对母国政府政治关系的依赖程度,随之而来的是政治关系对跨国并购绩效的提升效果被削弱。由此,本文提出以下假设:

H4:两国外交关系改善会弱化个人层面政治关联对跨国并购绩效的正向影响,即随着两国外交关系的改善,个人政治关联对跨国并购绩效的积极影响会随之减弱。

H4a:两国外交关系改善会弱化董事长政治关联度对跨国并购绩效的正向影响。

H4b:两国外交关系改善会弱化总经理政治关联度对跨国并购绩效的正向影响。

政治关联异质性、外交关系不确定性与跨国并

购绩效研究框架见图1。

#### 4. 研究设计

##### 4.1 研究样本

本文数据主要来自国泰安(CSMAR)数据库、万得(WIND)数据库以及联合国数字图书馆,企业的基本信息、财务数据、并购事件数据来自国泰安数据库,企业所有制形式数据来自万得数据库,联合国投票数据来自联合国数字图书馆。本文的研究对象为2009—2017年中国企业的海外并购事件。样本的筛选标准如下:(1)并购首次宣告日介于2009年1月1日到2017年12月31日;(2)收购方为中国企业,被收购方为海外企业(不包括中国港澳台企业);(3)剔除关联交易事件;(4)剔除被收购企业注册地位于开曼群岛和英属维尔京群岛的事件;(5)剔除尚未完成收购的事件。经过上述筛选,最后得到142家企业的172起海外并购事件,其中,国有企业26家,非国有企业116家。

##### 4.2 变量测量

###### 4.2.1 被解释变量

并购绩效以收购方的绩效差额 $\Delta ROA$ 来衡量。现有文献对于企业并购绩效的测量方法主要有累计异常收益率法和财务指标法。本文采用财务指标法对跨国并购绩效进行测量主要基于以下三个方面的考虑:(1)企业跨国并购计划是企业长期战略规划后的产物,跨国并购会在相当长一段时间内对企业绩效产生影响,累计异常收益率法所衡量的短期市场股价变化通常难以捕捉到这种持续性的影响。(2)包括中国股票市场在内的任何股票市场,理论上都很

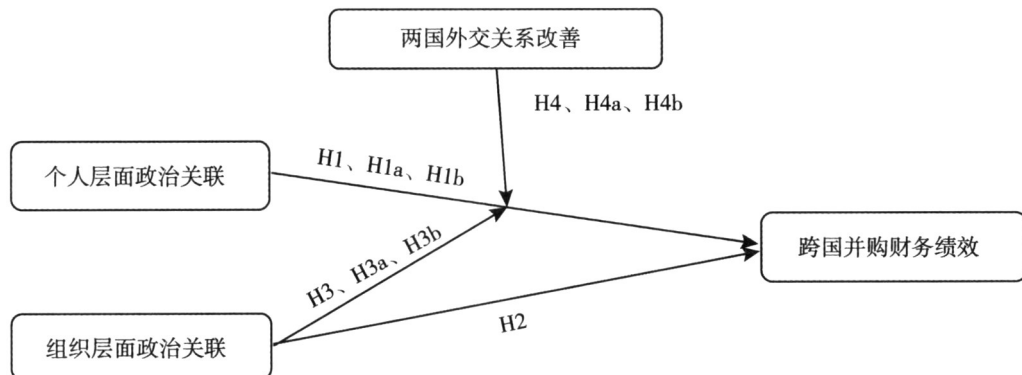


图1 政治关联异质性、外交关系不确定性与跨国并购绩效研究框架

难达到市场强势有效,市场本身也存在错误定价的可能性(邵新建等,2012),这就使得累计异常收益率法在适用上存在一定的局限性。(3)我国企业存在很大一部分非流通股,股价波动并不能直接衡量非流通股股东的盈亏,所以股价变化无法准确衡量并购后企业绩效的变化(冯根福和吴林江,2001)。基于以上考虑,本文采用财务指标总资产净利率差额 $\Delta ROA$ 来衡量企业并购后的中长期绩效,具体做法是使用收购方并购后第一年的ROA减去并购前一年的ROA作为被解释变量,具体计算公式为: $\Delta ROA = ROA_{i,t+1} - ROA_{i,t}$ (张雯等,2013;魏伟等,2017)。

#### 4.2.2 解释变量

国内外现有文献关于企业政治关联度的测量主要分为三类:(1)使用公司的控制人或董事会成员是否具有政府背景或政治关联所占比重来确定企业的政治关联度(Fan et al.,2007;唐松和孙铮,2014);(2)按董事长或者首席执行官的不同政治背景级别进行赋值以确定企业总体的政治关联度(闫雪琴和孙晓杰,2016);(3)将董事会成员的政治关联度按照决策话语权或在企业内部的职位进行加权求和,构造一个综合的政治关联指数(Sun et al.,2015;赵奇伟和吴双,2019)。本文综合以上第二种和第三种方法,将董事长、总经理及其他董事会成员按照不同的行政层级进行赋值,然后加总求和获得企业个人层面的政治关联度。

企业个人层面政治关联度(PT)是对企业董事会中每一个成员的行政层级给予不同赋值后求和。董事长政治关联度(TC)和总经理政治关联度(TP)按行政层级从低到高依次赋值。本文将企业人员的政治关联度从高到低细分为七个层级<sup>①</sup>,考虑到厅局级以下行政级别的政治关联度对企业运作的实际影响可能较小,故将厅局级以下行政级别的政治关联度赋值为0。行政层级的具体赋值标准如下:国家级正职赋值为6,国家级副职赋值为5,省部级正职赋值为4,省部级副职赋值为3,厅局级正职赋值为2,厅局级副职赋值为1,厅局级以下行政级别、无法确定行政层级以及无政府背景赋值为0,其中如果一人同时拥有多个行政层级,则参照最高级别。

对于企业组织层面的政治关联度(OT),本文采

用两种方式来测量。(1)利用国有股占股比例来代表组织政治关联度(Sun et al.,2015;赵奇伟和吴双,2019),国有股占股比例的具体计算方式为前十大股东中股份性质为国有股持股数量占总股本比例,该数据来自国泰安海外直接投资数据库。(2)利用企业的国有属性来代表组织政治关联度,具体的方法为设置两个虚拟变量,中央国有企业及地方国有企业赋值为1,其他企业赋值为0。正文采用方法一度量,方法二则放在文末的稳健性检验中。

#### 4.2.3 调节变量

对于两国外交关系变化( $\Delta DR$ ),本文采用各国在联合国大会上的投票结果来衡量两国政治关系。联合国大会每年对军事、安全、社会人道、政治和经济等主题内容进行广泛磋商和讨论,并就相关草案进行表决。联合国大会上的投票是国家意志的体现,且该投票结果不易被他国意志影响和捆绑(Gartzke,1998)。如果两国政治关系良好,那么其对国际形势和重大问题的看法也会趋于一致,政治共识度高。本文认为在联合国大会上的投票结果越是相似,两国外交关系越是良好。

两国外交关系代理变量DR代表了国家间投票的相似程度,本文采用Knill等(2012)、Li等(2018)的方法来计算两国外交关系指数。具体计算公式为 $DR = 1 - 2d/d_{\max}$ ,其中d为既定年份一组投票中某一国投票结果与中国投票结果的差异, $d_{\max}$ 为既定年份该组投票中某一国投票结果与中国投票结果可能存在的最大差异。将“赞成票”记为1,“反对票”记为0,“缺席票”与“弃权票”不计。该系数取值范围从-1到+1,代表两国外交关系极差到极好。 $\Delta DR$ 为并购当年的两国外交关系 $DR_t$ 与并购前一年两国外交关系 $DR_{t-1}$ 之差,用以衡量外交关系的变化。该数据来源于联合国数字图书馆。

#### 4.2.4 控制变量

借鉴以往的研究,本文选取了以下变量作为控制变量:企业资产负债率(LEV)、上市年限(AGE)、股权集中度(OC)、支付方式(PAY)、资产规模(SIZE)、独立董事占比(PID)、年份(YEAR)。资产负债率为负债合计/总资产;上市年限为观测年份与成立年份之差;股权集中度为公司前十位大股东持股比例之和;

支付方式为虚拟变量,现金支付=1,非现金支付=0;  
资产规模为首次公告日前一年总资产的自然对数;  
设置8个年份虚拟变量以控制年份效应。

各变量定义见表1。

## 5. 实证分析

### 5.1 相关系数矩阵与描述性统计

表2中各变量相关系数矩阵分析结果显示:董事长政治关联度与总经理政治关联度相关系数为

表1 变量定义表

| 变量类型  | 变量名       | 变量符号                                      | 测量方法                                                                                                                                                                                                                                        | 数据来源     |
|-------|-----------|-------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| 被解释变量 | 总资产净利率差额  | $\Delta ROA$                              | 总资产净利率差额 $\Delta ROA = ROA_{i,t} - ROA_{i,t-1}$ ;总资产净利率 $ROA = \text{净利润} / \text{总资产平均余额}$ ;总资产平均余额 $= (\text{资产合计时期末余额} + \text{资产合计时期初余额}) / 2$                                                                                          | CSMAR    |
| 解释变量  | 个人层面政治关联度 | PT (Personal Tie)                         | 对上市公司董事会中每一个成员的行政层级给予不同赋值后求和:6=国家级正职,5=国家级副职,4=省部级正职,3=省部级副职,2=厅局级正职,1=厅局级副职                                                                                                                                                                | CSMAR    |
|       | 董事长政治关联度  | TC (Tie Chairman)                         | 6=国家级正职,5=国家级副职,4=省部级正职,3=省部级副职,2=厅局级正职,1=厅局级副职,0=厅局级以下行政级别、无法确定行政层级以及无政府背景(如果同时拥有多个行政层级,则参照最高级别)                                                                                                                                           | CSMAR    |
|       | 总经理的政治关联度 | TP (Tie President)                        | 6=国家级正职,5=国家级副职,4=省部级正职,3=省部级副职,2=厅局级正职,1=厅局级副职,0=厅局级以下行政级别、无法确定行政层级以及无政府背景(如果同时拥有多个行政层级,则参照最高级别)                                                                                                                                           | CSMAR    |
|       | 组织层面政治关联度 | OT (Organizational Tie)                   | 前十大股东中股份性质为国有股持股数量占总股本比例                                                                                                                                                                                                                    | CSMAR    |
| 调节变量  | 两国外交关系变化  | $\Delta DR$ (Diplomatic Relation)         | DR为并购公告日当年的两国外交关系指数, $DR = 1 - 2d/d_{\max}$ ,其中d为既定年份一组投票中某一国投票结果与中国投票结果的差异, $d_{\max}$ 为既定年份该组投票中某一国投票结果与中国投票结果可能存在的最大差异。将“赞成票”记为1,“反对票”记为0,“缺席票”与“弃权票”不计。该系数取值范围从-1到+1,代表两国外交关系极差到极好。 $\Delta DR$ 代表并购当年的外交关系指数减去并购前一年的外交关系指数,用以衡量外交关系的变化 | 联合国数字图书馆 |
| 控制变量  | 资产负债率     | LEV                                       | $LEV = \text{负债合计} / \text{资产总计}$                                                                                                                                                                                                           | CSMAR    |
|       | 上市年限      | AGE                                       | 企业上市年数                                                                                                                                                                                                                                      | CSMAR    |
|       | 股权集中度     | OC (Ownership Concentration)              | 公司前十位大股东持股比例之和                                                                                                                                                                                                                              | CSMAR    |
|       | 支付方式      | PAY                                       | 现金支付=1,非现金支付=0                                                                                                                                                                                                                              | CSMAR    |
|       | 资产规模      | SIZE                                      | 首次公告日前一年总资产的自然对数                                                                                                                                                                                                                            | CSMAR    |
|       | 独立董事占比    | PID (Proportion of Independent Directors) | $PID = \text{独立董事人数} / \text{董事总人数}$                                                                                                                                                                                                        | CSMAR    |
|       | 年份        | Year                                      | 设置8个虚拟变量                                                                                                                                                                                                                                    | CSMAR    |

注:联合国数字图书馆网址:[https://digitallibrary.un.org/?ln=zh\\_C](https://digitallibrary.un.org/?ln=zh_C)。

表2 各变量的皮尔逊相关系数矩阵

| 序号 | 变量           | 1         | 2         | 3         | 4          | 5         | 6       | 7         | 8          | 9       | 10        | 11     | 12     |
|----|--------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|---------|-----------|------------|---------|-----------|--------|--------|
| 1  | $\Delta ROA$ | 1.0000    |           |           |            |           |         |           |            |         |           |        |        |
| 2  | PT           | 0.0628    | 1.000     |           |            |           |         |           |            |         |           |        |        |
| 3  | TC           | 0.0344    | 0.5201*** | 1.0000    |            |           |         |           |            |         |           |        |        |
| 4  | TP           | -0.0444   | 0.4055*** | 0.6575*** | 1.0000     |           |         |           |            |         |           |        |        |
| 5  | OT           | -0.0347   | 0.2791*** | -0.0725   | 0.0272     | 1.0000    |         |           |            |         |           |        |        |
| 6  | $\Delta DR$  | -0.0317   | 0.2050*** | 0.0385    | 0.1450*    | 0.2454*** | 1.0000  |           |            |         |           |        |        |
| 7  | LEV          | 0.4889*** | -0.0714   | -0.0665   | -0.0612    | 0.0503    | -0.0863 | 1.0000    |            |         |           |        |        |
| 8  | AGE          | -0.0537   | 0.0054    | -0.0199   | -0.0574    | 0.1988*** | -0.0438 | 0.2506*** | 1.0000     |         |           |        |        |
| 9  | OC           | -0.0076   | 0.0558    | -0.0644   | 0.0723     | 0.1119    | -0.0566 | -0.0157   | -0.3038*** | 1.0000  |           |        |        |
| 10 | SIZE         | -0.0867   | 0.1349*   | 0.1044    | 0.0076     | 0.0675    | -0.0103 | 0.3542*** | 0.0389***  | -0.0217 | 1.0000    |        |        |
| 11 | PID          | -0.0613   | -0.1891** | -0.1275*  | -0.1208    | -0.0139   | -0.0865 | -0.0959   | -0.1864**  | -0.0672 | -0.1541** | 1.0000 |        |
| 12 | PAY          | -0.0183   | -0.0193   | -0.1189   | -0.1989*** | 0.0343    | 0.0262  | 0.0697    | 0.0389     | 0.0235  | 0.0216    | 0.0120 | 1.0000 |

注:\*,\*\*、\*\*\*分别表示在10%,5%,1%水平下显著。

0.6575,在1%水平上显著正相关,说明样本存在董事长和总经理两职合一的情况。

表3和表4中的描述性统计及多重共线性分析结果显示:(1)总资产净利率差额 $\Delta ROA$ 均值为-1.39%,这在一定程度上说明跨国并购无法为收购方创造价值,反而会使财务绩效恶化。(2)纳入分析的每个解释变量与剩余解释变量之间多重共线性检验的VIF值全部小于3,平均方差膨胀因子VIF为1.49,表明

各变量之间存在多重共线性可能性极低。

## 5.2 回归结果分析

通过BP检验发现,变量之间存在异方差问题,为了验证前述假设,本文采用稳健OLS来处理数据。对于包含交叉项的回归,连续变量都已做中心化处理。

表5是个人政治关联度与跨国并购财务绩效的多元回归结果。模型1仅加入控制变量。其中资产

表3 描述性统计1和多重共线性分析

| 变量           | 均值      | 标准差    | 最小值     | 最大值     | 观测值 | VIF  |
|--------------|---------|--------|---------|---------|-----|------|
| $\Delta ROA$ | -0.0139 | 0.1237 | -0.4372 | 1.2048  | 172 | —    |
| PT           | 3.2093  | 4.4540 | 0       | 23      | 172 | 1.95 |
| TC           | 0.9709  | 1.8556 | 0       | 6       | 172 | 2.32 |
| TP           | 0.4651  | 1.3866 | 0       | 6       | 172 | 2.01 |
| OT           | 0.0420  | 0.1330 | 0       | 0.6809  | 172 | 1.33 |
| $\Delta DR$  | 0.0387  | 0.1497 | -0.1829 | 0.8966  | 172 | 1.16 |
| LEV          | 0.4388  | 0.2743 | 0.0411  | 2.8610  | 172 | 1.22 |
| AGE          | 10.1220 | 5.9296 | 0       | 24      | 172 | 1.78 |
| OC           | 0.6063  | 0.1409 | 0.2829  | 0.9060  | 172 | 1.24 |
| PAY          | 0.9883  | 0.1075 | 0       | 1       | 172 | 1.07 |
| SIZE         | 22.1374 | 1.0630 | 19.9836 | 25.6516 | 172 | 1.71 |
| PID          | 0.3726  | 0.0547 | 0.25    | 0.6     | 172 | 1.10 |

表4 描述性统计2

| 年份   | 跨国并购事件数 | $\Delta ROA$ 均值 | 国有企业跨国并购事件数 | 国有企业跨国并购 $\Delta ROA$ 均值 | 非国有企业跨国并购事件数 | 非国有企业跨国并购 $\Delta ROA$ 均值 |
|------|---------|-----------------|-------------|--------------------------|--------------|---------------------------|
| 2009 | 3       | -0.1070         | 1           | 0.1325                   | 2            | -0.2268                   |
| 2010 | 7       | 0.0298          | 3           | -0.0065                  | 4            | 0.0571                    |
| 2011 | 16      | -0.0372         | 6           | -0.0280                  | 10           | -0.0426                   |
| 2012 | 21      | -0.0116         | 4           | -0.0085                  | 17           | -0.0123                   |
| 2013 | 13      | 0.0964          | 1           | -0.0356                  | 12           | 0.1074                    |
| 2014 | 14      | -0.0293         | 1           | -0.0040                  | 13           | -0.0312                   |
| 2015 | 29      | -0.0204         | 3           | -0.0131                  | 26           | -0.0213                   |
| 2016 | 34      | -0.0144         | 2           | -0.0244                  | 32           | -0.0138                   |
| 2017 | 35      | -0.0342         | 7           | -0.0112                  | 28           | -0.0399                   |
| 合计   | 172     | -0.0139         | 28          | -0.0106                  | 144          | -0.0145                   |

表5 企业政治关联与跨国并购绩效 $\Delta ROA$ 回归结果

| 变量类别 | 变量名称               | 模型1               | 模型2               | 模型3                 | 模型4                 |
|------|--------------------|-------------------|-------------------|---------------------|---------------------|
| 常数项  | _cons              | 0.4929(0.3533)    | 0.5597(0.3418)    | 0.5605(0.3534)      | 0.6352*(0.3486)     |
|      | LEV                | 0.2565**(0.1214)  | 0.2667**(0.1215)  | 0.2604**(0.1219)    | 0.2679**(0.1217)    |
| 控制变量 | AGE                | -0.0018(0.0018)   | -0.0014(0.0017)   | -0.0015(0.0018)     | -0.0011(0.0018)     |
|      | OC                 | -0.0081(0.0707)   | -0.0216(0.0703)   | 0.0120(0.0723)      | -0.0039(0.0710)     |
|      | PAY                | -0.0532**(0.0242) | -0.0457**(0.0212) | -0.0641**(0.0268)   | -0.0694***((0.0259) |
|      | SIZE               | -0.0251**(0.0119) | -0.0304**(0.0120) | -0.0288**(0.0124)   | -0.0334***((0.0125) |
|      | PID                | -0.1125(0.1489)   | -0.0641(0.1537)   | -0.1163(0.1524)     | -0.0834(0.1541)     |
| 解释变量 | PT                 |                   | 0.0041**(0.0021)  |                     | 0.0050**(0.0024)    |
|      | TC                 |                   |                   | 0.0124***((0.0046)  | 0.0085*(0.0046)     |
|      | TP                 |                   |                   | -0.0154***((0.0066) | -0.0185***((0.0070) |
| 其他项  | N                  | 172               | 172               | 172                 | 172                 |
|      | Adj-R <sup>2</sup> | 0.3521            | 0.3688            | 0.3714              | 0.3898              |
|      | F                  | 1.3323            | 1.6780            | 1.4570              | 1.5410              |

注:括号内为稳健标准误,\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平下显著,所有模型已加入年份虚拟变量。

负债率与并购绩效正相关,资产规模与并购绩效负相关,选择现金支付的并购事件财务绩效劣于选择非现金支付的并购事件。模型2至模型4依次加入了个人政治关联度、董事长政治关联度、总经理政治关联度3个解释变量,3个模型获得了一致的回归结论:个人层面政治关联度与跨国并购绩效之间存在显著的正相关关系(模型2, $\beta=0.0041$ , $P<0.05$ ;模型4, $\beta=0.0050$ , $P<0.05$ ),即企业个人政治关联度越高,跨国并购后的财务绩效越好,H1得到支持。董事长政治关联度与跨国并购绩效存在显著的正相关关系(模型3, $\beta=0.0124$ , $P<0.01$ ;模型4, $\beta=0.0085$ , $P<0.1$ ),即董事长政治关联度越高,跨国并购后的财务绩效越好,H1a得到支持。总经理政治关联度与跨国并购绩效存在显著的负相关关系(模型3, $\beta=-0.0154$ , $P<0.05$ ;模型4, $\beta=-0.0185$ , $P<0.01$ ),这与H1b的假设相反,意味着总经理政治关联度越高,企业跨国并购绩效越差。一个可能的解释是,总经理的政治关联虽然可以为企业带来关键性资源,但同时也提高了总经理在企业的权力。总经理作为职业经理人的某些自利行为可能损害企业并购绩效,如开展一些不利于企业但对自身有益的跨国并购,因为跨国并购的完成有利于总经理的个人声誉和今后的职业发展。

表6是组织政治关联度与跨国并购财务绩效的多元回归结果。模型5至模型7依次加入了组织政治关联度、个人政治关联度、董事长政治关联度、总

经理政治关联度,回归结果显示:组织层面政治关联度与跨国并购绩效之间的关系与假设方向一致,为负向关系(模型5, $\beta=-0.0311$ ;模型6, $\beta=-0.0734$ ;模型7, $\beta=-0.0125$ ),但是这种关系并不显著(模型5至模型7组织层面政治关联度回归系数P值均大于0.1),没有证据显示假设H2得到了支持。模型8为全变量模型,除了董事长政治关联度回归系数不稳健外,模型2至模型7得到的结论在模型8中全部成立。

表7是将组织层面政治关联度、两国外交关系变化作为调节变量的处理结果。模型9至模型11将组织层面政治关联度作为调节变量,模型9的结果显示,组织层面政治关联度与个人层面政治关联度交互项的回归系数为 $-0.0113$ ( $P<0.05$ ),说明组织政治关联度弱化了个人政治关联度与跨国并购绩效之间的正向关系,H3得到支持。模型10显示,组织层面政治关联度与董事长政治关联度交互项的回归系数为 $-0.0179$ ,但P值大于0.1,没有证据显示H3a得到支持。模型11显示,组织层面政治关联度与总经理政治关联度交互项的回归系数为 $-0.0122$ ,但P值同样大于0.1,这说明H3b也没有得到支持。

模型12至模型14加入了调节变量两国外交关系变化,模型12显示,两国外交关系变化与个人层面政治关联度交互项的回归系数为 $-0.0092$ ( $P<0.05$ ),说明两国外交关系改善弱化了企业政治关联度与跨国并购绩效之间的正相关关系,H4得到支持。模型

表6 企业政治关联与跨国并购绩效 $\Delta ROA$ 回归结果

| 变量类别 | 变量名称               | 模型5               | 模型6               | 模型7                | 模型8                 |
|------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|---------------------|
| 常数项  | _cons              | 0.4862(0.3542)    | 0.5542(0.3390)    | 0.5571(0.3560)     | 0.6322*(0.3486)     |
|      | LEV                | 0.2567**(0.1218)  | 0.2687**(0.1219)  | 0.2604**(0.1224)   | 0.2708**(0.1225)    |
| 控制变量 | AGE                | -0.0017(0.0018)   | -0.0009(0.0018)   | -0.0014(0.0019)    | -0.0006(0.0018)     |
|      | OC                 | -0.0021(0.0739)   | -0.0094(0.0724)   | 0.0142(0.0751)     | 0.0093(0.0747)      |
|      | PAY                | -0.0533**(0.0241) | -0.0448**(0.0209) | -0.0639**(0.0268)  | -0.0710*** (0.0257) |
|      | SIZE               | -0.0251**(0.0119) | -0.0312**(0.0120) | -0.0288**(0.0125)  | -0.0342*** (0.0126) |
|      | PID                | -0.1102(0.1483)   | -0.0513(0.1529)   | -0.1152(0.1525)    | -0.0710(0.1549)     |
| 解释变量 | PT                 |                   | 0.0048**(0.0021)  |                    | 0.0057**(0.0025)    |
|      | TC                 |                   |                   | 0.0123*** (0.0046) | 0.0079(0.0048)      |
|      | TP                 |                   |                   | -0.0152**(0.0066)  | -0.0189**(0.0074)   |
|      | OT                 | -0.0311(0.0384)   | -0.0734(0.0497)   | -0.0125(0.0363)    | -0.0727(0.0540)     |
|      | $\Delta DR$        |                   |                   |                    | 0.0341(0.0505)      |
| 其他项  | N                  | 172               | 172               | 172                | 172                 |
|      | Adj-R <sup>2</sup> | 0.3530            | 0.3735            | 0.3715             | 0.3945              |
|      | F                  | 1.2654            | 1.8144            | 1.3706             | 1.4424              |

注:括号内为稳健标准误,\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平下显著,所有模型已加入年份虚拟变量。

表 7

企业政治关联与跨国并购绩效  $\Delta ROA$  调节效应回归结果

| 变量类别 | 变量名称                  | 模型9               | 模型10              | 模型11              | 模型12              | 模型13              | 模型14              |
|------|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 常数项  | _cons                 | 0.5395(0.3353)    | 0.4934(0.3493)    | 0.4861(0.3584)    | 0.5446(0.3390)    | 0.5036(0.3452)    | 0.4955(0.3582)    |
| 控制变量 | LEV                   | 0.2738**(0.1219)  | 0.2622**(0.1228)  | 0.2555**(0.1230)  | 0.2720**(0.1221)  | 0.2660**(0.1229)  | 0.2571**(0.1233)  |
|      | AGE                   | -0.0012(0.0018)   | -0.0016(0.0019)   | -0.0018(0.0019)   | -0.0013(0.0017)   | -0.0016(0.0018)   | -0.0019(0.0018)   |
|      | OC                    | -0.0098(0.0724)   | 0.0010(0.0741)    | 0.0010(0.0753)    | -0.0211(0.0706)   | 0.0011(0.0710)    | -0.0000(0.0727)   |
|      | PAY                   | -0.0431**(0.0204) | -0.0437*(0.0234)  | -0.0621**(0.0266) | -0.0458**(0.0210) | -0.0440*(0.0236)  | -0.0628**(0.0271) |
|      | SIZE                  | -0.0312**(0.0120) | -0.0267**(0.0121) | -0.0244**(0.0119) | -0.0303**(0.0120) | -0.0274**(0.0121) | -0.0247**(0.0120) |
|      | PID                   | -0.0457(0.1538)   | -0.0936(0.1507)   | -0.1248(0.1568)   | -0.0507(0.1569)   | -0.0961(0.1524)   | -0.1262(0.1584)   |
| 解释变量 | PT                    | 0.0061**(0.0025)  |                   |                   | 0.0049**(0.0022)  |                   |                   |
|      | TC                    |                   | 0.0044(0.0037)    |                   |                   | 0.0048(0.0037)    |                   |
|      | TP                    |                   |                   | -0.0042(0.0050)   |                   |                   | -0.0043(0.0053)   |
|      | OT                    | -0.0323(0.0405)   | -0.0320(0.0367)   | -0.0241(0.0378)   |                   |                   |                   |
|      | $\Delta DR$           |                   |                   |                   | 0.0353(0.0506)    | 0.0232(0.0460)    | 0.0269(0.0487)    |
| 交互项  | OT $\times$ PT        | -0.0113**(0.0048) |                   |                   |                   |                   |                   |
|      | OT $\times$ TC        |                   | -0.0179(0.0117)   |                   |                   |                   |                   |
| 交互项  | OT $\times$ TP        |                   |                   | -0.0122(0.0152)   |                   |                   |                   |
|      | $\Delta DR \times PT$ |                   |                   |                   | -0.0092**(0.0039) |                   |                   |
|      | $\Delta DR \times TC$ |                   |                   |                   |                   | -0.0252*(0.0138)  |                   |
|      | $\Delta DR \times TP$ |                   |                   |                   |                   |                   | -0.0133(0.0128)   |
| 其他项  | N                     | 172               | 172               | 172               | 172               | 172               | 172               |
|      | Adj-R <sup>2</sup>    | 0.3820            | 0.3583            | 0.3559            | 0.3763            | 0.3612            | 0.3561            |
|      | F                     | 2.0133            | 1.2970            | 1.0424            | 1.9551            | 1.2768            | 1.0221            |

注:括号内为稳健标准误,\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平下显著,所有模型已加入年份虚拟变量。

13显示,两国外交关系变化与董事长政治关联度交互项的回归系数为-0.0252( $P < 0.1$ ),H4a得到支持。模型14显示,两国外交关系变化与总经理政治关联度交互项的回归系数为-0.0133( $P > 0.1$ ),没有证据表明H4b得到支持。

### 5.3 稳健性分析

本文采用四种方法来检验结果的稳健性。

(1)替换被解释变量。采用净资产收益率差额  $\Delta ROE$  替代原模型的被解释变量  $\Delta ROA$ ,回归结果稳健(详见附录表1、表2及表3)。

(2)改变解释变量的测度方式。一方面,改变组织层面政治关联指标的测算方法,采用企业所有制来衡量组织层面的政治关联度,中央国有企业及地方国有企业赋值为1,其他企业赋值为0,数据处理结果在方向和显著性上没有变化,结果稳健(部分关键模型回归结果详见附录表4)。另一方面,改变个人层面政治关联指标的测算方法,在保留正文对董事会人员行政层级的编码基础上,将董事会成员的政治关联度按照其在企业内部的职位进行加权求和。具体的计算方式为:董事会成员个人政治关联度=1/2 $\times$ 行政层级+1/2 $\times$ 企业职位(Sun et al., 2015)。其中董事长的

职位编码为3,总经理的职位编码为2,董事会其他成员的职位编码为1,企业个人层面的政治关联度则为董事会成员每个人政治关联度的加总,回归结果在显著性和方向上没有变化,结论稳健(详见附录表5、表6及表7)。

(3)扩大样本量。为了防止企业通过并购来操纵利润、粉饰业绩,正文中的样本已剔除属于关联交易的并购事件。在稳健性分析中加入了属于关联交易的并购事件,观测值从172起并购事件增加至231起,回归结果在方向和显著性上没有变化,结论与正文一致。

(4)子样本回归。聚焦非国有企业样本,在原有样本基础上剔除国有企业样本,回归结果显示,除了与组织政治关联相关的H2、H3及其子假设无法验证外,其他结论均与正文结果一致。

(5)更改绩效测度区间。由于并购后的资源整合通常需要一段时间。为了进一步验证结论的稳健性,本文扩大了并购前后的时间差,采用  $\Delta ROA(-2, 1)$  替代原有的  $\Delta ROA(-1, 1)$ ,使用并购前两年的ROA减去并购后一年的ROA作为被解释变量,回归结果显示主效应结论依旧成立。

## 6. 研究结论

### 6.1 主要结论

本文以142家中国上市企业在2009—2017年发生的172起跨国并购事件为样本进行回归分析,得出了以下结论:

(1)个人层面政治关联度与组织层面政治关联度对企业跨国并购绩效的影响是不同的。个人层面政治关联度与跨国并购绩效之间存在显著正相关关系,组织层面政治关联度与跨国并购绩效之间的关系并不显著。

(2)当企业同时拥有组织层面政治关联与个人层面政治关联时,企业会降低对个人政治关联的依赖性,进而削弱个人政治关联对跨国并购绩效的提升。

(3)两国外交关系改善会降低企业对个人政治关联的依赖性,削弱个人政治关联对跨国并购绩效的提升作用。

### 6.2 实践启示

本文研究的是企业与政府之间的关系对企业经营活动的影响,所以结论对于企业和政府均有一定的启示作用。

对于企业而言,特别是那些政治关联程度较低甚至没有政治关联的民营企业,应注意:

(1)在选择跨国并购战略时应持审慎态度,因为跨国并购活动往往无法为企业创造价值。即使采取了跨国并购战略,在并购融资上也应该尽可能降低杠杆率以降低融资风险。

(2)对于没有政治关联的企业而言,无论自身市场能力多强,都不要忽略政治能力的建设。已有研究表明,活跃的企业政治行为可以提高企业整体的经营绩效。对于政治关联企业而言,在跨国并购过程中应充分利用自身的资源优势,同时加强市场能力建设。无论政治关联企业还是非政治关联企业,只有将市场行为与政治行为有效整合才能提高跨国并购成功的可能性。

(3)企业在选择并购标的方面,应该选择与中国外交关系正在改善的国家作为东道国进行投资,以降低潜在的东道国合法性风险及对母国政府的依赖。

(4)企业应该提高内部治理水平,降低以总经理为首的“代理人”的政治关联度,以减小管理人员自

利性行为带来的不利影响。同时提高以董事长为首的“委托人”的政治关联度,以提高企业的资源获取能力。

对于政府而言,应该提高行业补贴、扶植政策信息的透明度,同时确保政策审核过程的公正性,让那些无法通过政治关联渠道获取补贴信息的企业能够更加及时、公正地获取政策扶植。《中国对外投资合作发展报告(2020)》的数据显示,在2019年中国对外非金融类直接投资中,公有经济控股企业对外直接投资580.9亿美元,占当年对外非金融类直接投资总额的49.7%;非公有经济控股对外投资588.3亿美元,占比50.3%。非公有经济控股型企业依旧是对外直接投资的中坚力量,政府应该为非公有经济控股型企业创造一个公平公正的市场竞争环境,改变那些导致资源配置不合理的制度,有针对性地制定海外投资的鼓励政策。

### 6.3 研究局限和未来的研究方向

本文主要的研究局限在于企业政治关联度的测量与结论的内生性讨论。一方面,本文对个人层面政治关联度的测量主要依据的是董事会成员个人政治关联背景求和,对组织层面政治关联度的测量则依靠国有股持股比例与企业所有制属性,这两种测量方法无法衡量企业潜在地通过其他方式建立的政治联系,有可能会造成企业政治关联度的低估。国内外已有众多文献表明,企业可以通过参加国家级或省市级行业协会,影响行业政策的制定与实施,进而影响企业绩效,这点本文尚未涉及。另一方面,囿于跨国并购数据样本量并不充足且非面板数据,部分内生性检验方法无法较好地实现,这也是本文存在的研究局限。

未来可能的研究方向包括:

(1)本文发现董事长和总经理政治关联对跨国并购绩效的影响是不同的,未来的研究可以尝试从高阶理论切入,研究高管团队的个人特征与跨国并购绩效之间的关系。

(2)本文聚焦的是企业政治关联度与跨国并购财务绩效,未来的研究可以尝试探索企业政治关联度与跨国并购非财务绩效之间的关系,比如企业的市场份额、创新绩效、并购后的存活率等。

## 注释:

①中国的行政层级从高到低划分为十级:国家级正职、国家级副职、省部级正职、省部级副职、厅局级正职、厅局级副职、县处级正职、县处级副职、乡科级正职、乡科级副职。依据这个基准体系,本文可以识别大部分企业人员的行政级别。

## 参考文献:

[1]封思贤,蒋伏心,肖泽磊.企业政治关联行为研究述评与展望[J].外国经济与管理,2012,34(12).

[2]冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究[J].经济研究,2001(1).

[3]林润辉,谢宗晓,李娅,等.政治关联、政府补助与环境信息披露——资源依赖理论视角[J].公共管理学报,2015,12(2).

[4]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(4).

[5]邵新建,巫和懋,肖立晟,等.中国企业跨国并购的战略目标与经营绩效:基于A股市场的评价[J].世界经济,2012,35(5).

[6]唐松,孙铮.政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效[J].管理世界,2014(5).

[7]汪涛,贾煜,崔朋朋,等.外交关系如何影响跨国企业海外市场绩效[J].中国工业经济,2020(7).

[8]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,2017,14(7).

[9]闻学.市场化进程、管理层激励与企业非效率投资的关系——基于2014—2018年上市公司数据[J].浙江树人大学学报(人文社会科学),2020,20(2).

[10]吴瀚然,胡庆江.中国对“一带一路”沿线国家的直接投资效率与潜力研究——兼论投资区位的选择[J].江西财经大学学报,2020(3).

[11]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,2016,37(1).

[12]杨立娜,陶海飞,孟祥霞.跨国企业正当性影响因素研究——基于“一带一路”沿线企业的调查证据[J].江淮论坛,2021(6).

[13]杨连星,刘晓光,张杰.双边政治关系如何影响对外直接投资——基于二元边际和投资成视视角[J].中国工业经济,2016(11).

[14]张安军,叶彤.市场化发展水平、非效率投资与并购商誉[J].江南大学学报(人文社会科学版),2021,20(3).

[15]张晶晶.政治关联对中国企业海外并购绩效影响的研究[D].浙江大学,2015.

[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,2013,16(2).

[17]张莹,陈艳.CEO声誉与企业并购溢价研究[J].现代财经(天津财经大学学报),2020,40(4).

[18]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).

[19]Berger, D., Easterly, W., Nunn, N. et al. Commercial imperialism? Political influence and trade during the Cold War [J]. American Economic Review, 2013, 103(2).

[20]Brockman, P., Rui, O. M., Zou, H. Institutions and the performance of politically connected M&As[J]. Journal of International Business Studies, 2013, 44(8).

[21]Cui, L., Jiang, F. State ownership effect on firms' FDI ownership decisions under institutional pressure: A study of Chinese outward-investing firms[J]. Journal of International Business Studies, 2012, 43(3).

[22]Dieleman, M., Boddewyn, J. J. Using organization structure to buffer political ties in emerging markets: A case study [J]. Organization Studies, 2012, 33(1).

[23]Fan, J. P., Wong, T. J., Zhang, T. Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 84(2).

[24]Francis, B. B., Hasan, I., Sun, X. Political connections and the process of going public: Evidence from China[J]. Journal of International Money and Finance, 2009, 28(4).

[25]Frynas, J. G., Mellahi, K., Pigman, G. A. First mover advantages in international business and firm-specific political resources[J]. Strategic Management Journal, 2006, 27(4).

[26]Fuchs, A., Klann, N. Paying a visit: The Dalai Lama effect on international trade[J]. Journal of International Economics, 2013, 91(1).

[27]Gartzke, E. Kant we all just get along? Opportunity, willingness, and the origins of the democratic peace[J]. American Journal of Political Science, 1998, 42(1).

[28]Hadani, M., Schuler, D. A. In search of El Dorado: The elusive financial returns on corporate political investments[J]. Strategic Management Journal, 2012, 34(2).

[29]Hillman, A. J. Politicians on the board of directors: Do connections affect the bottom line?[J]. Journal of Management, 2005, 31(3).

[30]Hope, O., Thomas, W., Vyas, D. The cost of pride: Why do firms from developing countries bid higher?[J]. Journal of International Business Studies, 2011, 42(1).

[31]Knill, A., Lee, B., Mauck, N. Bilateral political relations and sovereign wealth fund investment[J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18(1).

[32]Lester, R. H., Hillman, A., Zardkoohi, A. et al. Former government officials as outside directors: The role of human and social capital[J]. Academy of Management Journal, 2008, 51(5).

[33]Li, H., Zhang, Y. The role of managers' political networking and functional experience in new venture performance: Evidence from China's transition economy[J]. Strategic Management Journal, 2007, 28(8).

[34]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, 40(2).

[35]Li, J., Meyer, K. E., Zhang, H. et al. Diplomatic and corporate networks: Bridges to foreign locations[J]. Journal of International Business Studies, 2018, 49(6).

[36]Li, J., Xia, J., Lin, Z. Cross-border acquisitions by state-owned firms: How do legitimacy concerns affect the completion and duration of their acquisitions?[J]. Strategic Management Journal, 2017, 38(9).

[37]Li, W., He, A., Lan, H. et al. Political connections and corporate diversification in emerging economies: Evidence from China[J]. Asia Pacific Journal of Management, 2012, 29(3).

[38]Meyer, K. E., Yuan, D., Jing, L. et al. Overcoming distrust: How state-owned enterprises adapt their foreign entries to institutional pressures abroad[J]. Journal of International Business Studies, 2014, 45(8).

[39]Pan, Y., Teng, L., Supapol, A. B. et al. Firms' FDI ownership: The influence of government ownership and legislative connections[J]. Journal of International Business Studies, 2014, 45(8).

[40]Park, S. H., Luo, Y. Guanxi and organizational dynamics: Organizational networking in Chinese firms[J]. Strategic Management Journal, 2001, 22(5).

[41]Pfeffer, J., Salancik, G. R. The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective[M]. Harper & Row, 1978.

[42]Schweizer, D., Walker, T., Zhang, A. Cross-border acquisitions by Chinese enterprises: The benefits and disadvantages

of political connections[J]. Journal of Corporate Finance, 2017, 57.

[43]Shi, W., Markóczy, L., Stan, C. V. The continuing importance of political ties in China[J]. Academy of Management Perspectives, 2014, 28(1).

[44]Suchman, M. C. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches[J]. Academy of Management Review, 1995, 20(3).

[45]Sun, P., Mellahi, K., Wright, M. et al. Political tie heterogeneity and the impact of adverse shocks on firm value[J]. Journal of Management Studies, 2015, 52(8).

[46]Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D. et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective[J]. Journal of Management Studies, 2008, 45(1).

[47]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, 27(5).

[48]Zhang, W., Mauck, N. Government-affiliation, bilateral political relations and cross-border mergers: Evidence from China [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2018, 51.

[49]Zheng, W., Singh, K., Mitchell, W. Buffering and enabling: The impact of interlocking political ties on firm survival and sales growth[J]. Strategic Management Journal, 2015, 36(11).

[50]Zhou, C., Xie, J., Wang, Q. Failure to complete cross-border M&As: To vs. from emerging markets[J]. Journal of International Business Studies, 2016, 47(9).

[51]Zhu, H., Chung, C. Portfolios of political ties and business group strategy in emerging economies: Evidence from Taiwan[J]. Administrative Science Quarterly, 2014, 59(4).

## 附录

表1 企业政治关联与跨国并购绩效 $\Delta$ ROE回归结果

| 变量类别 | 变量名称               | 模型1               | 模型2                 | 模型3                | 模型4                 |
|------|--------------------|-------------------|---------------------|--------------------|---------------------|
| 常数项  | _cons              | 0.6231(0.5268)    | 0.7364(0.4966)      | 0.7417(0.5204)     | 0.8694*(0.5016)     |
| 控制变量 | LEV                | 0.1532(0.1091)    | 0.1705(0.1078)      | 0.1597(0.1089)     | 0.1725(0.1075)      |
|      | AGE                | 0.0004(0.0023)    | 0.0012(0.0023)      | 0.0010(0.0023)     | 0.0016(0.0023)      |
|      | OC                 | 0.0597(0.1075)    | 0.0368(0.1047)      | 0.0952(0.1100)     | 0.0680(0.1050)      |
|      | PAY                | -0.0550**(0.0272) | -0.0423(0.0277)     | -0.0752**(0.0294)  | -0.0843*** (0.0292) |
|      | SIZE               | -0.0318**(0.0160) | -0.0408*** (0.0153) | -0.0383** (0.0166) | -0.0461*** (0.0161) |
|      | PID                | -0.1473(0.2416)   | -0.0653(0.2533)     | -0.1558(0.2461)    | -0.0995(0.2499)     |
| 解释变量 | PT                 |                   | 0.0070** (0.0033)   |                    | 0.0086** (0.0038)   |
|      | TC                 |                   |                     | 0.0216*** (0.0080) | 0.0149* (0.0079)    |
|      | TP                 |                   |                     | -0.0273** (0.0106) | -0.0326*** (0.0113) |
| 其他项  | N                  | 172               | 172                 | 172                | 172                 |
|      | Adj-R <sup>2</sup> | 0.1135            | 0.1376              | 0.1432             | 0.1704              |
|      | F                  | 4.1836            | 2.3591              | 3.5526             | 3.0717              |

注:括号内为稳健标准误,\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平下显著,所有模型已加入年份虚拟变量。

表2 企业政治关联与跨国并购绩效 $\Delta ROE$ 回归结果

| 变量类别 | 变量名称               | 模型5               | 模型6                 | 模型7                | 模型8                 |
|------|--------------------|-------------------|---------------------|--------------------|---------------------|
| 常数项  | _cons              | 0.6178(0.5295)    | 0.7294(0.4924)      | 0.7440(0.5264)     | 0.8731*(0.5010)     |
| 控制变量 | OT                 | -0.0249(0.0604)   | -0.0942(0.0789)     | 0.0085(0.0583)     | -0.1024(0.0890)     |
|      | LEV                | 0.1534(0.1096)    | 0.1731(0.1084)      | 0.1597(0.1093)     | 0.1788*(0.1073)     |
|      | AGE                | 0.0005(0.0023)    | 0.0018(0.0024)      | 0.0009(0.0023)     | 0.0024(0.0025)      |
|      | OC                 | 0.0645(0.1134)    | 0.0525(0.1092)      | 0.0937(0.1151)     | 0.0914(0.1125)      |
|      | PAY                | -0.0551**(0.0274) | -0.0412(0.0286)     | -0.0753**(0.0293)  | -0.0891*** (0.0303) |
|      | SIZE               | -0.0318**(0.0160) | -0.0418*** (0.0151) | -0.0383** (0.0168) | -0.0476*** (0.0161) |
| 解释变量 | PID                | -0.1455(0.2408)   | -0.0488(0.2521)     | -0.1566(0.2464)    | -0.0810(0.2518)     |
|      | PT                 |                   | 0.0078** (0.0034)   |                    | 0.0093** (0.0040)   |
|      | TC                 |                   |                     | 0.0217*** (0.0082) | 0.0152* (0.0085)    |
|      | TP                 |                   |                     | -0.0275** (0.0106) | -0.0349*** (0.0123) |
| 其他项  | $\Delta DR$        |                   |                     |                    | 0.1014(0.0801)      |
|      | N                  | 172               | 172                 | 172                | 172                 |
|      | Adj-R <sup>2</sup> | 0.1138            | 0.1415              | 0.1433             | 0.1786              |
|      | F                  | 3.8641            | 2.1520              | 3.3376             | 2.5006              |

表3 企业政治关联与跨国并购绩效 $\Delta ROE$ 调节效应回归结果

| 变量类别 | 变量名称                  | 模型9                 | 模型10               | 模型11               | 模型12                | 模型13               | 模型14               |
|------|-----------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| 常数项  | _cons                 | 0.7072(0.4885)      | 0.6341(0.5213)     | 0.6279(0.5413)     | 0.7120(0.4938)      | 0.6466(0.5121)     | 0.6365(0.5377)     |
| 控制变量 | LEV                   | 0.1808*(0.1076)     | 0.1619(0.1099)     | 0.1501(0.1106)     | 0.1808*(0.1064)     | 0.1693(0.1081)     | 0.1550(0.1091)     |
|      | AGE                   | 0.0014(0.0024)      | 0.0007(0.0024)     | 0.0003(0.0023)     | 0.0013(0.0023)      | 0.0009(0.0023)     | 0.0004(0.0023)     |
|      | OC                    | 0.0519(0.1090)      | 0.0692(0.1135)     | 0.0706(0.1156)     | 0.0398(0.1053)      | 0.0744(0.1088)     | 0.0757(0.1119)     |
|      | PAY                   | -0.0387(0.0299)     | -0.0393(0.0299)    | -0.0735** (0.0291) | -0.0432(0.0296)     | -0.0400(0.0300)    | -0.0757** (0.0294) |
|      | SIZE                  | -0.0418*** (0.0152) | -0.0347** (0.0163) | -0.0308*(0.0160)   | -0.0407*** (0.0153) | -0.0358** (0.0161) | -0.0313*(0.0160)   |
|      | PID                   | -0.0405(0.2554)     | -0.1166(0.2458)    | -0.1748(0.2560)    | -0.0414(0.2607)     | -0.1147(0.2501)    | -0.1723(0.2595)    |
| 解释变量 | PT                    | 0.0098** (0.0041)   |                    |                    | 0.0080** (0.0035)   |                    |                    |
|      | TC                    |                     | 0.0075(0.0057)     |                    |                     | 0.0080(0.0057)     |                    |
|      | TP                    |                     |                    | -0.0084(0.0072)    |                     |                    | -0.0091(0.0076)    |
|      | OT                    | -0.0325(0.0660)     | -0.0247(0.0599)    | -0.0151(0.0579)    |                     |                    |                    |
| 交互项  | $\Delta DR$           |                     |                    |                    | 0.1008(0.0852)      | 0.0744(0.0786)     | 0.0869(0.0848)     |
|      | OT×PT                 | -0.0170** (0.0074)  |                    |                    |                     |                    |                    |
|      | OT×TC                 |                     | -0.0206(0.0144)    |                    |                     |                    |                    |
|      | OT×TP                 |                     |                    | -0.0097(0.0208)    |                     |                    |                    |
|      | $\Delta DR \times PT$ |                     |                    |                    | -0.0152** (0.0061)  |                    |                    |
|      | $\Delta DR \times TC$ |                     |                    |                    |                     | -0.0333*(0.0176)   |                    |
| 其他项  | $\Delta DR \times TP$ |                     |                    |                    |                     |                    | -0.0192(0.0172)    |
|      | N                     | 172                 | 172                | 172                | 172                 | 172                | 172                |
|      | Adj-R <sup>2</sup>    | 0.1511              | 0.1204             | 0.1182             | 0.1481              | 0.1252             | 0.1219             |
|      | F                     | 2.1746              | 9.2860             | 2.9686             | 2.2716              | 2.6382             | 3.0714             |

表4 以企业所有制形式来测量组织政治关联度后的关键回归结果

| 变量类别 | 变量名称               | 模型1                | 模型2                | 模型3                |
|------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 常数项  | _cons              | 0.5380(0.3353)     | 0.5185(0.3320)     | 0.4941(0.3352)     |
| 控制变量 | LEV                | 0.2678** (0.1238)  | 0.2766** (0.1233)  | 0.2642** (0.1232)  |
|      | AGE                | -0.0012(0.0016)    | -0.0015(0.0017)    | -0.0021(0.0017)    |
|      | OC                 | -0.0174(0.0708)    | -0.0128(0.0701)    | -0.0067(0.0707)    |
|      | PAY                | -0.0455** (0.0213) | -0.0457** (0.0207) | -0.0425* (0.0238)  |
|      | SIZE               | -0.0296** (0.0116) | -0.0289** (0.0114) | -0.0264** (0.0114) |
|      | PID                | -0.0667(0.1553)    | -0.0480(0.1558)    | -0.1025(0.1535)    |
| 解释变量 | PT                 | 0.0043** (0.0020)  | 0.0051** (0.0020)  |                    |
|      | TC                 |                    |                    | 0.0030(0.0037)     |
|      | OS                 | -0.0098(0.0222)    | -0.0031(0.0209)    | -0.0029(0.0229)    |
|      | $\Delta DR$        | -0.0101(0.0494)    |                    |                    |
| 交互项  | OS×PT              |                    | -0.0058*(0.0035)   |                    |
|      | OS×TC              |                    |                    | -0.0200** (0.0091) |
| 其他项  | N                  | 172                | 172                | 172                |
|      | Adj-R <sup>2</sup> | 0.3695             | 0.3776             | 0.3631             |
|      | F                  | 1.5678             | 1.8628             | 1.3288             |

表5 改变个人政治关联度测量方式( $y=\Delta ROA$ )回归结果1

| 变量类别 | 变量名称               | 模型1               | 模型2               | 模型3                | 模型4                 |
|------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|---------------------|
| 常数项  | _cons              | 0.4929(0.3533)    | 0.5189(0.3461)    | 0.5605(0.3534)     | 0.6119*(0.3487)     |
| 控制变量 | LEV                | 0.2565**(0.1214)  | 0.2641**(0.1217)  | 0.2604**(0.1219)   | 0.2675**(0.1217)    |
|      | AGE                | -0.0018(0.0018)   | -0.0015(0.0017)   | -0.0015(0.0018)    | -0.0011(0.0018)     |
|      | OC                 | -0.0081(0.0707)   | -0.0199(0.0708)   | 0.0120(0.0723)     | -0.0056(0.0707)     |
|      | PAY                | -0.0532**(0.0242) | -0.0413*(0.0221)  | -0.0641**(0.0268)  | -0.0679*** (0.0255) |
|      | SIZE               | -0.0251**(0.0119) | -0.0289**(0.0120) | -0.0288**(0.0124)  | -0.0337*** (0.0125) |
|      | PID                | -0.1125(0.1489)   | -0.0714(0.1543)   | -0.1163(0.1524)    | -0.0823(0.1506)     |
| 解释变量 | PT2                |                   | 0.0056(0.0035)    |                    | 0.0106** (0.0049)   |
|      | TC                 |                   |                   | 0.0124*** (0.0046) | 0.0083* (0.0046)    |
|      | TP                 |                   |                   | -0.0154** (0.0066) | -0.0235*** (0.0080) |
| 其他项  | N                  | 172               | 172               | 172                | 172                 |
|      | Adj-R <sup>2</sup> | 0.3521            | 0.3624            | 0.3714             | 0.3916              |
|      | F                  | 1.3323            | 1.6650            | 1.4570             | 1.5472              |

表6 改变个人政治关联度测量方式( $y=\Delta ROA$ )回归结果2

| 变量类别 | 变量名称               | 模型5               | 模型6               | 模型7                | 模型8                 |
|------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|---------------------|
| 常数项  | _cons              | 0.4862(0.3542)    | 0.5095(0.3445)    | 0.5571(0.3560)     | 0.6046*(0.3486)     |
| 控制变量 | LEV                | 0.2567**(0.1218)  | 0.2657**(0.1222)  | 0.2604**(0.1224)   | 0.2703**(0.1225)    |
|      | AGE                | -0.0017(0.0018)   | -0.0011(0.0018)   | -0.0014(0.0019)    | -0.0006(0.0019)     |
|      | OC                 | -0.0021(0.0739)   | -0.0095(0.0731)   | 0.0142(0.0751)     | 0.0077(0.0743)      |
|      | PAY                | -0.0533**(0.0241) | -0.0397*(0.0219)  | -0.0639**(0.0268)  | -0.0692*** (0.0253) |
|      | SIZE               | -0.0251**(0.0119) | -0.0295**(0.0120) | -0.0288**(0.0125)  | -0.0345*** (0.0126) |
|      | PID                | -0.1102(0.1483)   | -0.0604(0.1533)   | -0.1152(0.1525)    | -0.0696(0.1509)     |
| 解释变量 | PT2                |                   | 0.0064*(0.0036)   |                    | 0.0121** (0.0051)   |
|      | TC                 |                   |                   | 0.0123*** (0.0046) | 0.0075(0.0048)      |
|      | TP                 |                   |                   | -0.0152** (0.0066) | -0.0245*** (0.0083) |
|      | OT                 | -0.0311(0.0384)   | -0.0624(0.0468)   | -0.0125(0.0363)    | -0.0755(0.0552)     |
|      | $\Delta DR$        |                   |                   |                    | 0.0316(0.0507)      |
| 其他项  | N                  | 172               | 172               | 172                | 172                 |
|      | Adj-R <sup>2</sup> | 0.3530            | 0.3658            | 0.3715             | 0.3965              |
|      | F                  | 1.2654            | 1.7679            | 1.3706             | 1.4522              |

表7 改变个人政治关联度测量方式( $y=\Delta ROA$ )调节效应回归结果

| 变量类别 | 变量名称               | 模型9               | 模型10              | 模型11              | 模型12               | 模型13               | 模型14               |
|------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 常数项  | _cons              | 0.4875(0.3416)    | 0.4934(0.3493)    | 0.4861(0.3584)    | 0.5027(0.3433)     | 0.5036(0.3452)     | 0.4955(0.3582)     |
| 控制变量 | LEV                | 0.2698**(0.1223)  | 0.2622**(0.1228)  | 0.2555**(0.1230)  | 0.2696**(0.1225)   | 0.2660**(0.1229)   | 0.2571**(0.1233)   |
|      | AGE                | -0.0014(0.0018)   | -0.0016(0.0019)   | -0.0018(0.0019)   | -0.0015(0.0017)    | -0.0016(0.0018)    | -0.0019(0.0018)    |
|      | OC                 | -0.0103(0.0731)   | 0.0010(0.0741)    | 0.0010(0.0753)    | -0.0185(0.0713)    | 0.0011(0.0710)     | -0.0000(0.0727)    |
|      | PAY                | -0.0361*(0.0216)  | -0.0437*(0.0234)  | -0.0621**(0.0266) | -0.0393*(0.0218)   | -0.0440*(0.0236)   | -0.0628** (0.0271) |
|      | SIZE               | -0.0293**(0.0120) | -0.0267**(0.0121) | -0.0244**(0.0119) | -0.0291**(0.0120)  | -0.0274** (0.0121) | -0.0247** (0.0120) |
|      | PID                | -0.0556(0.1543)   | -0.0936(0.1507)   | -0.1248(0.1568)   | -0.0593(0.1570)    | -0.0961(0.1524)    | -0.1262(0.1584)    |
| 解释变量 | PT2                | 0.0081*(0.0041)   |                   |                   | 0.0069*(0.0037)    |                    |                    |
|      | TC                 |                   | 0.0044(0.0037)    |                   |                    | 0.0048(0.0037)     |                    |
|      | TP                 |                   |                   | -0.0042(0.0050)   |                    |                    | -0.0043(0.0053)    |
|      | OT                 | -0.0309(0.0401)   | -0.0320(0.0367)   | -0.0241(0.0378)   |                    |                    |                    |
| 交互项  | $\Delta DR$        |                   |                   |                   | 0.0310(0.0502)     | 0.0232(0.0460)     | 0.0269(0.0487)     |
|      | OT×PT2             | -0.0158*(0.0081)  |                   |                   |                    |                    |                    |
|      | OT×TC              |                   | -0.0179(0.0117)   |                   |                    |                    |                    |
|      | OT×TP              |                   |                   | -0.0122(0.0152)   |                    |                    |                    |
|      | $\Delta DR$ ×PT2   |                   |                   |                   | -0.0141** (0.0065) |                    |                    |
|      | $\Delta DR$ ×TC    |                   |                   |                   |                    | -0.0252*(0.0138)   |                    |
| 其他项  | $\Delta DR$ ×TP    |                   |                   |                   |                    |                    | -0.0133(0.0128)    |
|      | N                  | 172               | 172               | 172               | 172                | 172                | 172                |
|      | Adj-R <sup>2</sup> | 0.3713            | 0.3583            | 0.3559            | 0.3690             | 0.3612             | 0.3561             |
|      | F                  | 1.9114            | 1.2970            | 1.0424            | 1.8199             | 1.2768             | 1.0221             |