

反腐倡廉、政治关联与企业并购重组行为

颀茂华 王 娇 刘铁鑫 施 诺*

摘 要 以反腐倡廉为冲击,运用 DID 检验了政治关联对并购重组行为的影响。研究发现:在并购重组决策上,反腐倡廉前,政治关联公司进行并购交易的可能性更大,获得当地或国有并购目标更容易,支付的溢价也更低,但反腐倡廉后,政治关联公司丧失了上述“优越性”;在并购重组绩效上,反腐倡廉前,政治关联公司的并购绩效更好,而反腐倡廉后,政治关联公司的绩效下降幅度却更大。结论丰富了反腐倡廉文献,对建立健康的政企关系具有借鉴意义。

关键词 寻租行为,政府干预,公平竞争

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2021.03.11

一、引 言

目前,理论界关于政治关联对企业经营绩效的影响存在两种解释:“效率假说”和“寻租假说”。“效率假说”认为,政企间的政治关联为公司带来了诸多利益,例如提高公司运营效率(Beck and Maher, 1986)、减少交易成本(Cheung *et al.*, 2012)、在金融市场中更易筹措到资金(Fan *et al.*, 2008),最终提升公司价值(Cheung *et al.*, 2012; Karpoff *et al.*, 2010)。而“寻租假说”则认为,寻租行为需付出巨大的非生产性寻租成本,政治关联作为腐败产生的原因之一,其固有的不确定性可能会抵消企业价值(Meon and Sekkat, 2005)。可见,政治关联对企业产生的影响,仍需要进一步检验。

随着我国经济与资本市场的快速发展,出于谋求自身经济实力增长的目的,兼并、收购等多种形式的并购重组行为,已经成为企业进行战略调整、革新内部结构与制度的重要手段。已有文献表明,在转轨背景下,企业的投资机会和金融资源的部分权利依然握在政府手中,政府可以帮助企业获得各种金融资源,如银行贷款(Li *et al.*, 2008),并能够使企业在 IPO 市场上创

* 内蒙古大学经济管理学院。通信作者及地址:颀茂华,内蒙古自治区呼和浩特市赛罕区大学西路 235 号内蒙古大学经济管理学院,010021;电话:(0471) 4992478;E-mail:nmgxiemaohua@sina.com。本文受内蒙古社科规划项目“内蒙古生态优先与绿色发展协同:现状评价、影响机制与路径优化”(2020NDA001)、国家自然科学基金“资源型产业集聚的生态环境效应评价、困境机制与动态协调路径”(71840017)、内蒙古统计科学研究项目“呼包鄂乌经济圈生态优先与绿色发展协同现状评价与路径优化”(TJXHKT202011)的资助。感谢边腊梅同学提供的部分资料与数据。同时,感谢主编、两位盲审专家提出的宝贵意见和建议,但文责自负。

造价值 (Liu *et al.*, 2013)。同样, 政府也掌握着土地使用权的发放权利和企业进入资本市场的权利 (Firth *et al.*, 2009; Chen *et al.*, 2011)。此外, 与国企相关的并购重组行为也需要获得地方政府许可。如此一来, 企业便有强烈的动机通过贿赂或聘用与官员有联系的高级经理人来建立政治关联。从2012年11月8日召开十八大到现在, 我国的反腐倡廉实践, 不仅为揭开“人情社会”背景下资本市场内并购重组交易的运作机制, 同时, 也为研究政治关联对企业并购重组行为的影响提供了一个自然实验背景与有效性检验的一个新视角。因此, 反腐倡廉是如何影响审批管制、设租寻租相关的并购重组活动的波动, 对这一问题的研究, 不仅能够进一步揭示政治关联对企业经营效应的影响, 而且能够间接地反映我国反腐倡廉的成果。

为此, 本文假设企业通过贿赂或经由企业高管的个人工作及教育经历与政府官员建立政治联系, 从而使他们能够开展优质的并购重组项目。为了克服潜在的内生性问题, 本文采用准自然实验方法, 以反腐倡廉中发现的高级官员(省级或省级以上)的腐败丑闻作为自然实验, 有效避免了横截面研究中的混杂因素和内生性问题 (Cheung *et al.*, 2012; Fan *et al.*, 2014)。在此基础上, 本文收集了2010—2018年间我国反腐倡廉中发现的51起省级或省级以上官员的反腐倡廉案件, 以该区间上市公司的416个并购重组公告为样本, 将中共十八大的反腐倡廉建设作为外生冲击, 采用双重差分法(DID)系统地检验了反腐倡廉给微观企业并购重组交易在决策和绩效方面造成的影响, 实证分析了反腐倡廉对企业的并购重组行为的影响。本文将上市公司分为:(1)与腐败事件相关的公司, 包括高级经理人或董事贿赂腐败官员的上市公司以及通过企业高级经理之前的工作关系或教育经历而建立起政治关联的上市公司;(2)与腐败事件不相关的公司, 指高级经理或董事既没有行贿也没有与腐败官员有其他联系的公司。本文将研究在反腐事件导致公司政治联系“丢失”后, 有政治关联的公司的并购重组决策及绩效的变化情况。

本文的创新与贡献有:(1)借助反腐倡廉这一自然实验, 分析并购重组交易在自然实验前后的变化, 借此估计反腐倡廉政策对资本市场中微观企业并购重组交易的效应, 为衡量反腐倡廉变量提供了新的观察视角。(2)通常而言, 研究者采用工具变量解决内生性问题 (Cai *et al.*, 2011)。而 Bound *et al.* (1995)认为, 即使工具变量和结构方程的残差微弱相关, 采取弱工具变量的IV估计仍有严重偏差, 且其在有限样本中仍会产生同最小二乘法同向的误差。而本文将反腐倡廉事件作为外生冲击, 利用双重差分方法考察了我国有政治关联的企业在反腐倡廉致使外部政治联系切断前后的并购重组决策和并购重组后绩效的变化, 有效缓解了内生性问题。(3)本文不仅进一步揭示政治关联对企业经营绩效的影响, 同时扩展了当前关于并购重组决策和并购重组后绩效的研究深度。以往的文献研究集中从多个因素分析并购重组绩效

(Masulis *et al.*, 2007; Cai and Sevilir, 2012; Ishii and Xuan, 2014), 而本文则将中国的反腐倡廉作为自然实验, 为政府治理新兴市场中的企业并购重组行为提供了直接证据。(4) 本文拓展并延伸了政治关联理论的研究边界。以往研究将关注点集中在政治关联与外部金融市场的准入能力、公司价值等 (Johnson and Mitton, 2003; Khwaja and Mian, 2005), 而本文则站在并购重组的角度阐述了政企之间存在的特殊政治联系, 不仅对政治关联对企业经营效应的影响的“效率假说”和“寻租假说”两种争议进行了解释, 同时丰富了反腐倡廉与政治关联的理论文献。

二、理论背景回顾与研究假设

(一) 政治关联对并购重组行为的影响

1. 政治关联与并购重组交易

目前, 国内研究大多从不同视角分析政企关系带来的政治关联以及政治关联对企业的影响, 譬如资本市场反应、波动率等。Julio and Yook (2013) 发现全球所有企业的投资水平在大选前一年会下降 4.80%。这种现象被解释为: 不可预测的选举结果背后存在的政治关联对企业投资产生的负效应。徐业坤等 (2013) 以及申宇和赵静梅 (2016) 的研究表明, 有政治关联的企业将大幅减少投资支出, 上市公司在投资方面的业务招待费与企业投资效率呈显著的负相关。王贤彬等 (2017) 的准自然实验发现, 高官落马产生了震慑效应, 抑制了企业对固定资产的投资, 特别是那些受政府较强管制的企业。以上的研究充分表明, 政治关联会对企业的投资活动产生影响。

由于在我国资本市场存在着“政府干预”“私企歧视”的现象。部分政府官员正是通过监管、许可证和政治网络含蓄地控制着企业的日常运作 (Piotroski and Zhang, 2014)。而上述行为变相地为政企“灰色地带”打开了通道, 企业借政治寻租, 克服固有歧视。这便使企业具有较强的动机去贿赂或与地方政府官员联系, 为的是换取更好的进入并购重组市场、获得竞争优势的机会。这种“一对一”的关系导致一荣俱荣, 一损俱损, 唇亡齿寒; 假如相关官员落马, 政治优惠也将随之消失。因此, 在反腐倡廉后, 对于有政治关联的公司进行并购重组的可能性将大幅降低。综上, 本文假设:

H1a: 在反腐倡廉后, 有政治关联的公司进行并购重组交易的可能性将大幅降低。

2. 政治关联与并购重组目标

如上所述, 并购重组市场的门票部分握在地方政府手中。而官员的权力往往受到地理距离的限制, 这便意味着有政治关联的公司更有可能获得与其有联系的腐败官员管辖范围内的并购重组目标。因此, 本文认为, 有政治关

联的公司将更可能进行本地并购重组。更突出的表现是,相比一般的经济领域和部门,在经营和投资行为上受到较强管制的企业更有动机去设租寻租或贪污腐败(吴一平和苗萌,2010)。因此,高质量的国有资产更容易落入有政治关联的公司的“口袋”。然而,反腐倡廉打破了有政治关联的企业和政府官员之间原有的政治利益联系机制,终止了政府对企业的优惠待遇,降低有政治关联的企业获取并购重组目标的可能性。为此本文假设:

H1b: 在反腐倡廉后,有政治关联的公司获取并购重组目标的可能性将大幅降低。

3. 政治关联和并购重组溢价

上文提到,有政治关联的公司有进入并购重组市场的偏好,而且通过与政府官员建立政治联系可以获得另一个好处:有政治关联的公司可以支付较低的并购重组溢价来收购目标公司。通过政治关联,收购方有更多的机会了解目标公司的真实价值,进而降低交易中的信息不对称。而且,政府干预甚至可能使目标公司的管理者及股东接受有政治关联的公司以较低的并购价实施合并。因此,本文认为,政企关系会为有政治关联的公司带来并购重组溢价上的“油头”。然而,在反腐倡廉后,失去政治关联的公司将不得不支付比以前更高的溢价。综上,本文假设:

H1c: 在反腐倡廉后,有政治关联的公司的并购重组溢价将大幅上升。

(二) 政治关联与并购重组绩效

当前,学界不断加大对反腐倡廉的经济效应的研究力度。钟覃琳等(2016)使用倍差法研究了反腐倡廉的市场反应,发现高腐败企业的绩效受限于反腐倡廉政策。王茂斌和孔东民(2016)证明了反腐政策对公司治理的正向反馈,集中关注了反腐倡廉对企业治理绩效的影响。金宇超等(2016)、龙小宁和黄小勇(2016)的实证结果表明,在十八大以来的反腐倡廉斗争中,为避免官员更迭带来的政治关联变动,国企高管会采取“不作为”行为,即投资不足。

在我国资本市场上,企业的并购重组一直是一个永恒的话题。但政治关联对企业并购后绩效是否有提升,提升幅度又有多少,学界意见并不统一。大多数学者认为,政治关联会为上市企业带来显著的正超额收益率(Moeller *et al.*, 2004; Masulis *et al.*, 2007; Fuller *et al.* 2010),从而对并购绩效产生明显的正向促进作用。上述的正超额收益恰恰是“流动性效应”的表现,即实施并购重组后,收购公司通过目标公司流动性的加速提升了企业的并购重组后绩效(Fuller, 2010)。而且,政治关联的建立使有关公司在关键资源和优惠政策方面取得了“优越性”。一方面,政治关联帮助具有政治联系的公司获得与公司发展相关的宝贵资源以及对公司有利的最新政策变动信息,使公司积极调整其经营方针和进行资源分配;另一方面,有效地缓解了公司面临

的融资压力，使其积极争取政府减免税收，从而显著提高了公司的投资效率和并购绩效。同时，Faccio (2006) 指出，有政治关联的公司能获得更多及更长期的银行贷款、更优惠的税率以及更高的市场占有率。这些因素恰恰导致了企业并购重组后绩效的上升。Fan (2006) 的实证研究表明，在腐败官员落马前，和这些官员有关联的上市公司有更高的银行贷款率和更长的债务期限结构，而当这些官员落马后，结果恰好相反。

如上所述，通过贿赂或个人联系与政府官员建立政治关联，公司可以获得良好的并购重组机会，并且付出相对较低的并购重组对价。因此，公司的并购重组活动可能创造了更多的价值。然而，在腐败的政府官员下台后，由于有政治关联的公司失去了腐败官员的多方面“援助”，并购重组活动中的非正常活动曝光，加上在并购重组中机会主义思想严重，并没有把精力放在管理整合上。因此，有政治关联的公司在反腐倡廉发生之前可能会有很好的并购重组后绩效，而良好的绩效在反腐倡廉之后便消失了。为此，本文假设：

H2: 在反腐倡廉后，有政治关联的公司并购重组后绩效下降幅度更大。

三、研究设计

(一)“反腐倡廉”的制度背景

从2012年11月8日第十八届全国人民代表大会后，以习近平同志为核心的党中央领导全国人民，开展了一系列卓有成效的反腐倡廉活动。其中包括强化中央巡视、贯彻“八项规定”、网上举报制度以及依法依规对党政公职人员的腐蚀腐化严打严抓。反腐倡廉力度、反腐倡廉深度都史无前例，反腐倡廉执法的事前不可预测性以及其巨大的影响力，使之成为本文关键的政策性外生冲击事件。

(二) 数据收集

1. 官员的腐败事件

本文手工收集了中国省级及省级以上官员的反腐倡廉案件清单，并确定了高级管理人员或董事直接行贿或通过其工作和教育经历，与腐败的政府官员建立政治联系的上市公司名单。如前所述，本文只关注高级政府官员（省级及省级以上）的腐败事件，才可使相关研究规避内生性问题。所以，本文从中共中央纪律检查委员会以及其他三个政府网站（人民网、环球网和新华网），整理收集了2010—2018年的腐败官员名单，并努力通过其他知名网站，如凤凰网、新浪网和网易新闻来扩展反腐倡廉案件清单。为查明本文反腐倡廉案件中的贿赂公司，本文只保留中华人民共和国国务院法制办公室报告和

最高人民检察院公告的公司。这些资源一般报告了向腐败官员行贿的相关人员以及腐败官员进行非法帮助的具体公司信息。最终,本文把得到的51起反腐倡廉案件作为实验样本数据。在上述基础上,本文进一步通过上文提及的可公开调查这些个案的官方新闻通讯社及其他新闻服务机构,找到参与反腐倡廉案件的上市公司经理或董事。

为查明与腐败官员有关联但未行贿或参与腐败活动的有政治关联的公司,本文查阅了公司的年度报告和首次公开的募股说明书,并收集腐败案件发生前的每家公司高级经理和董事的档案。然后,将个人关联公司定义为公司高级经理或董事与政府腐败官员在工作或教育上有关系的公司,其中,公司高级经理或董事与政府腐败官员在工作或教育上有关系是指,高级经理或董事曾任或现任政府官员、人大代表或者政协委员,就职于政府职能部门,或者高级经理或董事与腐败官员具有校友等类似关系;贿赂公司指公司高级经理或董事贿赂腐败官员的公司;不具有政治关联的公司指其高级官员或董事既没有行贿也没有与腐败的官员有其他联系的公司。具体地,在1918家公司的年度观察值中筛选出416起并购重组案例中,有政治关联的公司比例达到21.68%,占相当大的比例,说明政治关联在中国上市公司中是普遍存在的。其中,个人关联公司为205个,在具有政治关联的公司中占比49.27%;贿赂公司为211个,在有政治关联的公司中占比为50.72%。

尽管本文在收集反腐倡廉案件和查明有政治关联的公司方面做出很大努力,但由于信息有限,仍可能错过一些有政治关联的公司。然而,本文在搜集数据的过程中发现,中国所有反腐倡廉案件以及涉案公司披露信息的范围十分相近。因此,任何缺失数据都是随机的,不太可能影响本文结果,而只会削弱结果的显著程度。与Fan *et al.* (2006)的研究形成鲜明对比,本文的研究对象不局限于腐败官员管辖内的公司,而是研究两大交易所的全部上市公司,避免错失任何有政治关联的公司。不过,本文亦建立了一个子样本,该样本只包括在腐败官员管辖范围内的公司。研究结果对子样本仍然有效。

2. 企业并购重组交易

本文以2010—2018年全部上市公司的并购重组交易为样本,并购重组交易信息源于国泰安(CSMAR)数据库,包括公司并购重组公告日期、收购方和被并购重组方公司信息以及相关财务信息。

根据相关文献研究,本文认为最终的并购重组交易样本应符合以下条件,即并购重组方应至少获得被并购重组方51%的股票,但剔除在交易前已持有大于或等于51%的目标股的并购重组交易(Malmendier and Tate, 2008)。此外,本文排除了交易值低于收购方市值1%的小交易(Cai and Sevilir, 2012)。为排除其他公告的影响,本文剔除三个月内宣布两笔及以上的并购重组交易的并购重组公告和并购重组公司在本文窗口期内发布的其他声明公告。并购重组方财务数据(并购重组公告前三年和后三年)和股票回报(并购重组公

告前 280 个交易日) 信息可从 CSMAR 获取。最后, 排除并购重组方或被并购重组方的信息、并购重组公告日期和财务数据存在缺失的交易。通过以上标准进行筛选剔除后, 本文最终从 1 918 家公司的年度观察值中筛选出 416 起并购重组案例作为全样本。

3. 变量定义

(1) 腐败行为

公司腐败行为有效度量的瓶颈难以突破, 是实证研究在腐败方面缺位的一个关键原因。目前, 大多用调查数据来分析公司腐败行为 (Mauro, 1995; 李捷瑜和黄宇丰, 2010)。但调查数据作为研究的基础数据, 存在诸多固有缺陷: 首先, 腐败样本测量误差饱受异议 (Bertrand and Mullainathan, 2001); 其次, 企业自我披露腐败行为本身就是“自带铐镣”, 因而其可行性多遭非议 (黄玖立和李坤望, 2013); 最后, 被调查公司与政府的联系会影响数据质量, 如果被调查企业是腐败的获益者, 其可能会弱化腐败程度, 相反则夸大腐败程度。

鉴于此, 本文充分利用反腐倡廉这一外部冲击对腐败进行更准确的定义。当公司行贿或公司高管与腐败的官员有工作或教育经历的其他联系时, 本文将该类公司定义为有政治关联的公司, 由虚拟变量 *CORRUPTION* 表示, 如果该公司行贿或与腐败的政府官员有关联, 该变量等于 1。本文还包括一个虚拟变量 *POST*, 具体定义为: 反腐倡廉发生之前, 该变量等于 0; 反腐倡廉发生之后, 该变量等于 1。本文的研究重点是交互项 *CORP* × *POST*。这个交互项是指, 相对于不具有政治关联的公司, 反腐倡廉引起有政治关联的公司的并购重组决策和绩效的变化。本文预计, 这个交互项将在并购重组后公司绩效方面呈显著负相关, 在企业并购重组溢价方面呈显著正相关, 而交互项在国有企业方面却不显著。

(2) 其他变量

为了衡量并购重组决策, 本文首先定义了一个虚拟变量 *M&A*, 用以衡量进行并购重组的可能性。如果公司在给定的年份内进行并购重组, 那么该变量等于 1。本文预计, 有政治关联的公司更可能进行由腐败官员控制的并购重组。因此, 本文还收集了目标公司的位置数据, 并定义了一个虚拟变量 *LOCAL*。如果收购公司和目标公司位于同一省份, 则 *LOCAL* 等于 1, 否则为 0。此外, 本文也收集了目标公司的所有权数据, 并定义了虚拟变量 *Target SOE*。如果目标公司由国家控制, 则 *Target SOE* 等于 1, 否则为 0。本文对并购重组溢价的衡量如下: *PREMIUM1* 是相对度量, 通过交易价值与目标公司权益的公允价值之比减 1 计算。*PREMIUM2* 以并购重组溢价取对数来衡量。

对于并购重组后绩效而言, 用 *Performance* 表示。本文将其分为短期并购重组后的绩效和长期并购重组后的绩效。其中, 短期并购重组后的绩效表

现由 3 天、5 天和 11 天的并购重组后累积异常市场调整后的股票回报率来衡量,依次用 CAR_1、CAR_2 以及 CAR_5 来表示。本文用 Brown and Warner (1985) 的标准事件研究方法计算并购重组公告期的异常收益。使用并购重组公告前 280 个交易日作为估计期,对并购重组公司的日收益和在上海与深圳证券交易所的价值加权市场回报率进行回归。以事件窗口 (-1 到 1, -2 到 2, -5 到 5) 累计每日异常收益衡量并购重组公告的异常绩效。日非正常收益用实际日收益与市场预期日收益之差来衡量。长期并购重组后绩效由 1 年、2 年和 3 年股票回报率来衡量,依次用 BHAR1、BHAR2 以及 BHAR3 来表示。

此外, *JURISDICTION* 为腐败官员有管辖权变量,定义为:如果这些公司位于腐败官员的管辖范围内,等于 1,否则为 0。*FULL* 为全部上市公司变量,使用深圳和上海证券交易所的所有上市公司来衡量。*Connection established one year before* 为长期关联变量 (1 年),定义为:如果在宣布并购重组前一年,公司与腐败的官员建立联系,等于 1,否则等于 0。*Connection established two years before* 为长期关联变量 (2 年),定义为如果在宣布并购重组前两年,公司与腐败的官员建立联系,等于 1,否则等于 0。*Connection established three years before* 为长期关联变量 (3 年),定义为:如果在宣布并购重组前三年,公司与腐败的官员建立联系,等于 1,否则等于 0。

为了控制其他可能影响并购重组行为的因素,引入控制变量:公司规模变量 (*SIZE*),使用总资产账面价值的自然对数来衡量;公司价值变量 (*Q*),使用公司市值与账面价值之比来衡量;公司股东权益报酬率变量 (*ROE*),使用净利润与股本总额之比来衡量。

4. 回归模型

本文的回归模型如下:

$$M\&A\ Decision = \alpha_0 + \beta_1 CORRUPTION_{i,t} + \beta_2 POST_{i,t} + \beta_3 CORP \times POST_{i,t} + \beta_4 Control\ Variables_{i,t} + \beta_5 Year\ Dummy + \beta_6 Industry\ Dummy + \beta_7 Firm\ Dummy + \varepsilon, \quad (1)$$

其中,因变量 *M&A Decision* 包括:并购重组可能性的虚拟变量 (*M&A*),本地并购重组虚拟变量 (*LOCAL*),国有并购重组虚拟变量 (*Target SOE*),并购重组溢价变量 (*PREMIUM*),并购重组后绩效变量 (*Performance*)。为控制年度、行业固定效应以及企业个体固定效应,本文还规定了一组年度虚拟变量 (*Year Dummy*)、行业虚拟变量 (*Industry Dummy*) 以及公司虚拟变量 (*Firm Dummy*)。

为了考察反腐倡廉后具有政治关联的公司的并购重组决策与并购重组后绩效的变化,本文首先利用上述回归模型对全样本进行检验。然后,对于稳健性进行测试,本文使用在腐败的政府官员管辖范围内的公司样本重复上述回归。为了消除本文研究结果可能是贿赂公司所驱动的担忧,本文从样本中

删除了贿赂公司，并定义反腐倡廉对并购重组决策和并购重组后绩效的影响因素仅限于个人关联公司，进一步进行了回归分析。此外，本文还进一步将声誉进行控制，检验公司的并购重组绩效的大幅降低不是声誉下滑所致。最后，本文将样本限制在与政府腐败官员有长期关系的上市公司，以检验政治关联对并购重组交易行为产生影响的有效性。

四、实证结果与分析

（一）描述性统计

表1是描述性统计。本文发现：并购重组公司在并购重组公告后获得了微小的正回报业绩（约3.1%），且并购重组交易执行完后会有一个相对较高的长期并购重组收益。2010—2018年的416笔并购重组项目中，国有并购重组（12%）和本地并购重组（54%）占比达66%。此外，从PREMIUM1的均值（2.8）中可以得到发现，并购重组方为控制对方愿付出较高对价。这意味着公司平均支付的溢价是目标公司公允价值的2.8倍。而且，并购重组双方价值差异大，被并购重组方仅为并购重组方市场价值的52.1%左右。

表1 描述性统计

变量名称	样本量	均值	标准差	25%	50%	75%
<i>CORRUPTION</i>	1 918	0.136	0.342	0.000	0.000	0.000
<i>POST</i>	1 918	0.541	0.497	0.000	1.000	1.000
<i>M&A</i>	1 918	0.081	0.271	0.000	0.000	0.000
<i>JURISDICTION</i>	1 918	0.782	0.414	1.000	1.000	1.000
<i>SIZE</i>	1 918	21.054	1.127	20.434	21.011	21.692
<i>Q</i>	1 918	2.018	1.440	1.189	1.524	2.205
<i>AGE</i>	1 918	6.511	5.441	1.000	6.001	11.000
<i>ROE</i>	1 918	0.073	0.108	0.040	0.078	0.121
<i>LOCAL</i>	416	0.541	0.499	0.000	1.000	1.000
<i>Target SOE</i>	416	0.122	0.327	0.000	0.000	0.000
<i>PREMIUM1</i>	197	2.845	6.363	-0.018	0.000	0.332
<i>PREMIUM2</i>	197	23.048	0.080	23.026	23.025	23.028
<i>CAR (-1, 1)</i>	416	0.029	0.116	-0.022	0.008	0.060
<i>CAR (-2, 2)</i>	416	0.031	0.115	-0.029	0.016	0.068
<i>CAR (-5, 5)</i>	416	0.032	0.156	-0.035	0.013	0.087

(续表)

变量名称	样本量	均值	标准差	25%	50%	75%
BHAR1	403	0.263	0.818	-0.118	0.067	0.412
BHAR2	298	0.461	0.829	-0.049	0.288	0.696
BHAR3	221	0.862	1.227	0.138	0.493	1.360
Connection established one year before	416	0.983	0.125	1.000	1.000	1.000
Connection established two years before	416	0.975	0.160	1.000	1.000	1.000
Connection established three years before	416	0.965	0.180	1.000	1.000	1.000

(二) 单变量检验

表2是单变量检验的相关数据。Panel A介绍了反腐倡廉影响并购重组可能性的单变量检验结果；Panel B和Panel C介绍了反腐倡廉影响本地并购重组以及国有并购重组的可能性的检验结果；Panel D列出了反腐倡廉影响并购重组溢价的单变量检验结果；Panel E列出了反腐倡廉对并购重组后绩效的影响。

如Panel A所示，在腐败丑闻曝光之前，有政治关联的公司进行并购重组的可能性显著高于不具有政治关联的公司（0.157 vs. 0.064），而当反腐倡廉后，两者之间的差异不再显著（0.095 vs. 0.078）。此外，在反腐倡廉发生后，有政治关联的公司进行并购重组的可能性显著降低，即Panel A证实假设H1a。

Panel B、C和D证实，在反腐倡廉之前，相比不具有政治关联的公司，有政治关联的公司进行当地并购重组和国有并购重组的可能性更高，并支付较低的并购重组溢价（1.21 vs. 2.16）。然而，在反腐倡廉后，有政治关联的公司收购当地企业和国有企业的显著下降，有政治关联的公司的并购重组溢价也显著高于不具有政治关联的公司（7.417 vs. 2.913）。结果表明，有政治关联的公司失去与腐败官员的政治联系后，进入本地并购重组市场的能力也随之失去，这就证实了本文的假设H1b和H1c。

在表2的Panel E中，在反腐倡廉之前，有政治关联的公司和不具有政治关联的公司并购重组后绩效的差异是显著正向的（0.086 vs. 0.027）；在反腐倡廉之后，有政治关联的公司并购重组后绩效显著下降。这些结果表明，与腐败官员的联系使得这些有优势的具有政治关联的公司在反腐倡廉败露之前可以顺利实施并购重组，而在反腐倡廉之后，这种优势的丧失使并购重组后绩效显著下降，证实了假设H2。

表2 单变量检验

	Related Firms		Unrelated firms		Difference test	
	Mean	Median	Mean	Median	t value	z value
Panel A: 并购重组可能性						
Before	0.157	—	0.064	—	0.093***	—
After	0.095	—	0.078	—	0.018	—
	0.061**	—	-0.015*	—	0.076***	—
Panel B: 当地并购重组的可能性						
Before	0.809	—	0.476	—	0.333***	—
After	0.472	—	0.535	—	-0.064	—
	0.338***	—	-0.058	—	0.396***	—
Panel C: 国有并购重组的可能性						
Before	0.361	—	0.089	—	0.272***	—
After	0.031	—	0.097	—	-0.068	—
	0.331***	—	-0.007	—	0.338***	—
Panel D: 并购重组溢价						
Before	1.213	0.000	2.155	0.000	-0.942	0.000
After	7.417	0.000	2.913	0.000	4.504**	0.000*
	-6.203***	0.000*	-0.757	0.000	-5.446**	
Panel E: 短期并购重组后绩效						
CAR (-1, +1)						
Before	0.086	0.027	0.027	0.011	0.059**	0.016*
After	-0.021	-0.002	0.020	0.008	-0.041***	-0.010***
	0.106	0.028	0.006	0.002	0.100***	
CAR (-2, +2)						
Before	0.09**	0.039***	0.030	0.005	0.060***	0.034***
After	-0.028	-0.020	0.030	0.022	-0.060***	-0.042***
	0.119***	0.06***	-0.001	-0.016	0.120***	
CAR (-5, +5)						
Before	0.042	0.066	0.033	0.003	0.009	0.063*
After	-0.047	-0.020	0.045	0.013	-0.09***	-0.034***
	0.088**	0.086***	-0.011	-0.011	0.099**	

注：所有回归都使用公司聚类（Cluster）调整得到稳健性标准误；*、**、***分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著。

(三) 多元回归分析

1. 反腐倡廉与并购重组决策

(1) 反腐倡廉与并购重组可能性。表3第(1)列列出了反腐倡廉对并购重组可能性的作用结果。可以看出,有政治关联的公司的 *CORRUPTION* 的估计系数(0.08)为正且在1%的水平上显著,这表明有政治关联的公司进行并购重组的可能性更大。而 *CORP* × *POST* 交互项的系数说明了在反腐倡廉后,有政治关联的公司进行并购重组的可能性如何变化。回归结果表明, *CORP* × *POST* 的系数显著为负,表明对有政治关联的公司而言,逮捕腐败官员的边际效应是-0.053,即在反腐倡廉后,有政治关联的公司进行并购重组的可能性下降了5%左右。为了稳健起见,本文将样本限制在反腐倡廉中的腐败官员管辖内的公司,结果见表3第(4)列。总的来说,本文在表3的结果证实了本文的假设 H1a。

表3 反腐倡廉对并购重组决策影响的回归结果

	全样本			管辖权样本		
	<i>M&A</i>	<i>LOCAL</i>	<i>Target SOE</i>	<i>M&A</i>	<i>LOCAL</i>	<i>Target SOE</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>CORRUPTION</i>	0.080*** (0.00)	0.341*** (0.00)	0.204*** (0.00)	0.136*** (0.00)	0.317*** (0.00)	0.232*** (0.01)
<i>POST</i>	0.007 (0.55)	0.101 (0.15)	0.052 (0.23)	0.006 (0.72)	0.055 (0.52)	0.081 (0.12)
<i>CORP</i> × <i>POST</i>	-0.053*** (0.00)	-0.342*** (0.00)	-0.134** (0.01)	-0.052*** (0.01)	-0.325** (0.02)	-0.145** (0.02)
<i>SIZE</i>	0.028*** (0.00)	-0.034 (0.35)	0.021 (0.23)	0.029*** (0.00)	-0.050 (0.18)	0.034* (0.09)
<i>Q</i>	0.017*** (0.00)	-0.036 (0.13)	0.005 (0.74)	0.013*** (0.01)	-0.024 (0.38)	0.009 (0.59)
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>INDUSTRY</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>FIRM</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	1 918	409	413	826	329	307
Adj. <i>R</i> ²	0.08	0.10	0.17	0.09	0.11	0.19

注:所有回归都使用公司聚类(Cluster)调整得到稳健性标准误;*、**、***分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著。

(2) 反腐倡廉与本地收购可能性。表3第(2)列和第(5)列列出了反腐倡廉对有政治关联的公司进行本地并购重组决策的影响结果。结果表明,有政治关联的公司更可能将本地公司作为并购重组对象实施并购重组,这体现了腐败官员管辖权对商业活动的影响范围与影响程度。因此,相较不具有政治关联的同行,有政治关联的公司更可能进行本地并购重组。

(3) 反腐倡廉与国有企业并购重组可能性。地方政府官员是国家“地方代言人”,直接掌控国有资产及其命运,包括国有企业。那么借腐败官员之手,有政治关联的公司获得优质国有资产的可能性更高。因此,本文预测有政治关联的公司更有可能收购国有目标公司而不是其他公司。然而,在反腐倡廉后,有政治关联的公司获得高质量国有目标公司的能力会被削弱。通过表3第(3)列、第(6)列发现, $CORP \times POST$ 与收购国有目标公司的可能性呈显著负相关。结果再次证明,在反腐倡廉执法之后,有政治关联的公司获得国有目标公司的概率下降了13%。

总之,假设H1b在表3中得到证实。政企关系因政府官员的单方面“违约”而破裂,且该破裂削弱了有政治关联的公司进入当地并购重组市场及获取高质量并购重组目标的能力。

(4) 反腐倡廉与并购重组溢价。本节考察腐败官员是否以避免有政治关联的公司向并购重组目标支付过高对价的方式,帮助有政治关联的公司进行并购重组交易。结果见表4。

表4 反腐倡廉对并购重组溢价影响的回归结果

	全样本		管辖权样本	
	PREMIUM1	PREMIUM2	PREMIUM1	PREMIUM2
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>CORRUPTION</i>	-2.171 (0.13)	-0.027* (0.08)	-3.241 (0.14)	-0.030 (0.16)
<i>POST</i>	0.222 (0.86)	-0.001 (0.96)	-2.345 (0.20)	-0.023 (0.14)
<i>CORP</i> × <i>POST</i>	6.434** (0.02)	0.056*** (0.01)	7.444** (0.02)	0.064** (0.01)
<i>SIZE</i>	1.576* (0.05)	0.018** (0.04)	2.176*** (0.01)	0.023*** (0.01)
<i>Q</i>	1.625** (0.03)	0.004 (0.31)	2.911*** (0.01)	0.008 (0.19)
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制

(续表)

	全样本		管辖权样本	
	PREMIUM1	PREMIUM2	PREMIUM1	PREMIUM2
	(1)	(2)	(3)	(4)
INDUSTRY	控制	控制	控制	控制
FIRM	控制	控制	控制	控制
N	197	197	166	166
Adj. R^2	0.28	0.43	0.32	0.39

注：所有回归都使用公司聚类 (Cluster) 调整得到稳健性标准误；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平下显著。

表 4 的第 (1) 列和第 (3) 列中, *CORRUPTION* 与并购重组溢价呈负相关, 证实了反腐倡廉之前, 有政治关联的公司对并购重组目标支付的对价较低。此外, 无论使用的是所有上市公司还是腐败官员管辖范围内的公司, 交互项 *CORP* × *POST* 与并购重组溢价都呈显著正相关。这一结果说明, 在反腐倡廉发生后, 有政治关联的公司对并购重组中支付较低费用的能力明显降低。

在表 4 的第 (2) 列和第 (4) 列中, 将因变量替换为并购重组溢价的自然对数, 重复了上述回归, 得到一致的回归结果。

总的来说, 表 4 表明, 通过行贿或有联系的教育经历与工作经历等方式与腐败官员建立政治联系, 有政治关联的公司便可以在收购中支付较低的费用。但是, 这种能力会随反腐倡廉而削弱。由于并购重组中的博弈可以用对价衡量, 对价高低是决定并购重组成败与否的关键 (Cai and Sevilir, 2012)。因此, 假设 H1c 在表 4 中得到证实。

2. 反腐倡廉与并购重组后绩效

上文已证实, 反腐倡廉对有政治关联的公司并购重组决策确有影响。然而, 目前尚不清楚有政治关联的公司是否会通过行贿或其他方式与腐败官员建立政治联系, 进而获得更好的并购重组后绩效, 以及反腐倡廉会如何影响并购重组后绩效。相关实证见表 5 (短期) 和表 6 (长期)。

表 5 反腐倡廉对企业并购重组后短期绩效影响的回归结果

	全样本			管辖权样本		
	CAR (-1, 1)	CAR (-2, 2)	CAR (-5, 5)	CAR (-1, 1)	CAR (-2, 2)	CAR (-5, 5)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>CORRUPTION</i>	0.051*	0.050**	0.002	0.012	0.013	-0.000
	(0.10)	(0.03)	(0.96)	(0.34)	(0.50)	(0.98)

(续表)

	全样本			管辖权样本		
	CAR (-1, 1)	CAR (-2, 2)	CAR (-5, 5)	CAR (-1, 1)	CAR (-2, 2)	CAR (-5, 5)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>POST</i>	0.016 (0.19)	0.030** (0.04)	0.047** (0.02)	0.016 (0.22)	0.034* (0.09)	0.052** (0.04)
<i>CORP</i> × <i>POST</i>	-0.119*** (0.01)	-0.133*** (0.00)	-0.093** (0.03)	-0.065*** (0.00)	-0.083*** (0.00)	-0.083** (0.02)
<i>SIZE</i>	0.003 (0.57)	0.012** (0.04)	0.028*** (0.01)	0.004 (0.30)	0.014** (0.01)	0.024** (0.01)
<i>Q</i>	0.008* (0.09)	0.016** (0.01)	0.029*** (0.00)	0.008* (0.07)	0.018** (0.01)	0.024** (0.04)
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>INDUSTRY</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>FIRM</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	416	416	416	346	346	346
Adj. <i>R</i> ²	0.25	0.33	0.34	0.40	0.39	0.31

注：所有回归都使用公司聚类（Cluster）调整得到稳健性标准误；*、**、***分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著。

表6 反腐倡廉对企业并购重组后长期绩效影响的回归结果

	全样本			管辖权样本		
	BHAR1	BHAR2	BHAR3	BHAR1	BHAR2	BHAR3
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>CORRUPTION</i>	0.161 (0.42)	0.355 (0.18)	0.443 (0.13)	0.226 (0.40)	0.363 (0.26)	0.505 (0.18)
<i>POST</i>	-0.004 (0.98)	0.130 (0.34)	0.111 (0.62)	0.026 (0.84)	0.184 (0.28)	0.174 (0.56)
<i>CORP</i> × <i>POST</i>	-0.290 (0.18)	-0.734** (0.02)	-1.210*** (0.00)	-0.379 (0.24)	-0.690* (0.08)	-1.234*** (0.00)
<i>SIZE</i>	0.073 (0.11)	-0.029 (0.69)	-0.322** (0.04)	0.097** (0.01)	-0.090 (0.30)	-0.488** (0.02)
<i>Q</i>	-0.015 (0.64)	-0.089 (0.12)	-0.288** (0.01)	0.017 (0.58)	-0.108 (0.22)	-0.262 (0.12)
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>INDUSTRY</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制

(续表)

	全样本			管辖权样本		
	BHAR1	BHAR2	BHAR3	BHAR1	BHAR2	BHAR3
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FIRM	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	401	297	219	327	237	172
Adj. R ²	0.11	0.08	0.03	0.14	0.18	0.05

注：所有回归都使用公司聚类 (Cluster) 调整得到稳健性标准误；*、**、***分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平下显著。

表 5 显示，由 3 天、5 天和 11 天的累积异常市场调整回报率 (CAR) 可以看出，CORRUPTION 与并购重组后绩效呈显著正相关。而且，有政治关联的公司的 CORP × POST 交互项的估计系数一致呈负相关，且在经济规模和统计意义上显著。具体而言，研究结果表明：在反腐倡廉之前，政治关联使具有政治关联的公司的 3 天累积异常市场调整回报率从 3% 的样本平均值增加到 5%。然而，在反腐倡廉执法之后，企业仅为 7% (0.051 和 -0.119)，市场反应更糟糕，意味着它们的短期公告回报率下降了 300%。总之，反腐倡廉事件导致有政治关联的公司与政府官员失去联系，并购重组后绩效明显下降。

除此之外，随着反腐倡廉，有政治关联的公司两年期股票回报率减少 73%。这表明，相较反腐倡廉前，反腐倡廉后有政治关联的公司并购重组的长期绩效也显著下降。

本文以腐败官员的管辖范围内的公司为样本，重复上述回归分析，结果附于表 5 和表 6 的第 (4) — (6) 列。结果与先前的研究结果一致。总的来说，假设 H2 得到充分验证。

(四) 稳健性测试

本小节主要测试政治关联对并购重组行为产生影响的有效性。因此，为了排除企业可能因为计划并购才行贿，从而导致政治关联对并购重组行为产生影响的潜在问题，本文剔除了有政治关联的公司在并购重组公告前一年内贿赂官员的并购重组交易，只对并购重组活动发生前与当地官员有长期关系的有政治关联的公司样本进行实证分析 (即在并购重组公告之前的一年、两年和三年与腐败的官员建立联系的公司)。通过回归发现，在子样本下，交互项 CORP × POST 与并购重组后绩效显著为负，表明相比反腐倡廉前，反腐倡廉后具有政治关联的公司并购重组后绩效要比不具有政治关联的公司的并购后绩效相差很多。限于篇幅，回归结果未予以呈现。因此，政治关联对并购重组行为产生的影响不受企业因计划并购而建立的政治关

联的影响。

此外，本文发现的另一个潜在问题是：盈利公司能进行更多的增值并购重组，而且贿赂费用的承受能力更强。为排除上述解释，以全样本下公司 ROE、Tobin's Q 中位数来划分子样本。“高质量”即高 ROE 或 Tobin's Q。若本文的结果由上述解释导致，便会在高质量公司的子样本中观察到：交互项 $CORP \times POST$ 与并购重组后绩效显著为负。通过回归发现， $CORP \times POST$ 与低质量和高质量公司并购重组后绩效都显著为负，即上述潜在解释不能影响本文结果。由于篇幅所限，相关回归结果未予以呈现。

最后，本文检验了双重差分模型是否满足的平行趋势假定。双重差分法适用的一个重要前提是：处理组和控制组之间具有共同趋势（common trend），即在政策效应作用之前，处理组和控制组在事件发生前的趋势相同。为了检验以上回归结果是否满足双重差分模型的平行趋势假定，本文设定新的虚拟变量 $Affect1$ 、 $Affect2$ 和 $Affect3$ 。其中， $Affect1$ 、 $Affect2$ 和 $Affect3$ 分别表示 2010 年、2011 年和 2012 年与分组变量 $CORP$ 的交乘。通过回归结果发现，除总样本中 $Affect1$ 的回归系数显著外，在有政治关联的公司和不具有政治关联的公司的子样本中 $Affect1$ 、 $Affect2$ 和 $Affect3$ 的回归系数均不显著。由于篇幅所限，相关回归结果未予以呈现。总之，回归结果表明双重差分模型满足平行趋势假定。

五、研究结论与实践启示

本文以我国 2010—2018 年上市控股公司的 416 个并购重组公告为样本，将 2010—2018 年反腐倡廉建设中的中国省级或省级以上官员的 51 起反腐倡廉中发现的案件作为外生冲击，采用双重差分法（DID）系统地检验了反腐倡廉对微观企业并购重组交易的影响，探讨了政治联系对中国上市企业并购重组决策和并购重组后绩效的影响。研究结果表明：相比不具有政治关联的公司，有政治关联的公司在反腐倡廉发生前进入并购重组市场更加顺利，执行并购重组交易的可能性更大，支付并购重组溢价更低，获得当地或者国有公司作为并购重组目标更加容易，进而并购重组后业绩表现更好。然而，当政治联系因反腐倡廉中断后，有政治关联的公司在并购重组市场中的“优越性”丧失，有政治关联的公司进入并购重组市场难度加大，很难获得国有并购重组目标和当地并购重组目标，并购重组对价显著提高，进而导致并购重组后绩效一落千丈。此外，本文的稳健性测试结果进一步表明，政治关联对并购重组交易行为的影响是稳健的。

本文研究结论不仅对我国的反腐倡廉建设提供了一定的理论依据和支撑，同时，为我国反腐倡廉政策的完善提供了有效的指导，对我国并购市场的顺利进行和监管带来一定的启示。第一，本文的研究结论表明，即使在政治关

联的推动下,某一地区企业并购重组可能出现“热火朝天”的景象,但是这种景象终究只是“昙花一现”,最终只会恶化投资营商环境,导致企业发展后劲不足,阻碍地区经济增长。因此,进一步加大反腐倡廉力度,促进市场公平竞争和资源合理配置,打击和遏制行政权力的“设租”“寻租”行为,降低企业的交易成本和经营风险,保证市场公平竞争的顺利进行,努力营造有利于企业公平发展的反腐倡廉环境,仍是摆在我们面前的一项重要课题。其次,本文的研究结论也表明:当政治联系因反腐倡廉中断后,有政治关联的公司在并购重组市场中的“优越性”丧失,对于在企业并购重组等经营过程中试图通过贿赂或与政府官员的个人联系来建立政治联系,以获得并购重组市场的诸多优势,从而实现收益最大化的公司,也只不过是“饮鸩止渴”。当企业失去政治联系时,股东也会承担巨大的经济损失。因此,企业树立正确的经营理念,加强建设企业的廉政文化,建立健全与现代企业制度相适应的管理制度办法,使约束与激励相结合,以此来提高正规化管理水平,才能使企业走向可持续发展的道路。

参考文献

- [1] Beck, P. J., and M. W. Maher, “A Comparison of Bribery and Bidding in Thin Markets”, *Economics Letter*, 1986, 20 (1), 1-5.
- [2] Bertrand, N., and S. Mullainathan, “Do People Mean What They Say? Implications for Subjective Survey Data”, *The American Economic Review*, 2001, 91 (2), 67-72.
- [3] Bound, J., A. J. David, and M. B. Regina, “Problems with Instrumental Variables Estimation When the Correlation Between the Instruments and the Endogenous Variable is Weak”, *Journal of the American Statistical Association*, 1995, 90 (430), 443-450.
- [4] Brown, S. J., and J. B. Warner, “Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies”, *Journal of Finance & Economics*, 1985, 14 (1), 3-31.
- [5] Cai, H. B., H. M. Fang, and L. X. Xu, “Eat, Drink, Firms and Governments: An Investigation of Corruption from Entertainment Expenditures in Chinese Firms”, *Journal of Law and Economics*, 2011, 54 (1), 55-78.
- [6] Cai, Y., and M. Sevilir, “Board Connections and M&A Transactions”, *Journal of Finance & Economics*, 2012, 103 (2), 327-349.
- [7] Cheung, Y. L., P. R. Rau, and A. Stouraitis, “How Much Do Firms Pay as Bribes and What Benefits Do They Get? Evidence from Corruption Cases Worldwide”, *National Bureau of Economic Research*, 2012, 137 (3366), 442-512.
- [8] Chen, C. J., Z. Li, X. Su, and Z. Sun, “Rent-seeking Incentives, Corporate Political Connections, and The Control Structure of Private Firms: Chinese Evidence”, *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17 (2), 229-243.
- [9] Faccio, M. “Politically Connected Firms”, *American Economic Review*, 2006, 96 (1), 369-386.
- [10] Fan, J. P. H., F. Guan, Z. Li, and Y. G. Yang, “Relationship Networks and Earnings Informativeness: Evidence from Corruption Cases”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 2014, 41,

- 831-866.
- [11] Fan, J. P. H., M. O. Rui, and M. Zhao, "Rent Seeking and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases", *Working Paper*, The Chinese University of Hong Kong, 2006.
- [12] Fan, J. P. H., O. M. Rui, and M. Zhao, "Public Governance and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases", *Journal of Comparative Economics*, 2008, 36 (3), 343-364.
- [13] Firth, M., C. Lin, P. Liu, and S. M. L. Wong, "Inside the Black Box: Bank Credit Allocation in China's Private Sector", *Journal of Banking Finance*, 2009, 33 (6), 1144-1155.
- [14] Fuller, K., J. Netter, and M. Stegemoller, "What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions", *Journal of Finance*, 2010, 57 (4), 1763-1793.
- [15] 黄玖立、李坤望, "吃喝、腐败与企业订单", 《经济研究》, 2013年第6期, 第71—84页。
- [16] Ishii, J., and Y. Xuan, "Acquirer-Target Social Ties and Merger Outcomes", *Journal of Finance & Economics*, 2014, 112 (3), 344-363.
- [17] 金字超、靳庆鲁、宣扬, "'不作为'或'急于表现':企业投资中的政治动机", 《经济研究》, 2016年第10期, 第126—139页。
- [18] Julio, B., and Y. Yook, "Policy Uncertainty, Irreversibility, and Cross-Border Flows of Capital", *Journal of International Economics*, 2013, 103, 13-26.
- [19] Johnson, S., and T. Mitton, "Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia", *Journal of Finance & Economics*, 2003, 67, 351-382.
- [20] Karpoff, J. M., D. S. Lee, and G. S. Martin, "Bribery: Business As Usual?", *Working Paper*, University of Washington, 2010.
- [21] Khwaja, A., and A. Mian, "Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market", *Quarterly Journal of Economics*, 2005, 4 (4), 1371-1411.
- [22] 李捷瑜、黄宇丰, "转型经济中的贿赂与企业增长", 《经济学》(季刊), 2010年第9卷第4期, 第283—300页。
- [23] Li, H., L. Meng, Q. Wang, and L. Zhou, "Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms", *Journal of Development Economics*, 2008, 87 (2), 283-299.
- [24] Liu, Q., J. Tang, and G. G. Tian, "Does Political Capital Create Value in the IPO Market? Evidence from China", *Journal of Corporate Finance*, 2013, 23, 395-413.
- [25] 龙小宁、黄小勇, "公平竞争与投资增长", 《经济研究》, 2016年第7期, 第147—157页。
- [26] Masulis, R. W., C. Wang, and F. Xie, "Corporate Governance and Acquirer Returns", *Journal of Finance*, 2007, 62 (4), 1851-1899.
- [27] Malmendier, U., and G. Tate., "Who Makes Acquisitions? CEO Over-confidence and the Market's Reaction", *Journal of Finance & Economics*, 2008, 89 (1), 20-43.
- [28] Mauro, P., "Corruption and Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 1995, 2 (4), 110-113.
- [29] Meon, P. G., and K. Sekkat, "Does Corruption Grease or Sand the Wheels of Growth?", *Public Choice*, 2005, 122 (1), 69-97.
- [30] Moeller, S., F. Schlingemann, and R. Stulz, "Firm Size and the Gains from Acquisition", *Journal of Financial Economics*, 2004, 73 (2), 201-228.
- [31] 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, 第43—54页。
- [32] Piotroski, J. D., and T. Zhang, "Politicians and the IPO Decision: The Impact of Impending Political Promotions on IPO Activity in China", *Journal of Finance & Economics*, 2014, 111 (1), 111-136.

- [33] 申宇、赵静梅,“吃喝费用的‘得’与‘失’——基于上市公司投融资效率的研究”,《金融研究》,2016年第3期,第140—156页。
- [34] 王茂斌、孔东民,“反腐败与中国公司治理优化:一个准自然实验”,《金融研究》,2016年第8期,第159—174页。
- [35] 王贤彬、黄亮雄、董一军,“反腐败的投资效应——基于地区与企业双重维度的实证分析”,《金融研究》,2017年第9期,第67—82页。
- [36] 吴一平、苗萌,“地区腐败、市场化与中国经济增长”,《管理世界》,2010年第11期,第10—17+27页。
- [37] 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——来自市委书记更替的证据”,《管理世界》,2013年第5期,第116—130页。
- [38] 钟覃琳、陆正飞、袁淳,“反腐败、企业绩效及其渠道效应——基于中共十八大的反腐建设的研究”,《金融研究》,2016年第9期,第161—176页。

The Fighting Corruption and Building a Clean Government Movement, Political Connections and Enterprise M&As

MAOHUA XIE* JIAO WANG TIEXIN LIU NUO SHI
(Inner Mongolia University)

Abstract Taking the fighting corruption and building a clean government movement as an exogenous shock, this research adopts the Differences-in-Differences method to examine the impact of political connections on Mergers and Acquisitions (M&As). In terms of M&A decision making and performance, politically affiliated firms are more likely to conduct M&A transactions, are easier to acquire local or state-owned M&A targets, pay a lower premium and have a better M&A performance before anti-corruption movement. However, after anti-corruption movement, the related firms lose the above “superiority” and their M&A performance has plummeted more significantly. The conclusion enriches the literature on anti-corruption and has reference significance for establishing the healthy relationship between government and enterprises.

Keywords rent-seeking, government intervention, fair play

JEL Classification G14, M41, O12

* Corresponding Author: Maohua Xie, School of Economics and Management, Inner Mongolia University, No. 235, West University Road, Saihan District, Hohhot City, Inner Mongolia, 010021, China; Tel: 86-471-4992478; E-mail: nmgxiemaohua@sina.com.