

企业高管的跨组织任职与并购决策

——基于行业协会的视角

罗劲博

(江西财经大学 会计学院, 江西 南昌 330013)

摘要: 由于我国上市公司并购中存在信息不对称性和制度管制等问题,导致虚假并购、忽悠式并购及花式并购现象频出。文章利用手工搜集的高管在协会类组织担任职务的数据,检验了高管的跨组织任职对企业并购决策的影响。研究发现,高管在协会类的跨组织中任职能够显著提升并购成功概率,扩大并购规模,该影响在民营企业和高融资约束企业中更加显著。拓展性检验显示,高管在协会的跨组织任职对并购概率和规模的影响仅在国家级协会和省级协会中显著,且并购后公司业绩、市场回报及企业价值均显著提高,而高管的市级协会任职则并不显著。研究表明,高管在行业协会建立的社会网络对企业并购具有正面的促进作用,这为强化上市公司的并购行为监管、改进和加强对社会组织的管理提供了参考。

关键词: 企业并购;跨组织;行业协会;企业产权;融资约束;M&A

中图分类号: F812.42 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2020)01-0085-15

一、引言

并购是公司非常重要的财务决策活动,并购成功与否直接影响公司价值或股东财富。由于我国企业并购的市场化程度低(刘峰和涂国前,2016),并购中的政府管制和干预特征尤为突出(方军雄,2008;潘红波和余明桂,2011;姜付秀等,2015),导致上市公司并购决策中的虚假并购、忽悠式并购及花式并购现象频频出现,并购后“踩雷”和“暴雷”等现象也比比皆是,成为阻碍并购市场健康发展的“毒瘤”。高管作为并购战略的核心决策者与实施者,其一言一行和一举一动是决定并购成败的关键因素(扈文秀等,2016)。已有研究认为并购中主并公司高管的社会网络(万良勇和郑小玲2014;万良勇和胡璟,2014)、连锁董事(陈仕华等,2013;韩洁等,2014;田高良等,2013)、高管的政治关联(张雯等,2013)等都会影响并购决策。除此之外,高管在各类行业协会兼任职务的现象也较为普遍,大约25%上市公司的高管(包括各种类型)在行业协会中担任职务(Liu等,2016),即存在明显的跨组织任职现象。李峰(2016)发现在“一带一路”倡议下,行业协会将在帮助企业应对多边经贸关系的不确定性、预警海外投资风险以及在国际经济博弈中保护我国行业公共利益等方面发挥着不可替代的作用。因此,高管在协会跨组织任职将

收稿日期:2019-09-06

基金项目:国家自然科学基金项目“高管的协会任职与企业并购决策:影响、机理与经济后果”(71762014);江西省教育厅科技项目“企业的社会责任之谜与税收规避:影响、机理和经济后果”(GJJ180258);江西省高校人文社科重点研究基地项目“严监管背景下企业商誉形成的机理与经济后果:理论与实证”(JD19027)。

作者简介:罗劲博(1973—),男,陕西陇县人,江西财经大学会计学院副教授,会计学博士。

使企业构建特殊的社会关系网络,有助于克服主并方与目标企业之间的信息不对称,从而提高目标企业被有效识别的效率(陈仕华等,2013;田高良等,2013)。

近年来,证券监管机构提出了公司并购要以产业逻辑为主线,并购决策要聚焦于公司主业,以及加快对产能过剩行业的兼并重组和产能出清等指导意见。2010年9月6日国务院发布了《国务院关于促进企业兼并重组的意见》,提出各类行业协会要贯彻落实文件精神,促进企业兼并重组;2014年3月24日国务院颁布了《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发〔2014〕14号),要求“进一步完善企业兼并重组公共信息服务平台,拓宽信息交流渠道,发挥行业协会在企业兼并重组中的重要作用”,进而充分发挥行业协会在促进兼并企业和被兼并企业交流与沟通方面的作用。例如,在南方水泥、中联水泥、北方水泥等公司的并购中,中国水泥协会就发挥了重要作用;2015年6月30日,工业和信息化部在北京召开的婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作会上也提出:“行业协会要为婴幼儿配方乳粉企业的兼并重组与发展提供服务,及时反映企业诉求”。这意味着协会正在或即将成为我国产业转型背景下,加快企业并购重组战略落地生根的重要角色,因而,企业高管在协会的跨组织任职必然会对企业的并购决策产生实质性影响。

基于企业的并购决策视角,本文以我国A股市场2004—2016年的上市公司为研究对象,利用手工收集的上市公司的董监高等高管在协会的跨组织担任职务数据,分析了企业高管的协会跨组织任职对并购成功概率和规模的影响。研究发现:公司高管在协会的跨组织任职可显著提高并购成功概率,扩大并购规模,且该影响在民营企业和高融资约束企业中更加显著。进一步检验显示:高管在协会的跨组织任职对并购概率和规模的影响仅在国家级和省级协会中显著,而在市级协会中并不显著。此外,高管在协会的跨组织任职能显著提高并购后的公司业绩、市场回报和企业价值。

本文可能的贡献体现在以下几方面:(1)已有文献认为公司连锁董事和高管的社会阅历、社会网络、政治关联、银企关联等背景因素是影响并购的重要因素(陈仕华等,2013;韩洁等,2014;田高良等,2013;张雯等,2013),本文就高管在协会的跨组织任职对并购影响的研究,不仅丰富了企业并购决策的影响因素领域的文献,也为解决并购中的信息不对称性提供了新的经验证据。(2)本文将社会学、公共管理学的议题与财务、会计进行了学科交叉研究,不但丰富了会计、公司财务等领域的研究对象和研究主题,而且也深化和拓展了高管的背景特征对公司财务决策影响的研究,并为深入挖掘高管的社会网络研究提供了新的视角和解释。(3)本文具有较强的政策意义和应用价值。在我国忽悠式并购、虚假并购等乱象频发的情况下,本研究将为监管部门识别并购行为背后的非正式制度因素,提高上市公司的并购监管质量提供政策借鉴;同时,也为社会组织管理部门认识和评价协会的功能、改进和加强对社会组织的管理提供参考。

二、理论分析与研究假设

(一)理论框架

我国企业并购交易中存在的严重信息不对称性现象比较普遍,导致并购交易成本巨大。公司高管在协会的跨组织任职有助于公司及高管自身获得更多的同行企业及监管部门的信息,为企业创造信息共享和面对面接触的平台(吴军民,2005)。现实中,企业的并购尤其是大量的

民营企业面临严厉的政策“玻璃门”与隐形制度壁垒,并购过程中该类企业高管在协会的跨组织任职有助于利用其社会资本和与政府沟通、斡旋的优势,减弱并购实施中来自政府的干预。同时,并购中企业的融资约束也是一个无法回避的焦点问题。高管在协会的跨组织任职传递出企业品质优良的信号,改变了企业的成本结构与市场的信息结构,有助于信贷机构甄别企业的优劣(杨育敏等,2009)。因而企业高管在协会的跨组织任职身份和角色有利于并购企业更方便地与信贷机构沟通,降低其对企业违约的担心和顾虑,进而缓解并购中的融资约束。尽管如此,由于不同行政级别的协会所接触的信息渠道和人群特征差异较大,行政级别越高的协会所掌握的资源、政策和信息越丰富,这些因素可能会对并购产生不同影响。此外,虽然高管的协会跨组织任职显著增大了并购交易完成的概率和规模,但只有并购完成后的业绩达到预期,才能够实现并购的协同效应。本文正是基于上述逻辑框架而展开研究的。

(二) 高管在协会的跨组织任职与企业并购

哪一类公司更容易成为上市公司的理想并购标的,长期以来都是证券投资理论与实务研究的重要话题。张金鑫等(2012)发现业绩越差、偿债能力越差、大股东持股比例越小、公司规模越大、公司运营能力越低、无形资产比例和流通股比例越大的公司,其控制权被转移的概率越大,很显然这不利于并购协同效应的实现。在我国企业并购实务中,跨界并购、清壳式并购等呈现出高发态势,由于并购市场中的被并购方多是非上市公司,该类企业的财务报表并没有被要求强制性审计,导致企业基本面信息的可靠性难以保证,使得并购方的前期调研成本显著增加(巫岑和唐清泉,2016),进一步造成了并购交易面临较大的不确定性,即使并购顺利实现并为目标公司股东带来溢价补偿,也未必会给并购公司的股东创造价值(Sirower, 1997; 张新, 2003; 陈仕华等, 2013; 万良勇和胡璟, 2014)。以上问题主要是由于并购信息不对称性的存在,使得主并方不能彻底了解目标企业的真实状况,导致了对目标企业的选择出现误判(张建红和周朝鸿, 2010)。不仅如此,企业并购中的政府有形之手也会影响企业并购的实施。现实中,目标企业的地方政府可能会以并购不符合相关地方政府的产业集群、产业优化政策以及影响了地方财政收入的完成等理由而对并购申请进行否决(潘红波和余明桂, 2011; 王凤荣等, 2011)。此外,市场分割和政府干预也会导致并购阻力较大,宋渊洋和黄礼伟(2014)发现地区制度环境差、地区之间的制度距离大和市场分割严重等是企业在国内跨地区经营面临的重大障碍,有些地区的市场分割效应甚至比欧盟国家之间的市场分割效应更严重(Poncet, 2003),很显然,这些因素显著提高了企业并购的成本,甚至成为影响并购完成的重大障碍。

高管在协会跨组织任职具有突出的信息优势,由于其处在并购企业与目标企业信息交流的“结构洞”位置(Burt, 1995),有利于主并双方企业成为“内群体”,而且其共属和认同特征会引起个体对同群体内其他成员的信任、正面评价与合作(王清和王洋洋, 2018),使得主并公司更加迅速地获取并购信息和机会,从而缓解彼此的信息不对称(万良勇和郑小玲, 2014; 李培馨等, 2013),并为未来并购的协同效应提供合理保证(Schonlau和Singh, 2009)。与此同时,高管在协会的跨组织任职具有显著的信号显示效应,有助于将其与“劣质”企业相区别(杨育敏等, 2000)。首先,其可向目标企业传递出并购方质量良好的信号,降低目标企业的抵触和怀疑心理,减少目标企业的信息搜寻成本;其次,不同于其他社会组织,由于行业协会能够对行业的市场前景和发展态势等作出更具前瞻性的判断,帮助并购企业更加准确地识别和预测目标企业的资产、利润、现金流的真实状况,避免主并企业仅靠自己判断而掉入并购陷阱;再次,如果

企业并购决策中通过行业协会牵线搭桥,有利于增强双方的管理层和员工在短期内的熟悉程度,从而产生更强的认同感,降低目标企业管理层和关键员工的抵制情绪,加快并购后的资源整合(李曜和宋贺,2017)。这些因素都有助于提高并购成功概率,扩大并购规模。

企业并购中的营商环境也是制约并购交易能否达成的重要因素,因为营商环境的优劣会显著影响企业的生产经营行为和发展战略决策(刘军和付建栋,2019)。针对并购企业,高管的协会跨组织任职可以充分利用自身拥有的信息和沟通优势,或者利用同类协会的组织影响力,缩小并购中的某些潜规则和亚文化等不良影响,规避营商环境的不良因素对并购的阻碍。同时,高管在协会跨组织任职有助于其以特殊的身份“游说”政府及官员(甘思德和邓国胜,2012),实现其与并购双方企业所在地政府的良好沟通,减少政府对并购企业的干预(方军雄,2008;潘红波和余明桂,2011;姜付秀等,2015),从而提高目标企业、双方企业所在地官员、并购企业三方之间的信任程度(刘春等,2015)。此外,高管的协会跨组织任职所具有的社会资本有助于减少并购双方签约和履约过程中的高管机会主义行为及道德风险,在增大企业并购成功概率的同时,也为并购更大规模的资产提供保障。基于以上分析,本文提出如下假设:

H1a: 其他条件不变,公司高管在协会的跨组织任职会显著提升主并企业并购成功的概率。

H1b: 其他条件不变,公司高管在协会的跨组织任职会显著扩大主并企业的并购规模。

(三) 高管在协会的跨组织任职、产权性质与企业并购

行业协会对企业并购的影响与企业产权密切相关。不同于市场化经营特征明显的民营企业,国有企业的大股东是政府及其控股企业,其并购重组行为的最终决策者为所属政府机构,国企高管在企业并购决策中并不具有决定权。在国企实施并购时,国有资产的保值与增值任务是企业坚决不能触及的红线和底线,不可否认,国企借助并购可能也会实现规模的扩大和业绩的飞跃,但如果决策不慎导致并购失败,致使国有资产流失,高管则会面临巨大的政治和职业安全风险。因而,天然具有风险规避偏好的国企高管将会主动减少企业的并购。当然,如果国有企业要实施并购,不是完全依靠市场化的无形之手,更多的是需要获得政府有形之手的正式表决,这导致行业协会等组织对国企并购的影响有限,进一步说明国企高管在协会的跨组织任职可能仅具有形式上的象征意义。

由于民营企业的并购具有典型的市场化特征。相比国企,民企高管在协会担任职务,有助于提升企业并购成功率和扩大并购规模。首先,目标企业所在地政府的“干扰和阻挠”是民营企业并购中的巨大障碍,高管的协会跨组织任职有助于企业通过行业协会与目标企业所在的地方政府进行沟通、斡旋,发挥行业协会的专业知识、行业导向等方面的作用。例如,其可以从专业和中立的角度,向当地政府讲述并购成功带来的就业、地方税收和GDP增加等有益之处,帮助并购企业与当地政府寻找双方利益最大化的契合点。其次,并购企业借助行业协会系统内部的信息分享、交流功能,特别是一些正常途径无法获取的“软信息”,使其在较短时间内掌握目标企业的真实信息,降低并购标的选择失败的概率。再次,如果并购企业要通过协会的“牵线搭桥”,那么双方企业必然要遵守协会规定,其中的声誉机制将会对并购企业的违约带来震慑效应,从而增强目标企业的安全感和信心。最后,由于我国不少地区企业的营商环境较差,使得企业并购行为具有较大的政策和制度上的不确定性,尤其是主并企业与目标企业在并购方案的洽谈、资产交割甚至并购整合中各环节面临较大不确定性,如果通过协会的斡旋和帮助,发挥其所具有的信息交流、声誉机制的优势,以及其与地方政府在沟通等方面的独特作用,从而提高并购的成功率,扩大并购规模。基于以上分析,提出如下假设:

H2a: 相对于国有企业, 民营企业高管在协会跨组织任职与主并企业并购成功概率的正相关性更高。

H2b: 相对于国有企业, 民营企业高管在协会跨组织任职与主并企业并购规模的正相关性更高。

(四) 高管的跨组织任职、融资约束与企业并购

企业的并购决策受到融资约束的显著影响, 较高的外部融资成本、有限的并购融资数量等都会成为并购的绊脚石 (Fazzari等, 1988; Almeida和Campello, 2010)。罗劲博和李小荣 (2019) 发现高管的协会任职将有助于企业获得较多的政府补助、银行贷款和较低的税收负担, 从而有助于增强企业的资源汲取能力。由于企业并购所需资金数量庞大, 并购实施会对企业流动性产生明显的挤出效应, 其对并购中的融资约束较严重的企业的负面影响会更大。首先, 高管在协会任职使其拥有较多的社会资本 (吴军民, 2005), 而且企业高管在较高层级的协会任职时, 能够获得“政治企业家”与“社会活动家”所承载的更多社会资本 (Van Waarden, 1992), 从而有助于增强企业的融资优势。Liu等 (2016) 与罗劲博 (2016) 发现, 公司高管因进入行业协会而获得的“红顶商人”身份会显著增加企业的商业信用, 并且其“红顶商人”身份的级别越高, 获得的商业信用越高, 有助于缓解企业的融资约束; 反之, 企业并购中自有资金不足可能导致并购机会的丧失 (谢纪刚和赵立彬, 2014)。其次, 行业协会作为传递企业品质的一种信号, 其会改变企业的成本结构与市场的信息结构, 进而有助于信贷机构甄别企业的优劣 (杨育敏等, 2009), 而高管在协会跨组织任职的特殊身份和角色有利于并购企业更方便地与银行等信贷机构沟通, 降低其对企业违约的担心和顾虑, 增加并购企业的融资额度和融资来源。此外, 当企业进行债务融资时, 高管在协会跨组织任职所获得的社会资本能够帮助并购企业获得更多的担保资源和更高级别的金融机构的支持 (戴亦一等, 2009); 或者企业在进行权益融资时, 使得并购企业更容易与中介机构、监管机构沟通, 增加并购权益融资的成功率, 缓解企业并购的高融资约束, 最终提高企业并购成功的概率, 扩大并购规模。基于以上分析, 提出如下假设:

H3a: 相对于低融资约束企业, 高融资约束企业高管在协会跨组织任职与主并企业成功并购概率的正相关性更显著。

H3b: 相对于低融资约束企业, 高融资约束企业高管在协会跨组织任职与主并企业的并购规模的正相关性更显著。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以2004-2016年非金融行业发生且完成的全部并购事件作为研究的初始样本^①, 并按如下标准进行筛选: (1) 删除ST、PT公司的样本; (2) 删除金融或证券类公司的样本; (3) 删除资产负债率大于1或小于0的公司; (4) 删除发行B股、H股、中小板的上市公司; (5) 删除已经退市或上市时间小于3年的公司; (6) 删除研究中所需关键数据缺失的样本; (7) 删除企业集团内部的并购和具有明确关联方特征的企业间并购。

高管在协会的跨组织任职数据来自CSMAR数据库高管简历库。首先, 我们通过阅读和整理获得数据的过程为: 如果公司的董监高等核心高管当年在市、省、国家级的行业协会担任秘

^①之所以从2003年开始, 是因为我国高管的个人简历信息从2003年才开始完整披露, 并且从2004年开始, 我国的上市公司并购披露的数据才相对完整和可靠。

书长或副秘书长、理事长(主席)、副理事长(副主席)、理事或执行理事等职务时,认为该企业存在协会跨组织任职现象,并将主要高管简历中的信息缺失的样本,通过Wind数据库的高管简历、巨潮资讯等媒体,或者进一步通过翻阅特定公司的年报来补充。其次,通过检索新浪财经的公司高管简历信息,发现我国行业协会的称呼较为杂乱,本文统一将在其他协会,如××促进会、××联合会、××校友会、××基金会、××联盟等无明显行业属性的社会组织担任职务的高管也界定为企业高管在协会跨组织任职,因为此类机构也可能间接为并购决策提供重要的“软信息”。最后,利用主并企业的名称与具有同样名称的企业财务数据进行匹配,企业的财务报表数据全部来自CSMAR数据库,企业的产权性质数据来自Wind数据库的企业实际控制人,如果企业实际控制人为地方政府或相应的国有资产管理委员会,定义为国有企业,否则为民营企业,并将其和CCER数据库中的企业产权性质进行比对,删除彼此不一致的样本。通过严格而详细的样本筛选,最终获得有效观测值1451个,在实证检验过程中使用Stata15.0统计软件。

(二)模型设计与主要变量定义

本文首先建立回归模型(1)来检验假设1。

$$MA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Dum_Protie_{i,t} + \alpha_i \sum Control_{i,t} + \alpha_j \sum Year + \alpha_k \sum Industry + \mu_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)的主要解释变量为高管在协会跨组织任职(Dum_Protie),借鉴Liu等(2016)、罗劲博(2016)的做法,如果企业高管在行业协会、商会、联合会、论坛等组织担任职务,哑变量(Dum_Ma)赋值为1,否则为0。被解释变量(MA)分别为主并企业成功并购的概率、并购规模,本文借鉴李增泉等(2005)、李善民和朱滔(2006)以及王砚羽等(2014)的做法,将企业通过资产收购、股权收购、吸收合并和要约收购获取标的公司的财产权和控制权而实现公司快速发展的扩张行为称为并购,并且剔除重组类型为资产剥离、资产置换、债务重组、股份回购、股权转让等并购类型。本文借鉴了姜付秀等(2009)、陈仕华等(2015)、赖黎等(2017)的做法,并购的金额(MA_Value)利用并购总资产的对数来表示。控制变量分别参考了陈仕华和卢昌崇(2014)、唐建新和陈冬(2010)、王化成等(2010)、潘红波和余明桂(2011)、陈仕华等(2013)等学者的做法,控制了公司规模($Size$)、资产负债率(Lev)、公司的净资产利润率(Roa)、销售增长率($Salgrow$)、经营活动现金流($Opcash$)、总经理和董事长两职兼任($Dual$)、流动比率($Quic_ration$)、有形资产比例($Fixaset$)、销售费用率($Sale_fee$)、公司当年是否亏损(Dum_loss)、第一和第二大股东总的持股比例($Top1_2$);控制了年度虚拟变量($\sum Year$)、行业虚拟变量($\sum Industry$),在回归时使用Cluster修正方法控制了同一样本不同年度观测值之间截面相关可能带来的时间效应问题。模型(1)的回归中,如果 α_1 大于零,说明公司高管在协会的跨组织任职显著提升了主并企业并购成功的概率,扩大了并购规模。

为了检验假设2,本文设计了模型(2)。

$$MA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Dum_Protie_{i,t} + \beta_2 SOE_{i,t} + \beta_3 Dum_Protie_{i,t} SOE_{i,t} + \beta_i \sum Control_{i,t} + \beta_j \sum Year + \beta_k \sum Industry + v_{i,t} \quad (2)$$

模型(2)是在模型(1)的基础上加入了企业产权这一调节变量,以进一步检验其是否受到企业产权性质(SOE)的调节效应的影响,如果 β_3 显著大于零,说明民营企业的高管会充分利用在协会跨组织任职的优势而提升主并企业并购成功的概率,扩大了并购规模。

为了检验假设3,构建以下模型:

$$MA_{i,t+1} = \lambda_0 + \lambda_1 Dum_Protie_{i,t} + \lambda_2 Fc_{i,t} + \lambda_3 Dum_Protie_{i,t} \times Fc_{i,t} + \lambda_i \sum Control_{i,t} + \lambda_j \sum Year + \lambda_k \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型(3)是在模型(1)的基础上,增加了企业的融资约束(FC)变量,该变量基于经典的公司金融理论中的Fazzari等(1988)的做法,采用KZ指数来表示,该值越大说明融资约束越严重,以检验高管在协会的跨组织任职与并购决策间的关系在高融资约束企业是否更加显著,由此说明企业利用行业协会是否缓解其在并购实施中的融资约束问题,从而证明假设3的成立。如果 λ_3 显著大于零,说明高管在协会的跨组织任职会减缓并购中的企业融资约束,提升主并企业并购的成功概率,扩大并购规模。本文的变量定义如表1所示。

表1 变量及其定义

变量描述	变量符号	定义
并购发生	Dum_Ma	如果样本企业发生并购,赋值为1,否则为0
并购金额	Ma_Value	并购资产总额的对数
并购的财务效应	CAR(-7,7)	并购宣告前后15天以市场模型法计算的股票累积非正常回报
公司的托宾	Tobin	(公司的市值+公司负债)/公司的总资产
高管在协会的跨组织任职	Dum_protie	如果公司的董监高三类高管曾经在行业协会担任正副秘书长、理事长、会长、执行理事等职务,赋值为1,否则为0
公司规模	Size	公司资产总额的对数
融资约束	FC	采用KZ指数,具体为: $-8.971 \times \text{现金存量}/\text{总资产} - 13.874 \times \text{现金流}/\text{总资产} - 3.712 \times \text{现金股利}/\text{总资产} + 5.601 \times \text{资产负债率} + 0.828 \times \text{Tobin } Q$
公司负债	Lev	公司的负债总额与总资产之比
账面市值比	MB	公司的价值与总资产之比
资产收益率	Roa	公司的净利润与总资产之比
销售增长	Salgrow	公司的主营业务收入的变化率
经营活动现金流	Opcash	公司的年末经营活动现金流量的净额
流动比率	Quic_ration	公司的流动负债与流动资产之比
公司是否亏损	Dum_loss	如果公司亏损赋值为1,否则为0
有形资产比率	Fixaset	公司的固定资产净额与总资产的比率
销售费用率	Sale_fee	公司的销售费用与主营业务收入之比
董事长与总经理两职兼任	Dual	如果董事长与总经理的职务由一人担任,赋值为1,否则为0
第一、第二大股东持股比	Top1_2	第一、第二大股东的持股数量之和与公司流通股的比例
公司产权性质	SOE	如果企业的实际控制人为个人或家族,赋值为1,否则为0
公司的年龄	Age	公司当年和上市年份之间的年份之差
CEO的学历	CEO_edu	公司的CEO的学历水平,博士赋值为5,硕士为4,本科为3,中专为2,其他为1
CEO的性别	CEO_gender	公司的CEO如果为男性,赋值为1,否则为0

(三) 单变量检验

表2是本文主要变量的单变量检验结果。从表2可以看出,高管在协会的跨组织任职企业并购成功概率的均值(Dum_Ma)为0.321,而高管未跨组织任职企业的均值为0.149;高管跨组织任职企业组别的并购规模均值(Ma_value)为6.024,其他组别企业为1.928,二者的差异在10%的水平上显著。此外,高管的协会跨组织任职的并购市场回报为0.056,而其余样本为0.021且差异在10%的水平上显著;相应的企业价值(Tobin)的均值为8.167,其余样本为2.586且差异在1%的水平上高度显著。以上单变量检验表明,高管的协会跨组织任职企业在成功并购的概率、并购规模、并购业绩和企业价值等方面具有更好的表现。当然,更具说服力的结论则需要进一步的多元回归分析。

表2 核心测试变量的多变量检验

变量	有行业协会任职		无行业协会任职		差异 T值
	观测量	均值	观测量	均值	
Dum_Ma	363	0.321	1 088	0.149	2.506***
Ma_Value	363	6.024	1 088	1.928	1.937*
Fc	363	3.961	1 088	1.478	0.876
Roa	363	0.712	1 088	0.265	2.515***
CAR(-7,7)	363	0.056	1 088	0.021	1.724*
Tobin	363	8.167	1 088	2.586	2.631***

四、实证结果

(一) 高管在协会的跨组织任职与企业并购的回归分析

表3为高管在协会的跨组织任职对企业并购成功概率、并购规模的回归结果。结果显示,第(2)列与第(3)列的高管跨组织任职(*Dum_Protie*)的回归系数为0.247($Z=2.22$)与0.149($T=2.230$),说明企业高管在协会的跨组织任职提升了企业成功并购的概率,扩大了并购规模。进一步分析发现,公司规模(*Size*)的回归系数显著为正,说明企业的并购需要自身具有一定的规模作为基础;公司的销售增长(*Salegrow*)的回归系数显著为正,表明企业自身的发展潜力是实现理性企业并购的内在动机;公司治理的两个变量,即董事长和总经理两职兼任(*Dual*)与第一和第二大股东持股比例(*Top1_2*)的回归系数都显著为负,假设1得到支持。

以上结果也说明当并购企业的高管在协会跨组织任职时,其处于并购企业与目标企业的信息交流的“结构洞”位置(Burt, 1995),而该位置有助于公司更加迅速地获取并购信息和并购机会,进而缓解网络成员的信息不对称,发挥其甄别和约束网络成员行为的作用(万良勇和郑小玲, 2014; 李培馨等, 2013),并对未来并购的协同效应的实现提供了可靠保证(Schonlau和Singh, 2009)。此外,高管在协会的跨组织任职使并购企业与政府官员更容易沟通和交流,尤其当并购企业高管以其协会管理者的身份进行斡旋时,更有可能提高目标公司、政府官员、并购企业三方之间的信任度(刘春等, 2015)。

(二) 高管在协会的跨组织任职、产权性质与并购决策

表4检验了高管在协会的跨组织任职对企业并购成功概率和并购规模的影响是否受到企业产权性质影响。表4显示,第(2)列与第(3)列的 $SOE \times Dum_protie$ 交互项的回归系数分别为0.037($Z=2.109$)和0.042($T=1.943$),说明相对于国有企业,民营企业的高管在协会的跨组织任职不但提升了并购成功的概率,而且扩大了并购规模。其原因可能是国有企业的并购必须获得主

表3 高管在协会的跨组织任职的回归结果

变量	Dum_Ma	MA_value
Dum_Protie	0.247*(2.220)	0.149*(2.230)
Size	0.021*** (2.350)	0.013*** (2.388)
Lev	0.767*** (2.083)	0.486** (2.137)
MB	0.069* (1.815)	0.041* (1.917)
Roa	0.442*** (2.374)	0.295*** (2.415)
Salgrow	0.097* (1.854)	0.059* (1.851)
Opcash	0.431 (0.212)	0.257 (0.204)
Dum_loss	-0.196*** (-2.462)	-0.113*** (-2.438)
Quic_ration	0.043 (0.857)	0.026 (0.830)
Fixaset	0.048** (2.052)	0.045** (2.086)
Manag_fee	-0.182 (-1.283)	-0.109 (-1.621)
Dual	-0.446** (-1.966)	-0.268* (-1.937)
Top1_2	-0.012* (-1.902)	-0.074* (-1.880)
Constant	-0.247 (-1.396)	-0.152 (-1.419)
行业、年度	控制	控制
Pseudo(Adj)R ²	11.99	12.05
Observations	1451	1451
F		17.63

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,回归中所使用的连续变量均经过上下1%的Winsorize处理,下同。

管政府部门的“批准”，使得并购的市场化属性较弱，导致高管在协会的跨组织任职的影响力极为有限，而民营企业可以借助行业协会的平台来解决并购标的信息不对称与制度壁垒等问题。由于高管在协会的跨组织任职能够挖掘足够的隐形信息与“软信息”，减少对目标企业价值误判的概率，而且高管在协会的跨组织任职给并购企业带来丰富的社会网络资源，使得主并企业获得丰富的目标企业信息，并依靠协会便捷地与目标企业、政府、监管机构进行交流，破除并购中的政策壁垒和隐形障碍（刘春等，2015）。因此，民营企业高管可以借助行业协会这一平台，有效解决并购标的选择的不确定性，提高了并购的成功率，扩大了并购规模，假设2得到支持。

（三）高管在协会的跨组织任职、融资约束与并购决策

虽然对并购标的识别尤为关键，但并购能否最终实现，往往与主并企业的融资约束有很大关系。表5进一步检验了高管在协会的跨组织任职对并购行为的影响是否与企业的融资约束有关。从表5可以看出，第（2）列融资约束（FC）的回归系数为负，表明融资约束越强的企业，并购成功概率越低，并购规模越小；其与高管跨组织任职（*Dum_protie*）的交互项 *Dum_protie*×*FC*的回归系数分别为0.433（ $Z=3.029$ ）和0.507（ $T=2.158$ ），假设3也得到支持。这意味着高管在协会的跨组织任职使其在并购融资过程中，可能有更多的机会与证券发行机构、监管机构接洽，同时协会任职所拥有的社会资本使得并购企业具有较佳的声誉机制，从而打消和解除部分标的企业的顾虑和担心，缓解并购信息的不对称问题。这说明虽然融资约束是并购实施的拦路虎，但高管在协会的跨组织任职可以显著缓解融资约束对并购企业产生的不利影响，同时高管在协会的跨组织任职能够传递出企业具有良好品质的信号，改变企业的成本结构与市场的信息结构，帮助信贷机构甄别

表4 高管在协会的跨组织任职、产权性质与并购决策

变量	Dum_Ma	Ma_value
Dum_protie	0.041 ^{**} (1.821)	0.219 ^{**} (2.175)
SOE	-0.016(-1.253)	-0.049(-1.491)
Dum_protie×SOE	0.037 ^{**} (2.109)	0.042 [*] (1.943)
Size	0.030 ^{***} (2.324)	0.048 ^{**} (2.275)
Lev	0.201 [*] (1.874)	0.108 [*] (1.946)
MB	0.294 ^{***} (2.569)	0.201 [*] (1.961)
Roa	0.971 ^{***} (2.583)	0.325 ^{**} (2.100)
Salgrow	0.139 ^{***} (2.376)	0.077 [*] (1.825)
Opcash	0.099(0.613)	0.098(1.079)
Dum_loss	-0.363(-0.384)	-0.099(-0.179)
Quic_ration	0.184 ^{**} (2.133)	0.014(0.137)
Fixaset	0.692 ^{***} (2.344)	0.201 ^{**} (2.124)
Sale_fee	-0.329(-1.370)	-0.114(-0.590)
Dual	-0.906 ^{***} (-2.867)	-0.775(-0.159)
Top1_2	-0.053 ^{***} (-2.471)	-0.033 [*] (-1.827)
Constant	-0.221 ^{***} (-2.517)	-0.199 ^{**} (-2.008)
行业、年度	控制	控制
Pseudo(Adj)R ²	0.153	0.137
Observations	1 451	1 451
F		12.03

表5 高管在协会的跨组织任职、融资约束与并购决策

变量	Dum_Ma	MA_value
Dum_protie	0.237 [*] (1.905)	0.267 ^{***} (2.331)
FC	-0.047(-1.206)	-0.052(-1.340)
FC×Dum_protie	0.433 ^{***} (3.029)	0.507 ^{**} (2.158)
Size	0.102 ^{**} (2.272)	0.018 [*] (1.971)
Lev	0.152 ^{**} (2.113)	0.621 ^{***} (2.448)
MB	0.009(0.032)	0.604 ^{**} (2.085)
Roa	0.194 [*] (1.833)	0.281(2.219)
Salgrow	0.349 ^{***} (2.469)	0.041 ^{***} (2.311)
Opcash	0.122(0.109)	0.015 [*] (2.194)
Dum_loss	-0.044(-0.067)	-0.072(-0.104)
Quic_ration	0.084(1.368)	0.049(0.300)
Fixaset	0.557 [*] (1.694)	0.148 ^{**} (2.184)
Sale_fee	-0.583 ^{**} (-2.158)	-0.769(-1.473)
Dual	-0.536 [*] (-1.795)	-0.639 ^{***} (-2.563)
Top1_2	-0.074 ^{***} (-1.801)	-0.020 [*] (-1.757)
Constant	-0.396 [*] (-1.901)	-0.444(-0.231)
行业、年度	控制	控制
Pseudo(Adj)R ²	0.136	0.164
Observations	1 451	1 451
F		14.69

企业的优劣(杨育敏, 2009)。此外, 高管在协会的跨组织任职的特殊身份和角色有利于并购企业更方便地与信贷机构沟通, 以提升并购成功概率, 扩大并购规模。

(四) 拓展性分析

1. 协会的异质性影响

由于我国的协会类组织具有横向的类别差异与纵向的层级差异, 高管在协会的跨组织任职的组织级别越高, 其所掌握的资源、政策与信息越丰富。具体而言, 我国的行业协会类组织有国家、省级和市县不同类型, 如带有“中国”字样的协会类组织, 其在资源调配、信息优势与与政府的谈判能力等方面显著强于不带该标识的协会, 企业高管在这类协会任职, 其所具有的优势将会比低级别的协会类组织更大(罗劲博, 2016; Liu等, 2016)。基于此, 我们按照高管任职的行业协会所属的行政级别进行了分组检验, 具体是分别按照高管在协会的跨组织任职的协会级别, 将其分为国家级、省级、市级三组进行检验(见表6)。从表6可以看出, 第(2)列到第(5)列的结果显示, 当高管在国家级协会与省级协会任职时, 其分别对应的解释变量*Dum_protie1*与*Dum_protie2*的回归系数都显著为正, 而其在市级协会任职的解释变量*Dum_protie3*的回归系数分别为0.041和0.225, 均不显著。这表明高管的跨组织任职的所属组织的级别差异影响并购的发生和并购的规模^①。换言之, 高管任职的协会级别越高, 其对并购发生和并购规模的影响越大。

表6 协会的异质性影响分析

变量	国家级协会		省级协会		市级协会	
	Dum_Ma	MA_value	Dum_Ma	MA_value	Dum_Ma	MA_value
Dum_protie1	0.283** (2.153)	0.406* (1.985)				
Dum_protie2			0.091** (1.843)	0.140* (1.928)		
Dum_protie3					0.041 (1.269)	0.225 (1.120)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	-0.240* (-1.864)	-0.171** (-2.105)	-0.129*** (-2.494)	-0.118* (-1.982)	-0.561*** (-3.302)	0.235 (1.370)
行业、年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Pseudo(Adj)R ²	0.137	0.163	0.151	0.139	0.152	0.170
Observations	1451	1451	1451	1451	1451	1451
F		20.08		17.65		12.294

2. 并购后的绩效

公司并购是一个较为漫长的过程, 完成并购并非意味着并购真正成功, 并购后的整合失败导致并购功亏一篑的比例高达70%。一些公司的股东在并购完成后最多只获取了少量的正收益, 甚至部分收购公司的股东收益显著为负(Jensen和Ruback, 1983; 张新, 2003; 李善民等, 2015), 原因是企业并购活动在某种程度上服务于经理人追求个人利益最大化而非企业价值最

^①对高管的协会跨组织任职按照国家级、省级和市级三个类型分组时, 我们统一使用虚拟变量的方式处理, 如企业高管在国家级协会跨组织任职时, 赋值为1, 否则为0; 在省级协会跨组织任职时, 赋值为1, 否则为0; 在市级协会跨组织任职时, 赋值为1, 否则为0。因而回归的观测值依然是1451, 对于同时在三个级别的行业协会任职的样本, 将其简化处理为在国家级协会任职。

大化的目标(Jensen, 1986; Stulz, 1990)。因而,当并购能带来巨大的个人利益时(如增加薪酬和权力、提高声誉和地位等),高管可能也会在股东利益受损的情况下实施并购(Shleifer和Vishny, 2003)。高管在协会的跨组织任职可以提高并购双方的信息透明度,并通过斡旋和谈判减少政府对并购的干预阻挠,加快企业并购的实施进度,降低并购后的整合成本,为并购后企业的业绩增长和协同效应的发挥奠定基础。表7检验了高管在协会的跨组织任职后并购企业的价值、企业业绩和市场回报的变化。具体而言,表7的因变量分别是并购后企业的价值(Tobin)、前后两年内并购企业资产利润率的变化(ΔRoa)、并购宣告完成后半个月内的累计市场异常回报CAR(-7, 7)。从表7可以看出,高管在协会的跨组织任职的回归系数分别为0.024、0.025、0.196,表明高管在协会的跨组织任职可以显著增加主并企业的价值与经营业绩,体现出明显的财富效应。

3. 稳健性测试

以上OLS回归模型依赖于诸多经典假设,即要求解释变量高管的协会跨组织任职是一个严格的外生变量且具有随机性特征,然而多数企业并购的发生可能受其他因素影响,使得本文主要结果可能存在遗漏变量问题,同时个别行业龙头企业的并购是通过完全市场化手段进行,并非依赖高管的协会跨组织任职,从而产生内生性问题。

首先,为了解决自选择问题,本文借鉴Rosenbaum和Rubin(1983)的研究,使用倾向得分匹配(PSM)法,将高管在协会的跨组织任职的样本作为处理组,并寻找那些高管虽未在协会跨组织任职但企业特征接近的匹配样本作为对照组。具体而言,第一,以高管是否是跨组织任职为因变量,采用Logit回归估计公司高管的协会跨组织任职概率得分;第二,根据概率得分值最为接近的组别,并使用最近邻匹配法对两组样本进行匹配;第三,采用匹配完成的样本验证,表8为采用倾向得分匹配法处理后的回归结果,从中可以发现高管的协会跨组织任职(Dum_protie)的回归系数显著为正,表明高管在协会的跨组织任职对企业并购成功的概率和并购规模的影响是稳健和可靠的。

其次,Liu等(2016)研究显示,公司高管的教育水平和性别是影响高管在协会跨组织任职的重要因素。行业协会作为连接政府与企业的重要桥梁和纽带,虽然是管理较为松散的非正式组织,不具备体制内组织所具有的较强号召力和权威性特征,但高学历高管的社会声誉相对较高,更有可能在协会跨组织任职,而且其在企业并购决策中的信息和咨询作用也更大。此外,高管在协会跨组织任职,需要耗费一定的本企业工作之外的时间来服务会员企业,与男性高管相比,大部分女性高管可能无法有效胜任该项兼职工作,使得女性高管在协会跨组织任职的比例不高,导致女性高管在企业并购中的作用较小。基于上述分析,我们选取了企业CEO作为关

表7 高管的跨组织任职对并购绩效的影响

变量	Tobin	ΔRoa	CAR(-7, 7)
Dum_protie	0.024*** (2.663)	0.025** (2.123)	0.196* (1.851)
控制变量	控制	控制	控制
Constant	-0.201*** (-2.822)	-0.096* (-1.989)	0.611 (1.351)
年度、行业	控制	控制	控制
Observations	1 451	1 451	1 451
Adj-R ²	0.151	0.174	0.339
F	22.21	27.31	13.363

表8 高管的跨组织任职与并购决策的PSM检验

变量	Dum_Ma	Ma_value
Dum_protie	0.247** (2.220)	0.149** (2.230)
控制变量	控制	控制
Constant	-0.247 (-1.396)	-0.152 (-1.419)
行业、年度	控制	控制
Pseudo(Adj)R ²	0.120	0.121
Observations	1 044	1 044
F		23.76

键高管的代理变量,并控制了CEO的学历水平和性别特征。为此,在模型(1)中加入了高管的学历(*CEO_edu*)、高管的性别(*CEO_gender*)两个控制变量,重新进行回归,结论依然成立。

最后,我国资本市场在2005–2006年之间曾经进行过股权分置改革,在此期间企业的控制权市场曾经发生较大变化,在此期间实施的很多并购是由于市场监管制度改革而发生的,并非市场化属性并购,因而将此期间的并购样本剔除后重新回归(见表9),结果显示,高管在协会的跨组织任职(*Dum_protie*)的回归系数依然显著为正,本文的核心假设得到强化。

表9 控制高管特征和市场特征的影响

变量	控制了CEO的教育和年龄		删除股权分置改革样本	
	Dum_Ma	MA_value	Dum_ma	MA_value
Dum_protie	0.213 ^{***} (2.550)	0.127 ^{***} (2.604)	0.215 [*] (1.735)	0.133 [*] (1.782)
CEO_edu	0.131 [*] (1.763)	0.070(1.582)		
CEO_gender	0.162 [*] (1.931)	0.988 [*] (1.835)		
控制变量	控制	控制	控制	控制
Constant	-0.153(-0.655)	-0.918(-0.650)	-0.1028(-0.636)	-0.645(-0.652)
行业、年度	控制	控制	控制	控制
Pseudo(Adj)R2	0.161	0.163	0.103	0.089
Observations	1 322	1 322	715	715
F		16.04		18.35

五、结论及讨论

虽然公司高管社会网络的研究已经取得丰硕的研究成果,也获得了很多有价值的结论,但是长期以来,公司财务与会计领域对行业协会这一社会组织的关注度较低。很多上市公司高管长期在各类行业协会中兼任职务,这势必会影响公司的日常决策和运行。本文利用手工搜集的2004–2016年我国上市公司高管在各类行业协会担任有关职务的数据,并基于企业并购决策视角,研究了公司高管在协会跨组织任职对并购决策的影响,检验了其对企业并购成功概率、并购规模的影响。研究发现,公司高管在协会的跨组织任职可以显著提高并购成功的概率,扩大并购规模,该影响在民营企业 and 融资约束严重的企业中更为显著。进一步检验显示,高管在协会的跨组织任职对并购概率和并购规模的影响仅在国家级协会和省级协会任职显著,而高管在市级协会任职不显著;同时高管在协会的跨组织任职可以提高并购后的公司业绩、增加公司的市场回报和企业价值。根据文献梳理,本研究是公司财务领域首个分析企业高管在行业协会任职对并购决策影响的研究,不仅发现了企业并购决策的新的影响因素,而且深化了高管行业协会构建的社会网络对企业并购决策影响的研究。

本文也具有丰富的政策含义和应用价值。首先,本文对降低我国并购重组失败概率,减少或阻止并购乱象频发,以及提高并购重组的协同效应提供了思考和借鉴。其次,为了获得国内统一市场所带来的规模经济效应,提高上市公司的资源配置效率,需要进一步优化国内市场环境,特别是打破区域的市场分割,以及政府对企业并购的干预,并通过相关法律体系的完善来减少地方政府干预企业经营活动,确保企业能够在市场本身的引导下公平高效地实施并购交易。最后,本文为行业协会的“脱钩改制”以及加强和规范其管理等政策制定提供了参考和借鉴,以便更好地发挥社会组织的桥梁和纽带作用,实现政府、市场和社会机制的有机结合,提升行业协会类组织的制度化水平,发挥行业协会在上市公司并购重组等重大决策中优化资源配置的独特作用。

主要参考文献:

- [1] 陈仕华, 姜广省, 卢昌崇. 董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J]. 管理世界, 2013, (12).
- [2] 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? [J]. 管理世界, 2014, (5).
- [3] 陈仕华, 卢昌崇, 姜广省, 等. 国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究[J]. 管理世界, 2015, (9).
- [4] 戴亦一, 张俊生, 曾亚敏, 等. 社会资本与企业债务融资[J]. 中国工业经济, 2009, (8).
- [5] 方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购[J]. 管理世界, 2008, (9).
- [6] 甘思德, 邓国胜. 行业协会的游说行为及其影响因素分析[J]. 经济社会体制比较, 2012, (4).
- [7] 韩洁, 田高良, 杨宁. 连锁董事与并购目标选择: 基于信息传递视角[J]. 管理科学, 2014, (2).
- [8] 扈文秀, 杨栎, 章伟果. 高管社会联结与并购绩效——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. 软科学, 2016, (11).
- [9] 姜付秀, 张敏, 刘志彪. 经济发展、政府干预与国内经济一体化——基于中国上市公司同区域并购视角的研究[J]. 学术研究, 2015, (6).
- [10] 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 等. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究, 2009, (1).
- [11] 赖黎, 巩亚林, 夏晓兰, 等. 管理者从军经历与企业并购[J]. 世界经济, 2017, (12).
- [12] 李峰. “一带一路”战略下行业协会的组织功能与作用探索——基于企业走出去的视角[J]. 理论与现代化, 2016, (4).
- [13] 李培馨, 陈运森, 王宝链. 社会网络及其在金融研究中的应用: 最新研究述评[J]. 南方经济, 2013, (9).
- [14] 李善民, 黄灿, 史欣向. 信息优势对企业并购的影响——基于社会网络的视角[J]. 中国工业经济, 2015, (11).
- [15] 李善民, 朱滔. 多元化并购能给股东创造价值吗? ——兼论影响多元化并购长期绩效的因素[J]. 管理世界, 2006, (3).
- [16] 李曜, 宋贺. 风险投资支持的上市公司并购绩效及其影响机制研究[J]. 会计研究, 2017, (6).
- [17] 李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005, (1).
- [18] 刘春, 李善民, 孙亮. 独立董事具有咨询功能吗? ——异地独董在异地并购中功能的经验研究[J]. 管理世界, 2015, (3).
- [19] 刘峰, 涂国前. 中国上市公司控制权转移的动机研究[J]. 财经研究, 2016, (10).
- [20] 刘军, 付建栋. 营商环境优化、双重关系与企业产能利用率[J]. 上海财经大学学报, 2019, (4).
- [21] 罗劲博. 高管的“红顶商人”身份与公司商业信用[J]. 上海财经大学学报, 2016, (3).
- [22] 罗劲博, 李小荣. 高管的行业协会任职与企业过度投资: 资源汲取还是资源诅咒[J]. 南开管理评论, 2019, (5).
- [23] 潘红波, 余明桂. 支持之手、掠夺之手与异地并购[J]. 经济研究, 2011, (9).
- [24] 宋渊洋, 黄礼伟. 为什么中国企业难以国内跨地区经营? [J]. 管理世界, 2014, (12).
- [25] 唐建新, 陈冬. 地区投资者保护、企业性质与异地并购的协同效应[J]. 管理世界, 2010, (8).
- [26] 田高良, 韩洁, 李留闯. 连锁董事与并购绩效——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2013, (6).
- [27] 万良勇, 胡璟. 网络位置、独立董事治理与公司并购——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2014, (2).
- [28] 万良勇, 郑小玲. 董事网络的结构洞特征与公司并购[J]. 会计研究, 2014, (5).

- [29] 王凤荣,任萌,张富森. 政府干预、治理环境与公司控制权市场的有效性——基于地方国有上市公司并购的经验证据[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版),2011,(2).
- [30] 王化成,孙健,邓路,等. 控制权转移中投资者过度乐观了吗? [J]. 管理世界,2010,(2).
- [31] 王清,王洋洋. 签字审计师与企业高管同姓会促使他们相亲相向吗? [J]. 上海财经大学学报,2018,(5).
- [32] 王砚羽,谢伟,乔元波,等. 隐形的手:政治基因对企业并购控制倾向的影响——基于中国上市公司数据的实证分析[J]. 管理世界,2014,(8).
- [33] 巫岑,唐清泉. 关联并购具有信息传递效应吗? ——基于企业社会资本的视角[J]. 审计与经济研究,2016,(2).
- [34] 吴军民. 行业协会的组织运作:一种社会资本分析视角——以广东南海专业镇行业协会为例[J]. 管理世界,2005,(10).
- [35] 谢纪刚,赵立彬. 融资约束、现金持有量与并购支付方式——来自中国资本市场的经验证据[J]. 北京交通大学学报(社会科学版),2014,(3).
- [36] 杨育敏,魏翔,韩玉灵. 行业协会的市场作用——基于信号传递模型的分析[J]. 财经研究,2009,(5).
- [37] 张建红,周朝鸿. 中国企业走出去的制度障碍研究——以海外收购为例[J]. 经济研究,2010,(6).
- [38] 张金鑫,张艳青,谢纪刚. 并购目标识别:来自中国证券市场的证据[J]. 会计研究,2012,(3).
- [39] 张雯,张胜,李百兴. 政治关联、企业并购特征与并购绩效[J]. 南开管理评论,2013,(2).
- [40] 张新. 并购重组是否创造价值? ——中国证券市场的理论与实证研究[J]. 经济研究,2003,(6).
- [41] Almeida H, Campello M. Financing frictions and the substitution between internal and external funds[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2010, 45(3): 589–622.
- [42] Burt R S, Knez M. Kinds of third-party effects on trust[J]. *Rationality and Society*, 1995, 7(3): 255–292.
- [43] Fazzari S M, Hubbard R G, Petersen B C, et al. Financing constraints and corporate investment[J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, (1): 141–206.
- [44] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. *American Economic Review*, 1986, 76(2): 323–339.
- [45] Jensen M C, Ruback R S. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, 11(1–4): 5–50.
- [46] Liu Q G, Luo J B, Tian G G. Managerial professional connections versus political connections: Evidence from firms' access to informal financing resources[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, (41): 179–200.
- [47] Poncet S. Measuring Chinese domestic and International Integration[J]. *China Economic Review*, 2003, 14(1): 1–21.
- [48] Rosenbaum P R, Rubin D B. The central role of the propensity score in observational studies for causal effects[J]. *Biometrika*, 1983, 70(1): 41–55.
- [49] Schonlau R, Singh P V. Board networks and merger performance[R]. SSRN, 2009.
- [50] Shleifer A, Vishny R W. Stock market driven acquisitions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 70(3): 295–311.
- [51] Sirower M L. The synergy trap: How companies lose the acquisition game[M]. New York: Free Press, 1997.
- [52] Stulz R M. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 26(1): 3–27.
- [53] Van Waarden F. Dimensions and types of policy networks[J]. *European Journal of Political Research*, 1992, 21(1–2): 29–52.

Cross-organizational Appointment of Corporate Executives and Merger and Acquisition Decisions: Evidence on the Industry Association Perspective

Luo Jingbo

(School of Accountancy, Jiangxi University of Finance and Economics, Jiangxi Nanchang 330013, China)

Summary: Merger and acquisition (M&A) is a very important financial decision-making activity of enterprises, and also a hot topic in China's capital market now. The success of M&A will directly affect company value or shareholder wealth. Therefore, the information asymmetry in M&A has become a malignant tumor in the M&A market. Senior executives working in the "association" across organizations will enable enterprises to build a new social network, which may help to overcome the information asymmetry between master and target enterprises and improve the efficiency of effective identification of target enterprises.

Evidenced on the listed companies of China's A-share market in 2000–2015 as the research object, we analyze "association" executives across the organization at the size of the probability of successful M&A. It is found that corporate executives in the "association" across the organization will significantly increase the probability of successful M&A and the scale of M&A, and the influence is more significant in private enterprises and enterprises of high financing constraints. Further examination shows that the influence of executives' cross-organizational position in the "association" on M&A probability and scale is only significant in national and provincial association organizations, but there is no result in the executive office of the municipal association. In addition, it is also found that executives' cross-organizational position in the "association" can significantly improve corporate performance, market return and enterprise value after M&A, which further confirms, complements and strengthens that the impact of executives' cross-organizational position in the "association" on M&A decision-making will improve the company's value effect.

This paper not only enriches the literature on the influencing factors of M&A decision-making, but also provides new empirical evidence to solve the information asymmetry in M&A. Moreover, the subjects of sociology and public management are interdisciplinary with the research on corporate finance and accounting, which enriches the research objects in the fields of accounting and corporate finance, deepens and expands the literature on the influence of the "background" of corporate executives on corporate financial decision-making behavior, and provides a new perspective and explanation for the research on the social network of corporate executives, so it has a strong value and significance of policy application. In addition, the study provides necessary policy implications for regulators to identify the informal institutional factors behind M&A behaviors and strengthen the supervision on the M&A behaviors of listed companies, and provides references for social organization management departments to recognize and evaluate the functions of the "association". All in all, this paper will improve and strengthen the management of social organizations.

Key words: enterprise M&A; cross-organization; trade association; enterprise property rights; financing constraints; M&A performance

(责任编辑: 王西民)