政府干预对上市公司并购绩效的影响

张晓波　陈海声（博士生导师）

（华南理工大学工商管理学院　广州　510640）

【摘要】本文研究了政府干预程度与企业并购当年、滞后一年、滞后两年绩效之间的关系，经OLS方法验证，最后得出如下结论：在既不区分政府干预程度强弱又不区分企业股权性质的情况下，政府干预对企业并购绩效只产生短期的消极影响；在既区分政府干预程度强弱又区分股权性质的情况下，处于较高程度政府干预的地区，政府干预程度与国有企业并购绩效无显著关系，处于较低程度政府干预的地区，政府干预对国有企业并购能产生短期的积极影响；无论是处于政府干预程度较高还是较低地区的非国有企业，政府干预对非国有企业并购绩效均能产生长期的积极影响。

【关键词】政府干预　企业并购　国有企业　非国有企业　并购绩效

一、引言

企业通过并购可以吸收对方的管理经验，提高企业治理水平，可以低成本、低风险地进入新的市场，实现企业多元化战略，可以实现规模经济，可以利用税收在不同行业、地区的差异实现税收抵减，可以增强市场控制力，甚至可以获得优惠政策，如政府补贴。由于企业并购动机不一，政府作为各方利益的纽带，政府干预企业并购的势头无法阻挡。

国外政府干预企业并购的动机主要归结为“反竞争”，越增加市场集中度的并购越可能遇到来自政府部门的挑战。Pombo等人的研究就表明西班牙国家的企业在并购过程中涉及的任务仅限于发表一份基于技术竞争的报告，但最终企业能否并购的决定却是政府基于公共利益所做出的。

我国政府干预企业并购最初是为了寻求竞争与垄断之间的平衡，但随着经济社会的发展，实现国家产业政策、提升我国企业在国际竞争中的实力、维护并购各方利益成为我国政府干预企业并购的普遍动机。由于我国特殊的制度环境，地方政府官员的政绩以地方经济发展水平进行考量，所以也不乏通过并购活动来掠夺其控制的公司以完成其承担的政策性负担或实现其政治晋升目标的地方政府。

国内外学者对政府干预企业并购进行了多方面研究。如：加拿大学者Guevremont（2001）的研究表明，由于金融行业受过多的政府干预，并购活动不如非金融行业多。美国学者Chin等人（2004）的研究显示，并购过程中的政府干预会影响发展中国家通过并购成长起来的IT公司治理结构的选择。我国学者刘星、吴雪娇（2011）通过实证考察政府干预、行业特征与国企并购价值创造的关系，发现政府干预非战略行业的国企并购比战略行业的国企并购价值创造更大。潘虹波等人（2008）通过研究地方政府干预对地方国企并购绩效的影响，发现地方政府干预程度与盈利样本企业的并购绩效负相关；沈冬梅、刘静（2011）研究了政府干预对国有上市公司并购绩效的影响，发现央企比地方国企并购绩效更好。

尽管目前已有诸多学者对政府干预企业并购进行了大量的研究，但针对政府干预非国有企业并购的研究还比较少。此外，企业并购之后需要一段时间来对主营业务、供应链、研发、人力资源、文化和市场进行整合，所以并购绩效并不一定能在短期内体现出来。

有鉴于此，本文选择涵盖国有和非国有企业的全样本，并将政府干预程度分为高低两种程度来分别研究政府干预程度对企业并购绩效的影响。此外，本文还对政府干预对企业并购当年、滞后一年、滞后两年绩效的影响进行了研究。文中按照财务上对短期和长期的划分标准将一年以下视为短期，一年以上（含一年）视为长期。由于绝大多数并购事件并非在并购当年年初发生，所以本文视并购当年的绩效为短期绩效，并购滞后一年、滞后两年的绩效为长期绩效。

二、理论分析和研究假设

（一）政府“支持之手”理论

1. 政府干预企业并购能从短期和长期提升企业并购绩效。首先，政府干预企业并购可以更好地维护市场竞争机制。根据并购横向动机的市场势力理论：并购使行业内的企业数量减少，从而削弱了竞争，为垄断企业的形成提供了可能，政府作为对企业运营是否规范的监督机构，拥有各行各业资源分布、发展水平的信息，能起到有效分配社会资源、调控宏观经济的作用。当不良并购行为发生时，政府管制能抑制企业通过并购获得市场支配力，保护市场竞争机制，维护市场经济的活力，有利于企业的长远发展。其次，政府干预企业并购可以更好地保护投资者利益。并购中不良关联方交易的存在会使得并购的作用难以提高企业长期绩效，一些企业以并购为幌子，通过故意操纵并购价格，欺骗投资者，从中获取短期

利益。在这种情况下，政府干预企业并购可以保护投资者利益，遏制不良并购动机，帮助企业维护其在投资者心中可信赖的形象。再次，政府干预跨地区并购可以促进资本流向优势企业，盘活存量资产，帮助企业快速获得规模经济效应。我国政府已制定相关的发展战略和产业规划对跨地区并购给予支持和鼓励，因此，本文提出如下假设：

H_1：政府干预程度越大，企业短期并购绩效越高。

H_2：政府干预程度越大，企业长期并购绩效越高。

2. 政府干预国有企业并购对并购绩效的积极影响。在我国转型经济中，政府干预国有企业并购对其发展具有战略上的指导意义，能从短期和长期提升国有企业的并购绩效。首先，政府从战略角度出发，能弥补市场调节的缺陷和不足，适时适度调整国有经济布局和结构，调整和完善所有制结构。近年来，上市公司的并购形式主要有两种：①买壳上市；②行政性划拨。在行政性划拨过程中，市场化因素比较薄弱，政府干预行为占主导作用。通过政府的协调，并购改组后的国企重新恢复活力，从长远来看，企业业绩将得到提升。其次，国有企业控制权私人收益问题的存在使管理者有从事收购与反收购行为的动机，充分发挥政府干预职能有助于消除并购过程中的障碍，解决国有企业现有的弊端，从短期和长期提升企业绩效。因此，本文提出如下假设：

H_{1a}：政府干预程度越大，国有企业短期并购绩效越高。

H_{2a}：政府干预程度越大，国有企业长期并购绩效越高。

3. 政府干预非国有企业并购对并购绩效的积极影响。政府干预非国有企业并购对其发展也有一定的促进作用，能从短期和长期提升非国有企业的并购绩效。首先，政府干预非国有企业并购能提高其竞争力和融资能力。1998年，上海本地上市公司开展了大规模的资产重组活动，2001年，上海市115家上市公司中有70%以上完成了重组，有效改善了当地上市公司的业绩。上海市政府对企业并购活动干预的成功经验深深触动了其他地方政府。以深圳、浙江、江苏为代表的经济发达地区掀起了产业结构调整、提高企业效率和地区竞争力的浪潮。之后，这些地区非国有企业发展十分迅速，为我国经济发展做出了重大贡献。其次，政府制定相关政策促进非国有企业的发展为非国有企业参与相关并购活动提供了更多的机会。2005年，国务院颁布支持、鼓励和引导非公经济的36条，使得民营企业也拥有同样的机会参与并购活动，国有经济的垄断地位不如从前牢固，在竞争中也面临更大的压力，市场因此也更具有活力，不仅国有企业提高了绩效，非国有企业也提高了绩效。因此，本文提出如下假设：

H_{1b}：政府干预程度越大，非国有企业短期并购绩效越高。

H_{2b}：政府干预程度越大，非国有企业长期并购绩效越高。

（二）政府“掠夺之手”理论

1. 政府干预企业并购难免带有主观性，企业并购会遇到各种问题，政府干预企业并购可能从短期或长期阻碍企业并购绩效的提升。首先，地方政府官员的激励制度会使地方政府对跨地区并购进行干预。1994年我国开始实行的分税制规定企业所得税按企业注册地征缴，在这种税收体制下，本地企业被外地企业收购后，其独立法人资格将消失，注册地将变更到外地，这样该企业就不再属本地征税范围，当地政府将丧失一个税收来源，地区财政收入也将随之减少，地方政府官员的政绩就难以得到保证，因此分税制会导致地方政府对跨地区并购进行干预。地方政府仅从地区利益出发干预跨地区并购的行为往往会扼杀积极并购活动，助长不良并购活动的发生，这样从短期和长期都会阻碍企业绩效的提升。其次，政府干预的成本不利于企业并购绩效的提升。袁天荣（2005）认为，政府干预企业并购的成本分为直接成本和间接成本，直接成本包括干预实施过程中的运行成本、组织成本，间接成本是指干预实施后所引起的机会成本或效率损失，包括人力和物质资源的机会成本。成本的产生会使企业并购绩效随着政府干预程度的加大而降低。再次，企业横向并购的效率理论认为，企业并购行为是市场机制作用下的自主行为，不应该受到过多的政府干预。因此，本文提出如下假设：

H_3：政府干预程度越大，企业短期并购绩效越低。

H_4：政府干预程度越大，企业长期并购绩效越低。

2. 政府干预国有企业并购对并购绩效的消极影响。我国国有企业的控制权主要由政府官员和他们所任命的经理占有，国有企业被并购后，拥有控制权的政府官员和经理一般会丧失控制权，进而控制权所带来的收益也会丧失。因此，如果并购不能给控制权拥有人以足够的补偿，并购行为就会遭到他们的反对。而在我国现行制度下，国有企业控制权拥有人并不能得到控制权丧失的补偿，所以很多本可以提升企业价值的并购活动就因为作为控制权拥有人的政府官员和他们所任命的经理的干预而无法实现。由于控制权私人收益问题而导致的国有企业政府官员支持并购和反并购的行为会影响国企短期和长期绩效，因此，本文提出如下假设：

H_{3a}：政府干预程度越大，国有企业短期并购绩效越低。

H_{4a}：政府干预程度越大，国有企业长期并购绩效越低。

3. 政府干预非国有企业并购对并购绩效的消极影响。政府干预非国有企业并购会导致寻租行为，扰乱社会公平，影响企业并购绩效的提升。非国有企业的并购往往需要投入更多的信息搜集成本。为简化程序，企业直接寻找政府作为自己的传声筒，因而，政府干预并购过程有可能存在政府官员为谋求私利，成为少数利益团体在政府机构的代言人。袁天荣认为，寻租政府干预企业并购的“负”绩效主要表现在以下几个方面：①使资源配置无法优化；②提高社会非生产性成本，如寻租者的租金；③政府惩办寻租者支出的成本；④为防止寻租行为发生而支付的成本；⑤寻租减少的社会福利。可见，寻租政府的产生不仅不会提高非国有企业绩效，反而会影响其绩效的提升，因此本文提出如下假设：

H_{3b}：政府干预程度越大，非国有企业短期并购绩效越低。

H_{4b}：政府干预程度越大，非国有企业长期并购绩效越低。

三、研究设计

1. 样本选择。本文以聚源数据库所提供的深交所主板2007～2009年间所发生的并购事件为样本，并按照以下原则筛选样本公司：①剔除金融保险业上市公司；②剔除ST、PT类上市公司；③剔除含缺失值、异常值的上市公司；④剔除净资产收益率为负的上市公司。最终得到有效样本317个。

2. 变量设计。本文研究变量及其定义见表1：

表 1　　变量设计

变量名	符号	变量定义
被解释变量		
企业并购绩效	ROE_0	并购方并购当年的净资产收益率（摊薄）÷行业净资产收益率（摊薄）均值
	ROE_1	并购方并购滞后一年的净资产收益率（摊薄）÷行业净资产收益率（摊薄）均值
	ROE_2	并购方并购滞后两年的净资产收益率（摊薄）÷行业净资产收益率（摊薄）均值
解释变量		
政府干预程度	GOV	15－“减少政府对企业干预”，值越大，政府干预程度越大
	TOP30%	哑变量，当GOV值属于所有企业GOV值的前30%时取1，否则取0
	BOT30%	哑变量，当GOV值属于所有企业GOV值的后30%时取1，否则取0
控制变量		
公司规模	SIZE	并购方并购当年总资产的自然对数
负债水平	LEV	并购方并购当年的资产负债率
公司成长性	GROW	并购方并购当年营业收入同比增长
产品独特性	P	并购方并购当年的营业总成本÷营业总收入
股权制衡度	Z	并购方并购当年资产负债表日的第一、第二大股东持股比例之和
并购方与被并购方是否属于同一省份	PRO	哑变量，如果并购方与被并购方注册地属于同一省份，取1，否则取0

变量说明：

（1）并购绩效：为排除宏观经济因素和行业因素所带来的业绩变化，本文用并购企业并购当年、并购滞后一年、滞后两年的净资产收益率/行业净资产收益率均值表示。

（2）政府干预：本文参考《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》来表示各地政府干预程度，该报告介绍了5个衡量地区市场化程度的指标，其中“政府与市场的关系”指数下有一个分项指标叫“减少政府对企业干预”，“减少政府对企业干预”值越大，市场化指数越高，政府干预程度越低，所以本文借鉴肖作平（2010）的处理，用15减去“减少政府对企业干预”的值来度量政府干预程度。

（3）股权性质（是否国有）：本文根据聚源数据库所提供的并购方公司的实际控制人性质确定并购方股权性质，实际控制人性质按照第一大股东性质来判断。

（4）关于并购方与被并购方是否属于同一省份的判断依据为企业注册地是否属于同一省份，若是，即是同地并购，反之，则是异地并购。本文绝大部分数据资料来源于聚源数据库，部分通过百度搜索获得。

3. 模型构建。本文选择以下模型作为基本模型研究政府干预程度与企业并购绩效的关系：

$$ROE=\beta_1GOV+\beta_2SIZE+\beta_3LEV+\beta_4GROW+\beta_5P+\beta_6Z+\beta_7PRO+\varepsilon \quad (1)$$

为了研究政府干预程度对企业并购绩效的影响，本文参考Ravi Jain（2012）用于研究企业反收购保护措施对企业研发支出的影响所构建的模型，构建了模型（2）：

$$RD=\alpha_1+\alpha_2(Lnasset)+\alpha_3(Cashflow)+\alpha_4(Debt)+\alpha_5(PPE)+\alpha_6(MB)+\alpha_7(Instown)+\alpha_8(Top30\%)+\alpha_9(Bottom30\%)+\varepsilon \quad (2)$$

Ravi Jain所构建的模型中，Top30%、Bottom30%是两个哑变量，Top30%表示当企业反收购保护程度取值在样本企业中属于前30%时，取1，反之取0；Bottom30%表示当企业反收购保护程度取值属于后30%时，取1，否则取0。本文所构建的模型（3）中，TOP30%和BOT30%是两个哑变量。

$$ROE=\beta_1TOP30\%+\beta_2BOT30\%+\beta_3SIZE+\beta_4LEV+\beta_5GROW+\beta_6P+\beta Z+\beta_8PRO+\varepsilon \quad (3)$$

四、实证检验结果及分析

1. 描述性统计。从表2可以看出，样本总体ROE_0、ROE_1、ROE_2均值均小于1，说明并购企业并购当年、滞后一年、滞后两年的业绩在行业中偏低，但ROE_0、ROE_1、ROE_2均值逐年提高，说明并购的价值创造需要一个过程。国有企业ROE_0、ROE_1、ROE_2都较非国有企业低，说明国有企业并购绩效水平不如非国有企业高。样本总体GOV的标准差约为2.74，表明各地方政府干预程度还是有显著差异的。国有企业GOV均值大于非国有企业，说明政府对国有企业并购的干预程度大于对非国有企业并购的干预程度。

表 2　　变量描述性统计

	总体		国有		非国有	
N	317		188		129	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
ROE_0	0.83	0.60	0.74	0.50	0.96	0.71
ROE_1	0.89	0.73	0.83	0.66	0.91	0.82
ROE_2	0.95	0.77	0.91	0.69	1.00	0.87
GOV	7.87	2.74	8.00	2.74	7.68	2.75
SIZE	21.94	1.07	22.11	1.05	21.67	1.06
LEV	52.36%	17.24	51.92%	16.37	53.00%	18.47
GROW	18.38%	37.24	19.87%	36.68	16.21%	38.07
P	93.13%	9.84	93.46%	10.21	92.65%	9.28
Z	42.24%	15.37	44.12%	15.57	39.51%	14.72
PRO	0.70	0.46	0.76	0.43	0.62	0.49

2. 样本数量分布。表3列示了国有和非国有的样本数量、

GOV高于GOV均值的样本数量以及各自占样本总量的百分比，从表3可以看出，国有公司发生的并购事件多于非国有公司，国有公司的并购事件大多发生在政府干预较强的地区，非国有公司的并购事件大多发生在政府干预较弱的地区。

表3　　样本数量分布

	国有		非国有		总计	
	数量	百分比	数量	百分比	数量	百分比
GOV高于均值	99	31.23%	55	17.35%	154	48.58%
GOV低于均值	89	28.08%	74	23.34%	163	51.42%
总计	188	59.31%	129	40.69%	317	100%

3. 政府干预程度地区分布。表4是对政府干预程度进行K-means分析的结果，结果显示：我国政府对西部、西北和边疆地区干预程度较大，对中部和东北地区干预程度居中，对东部沿海地区干预程度较小；我国大多数企业并购事件集中在东部沿海、中部和东北地区，西部、西北和边疆地区发生的并购事件较少；东部地区非国有企业发生的并购事件多于国有企业，而中部和东北、西部、西北和边疆地区国有企业发生的并购事件多于非国有企业。

表4　　最终聚类中心

	聚类1		聚类2		聚类3	
GOV	12.58		8.15		3.87	
每个聚类中心的案例数	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有
	25	16	133	80	30	33
	41		213		63	
每个聚类中心涉及的省份	陕西、内蒙古、宁夏、青海、山西、广西、海南、河北		吉林、湖北、重庆、河南、山东、云南、辽宁、黑龙江、四川、安徽、北京、天津		浙江、江苏、广东、上海、福建	

4. 多元回归分析。以ROE_0为因变量进行多元回归分析，结果如表5所示。从表5可以看出，对全样本的回归中，GOV的系数显著为负，说明在不区分股权性质的情况下，政府干预程度越大，企业并购当年绩效越低，假设3成立，而BOT30%的系数显著为正，说明政府干预程度较低时，政府干预程度与企业短期并购绩效正相关。在对样本按股权性质分组后的回归中，国有上市公司GOV的系数显著为负，而BOT30%的系数显著为正，H_{1a}成立，但非国有上市公司并购当年的绩效与政府干预程度的关系却并不显著。

此外，无论是对全样本还是对分组后国有、非国有样本的回归结果都显示：企业规模越大，并购企业当年绩效越高；产品越独特，并购企业当年绩效越低；并购是否跨地区对并购当年绩效的影响并不显著。分组后的回归结果表明：国有企业股权越集中，并购企业当年的并购绩效越低，非国有企业股权越集中，企业并购当年绩效越高。

以ROE_1为因变量进行多元回归分析，结果如表6所示。对全样本的回归中，TOP30%、BOT30%与ROE_1在5%的水平上显著正相关，说明在不区分股权性质的情况下，无论是处于政府干预程度较高的地区，还是较低的地区，政府干预程度越大，并购企业滞后一年的绩效越高。在对样本按股权性质分组后的回归中，政府干预程度与国有企业并购滞后一年的绩效无显著关系，但非国有上市公司TOP30%与ROE_1在1%的水平上显著正相关、BOT30%与ROE_1在5%的水平上显

表5　　政府干预程度对并购企业当年绩效的影响

	全样本		国有		非国有	
GOV	−0.031*** (0.009)		−0.044*** (0.000)		−0.009 (0.687)	
TOP30%		0.041 (0.588)		−0.092 (0.223)		0.166 (0.273)
BOT30%		0.259*** (0.001)		0.201** (0.016)		0.224 (0.116)
SIZE	0.087*** (0.000)	0.075*** (0.000)	0.116*** (0.000)	0.100*** (0.000)	0.062** (0.016)	0.065*** (0.009)
LEV	0.004** (0.031)	0.005** (0.017)	0.003 (0.206)	0.004* (0.085)	0.001 (0.710)	0.001 (0.800)
GROW	0.002** (0.022)	0.002** (0.018)	0.002* (0.054)	0.002** (0.041)	0.002 (0.1433)	0.002 (0.143)
P	−0.013*** (0.000)	−0.014*** (0.000)	−0.015*** (0.000)	−0.016*** (0.000)	−0.012 (0.031)	−0.014** (0.014)
Z	0.002 (0.398)	0.001 (0.503)	−0.004* (0.054)	−0.005* (0.051)	0.014*** (0.001)	0.013*** (0.002)
PRO	0.018 (0.801)	0.026 (0.712)	−0.089 (0.239)	−0.082 (0.289)	0.188 (0.123)	0.176 (0.146)
N	317	317	188	188	129	129
Adj-R^2	0.699	0.703	0.769	0.766	0.697	0.701
F-value	106.196***	94.799***	90.569***	77.755***	43.386***	38.772***

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著，下同。

表6　政府干预程度对并购企业滞后一年绩效的影响

	全样本		国有		非国有	
GOV	0.008 (0.598)		−0.006 (0.711)		0.032 (0.181)	
TOP30%		0.211** (0.024)		−0.012 (0.913)		0.539*** (0.001)
BOT30%		0.241** (0.011)		0.100 (0.418)		0.353** (0.024)
SIZE	0.059*** (0.001)	0.056*** (0.001)	0.082*** (0.000)	0.076*** (0.001)	0.400*** (0.162)	0.063** (0.022)
LEV	0.008*** (0.001)	0.008*** (0.001)	0.004 (0.232)	0.004 (0.185)	0.009** (0.025)	0.008** (0.040)
GROW	0.002** (0.052)	0.002* (0.057)	0.001 (0.349)	0.001 (0.346)	0.003* (0.076)	0.003* (0.079)
P	−0.013*** (0.000)	−0.013*** (0.000)	−0.012*** (0.006)	−0.012*** (0.007)	−0.015** (0.017)	−0.018*** (0.003)
Z	0.005* (0.075)	0.004 (0.119)	0.000 (0.882)	0.000 (0.870)	0.013*** (0.008)	0.010** (0.031)
PRO	0.124 (0.156)	0.147* (0.089)	0.039 (0.729)	0.051 (0.655)	0.217 (0.115)	0.200 (0.132)
N	317	317	188	188	129	129
Adj-R^2	0.626	0.634	0.631	0.631	0.638	0.662
F-value	76.833***	69.769***	46.954***	41.123***	33.443***	32.570***

著正相关。由此可以看出，企业并购绩效总体变化主要受股权非国有（企业）的影响，所以假设 H_{2b} 成立。

此外，无论是对全样本还是对分组后国有、非国有样本的回归结论都显示：企业规模越大，并购企业滞后一年的绩效越高；产品越独特，并购企业滞后一年的绩效越低。对非国有样本的回归结论表明，股权越集中，并购企业绩效越高。

以 ROE_2 为因变量进行多元回归分析，结果如表7所示。可以看出，对全样本的回归中，GOV、TOP30%与 ROE_2 的关系不显著，但BOT30%与 ROE_2 在1%的水平上显著正相关。对样本按股权性质分组后的回归中，国有企业GOV、TOP30%、BOT30%与 ROE_2 都不具有显著关系，但非国有企业TOP30%、BOT30%都与 ROE_2 在10%的水平上显著正相关。这进一步说明：无论是处于政府干预程度较高还是较低的地区，政府干预对非国有企业并购能产生较长期的积极影响，但这种积极影响相比对并购滞后一年的影响减弱。

另外，无论是对全样本还是对分组后国有、非国有样本的回归结论都显示：企业负债水平越高，企业并购滞后两年的绩效越高；并购是否跨地区对并购滞后两年绩效的影响不显著。非国有企业股权集中度越高，企业并购绩效越高。

表7　政府干预程度对并购企业滞后两年绩效的影响

	全样本		国有		非国有	
GOV	−0.021 (0.175)		−0.019 (0.294)		−0.015 (0.582)	
TOP30%		0.134 (0.184)		−0.026 (0.825)		0.312* (0.100)
BOT30%		0.275*** (0.007)		0.133 (0.295)		0.328* (0.068)
SIZE	0.055*** (0.003)	0.046** (0.013)	0.101*** (0.000)	0.091*** (0.000)	0.009 (0.793)	0.012 (0.695)
LEV	0.008*** (0.002)	0.009*** (0.001)	0.006* (0.063)	0.007** (0.043)	0.007 (0.124)	0.007*** (0.136)
GROW	0.001 (0.559)	0.001 (0.547)	0.000 (0.746)	0.000 (0.772)	0.002 (0.306)	0.002 (0.306)
P	−0.008** (0.039)	−0.009** (0.021)	−0.015*** (0.002)	−0.015*** (0.002)	0.000 (0.915)	−0.004 (0.568)
Z	0.005 (0.117)	0.004 (0.156)	−0.002 (0.491)	−0.002 (0.487)	0.014*** (0.010)	0.012** (0.021)
PRO	0.025 (0.785)	0.037 (0.689)	−0.036 (0.758)	−0.025 (0.832)	0.096 (0.532)	0.066 (0.663)
N	317	317	188	188	129	129
Adj−R^2	0.627	0.633	0.661	0.660	0.606	0.616
F−value	77.248***	69.276***	53.310***	46.581***	29.403***	26.850***

五、结论和启示

1. 研究结论。本文以聚源数据库所提供的深交所主板A股2007～2009年间所发生的并购事件为研究对象，实证检验政府干预与企业并购绩效的关系，得出如下结论：

（1）在既不区分政府干预程度强弱又不区分企业股权性质的情况下，政府干预程度与企业并购当年的绩效负相关，但与并购滞后一年、滞后两年的绩效没有显著关系，说明总体而言，政府干预对企业并购绩效只产生短期的消极影响，此情况下，政府“掠夺之手”理论成立。

（2）在既区分政府干预程度强弱又区分企业股权性质的情况下：①处于较高程度政府干预的地区，政府干预与国有企业并购绩效无显著关系，处于较低程度政府干预的地区，政府干预与国有企业并购当年的绩效正相关，与并购滞后一年、滞后两年的绩效无显著关系，说明政府干预程度较低时对国有企业并购能产生短期的积极影响，证明政府“支持之手”理论成立；②政府干预程度与非国有企业并购当年的绩效没有显著关系，无论是处于政府干预程度较高还是较低地区的非国有企业，政府干预程度与企业并购滞后一年、滞后两年的绩效都显著正相关，说明政府干预对非国有企业并购绩效能产生长期的积极影响，证明政府“支持之手”理论成立。

（3）无论是从短期还是长期来看，并购是否跨地区对企业并购绩效的影响并不显著。无论是从短期还是长期来看，非国有企业股权越集中，企业并购绩效越显著。

2. 启示。

（1）企业并购绩效的体现需要过程，不能单单以企业并购当年的绩效衡量企业并购的成功与否。

（2）政府干预企业并购应视地区市场化程度而定，对处于较高程度市场化的地区，由于我国正处于经济转型期，市场机制还不完善，资源配置中还需要政府直接分配资源或社会网络替代市场机制分配资源，因而无论是对国有企业还是对非国有企业发生并购事件，政府都可以给予适度的引导。

（3）地区政府干预非国有企业并购能长期提升企业并购绩效，因此无论是市场化程度高还是低的地区，政府都可以更多地参与非国有企业并购活动，充当各方利益协调人。

（4）鉴于是否同地或异地的企业并购对并购绩效并不能产生显著影响，因此政府在干预企业并购过程中，不必将是否跨地区作为考虑的主要因素。

【注】本文系国家自然科学基金重点项目“新形势下中国企业整合战略与动态竞争研究”（项目编号：70832003），以及广东省哲学社会科学“十二五”规划项目“技术并购中的投资者法律保护、估值的影响因素及整合研究”（项目编号：GD11CYJ02）的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 李善民等. 收购公司与目标公司配对组合绩效的实证分析.经济研究，2004；6

2. Adel Bino. Essays on The Impact of Antitrust Regulation on Corporate Mergers and Divestitures. New Orleans: the University of New Orleans，2007

3. 潘虹波，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；4

4. 刘星，吴雪娇.政府干预、行业特征与并购价值创造.审计与经济研究，2011；6

5. 沈冬梅，刘静.政府干预对国有上市公司并购绩效影响的研究.现代商业，2011；7