会计与财务管理

上市公司收购境内企业外资股权的财务绩效研究

耿建新,林春雷

(中国人民大学 商学院, 北京 100872)

[摘 要]以我国上市公司收购海外资本持有内地企业股权的案例为研究对象,采用因子分析法对并购的财务绩效进行分析,结果显示:从样本总体来看,上市公司收购海外资本所持内地企业的股权后财务绩效得到了明显的改善;企业性质、规模和行业类别不同的上市公司样本并购后的财务绩效表现差别很大。

[关键词]上市公司;海外资本;收购;境内企业;财务绩效;并购绩效

[中图分类号]F272.5 [文献标识码]A [文章编号]1672-8750(2012)01-0063-09

一、引言

通过对大量并购案例进行仔细研究后,我们发现我国上市公司并购案中有一部分是国内上市公司购买海外企业所拥有的内地企业的股权或资产。如深圳特发信息股份有限公司(证券代码:000070;证券简称:特发信息)在2009-29号公告中宣布:公司收购注册地为法国的Draka Compet France公司所持有的深圳特发信息德拉克光纤有限公司6%股权。收购完成后,公司将持有光纤公司51%股权。上海华东电脑股份有限公司(证券代码:600850;证券简称:华东电脑)在2009-029号公告中宣布:公司将以305.5万美元收购美国惠普公司持有的华普信息技术有限公司33.33%的股权。收购完成后,华普信息技术有限公司成为华东电脑的全资子公司。自2002年我国加入世贸组织以来,此类并购事件构成了一个特殊的案例群。其中,在2007年,我国发生此类并购的上市公司为34家,2008年有36家,2009年为32家。

改革开放以来,为弥补自身资本的不足,我国积极引进海外资本来发展国民经济。毋庸置疑,海外资本在我国改革开放30多年的经济建设中发挥了重要的作用。但随着客观经济环境的变化,通过上述案例我们能够看出我国上市公司正在收回某些海外资本持有的内地企业优质股权或资产(以下简称境内外资并购)。如果以交易对手所在地为分类标准对并购进行分类的话,此类并购属于海外并购的范围。此类收购为研究我国从资本短缺到资本充足转变过程中上市公司与海外资本合作及海外并购绩效评价提供了良好的素材。国内尚没有学者从财务绩效角度对我国上市公司境内外资并购进行过相应的研究。

二、文献回顾

由于研究对象划分范围的限制以及我国经济发展过程的特殊性,笔者并没有发现纯粹以上市公

[收稿日期]2011-08-25

[基金项目]中国人民大学研究生科学研究基金项目(中央高校基本科研业务费专项资金资助)(11XNH165)

[作者简介]耿建新(1954—),男,河北饶阳人,中国人民大学商学院教授,博士生导师,主要研究方向为上市公司与企业集团会计、审计理论;林春雷(1980—),男,河北保定人,中国人民大学商学院博士生,主要研究方向为上市公司与企业集团会计。

司境内外资并购为研究对象的学术论文。表面上看,境内外资并购类似于境外跨国并购绩效和国内并购两者的结合体,即一方面境内外资并购与境外跨国并购交易对方所在地相同——位于境外,另一方面,境内外资并购与国内并购的并购地点相同——位于境内。因此,本文对文献的回顾从纯粹的国内并购绩效和跨国并购绩效两个方面展开。

冯根福、吴林江运用财务指标为基础的综合评价方法分析了 1994 年至 1998 年间我国上市公司并购绩效,结果表明上市公司并购绩效从整体上有一个先升后降的过程,不同并购类型在并购后不同时期内业绩并不一致,另外,并购前上市公司的第一大股东持股比例与并购绩效在短期内呈正相关关系[1]。张文璋、顾慧慧的研究发现,有 60.08% 的上市公司在并购后的经营业绩得到改善,另外的 39.92% 上市公司经营业绩却没有得到改善或出现恶化[2]。余力、刘英对中国上市公司 1999 年发生的 85 起控制权转让案和 2002 年 55 起重大资产重组案的并购绩效进行了全面分析,研究表明并购重组给目标企业带来了收益,但收购企业收益变化不大且缺乏持续性[3]。吴豪、庄新田以沪深股市 2004 年发生并购的公司为样本,采用事件研究法和财务数据法,对不同类型并购事件的绩效进行实证分析,结果表明,并购事件从整体上得到了市场的认同,上市公司并购后经营业绩有一定的提升,但提升缺乏长期性[4]。

我国学者对于企业跨国并购绩效的研究起步较晚而且文献数量较少。李梅以于 2000 年至 2007 年的 36 起我国上市公司跨国并购事件为样本,实证检验了我国企业跨国并购的财务绩效。单一指标法的研究结果表明,我国上市公司跨国并购后,盈利能力有所下降;综合指标法的研究结果表明,我国上市公司实施跨国并购后虽然短期综合绩效未能得到改善,但并购后两三年的综合绩效有一定提高,可遗憾的是绩效改善并不显著[5]。何先应、吕勇斌以 2000 年至 2007 年中国上市公司海外并购事件为样本的研究显示,中国企业海外并购的长期绩效整体来看并没有得到改善[6]。刘彦以 2003 年至 2008 年的 25 起跨国并购事件作为样本的研究表明,我国上市公司在并购当年绩效有着显著的提高,但是在并购后的第一年和第二年绩效出现了逐渐下滑的趋势[7]。郭妍运用事件研究法和会计指标法对我国银行业海外并购的绩效及其影响因素进行实证研究,结果发现我国银行海外并购事件不存在财富效应,但存在一定的股价波动效应[8]。

综合来看,我国学者以上市公司的国内并购和跨国并购案为研究对象进行了较详细的研究和分析,尤其以国内并购绩效研究成果为多。但是,由于并购绩效的影响因素众多,在普遍缺乏参照对象的情况下,因此上述研究成果得出的结论不能够充分地说明并购对上市公司带来的影响。有鉴于此,本文将在前人研究成果的基础上,选择合适的参照公司通过比较分析,以明确境内外资并购能否改善公司的财务绩效。另外,本文还将分析公司性质、规模和行业对境内外资并购绩效的影响。

三、研究方法

(一)评价方法

实施并购后,购并方与被购并方之间的整合对于并购是否成功会起到至关重要的作用。因此,并购是否会改善公司的财务绩效不仅仅体现在并购企业股东财富的短期增长上,也应该体现在企业未来的发展过程中。会计指标研究法是指利用财务和会计数据分析并购绩效的方法。会计指标研究法包括单一指标研究法和多指标研究法。单一指标研究法由于指标单一并且易受操纵或受其他因素的干扰,现在较少被采用。本文将采用多指标研究方法,选取关键性指标,运用因子分析方法构造公司财务绩效的综合评价函数,通过比较全部样本公司并购前后不同年度的综合得分来评判进行境内外资并购的上市公司的财务绩效变化。

本文采用因子分析方法来构建并购财务绩效函数,运用的综合函数公式为:

$$F_i = \sum \alpha_{ij} X_{ij} + \varepsilon$$

其中 F_i 为第 i 个企业的综合得分，α_{ij} 为第 i 个企业第 j 个因子的方差贡献率占公共因子总方差贡献率的比重，X_{ij} 为第 i 个企业第 j 个因子的得分。

（二）评价指标体系

衡量上市公司财务绩效的单个财务指标有很多，如每股收益、资产报酬率和资产负债率等。本文综合考虑上市公司的经营成果和财务状况，选用了盈利能力、偿债能力、发展能力、营运能力四个方面的财务指标，对我国上市公司的境内外资并购进行财务绩效评价分析。根据上市公司财务报表的披露内容，参照 2002 年财政部等五部委颁布的《企业绩效评价操作细则》和 2006 年国资委第 14 号令颁布的《中央企业综合绩效评价实施细则》，本文选取了 15 个具体财务指标构建评价指标体系。本文采用的评价指标体系如表 1 所示。

表 1　境内外资并购财务绩效考核指标体系

指标类型	指标名称	定义
盈利能力	每股收益	净利润/总股数
	每股净资产	股东权益总额/普通股股数
	销售毛利率	（营业收入 - 营业成本）/营业收入
	净资产收益率	净利润/股东权益平均余额
	总资产报酬率	（利润总额 + 财务费用）/平均资产总额
偿债能力	现金比率	现金及现金等价物期末余额/流动负债
	流动比率	年末流动资产/年末流动负债
	债务保障率	经营活动现金净流量/债务总额
	资产负债率	负债总额/资产总额
发展能力	营业收入增长率	（本年营业收入 - 上年营业收入）/上年营业收入
	资本积累率	（期末股东权益 - 上年期末股东权益）/上年期末股东权益
	总资产增长率	（期末总资产 - 上年期末总资产）/上年期末总资产
营运能力	存货周转率	营业成本/存货期末余额
	应收账款周转率	营业收入/应收账款期末余额
	总资产周转率	营业收入/资产总额期末余额

四、样本选取说明

本文对财务绩效的考察时期为 4 年，包括并购前一年、并购当年、并购后第一年及并购后第二年。因此，选择 2007 年实施境内外资并购的上市公司作为研究对象，相应地选取样本公司 2006 年至 2009 年的财务数据。

为了保证样本公司信息的准确性以及实证结论的合理性，本文严格按照以下的步骤和标准进行样本搜集及筛选：第一步，通过国泰安经济金融研究数据库查找 2007 年发生的交易对方为外资方的并购数据；第二步，对获得的并购信息进行进一步核实，通过登陆上市公司、深交所和上交所网站查看与该并购相关的信息和公告，以确定该上市公司是否属于本文所研究的范围；第三步，为样本公司选择合适的参照公司和参照公司组，最终确定样本公司、参照公司以及参照公司组。

选择合适的参照公司对于并购绩效评价而言是非常关键的一个环节。为了消除宏观经济和公司自身等因素对公司绩效的影响，本文根据风险和规模相近的原则从同行业上市公司中选取公司作为对照组。本文为样本公司选择参照公司的过程和标准如下：首先，对于进行并购的上市公司，选取与其处于相同行业的上市公司为待参照对象（行业代码以证监会的行业分类为准，要求制造业行业的前两位代码相同，其他行业的第一位代码相同即可）；其次，按照并购当年样本公司账面总资产的

75%至150%为标准进一步缩小参照对象范围;最后,按照上市公司的β值大小进行排列,选择与样本公司账面总资产和风险水平最接近的上市公司作为参照公司。另外,为了使参照公司的可比性更强,要求参照公司在2006年至2009年度内没有发生过较大规模的并购行为。但是由于近年来资本市场发展迅速,在4年这样一个相对较长的时间段内,上市公司未发生任何一项并购行为的可能性非常低。这对参照公司的选择提出了严峻的挑战。因此,本文借鉴了"在审计过程中重要性水平(5%)的标准"和"是否纳入合并报表标准"来解决此问题,即如果上市公司并购的交易金额占账面总资产的比重低于5%并且收购的公司未纳入上市公司合并报表,本文认为该项并购行为不是较大规模的并购,不会对上市公司产生重要影响,可以忽略不计,不会影响其作为参照公司的可能性。

另外,为了避免参照公司财务绩效存在的偶然性变化,同时也为更好地说明并购是否会对上市公司财务绩效造成影响,本文将参照公司的范围进一步扩大,组成参照公司组来进行分析。具体过程如下:在选择参照公司第一步和第二步的基础上,控制公司规模的影响,然后选取5个与样本公司β值最接近的公司组成参照组。这5个公司无论是否发生大规模的并购行为,只要符合前三个标准即可纳入参照公司组的范围,代表样本公司所在的行业财务绩效水平。

2007年共有34家上市公司进行了境内外资并购,分别处于制造业、建筑业、综合类、农林牧渔业、社会服务业、房地产业、信息技术业和电力、蒸汽、热水的生产和供应业8个行业。为了使其符合实证分析的需要,本文剔除了在4年研究窗口期间解体、财务信息缺失和无法找到合适参照公司的样本。若公司同一年度进行了多次并购的,合并视为一次并购。经过以上筛选,本文共获得符合要求的样本公司27家,其具体情况见表2。

表2　样本公司及参照公司特征表

	规模(亿元)			β			企业性质		
	均值	最大值	最小值	均值	最大值	最小值	国有企业	民营企业	外资控股
样本公司	3.804	19.751	0.685	1.040	1.374	0.642	17	9	1
参照公司	3.978	28.999	0.725	1.046	1.240	0.821	17	8	2

五、实证分析及结论

(一)样本总体分析

本文采用因子分析法对我国上市公司2007年进行境内外资并购的财务绩效进行分析,其时间跨度为4年,包括并购前一年的绩效(F_{-1})、并购当年的绩效(F_0)、并购后第一年的绩效(F_1)和并购后第二年的绩效(F_2)。本文选取了涵盖公司盈利能力、营运能力、偿债能力和发展能力4个方面共15个财务指标(具体指标体系详见表1),其中只有资产负债率为逆指标,需将其转化为正指标来代替原指标进行分析。本文的实证分析采用的是SPSS软件。

本文仅以2007年样本公司数据为例说明因子分析的过程,参照公司和参照公司组以及除2007年之外其他年份的分析过程完全相同,因篇幅所限,在文中不予列示。

首先,为确定所选取的指标体系是否可以采用因子分析法,本文进行KMO和Bartlett球体检验,结果详见表3。

从表3中可以看出,检验的显著性小于0.01,KMO样本测度值为0.538,大于0.5,因此,可以断定该指标体系满足因子分析的要求。

其次,采用主成分分析法提取公因子,结果详见表4和表5。

表3　KMO和巴利特球体检验

KMO抽样充足性计量		0.538
Bartlett球体检验	卡方估计值	401.508
	自由度	105
	显著性	0.000

表 4　因子累计方差贡献率

因子	初始特征值			提取求和的平方载荷			旋转求和的平方载荷	
	总计	方差%	累计方差%	总计	方差%	累计方差%	总计	方差%
1	4.575	30.498	30.498	4.575	30.498	30.498	2.842	18.948
2	2.934	19.561	50.059	2.934	19.561	50.059	2.768	18.453
3	2.139	14.263	64.322	2.139	14.263	64.322	2.583	17.218
4	1.77	11.799	76.121	1.77	11.799	76.121	2.307	15.377
5	1.101	7.342	83.463	1.101	7.342	83.463	2.020	13.467
6	0.858	5.718	89.181					
7	0.714	4.762	93.943					
8	0.322	2.144	96.086					
9	0.191	1.272	97.358					
10	0.149	0.995	98.353					
11	0.123	0.818	99.172					
12	0.056	0.374	99.545					
13	0.037	0.246	99.791					
14	0.024	0.162	99.953					
15	0.007	0.047	100					

表 5　旋转成分矩阵表

指标名称	因子				
	1	2	3	4	5
净资产收益率	0.085	0.95	0.218	0.068	0.079
销售毛利率	-0.171	0.211	0.244	0.587	-0.471
资产报酬率	0.129	0.938	0.152	0.171	0.072
每股收益	0.069	0.772	0.386	0.232	0.337
每股净资产	-0.105	0.243	0.653	0.313	0.024
资产负债率	0.885	0.123	-0.047	0.353	0.052
现金比率	0.947	0.149	-0.06	0.147	0.091
流动比率	0.908	0.017	0.151	-0.266	-0.007
债务保障率	0	0.232	0.002	0.751	0.058
营业收入增长率	-0.378	0.272	0.354	0.058	0.497
总资产增长率	-0.017	0.205	0.916	-0.2	0.115
资本积累率	0.126	0.148	0.926	-0.05	-0.102
存货周转率	0.288	0.002	-0.124	0.821	0.15
应收账款周转率	-0.009	0.063	0.084	0.52	0.734
总资产周转率	0.164	0.226	-0.064	-0.077	0.909

根据因子累积方差贡献率(大于 80%)和特征根(大于 1)的双重判定标准,因子分析共提取了 5 个因子:第一个因子(f_1)在资产负债率、流动比率和现金比率指标上载荷值较大,说明因子 1 代表了上市公司的偿债能力;第二个因子(f_2)在净资产收益率、资产报酬率和每股收益指标上载荷值较大,说明因子 2 主要代表了上市公司盈利能力和股东获利能力;第三个因子(f_3)在总资产增长率和资本积累率上载荷值较大,说明因子 3 主要代表了上市公司的发展能力;第四个因子(f_4)和第五个因子(f_5)在存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率上载荷值较大,说明因子 4 和因子 5 主要代表了上市公司的营运能力。由表 4 和表 5 可以得到每个样本公司在并购当年的综合得分函数:

$$F_0 = (30.498/83.463)f_1 + (19.561/83.463)f_2 + (14.263/83.463)f_3 + (11.799/83.463)f_4 + (7.342/83.463)f_5$$

2007 年样本公司提取的因子、因子得分及综合得分情况,详见表 6。

表 6　2007 年样本公司因子得分及综合得分表

上市公司代码	f_1 得分	f_2 得分	f_3 得分	f_4 得分	f_5 得分	综合得分
1	-0.4673	-0.09744	-0.75817	-0.52639	0.13261	-0.38591
2	0.60609	-1.384	-0.99143	-1.2563	-0.28072	-0.47462
3	4.81787	0.42128	-0.69972	0.41193	0.44115	1.8367
4	0.02273	-3.97799	-0.78876	0.05475	0.24116	-1.02985
5	-0.68605	0.33893	1.03524	-0.27013	3.7142	0.29421
6	0.21252	-0.10841	-0.89578	-0.91778	0.44977	-0.19101
7	-0.08064	1.75186	-0.37818	-0.50759	0.6426	0.30126
8	-0.32115	-0.15318	-0.28959	-0.9455	0.76338	-0.26925
9	-0.14398	0.32563	-0.73139	1.9725	-1.1847	0.07336
10	0.17735	0.6102	-0.2164	0.00814	-0.91794	0.09124
11	0.60552	-0.96245	3.15508	-0.64413	-0.96206	0.35917
12	-0.49567	0.29407	0.25722	-0.12706	-0.63686	-0.14223
13	-0.11479	0.48356	-0.28379	-0.88105	0.03798	-0.09832
14	0.23377	0.21397	-0.59674	-0.26004	0.26343	0.02001
15	0.60309	0.27545	2.70767	-0.10417	-1.32418	0.61643
16	-0.44287	-0.14423	-0.52329	0.17187	-0.31787	-0.28872
17	-0.36049	1.2702	-0.74665	0.63996	-1.42904	0.00313
18	-0.15407	-0.29649	0.0275	3.82392	1.21371	0.52627
19	-0.52249	0.53982	-0.64455	0.42775	-0.13584	-0.12603
20	-0.3134	-0.0149	1.37367	1.38556	0.36226	0.34448
21	-0.47399	0.00139	0.14891	-0.23245	-0.27136	-0.20416
22	0.27357	0.18609	0.91168	-0.47831	1.3173	0.34764
23	-0.39692	-0.12605	-0.5249	-0.23347	-0.46078	-0.33782
24	-0.40715	0.01081	-0.06147	-0.46226	0.41698	-0.18541
25	-0.61111	-0.71095	0.46102	0.28813	-0.65322	-0.32788
26	-0.17274	-0.05625	-0.07718	-0.39922	-0.78147	-0.21468
27	-0.57668	-0.30833	-0.5384	0.01256	-0.20906	-0.39161

依据相同的方法和步骤可以得到样本公司 2006 年、2008 年和 2009 年的综合得分函数：

$F_{-1} = (31.630/83.620)f_1 + (17.235/83.620)f_2 + (15.669/83.620)f_3 + (12.106/83.620)f_4 + (6.980/83.620)f_5$

$F_1 = (37.139/82.482)f_1 + (27.201/82.482)f_2 + (9.9891/82.482)f_3 + (8.251/82.482)f_4$

$F_2 = (29.263/86.520)f_1 + (22.337/86.520)f_2 + (17.840/86.520)f_3 + (9.6299/86.520)f_4 + (7.451/86.520)f_5$

利用上述公式，将样本公司、参照公司和参照公司组在 2006 年至 2009 年各年的因子得分代入各年综合得分函数可以得到其具体得分，详见表 7。

表 7　样本公司、参照公司和参照公司组各年综合得分表

	F 值				F 差值			
	F_{-1}	F_0	F_1	F_2	$F_0 - F_{-1}$	$F_1 - F_0$	$F_2 - F_1$	$F_2 - F_{-1}$
样本公司	-1.170	0.146	0.167	0.671	1.316	0.021	0.504	1.841
参照公司	-6.772E-15	2.776E-15	-1.624E-15	-5.496E-15	9.548E-15	-4.400E-15	-3.872E-15	1.276E-15
参照组	0.265	-3.032E-3	-0.320	-0.030	-0.268	-0.317	0.290	-0.295

从表 7 中可以清晰地看出，样本公司在并购当年财务绩效得到明显的改善并且在并购后绩效呈

现出上升的趋势。而参照公司财务绩效变化非常不明显,波动很小。另外,从行业水平来看,财务绩效得分在2006年至2009年期间呈先降后升趋势,即从2006年开始绩效呈下滑态势,2008年财务绩效达到谷底最低值,2009年财务绩效开始回升。行业财务绩效水平非常符合该时期的国际和国内的整体经济环境状况。可见,境内外资并购对于改善上市公司财务绩效具有显著的效果,进行境内外资并购的上市公司的财务绩效整体上处于一枝独秀的状态。本文认为造成此种状况原因可能有三个:第一,在2007年进行境内外资并购的27家样本公司中,16家上市公司(约占样本公司总体的59%)通过并购持有标的公司股权的比例超过50%。通过并购,标的公司将被纳入上市公司合并报表的范围,并且在并购公告中明确列示标的公司盈利状况良好的样本公司为5家,约占16家上市公司的三分之一。第二,由于最近几年我国房地产行业的迅猛发展,很多上市公司也将经营触角延伸到房地产领域。7家上市公司(约占样本公司总体的26%)在公告中明确提到收购涉及房地产开发业务的标的公司或土地使用权及建筑物,这些收购使得上市公司获得了较稳定的利润来源。第三,收购溢价意味着主并购公司对于标的公司的发展前景及其被并购后所产生的协同效应有着良好的预期。在境内外资并购中,9家上市公司(约占样本公司总体的33%)的收购价格都高于按不同方法确定的标的公司的股权市场价格。因此,我国上市公司对于外资所持的境内标的公司的未来发展普遍有着良好的预期,并且在收购后,标的公司在上市公司的后续发展中也的确起到了正向的积极作用。

(二)分样本分析

1. 控股股东性质

转型期我国特殊的市场环境导致企业性质对于我国上市公司有着特殊的意义。实际上,绝大多数上市公司均由国有企业改制转变而来。因此,政府决策在我国上市公司经营管理中仍然起着至关重要的作用。由于国有股所有权虚置缺位并缺乏相应的监管机制,学者普遍认为我国国有控股上市公司并购绩效较差[9-10]。本文将样本公司按产权性质划分为国有上市公司(17家)和非国有上市公司(10家),参照公司中同样也有国有上市公司17家,非国有上市公司10家,并得到了两者的财务绩效综合得分,具体情况见表8。

表8 国有及非国有上市公司财务绩效综合得分表

	产权性质	F_{-1}	F_0	F_1	F_2
样本公司	国有	-0.142	0.587	1.533	-0.210
	非国有	-1.028	-0.291	-1.082	0.881
参照公司	国有	2.268	1.409	-1.243	-0.210
	非国有	-2.268	-1.409	1.243	2.173

从表8可以看出,国有上市公司进行境内外资并购对于财务绩效有明显的改善作用,但效果并不持久,2009年财务绩效就回落到2006年的水平之下。非国有上市公司并购当年财务绩效有所改善,但2008年财务绩效有所下降,2009年财务绩效水平上升较快并超过国有上市公司。由此可见,国有上市公司在短期内并购效应就会显现出来,但是从长期来看上市公司的财务绩效并没有得到持续改善;而非国有上市公司境内外资并购效应显现得比较缓慢并且与宏观经济走势基本一致。这一方面符合多数学者的观点,即国有上市公司并购行为存在短视行为,另一方面也说明非国有上市公司的并购行为符合公司长期经营发展战略需要,使得公司获得了持续的发展动力。

2. 公司规模

将27家样本公司按照规模大小分成3组,即每组各有9家样本公司。同样地,参照公司也按照同样的标准划分成3组,与样本公司相对应,具体财务绩效综合得分情况见表9。

表9 按规模划分样本公司和参照公司综合得分表

	公司规模	F_{-1}	F_0	F_1	F_2
样本公司	小	-0.238	-1.521	-1.487	0.155
	中	-0.549	1.466	1.692	1.06
	大	-0.382	0.202	-0.038	-0.547
参照公司	小	0.669	0.839	-0.051	-0.953
	中	-3.279	-2.401	1.905	1.825
	大	2.611	1.562	-1.855	-0.872

资产规模是影响公司并购绩效的一个重要因素。从表9中可以看出,

样本公司并购后,大规模和中等规模的上市公司财务绩效都有所上升,而小规模的上市公司财务绩效在当年则出现下降。在并购后两年,大规模和中等规模上市公司财务绩效则呈现出不同的变动趋势,大规模上市公司财务绩效一直呈下降的趋势,而中等规模公司则出现先上升而后下降的趋势。在并购后两年,小规模上市公司财务绩效则一直处于上升的趋势。另外,从参照公司来看,中等规模上市公司财务绩效轨迹与样本公司相同,即2007年(并购当年)上升,在2008年达到顶点,之后开始下降。而大规模和小规模参照公司的财务绩效轨迹与样本公司则不尽相同。大规模参照公司财务绩效在2008年降至最低点,而2009年则出现回升;小规模参照公司财务绩效呈现先上升而后下降的状态。参照公司的财务绩效普遍好于样本公司,并且除了小规模样本公司之外,参照公司财务绩效波动幅度明显大于样本公司。虽然以规模为标准对样本公司与参照公司进行的对比分析,并没有得到并购能够改善财务绩效的直接结论,但是,从样本公司角度来看,并购公司规模过大不利于并购之后的整合工作,从而会对公司财务绩效带来不利影响,这个结论也与多数学者对此得出的研究结论基本一致。

3. 行业类别

样本公司共计为27家,总数并不多。如果对样本公司按照证监会颁布的行业标准进行细致而严格的划分,会存在一个行业只有一家上市公司的情况,从而会导致研究结论失去应有的代表性和实际意义。另外,制造类上市公司(开头字母C)包含子行业最多并且行业属性也最接近,比如机械设备、电子设备、纺织服装毛皮、医药生物制品、木材家具和造纸印刷业等。样本公司归属的其他行业,则是农林牧渔业、水电煤气业、建筑业、批发和零售贸易业、社会服务业、信息技术业、房地产业以及综合类。因此,本文将样本公司划分为制造类(14家)和非制造类(13家)两个子样本组来分析制造类和非制造类上市公司境内外资并购的财务绩效是否会存在差异。具体财务绩效综合得分情况如表10所示。

表10　制造类和非制造类公司及行业水平综合得分表

	公司类别	F_{-1}	F_0	F_1	F_2
样本公司	制造类	-0.957	-1.227	-1.234	-0.670
	非制造类	1.333	0.295	-2.136	-0.366
参照公司	制造类	-1.332	-0.295	2.136	0.366
	非制造类	-0.214	1.374	1.401	1.341
行业水平	制造类	0.052	-0.490	-0.550	-0.883
	非制造类	0.213	0.487	0.229	0.852

从表10中可以看出,制造类上市公司行业财务绩效在2006年至2009年时间段内整体表现低迷,财务绩效处于逐步下降的状态。制造类样本公司财务绩效水平在前三年一直低于行业水平,至2009年有所改善并超出行业水平。制造类参照公司财务绩效则与行业水平呈现明显的反方向变动,而2009年财务绩效出现回落。可见,制造类样本公司的并购效应并不明显而且不够理想。非制造类上市公司行业财务绩效波动不明显,但是整体上好于制造类上市公司的财务绩效。非制造类样本公司则与制造类上市公司形成鲜明的对比,财务绩效表现较好,高于行业平均水平并且在并购当年财务绩效有较大改变,财务绩效综合得分较高的状况一直持续到2009年。非制造类参照公司财务绩效得分呈先降后升趋势,波动较大,2008年降至谷底,之后出现复苏迹象。总体上来说,非制造类与制造类上市公司相比,前者的并购效应比较明显,财务绩效表现也要比后者要好得多。

综上所述,从样本总体来看,境内外资并购对于上市公司财务绩效有明显的改善作用。在按照公司性质、规模和行业对样本进行分类后,本文得出的结论则略显复杂,公司性质、公司规模和所属行业对上市公司境内外资并购财务绩效的影响呈现出不同的方向和力度。但是,从整体上,我国上市公司收购外国资本所持有的内地公司股份或者资产的行为是合理的而且是符合上市公司长远发展战略的。

参考文献:

[1]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):54-61.

[2]张文璋,顾慧慧. 中国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 证券市场导报,2002(9):21-26.

[3]余力,刘英. 中国上市公司并购绩效的实证分析[J]. 当代经济科学,2004(7):68 - 74.
[4]吴豪,庄新田. 中国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 东北大学学报,2008(2):284 - 286.
[5]李梅. 我国上市公司跨国并购的财务绩效研究[J]. 技术经济,2009(12):83 - 87.
[6]何先应,吕勇斌. 中国企业海外并购长期绩效研究[J]. 统计与决策,2010(24): 81 - 84.
[7]刘彦. 我国上市公司跨国并购绩效实证分析[J]. 商业研究,2009(6):106 - 111.
[8]郭妍. 我国银行海外并购绩效及其影响因素的实证分析[J]. 财贸经济,2010(6):27 - 33.
[9]李心丹,朱洪亮,张兵,等. 基于 DEA 的上市公司并购效率研究[J]. 经济研究,2003(10):15 - 24.
[10]席鑫,谌昕. 上市公司并购绩效的影响因素的实证研究[J]. 工业技术经济,2010(9):140 - 146.

[责任编辑:杨凤春]

A Research on the Chinese Listed Companies' Financial Performance After Purchasing the Equity of Domestic Enterprises Held by the Foreign Capital

GENG Jian-xin, LIN Chun-lei

Abstract: We study the financial performance of the listed companies purchasing the mainland business interest held by the foreign capital by factor analysis. It finds that in general, a listed company's financial performance was improved markedly after purchasing the mainland business interest held by the foreign capital; but the financial performance after the meager varies greatly as the nature, the scale and the category of an enterprise differ.

Key Words: the listed company; foreign capital; M&A; mainland enterprises; financial performance; meager performance

(上接第 37 页)

[15]Jones T O, Sasser W E. Why satisfied customers defect[J]. Harvard Business Review, 1995, 11: 88 - 99.
[16]Rust R T, Zahorik A J, Keiningham T L. Return on quality (ROQ): making service quality financially accountable [J]. Journal of Marketing, 1995, 59: 58 - 70.
[17]Bátor A. The connection between customer satisfaction and loyalty in the field of commercial banks[C]. 6th International Conference on Management, Enterprise and Benchmarking(MEB 2008) Proceedings, Budapest, 2008: 427 - 438.
[18]Siddiqi K O. Interrelations between service quality attributes, customer satisfaction and customer loyalty in the retail banking sector in Bangladesh[J]. International Trade & Academic Research Conference, 2010, 6: 12 - 36.
[19]Oliver R L. Whence consumer loyalty[J]. Journal of Marketing, 1999, 63: 33 - 44.

[责任编辑:杨凤春]

On the Study of Commercial Banks' Customer Satisfaction

LU Gui-qin, WANG Jun-wei

Abstract: After a brief review of Commercial Banks' customer satisfaction research home and abroad, the author finds out that customer satisfaction evaluation index system design, target evaluation, diagnostic analysis are problematic. It is pointed out that the evaluation index system should be designed according to the status of commercial banking business and the business environment, and each index should be measured relatively rather than absolutely.

Key Words: Commercial Bank; customer satisfaction; customer loyalty; service profit chain; evaluation index system