

政府干预、行业特征与并购价值创造

——来自国有上市公司的经验证据

刘 星,吴雪姣

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆 400030)

[摘要]立足于2006年中央国资委首次明确国有资本将实施行业战略控制的现实背景,实证考察了政府干预、行业特征与国企并购价值创造的关系。研究结果表明,就盈利企业而言,地方政府干预对并购价值创造形成“掏空之手”;就亏损企业而言,地方政府干预对并购价值创造的影响不显著;与处于战略行业的国有企业相比较,非战略行业的国企并购价值创造较大,而在战略行业中,处于绝对控制的战略行业的国有企业并购价值创造更大;实施并购的地方国企的行业特征会对政府干预与并购价值创造的相关关系产生调节效应。

[关键词]企业并购;企业并购绩效;并购价值创造;掏空理论;行业特征

[中图分类号]F283 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2011)06-0095-09

一、引言

尽管国外学者有关企业并购的研究文献已较为丰富,但将这些理论移植到我国国有企业并购研究中却出现了“并购绩效悖论”等“水土不服”的问题^[1]。这是因为西方国家的企业并购是基于市场化原则形成的,而我国地方政府出于自身的政绩考虑而进行“拉郎配”式的企业并购活动则往往违背了市场化原则。近年来政府干预对企业并购的影响成为我国学者关注的热点话题,其研究成果主要从以下三个方面展开。

一是政府对并购进行干预的动机。李增泉等运用掏空与支持理论来解释政府对并购干预的动机,认为控股股东在公司治理中存在的委托代理问题同样适用于地方政府,但他们却忽略了地方政府在微观经济活动中的监管者身份^[2]。谭劲松等考虑到这一点,将地方政府的监管者身份纳入其研究框架,认为地区的市场环境、制度环境的发展水平会影响地方政府的干预动机。二是政府干预会影响并购目标及其并购战略选择^[3]。方军雄基于1995年—2007年发生的上市公司对非上市公司的并购行为,对企业主动发起的市场化并购和政府干预下的“拉郎配”并购进行区分和研究,发现地方政府直接控制的企业更容易实施本地并购和无关的多元化并购,而中央政府控制的企业则可以突破地方政府设置的障碍实现跨地区并购^[4]。他将关联交易并购排除在研究范围之外,并认为其原因是关联交易并购受到的政府干预较少。我们注意到这一分析思路的特点,但认为该观点不适用于本文的研究设计,这是因为本文选取的样本数据为2007年至2009年,如果不考虑关联交易并购,则可能会导致研究结果的偏误。具体理由有二:(1)国资委2006年明确发文鼓励已上市的国有控股公司通过

[收稿日期]2011-05-09

[基金项目]国家自然科学基金资助项目(70772100);重庆市软科学研究重点项目(CSTC,2010CE0034)

[作者简介]刘星(1956—),男,河南镇平人,重庆大学经济与工商管理学院院长,教授,博士生导师,从事公司财务与公司治理研究;吴雪姣(1985—),女,重庆人,重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生,从事公司财务研究。

增资扩股、收购资产等方式将主营业务资产全部注入上市公司；(2) 我国上市公司的并购行为较多地具有关联性和同属性的特征,如果剔除带有特征属性的研究样本,则可能会造成研究结果出现偏误。三是政府干预对并购绩效的影响。目前国内相关学者较为一致的观点是地方政府将会择机扮演“支持之手”或“掠夺之手”的角色,从而对盈利公司的并购绩效产生负面影响,对亏损公司的并购绩效产生正面影响。此外,潘红波认为政治关联作为法律保护的替代机制可以保护企业产权免受政府干预的损害^[1]。然而,尽管以上学者的研究将政府干预对并购绩效的负面影响进行了较为透彻的分析,但却未能深入探究怎样才能消除这种负面影响的作用机制。

我们注意到,在研究政府干预对企业并购的影响这一问题上,大多数学者的分析探讨都将注意力集中在地方政府上。这是因为中央政府与地方政府在政府干预上有所差异。自分权化改革以来,中央政府在治理中更多地扮演了委托人的角色,而地方政府则更多地起到代理人的作用。因此,政府主导型的企业并购若与地方政府有关,则中央政府在其中又扮演了什么角色呢?实际上,中央政府可以通过制定行业政策来调节地方政府干预对企业并购的负面影响,其原因是中央政府制定的行业政策将会影响地方政府对这些行业的重视程度以及行业竞争度等市场环境,从而影响地方政府对某一行业的企业并购的干预程度或干预效果。值得注意的是,2006年12月18日国务院办公厅正式转发了国资委《关于推进国有资本调整和国有企业重组指导意见》(以下简称“指导意见”)。该指导意见反映了中央国资委对国有经济结构调整的最新部署,即在军工等七大行业,国有资本要保持“绝对控制力”;而在装备制造、汽车、电子信息、建筑、钢铁、有色金属、化工、勘察设计、科技等九大行业,国有资本要保持“较强控制力”^[5]。因此,本文采用实证方法来考察中央政府设置的管制性壁垒的行业特征是否会影响企业的并购绩效?这些行业特征是否会对政府干预与并购绩效的关系产生调节作用?本文的研究贡献主要体现在:(1) 通过实证分析,为行业特征是否会对并购绩效产生显著影响提供支撑性证据;(2) 基于掏空与支持理论,实证检验中央政府是否可以通过行业政策引导来达到调节地方政府对企业并购的负面影响之目的,从而为如何改善地方政府对地方国企的负面干预提供了有益的政策依据。

文章的后续部分安排如下:第二部分建立本文的分析框架,并在制度背景和相关理论分析的基础上提出研究假设;第三部分利用地方国有上市公司的样本数据进行实证检验,并分析和解释所得到的实证结果;第四部分给出本文研究的结论与启示。

二、分析框架与研究假设

本文的分析框架如下:首先,验证政府干预与地方国有上市公司并购价值创造的关系,这是为我们的主要研究问题找到比照基准;然后,验证实施并购行为的地方国有上市公司所在行业的行业特征如何影响公司并购价值创造;最后,进一步地分析实施并购行为的企业所在行业的行业特征对政府干预与并购价值创造的关系是否存在调节效应,并为中央政府设置的管制性行业的行业特征是否会影响企业的并购绩效以及这些行业特征是否会对政府干预与并购绩效的关系产生调节作用这两个重要问题提供经验证据。

(一) 政府干预与并购价值创造

处在制度转型中的中国,其政府干预对公司经营决策的影响是一个不可回避的话题。许多学者对政府干预持否定的态度,认为政府干预会导致公司的过度投资现象从而降低公司业绩和价值。这主要源于政府干预的目标与公司的经营目标的不一致,即政府干预的目标是多重的,包括经济发展战略、就业、税收、社会稳定等,而这些目标往往难以直接与公司的经营目标划上等号。

具体到政府干预对并购绩效的影响之研究,张新采用社会净价值衡量并购绩效,提出“体制因素下的价值转移与再分配假说”,认为体制因素是中国企业并购绩效不高的原因^[6]。我们认为,从一定程度上讲,政府干预实际上就是这种体制因素的具体表现。李增泉等利用股票投资收益和会计收益来衡量并购长期绩效,并运用“掏空”与“支持”理论解释政府干预对并购绩效的影响^[2]。潘红波等则

依据并购宣告前后若干交易日收购公司股票的累计超额收益率来衡量并购绩效,也发现政府干预会扮演“掠夺之手”与“支持之手”的双重角色^[1]。本文将借鉴刘星和安灵的方法,利用边际 Q 来衡量并购引起的企业价值创造^[7],并在以上分析基础上提出第一组研究假设:

假设 1A:并购前处于盈利状态的地方国有上市公司受到的政府干预程度较高时,该并购行为所创造的企业价值较小。

假设 1B:并购前处于亏损状态的地方国有上市公司受到的政府干预程度较高时,该并购行为所创造的企业价值较大。

(二) 行业特征与并购价值创造

不少学者通过建立数学模型来考察行业特征与并购行为的关系。刘可新等利用矩阵分析来研究企业并购战略的行业引力与企业实力的关系^[8],李玲,朱宇构建了在横向并购中企业并购前后的行业支配力模型,并采用行业支配力的变化来刻画并购绩效^[9]。也有一些学者实证考察了行业特征与并购的关系,如范从来、袁静的实证结果发现,产业的性质(成长性、成熟性、衰退性)在很大程度上影响着不同类型的并购绩效^[10]。然而,本文定义的行业特征与现有研究文献所指的行业特征有所不同,我们根据中央国资委的指导意见定义行业特征。其中,绝对控制战略行业中几乎没有民营资本进入,较强控制战略行业中有一部分实力较强的民营资本进入,而非战略行业则对民营资本进入没有特别的限制。其理由是,我们认为处于非战略行业的企业比处于战略行业的企业之并购价值创造更高。杨记军等发现近几年政府转让国有企业控制权的政治动机明显,而追求企业经营业绩的经济动机减弱,并且转让过程中倾向于保留规模大和有战略意义的企业^[11]。这说明战略行业受到更多的政府干预,而此前的一些文献表明政府干预将会损害公司价值。在战略行业中,绝对控制战略行业与较强控制战略行业相比较,绝对控制行业受到政府干预会更强,但同时因为政治关联而获益的可能性也更大。在较强控制战略行业中,国有企业面临的竞争对手包括拥有政治关联的民营企业,这部分民营企业在利用政治关联寻租的同时,却不必像同行业中的国有企业那样肩负地方政府的政治任务。因此,较强控制战略行业中生存的国有企业,较之于绝对控制战略行业中的国有企业,其负担更加沉重,从而通过并购创造企业价值的难度更大。基于以上分析,本文提出第二组研究假设:

假设 2A:与战略行业中的地方国有上市公司进行比较,处于非战略行业的地方国有上市公司的并购价值创造更大。

假设 2B:在战略行业中,与较强控制战略行业的地方国有上市公司相比较,处于绝对控制战略行业的地方国有上市的并购价值创造更大。

(三) 行业特征的调节效应

政治关联可以作为法律保护的替代机制来保护企业产权免受政府干预的损害,但是利用政治关联进行寻租以免受政府干预的损害不值得倡导,而法律保护机制也并非是一朝一夕可以完善的。因此,本文试图研究中央政府通过行业政策制定适当引导地方政府干预企业并购的行为;另外,中央政府将地方政府的注意力转向具有特定行业特征的国有企业并购,那么源于管制性行业的行业特征是否能在一定程度上调节国有企业受到政府干预的损害程度。

基于以上分析,本文提出以下研究假设:

假设 3:实施并购的地方国有上市公司所在行业的行业特征会对政府干预程度与并购价值创造之间的相关关系产生调节效应。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

如前所述,由于本文的行业特征划分标准来自 2006 年中央国资委的相关“指导意见”,因此本文

以2007年—2009年的所有A股地方国有上市公司实施并购的事件为初始样本。值得说明的是,只有企业的终极控制人的性质才能反映企业的实际产权性质,因此本文选取的地方国有上市公司依据其终极控制人的性质进行界定。同时,基于方军雄的研究结果,地方政府干预并购难以让非同一管辖的企业就范,所以本文选取的并购事件的当事双方都接受同一地方政府管辖^[4]。然后,我们按照下列程序对初始样本进行筛选:(1)剔除审计师出具拒绝或者否定意见的样本;(2)剔除当年上市或当年发生控制权转移的样本;(3)剔除数据缺失的样本。由于本文研究中需要获取前一年的经营业绩、公司规模、发展能力、股权构成、股东回报等数据,实际所用的样本跨度为2006年—2009年。经过上述的筛选过程,我们最终得到364个地方国有上市公司的801个样本观测值。

(二) 变量定义

1. 并购价值创造

在并购绩效的衡量方面,国内有以短窗口检验或长期绩效来衡量并购效果的做法^[2,12-13],但我们认为这两种方法对于本文而言都不太适用。其主要原因在于,并购本身需要一定的磨合期,并购协同效应的发挥也需要不少时间,因此采用短窗口检验并购绩效有所欠缺;虽然长期绩效指标可以较为合理地评估并购绩效,但是由于本文数据选取的时间要求,目前还无法取得并购后两年或三年的企业绩效。考虑到对于企业而言,并购是一项相当重大的资产投资或股权投资,并且收购兼并蕴含的未来预期现金收益增加也将得到一定程度的实现^[14],因此企业并购当年包括并购投入在内的投资本身,从边际贡献的角度讲,其对企业市场价值的影响可以在一定程度上反映并购是否达到了提升企业价值能力的效果。本文将借鉴刘星、安灵采用的边际Q(Marginal Q)作为公司并购绩效的测度变量^[7]。边际Q首先由Mueller(穆勒)和Reardon(里尔顿)提出,它结合投资收益和资本成本,反映了特定时间内因投资而引发的企业价值的边际增量。边际Q的计算方法如下:

$$(M_t - M_{t-1})/M_{t-1} = -D_t + Qm_t(I_t/M_{t-1}) + (L_t/M_{t-1}) \quad (1)$$

其中, M_t 为市场价值,在实际回归时将被定义为第 t 期末股票的市场价值和有息负债的账面价值之和; D_t 表示以市场价值衡量的公司总资产的折旧系数; Qm_t 是边际Q; I_t 是第 t 期的投资支出;而 L_t 则表示从市场角度衡量公司价值所产生的误差,我们假定该误差项的期望值为零。于是,边际Q与折旧率可以通过回归分析方法进行估计。

我们注意到边际Q是无法单独求出的,在此有两种解决方法:(1)将抽样所得的公司样本按照所要对比研究的内容进行分组,通过回归分析的办法求出各组的边际Q,然后将各项边际Q进行比较;(2)将解释变量为 Qm 的多元回归方程嵌套于(1)式中,以避免对单个的 Qm 进行求解。

2. 行业特征

参照2006年中央国资委的相关“指导意见”,将军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运七大行业定义为绝对控制战略行业,将装备制造、汽车、电子信息、建筑、钢铁、有色金属、化工、勘察设计、科技九大行业定义为较强控制战略行业,并且将绝对控制战略行业与较强控制战略行业合称为战略行业,其余的行业定义为非战略行业。

3. 政府干预

关于政府干预的度量问题,目前国内的研究方法主要有四类:采用公司的国有股比例(SOE)和法人股比例(LPOE)之和来反映并购公司与政府之间的关联程度^[15];利用樊纲、王小鲁所构建的市场化进程指数下设的政府与市场关系的分指数来表示该地区政府干预程度,该指数与干预程度呈反比^[16];通过该上市公司是否由政府直接控股来捕捉政府干预的影子;通过界定终极产权人的性质来区分政府干预。

由于樊纲、王小鲁编制的市场化进程指数体系比较完整,且在学术界得到较多使用,因此本文将以其市场化进程指数中政府与市场的关系指数为基础来刻画政府干预程度。再由于樊纲、王小鲁和

朱恒鹏编制的各地区市场化进程指数^[16]目前虽只更新到2007年,但考虑到该指数有一定的延续性,因此本文将采用2007年的指数替代2008年和2009年所需的指数。同时,为了消除2008年和2009年指数的局部变动对本文实证结果的影响,我们按照政府与市场关系分指数来划分政府干预高或低的组别,而不采用连续变量刻画政府干预。

(二) 控制变量

考虑到实施并购的企业在并购前的经营业绩与经营风险对企业并购效果会产生一定的影响,本文在建立多元回归模型时,为了更加直观地检验政府干预、行业特征这两个变量对实施并购的企业的经营业绩影响,对实施并购企业前期的经营业绩和经营风险进行控制。遵循该思路,并参考潘红波等、李增泉等、方军雄在设计相似的回归模型时所设置的类似控制变量^[1-2,4],本文考虑的控制变量包括:反映企业并购前总资产的盈利情况的总资产收益率(Roa),反映企业成长性的主营业务收入增长率(Growth),反映企业负债风险的资产负债率(Lev),反映企业现金流风险情况的自由现金流(CF),反映股东回报情况的股票收益回报率(Return)。此外,参考类似的研究文献^[1-2,4,7],本文还将公司规模(Lnsize)设定为控制变量。同时,注意到股权结构也是企业价值创造的重要影响因素之一,需要对其进行控制,因此本文将股权集中度(Shrcr)也设定为控制变量。

(三) 模型设计

首先,为了验证假设1A和假设1B,为本文的后续研究确定基准,我们采用模型(1)(即2式)对国有上市公司所受政府干预与并购价值创造的相关性进行分析,将并购前的盈利样本组、并购前的亏损样本组分别代入下式进行回归。

$$Qm_t = \alpha + \beta_1 Gov_t + \beta_2 Roa_{t-1} + \beta_3 Lnsize_{t-1} + \beta_4 Growth_t + \beta_5 Lev_{t-1} + \beta_6 CF_{t-1} + \beta_7 Shrcr_{t-1} + \beta_8 Return_{t-1} + \varepsilon \quad (2)$$

模型(2)(3式)	表1 变量定义与计算方法			
用于验证假设2A和假设2B。	变量类型	变量名称	变量符号	变量定义或计算方法
$Qm_t = \alpha + \beta_1 Ind1_t + \beta_2 Ind2_t + \beta_3 Roa_{t-1} + \beta_4 Lnsize_{t-1} + \beta_5 Growth_t + \beta_6 Lev_{t-1} + \beta_7 CF_{t-1} + \beta_8 Shrcr_{t-1} + \beta_9 Return_{t-1} + \varepsilon \quad (3)$	被解释变量	并购价值创造	Qm	边际Q
	解释变量	政府干预	Gov	依据市场化进程指数的政府与市场关系分指数划分,当政府与市场关系分指数大于其中位数时,定义为政府干预程度较低组;当政府与市场关系分指数小于其中位数时,定义为政府干预程度较高组。较高组取值为1,较低组取值为0。
控制变量		行业特征	$Ind1$ $Ind2$	属于绝对控制战略行业为1,否则为0 属于较强控制战略行业为1,否则为0
	模型(3)用于验证假设3(本文省略对模型3的具体讨论)。按照调节效应分析的方法,针对不同行业特征下的并购前的盈利组和亏损组	公司业绩 公司规模 成长性 资产负债率 自由现金流 股权集中度 股票收益回报率	公司业绩	Roa
公司规模			$Lnsize$	公司平均总资产的自然对数
成长性			$Growth$	主营业务收入增长率
资产负债率			Lev	负债总额/资产总额
自由现金流			CF	每股自由现金流
股权集中度			$Shrcr$	第一大股东持股比例
股票收益回报率	$Return$	(每股股息 + 年末股价 - 年初股价)/年初股价		

分别采用2式进行回归分析;然后,比较其各组别回归结果中 Gov_t 的显著性与作为本文研究基准的模型(1)中相应组别 Gov_t 的显著性,看是否存在实质性差异,从而观测行业特征的调节效应是否存在。再由于边际Q不能单独计算得出,我们将2式、3式代入1式中进行回归分析。

三、实证结果

(一) 描述性统计

表2对2007年—2009年度政府干预下的地方国有上市公司并购行为的基

表2 2007—2009年地方国有上市公司并购事件统计

年度	样本数	绝对控制 战略行业	占全样本 比重(%)	较强控制 战略行业	占全样本 比重(%)	非战略 行业	占全样本 比重(%)
2007	320	33	4.1	111	13.8	176	21.9
2008	223	28	3.4	73	9.1	122	15.2
2009	258	35	4.3	102	12.7	121	15.1
合计	801	96	12.0	286	35.7	419	52.3

本情况进行了描述。从表2中可以看到,发生在绝对控制战略行业的并购事件比例为12.0%,发生在较强控制战略行业的并购事件比例为35.7%,发生在非战略行业的并购事件比例为52.3%。这些并购事件发生的行业分布基本符合预期,因为非战略行业的地方国有企业数量最多,较强控制战略行业的地方国有企业数量次之,绝对控制战略行业的地方国有企业数量最少,且该比例关系在这三年内无显著性变化。从时间序列上来看,2007年无愧于“并购重组年”,地方政府干预下的并购事件发生最多;2008年出现了世界金融危机,迫使地方政府干预下的并购事件有所减少;2009年后的我国经济开始回暖,地方政府干预下的并购事件也稳中有升。

(二) 边际Q的初步分析

表3报告了政府干预程度与并购价值创造两者之间关系的分析结果。从表3可以发现,并购前盈利的样本组在政府干预程度较高时,并购价值创造较低,从而初步验证了本文的假设1A。当并购前亏损的样本组在政府干预程度较高时,并购价值创造较低。这可能是因为采用边际Q衡量并购绩效与采用会计数据和市场价

表3 不同政府干预程度下边际Q的回归结果

	并购前盈利的样本组		并购前亏损的样本组	
	较高政府干 预程度组	较低政府干 预程度组	较高政府干 预程度组	较低政府干 预程度组
Cons	0.490*** (10.659)	0.559 (9.769)	0.473*** (4.490)	0.652*** (7.340)
I_t/M_{t-1}	1.074*** (8.582)	1.086*** (14.370)	1.002** (2.067)	1.067*** (28.116)
F值	73.647***	206.492***	4.273***	790.474***
Adj. R ²	0.156	0.373	0.090	0.970
样本数	394	348	34	25

注:政府干预程度的较高或较低是依据政府与市场关系分指数的中位数来划分;括号内的数字为t值;***、**、*分别表示检验在1%、5%和10%的水平上显著。

值的变化来衡量并购绩效的效果是不一样的,边际Q更看重的是企业价值创造中更为长效稳定的部分,即市场价值对企业投资支出变化的反应。因此,地方政府利用并购行为来提高亏损企业的边际Q是相当困难的。

表4显示了不同行业特征对企业并购价值创造的影响情况。从表4中可以看到,战略行业组的并购价值创造低于非战略行业组的并购价值创造。在战略行业组中,绝对控制战略行业组的并购价值创造高于较强控制战略行业组的并购价值创造。将以上分析结果联系在一起,我们初步验证了假设2A及假设2B。

表4 不同行业特征下边际Q的回归结果

	全样本	绝对控制战 略行业组	较强控制战 略行业组	非战略 行业组
Cons	0.523*** (16.301)	0.491*** (5.388)	0.548*** (13.264)	0.520*** (12.232)
I_t/M_{t-1}	1.085*** (23.651)	1.093*** (5.949)	0.974*** (13.264)	1.180*** (18.623)
F值	559.392***	35.390***	175.928***	346.819***
Adj. R ²	0.412	0.266	0.383	0.453
样本数	801	96	286	419

注:括号内的数字为t值;***、**、*分别表示检验在1%、5%和10%的水平上显著。

(三) 回归结果及分析

表5显示了政府干预、行业特征分别与并购价值创造的回归分析结果。

模型(1)反映政府干预与并购价值创造的关系。在并购前为盈利的样本组中,政府干预程度与并购价值创造具有显著的负相关关系,从而支持了假设1A;在并购前为亏损的样本组中,政府干预程度与并购价值创造之间存在正相关关系,但并不显著,从而没有支持假设1B。但是,与边际Q的初步分析结果对假设1B提供的反面证据对比,我们认为形成如此结果的原因可能有三种:(1)并购前亏损的样本组的样本较少,但由于本文的研究样本只能针对2007年—2009年的并购事件,故暂时无法进行改进;(2)由于本文采用边际Q来衡量并购绩效,即通过投资引发的企业市场价值的边际增量,因此在亏损企业中,政府想要通过“拉郎配”式的并购行为来提升企业价值创造能力的难度,明显高于其改变短窗口期内市场价值的难度;

表5 模型(1)与模型(2)的回归结果

	模型(1)		模型(2)
	并购前盈利样本组	并购前亏损样本组	全样本
<i>Cons</i>	0.464*** (12.645)	0.588*** (7.180)	0.496*** (14.497)
<i>Gov</i>	-0.090*** (-4.335)	0.063 (0.823)	
<i>Ind1</i>			-0.637*** (-2.833)
<i>Ind2</i>			-0.691*** (-5.442)
<i>Roa</i>	3.973*** (6.806)	8.133 (1.158)	1.207*** (2.976)
<i>Lsize</i>	0.111*** (7.195)	-0.010 (-0.121)	0.095*** (6.016)
<i>Growth</i>	-0.014 (-0.125)	-1.469 (-0.917)	-0.135 (-1.168)
<i>Lev</i>	-1.302*** (-3.738)	3.841 (1.509)	-1.159*** (-3.233)
<i>CF</i>	0.018 (0.363)	0.167 (0.436)	-3.900E-5 (0.000)
<i>Shrcr</i>	-0.007 (-1.220)	-0.003 (-0.121)	0.024*** (4.205)
<i>Return</i>	-0.507*** (-7.233)	1.263* (1.728)	-0.117** (-2.141)
F值	58.142***	70.508***	66.569***
Adj. R ²	0.383	0.906	0.425
样本数	742	59	801

注:括号内的数字为t值;***、**、*分别表示检验在1%、5%、10%的水平上显著。

(3)其他的有关政府干预亏损企业并购可以起到“支持之手”的研究文献是以2005年前的样本数据为主,而本文采用的则是2007年—2009年的并购事件为研究样本。始于2005年4月的股权分置改革可能使个股与市场整体的有效性得到提升,即非有效到弱式有效,因此市场对并购事件的反应更加趋于理性,能够识别劣质并购与优质并购。

模型(2)反映了行业特征与并购价值创造之间的关系。变量*Ind1*、*Ind2*的回归系数分别为-0.637和-0.691,这表明与非战略行业相比较,战略行业的并购价值创造能力较强;在战略行业中,绝对控制战略行业的并购价值创造高于较强控制战略行业的并购价值创造。以上的回归结果与边际Q的初步分析结果一致,也与本文的假设2A、假设2B相同。

表6显示了有关假设3的检验结果。与表5中显示的模型(1)的结果进行对比,我们不难发现,就并购前盈利的样本组而言,当行业特征为绝对控制战略行业和非战略行业时,地方政府干预对并购价值创造的“掏空”作用变得不显著,但是当行业特征为较强控制战略行业时,地方政府干预对并购价值创造的负面作用由-0.090上升为-0.111;就并购前亏损的样本组而言,当行业特征为较强控制战略行业和非战略行业时,地方政府干预程度与并购价值创造之间保持了无显著性相关关系的状态,当行业特征为绝对控制战略行业时,政府干预程度对并购价值创造产生了显著的高达-21.973的负面作用。以上的研究结果支持了假设3,并且进一步地表明当企业并购前为盈利状态、行业特征为绝对控制战略行业和非战略控制行业时,中央国资委的行业政策能够将地方政府干预对并购价值创造的负面影响调节为不显著;而当企业并购前为亏损状态、行业特征为绝对控制战略行业时,中央

国资委的行业政策能够将地方政府干预对并购价值创造的影响由不显著调节为显著的负面影响。

表 6 行业特征与边际 Q 的回归结果

	绝对控制战略行业组		较强控制战略行业组		非战略行业组	
	并购前盈利 样本组	并购前亏损 样本组	并购前盈利 样本组	并购前亏损 样本组	并购前盈利 样本组	并购前亏损 样本组
<i>Cons</i>	0.491*** (4.240)	0.869*** (50.884)	0.459*** (6.727)	0.588*** (8.793)	0.477*** (1.703)	0.650*** (4.784)
<i>Gov</i>	-0.367 (-1.233)	-21.973*** (-28.795)	-0.111*** (-3.997)	1.522 (1.705)	-0.138 (-0.959)	-0.135 (-0.332)
<i>Roa</i>	7.268 (0.998)	-109.171*** (-22.663)	-1.022 (-0.333)	5.216 (0.603)	4.452*** (3.524)	5.929 (1.079)
<i>Lnsize</i>	0.078 (1.481)	-3.473*** (11.909)	0.147*** (5.610)	-0.346* (-2.155)	0.095*** (2.621)	0.093 (0.563)
<i>Growth</i>	-1.568 (-1.112)	-21.748*** (-33.877)	-0.057 (-0.374)	-0.888 (-0.793)	0.001 (0.004)	0.761 (0.173)
<i>Lev</i>	3.616*** (1.479)	-10.116*** (-17.402)	-2.234*** (-3.988)	10.608* (2.070)	-1.166 (-1.192)	-0.736 (-0.132)
<i>CF</i>	-0.065 (-0.310)	3.920*** (38.472)	0.012 (0.159)	-0.054 (-0.067)	0.071 (0.655)	1.903 (0.781)
<i>Shrcr</i>	-0.024 (-1.556)	0.227*** (26.678)	-0.008 (-1.056)	0.058 (1.872)	0.000 (-0.050)	-6.535 (-0.955)
<i>Return</i>	-1.519 (-5.617)	-1.615*** (-5.535)	-0.463*** (-4.857)	-0.258 (-0.237)	-0.531*** (-3.360)	0.106 (0.613)
F 值	9.653***	814.110***	27.783***	4.648***	22.786***	53.283***
Adj. R ²	0.461	0.998	0.446	0.676	0.310	0.915
样本数	82	14	271	15	389	30

注:括号内的数字为 t 值,***、**、* 分别表示检验在 1%、5%、10% 的水平上显著。

(四) 稳健性检验

为了检验上述结论的稳健性,本文依次执行了如下的敏感性测试:(1) 由于并购事件对企业价值创造的影响可能需要一个较长的时间才能显现出来,我们将计量边际 Q 的时间窗口延长,采用并购后一年的公司价值 M_{t+1} 和并购后一年的投资 I_{t+1} 替代 M_t 与 I_t 。鉴于 2010 年的样本数据不便采集,我们只对 2007 年和 2008 年的并购事件进行稳健性检验。(2) 依据并购前三年的平均 Roa 的符号来重新划分并购前盈利的样本组和并购前亏损的样本组,若公司上市不足三年,则取已上市年份的 Roa 的平均数。(3) 将所有数据分年度进行回归,考察其回归结果在时间序列上是否发生了结构性变化。(4) 考察边际 Q 对并购绩效的可预测性,采用并购后第二年、第三年的 Roa 增长率替代边际 Q 来衡量并购绩效。由于时间窗口的限制,本项检验只针对 2006 年的并购事件。总体而言,上述稳健性检验结果与前文研究结论没有实质性差异,因此前文的研究结论是比较稳健的。

四、结论与启示

在我国经济转型的过程中,本文的研究结果对于消除因地方政府干预而带来国有企业并购的负面影响具有重要的理论含义和政策启示。首先,中央政府通过实施相关的行业政策,可以使绝对控制战略行业、非战略控制行业中的盈利企业免受地方政府“拉郎配”式并购的“掏空”损害,但同时也强化了地方政府干预下的并购行为对绝对控制战略行业中的亏损企业的负面影响。如果中央政府继续配套出台一些有关绝对控制战略行业中的亏损企业并购的引导性限制条款,则可能会改善这一现状。其次,较强控制战略行业中的地方政府干预下的并购价值创造能力最低,这一方面是由于在此行业中国有资本与非国有资本的博弈最为突出,另一方面则是由于现行的行业政策对“较强控制”中的“较

强”程度的定义较为模糊。如果现行的行业政策将相关的条款与标准进一步细化,则可能会使较强控制战略行业中的企业并购价值创造能力有所提升。最后,中央政府通过出台明确的行业政策来引导国有资本有所为、有所不为是一项较为明智的举措,这将会帮助各个行业特征下的地方国有企业厘清自己的发展定位,制定适合自身的包括并购活动在内的经营计划。

参考文献:

- [1] 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):41-52.
- [2] 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):95-105.
- [3] 谭劲松,郑国坚,彭松. 地方政府公共治理与国有控股上市公司控制权转移——1996~2004年深圳市属上市公司重组案例研究[J]. 管理世界,2009(10):135-151.
- [4] 方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购[J]. 管理世界,2008(9):118-148.
- [5] 段晓燕. 七行业绝对控股 国资划定进退边界[N]. 21世纪经济报道,2006-12-20.
- [6] 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):20-29.
- [7] 刘星,安灵. 大股东控制、政府控制层级与公司价值创造[J]. 会计研究,2010(1):69-78.
- [8] 刘可新,梁波,黄洁娟. 企业并购战略的行业引力——企业实力矩阵分析与评价方法[J]. 上海交通大学学报,1996(8):31-37.
- [9] 李玲,朱宇. 公允价值不确定性对企业并购结果的影响[J]. 审计与经济研究,2008(4):68-70.
- [10] 范从来,袁静. 成长性、成熟性和衰退性产业上市公司并购绩效的实证分析[J]. 中国工业经济,2002(8):65-72.
- [11] 杨记军,逯东,杨丹. 国有企业的政府控制权转让研究[J]. 经济研究,2010(2):69-81.
- [12] 陈信元,张田余. 资产重组的市场反应——1997年沪市资产重组的实证分析[J]. 管理世界,1999(9):47-55.
- [13] 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,2000(1):54-61.
- [14] 翟进步,贾宁,李丹. 中国上市公司收购兼并的市场预期绩效实现了吗?[J]. 金融研究,2010(5):133-151.
- [15] 李善民,朱滔. 多元化并购能给股东创造价值——兼论影响多元化并购长期绩效的因素[J]. 管理世界,2006(3):129-137.
- [16] 樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告[M]. 北京:经济科学出版社,2010.

[责任编辑:杨志辉,许成安]

Government Intervention, Industries Characters and the M&A Value Creation: Evidence from State-Owned Listed Companies in China

LIU Xing, WU Xuejiao

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract: Considering the realistic background that the Central Government defined the industries that the state capital control for the first time in 2006, and also based on the M&A cases of listed state-owned companies controlled by the local governments from 2007 to 2009, we focus on the relation between the three factors: government intervention, industry characters and value creation of M&A, and find that: For the good operating companies before M&A, local government intervention has a negative impact on the value creation; For the bad operating companies before M&A, local government intervention has no significant impact on the value creation. Compared with companies in the strategic industry, companies in the non-strategic industry, have more M&A value creation. Compared with companies in the state-absolutely-controlled strategic industry, companies in the state-strongly-controlled strategic industry have more M&A value creation. The industry characters can affect the relation between government intervention and M&A value creation.

Key Words: enterprise merger; enterprise merger performance; acquisition value creation; empty theory; industry characteristics