

我国企业并购绩效的实证研究

——基于上市公司的经验获得视角

孙 健,刘 铮

(对外经济贸易大学 保险学院,北京 100029)

[摘 要]上市公司的并购行为在优化社会存量资本配置、调整企业结构和扩大企业规模等方面发挥着重要作用。在已有研究成果的基础上,选取 2006 年至 2008 年间我国沪深两市中具有代表性的 256 起上市公司并购活动为样本,以并购前一年、并购当年、并购后一年和并购后两年共四个会计检验期作为研究区间,建立一套财务指标体系对影响我国上市公司并购的因素以及并购绩效进行实证分析,结果表明:企业并购虽然是一种利于资源整合、迅速扩张经济规模的行为,但我国上市公司并购的成功案例并不多,且并购效果不明显。

[关键词]上市公司并购;企业并购绩效;横向并购;纵向并购;混合并购;股权分置改革

[中图分类号]F271.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2013)05-0075-06

近年来,企业并购活动越来越活跃,这主要源于我国施行股权分置改革后资本市场的逐渐成熟,以及全球金融危机带来的企业并购扩张这一机遇。由此,企业并购业已成为学术界研究和争论的焦点问题,而且实践表明,上市公司的并购行为在优化社会存量资本配置、调整企业结构和扩大企业规模等方面发挥着重要作用。

一、文献述评

西方学者主要通过两种途径对企业并购绩效问题进行了研究:一是通过分析并购公司股价来研究企业并购绩效,二是采用相关的会计指标来研究企业并购绩效。从现有的文献来看,无论采用上述哪一种研究方法,学者们得出的结论都不甚一致。在股价分析方面,Colangelo 对 1960 年至 1985 年间 663 起企业并购的成功案例进行了研究,结果表明收购企业的平均超额收益率为 1.14%,而被收购企业的平均超额收益率高达 20% 以上^[1]。Shleifer 和 Vishny 研究发现,在他们研究的样本区间内,并购并不利于收购一方,被收购企业在并购后的一年、两年、三年的 CAAR(累积平均反常收益率)分别是 -1.53%、-4.94% 和 -7.38%,CAAR 呈现逐年下降的趋势^[2]。Bruner 研究发现,在成熟市场上的企业并购重组过程中,目标公司的股东收益要远远高于收购公司的股东收益;收购公司的股票收益率很不确定,且呈现负向走势,同时收购公司的长期财务业绩会随着时间的推移呈现出递减趋势;目标

[收稿日期]2012-07-16

[基金项目]教育部人文社科规划基金项目(10YJA790164);对外经济贸易大学研究生科研创新基金项目(A2012026)。

[作者简介]孙健(1959—),男,山东高密人,对外经济贸易大学保险学院副院长,教授,博士生导师,主要研究方向为组织结构与人力资源、资本运营与风险管理;刘铮(1985—),男,山东青岛人,对外经济贸易大学保险学院博士生,主要研究方向为组织结构、风险管理与保险。

公司与收购公司总的股东收益同样具有不确定性^[3]。在采用会计指标分析企业并购绩效方面,Brown和Ryngaert对1978年至1984年期间美国50起并购活动进行研究后发现,并购后收购企业的资产生产力有了明显的提升,而且在资本性支出与研发开支比率两个方面与同行业保持相当水平^[4]。Scherer对1975年至1991年期间的1814起企业并购案例进行研究后发现,研究样本16年的企业并购超额收益率显示,目标公司的企业并购超额收益率远远高于收购方^[5]。

纵观国内关于企业并购绩效的研究成果,学者们也主要采取上述两种方法来分析企业并购绩效。冯根福和吴林江以1994年至1998年间上市公司的201个并购事件为样本,以每股收益等四个财务指标为基础,研究发现横向并购的绩效要优于混合并购,更优于纵向并购,上市公司的并购绩效总体上呈现出先升后降的趋势,而且上市公司并购前的第一大股东持股比例与并购当年的企业绩效呈正向关系^[6]。高良谋采用会计收益研究方法,以1999年至2001年间的158个企业并购事件为样本进行研究后发现,不同类型企业并购后的整合绩效相差较大,且整体并购效果不太理想^[7]。陆桂贤选取2005年发生的37起并购案例作为样本,采用会计数据分别计算了2004年至2009年各并购公司的EVA值并分析其变化趋势,结果发现在并购后的两年内,大多数并购公司的经营绩效没有得到提升,相反并购损害了股东的利益,从并购的第三年起,有些并购公司的绩效才有所改善^[8]。

在已有研究成果的基础上,本文拟对我国上市公司的并购绩效问题进行重点考察和研究,分别选择并购前一年、并购当年、并购后一年和并购后两年共四个会计检验期间作为研究区间,通过建立一套财务指标体系来分析影响我国上市企业并购的因素,从而发掘并购中及并购后出现的问题,并以此为依据提出改善我国上市公司并购绩效的相关对策与建议。

二、研究设计

(一) 样本选取及数据来源

本文选取沪深两市在2006年至2008年实施的上市公司并购案例作为研究样本,并根据实证分析的需要对样本按照6项标准做了进一步筛选,具体标准如下:(1)样本中的并购活动主要指收购兼并和吸收合并;(2)剔除在样本区间内除并购外发生其他重大事件的企业;(3)剔除在2005年至2010年期间缺少完整财务数据的企业;(4)剔除属于ST公司并购活动的企业;(5)由于企业控制权的变化会对公司的治理结构、主营业务收入、利润等各方面产生重大影响,因此剔除以控股权为代表的控制权没有发生实质性转移的企业;(6)剔除非市场行为的国有资产在国有企业之间无偿划拨的企业。经筛选,本文最终选取了2006年至2008年期间发生的256起具有代表性的沪深两市上市公司并购活动作为研究样本,2006年、2007年和2008年的样本企业数分别为83家、76家和97家,所需数据来源于投资界网站和锐思金融数据库。

(二) 研究方法及指标设计

企业并购绩效的现有实证研究方法主要有事件分析法、长期股价收益法和财务会计收益研究法,前两种方法主要是以股价的波动来衡量企业财富的变化,力图用股票的非正常收益来检验并购活动对股票投资效率的影响。实际上,以股票收益作为衡量指标是基于股票市场的有效性这一前提,据此可以真实反映公司的运营情况,而我国目前的资本市场并不能对股票市场的有效性进行准确评述,股票收益能否真实反映上市公司收益情况更是长期争议的话题。周好文等采用R/S非参数方法对我国股市的有效性进行了实证分析,结果表明沪深两市均为一粉红噪声过程,我国的股票市场尚未达到有效状态,用公司并购前后股东财富的变化无法准确衡量并购绩效^[9]。因此,本文将采用财务会计收益方法来研究企业并购绩效。尽管会计利润指标经常会受到人为操纵,但任何会计指标操纵都只能是暂时的,企业并购后的业绩最终会反映到会计报表中。

在采用财务会计收益法对企业并购绩效进行检验时,借鉴已有研究成果^[10],本文选取上市公司年报中的净资产收益率(ROE)、每股收益(EPS)、主营业务利润率(CROE)和总资产周转率(ATR)四

个指标,四个指标分别用 X_1 、 X_2 、 X_3 、 X_4 来表示,以此来建立企业并购绩效的评价指标体系,对上市公司的并购绩效进行综合评价。

(三) 模型构建

本文分四期研究企业并购后的绩效:以目标公司并购前一年的年报业绩为研究起点,并购后当年的年报业绩为第二时点,并购后一年的年报业绩为第三时点,并购后两年的年报业绩为第四时点。

本文采用因子分析法来构建涵盖样本企业并购前后业绩衡量的指标体系模型,通过建立一个将 ROE、EPS、CROE 和 ATR 四个指标涵盖其中的综合得分函数来比较企业并购活动的得分差异。因子分析法通过提取若干指标的公共因子变量,并以各因子的方差贡献率为权数与该因子的得分乘积之和来构造综合得分模型,其综合得分函数为 $F_i = \sum_{j=1}^4 \alpha_{ij} Y_{ij} (j=1,2,3,4)$,其中 F 是样本企业业绩的综合得分, α_{ij} 是第 i 个样本企业第 j 个因子的方差贡献率, Y_{ij} 是第 i 个样本企业第 j 个因子的得分。

三、实证分析

(一) 综合得分的计算

本文采用因子分析中的主成分分析法对企业并购前后各年的四个指标 X_1 、 X_2 、 X_3 、 X_4 按并购前一年、并购当年、并购后一年和并购后两年分别进行因子分析,提取 Y_1 、 Y_2 、 Y_3 、 Y_4 四个公共因子,再根据因子得分和其方差贡献率得出四个不同年度的综合得分函数,由公共因子表示的四个综合得分系数如表 1 所示。

表 1 公共因子系数表

	Y_{i1}	Y_{i2}	Y_{i3}	Y_{i4}
F_i^{-1}	0.28845	0.2859	0.25149	0.17415
F_i^0	0.26028	0.25865	0.25421	0.22686
F_i^{+1}	0.25748	0.25524	0.25483	0.23245
F_i^{+2}	0.26870	0.25809	0.25443	0.21878

注: F^{-1} 、 F^0 、 F^1 、 F^2 分别表示企业并购前一年、并购当年、并购后一年、并购后两年样本公司的综合得分。

由此得出如下四个不同年度的综合得分函数。

第一时点(企业并购前一年):

$$F_i^{-1} = 0.28845Y_{i1} + 0.2859Y_{i2} + 0.25149Y_{i3} + 0.17415Y_{i4}$$

第二时点(企业并购当年):

$$F_i^0 = 0.26028Y_{i1} + 0.25865Y_{i2} + 0.25421Y_{i3} + 0.22686Y_{i4}$$

第三时点(企业并购后一年):

$$F_i^{+1} = 0.25748Y_{i1} + 0.25524Y_{i2} + 0.25483Y_{i3} + 0.23245Y_{i4}$$

第四时点(企业并购后两年):

$$F_i^{+2} = 0.26870Y_{i1} + 0.25809Y_{i2} + 0.25443Y_{i3} + 0.21878Y_{i4}$$

根据这四个综合得分函数,我们可以计算出并购样本企业并购前后相应年份的业绩综合得分。

(二) 全部样本的综合检验

本文对全部样本企业并购前后四个时间点之间的两两因子得分差进行检验,检验结果如表 2 所示。从表 2 可以看出,并购当年样本公司的业绩变化较大,说明并购事件对公司业绩的影响在当期具有较高的积极作用。这主要是由于我国的企业并购市场发展的时间不是很长,企业并购市场的竞争程度相对缓和,且并购在一定程度上会加大并购企业的市场占有率,因此对收购企业较为有利。

与以往的研究相比,本文扩大了并购后一年和并购后两年的数据样本量,这会使实证分析结果更加准确。由表 2 可见, $F^0 - F^{-1}$ 、 $F^1 - F^0$ 、 $F^2 - F^1$ 的均值分别为 0.555、-0.2374、-0.1205,由此可以看出,从并购后一年开始,企业的并购绩效呈现出逐年下降的趋势,在企业并购后的第二年, $F^2 - F^{-1}$ 下降为 0.1972,且显著性水平不高。因此,从整体来看,我国上市公司并购后的绩效效果并不理想,绩效并没有得到有效改善。

表 2 全部样本综合检验结果

F 差值	$F^0 - F^{-1}$	$F^1 - F^{-1}$	$F^1 - F^0$	$F^2 - F^{-1}$	$F^2 - F^0$	$F^2 - F^1$
样本量	256	256	256	159	159	83
均值	0.555 (0.583) ***	0.3177 (0.313)	-0.2374 (-0.510) *	0.1972 (0.213)	-0.3580 (-0.918) **	-0.1205 (-0.301)

注: F^{-1} 、 F^0 、 F^1 、 F^2 分别表示企业并购前一年、并购当年、并购后一年、并购后两年样本公司的综合得分; *、**、*** 分别表示双侧检验在 10%、5% 和 1% 的水平下显著。

(三) 并购类型对并购绩效的影响

根据并购企业与目标企业之间的行业关系,企业并购活动可划分为纵向并购、横向并购和混合并购三种类型。横向并购主要是为了实现规模经济,提高行业集中度,减少竞争对手,保持较高利润率。纵向并购是为了节约交易成本,降低产业流程风险以达到控制竞争对手的目的。混合并购则更多的是为了需求协同效应和产业效应,从而降低经营风险。2006 年至 2008 年样本公司的并购类型统计情况如表 3 所示。

传统理论认为,相关性强的横向并购和纵向并购要优于混合并购,但我国学者冯根福和吴林江、高良谋的研究结果显示,上市公司并购后的绩效在整体上具有先升后降的趋势,而且不同类型的企业并购在不同时期也存在差异^[6-7]。本文按照企业并购的三种类型对企业的并购绩效进行实证分析和比较,以检验传统假设和现有文献对企业并购绩效的适用性。本文的检验结果如表 4 和图 1 所示。

表 3 全部样本并购类型统计表

并购类型	2006 年	2007 年	2008 年	合计
横向并购	28	32	50	110
纵向并购	30	19	23	72
混合并购	25	25	24	74
合计	83	76	97	256

表 4 分类样本综合检验结果

F 差值	$F^0 - F^{-1}$	$F^1 - F^{-1}$	$F^1 - F^0$	$F^2 - F^{-1}$	$F^2 - F^0$	$F^2 - F^1$
横向并购 样本量	110	110	110	60	60	28
均值	-1.920 (-4.158) ***	-2.255 (-5.284) ***	-0.3354 (-0.689)	-0.2509 (-4.895) ***	-0.5887 (-1.175)	-0.2532 (-0.664)
纵向并购 样本量	72	72	72	49	49	30
均值	-1.744 (-4.451) ***	-1.629 (-1.9) *	0.1151 (0.187)	0.7391 (0.951)	2.4839 (3.457) ***	2.3687 (2.485) **
混合并购 样本量	74	74	74	50	50	25
均值	7.3734 * (1.440)	6.5260 (1.210)	-0.8474 (-0.489)	7.1865 (1.472) *	-0.1869 (-0.167)	0.6605 (0.550)

注: F^{-1} 、 F^0 、 F^1 、 F^2 分别表示企业并购前一年、并购当年、并购后一年和并购后两年的样本公司的综合得分;括号内的数值为 F 差值配对样本的 t 检验值; *、**、*** 分别表示双侧检验在 10%、5% 和 1% 的水平下显著。

1. 企业横向并购的绩效。从表 4 的检验结果来看,企业横向并购的效果很不理想。从各期情况来看,企业横向并购的绩效都要小于企业并购前的绩效,而且 t 检验值较大,绩效降低的效果明显。如果动态考察 $F^0 - F^{-1}$ 、 $F^1 - F^{-1}$ 、 $F^2 - F^{-1}$,企业并购活动的整体业绩表现不佳,特别是并购当年的业绩较之并购前一年出现明显的下降,这表明企业的并购行为在短期内(特别是当年)并不能为企业带来收益。并购企业绩效的整体情况在并购后一年有所改善,并购整体绩效有所上升,但仍未达到并购

前一年的整体效果。

2. 企业纵向并购的绩效。企业纵向并购当年和并购后一年的差值水平都小于零,从并购后第二年开始绩效开始回升,且最后超过并购前一年的绩效。因此,企业纵向并购的效果不是很理想,上市公司在并购当年不能从并购中享受收益。企业并购后绩效的改善需要经过一年到两年的时间才能显现出来。

3. 企业混合并购的绩效。企业混合并购在各期的绩效比并购当年都有较大的提升,尤其是 $F^0 - F^{-1}$ 在 90% 的置信水平下显著大于零,这说明混合并购后企业的绩效提升明显。从绩效提升幅度来看,混合并购后一年的绩效略微下降,并购后两年企业绩效又略微上升。总体而言,企业混合并购绩效在三种并购类型中是最好的。

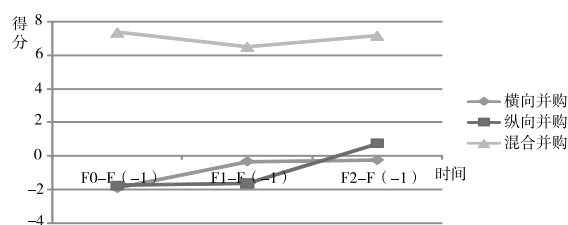


图1 分类样本综合检验图

四、结论及启示

（一）结论

本文通过实证检验发现,企业并购虽然是一种利于资源整合、迅速扩张经济规模的行为,但我国上市公司并购案例的成功率并不高,且预期并购效果不明显。究其原因,本文认为主要源于我国上市公司在实施并购活动中存在三个方面的问题。

1. 行政干预多于市场行为。我国上市公司在抉择企业并购行为时受到的行政干预往往过多,特别是对国有企业来讲,政府在其中既是社会管理者,又是企业的“所有者”,这极易给并购活动带来负面影响。反观西方发达国家的并购案例,其并购的动因往往源于追求企业利润最大化和迫于竞争压力等市场因素,并购抉择由企业董事会决议。相反,我国国有企业的并购行为多以消除过剩产能、卸掉财政包袱或处理亏损企业为出发点,市场化运作的并购活动较少。

2. 关于企业并购的相关法律体系不完善。我国在企业并购方面缺少健全的法律体系,在并购程序、并购合同条款、职工安置、并购后企业性质与产权归属、涉外企业并购等方面的内容都不全面,因此企业并购过程中出现的问题无依据可循。

3. 并购方的资源整合能力不足。我国上市公司并购当年业绩出现整体下降现象,这主要体现在并购方在并购当年并没有成功稳定供销渠道、内化市场交易、减少市场不确定性带来的风险和成本等环节或因素的影响,同时,并购方还缺少完善的法人治理结构以及相应的资产管理、监管和评估体系,由此导致并购优势并没有得到有效发挥。

（二）启示

针对存在的上述问题,为保证我国上市公司并购行为的顺利进行和提高并购成功率,本文提出三点政策建议。

1. 以市场为导向,减少行政干预。并购源于企业发展战略,是企业在考虑战略机会、追求协同效应、节约交易费用、分散风险和节约税负等并购优势的基础上,追求利润最大化或股东利益最大化而做出的企业发展决策。从宏观角度来看,企业并购也是优化社会资源配置、增强市场竞争、提高社会福利的必要途径。由此可见,企业并购是一种典型的市场行为,过多的行政干预往往由于政府无法准确把握市场动向、缺乏对并购主体的充分了解等原因而达不到预期效果,从而导致行政干预的并购抉择效果往往不如市场导向的并购决策。因此,政府在企业并购活动中必须尊重市场规律,以发挥市场在企业并购中的作用为主,将必要的行政干预与市场作用有机结合,让企业自主选择并购方向、对象和方式。

2. 构建完善的企业并购法律体系。政府部门应根据我国实际情况,借鉴西方发达国家的成功经

验,在企业并购程序、并购合同条款、职工安置、并购后企业性质与产权归属、涉外企业并购等方面构建完善的企业并购法律体系,使得企业并购做到有法可循,为企业并购创造优良的外部环境。

3. 增强并购方的资源整合能力。并购的目的在于发挥资源整合优势,资源整合的成败与否关系企业并购的成功与否。因此,我国上市公司在企业并购中应制定系统的整合规划和有效的整合执行计划;加强并购双方的沟通、交流和协调措施,以便使整合过程顺利进行;重视人员整合,特别是要调动被并购方员工的积极性,减少关键人员的流失,解决好并购双方的人员矛盾;重视被并购方的企业文化,增强双方企业文化的融合。此外,国家应完善上市公司法人治理结构,建立归属清晰、权责明晰、保护严格、流转顺畅的现代产权制度;建立健全国有资产管理与监管体系,加强审计、监督;建立科学的国有资产评估体系,强化中介机构的服务意识,并规范中介机构的行为。

参考文献:

- [1] Colangelo G. Vertical vs horizontal integration: pre-emptive merging[J]. The Journal of Industrial Economics, 1995, 43: 323 - 337.
- [2] Shleifer A, Vishny R W. Value maximization and the acquisition process[J]. The Journal of Economic Perspectives, 1988, 2: 7 - 20.
- [3] Bruner R F. The use excess cash and debt capacity as a motive for merger[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2002, 23: 199 - 217.
- [4] Brown D T, Ryngaert M D. The mode of acquisition in takeovers: taxes and asymmetric information[J]. The Journal of Finance, 1991, 46: 653 - 669.
- [5] Scherer F M. Corporate takeovers: the efficiency arguments[J]. The Journal of Economic Perspectives, 1988, 2: 69 - 82.
- [6] 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 - 68.
- [7] 高良谋. 购并后整合管理研究——基于中国上市公司的实证研究[J]. 管理世界, 2003(12): 107 - 114.
- [8] 陆桂贤. 我国上市公司并购绩效的实证研究——基于 EVA 模型[J]. 审计与经济研究, 2012(2): 104 - 109.
- [9] 周好文, 余志伟, 谢金静. 基于 R/S 分析法的我国沪深股市有效性实证分析[J]. 经济经纬, 2010(3): 130 - 133.
- [10] 李善民. 中国上市公司并购的长期绩效——基于证券市场的研究[J]. 中山大学学报, 2005(5): 80 - 87.

[责任编辑:王丽爱,杨凤春]

An Empirical Analysis on Chinese Listed Companies' M&A Performance: Based on the Experience of Listed Companies

SUN Jian, LIU Zheng

Abstract: Listed companies' M&A has played an important role in optimizing social stock capital allocation, restructuring enterprises and expanding business scale. Based on Chinese listed companies' M&A activities, choosing 256 M&A activities of China's listed companies during 2006-2008 as sample, we selected four periods, namely, the year before merger, the year on merger, the first year after the merger and the second year after the merger, to analyze the factors affecting the M&A of listed companies in China and the performance after merger through the establishment of a financial index system. The results show that although M&A is conducive to the integration of resources and the rapid expansion of economic scale, the success rate is not high in China's listed companies and the expected result is not obvious.

Key Words: M&A of listed companies; enterprise M&A performance; horizontal M&A; vertical M&A; hybrid M&A; reform of non-tradable shares