

不同动机导向下的公司并购行为及其绩效研究

章新蓉, 唐敏

(重庆工商大学 会计学院 重庆 400067)

摘要: 围绕“并购动机—并购行为—并购绩效”的研究思路, 采用因子分析法、非参数检验及回归分析, 研究不同动机导向下上市公司的并购行为, 以及对并购绩效的影响。研究结果表明, 以政策导向为主的国有控股上市公司和以市场导向为主的非国有控股上市公司在并购行为选择上存在差异, 最终导致其并购绩效也存在差异, 据此提出要提高上市公司的并购绩效, 需从并购动因导向和行为上进行引导, 即鼓励市场主导并购, 转变政府行为方式和引导企业合理选择并购方式。

关键词: 政策导向; 市场导向; 并购; 并购绩效

中图分类号: F276.6

文献标识码: A

文章编号: 1004-972X(2010)09-0083-05

在资本市场上, 上市公司不同的并购行为可能隐含着不同控制权下上市公司并购的不同动因, 公司并购绩效则是在不同动因驱动下行为选择的经济结果。本文通过分析不同动机导向下的并购行为, 检验其并购行为对公司并购绩效的影响, 进而为引导和规范我国上市公司的并购行为提供相关建议。

一、并购动机导向分析

并购过程是多种因素综合平衡和博弈的过程, 不同地区、不同时期的公司并购有着深刻的经济、社会、政治背景, 导致了并购动机的复杂性和多样性。本文将并购动机划分为政策导向和市场导向。政策导向是指国家宏观经济调控以及地方政府部门的行政干预, 而市场导向是指基于市场公平竞争机制的企业自主行为。宏观层面讲, 并购行为的不同动机导向主要体现在政策导向和市场导向上。随着我国经济体制改革的深入、社会主义市场经济体制的确立和不断完善以及政府行为方式的转变, 民营经济的迅速发展, 我国上市公司的并购行为也逐渐由政策导向朝市场导向转变。

微观层面讲, 不同导向动机主要体现在国有控股上市公司和非国有控股上市公司的不同并购行为上。现阶段, 国有控股上市公司的并购仍主要是以

政策导向为主的非市场化行为, 受政府的支配与干预; 而非国有控股上市公司的并购大多是以市场导向为主进行的企业自主行为。李善民和陈玉罡(2002)对我国证券市场 1999~2000 年间发生的 349 起并购事件进行研究, 发现大多数并购事件不是由双方企业真正的通过资本市场进行产权交易, 而是政府的介入。方芳等(2002)对 2000 年发生的 80 起并购事件进行研究, 发现国有控股的上市公司中, 并购并不是完全市场化行为, 还保留着一些非市场化的因素。

二、不同动机导向下的公司并购行为选择

公司的并购行为是公司在不同动机导向下的选择, 而并购行为选择结果反过来又可以证实行为选择的动机。本文主要考虑以下三种并购: 行业并购、关联并购和区域并购。本文先以 2006~2008 年间在深圳和上海两个证券交易所发生股权收购的上市公司为样本, 分析不同动机导向下上市公司的并购行为选择, 进而研究不同动机导向下的公司并购绩效。

(一) 样本选取

本文以 2006~2008 年间在深圳和上海两个证券交易所发生股权收购的上市公司为样本, 所选数

收稿日期: 2010-06-05

作者简介: 章新蓉(1958-), 女, 江西临川人, 重庆工商大学会计学院教授, 研究方向为会计理论与方法。

表 1 不同控股公司的并购行为模式样本构成表

并购行为模式	行业特性				关联特性				区域特性					
	同业并购		多元化并购		关联并购		非关联并购		同区域并购		跨区域并购		跨国并购	
	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例
2006 年														
国有	130	78.31	36	21.69	118	71.08	48	28.92	124	74.70	42	25.30	—	—
非国有	69	75.0	23	25.0	64	69.57	28	30.43	57	61.96	35	38.04	—	—
2007 年														
国有	71	82.56	15	17.44	48	55.81	38	44.19	64	74.42	22	25.58	—	—
非国有	46	76.67	14	23.33	34	56.67	26	43.33	39	65.0	21	35.0	—	—
2008 年														
国有	102	92.73	8	7.27	52	47.27	58	52.73	64	58.18	32	29.09	14	12.73
非国有	88	88.89	11	11.11	44	44.44	55	55.56	63	63.64	28	28.28	8	8.08

注：因 2006 年和 2007 年跨国并购很少，所以在表中没单独统计。

据来自于《CCER 上市公司资产交易数据库》、《CCER 一般上市公司财务数据库》和《中国证券网》。

根据本文研究的需要,在样本选取过程中主要遵循以下标准:一是交易类别为股权收购的上市公司;二是交易必须完成,并且公告披露交易原因;三是若同一公司一年内发生多次并购事件,以并购金额较大的一次交易为准;四是剔除 B 股、H 股和中小企业板块上市的样本以及被 ST 和 PT 的公司样本;五是由于金融业和保险业的特殊性,研究并购时剔除某一方为金融类和保险类上市公司的并购事件。

经过筛选,最后选取的样本并购事件总数为 613 起,其中国有控股上市公司并购事件 362 起,非国有控股上市公司并购事件 251 起;2006~2008 各年分别为 258、146 和 209 起。各年不同动机导向下的上市公司并购行为模式见表 1。

(二)不同动机导向下的并购行为特征描述

1. 并购数量的整体变化情况

2006 年,新《公司法》、《证券法》等相关法规相继出台,股权分置改革取得实质性成果,使并购活动开始活跃起来,共发生并购 1587 起,本文经过筛选后的样本数为 258 起;2007 我国经济发展出现了一定的通货膨胀,投资者对并购有所放缓,并购活动出现下降趋势,共发生并购 1080 起,本文经过筛选后的样本数为 146 起;2008 年,源于美国次贷危机的金融风暴使得资本市场面临严峻考验,然而随着这场金融危机的加深,全球兴起了第五次并购的新一轮浪潮,我国企业并购热潮也正悄然而至,2008 年共发生并购 1398 起,本文经过筛选后的样本数为 209 起。

2. 并购行为特征分析

(1)上市公司的行业并购行为。三年来我国上市公司的行业并购呈现同业并购趋势,同业并购比

例达到 80%以上。这表明:在国家宏观政策的引导之下我国企业正在转变发展模式,开始注重产业优化升级,试图通过并购相关产业来提升与加强企业自身的核心竞争力。同时,2006~2008 年的数据显示,非国有控股上市公司的多元化并购行为比例三年来都高于国有控股上市公司。这表明许多非国有控股上市公司开始追求规模扩张和多元化发展,争取做大做强以分散经营风险,尽管受金融危机的影响,仍有不少非国有控股企业选择了多元化并购。

(2)上市公司的关联并购行为。2006 年到 2008 年,上市公司的关联并购行为出现明显的变化,2006 年国有与非国有控股上市公司的关联并购都在 70%左右,而 2007 年都降到了 55%左右,2008 年则降到了 45%左右。这一变化表明,2006 年我国新颁布的《公司法》和《证券法》对一些不合法的关联交易取得了良好的监督和管制作用,有效地抑制了部分不合法的关联交易。

从不同动机导向下的关联并购行为来看,国有控股上市公司的关联并购行为还是要稍多于非国有控股上市公司。尽管国有控股上市公司和非国有控股上市公司都存在大股东通过关联并购侵害中小股东利益的动机和能力,但因监管力量和法律约束更难以限制国有控股上市公司的终极控制人的权力,因此相对于非国有控股上市公司而言,国有控股上市公司并购的关联特性更加明显。

(3)上市公司的区域并购行为。近几年我国上市公司的跨区域并购呈现出两大特点,一是并购区域正在从东部向西部扩展,二是从国内向国外发展。原因在于西部大开发为东部企业向西部扩张带来了良好的发展机遇,金融危机为我国企业向海外扩展提供了良好的时机。

(三)并购行为选择小结

由并购行为特征描述分析可知,由于受我国宏观政策和外部环境的影响,我国上市公司的并购行为正逐渐趋于一致,同业并购逐渐增多,关联并购减少,跨区域并购增加,但国有控股上市公司和非国有控股上市公司在具体并购行为选择上还是存在一定的差异,从而使得不同动机导向下的公司并购绩效存在差异。

三、样本选择、变量描述和回归模型建立

(一)样本选择

本文以2006年发生股权收购的公司为样本研究不同动机导向下的并购行为对公司绩效的影响,其财务指标涵盖期间为2005~2008年。为了保证公司并购绩效不受公司连续并购的影响,样本选取标准再考虑剔除以上公司在2005年、2007年和2008年发生并购,且财务数据奇异的公司。经过筛选之后,满足条件的样本公司83家,其中国有控股上市公司56家,非国有控股上市公司27家。

(二)变量选取

1. 综合绩效变量

对上市公司综合绩效的评价采用因子分析法,选取每股收益、每股经营性现金流量、净资产收益率、总资产报酬率、主营业务利润率、托宾Q值6个指标作为因子变量。

2. 解释变量

本文解释变量为不同动机导向下的并购行为模式变量,即国有和非国有控股上市公司的并购行业特性(Industry)、关联特性(Relation)和区域特性(District)。

3. 控制变量

除了并购的动机导向和行为模式变量外,还有其他因素也影响着公司的并购绩效。为了更正确地研究不同动机导向和并购行为对并购绩效的影响,本文还加入财务杠杆(Lev)、成长性(Growth)、规模(Scale)和经营水平(RunLevel)作为控制变量。

(三)回归分析模型

$$\Delta F = \beta_0 + \beta_1 \text{Industry} + \beta_2 \text{Lev} + \beta_3 \text{Growth} + \beta_4 \text{Scale} + \beta_5 \text{Runlevel} + \beta_6 \text{Year} + (\beta_7 \text{Control}) + \epsilon \quad (1)$$

$$\Delta F = \beta_0 + \beta_1 \text{Relation} + \beta_2 \text{Lev} + \beta_3 \text{Growth} + \beta_4 \text{Scale} + \beta_5 \text{Runlevel} + \beta_6 \text{Year} + (\beta_7 \text{Control}) + \epsilon \quad (2)$$

$$\Delta F = \beta_0 + \beta_1 \text{District} + \beta_2 \text{Lev} + \beta_3 \text{Growth} + \beta_4 \text{Scale} + \beta_5 \text{Runlevel} + \beta_6 \text{Year} + (\beta_7 \text{Control}) + \epsilon \quad (3)$$

模型中的被解释变量 ΔF 为上市公司并购的综

合绩效,由于本文考虑了并购的长期绩效,所以在进行回归分析时将年份加入模型中以考虑并购后各年的并购行为对绩效的影响。每个模型扩号中的变量表示控制人的类型,主要用于分析整个样本时所加入的变量。 β_0 为截距, $\beta_1 \sim \beta_6$ 为系数, ϵ 为残差。模型(1)、(2)、(3)分别表示行业并购行为、关联并购行为和区域并购行为对公司并购绩效的影响。

四、不同动机导向下的并购行为绩效实证研究

(一)并购绩效统计分析

1. 不同动机导向下的公司并购绩效

本文并购绩效是用并购后一年与并购前一年的经营绩效之差来衡量,反映公司并购获得的超额收益。表2表明,国有控股上市公司并购当年和一年后,业绩平均值分别下降0.0814和0.7738,两年后业绩平均值增长0.3537;而非国有控股上市并购当年和两年后平均值分别增长0.8922和0.0947,一年后下降了0.4153。2007年96%的公司业绩下降,应该是受到外部经济环境影响。样本非参数检验表明非国有控股上市公司的并购绩效明显要好于国有控股上市公司

表2 并购绩效的非参数检验统计表

	$\Delta F_0 = F_0 - F_1$		$\Delta F_1 = F_1 - F_0$		$\Delta F_2 = F_2 - F_1$	
	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有
N	56	27	56	27	56	27
Mean	-0.0814	0.8922	-0.7738	-0.4153	0.3537	0.0947
Percent of up	21.43%	100%	3.57%	3.70%	76.79%	74.07%
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.000		0.000		0.022	

2. 不同行为模式下的公司并购绩效分析

(1)行业并购绩效。表3表明,整个上市公司的多元化并购所取得的超额收益均值大于同业并购,其中,国有控股上市公司的多元化并购超额收益大于同业并购,而非国有控股上市公司正好相反。而T检验结果却显示整个上市公司同业并购绩效与多元化并购绩效没有显著差异,但国有控股上市公司的同业并购绩效与多元化并购绩效间的差异越来越明显。

(2)关联并购绩效。T检验结果表明无论是国有控股上市公司还是非国有控股上市公司,其关联并购绩效与非关联并购绩效间没有显著性差异,且均值变化也相似。

(3)区域并购绩效。表3表明,整个上市公司跨

区域并购绩效明显好于同区域并购绩效。其中,国有控股上市公司的跨区域并购长期绩效明显优于同区域并购长期绩效,而非国有控股上市公司的同区域并购与跨区域并购之间的绩效没有显著性的差异。

表 3 不同并购行为下的公司并购绩效

行业并 购绩效	同业并购(多元化)			关联并购(非关联)			同区域并购(跨区域)		
	整体	国有	非国有	整体	国有	非国有	整体	国有	非国有
△ F ₀	均值 0.2186 (0.2915) sig	-0.1128 (0.8748) 0.299	0.8972 (0.2533) 0.726	0.2353 (0.2533) 0.600	-0.0790 (-0.0893) 0.594	0.9467 (0.7629) 0.339	0.1466 (0.4811) 0.274	-0.1206 (0.0788) 0.146	0.8983 (0.8834) 0.961
△ F ₁	均值 -0.6024 (-0.8419) sig	-0.6988 (-1.0219) 0.067	-0.4049 (-0.4518) 0.771	-0.6702 (-0.6188) 0.950	-0.7648 (-0.8026) 0.503	-0.4567 (-0.3185) 0.426	-0.6923 (-0.5600) 0.216	-0.7671 (-0.8012) 0.543	-0.4818 (-0.3187) 0.256
△ F ₂	均值 0.1952 (0.5193) sig	0.2329 (0.7531) 0.039	0.1181 (0.0127) 0.243	0.2876 (0.2158) 0.745	0.3691 (0.3026) 0.808	0.1031 (0.0748) 0.633	0.1891 (0.4923) 0.244	0.2049 (0.9624) 0.004	0.1446 (0.0221) 0.402

(二)回归分析

本部分将通过回归分析来检验不同动机导向下的并购行为与并购绩效的关系。回归分析的因变量为并购绩效,自变量为不同动机导向下的并购行为以及控制变量,分别通过模型(1)、模型(2)和模型(3)进行线性回归分析。

(1)整个上市公司并购绩效与并购行为关系。回归分析表明上市公司的并购绩效与行业并购、关联并购和区域并购间没有明显的关系,反而与控股人性质、并购时间长短以及公司的经营水平显著相关。表4中的数据表明国有控股上市公司的并购绩效明显比非国有控股上市公司的并购绩效差;而随着主并公司对目标公司的逐渐整合,其绩效逐渐呈现上升趋势。此外,公司的经营水平正向影响着公司的并购绩效。

(2)国有控股上市公司并购绩效与并购行为关系。三个回归方程的自变量中只有区域并购行为与国有控股上市公司的并购绩效显著相关,且系数为负,表明国有控股上市公司的跨区域并购绩效优于同区域并购绩效。控制变量中公司的成长性、经营水平和并购后的年限在0.05水平下存在显著性的正相关关系,表明成长状况越好、经营能力越强的国有控股上市公司取得并购绩效越好,而且随着时间的推移并购绩效增长的幅度越明显。对于公司的规模,虽然与并购绩效的相关性不明显,但规模越大的公司其并购绩效越好。

(3)非国有控股上市公司并购绩效与并购行为关系。非国有控股上市公司的并购绩效与这三个自变量间的相关性都不明显,只与公司的经营水平显著相关。

表 4 回归分析结果

		Constant	Ind/ Rel / Dis	Lev	Growth	Scale	Runlevel	Year	Control
行业并 购	整体	B	0.048	-0.064	0.101	0.008	0.507	0.397	-0.191
	T	0.04	0.410	0.322	0.088	0.892	0.000	0.000	0.002
	国有	B	0.065	0.364	0.183	0.011	0.448	0.571	
	T	0.001	-0.070	0.365	0.013	0.884	0.000	0.000	
	非	B	0.089	-0.052	-0.107	-0.074	0.759	0.032	
	T	0.727	0.326	0.511	0.209	0.407	0.000	0.796	
关联并 购	整体	B	0.057	-0.052	0.109	0.010	0.516	0.386	-0.189
	T	0.014	0.346	0.417	0.068	0.871	0.000	0.000	0.002
	国有	B	0.000	-0.062	0.185	0.006	0.454	0.574	
	T	-0.033	0.652	0.423	0.013	0.933	0.000	0.000	
	非	B	0.145	-0.012	-0.087	-0.052	0.795	0.055	
	T	0.367	0.097	0.822	0.305	0.535	0.000	0.655	
区域并 购	整体	B	0.112	-0.045	0.100	-0.004	0.498	0.374	-0.169
	T	0.034	0.061	0.476	0.087	0.952	0.000	0.000	0.007
	国有	B	0.173	-0.046	0.184	-0.009	0.437	0.563	
	T	0.003	0.015	0.541	0.011	0.900	0.000	0.000	
	非	B	0.022	-0.029	-0.103	-0.051	0.732	0.008	
	T	0.393	0.790	0.736	0.230	0.555	0.000	0.949	

五、研究结论与相关建议

(一)研究结论

(1)对于上市公司的并购行为,总体上国有控股上市公司和非国有控股上市公司的并购行为选择基本一致,即同业并购多于多元化并购,关联并购多于非关联并购,同区域并购多于跨区域并购。对于具体的行为选择国有与非国有控股上市公司在区域选择上有着明显的差异,即国有控股上市公司受到地方保护主义的干预更大。

(2)对于上市公司的并购绩效,总体上并购绩效与上市公司的并购动机导向显著相关,与并购行为选择相关性不显著。检验结论得出无论是并购的短期绩效还是长期绩效,非国有控股上市公司都明显好于国有控股上市公司。

对于国有控股上市公司而言,同业并购多于多元化并购,但多元化并购绩效均值大于同业并购绩效均值,说明国有控股上市公司进行多元化并购是为了获得协同效应;关联并购绩效与非关联并购绩效间没有显著的差异,说明国有控股上市公司进行关联并购的目的在于保住上市公司的壳资源而进行报表重组,实现报表利润;跨区域并购绩效明显好于同区域并购绩效,表明国有控股上市公司一旦跨区域并购成功,将会创造更高的价值。

对于非国有控股上市公司而言,同业并购绩效均值大于多元化并购绩效均值,表明非国有控股上市公司由于规模、资金的限制,在进行多元化扩张时存在一定的风险性,并且大股东有可能通过多元化扩张侵害中小股东利益;尽管非国有控股上市公司

很少进行关联并购,一旦进行便存在大股东通过合法化的手段对中小股东利益实行掏空,从而损害公司价值;同区域并购绩效与跨区域并购绩效没有显著差异,表明公司同区域并购和跨区域并购同样能够创造价值。

综上可知,在我国现行的经济制度背景下,公司并购主要是以政府政策导向为主的非市场化行为,尤其是地方政府对公司并购实行过度行政干预,具有浓烈的地方主义色彩,有悖市场经济的发展规律,从而导致其并购绩效低下。

(二)相关建议

过去几年,我国并购市场的交易宗数一直持续增长,但主要是政府主导的国有企业非市场化行为。如果能让中国的并购市场真正焕发生机,必须打破垄断,允许民间资本、民营企业进入,并以市场化的方式进行。政府在并购中的行为应该从政府直接干预向政策引导转变,制定和完善并购法律制度,对企业的并购行为进行引导和规范,监督规范中介机构的行为,为企业并购创造良好的社会环境。

对于行业并购,企业应遵循国家宏观政策引导,转变发展模式,注重产业优化升级,通过并购相关产业来提升与加强企业自身的核心竞争能力,实现企

业可持续发展,而不是盲目地进行多元化扩张。对关联并购选择,我国《公司法》和《证券法》的实施应该对一些不合法的关联交易进行更严格的监督和管制,抑制不合法的关联交易;对区域并购选择,地方政府部门应减少行政干预,加强地区间的合作与交流,遵循企业自愿和市场规律,这样才能真正让中国的并购市场焕发生机。

参考文献:

- [1] 余光,杨荣.企业购并股价效应的理论分析和实证分析[J].当代财经,2000,(7).
- [2] 宋建波,沈浩.管理者代理动机与扩张式并购绩效的实证研究[J].财经问题研究,2007,(2).
- [3] 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).
- [4] 李善民,陈玉罡.上市公司兼并与收购的财富效应[J].经济研究,2002,(11).
- [5] 方芳,阎晓彤.中国上市公司并购绩效与思考[J].经济理论与经济管理,2002,(8).
- [6] 赵具安.企业购并中目标企业定价研究[J].西安财经学院学报,2009,(2).
- [7] 刘芳.上市公司并购绩效与其影响因素关系研究[D].南京:南京理工大学,2007.

Different Motivation-oriented Merger and Acquisition Behaviors and Performance Study

ZHANG Xin-rong, TANG Min

(School of Accountancy, Chongqing Technology and Business University, Chongqing 400067, China)

Abstract: This paper follows the route of "M & A driven motive — corporate M & A behavior — M & A performance", using factor analysis, non-parametric test and regression analysis to study the listed companies' behavior on M & A from the different motive and its impact on M & A performance. The results show that there are some differences in the choice of M & A mode between the government policy-oriented companies and market-oriented companies, therewith their gains are also different. Thus, several measures should be adopted in order to improve the M & A performance. First, the enterprises should be guided to M & A orientation, namely the market-driven M & A should be reinforced and the behavior of government should be changed. Secondly, choice of M & A behavior of enterprises should be optimized reasonably.

Key words: policy-oriented; market-oriented; M & A; acquisition performance

(责任编辑:杨国玉)