

我国民营上市公司并购行为对财务绩效影响的实证研究

赵红英, 戚啸艳, 李晶, 胡汉辉

(东南大学经济管理学院, 江苏南京, 210096)

摘要: 并购是企业扩张过程中常用的手段, 民营上市公司亦然。并购行为对企业绩效的影响一直是理论界与实务界关注的热点问题。基于企业并购理论, 结合民营上市公司的特征, 以我国民营上市公司的数据为研究样本, 运用因子分析、多元线性回归等方法研究民营上市公司并购扩张行为对企业财务绩效的影响, 研究结果表明: 我国民营上市公司的并购行为为股东创造价值的效果不明显, 对公司财务绩效亦未体现正向的影响。因此, 民营上市(或非上市)公司在扩张过程中不仅应关注扩张的量, 更应关注扩张的质, 应着力于公司核心能力的提升、公司治理的规范等。

关键词: 民营上市公司, 并购, 财务绩效

中图分类号: F253

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2008)01-0089-06

民营企业历经了近30年的发展, 已成为我国经济的重要组成部分。然而, 我们不难发现, 民营企业生命周期短暂似乎已是普遍现象。究其原因, 扩张冲动难辞其咎。随着大批民营企业进入证券市场, 民营上市公司^①已成为我国证券市场上的一个重要组成部分。作为上市公司, 在信息披露和公司治理上都较非上市公司更为规范, 此外, 民营上市公司除具有民营企业的普遍性特征外, 作为民营企业发展到一定阶段, 有足够的实力进入资本市场的资本组织形式, 亦具有自己的特点。因此, 民营上市公司的并购扩张是民营企业并购扩张的一个重要研究视角。本文基于企业并购理论, 结合民营企业的特征, 以我国民营上市公司的数据为研究样本, 运用因子分析、多元线性回归等方法分析民营上市公司并购扩张行为对企业财务绩效的影响程度, 旨在为民营上市公司的并购扩张提供参考。

一、民营上市公司的特点及其扩张行为

随着大批民营企业进入证券市场, 民营上市公司已成为我国证券市场上的一个重要组成部分。作为上市公司, 在信息披露和公司治理上都较非上市公司更为规范, 此外, 民营上市公司除具有民营企业的普遍性特征外, 作为民营企业发展到一定阶段, 有足够的实力进入资本市场的资本组织形式, 亦具有自己的特点。因此, 民营上市公司的并购扩张是民营企业并购

扩张的一个重要研究视角。

上市公司的股权结构和股权性质将对公司的绩效产生影响。从股权结构来看, 我国民营上市公司股权集中度比非民营上市公司分散, 其中通过买壳方式或管理层收购方式转变而来的民营上市公司的股权集中度更加分散。当股权分散时, 如果民营上市公司的经理人员是控股股东本人, 此时对经理人员的监督则成为非常严重的问题。民营上市公司的法人股比例显著高于非民营上市公司, 流通股比率略高于非民营上市公司, 大部分民营上市公司拥有最终控制人, 控制权与所有权分离的现象比较普遍。从股权性质来看, 我国民营上市公司第一大股东属于非国有性质, 不存在“所有者”缺位的情况, 因而经营者的利益与股东的利益一致性较其他所有制企业要高, 法人股东持股水平较高有利于民营上市公司的监督和代理权竞争机制, 具有利益趋同效应, 但另一方面, 民营上市公司的法人股持有者有明确的利益导向, 法人股东在其持股水平较高的情况下, 极易采取与上市公司整体目标不一致的行为, 存在利益侵占动机, 表现在并购上, 则为并购的内幕交易问题。这样的利益侵占动机, 也会发生于控制权大于所有权的最终控制人^[1]。

民营上市公司的这些特点, 都会对民营上市公司并购扩张的绩效产生影响, 本文试图以并购后股价和财务指标的反应, 以实证数据考察民营上市公司的并购扩张的特点, 并根据实证研究的结果提出相关政策和建议。

收稿日期: 2007-04-30; 修回日期: 2007-12-20

作者简介: 赵红英(1968-), 女, 湖南湘潭人, 东南大学经济管理学院博士研究生, 主要研究方向: 管理科学与工程。

二、研究设计

(一) 理论回顾与研究设计

理论界将企业并购扩张问题作为独立研究对象进行研究,是在20世纪60~70年代伴随着第一次企业并购浪潮展开的。关于企业并购问题的研究最早可以追溯到Dewing的研究,Dewing分析了35起并购。他认为企业并购的收益在并购前往往被高估(35家中只有5家的并购取得了预期的收益;并购当年能取得较高收益,而长期比如十年的并购收益则低于预期75%)^[2]。对企业并购问题的理论研究始于Igor Ansoff提出的并购协同理论。他认为企业可以通过多元化并购或一体化并购,将不同业务单位的某些共同职能活动集中起来,利用较少的投入资源完成同样的、甚至更多的业务量,从而获得1+1>2的效应,该理论一经提出便成为指导并购活动的基本理论之一^[3]。在企业并购绩效问题上,Kelly第一次使用证券市场价格的变化来衡量企业兼并收益率^[4],而Weston和Mansinghk是最早采用财务指标法进行研究的学者^[5]。

自20世纪60年代至今这40多年的时间里,国外理论界就企业并购动因、企业并购方式、企业并购效应、企业并购绩效的规范和实证研究层出不穷,积累了大量的研究成果。其中,企业并购绩效研究是并购研究中一个重要的领域,他主要包括三个方面的研究:①并购活动对并购后企业绩效的影响;②并购特征与并购后企业绩效的关系;③并购后整合、管理与并购后企业绩效的关系^[6]。从方法来看,既有采用规范方法的研究,也有采用实证方法的研究,其中,采用实证方法的研究又可分为采用事件研究法的研究和采用财务指标法的研究。事件研究法(Event Study)又称作股票价值法,这一研究方法基于效率市场理论假设,假定在并购宣告期间市场会在并购双方公司的股价上反映预期的运营绩效收益,通过分析并购宣告日前后股票价格的变化来评价并购的绩效。财务指标法(Accounting Study)又称会计指标法,通过研究企业会计报表中反映的利润率、资产增长率、总资产收益率、净资产收益率等财务指标在并购前后的变化来评价并购的绩效。在运用事件研究法进行研究的时候,即使目标公司在并购后不存在,我们仍可以通过并购前其股价反应计算出其股东可以获得的累积超额收益。而财务指标法必须将公司并购前后的财务指标进行比较方能得出研究结论,对于目标公司,特别是吸收合并中的目标公司,由于并购后财务资料获得的困难性(进

入了并购公司的合并报表),运用财务指标法进行研究往往存在困难。因此,西方目前运用财务指标法对并购问题进行的研究多围绕并购公司展开。本文将采用财务指标法对发生了并购的民营上市公司的绩效进行检验,分析并购这种扩张行为对公司绩效的影响,然后根据检验的结果进一步分析并购绩效的影响因素,以及影响的程度。

(二) 研究假设

根据并购动因理论,并购的协同效应是指企业通过并购,其获利能力将高于原有各企业的总和^[7],应包括经营协同效应、财务协同效应和管理协同效应。经营协同效应包括两种形式:收入的提高和成本的降低。收入提高协同效应是一种“收入提升机会(revenue-enhancing opportunity, REO),通过将并购双方的两种独有特性相结合而成,这种机会能够给企业带来短期和长期的收入的改善”^[8]。成本降低协同效应则是由于并购实现了规模经济(economies of scale)。而财务协同效应是指公司并购后,由于税收、会计处理、证券交易等方面为公司带来的利益^[9]。管理协同理论则基于企业可以获得的作为生产投入要素的人力资本可以给并购方企业带来管理效益的前提。Frank and Donald的实证研究支持并购可以达成规模经济的说法,它们发现企业控制权发生变化之后工厂的运营效率有所提高^[10]。当企业边际组织费用增加额小于企业边际交易费用的减少额时,并购可以降低交易费用,“这种节省是以更低的交易成本体现出来的”^[11]。本文将分别就民营上市公司的盈利能力、营运能力、成长能力和财务状况这几个方面来对并购前后的财务绩效指标进行分析,以考察我国民营上市公司的并购是否实现了这样的并购效应,据此本文提出假设1:

假设1: 民营上市公司的并购行为对其财务绩效具有正向影响

并购本身是一个战略决策和执行的过程,并购本身以及并购方的一些因素会对并购的绩效产生影响。根据并购动因理论,相关并购(横向并购和纵向并购)可以使并购方公司获得生产要素、销售渠道以及市场份额的提升等资源,使并购方公司的原有资源得到更充分的运用,从而营运能力得到提升,所以相关并购与非相关并购相比,应该能为并购方创造更多的并购价值;而规模经济效益为企业提供的成本优势使规模较大的企业能够保持较高的盈利能力;股权收购由于同时承担被并购方的债务,在并购整合上要比资产收购存在更大的风险;股权结构亦会对公司的经营决策产生重要影响,进而影响到其经营业绩。据此,本文提出研究假设2:

假设 2: 并购方民营上市公司的财务绩效表现受不同因素的影响

假设 2-A: 从事相关并购的绩效表现高于非相关并购;

假设 2-B: 并购规模对并购方绩效表现有正向影响;

假设 2-C: 从事资产收购的绩效表现优于股权收购;

假设 2-D: 股权集中度对主并公司绩效表现有正向影响。

(三) 研究方法和变量说明

目前, 用于企业并购研究的研究方法主要有: 事件法、财务指标法、调查法和案例法^[12], 其中, 事件法和财务指标法是实证研究中最普遍的方法。实证研究探讨上市公司业绩变化的切入点一般有二点: 一是股价波动, 二是企业相关财务指标的变化。前者是通过企业在事件发生前后股票价格的异常波动的方向来衡量企业绩效的变化, 称为事件法; 后者是通过事件发生前后年度相关财务指标的变化来判定事件对企业绩效的影响方向, 称为财务指标法。事件法的研究依赖有效市场假设, 而在我国, 市场的有效性本身存在着争议, 许多学者认为运用这种方式考察并购重组对公司业绩的影响并不适应中国国情。财务指标法假设公司经由并购重组, 其基本面的变化必然反映至公司的财务报表, 研究公司财务数据的变化, 可以考察并购重组对公司基本面的改善情况。本文采用财务指标法来研究民营上市公司的并购绩效。

1. 因子分析

上市公司的财务报表是上市公司全部重要信息的浓缩反映, 而财务指标是诊断上市公司经营业绩的重要工具。本文所选取的绩效指标主要是基于这样几个方面的考虑: ①企业绩效的衡量应综合考虑盈利能力和企业运营状况等因素; ②指标选取过多会造成不必要的重复。本文对上市公司经营业绩的综合评价包括盈利能力评价、营运综效评价、成长能力评价和财务综效评价四大方面 10 项财务指标。

企业的财务绩效指标间往往存在一定的相关性, 同时, 不同的指标反应的为企业绩效情况的不同方面, 因此, 本文的数据分析方法首先采用因子分析法, 对样本公司的财务指标进行处理, 以因子分析得到的综合绩效得分值来检验我国民营上市公司并购前后绩效变化的情况, 然后运用多元线性回归法分析假设中各影响因素对并购绩效的影响程度。

表 1 本文财务绩效评价指标

盈利能力	每股收益
	销售毛利率
	销售净利率
	净资产收益率
营运综效	固定资产周转率
	总资产周转率
成长能力	主营业务收入增长率
	总资产增长率
财务综效	流动比率
	速动比率

2. 并购方经营绩效影响因素的回归分析

本文将建立多元线性回归模型, 用以对假设 2 中提出的民营上市公司并购绩效的可能影响因素进行分析。回归模型为:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{i=1}^n \beta_i X_{it} + \varepsilon$$

Y_{it} 为第 i 个因变量在第 t 家企业的观察值, 在此为企业并购前后的综合绩效得分; X_i 为第 i 个自变量, 其含义见表 2; α_i 为截距项; β_i 为回归系数

表 2 本文假设的并购绩效影响因素

变量	含义	说明
X_1	是否相关并购 (虚拟变量)	相关并购: 1
		非相关并购: 0
X_2	并购规模	并购交易总额/主并方并购前一年总资产
X_3	并购业务类型 (虚拟变量)	资产收购: 0
		股权收购: 1
X_4	股权集中度	并购方公司前三大股东持股比例之和

注: 股东持股比例选用并购前 3 年值的平均

(1) 解释变量: 研究假设中提出的并购绩效影响因素

(2) 被解释变量: 并购前后绩效差值(这里用并购前三年和并购当年绩效得分的平均值和并购后 3 年绩效得分的平均值的差值作为并购绩效)

$$F = F_b - F_a$$

F_b 为样本在并购前 3 年和并购当年的平均绩效值; F_a 为样本在并购后 3 年的平均绩效值。

3. 样本选取

本文的样本筛选条件如下。

(1) 并购方为在上海证券交易所和深圳证券交易所

所公开交易的民营上市公司,以确保能完整取得并购方的相关资料^[13];

(2) 并购性质为吸收合并、资产收购或股权收购,为确保财务资料的完整取得,暂不将新设合并纳入样本范围;

(3) 并购宣告必须在具有正式法律效力的媒体上刊载,必须确实完成并购计划;

(4) 为全面考察并购前后财务指标的变化情况,本文指标数据的分析区间为并购前3年至并购后3年,因此样本必须保证并购发生前3年、当年、后3年的财务数据完整;

(5) 样本企业在并购前与并购后没有出现信用问题,以保证财务数据的真实性;剔除这期间内发生主营业务更换的公司;剔除垄断行业企业,如电力、石油,等;剔除被披露涉及财务造假的公司;

(6) 并购活动所涉及金额均在500万元人民币以上,剔除并购规模小于主并方总资产5%的公司,以确保并购活动对企业的发展产生影响;

(7) 选择并购当年只发生了一起并购事件的公司,除非发生的另一起并购事件涉及的资产规模小于500万元;2000~2002年间发生多起并购但满足以上条件的,选择并购金额最大的一起;剔除样本考察期间内发生多起规模相似并购事件的上市公司;

(8) 剔除未公布具体转让比例或转让结果的股权转让类重组上市公司、金融类上市公司。

基于上述筛选条件,本文选定2000~2002年间发生并购行为的沪深两市39家民营上市公司为研究样本。

三、研究结果

(一) 财务绩效的因子分析

本文采用表1中10项财务指标对样本公司并购前3年、并购当年、并购后3年的指标数据进行因子分析。根据因子载荷矩阵,可以得出综合得分函数(有缺失值的样本将不进入因子分析)。

1. 公共因子的提取

样本的KMO值为0.651,巴利特球度检验给出的相伴概率为0.000,拒绝零假设,认为适合因子分析。因子分析后提取出5个公共因子,5个因子的特征值分别为0.29190、0.16252、0.13501、0.10904、0.08846,累计方差贡献率为78.693%,表明已能反应所选财务指标的大部分信息。得到因子得分模型:

$$F = 0.29190F_1 + 0.16252F_2 + 0.13501F_3 + 0.10904F_4 + 0.08846F_5$$

表3为方差极大法对因子载荷矩阵旋转后的结

果。经过旋转处理后,可以看出,第1个因子基本上反映了销售净利率、净资产收益率和每股收益;第2个因子基本上反映了流动比率和速动比率;第3个因子基本上反映了总资产周转率;第4个因子基本上反映了固定资产周转率和主营业务收入增长率;第5个因子基本上反映了总资产增长率。

表3 样本旋转后因子荷载矩阵

财务指标	荷载值				
	F ₁	F ₂	F ₃	F ₄	F ₅
销售毛利率/%	0.317	0.079	-0.735	0.014	0.139
销售净利率/%	0.827	0.125	-0.142	-0.008	0.008
净资产收益率/%	0.863	0.074	-0.003	0.037	0.078
每股收益/元	0.856	0.120	0.082	0.075	0.222
固定资产周转率/次	0.065	0.058	0.189	0.794	-0.231
总资产周转率/次	0.192	-0.023	0.828	0.097	0.149
主营业务收入增长率/%	0.014	-0.065	-0.095	0.781	0.302
总资产增长率/%	0.197	0.074	0.032	0.031	0.910
流动比率/倍	0.138	0.951	0.001	0.003	0.028
速动比率/倍	0.126	0.945	-0.100	-0.009	0.055

根据因子荷载矩阵,本文采用最小二乘法对因子得分进行了估计,结合综合指标评价函数,得到样本各年度的绩效得分值。用X_i(1≤i≤10)依次代表表1中10项财务指标,得到公共因子的得分系数矩阵如表4。

表4 因子得分系数矩阵

财务指标	F1	F2	F3	F4	F5
X1	0.0930	-0.0403	-0.5648	0.0596	0.0783
X2	0.3947	-0.0436	-0.0749	-0.0376	-0.1729
X3	0.4067	-0.0712	0.0277	-0.0219	-0.1102
X4	0.3664	-0.0406	0.0925	-0.0078	0.0382
X5	0.0370	0.0519	0.0751	0.6455	-0.3095
X6	0.0911	0.0070	0.6463	-0.0252	0.1033
X7	-0.0976	-0.0420	-0.1590	0.6297	0.2647
X8	-0.1087	0.0001	0.0274	-0.0468	0.9058
X9	-0.0611	0.5385	0.0602	0.0051	-0.0215
X10	-0.0750	0.5300	-0.0191	0.0045	0.0104

2. 并购样本综合评分分析(见表5)

表5 样本绩效得分差值情况

Test Value = 0				
绩效得分差值	T 值	Sig. 值	均值	正值比率
F*	-2.459	0.019	-0.150	0.359

注: *代表在 5% 水平下显著 (2-tailed)

F 得分均值为负值, 且正值比率小于 0.5, 说明大多数民营上市公司在并购后的绩效并未比并购前有所改善。假设 1 不成立。

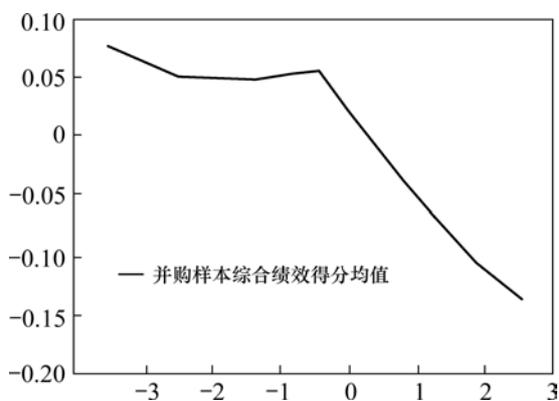


图1 并购样本综合绩效得分均值情况

总体样本绩效得分平均值在并购前一年下降, 并购当年有所提升, 但效果不能得以维持, 绩效得分在并购后开始逐年下降。说明民营上市公司可能将并购作为提升业绩的手段, 但由于公司的管理能力和并购整合等原因, 并购并不一定能给并购方民营上市公司带来持续业绩的提升。

(二) 绩效影响因素的回归分析

经过相关性检验, 回归模型解释变量间不存在明显的相关性, 从进一步进行回归分析的结果可以看出, 本文研究假设中的各因素对民营上市公司并购绩效没有明显的影响。作者认为, 这是由于一方面这与本文绩效得分是经过因子分析的处理得到, 而非直接数据有关。另一方面, 并购后企业业绩的提高是来源于管理和业务整合等实际操作层面的改善和有效降低成本带来的收益, 比如, 企业文化的差异主要表现为价值观念的差异、经营思想的差异、管理模式的差异以及企业习俗的差异。而文化差异的存在就意味着企业并购中存在着潜在的文化风险, 即由于并购企业双方在文化上的差异和冲突使并购的实际结果与预期结果相背离而造成并购失败的可能性。整合管理是企业兼并成败的一个重要因素, 涉及了相关当事人的动机、思想状态、个体和群体行为以及合并所带来的一系列动态发展变化。由于这些实际操作层面的因素在量化上存在困难, 本文在回归分析时, 无法将这些实际操作层面的因素纳入, 这是导致多元线性回归的统计量检验不显著的原因。

表6 并购绩效影响因素回归分析结果

变量	(Constant)	是否相关	并购类型	股权集中度	并购规模	F 值	R ²	adj. R ²
F	0.143	-0.065	-0.167	-0.004	-0.021	0.834	0.1	-0.02
Sig.	0.613	0.635	0.305	0.467	0.575			

四、结论和建议

本文以 2000~2002 年间发生并购行为的沪深两市 39 家民营上市公司为研究样本, 通过因子分析、相关性分析和多元线性回归分析, 对我国民营上市公司的并购绩效进行了实证研究。从并购对公司综合绩效的影响来看, 我国民营上市公司的并购绩效并不理想。样本绩效得分平均值在并购前一年下降, 并购当年有所提升, 并购后则逐年下降, 这或许表明民营上市公司的并购行为是提升企业短期业绩的有效手段, 对公司能力的提升与资源的有效利用作用不大。本文建议民营企业应更新并购理念, 慎选目标公司, 立足长远

发展, 根据产业特征和市场情况理性扩张; 同时, 对于已完成并购的企业, 应全面规划企业价值链与发展蓝图, 注重组织核心能力的培育, 做强做大。

但应注意的是, 由于国内证券市场建立的时间不长, 并购活动起步较晚, 大样本的实证研究尚缺乏有效的数据支持, 本文样本的数据跨度涉及并购前后三年, 虽然相比目前国内的其他研究有所提高, 但对照研究方法本身对样本数据的时间跨度要求, 仍然较短, 无法充分反映企业并购价值演进的长期趋势, 使部分实证分析说服力不够。此外, 本文的研究揭示了民营上市公司并购的问题, 但就如何将研究的范畴上升到整个民营企业层面, 本文的研究还尚未涉及。对于解决这些问题的方法和手段, 作者将在今后的学习和工作过程中予以进一步的研究。

注释:

- ① 本文所指的民营上市公司是第一大股东为产权清晰的民营企业或实际控制权属于民营企业的境内 A 股市场上市公司, 不包括通过改制方式转变为民营性质的上市公司。

参考文献:

- [1] 谢玲芳, 吴冲锋. 股权投资、超额控制与企业价值: 民营上市公司的经验分析[J]. 世界经济, 2005, (9): 63-69.
- [2] Arthur S. Dewing. A statistical test of the success of consolidations summary[M]. The Quarterly Journal of Economics, 1921, 36(11): 84-101.
- [3] Igor H. Ansoff. Corporate strategy: An analytic approach to business policy for growth and expansion[M]. New York: McGraw-Hill, 1965: 2-150.
- [4] Eamon M. Kelly. The profitability of growth through mergers[J]. Journal of Finance, 1968, 23(3): 546-547.
- [5] J. Fred Weston, Surenda K. Mansinghka. Tests of the efficiency performance of conglomerate firms[J]. Journal of Finance, 1971, 26(4): 919-936.
- [6] 陈健, 席酉民, 郭菊娥. 国外并购绩效评价方法研究综述[J]. 当代经济科学, 2005, 27(3): 85-92.
- [7] Gaughan, P.A. 朱宝宪, 吴亚君译. 兼并、收购与公司重组[M]. 北京: 机械工业出版社, 2004.
- [8] Mark N. Clemente and David S. Greenspan winning at mergers and acquisitions: The guide to market-focused planning and integration[M]. New York: John Wiley & Sons. 1998: 46.
- [9] 王晋勇. 上市公司并购剖析[M]. 北京: 经济科学出版社, 2004: 143.
- [10] Frank Lichtenberg, Donald Siegel. Productivity changes in ownership of manufacturing plants[C]// Brookings Papers on Economic Activity 3, 1987.
- [11] Sennis Carlton and Jeffrey Perloff, modern industrial Organization[M]. 2nd ed. New York: HarperCollins, 1994.

An empirical research on the impact of Chinese private listed companies' merger and acquisition on their financial performance

ZHAO Hongying, QI Xiaoyan, LI Jing, HU Hanhui

(College of Economics & management, Southeast University, Nanjing 210096, China)

Abstract: Merger and Acquisition (M&A) often occurs in enterprises' expansion process, including private listed companies. The effect on enterprises' performance of M&A has always been a crucial proportion of M&A research fields. Based on the M&A theory and the character of private company, this essay studies the finance performance effect of Chinese private listed companies' merger and acquisition with factor analytical method and multiple linearity regression method. According to the data of listed companies, the M&A of Chinese private listed companies hasn't created value of their stockholders nor has it produced enough active effect on this companies' financial performance. This essay pointed out that private listed (or unlisted) companies should focus not only on the quantity of their expansion, but also on the quality of their expansion, and should concentrate themselves on the advance of their core competence as well as corporate governance.

Key words: private listed companies, merger and acquisition (M&A), finance performance

[编辑: 汪晓]