

经济与管理研讨

我国国有控股上市公司并购 模式与并购效率研究*

石 颖

【提 要】本文以2007~2014年我国资本市场国有控股企业所有并购案例为样本,采用数据包络分析技术(DEA),着重研究了我国国有控股上市公司并购模式对并购效率的影响。研究发现,国有控股上市公司多元化并购的并购效率优于专业化并购,非关联并购的并购效率优于关联并购,跨区域并购的并购效率优于同区域并购。因此,我国国有控股上市公司需要大胆开展多元化并购,积极推进非关联并购和跨区域并购,政府部门则需要为国有控股上市公司开展多元化并购扫除障碍,加强资本市场关联性并购监管,放弃干预跨区域并购的狭义“地方主义”思维。

【关键词】国有控股上市公司 并购模式 并购效率

【中图分类号】F271 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1000-2952(2016)03-0043-06

一、引言

2015年,我国企业并购交易数量同比上升37%,并购交易金额上升84%,呈现出爆炸性增长态势。但是,有关并购效率的现有研究所得出的结论并不一致。鉴于此,本文以2007~2014年我国资本市场国有控股企业所有并购案例为样本,采用数据包络分析技术(DEA),探讨我国国有控股上市公司并购模式对并购效率的影响,以期对相关理论研究和实际操作提供有益参考。

二、理论分析与研究假设

以往关于并购模式对并购效率的影响围绕三个维度展开,分别为行业性并购模式、关联性并购模式和区域性并购模式。

(一) 国有控股上市公司行业性并购模式与并购效率

行业性并购模式是指并购方所并购资产与其自身资产所处行业是否相同,分为多元化并购和专业化并购两个类型,其中,多元化并购的并购方所并购资产与其当前所处行业不同,专业化并购的并购方所并购资产与其当前所处行业相同。关于行业性并购模式对并购效率的影响,存在两种基本观点,一些学者从范围经济的视角看待行业性并购模式,认为多元化并购

* 本文系国家自然科学基金一般项目“东北老工业基地国有企业混合所有制改革中的公司治理问题研究”(批准号:15BGL077)的阶段性成果。感谢匿名审稿人对文章提出的宝贵修改意见,当然文责自负。

可以获取范围经济的“协同效应”,^①从而提高公司绩效,所以多元化并购效率较高。与之相反,另一些学者则从“代理理论”的视角来看待行业性并购模式,认为由于两类“代理问题”的存在,多元化并购并不能提高企业效率,反而导致多元化并购折价。^②

对于国有控股上市公司而言,终极控制人为政府,一方面,为了有效地保障国有资产保值增值,政府往往倾向于抑制国有控股上市公司通过多元化并购方式追求自身规模的扩张;另一方面,国有控股上市公司管理者出于自身利益的考量,比如可观的在职消费、更大的职权、更高的声誉以及光明的政治前景等,也会慎重选择开展多元化并购。而实际上,国有控股上市公司开展多元化并购可能带来更高的企业效率。为此,本文提出第一个假设:

H1: 国有控股上市公司多元化并购效率优于专业化并购效率。

(二) 国有控股上市公司关联性并购模式与并购效率

所谓关联性并购是指是否在上上市公司与其控股股东、董事或其控股股东、董事所控制的其他上市公司之间存在并购行为,包括关联并购和非关联并购两种类型。对于关联性并购与并购效率之间关系的研究结论有两种截然相反的观点。第一种观点认为,关联并购能够提高并购效率。^③究其原因,由于发达资本市场的缺失,关联并购能够显著地弥补外部市场的缺失问题。与之相反,另一种观点认为,由于占据信息优势,资产市场的关联交易可能成为控股股东掏空中小股东、侵害外部投资者以及谋取私人利益的“合法”工具。从这个角度来看,关联并购并不能提高并购效率。

对于国有控股上市公司开展关联性并购而言,一方面,资本市场是我国金融体系的核心组成部分,尽管当前我国金融业依然面临着“宽度”、“长度”和“深度”等三维度的改革,但是,经过二十余年的发展,我国适应社会主义市场经济体制的资本市场体系已经初步建立。所以,不断完善资本市场体系使得通过开展关联交易、弥补外部市场缺失的需求大大降低,

透过关联交易所提高的并购效率必然大打折扣。另一方面,我国国有控股上市公司法人治理结构依然不健全,仍需进一步改革。所以,当前国有控股上市公司关联交易对企业效率的负面影响依然不能消除。为此,本文提出第二个假设:

H2: 国有控股上市公司非关联并购效率优于关联并购效率。

(三) 国有控股上市公司区域性并购模式与并购效率

所谓区域性并购模式,是指并购方与被并购方是否处于同一区域,包括同区域并购和跨区域并购两个类型。由于企业并购涉及到不同地区企业资源的配置问题,影响到不同地区的经济发展、社会就业以及居民生活水平等问题,^④所以,无论是国有企业并购,还是其他类型的企业并购,政府在其中均处于重要地位,企业并购受到地方政府政策的约束。^⑤一般而言,基于推进当地经济发展的考量,地方政府往往更希望企业能够在辖区内开展并购活动。作为国有控股上市公司的股东,地方政府更可能直接干预国有控股上市公司的并购行为,直接要求国有控股上市公司采取同区域并购的并购模式,从而实现地方政府推进当地经济发展、促进当地就业和提高当地居民收入的目标。所以,国有控股上市公司开展同区域并购往往是

① Brito, D., Pereira, P. and Ramalho, J. J. S., Mergers, Coordinated Effects and Efficiency in the Portuguese Non-life Insurance Industry. *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 31 (5), 2013, pp. 554-568.

② Jensen, M. C. and Meckling, W. H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (4), 1976, pp. 305-360.

③ Khanna, T. and Palepu, K., *Emerging Market Business Groups, Foreign Intermediaries, and Corporate Governance*. Chicago: University of Chicago Press, 2000, pp. 265-294.

④ Dauber, D., Opposing Positions in M&A Research: Culture, Integration and Performance. *Cross Cultural Management: An International Journal*, Vol. 19 (3), 2012, pp. 375-398.

⑤ Mason, R. and Weeds, H., Merger Policy, Entry, and Entrepreneurship. *European Economic Review*, Vol. 57, 2013, pp. 23-38.

基于政治的“正确性”，而不一定是经济的“正确性”。为此，本文提出第三个假设：

H3：国有控股上市公司跨区域并购效率优于同区域并购效率。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以 2007~2014 年我国资本市场国有控股上市公司全部 16330 件并购事件作为初始研究对象。同时，为了提高研究结论的代表性和科学性，对其进行了七个方面的筛选：（1）收购企业必须为上市公司且至少在并购事项发生的前一年进行 IPO；（2）为了保证并购事件期的相对清洁，同一家上市公司在一年内发生多起并购交易的，仅选取并购交易金额最大事项；（3）剔除并购失败以及并购公告日期不完整的样本；（4）剔除任一方为 ST、*ST 的样本；（5）考虑到金融业的现金流巨大，剔除收购企业属于金融业的样本；（6）剔除收购方为本身处于综合行业的样本；（7）除哑变量外，剔除偏离样本均值十倍以上的异常数据。经过上述筛选之后，初始研究对象的样本数量缩减为 384 个，本文将这 384 个有效样本作为研究对象。另外，本文的数据主要来源于四个基本途径，分别为 CSMAR 数据库、Wind 数据库、企业财务报告和 企业官方网站。

(二) 变量选择和分布特征

1. 被解释变量

关于并购效率的衡量，当前大致有三种方法，分别为传统的会计研究法、事件研究法以及数据包络分析技术（DEA）。本研究选择数据包络分析技术，借鉴 Feroz 等^①的做法，考虑可控的输入与输出指标，利用 CCR-DEA 模型对 2007~2014 年我国国有控股上市公司的并购效率做出综合评价。

该模型假定有 n 个决策单元（DMU），如果每个 DMU 使用 m 种输入、生产 s 种输出，那么每个决策单元的相对效率问题就转化为如下的线性规划问题：

$$\min (\theta)$$

$$\text{s. t. } \begin{cases} \sum_{i=1}^n \lambda_i x_i + s^- = \theta x_0 \\ \sum_{i=1}^n \lambda_i y_i - s^- - s^+ = \theta y_0 \\ \lambda_i \geq 0, s^+ \geq 0, s^- \geq 0, \theta \text{ 自由} \end{cases}$$

式中， x_i 表示第 i 个 DMU 输入向量； y_i 表示第 i 个 DMU 输出变量； λ 表示决策单元线性组合的系数； θ ($\theta \leq 1$) 表示第 i 个 DMU 的效率值，若 $\theta=1$ ，称 i 单元为 DEA 有效。

笔者分别选取营业成本（ x_1 ），销售费用、管理费用和财务费用三项费用之和（ x_2 ），以及总资产（ x_3 ）作为输入指标，选择营业收入（ y_1 ）、利润总额（ y_2 ）和投资收益（ y_3 ）作为输出指标，运用 Lingo14.0 软件得到相应国有控股上市公司的并购效率值 θ 。

2. 解释变量

本文所说的三类并购模式的界定标准如下：第一，行业性并购模式，借鉴陈旭东等^②的做法，若存在“为了多元化发展战略需要”等类似表述，则判定为多元化并购；若存在“为了深入发展本公司主营业务”等类似表述，则判定为专业化并购。如果根据并购交易概述不能判断，则根据证监会 2012 年分类标准，通过查找被并购方主营业务所处行业进行判断，若被并购方主营业务所处行业唯一，且与并购方主营业务所处行业一致，则判定为专业化并购，否则，为多元化并购；若被并购方主营业务所处行业不唯一，当主营业务所处行业均与并购方一致时，则判定为专业化并购，否则，为多元化并购。第二，关联性并购模式，依据相关数据库中的“关联交易标识”直接进行判断。第三，区域性并购模式，依据并购方和被并购方总部所处区域是否相同以及被并购方的唯一性进行判断。当被并购方唯一时，若被并购方

① Feroz, E. H., Kim, S. and Raab, R., Performance Measurement in Corporate Governance: Do Mergers Improve Managerial Performance in the Post-merger Period? *Review of Accounting and Finance*, Vol. 4 (3), 2005, pp. 86-100.

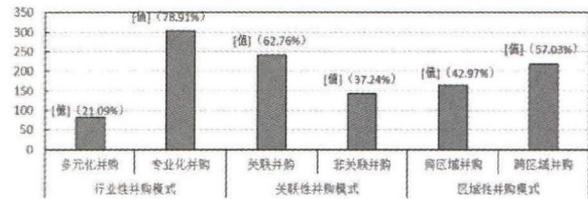
② 陈旭东、曾春华、杨兴全：《终极控制人两权分离、多元化并购与公司并购绩效》，《经济管理》2013 年第 12 期。

总部所处省份和并购方总部所处省份相同，则判定为同区域并购；若被并购方总部所处省份和并购方总部所处省份不同，则判定为跨区域并购。当被并购方不唯一时，若被并购方总部所处省份相同，且与并购方总部所处省份一致，则判定为同区域并购，否则，为跨区域并购；若被并购方总部所处省份不同，则判定为跨区域并购。

按照上述标准，对384项国有控股上市公司并购事件进行统计分析，可以得到样本企业的行业性并购模式、关联性并购模式和区域性

并购模式的分布（见图1）。

图1 2007~2014年我国国有控股上市公司并购模式分布



3. 控制变量

结合已有文献和研究实际，本文还选取了七个变量作为控制变量（见表1）。^①

表1 控制变量定义和描述性统计

变量名称	变量简称	变量定义	符号预判	观测数	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
成长能力	Growth	并购方成立日至并购公告日年限值的自然对数	—	384	2.613	0.389	0	3.37	2.708
偿债能力	Lev	并购前一年年末并购方的资产负债率	—	384	0.518	0.24	0.02	2.37	0.527
经营能力	RET	并购前一年年末并购方的应收账款周转率	—	384	120.048	847.556	0.77	14848.79	10.555
盈利能力	EPS	并购前一年年末并购方的每股收益	+	384	0.419	0.52	-1.41	5.05	0.31
发展能力	CMI	并购前一年年末并购方的资本保值增值率	+	384	1.327	1.591	-1.31	27.71	1.087
风险水平	DTL	并购前一年年末并购方的综合杠杆系数	—	384	1.994	11.122	-189.57	58.9	1.087
年度哑变量	Year	为避免多重共线性，设置七个年度哑变量							

(三) 模型构建

为考察并购模式对于并购效率的影响，本文构建了如下的多元线性回归模型：

$$DMU_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Growth + \beta_3 Lev + \beta_4 RET + \beta_5 EPS + \beta_6 CMI + \beta_7 DTL + \sum_{j=1}^7 \beta_{(7+j)} Year_{2006+j} + \epsilon_i \quad (i \in [1, 3])$$

其中， DMU_i 表示第 i 个并购事件的相对效率值， β_k ($k \in [0, 14]$) 表示第 i 个并购事件相关解释变量的系数， X_i 表示并购特征（当 $i=1$ 时， X_1 表示行业性并购模式；当 $i=2$ 时， X_2 表示关联性并购模式；当 $i=3$ 时， X_3 表示区域性并购模式）， ϵ_i 表示随机扰动项。

四、实证结果与分析

(一) 参数估计

本研究所依托的数据为混合独立截面数据，故采用最优尺寸最小二乘估计方法开展参数估计，利用 SPSS21.0 统计软件包分别得出行业性并购模式（模型一）、关联性并购模式（模型二）、区域性并购模式（模型三）与并购效率之间关系计量经济模型的参数估计值（见表2）。

^① Cording, M., Christmann, P. and Weigelt, C., Measuring Theoretically Complex Constructs: The Case of Acquisition Performance. *Strategic Organization*, Vol. 8 (1), 2010, pp. 11-41.

表 2 三种并购模式与并购效率之间关系计量经济模型的参数估计值

	模型一	模型二	模型三
Multi	0.021** (1.572)		
Relate		-0.064*** (-0.005)	
Area			-0.005* (-0.436)
Growth	-0.003 (-1.091)	-0.003 (-0.191)	-0.004 (-0.243)
Lev	-0.066*** (0.174)	-5.989 (-2.828)	-0.063*** (-2.784)
RET	-1.003 (3.893)	-3.704 (-0.059)	-3.213 (-0.052)
EPS	0.092*** (1.208)	0.090*** (8.717)	-5.602*** (-0.818)
CMI	0.002 (1.181)	0.002 (0.549)	0.091 (0.562)
DTL	-0.001 (2.707)	-0.001 (-1.093)	-0.001 (-1.123)
Year	control	control	control
C	0.877*** (20.257)	-0.811*** (20.241)	0.886*** (19.975)
Adj-R ²	0.222	0.217	0.218
F	8.825	8.591	8.609
N	384	384	384

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著，() 内数值为对应的 t 值。

(二) 模型检验

三个模型调整后的可决系数分别为 0.222、0.217 和 0.218，整体较低，说明模型在一定程度上对样本进行了拟合。

在给定显著性水平 $P=0.01$ 的情况之下，F (15, 369) 的取值范围在 1.79 和 2.18 之间。由相关模型的参数估计结果来看，F 统计量分别为 8.825、8.591 和 8.609，均高于 2.18，说明三个多元线性回归计量经济模型联合起来的解释

变量均对并购效率具有显著影响。

(三) 主要结果

第一，行业性并购模式与并购效率之间关系的多元线性回归结果表明，在显著性水平 $P=0.05$ 的情况之下，行业性并购模式对并购效率具有显著的正面影响，在一定程度上证实了假设 H1，说明国有控股上市公司多元化并购的并购效率优于专业化并购的并购效率。

第二，关联性并购模式与并购效率之间关系的多元线性回归结果表明，在显著性水平 $P=0.01$ 的情况之下，关联性并购模式对并购效率具有显著的负面影响，在一定程度上证实了假设 H2，说明国有控股上市公司非关联性并购的并购效率优于关联性并购的并购效率。

第三，区域性并购模式与并购效率之间关系的多元线性回归结果表明，在显著性水平 $P=0.10$ 的情况之下，区域性并购模式对并购效率具有显著的负面影响，在一定程度上证实了假设 H3，说明国有控股上市公司跨区域并购的并购效率优于同区域并购的并购效率。

(四) 稳健性检验

1. 变量结构稳健性检验

为进一步验证参数估计结果的可靠性，对被解释变量（并购绩效 DMU）的原序列进行单位根检验。结果显示，相同根 LLC 检验、IPS 检验，以及不同根 ADF 检验、PP 检验的概率值均为 0，这表明被解释变量的数据结构具有一定的稳健性。

2. 模型稳健性检验

用传统的会计效率指标做被解释变量，重新对模型进行回归。根据已有文献研究经验，采用并购事件时间窗口 (-1, 1) 内净资产收益率 (ROE) 的商值来衡量^①，ROE 的计算方法为企业主营业务收入与净资产的比值。被解释变量用 ROE 代替 DMU，解释变量、控制变量以及哑变量保持不变，对原始模型重新进行参数估计，结果与前文基本一致，这说明回归模型回归结果的稳健性较好。

① 张雯、张胜、李百兴：《政治关联、企业并购特征与并购绩效》，《南开管理评论》2013 年第 2 期。

五、主要结论和政策涵义

第一,实证研究结果显示,多元化并购对于并购效率具有显著的正面影响。所以,对于我国国有控股上市公司而言,需要大胆开展多元化并购;对于我国各级政府而言,应继续出台相关利好政策推进多元化并购。

第二,实证研究结果显示,非关联并购具有更高的并购效率,而关联并购不仅不会达到“弥补外部市场缺失”的效果,而且还会由于控股股东掏空中小股东、内部投资者侵害外部投资者、管理人员谋取私人利益等情况的发生而进一步降低并购效率。伴随着我国符合国际标准、更加健全的资本市场的逐渐建立,适应高水平、多元化、多层次资本市场的非关联并购必将成为包括国有控股上市公司在内的所有上市公司的现实选择。为此,政府需要进一步加强对外关联性并购的监管,形成强化非关联交易、限制关联交易的良性循环。

第三,实证研究结果显示,国有控股上市公司开展跨区域并购的并购效率显著优于同区域并购。为此,地方政府需要放弃狭隘的“地方主义”思维,为企业经营活动创造良好的外部环境,支持国有控股上市公司按照市场经济

的逻辑开展跨区域并购活动。

导师黄群慧教授点评

该论文研究我国国有控股上市公司并购模式与并购效率,是国有企业改革、企业并购中的热点话题,具有一定的理论意义和现实意义。在国有企业全面深化改革的新时期,企业并购选取何种方式、并购的实际效率高低,在国内外学术界存在相当大的争议,是一个值得深思和探讨的重要课题。论文在研究假设、模型构建和实证方法方面试图有所创新,尤其是运用DEA分析技术来衡量并购效率,并以多种实证方法进行检验,比较有新意。研究结果发现,我国国有控股上市公司多元化并购的并购效率优于专业化并购的并购效率,这背后的合理性还值得深入探讨,但这不影响该论文的学术性。希望作者在将来的学术研究过程中,能够进一步夯实理论基础、加强学术训练、提升学术水平,在学术道路上有更多的建树。

本文作者:中国社会科学院研究生院工经系2015级博士研究生
责任编辑:任朝旺

A Research into the M&A Models and Efficiency of China's State-Owned Enterprises

Shi Ying

Abstract: Choosing the M&A cases of the A-share listed companies in China during 2007 and 2014 as samples, I use DEA method to measure the influences of M&A models on its efficiency, and get the following findings. Firstly, the SOEs' efficiency of diversified acquisition is superior to that of professional acquisition; secondly, the SOEs' efficiency of non-affiliated acquisition is better than that of affiliated acquisition; thirdly, the SOEs' efficiency of cross-regional acquisition is better than that of the same region. China's SOEs need to boldly carry out diversified M&A and actively promote the non-affiliated M&A and cross-regional M&A. In order to promote the benign development of China's M&A market, government departments should remove obstacles to SOEs' diversified M&A, strengthen the supervision of relevance merger in the capital market, and give up "localism" thinking and the intervention in regional M&A.

Keywords: state-owned enterprises; M&A models; M&A efficiency