

我国上市公司跨国并购的财务绩效研究

李梅

(武汉大学 经济与管理学院, 武汉 430072)

摘要:本文以发生于 2000—2007 年的 36 起我国上市公司跨国并购事件为样本,运用单一指标法和综合指标法,实证检验了我国企业跨国并购的财务绩效。基于单一指标法的研究结果表明:我国上市公司跨国并购后,其盈利能力有所下降;基于综合指标法的研究结果表明,我国上市公司实施跨国并购后,虽然其短期综合绩效未能得到改善,但并购后 2~3 年的综合绩效有一定提高,但绩效改善并不显著。分行业的检验结果表明,我国机械行业上市公司跨国并购后的财务绩效要好于信息业和家电业的企业。

关键词:上市公司;跨国并购;财务绩效

中图分类号:F276.7 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-980X(2009)12-0083-05

近年来,跨国并购已成为国际直接投资的主要形式。据联合国贸易发展委员会最新世界投资报告显示,2007 年全球跨国并购额达 16371 亿美元,占当年国际直接投资的 82%。在此全球跨国并购浪潮的推动下,我国企业的跨国并购也已起步,并日趋活跃。基于技术寻求、资源寻求和市场寻求等目的的跨国并购已成为中国企业走出去的重要方式。据联合国贸发会统计,2005 年中国企业的跨国并购购买额达到 95 亿美元,2006 年为 149 亿美元,2007 年有所回落,为 44 亿美元,但是 2008 年又大幅度增长,在 2008 年上半年已达到 264 亿美元。轰轰烈烈的跨国收购对中国企业的微观影响如何?是否改善了企业的财务绩效?本文拟以 2000—2007 年实施跨国并购的中国上市公司为样本,实证检验我国企业跨国并购的财务绩效。

1 文献回顾

国外学者对跨国并购的经营绩效进行了大量的实证研究。大多数研究都认为跨国并购能使目标企业的经营绩效得到改善。Lichtenberg 指出所有权变更对被收购企业的生产率产生了正面影响^[1]。Baldwin 研究发现 20 世纪 70 年代被收购的加拿大企业生产率的增长要快于那些所有权没有发生变化的企业^[2]。Moden 研究 1980—1994 年间瑞典企业的并购发现,不论进行收购的是国内收购者还是国外收购者,在收购以前,目标企业的平均劳动生产率都低于行业平均水平,而在收购后,相对于同行业的

平均水平而言,被国外投资者收购的企业生产率有较大幅度的提高,而被国内投资者收购的企业则没有多大改善甚至有下降^[3]。Chudnovsky 等对阿根廷企业的实证研究表明:与未被外国收购的企业相比,被收购企业的销售额、劳动生产率、出口和雇员人数的增长都更加强劲^[4]。另一方面,对收购企业经营绩效的研究则表明,跨国并购并未使收购企业的绩效得到明显改善。如 Dickerson 等对英国企业跨国并购的一项研究表明:与并购前相比,并购企业的利润率几乎没有什么改善。与其他内部增长的企业相比,并购企业的利润率反而下降^[5]。Ravenscraft 和 Scherer 的一项涉及美国 471 家公司跨国并购的研究也表明,并购的财务效果不佳^[6]。Bild 对 9 个国家 22 项会计数据所做的一项研究的综述表明:收购企业的平均收益水平并不明显高于行业平均水平^[7]。Gugler 等运用会计数据比较法,将 1981—1998 年美国、英国、欧洲大陆、日本、澳大利亚、新西兰、加拿大以及世界其他国家发生跨国并购的企业与未发生跨国并购的企业进行对比研究。其结果显示,上述各国企业在跨国并购后的 1~5 年里,利润都有一定程度的上升,而销售收入却有所下降。在对企业进一步细分后,他们发现小企业并购后的利润和销售收入显著增加,而大企业利润显著增加、销售显著减少。究其原因,是因为小企业通过并购一定程度上实现了规模经济和范围经济;而大企业则通过并购增强了市场势力,提高了垄断程度^[8]。

收稿日期:2009-09-14

基金项目:武汉大学人文社会科学青年项目(08QN XM06);国家自然科学基金项目(70973089;70772046);国家社会科学基金项目(07CJ Y009)

作者简介:李梅(1973—),女,湖北荆州人,武汉大学经济与管理学院副教授,管理学博士,研究方向:跨国经营和国际投资。

由于中国企业较大规模的对外并购只是近几年才频频发生,因此,虽然关于国内并购的绩效研究已经不计其数,但迄今为止,国内跨国并购绩效的相关研究还不多见。李善民、王彩萍^[9]、卢文莹^[10]、顾卫平^[11]等研究了国内企业被外资并购后的绩效,少数学者探讨了中国企业海外并购的绩效。王谦、王迎春运用主营业务利润率、总资产利润率、净资产利润率和主营收入增长率 4 个指标对中国企业逆向型跨国并购绩效进行了研究,结果表明,中国企业实施逆向跨国并购后业绩和成长能力存在先下降后上升的趋势^[12]。陈雯、窦义粟、刘磊的研究则表明,中国企业跨国并购后从综合绩效得分上看还是比较成功的,但可能由于整合战略制定上的一些失误,综合绩效振荡上升,上升的速度不快^[13]。胡飞、黄玉霞以 2003—2004 年中国上市公司跨国并购事件为样本,运用财务指标法对我国上市公司跨国并购的经营绩效进行了实证研究。其结果表明,总体上看,跨国并购未能显著提高我国上市公司的经营绩效^[14]。

总的来看,目前国内学者对中国企业跨国并购的绩效研究不多,大多数研究的样本集中在 2004 年以前。而近几年中国涌现了许多著名的跨国并购案例,如纺织行业 2007 年雅戈尔对美国 KELLWOOD 公司旗下男装业务部门新马集团的收购。因此,本文拟以 2000—2007 年发生跨国并购的中国上市公司为样本,运用会计指标研究法实证检验中国企业跨国并购的财务绩效。

2 研究方法和样本选择

2.1 研究方法

本文结合单一指标法和综合指标法分析我国企业跨国并购的财务绩效。

单一指标法研究即选取 3 项反映企业盈利能力的财务指标来考察中国企业跨国并购的财务效应,包括每股收益、净资产收益率和营业利润率。

综合指标法研究则以若干个上市公司的财务指标为基础,运用因子分析法构建一个综合评价模型来检验我国上市公司并购前后续效的变化,即:

$$F_i = a_{i1}f_{i1} + a_{i2}f_{i2} + a_{i3}f_{i3} + a_{i4}f_{i4} + a_{i5}f_{i5}。$$

其中, F_i 是第 i 个公司并购绩效的综合得分, a_{ij} 是第 i 个公司第 j 个因子的方差贡献率, f_{ij} 是第 i 个公司第 j 个因子的得分。

本文选取了 5 类共 14 个财务指标。 盈利能力指标:每股收益、净资产收益率、营业利润率、总资产净利润率。 现金流量能力指标:每股经营活动现金净流量。 成长能力指标:营业收入增长率、净利润增长率、总资产增长率。 资产管理能力指标:总资产周转率、存货周转率、应收帐款周转率。 偿债能力指标:资产负债率、流动比率、速动比率。

2.2 样本选择及数据来源

本研究的跨国并购样本取自 2000—2007 年 36 起中国 A 股上市公司的跨国并购事件,其中沪市 13 起,深市 23 起。这 36 起并购事件并不包括资源类企业(中石化、中石油等)和金融类企业(工商银行、中国银行等),这类企业的跨国并购多属国家战略行为,与一般企业的对外并购大相径庭,不具可比性。样本涉及的行业包括电子信息业、纺织业、机械制造业、家电业、交通运输业、医药业以及食品业,其中涉及机械制造业、电子信息业和家电业的有 27 起。

上市公司财务指标数据来源于深圳国泰安信息技术有限公司开发的《中国上市公司财务指标分析数据库(2009)》。本文收集了样本并购前 1 年、并购当年、并购后 1 年、并购后 2 年和并购后 3 年前后共 5 年的财务数据。

3 实证结果及分析

3.1 基于单一指标法的实证结果

单一指标法的检验结果如表 1 所示。

表 1 单一指标法的实证结果

行业	指标分类	前 1 年	当年	后 1 年	后 2 年	后 3 年
总体	每股收益	0.513691	0.391200	0.032478	0.057502	0.001551
	净资产收益率	0.164452	0.117908	-0.091249	0.014620	-0.038187
	营业利润率	0.111890	0.090929	-0.185275	-0.296045	0.001670
机械业	每股收益	0.486839	0.349564	0.345581	0.404122	0.356132
	净资产收益率	0.134513	0.098300	0.093698	0.110321	0.082020
	营业利润率	0.095957	0.098973	0.079740	0.074134	0.055748
信息业	每股收益	0.366499	0.084312	-0.960054	-0.438473	-0.304051
	净资产收益率	0.129695	0.079302	-0.661995	-0.040060	-0.147053
	营业利润率	0.071993	-0.016061	-1.238744	-1.484160	-0.089587
家电业	每股收益	0.599855	0.505886	-0.044703	-0.171705	-0.337822
	净资产收益率	0.228489	0.172428	-0.089249	-0.144359	-0.180927
	营业利润率	0.148970	0.106357	0.047178	-0.013285	-0.040215

从总体来看,和并购前相比,反映企业盈利能力的3个指标在并购后均呈下降态势,但是每股收益在并购后的3年一直保持正值,而净资产收益率和营业利润率在并购后第1年开始由正转负。此外,每股收益和净资产收益率在并购后第2年都有所回升,但在并购后第3年又开始下降,营业利润率则在并购后连续下降,到并购后第3年才开始止跌回升。总的来看,并购后第3年的每股收益、净资产收益率和营业利润率3项指标较并购前1年有大幅度下降,分别下降约99%、123%和98%。我国企业跨国并购后的整体盈利能力有所下降,财务绩效不容乐观。

由于样本中涉及机械制造业、电子信息业和家电业的共27起,占总样本比重的75%,因此本文进一步对机械业、信息业和家电业进行分类比较。

就机械业样本而言,每股收益、净资产收益率和营业利润率均呈震荡下降趋势,每股收益和净资产收益率虽然在并购后第2年略有回升,但是最终并购后第3年的3项指标仍然全部低于并购前1年,每股收益下降约27%,净资产收益率下降约39%,营业利润率下降约42%。

信息业样本的3项指标从并购后第1年开始由正转负,且在并购后的3年一直保持负值状态,不过在并购后第3年下降趋势有所减缓。综合来看,每股收益、净资产收益率和营业利润率3项指标在并购后的第3年分别比并购前1年下降约183%、213%和224%。

家电业样本的3项指标在选取的5年间每况愈

下,均呈直线下降趋势,中间没有任何回升趋向。并购后的第3年,3项指标较并购前1年分别下降约156%、179%和127%。

3.2 基于综合指标法的实证结果

运用SPSS16.0,以因子分析法对样本总体按跨国并购前1年、并购当年、并购后第1年、并购后第2年和并购后第3年分别进行因子分析,提取5个因子。根据因子得分和方差贡献率,得出5个综合得分函数。

$$\text{并购前1年: } F^{-1} = 0.26825f_1 + 0.23637f_2 + 0.20678f_3 + 0.15207f_4 + 0.13652f_5;$$

$$\text{并购当年: } F^0 = 0.32852f_1 + 0.25521f_2 + 0.14789f_3 + 0.13906f_4 + 0.12932f_5;$$

$$\text{并购后1年: } F^1 = 0.37576f_1 + 0.25073f_2 + 0.15392f_3 + 0.12656f_4 + 0.09302f_5;$$

$$\text{并购后2年: } F^2 = 0.30593f_1 + 0.20014f_2 + 0.16923f_3 + 0.16573f_4 + 0.15895f_5;$$

$$\text{并购后3年: } F^3 = 0.27155f_1 + 0.24665f_2 + 0.20410f_3 + 0.15275f_4 + 0.12496f_5。$$

f_1 、 f_2 、 f_3 、 f_4 和 f_5 为提取的5个公因子。

然后根据上述综合得分函数计算样本总体在跨国并购前后相应年份的绩效综合评分及综合得分差值,并进行均值检验。分行业的计算方法类似。检验结果如表2所示。图1是样本总体和各行业的综合得分均值的变动趋势图。

表2显示,上市公司跨国并购当年、并购后1年与并购前1年相比,综合得分均值差值为负,但是,

表2 综合得分及均值检验

行业分类	F差值	$F^0 - F^{-1}$	$F^1 - F^0$	$F^2 - F^1$	$F^2 - F^{-1}$	$F^3 - F^2$	$F^3 - F^{-1}$	
总体	N	36	36	36	32	32	32	
	均值	-0.01449 (-0.183)	0 (0)	-0.012186 (-0.123)	0.011291 (0.240)	0.018714 (0.165)	0 (0)	0.023233 (0.191)
	正值比率	0.559	0.528	0.618	0.500	0.633	0.344	0.667
机械业	N	13	13	13	12	12	12	
	均值	-0.058599 (-0.431)	0 (0)	-0.026732 (-0.147)	-0.045443 (-0.914)	0.046213 (0.329)	0 (0)	0.046213 (0.356)
	正值比率	0.667	0.462	0.417	0.417	0.500	0.417	0.667
信息业	N	7	7	7	7	7	7	
	均值	0.032719 (0.124)	0 (0)	-0.040345 (-0.317)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
	正值比率	0.500	0.571	0.333	0.571	0.714	0.429	0.429
家电业	N	7	7	7	7	7	7	
	均值	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
	正值比率	0.571	0.429	0.429	0.429	0.571	0.286	0.571

注: F^{-1} 、 F^0 、 F^1 、 F^2 和 F^3 分别表示公司并购前1年、并购当年、并购后第1年、并购后第2年和并购后第3年样本公司的综合得分。N是样本量。均值是综合得分差值的算术平均,均值的正负表示绩效的上升或下降,均值的大小表示绩效变动的相对程度。括号里的数值是t检验值。正值比率是综合得分差值为正的样本公司个数占全部样本的比值。

从并购后第 2 年开始,综合得分有所上升, $F^2 - F^{-1}$ 和 $F^3 - F^{-1}$ 的均值分别为 0.018714 和 0.023233, 表明企业跨国并购后第 2 年和第 3 年的综合绩效相对于并购前 1 年有较大幅度的提高。这说明我国企业实施跨国并购后短期内经营业绩有一定的下降, 但是在并购后第 2 年开始得到改善。由于跨国并购涉及双方战略、文化、人力资源等各方面的整合, 我国企业普遍缺乏参与跨国并购的经验, 因此短期整合效果一般不大理想, 导致综合绩效相比并购前 1 年有所下降。但是并购后第 2 年和第 3 年综合得分的上升意味企业在跨国并购后 2 到 3 年的整合正逐步初具成效。不过虽然并购后第 2 年和第 3 年与并购前 1 年的综合得分差值的均值均为正, 有较大幅度的提高, 但均没有通过显著性检验, 这可能与我们所选的样本量太小有关系。

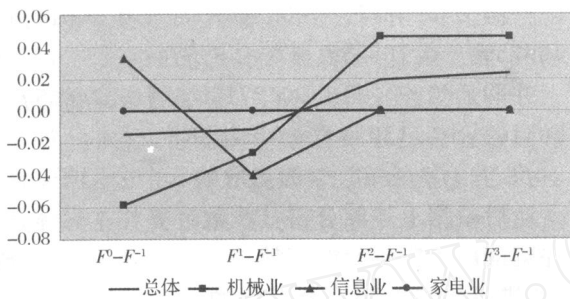


图 1 总体和各行业的综合得分均值的变动趋势

机械业公司的综合得分趋势变化与总体比较类似, 即并购当年、并购后 1 年与并购前 1 年相比, 综合得分均值差值为负, 但并购后第 2 年、并购后第 3 年与并购前 1 年相比, 综合得分有较大幅度的提高, $F^2 - F^{-1}$ 和 $F^3 - F^{-1}$ 的均值均为 0.046213, 这一数值超过总体对应的两个综合得分差值, 显示机械业的跨国并购绩效要好于总体样本绩效。

信息业企业的情况不甚理想。公司并购后 1 年与并购前 1 年的综合得分差值为负, $F^2 - F^{-1}$ 和 $F^3 - F^{-1}$ 的均值均为 0, 显示信息业公司经过 2 到 3 年的整合, 企业绩效仍未能得到有效改善。

家电业公司的情况比较特殊, 所列的 7 家公司综合得分差值均为 0。这可能是因为本文选取的家电业跨国并购共 7 例, 包括青岛海尔、粤美的、安彩高科和 TCL, 其中 TCL 涉及 4 起并购事件。由于 7 例跨国并购事件中有 4 起是 TCL 所为, 可能会对检验结果造成一定的影响。

4 结论

本文运用单一指标法和综合指标法实证检验了中国企业跨国并购后的财务绩效, 得到了两个基本结论:

1) 单一指标法的研究结果表明, 我国企业跨国并购后的盈利能力有所下降, 并购后第 3 年的每股收益、净资产收益率和营业利润率 3 项指标较并购前 1 年分别下降约 99%、123% 和 98%。分行业的检验结果则表明, 机械行业盈利能力的下降幅度最低, 而信息业和家电业盈利能力的下降幅度超过了总体的下降幅度。

2) 综合指标法的研究结果表明, 我国企业跨国并购当年、并购后 1 年与并购前 1 年相比, 综合得分均值差值为负, 但从并购后第 2 年开始, 综合得分有所上升, $F^2 - F^{-1}$ 和 $F^3 - F^{-1}$ 的均值转为正值, 这表明我国上市公司实施跨国并购后虽然短期内绩效并未得到改善, 不过从长期来看, 在并购后 2 到 3 年间其绩效有所改观, 已显露出并购整合后的正效应。其中, 机械业的跨国并购绩效要好于总体样本绩效, 而信息业和家电业的绩效则不容乐观。

单一指标法得到的企业跨国并购后盈利能力下降的结论与综合指标法得到的综合绩效有所改善的结论并不矛盾。本文运用综合指标法时所涉及的财务指标包括盈利能力指标、现金流量能力指标、成长能力指标、资产管理能力指标及偿债能力指标, 盈利能力指标只是其中的一个方面。这说明我国企业跨国并购的主要动机在于获取国外先进的技术和研发能力以及开拓国际市场、避开国外贸易壁垒, 追求短期盈利不是跨国并购的目的。我国企业跨国并购的主要目的在于通过“走出去”培养和增强企业的国际竞争力。跨国并购的协同效应必须通过并购双方的文化整合、战略整合、资产整合及人力资源整合等才能实现, 而我国企业普遍缺乏跨国并购的经验和跨国并购整合的能力, 因此导致跨国并购后的短期财务效果不甚理想。但是从长期看, 其绩效已逐渐有所改善。

本研究一个明显的局限是研究样本数量太少。近几年我国企业的跨国并购数量较多, 但多是资源类和金融类企业的跨国并购, 这些跨国并购与一般企业的跨国并购有很大差异, 因此本研究将这些企业予以剔除。样本数量的大小必然会对实证结果有一定的影响, 不过随着未来我国企业跨国并购样本的增加, 必然会得到更有效、更有意义的结论。

TCL 在研究期间(2000—2007 年)发生过 5 次并购, 包括 2002 年并购德国施耐德、2003 年并购美国 DVD 播放机制造商 Govedio 公司和汤姆逊彩电及 DVD 业务、2004 年并购法国阿尔卡特的手机业务及 2005 年回收与阿尔卡特的合资公司 45% 的股权。本文将其 2003 年的两次并购只记作一起并购事件, 因此本研究中 TCL 共包括 4 起跨国并购事件。

参考文献

- [1] LICHTENBERG F R. Corporate Takeovers and Productivity[M]. Cambridge:MIT Press,1992.
- [2] BALDWIN J R. The Dynamics of Industrial Competition [M]. Cambridge:Cambridge University Press,1995.
- [3] MODEN K. Foreign acquisitions of Swedish companies: effects on R&D and productivity [C]. Stockholm: Research Institute of Industrial Economics, mimeo. 1998.
- [4] CHUDNOVSKY D, Lopez A. The impact of M&As in Argentina in 1990s[C]. Geneva:UNCTAD, mimeo. 2000.
- [5] DICKERSON A P, GIBSON H D. The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of UK Firms[J]. Oxford Economic Papers,1997,3: 344-361.
- [6] RAVENS CRAFT D R, SCHERER F M. Mergers, sell-offs, and economic efficiency [C]. Brookings Institution, Washington DC,1987.
- [7] BILD M. Valuation of takeovers[C]. Stockholm School of Economics, Elander Gotalo, Stockholm,1998.
- [8] GUGLER K, MUELLER D C, YURTOGLU B B. The effects of mergers: an international comparison[J]. International Journal of Industrial Organization,2003(5):625-653.
- [9] 李善民,王彩萍. 格林柯尔收购科龙电器分析[J]. 经济理论与经济管理,2003(11):56-60.
- [10] 卢文莹. 外资并购策略[M]. 上海:上海财经大学出版社,2004.
- [11] 顾卫平. 外资并购上市公司的实证效应和趋势分析[J]. 上海国资,2004(5):39-42.
- [12] 王谦,王迎春. 中国企业逆向型跨国并购绩效评价[J]. 财会通讯,2006(4):8-9.
- [13] 陈雯,龚义粟,刘磊. 中国企业跨国并购绩效的实证分析[J]. 经济论坛,2007(17):62-64.
- [14] 胡飞,黄玉霞. 我国上市公司跨国并购的经营绩效分析[J]. 黑龙江对外经贸,2008(9):136-137.

Empirical Study on Financial Performance of Chinese Listed Companies in Cross-border M & A

Li Mei

(School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China)

Abstract : Taking 36 cross-border acquisitions undertaken by Chinese listed companies during 2000 - 2007 as the examples, this paper examines the financial performance with the single index method and the comprehensive index model. The result based on the single index method shows that the profit-making capability of Chinese listed companies have slided down. The result based on the comprehensive index model reveals that, the financial performance of Chinese listed companies has been improved insignificantly in the second and third year after the acquisition though it has not been improved in a short time. It also finds that the financial performance of listed companies in mechanical industry after the cross-border M & A is better than that of listed companies in information industry and household electrical appliances industry.

Key words : listed company; cross-border M & A; financial performance

(上接第 32 页)

Factors Analysis and Empirical Study on Nurturing Creative Management Talents

Sun Rui, Wan Wenhai

(College of Business Administration, Huaqiao University, Quanzhou Fujian 362021, China)

Abstract : Through carding existing opinions, universal perceptions and suggestions about nurturing the creative abilities of management type college students, this paper analyzes the impacts of teaching methods, teaching contents, social practices, extracurricular activities, hardware requirements and graduation thesis on the creative abilities of college students, and puts forward some hypothesis. Through designing questionnaire and investigating, it validates these hypotheses by SEM. In order to guarantee the reliability and the validity, it takes a variety of ways to check the consistency, and studies empirically the path and the key factors influencing the nurture of creative abilities of college students, which aims to give references for the education of creative abilities of management type college students.

Key words : management type college student; nurture of creative ability; empirical study; SEM