

产业效应对中国上市公司并购绩效 和并购动机的影响

李琼¹, 游春²

(1. 武汉大学 经济与管理学院, 武汉 430072; 2. 中国平安保险(集团)股份有限公司, 上海 201201)

摘要:本文以 2005 年中国上市公司开展的并购事件为研究对象,从不同的角度分析了产业效应对我国上市公司并购绩效和并购动机的影响。在对整体样本的并购绩效进行研究的基础上,进一步对横向、纵向、混合三种不同类型并购的绩效进行了分析比较,并对产业创新型并购和非产业创新型并购的产业效应差别进行了分析。从整体来看,产业效应对公司并购的影响可以忽略。同时产业效应对公司并购绩效确实有影响。产业效应对不同类型并购的影响是不同的,其中对混合并购具有积极的、显著的影响,而对横向并购的影响最小。从产业效应的视角来对中国上市公司的并购行为进行分析,是本文的创新之处。

关键词:上市公司;产业效应;并购绩效;并购动机;并购类型;产业创新

中图分类号:F270 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-980X(2008)05-0121-08

关于上市公司的并购绩效,国内外许多学者通过大量的实证分析得出结论:相关并购比不相关并购的绩效要好。大多数的并购理论解释都认为混合并购是失败的。目前,对并购绩效的实证分析几乎都是以财务指标来衡量的。笔者认为,企业的并购动机不尽相同,有的是为了提高盈利能力,有的更看重的则是进入一个新的产业领域、关注企业的长期成长性而相对忽略短期利益。

结合不同类型并购的并购动因,本文以我国上市公司开展的并购事件为研究对象,在对整体并购绩效进行实证研究的基础上,进一步对横向、纵向、混合三种不同类型并购的绩效进行分析比较,并对产业创新型并购和非产业创新型并购的产业效应差别进行实证分析,目的在于从不同的角度分析产业效应对我国上市公司并购绩效的影响。

1 文献回顾

Schmalensee^[1]最早研究了产业因素作为一个整体对上市公司绩效的影响,试图找出某些产业的企业的平均业绩总是高于另一些企业的企业的原因,并以此提出了产业效应概念。他于 1975 年对 242 个行业的 456 家上市公司进行了实证研究,研

究结果表明,产业效应在公司业绩影响因子中占 20% 的权重,其余 80% 的业绩影响因素都归因为干扰项。据此, Schmalensee 得出了产业效应是企业业绩变动的决定因素的结论。

在 Schmalensee 研究的基础上, Wernerfelt 和 Montgomery^[2]使用托宾 q 值(Tobin's q)作为独立变量,得出了产业效应对公司业绩的影响要大于公司效应的结论。McGahan 和 Porter^[3]采用了与 Rumelt^[4]类似的模型进行分析,结果表明:产业效应直接解释了 19% 的企业总业绩变动,同时在可解释变量中占 36% 的权重;而且,随着观察行业范围的不断扩大,产业效应对企业业绩变动的影响也在不断变大。McGahan 和 Porter 同时还发现,不同行业的产业效应对企业业绩的影响力差别很大,他们将此归因于不同产业结构的差异,并得出另外一个重要结论——由于产业结构的变化相对稳定,与企业效应对企业业绩的影响力相比,产业效应的影响力更为持久和稳定。

2 研究方法

在 SCP (Structure-Conduct-Profit) 模型中,托宾 q 值被用来估量产业业绩水平。根据国外学者的

收稿日期:2008-01-03

作者简介:李琼(1978—),女,武汉大学经济与管理学院企业管理专业博士研究生,研究方向:企业战略管理;游春(1973—),男,高级经济师,FLMI,武汉大学经济与管理学院企业管理专业博士研究生,现供职于中国平安保险(集团)股份有限公司,研究方向:企业战略与人力资源管理。

研究,可用托宾 q 值来测算企业业绩、公司成长性、公司并购绩效和管理效率^[5]、公司的投资价值和产业效应^[6]等。Lindenberg 和 Ross^[7]的研究显示:托宾 q 值具有时间上的稳定性,即一些独特的产品使得一些企业的托宾 q 值保持较高水平,因此这些企业具有一定的垄断性;而托宾 q 值较低的企业大都具有较强的竞争力或处于严格管制的产业中。他们发现,托宾 q 值与价格-成本差具有很强的相关性。这说明,托宾 q 值确实具有经济分析意义(尽管也可能存在错误)。

在借鉴国外研究成果的基础上,本文采用托宾 q 值来测度我国上市公司并购的产业效应。其原理是:上市公司并购前后托宾 q 值的变化反映了投资者对上市公司并购绩效的市场判断。市场是公司并购最好的评估师,以个人分散决策为基础的市场机制对公司的各种信息具有强大的解释和综合能力,因而托宾 q 值的变化是上市公司并购绩效的客观反映。本文通过托宾 q 值来体现我国上市公司并购的产业效应,也是本文的创新之处。

现代产业组织理论认为,如果一个行业的托宾 q 值较高,则表明这一行业具有较高的超额收益率,行业内企业就能获得较大的市场力量和超额利润,也即该行业具有较高的产业效应。企业一般偏好从托宾 q 值较低的行业进入托宾 q 值较高的行业。从经验上判断,我国上市公司对产业效应的追逐几乎到了无以复加的地步。据统计,截至 2006 年底,我国沪深两市已有 700 多家上市公司实现了产业转移,500 多家公司进入了高新技术产业。每年通过并购方式进入新产业、获取产业效应的公司不在少数,而进入新产业的并购方式主要是混并购和纵向并购。不难发现,并购后的上市公司所进入的产业多是信息、能源电力、房地产、社会服务、金融证券、医药生物等产业,而基本上没有进入传统制造业(如轻工、重工制造、冶金等产业)以及传统服务业(如商贸旅游业等)。因此,笔者认为,我国上市公司并购中存在着明显的产业效应,并且不同类型并购的产业效应也不同。

为了比较产业效应对我国上市公司并购绩效的影响,本文将分别建立包含托宾 q 值和不包含托宾 q 值的综合得分模型,并对两者进行比较,以验证产业效应对上市公司并购的影响。

3 模型构建

3.1 样本选取

本文以我国上市公司作为并购方发生的并购事件为研究对象,结合 2005 年的《中国证券报》和《上海证券报》刊登的相关数据,对此类并购事件作统计整理。从 2005 年初到当年年底,我国上市公司共发生较大规模的资本运作 432 起,其中股权转让 216 起,收购兼并 115 起,资产置换 52 起,资产剥离 13 起,其他类(包括股份增持、资产重组、股权参与、股份认购、股权拍卖、股权质押、债转股等) 36 起。由此可看出,2005 年采取并购行为的上市公司在上市公司总数中占很大比重。

为了尽量使研究结果更客观,排除其他因素对并购的影响,本研究在选取样本时对 2005 年度并购事件进行了较大幅度的剔除和筛选,主要操作如下:

- 1) 同一上市公司在同一年度发生不同类型的并购但规模相仿的,对该公司予以剔除,若发生不同类型的并购但并购规模相差很大的,则以较大规模的并购事件为主;
- 2) 对并购规模过小、对公司业绩影响甚微的并购事件剔除;
- 3) 对在并购当年公司所处行业为综合行业的并购事件剔除;
- 4) 剔除当年新上市的公司;
- 5) 剔除在相关指标上出现极端异常值的并购公司。

经过以上剔除和筛选,本文从 2005 年发生收购兼并的 115 家上市公司中,选取 93 家上市公司作为研究对象,并将这些样本按不同的并购类型(即横向、纵向以及混合型)进行细化,其中横向并购 40 起,纵向并购 19 起,混并购 34 起。

3.2 指标选取和数据来源

鉴于本文旨在研究产业因素对并购的影响并将产业效应纳入到对并购绩效的评价中,因此结合前人的研究,笔者采用 4 个指标来构建综合得分模型:托宾 q 值、每股收益、净资产收益率、主营业务利润率。并购前各项指标的数据原则上以 2005 年 1 月 1 日为标准,取值为各上市公司 2004 年年末数据;并购后各项指标的数据原则上以 2005 年 12 月 31 日为标准,取值为各上市公司 2005 年年末数据。

数据来源和计算公式如下:

- 1) 本文采用 Chung 和 Pruitt^[8]的方法计算托宾 q 值,其计算公式为:

$$\text{Tobin's } q = (MVE + PS + DEBT) / TA。$$

其中, MVE 是公司的流通股市值, PS 是优先

股的价值, $DEBT$ 是公司的负债净值, TA 是公司的总资产账面值。

2) 每股收益数据和净资产收益率 (ROE) 数据采集自中国证券网 2005 年沪深两市年报财务指标。

3) 主营业务利润率数据来源于样本上市公司 2004 年及 2005 年的年报, 计算公式为:

主营业务利润率 = 主营业务利润 / 主营业务收入 $\times 100\%$ 。

对于编制合并报表的公司, 以合并报表数据计算该指标, 以反映公司整体的主营业务经营状况。

3.3 模型建立

本文采用因子分析法来构建综合得分函数, 对并购前后上市公司的业绩进行对比。

1) 建立原始数据矩阵。对选取的 93 家上市公司分别建立两个原始数据矩阵 X_1 、 X_2 。其中, 选取每股收益、净资产收益率和主营业务利润率构建原始数据矩阵, $X_1 = [X_{ij}]_{93 \times 3}$; 选取托宾 q 值、每股收益、净资产收益率和主营业务利润率构建原始数据矩阵, $X_2 = [X_{ij}]_{93 \times 4}$, 这里对原始数据矩阵从略。

2) 将各指标数据标准化。由于各指标量纲不一, 数量上差异很大, 因此需要对其标准化。设上市公司综合评价指标值序列为 $X_i (i = 1, 2, \dots, n)$, 其均值 $\mu = \sum X_i / n (i = 1, 2, \dots, n)$ 。标准方差 $S =$

$(X_i - \mu)^2 / n (i = 1, 2, \dots, n)$, 则正态标准化处理为 $X_i^* = (X_i - \mu) / S$ 。为书写方便, 假设上市公司指标数据经过标准化处理后仍记为 $[X_{ij}]_{93 \times 3}$ 和 $[X_{ij}]_{93 \times 4}$ 。这里对具体矩阵从略。

由于各指标之间存在一定的相关性, 我们必须去除指标之间的多重共线性。采用因子分析法以降维为出发点, 用较少的综合指标来对存在于各指标中的信息进行荷载, 这些荷载全部信息的指标反映的是在综合经营能力中起支配作用的因素, 是 X_1 、

X_2 、 X_3 、 X_4 的线性组合, 且任意 X_i 与 X_j 之间互不相关, 即任意两个因子反映的信息不重复。

3) 构造综合得分模型。该模型如下:

$$F_i = \alpha_1 Y_{i1} + \alpha_2 Y_{i2} + \alpha_3 Y_{i3} + \alpha_4 Y_{i4}。$$

其中, F_i 是第 i 家公司业绩的综合得分, α_{ij} 是第 i 家公司第 j 个因子的方差贡献率, Y_{ij} 是第 i 家公司第 j 个因子的得分。

本研究将分别建立包含托宾 q 值和不包含托宾 q 值的综合得分模型, 即运用主成分分析法对样本公司并购前后各指标按并购当年年初、并购当年年末分别进行因子分析, 分别提取 3 个公共因子 (Y_1 、 Y_2 、 Y_3) 和 4 个公共因子 (Y_1 、 Y_2 、 Y_3 、 Y_4), 然后再根据各因子的得分和方差贡献率分别得出两组综合得分函数, 再由两组函数分别计算出各样本公司并购前后相应年份的业绩综合得分。

第一组: 以每股收益、净资产收益率和主营业务利润率为指标。

并购当年年初: $F_0 = 0.50352 Y_1 + 0.32317 Y_2 + 0.17331 Y_3$ 。

并购当年年末: $F_1 = 0.3857 Y_1 + 0.32641 Y_2 + 0.28789 Y_3$ 。

第二组: 以托宾 q 值、每股收益、净资产收益率和主营业务利润率为指标。

并购当年年初: $F_0 = 0.39902 Y_1 + 0.26931 Y_2 + 0.20452 Y_3 + 0.12715 Y_4$ 。

并购当年年末: $F_1 = 0.30509 Y_1 + 0.25382 Y_2 + 0.24215 Y_3 + 0.19894 Y_4$ 。

4 实证分析及结果

4.1 全体样本并购绩效的实证结果

本研究用并购前后绩效的综合得分差值对全体样本进行检验, 结果见表 1。

表 1 全体样本的均值检验和比率检验结果

F 差值	组次	样本量(n)	正值比率	均值	中位数
$F_1 - F_0$	第一组(不含 Tobin's q)	93	0.5269	4.301E-2(0.256)	0.0856
	第二组(含 Tobin's q)	93	0.5699	4.298E-2(0.313)	0.08

注: F_0 、 F_1 分别表示并购当年年初(即并购前)和并购当年年末(即并购后)样本公司并购绩效的综合得分; 正值比率是指综合得分差值为正的样本公司的个数占当年全部样本总数的比值; 由于均值数值非常小, 采用科学计数法, 其中括号里的数值为各年均值的 t 检验值。

从表 1 的结果可知, 上市公司的并购绩效总体上并没有得到显著提高。从综合得分差值的正值比率来看, 其值略大于 0.5 但超出不多, 这说明并购当年微弱多数公司的综合得分要高于前一年, 这

反映了绩效的增加。但是, 从表 1 的均值以及中位数来看, 并购后的绩效仅出现了非常有限的增加, 综合得分差值几乎为 0, 可以说并购绩效远没有达到理想的效果。另外, 在对综合得分差值进行 t 检验

后可知,并购前后综合得分差值和 0 并没有显著差异,这同样说明并购前、后的绩效没有显著变化。从整体来看,可以认为并购并未取得成功。

同时,从表 1 的结果来看,两组数据的结果几乎没有显示差别,包含 Tobin's q 值与不包含 Tobin's q 值的两组评价结果并未表现出差异。这似乎说明了如下结论:产业效应对并购绩效没有影响;或即使有影响,也是可以忽略的。

因此,根据以上分析笔者得出以下两个结论:1)从整体来看,并购前后绩效并未出现显著差异;2)从整体来看,产业效应对并购的影响可以忽略。

4.2 不同类型并购绩效的实证结果

换一个角度看待这个问题。对横向并购、纵向并购、混合并购这三类并购的绩效进行比较,究竟哪一种并购更有效率,至今在学术界尚无定论。针对不同的并购动机,应该从并购动机的实现与否来评价并购效果。Ingham 等认为,众多并购活动被界定为失败的原因在于现有的衡量指标并未真正衡量并购是否成功^[9]。本文以前面检验并购整体绩效的 93 个样本来分析三类并购绩效的差异。

在选取的 93 家样本公司中,横向并购 40 起,纵向并购 19 起,混合并购 34 起,三种类型的并购分别占样本总量的 43%、20%和 37%。

表 2 不同类型并购的均值检验和比率检验结果(不含托宾 q 值)

$F_1 - F_0$	并购类型	样本量	正值比率	均值	T 检验值	P 值	中位数	标准差
	横向并购	40	0.525	-0.09552	-0.875	0.387	-0.6574	0.6907
	纵向并购	19	0.5789	0.1611	1.271	0.220	0.1717	0.5527
	混合并购	34	0.5	0.0223	0.169	0.867	0.1099	0.7701

表 3 不同类型并购的均值检验和比率检验结果(含托宾 q 值)

$F_1 - F_0$	并购类型	样本量	正值比率	均值	T 检验值	P 值	中位数	标准差
	横向并购	40	0.5	-0.1592	-0.823	0.416	-0.4565	0.7626
	纵向并购	19	0.5789	-0.0635	-0.439	0.666	0.1056	0.627
	混合并购	34	0.6176	0.1522	1.832	0.076	0.1383	0.4845

表 2 中列入 P 值是因为,由于样本量不同,进行 t 检验得出的 t 值的可比性较差,采用 P 值进行比较则更为直观且可比性更强。

从表 2 可知,从综合得分差值来看,其值由高到低依次为纵向并购、横向并购、混合并购,这说明并购后纵向并购业绩最好,横向并购次之,而混合并购的并购绩效最差。这一点与冯福根、吴林江^[10]的实证结果相一致,但并购后的绩效均比他们得出的结果要好,这可能是由于不同年度的经济景气状况不同所造成的。从均值和中位数来看,并购后绩效由高到低依次为纵向并购、混合并购、横向并购。关于为什么出现与正值比率不一致的现象,目前笔者从理论上还未找到合理的解释,最可能的原因是受一些偏离均值较大个别值的影响。混合并购标准差为 0.7701,说明从均值来看混合并购绩效的提高是由于一些单个样本综合得分差值较大而造成的。另外,t 值和 P 值的结果均表明,并购前与并购后的综合得分差值的检验和 0 没有显著差异,这同前面对并购整体的实证研究结果相一致,3 种类型的并购在并购前后的绩效没有出现显著变化。

从表 3 可知,在纳入产业效应因素后,情况有了

很大的变化:并购前后的综合得分差值由高到低依次为混合并购、纵向并购、横向并购;同时,均值和中位数显示的结果也与综合得分差值的结果一致。t 检验值和 P 值结果表明:横向并购和纵向并购前后的综合得分差值的检验和 0 没有显著差异,这同前面对并购整体的实证研究结果以及表 2 的研究结果相一致,说明这两种类型的并购在并购前后的绩效没有发生显著变化;而混合并购的 t 检验值表明,绩效在 $\alpha = 0.1$ 的显著水平上高度显著,说明在考虑产业效应因素对并购的影响后,混合并购前后的绩效表现出了显著的差异,同时,混合并购前后的综合得分差值的均值大于零,为 0.1522,说明混合并购当年年末绩效显著高于并购前,并购取得了成功。相比之下,横向并购和纵向并购前后的综合得分差值均为负值,表明绩效出现了下降,且横向并购的均值最低,为 -0.1592,说明横向并购后绩效下降得最多。

虽然通过表 2 和表 3 的结果得出了截然不同、看似矛盾的两种结论,但这恰恰说明了产业效应对公司并购绩效有着显著的影响,从而佐证了本研究最初的设想。从对实证结果的比较来看,产业效应

对混合并购的绩效的积极影响最大,而对横向并购和纵向并购的绩效的影响则相对较小,甚至为负。

根据以上分析,可得出以下重要结论:1)产业效应确实对公司并购有显著的影响;2)产业效应对混合并购具有积极的、显著的影响。

4.3 公司并购中的产业选择

从前面的分析可得,产业效应是影响企业业绩的重要因子,也是上市公司投资决策中产业选择的重要依据之一。理论和实证研究表明,跨行业的收益率差异能够持续许多年,也就是说,收益率在行业间的趋同是很缓慢的^[11]。下面将对2005年我国上市公司并购的产业选择与产业效应的关系做实证分析。

在进行实证分析前,首先要对样本公司进行行业分类。在分别查阅所有样本公司2004年和2005年的年报后,结合中国国家统计局国民经济行业分类以及2001年4月4日我国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》,将上市公司研究样本所处的所有行业大体归为16类:能源电力、食品饮料、冶金、建筑建材、商贸旅游、纺织服装、化工、交通运输、轻工、房地产、医药生物、社会服务、重工制造、农林牧渔、信息产业、金融证券。表4列出了分行业上市公司并购产业选择以及托宾q值变动的的基本情况。

表4 产业效应与样本上市公司并购的产业选择

行业分类	样本数	q ₁ 均值	q ₂ 均值	q 值变动量	并购进入新行业样本数*
能源电力	7	1.42	1.45	0.03	0(0%)
食品饮料	5	1.32	1.46	0.14	0(0%)
冶金	3	1.45	1.69	0.24	2(66.7%)
建筑建材	3	1.49	1.43	-0.06	0(0%)
商贸旅游	11	1.39	1.60	0.21	4(36.4%)
纺织服装	5	1.50	1.56	0.06	2(40%)
化工	9	1.50	1.93	0.43	3(33.3%)
交通运输	4	1.51	1.44	-0.07	1(25%)
轻工	7	1.55	1.87	0.32	3(42.9%)
房地产	8	1.39	1.78	0.39	5(62.5%)
医药生物	9	1.64	2.08	0.44	2(22.2%)
社会服务	3	1.79	1.95	0.16	2(66.7%)
重工制造	6	1.50	1.96	0.46	3(50%)
农林牧渔	3	1.55	2.04	0.49	3(100%)
信息产业	9	2.23	2.48	0.25	3(33.3%)
金融证券	1	1.78	2.23	0.45	1(100%)

注:行业分类是指上市公司并购前的主营产业;q₁值是上市公司并购前样本的平均数,即1999年的数值;q₂值是上市公司并购后样本的平均值,即2005年的数值;公司并购进入新行业,并不意味着就退出了原主营产业;*列括号里的数值表示并购后进入新行业的样本量占该类样本总量的百分比。

为了进一步验证并购的产业选择与托宾q值的

关系,本研究利用SPSS软件对q值变动量以及各行业并购后进入新行业的样本量占该类样本总量的百分比进行了相关分析,结果见表5。

表5 产业效应与上市公司并购的产业选择的相关性分析

	A	B	
A	Pearson Correlation(帕尔森相关)	1.000	.624(* *)
	Sig.(2-tailed)(显著程度)		.010
	N(样本量)	16	16
B	Pearson Correlation(帕尔森相关)	.624(* *)	1.000
	Sig.(2-tailed)(显著程度)	.010	
	N(样本量)	16	16

注:“* * *”表示在 $\alpha = 0.01$ 的显著水平上显著相关;A、B分别代表并购前后托宾q值的变化量的标准化值以及并购后进入新行业的样本量占该类样本总量的百分比的标准化值。

表5的结果显示,并购前后托宾q值的变化量以及并购后进入新行业的样本量占该类样本总量的百分比在 $\alpha = 0.01$ 的显著水平上显著正相关。这表明,上市公司并购的产业效应与产业选择显著正相关,并购时企业选择进入新产业与新产业的托宾q值正相关,同时,并购后这些企业的托宾q值也显著提高。上市公司并购后进入较多的产业是信息、能源电力、房地产、社会服务、金融证券、医药生物等产业,可以说,产业效应在上市公司产业选择上起到了决定性作用,企业在并购后进入何种产业,首先考虑的是产业的吸引力和成长性。各产业的托宾q值、并购退出数和进入量与产业成长性基本一致。从在国民经济中的地位来看,纺织服装、冶金、重工制造、传统商业、建筑建材等产业产值占GDP的比重已呈逐步下降趋势,它们中的大部分长期处于行业性亏损的困境。因而,上市公司通过并购退出这些衰退产业部门而向新兴产业部门转移是企业生存的必然选择。

4.4 公司并购中的产业创新

产业创新的内容包括3个方面:竞争规则创新;重划产业界线;创造全新产业^[12]。如果上市公司在并购后有上述三种行为之一,即属于产业创新;如果上市公司在并购后进入新的行业,也可以认为其进行了产业创新,如传统商业企业开发电子商务、传统医药制造企业进入生物医药领域、家电企业转入信息家电业、交通运输企业发展现代物流产业等都可以称为产业创新。

为了从另一个角度来分析我国上市公司并购的产业效应,本研究将全部样本公司的并购事件划分为产业创新型和非产业创新型,划分的依据主要是根据哈梅尔和普拉哈拉德对产业创新的界定,即:并

购后进入一个全新的行业;通过并购实现了技术上的创新、管理上的创新、销售模式上的创新等一项或组合创新(如彩电企业通过并购另一家企业获取了原先缺乏的等离子技术,实现了技术上的创新);通

过并购实现了产业的延伸,主要表现在企业向相关上、下游产业的延伸。产业创新型并购与非产业创新型并购的托宾 q 值比较结果见表 6。

表 6 产业创新型并购与非产业创新型并购的托宾 q 值比较

并购类型	样本数	并购前			并购后			均值增加 (%)	t 检验 *
		均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差		
产业创新型	50	1.72	1.57	0.59	1.97	1.93	0.53	25.48	3.168(0.003)
非产业创新型	43	1.52	1.35	0.64	1.64	1.49	0.69	7.89	1.050(0.3)
全部样本	93	1.63	1.47	0.62	1.82	1.74	0.63	18.37	2.801(0.06)

注: * 列括号内的数值为 t 检验的 P 值。

从表 6 可看出,进行公司并购的上市公司中有近一半的公司进行了产业创新。产业创新型并购与非产业创新型并购的产业效应差异显著,实施产业创新的企业的托宾 q 值平均值高于全部样本平均水平(8.24%),而非产业创新型并购的托宾 q 值则低于全部样本平均水平(9.89%)。从托宾 q 值增加程度看,产业创新型并购的托宾 q 值上升了 25.48%,而非产业创新型并购的托宾 q 值的增加幅度不大,仅为 7.48%。对这两种类型的并购以及全部样本托宾 q 值变动值进行 t 检验可发现:

1) 产业创新型并购的托宾 q 值的变动值通过了 t 统计检验,在 $\alpha = 0.01$ 的显著水平上高度显著, t 值为 3.168。这说明产业创新型并购前后托宾 q 值发生了显著变化,获得了较高的产业效应。

2) P 值为 0.3 表明非产业创新型并购的托宾 q 值的变动值没有通过 t 统计检验。这说明非产业创新型并购前后托宾 q 值没有发生显著变化,没有获得明显的产业效应。

3) 全体样本的托宾 q 值的变动值通过了 t 统计检验,在 $\alpha = 0.1$ 的显著水平上高度显著, t 值为 2.801。这说明总样本并购前后托宾 q 值发生了显著变化,总的来说,样本公司通过并购获得了一定的产业效应。

因此,实证结果表明,产业创新型并购具有较高的产业效应,并购绩效较好。尽管目前我国证券市场还很不成熟,但股票价格的变化还是较真实地反映了并购效应。这一结论显然是对并购绩效的传统观念的挑战,因为一般认为行业不相关的并购或并购绩效要低于行业相关的并购或并购绩效。如西方企业并购理论认为,纯粹混合式合并既不能取得经济优势,也没有经济效益^[13]。又如高见等^[14]对中国证券市场资产重组效应研究得出的结论是:行业相关的资产重组的净资产收益率高于非行业相关的净资产收益率。不管是混合并购还是行业不相关的并

购,其实质都是企业的产业转移,因而也是一种产业创新活动。对企业而言,产业创新的最大收获在于获取了较高的产业效应。因为不同行业的产业效应对资本市场的吸引力显然是不同的,一些代表新经济的产业(如信息产业、生物科学产业等)的上市公司股票市盈率远高于传统产业或衰退产业(如钢铁、纺织、冶炼等行业)的上市公司股票市盈率。传统产业中的企业一旦通过并购进入到这些新兴产业中,虽然短期内公司业绩并没有大的改善,但由于新进入产业具有较高的产业效应,投资者对公司有乐观的预期,公司的价值因并购而得到提升。因此,对混并购绩效的传统评价忽视了产业效应这一重要因素,其结论显然是不合理的。

5 结论及启示

5.1 结论

本文通过对 2005 年我国上市公司 93 个并购样本进行实证分析,得出如下结论:

1) 无论是否考虑产业效应对企业业绩的影响,从整体来看,并购前后的企业绩效并未出现显著差异,产业效应对公司并购的影响可以忽略。

2) 在分别对横向并购、纵向并购、混合并购进行实证考察后,发现产业效应对公司并购绩效确实有影响。产业效应对不同类型并购的影响是不同的,其中对混合并购具有积极的、显著的影响,而对横向并购的影响最小。

3) 产业效应影响着公司并购的产业选择,说明我国上市公司在进行并购时有着明显的产业偏好,一般倾向于从产业效应低的行业进入产业效应高的行业。

4) 产业创新型并购比非产业创新型并购能获得更高的产业效应,且前者的并购绩效明显优于后者。

5.2 对两种综合得分模型下混并购绩效差异的解释

长期以来,横向并购和纵向并购的好处多次被证实,而混合并购对并购公司的作用却受到实践的质疑。混合并购是长期让经济学家伤透脑筋而得不到满意解释的经济现象。一般认为,混合并购的主要目的在于分散风险和获得组合经济效益。新古典微观理论对混合并购的解释有两种:一种是关于资产分散化的混合并购理论,认为混合并购具有使金融资产分散化的性质;第二种解释认为,混合并购产生的巨型混合公司获得了几乎坚不可摧的经济地位,它通过在不同的产业领域展开经营活动,加强经济实力^[15]。有些经济学家指出,纯粹的混合式并购可以稳定利润来源,因而具有明显的经济收益。混合并购可以降低经营风险,如朱江^[16]通过实证研究发现,多元化经营公司的每股收益和净资产收益率的变动幅度都明显小于单一经营公司,从而认为多元化经营具有降低经营风险的作用。

利润最大化很难解释混合并购,但正如前面提到过的,我们不可以将所有的混合并购都归类于非理性行为。笔者发现,大多数证明混合并购失败的实证分析仅仅是采用财务指标来进行业绩衡量的,而在并购效果的评价上,仅用某些简单的财务指标来衡量并购成功与否是不够的。因为,针对不同的并购动机,应该从并购动机的实现与否来评价并购效果。由于大多数对并购绩效评价的研究的前提是以增加利润作为并购动机,因此该研究思路决定了采用财务指标这种单一的衡量标准来衡量并购绩效。从三种类型并购的经济学原理就可以看出三种类型并购的动机是有着实质性的差别的,产业效应对混合并购绩效有显著影响,而且也影响着并购的动机决策,同时也说明了一个重要问题:在进行学术研究时,不能僵化地用同一种标准来衡量,否则得出的结果可能是偏离事实的。

5.3 启示

本文对我国上市公司并购的产业效应的实证研究所带来的启示如下:

1) 与单纯的用财务指标相比,将产业效应纳入到公司并购绩效评价体系中后,公司的并购绩效是不同的。

2) 产业效应影响上市公司的并购动机和并购绩效,并且对不同类型并购的影响是不同的,对混合并购的影响最为显著。

3) 对公司并购绩效的评价应该结合不同的并购动机来进行研究,这样才有可能真实地评价一起并购事件是否真正成功。

参考文献

- [1] SCHMALENSSEE R. Do markets differ much? [J]. *American Economic Review*, 1985, 75: 341-351.
- [2] WERNERFELT B, MONTGOMERY C. Tobin's q and the importance of focus in firm performance [J]. *American Economic Review*, 1988, 78: 156-158.
- [3] MCGAHAN A, PORTER M. How much does industry matter, really? [J]. *Strategic Management Journal*, 1998, 18: 15-30.
- [4] RUMELT R. How much does industry matter? [J]. *Strategic Management Journal*, 1991, 78: 167-185.
- [5] LANGL H P, STULZ R M, WAL KING R A. Managerial performance, Tobin's q and the gain from successful tender offers [J]. *Journal of Financial Economics*, 1989 (9): 137-154.
- [6] HOWE K M, VOGT S. On 'q' [J]. *Financial Review*, 1996 (5): 265-286.
- [7] LINDENBERG E B, ROSS S A. Tobin's q ratio and industrial organization [J]. *Journal of Business*, 1996, 54: 1-32.
- [8] CHUNG K H, PRUITT S W. A simple approximation of Tobin's q [J]. *Financial Management*, 1994, 23: 70-74.
- [9] 齐艳秋,王春. 论购并后整合战略 [J]. *外国经济与管理*, 2001, 23 (9): 20-25.
- [10] 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): 54-61.
- [11] FRAUMENI B M, JORGENSON W. Rates of return by industrial sector in the United States, 1948-1976 [J]. *American Economic Review*, 1980, 70 (5): 326-330.
- [12] J·哈梅尔, C·K·普拉哈拉德. 竞争大未来 [M]. 昆仑出版社, 1998.
- [13] 殷醒民. 企业并购的金融经济学解释 [M]. 上海: 上海财经大学出版社, 1999.
- [14] 高见, 陈歆玮. 中国证券市场资产重组效应分析 [J]. *经济科学*, 2000 (1): 66-76.
- [15] 许崇正. 中国资本形成与资本市场发展论——未来时代中财富的积聚与获得 [M]. 北京: 经济科学出版社, 1999.
- [16] 朱江. 我国上市公司的多元化战略和经营业绩 [J]. *经济研究*, 1999 (11): 54-61.

Influence of Industry Effect on M & A Performance and M & A Motivation of China's Listed Companies

Li Qiong¹, You Chun²

(1. Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan 430072, China;

2. Pingan Insurance (Group) Co., Ltd Of China, Shanghai 201201, China)

Abstract : Through studying the M & A events happened in 2005 in China ,this paper analyzes the influences of industry effect on M & A performance and M & A motivation of China 's listed companies. On the basis of the reasearch of the M & A performance of all samples ,it compares the M & A performance of horizontal M & A ,vertical M & A and conglomerate M & A ,and analyzes the differences on industry effect between industry - innovative M & A and non - industry - innovative M & A. Finally ,it points out that ,it is not enough to judge whether an M & A is really successful only through financial index ,and other factors that influence M & A effect should be seriously considered.

Key words : listed company ; industry effect ; M & A performance ; M & A motivation ;M & A type ;industry innovation

(上接第 67 页)

克服了以往评价中仅使用一种方法的片面性及其方法的缺陷性 ,解决了各方法评价结果所存在的差异现象问题。本文认为 ,应用此方法进行综合评价可以得到更加客观、真实、全面、符合实际的评价效果。本文还根据模型设计开发了 ICESSWBZDL ,为上海外高桥保税区管理决策者及时把握自身发展状况、制定有效的发展战略提供了一个理想的支持环境。

参考文献

[1] 王增民. 因子分析法在企业经济效益的综合分析与评价

中的应用[J]. 数理统计与管理, 2002, 21(1): 10-13.

[2] 王宗军. 综合评价的方法、问题及其研究趋势[J]. 管理科学学报, 1998, 1(1): 73-79.

[3] 刘恩专. 天津港保税区区域经济发展效应的综合评价[J]. 北方经济研究, 1999(2): 16-23.

[4] 王宗军. 交互式模糊综合评价决策支持系统的设计与实现[J]. 系统工程与电子技术, 1994(2): 48-58.

[5] 上海外高桥保税区管理委员会. 上海外高桥保税区 2001 年发展报告[R], 2001.

Research on Integrated Comprehensive Evaluation of Development Level of Shanghai Waigaoqiao Bounded Zone

Wang Zongjun, Cui Xin, Guo Zhonglin

(School of Management, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan 430074, China)

Abstract : First this paper establishes the comprehensive evaluation index system of development level of Shanghai Waigaoqiao Bounded Zone. And then considering the potential difference of evaluation results when using different comprehensive evaluation methods and combining the characteristics of fuzzy comprehensive evaluation and factor analysis, it proposes an integrated comprehensive evaluation method combining fuzzy comprehensive evaluation with factor analysis, and makes comprehensive evaluation of the development level of Shanghai Waigaoqiao Bounded Zone. The application results show that this integrated comprehensive evaluation method is more comprehensive and effective.

Key words : comprehensive evaluation ; integrated evaluation ; index system ; fuzzy evaluation ; factor analysis ; Shanghai Waigaoqiao bounded zone

(上接第 120 页)

Influence of Takeover on Managerial Performance and Agency Cost of State Holding Targets

Zeng Zhaozao¹, Li Shanmin²

(1. School of Management, Guangdong University of Foreign Studies, Guangzhou 510420, China ;

2. School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China)

Abstract : This paper empirically investigates the performance and agency cost of state holding takeover targets in Chinese listed companies during 2000 to 2004. The results show that managerial performance is improved and agency cost decreases on the whole after post corporate control transfer. Managerial performance improvement and agency cost decrease of targets sold by local government are larger than those of targets sold by central state owned enterprises. Managerial performance improvement and agency cost decrease of targets purchased by private owners are larger than those of targets purchased by state owned entities. Managerial performance improvement and agency cost decrease of targets purchased by state owned entities mainly come from the sub-sample of ultimate control changed.

Key words : takeover ; state holding listed company ; managerial performance ; agency cost