

上市公司跨国并购绩效的实证检验

董莉军

(中南财经政法大学经济学院 武汉 430073)

【摘要】 跨国并购是我国企业实施“走出去”战略的重大举措,那么我国企业跨国并购的效果如何呢?本文实证检验了1998~2009年我国上市公司跨国并购的经济后果,结果表明:并购公司在公告日后一段时间有显著的超常收益;而跨国并购后当年会使并购企业的经营绩效有所下降,但并购后第2年并购企业的经营绩效会显著改善。

【关键词】 跨国并购 经营绩效 托宾Q

一、研究背景

根据中国社会科学院2010年12月26日发布的2011年《世界经济黄皮书》报告,我国企业正由被收购方转为资产收购方,并购交易额居全球第二。另据联合国贸易和发展会议的统计资料,从1988年至今我国企业的跨国并购已经历了四个阶段,也是四次浪潮:第一次为1988~1994年间,以邓小平南巡讲话为契机,我国企业开始跨出国门,跨国并购初试锋芒;第二次为1996~1998年间,以香港回归为契机,大批中资企业投资香港的战略性资产领域;第三次为2001~2006年间,随着我国在2001年底加入WTO,中央政府在《“十五”规划纲要》中明确提出实施“走出去”战略,我国企业的跨国并购进入一个快速发展期;第四次则从2008年开始至今,由于我国经济率先走出全球金融危机,因而我国企业的跨国并购净值2008年一举达到368.61亿美元,超过过去20年的总和。

二十年来,我国企业作为并购方发起的跨国并购已从零星发展成主流,对经济的影响越来越大,因此有必要对已完成的并购给我国企业带来的经济后果进行评价,从中总结经验教训,为企业和政府的决策提供可资参考的依据。

二、跨国并购绩效的文献综述

跨国并购最早兴起于发达国家,对并购企业绩效的影响,国外研究时间相对较长、成果也较多。不过伴随着经济全球化带来的20世纪90年代全球并购市场的繁荣,理论界却普遍认为跨国并购对并购方的绩效产生负面影响。Lajoux R. (1998)认为跨国并购没有创造价值;Campa JM, Hernando I (2006)对1982~2008年期间欧洲金融业的并购进行实证研究也表明,跨国并购给并购方带来的股东回报是负的;Ghemawat P, Ghadar F (2000)甚至认为跨国并购市场的繁荣是基于对全球化的错误认识。不过也有一些不同的观点:Very P, Schweiger DM (2001)认为虽然跨国并购没有直接为并购方创造价值,但作为经验积累会提高企业未来的价值;Anand J, Capron L, Mitchell W (2005)对248个样本进行调查后发现,跨国并购能够提升并购企业的实力;Boubakri N, Dionne G, Triki T (2008)对177笔交易研究的结果表明,从长期看,

并购交易能为并购企业创造股东价值,对并购后3年的累计异常收益检验是显著的;Chakrabarti R, Gupta-Mukherjee S, Jayaraman N (2009)对1991~2004年期间涵盖六大洲、并购方来自于43个国家的跨国并购交易的1157个样本进行实证检验,结果表明,跨国并购的绩效从长远来看更好。

随着我国企业在全世界并购市场上越来越活跃的表现,关于我国企业跨国并购的研究自然而然地成了热点,成果颇多。但是这些研究主要关注我国企业跨国并购的动因、风险、策略以及并购后的整合等方面,而且定性研究多、定量分析少。特别是对于我国企业跨国并购绩效的研究相对较少,而其中进行实证检验的则更少,已有的研究主要有王海(2007)针对联想并购IBM PC业务进行的案例分析,得出并购对企业绩效产生了负面影响的结论;吴钧、严胡青(2008)以2003年和2004年我国进行对外直接投资的12家上市公司为研究对象,分析得出了同样的结论;不过,杨忠、张骁(2009)认为,虽然国际化的深度如何与企业绩效的提升没有直接的关系,但国际化的广度拓宽必然有利于企业的成长。

总的来看,目前国内研究多数看法和国际上的主流观点相一致,认为跨国并购对并购企业会产生负面影响。他们之所以得出这样的结论,是与他们实证研究采用的样本量都偏少、时间段都偏短有关。跨国并购对我国企业绩效影响真的是以负面为主吗?本文以1998~2009年期间沪深两市的上市公司为研究对象,利用公开可验证的资料,采用规范的实证研究方法,以期得到更具有说服力的实证结果。

三、实证研究的数据来源和样本描述

本文中我国上市公司样本数据全部来自CSMAR数据库,并通过查阅公司年报和公司公告等公开资料进行补充、验证和校正。首先,通过CSMAR数据库的我国上市公司并购重组研究数据库筛选出1998~2009年我国上市公司已成功跨国并购作为初选样本。然后,执行如下筛选程序:①剔除属于关联方交易、目标公司控股方为中资企业或个人的样本,共计932个样本,因为本文研究对象是我国上市公司的跨国并购,如果交易属于在企业内部、我国企业或个人之间的转

让,这些样本就缺乏说服力;②剔除涉及B股的37个样本,因为这些样本中的并购企业属于外资,不符合本文的研究范围;③剔除并购企业已退市的5个样本,因为已退市的企业不仅不符合本文的研究范围,而且其作为上市公司时的股价和财务信息通常存在严重的扭曲,所以这些样本不可靠。

本文最后得到的有效样本为142个,其中按照市场划分,涉及沪市上市公司的86个,涉及深市上市公司的56个;按照卖方公司所属国家和地区划分,涉及23个国家和地区,前五位分别是我国香港、日本、英属维尔京群岛、美国和新加坡,占总样本数的76.76%;按照行业划分,除了无法确认的37个样本,并购企业涉及41个行业,前三位分别是综合类、有色金属冶炼及压延加工业、零售业,占总样本数的13.38%。

四、研究方法

检验并购事件对公司绩效的影响,我们采用国内外学术界通常使用的基于二级市场股票价格变化的事件研究法、基于公司市场价值与重置价值比率的托宾Q研究法和基于财务数据的会计研究法。因为本文关注的是跨国并购对作为发起方的中方企业绩效的影响,所以只针对投资方的我国上市公司进行上述三种检验。

1. 事件研究法。Bradley、Deasai和Kim(1988)建立了用来估计并购目标公司和并购公司收益影响的方法。该方法主要通过并购公司在并购公告日前后取得的累计异常收益来度量该事件带来的价值增值,所以称之为事件研究法。

本文将考察期间设定为跨国并购首次公告日前30个交易日到公告后30个交易日,即(-30,30)。为了排除宏观经济的影响,我们将样本公司的日个股回报率减去日市场回报率,求得日个股异常收益率,将其累计相加得到所有样本股票在考察期间内的累计异常收益(CAR),检验A股市场对本公司从事跨国并购的短期反应。由于剔除了3个数据不足的样本公司,该方法考察的样本为139家上市公司。

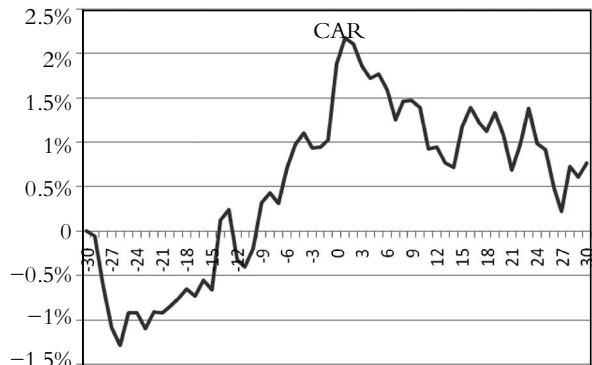
2. 托宾Q价值比率研究法。Lang和Litzenberger(1989)在Lindenberg和Ross(1981)的基础上发展了计算样本公司的托宾Q的方法。通过比较目标公司和并购公司在并购前后托宾Q比率的变化来判断并购是否有价值。

本文将考察期间设定为并购前2年、并购前1年、并购当年、并购后1年、并购后2年共5年的考察期,以从中长期来判断跨国并购对我国企业带来的效益。由于剔除了数据不足的61家样本公司,该方法考察的样本为81家上市公司。

3. 会计指标法。该方法选取并购公司和目标公司若干财务指标,然后通过比较这些财务指标在并购前后的变化来评价并购的长期业绩。考虑到会计指标法具有不依赖于资本市场有效性假定的优点,而A股市场在整个样本期内一直处于不断发展完善的状态,其是否满足有效性假定很难确定且一直存在很大的争议,因此我们选择会计指标法作为补充,用来考察跨国并购对本企业长期绩效的影响。

五、研究结果与分析

1. 事件研究法的研究结果与分析。本文用事件研究法将样本公司股票在二级市场CAR的走势描绘成右上图。



样本公司的累计异常收益的走势图

从CAR的走势可以看出,在事件期(-30,30)内,样本公司从公告日前9日开始有正的CAR,到公告日后第1日达到峰值2.17%,然后迅速下降,在公告日后第27日降到0.22%,不过随之又上升稳定在0.5%之上。在公告日前9日就出现CAR,这可能是由于存在信息泄露的缘故。

假设事件发生对股价无影响,则样本公司的CAR服从均值为0的正态分布。通过对CAR进行t检验,结果表明,CAR显著不为0,即样本公司在事件期(-30,30)内存在统计意义上显著为正的CAR,具体见表1:

表1 CAR的统计检验结果

	t-statistic(H0: 均值等于0)	Maximum	Minimum	Median
CAR	4.299 446 *	0.021 714	-0.012 854	0.007 318

注: *表示t检验值在5%置信度水平上显著。

由表1可以看出,通过t检验,证明我国上市公司的跨国并购在资本市场上的反应是正面的,对改善企业的经营业绩能够起到促进作用。但与此同时,值得注意的另一个问题是,在事件期(-30,30)内,样本公司CAR的最大值为2.17%,最小值为-1.28%,这说明虽然跨国并购对我国上市公司从总体上说实现了超常收益,但各事件差异很大,证明并不是每一家企业都适合进行跨国并购这种高风险投资。

2. 托宾Q研究法的研究结果与分析。本文将样本公司在并购公告前后五年的Q比率的时间序列以及相应的统计检验结果制作成对照表(表2)如下:

表2 样本公司的托宾Q的估计

	Mean	Q%>1	t-statistic(H0: 均值等于0)	Median
并购前2年	1.235 601	66.67%	24.524 41 *	1.050 637
并购前1年	1.262 067	72.84%	25.823 12 *	1.102 599
并购当年	1.444 961	75.31%	22.139 73 *	1.279 356
并购后1年	1.296 207	75.31%	24.340 28 *	1.172 343
并购后2年	1.404 433	76.54%	24.034 48 *	1.234 639

注: *表示t检验值在5%置信度水平上显著。

由表2可以看出:

(1)样本公司的Q比率在跨国并购前在5%置信度水平上显著大于1,而且呈现出逐年上升的趋势,这种趋势在并购当年达到最大值,这说明经过典型的跨国并购后公司经营管

理业绩向好,市场对其投资的估价高。

(2)样本公司在进行跨国并购后第1年Q比率与并购当年相比出现了10.29%的下降,这可能是由于跨国并购需要完成的是完全不同经济、法律以及文化环境下的企业整合,需要花费的时间比较长的缘故。但是经过并购其Q比率仍显著大于1,说明即使存在由于整合目标公司导致的不利影响,并购公司的管理业绩仍然比较好。

(3)样本公司在进行跨国并购后第2年Q比率恢复增长,且高于并购前的年份,说明在经过1年的整合后,并购公司整体管理业绩提高,总体权益价值增加,并购带来了收益。将并购后2年和并购前2年进行比较,t统计量等于-2.19,说明典型并购公司在完成整合后,Q比率不仅显著大于1,而且在5%的置信度水平上显著高于并购前。

3. 会计指标法的研究结果与分析。本文将全部样本公司并购前后五年的每股收益、资产报酬率和营业利润率分年度进行算术平均进行了统计,结果如表3所示:

表3 样本公司的财务绩效

	并购前2年	并购前1年	并购当年	并购后1年	并购后2年
每股收益(元)	0.186 6	0.201 2	0.281 5	0.204 2	0.247 2
资产报酬率(%)	5.45	4.78	5.76	4.82	5.10
营业利润率(%)	6.24	8.45	10.99	6.37	21.49

由表3可以看出:

(1)样本公司在进行跨国并购的前两年到并购当年,各项主要财务指标均呈现出快速增长的趋势。以并购前两年的数据为基期,每股收益随后两年的环比增长率分别为7.79%和39.95%,资产报酬率随后两年的环比增长率分别为-12.26%和20.35%,营业利润率随后两年的环比增长率分别为35.43%和29.97%,这说明每股收益和营业利润率都在逐年增长。资产报酬率在并购前1年有所下降,则有可能是由于为并购做准备而储备资金所造成的,而在并购当年由于将资本转化为投资便使得该比率恢复增长。

(2)样本公司在进行跨国并购后第1年业绩出现下降,各项主要财务指标出现大幅下降。与并购当年相比较,每股收益下降了27.47%,资产报酬率下降了16.29%,营业利润率下降了42.05%。跨国并购的短期财务绩效不佳是因为并购和整合花费了巨额的费用,导致并购企业整体业绩下降。

(3)样本公司在进行跨国并购后第2年业绩迅速改善,与并购第1年相比较,每股收益增长了27.47%,资产报酬率增长了5.83%,营业利润率增长了237.46%。可以看出,通过一年的整合,并购企业能够发挥协同效应,实现并购目标,改善整体财务绩效。特别值得注意的是,并购企业营业利润率的巨幅增长,证明我国企业通过跨国并购获取资源和技术以改善企业经营绩效的目标,可以说已圆满实现。

六、结论和启示

1. 资本市场对企业从事跨国并购的反应是积极的,我国企业进行跨国并购从总体上看是有成效的。虽然跨国并购中有一些失败的例子,但瑕不掩瑜,失败只是极少数案例,绝大

多数企业的并购是成功的。资本市场虽存在不看好某个上市公司的某项跨国并购的现象,但市场对跨国并购的反应是积极的,认为它传递了一个利好信息,表明并购企业正在积极扩张,未来的发展前景向好,会提升并购企业的股权价值。结合对并购公司并购前业绩的考察可以发现,实施并购的上市公司本身都具备良好的经营绩效和盈利能力,因此选择通过并购实现国际化扩张是合乎逻辑的,而这种选择得到资本市场的认同也是合理的。再考虑到通过多年发展,我国企业已经具备了在全球市场竞争的能力,必然要向全球经济链上端发展,成长为跨国公司,充分利用全球资源,实现最优配置,那么资本市场对于这种趋势的认同更是自然的。

2. 跨国并购需要一段整合期,整合期的成效决定了跨国并购的成败。实践证明,在整合期内并购企业的经营业绩会受到拖累。在并购完成后1年的这段整合期间,并购企业的盈利能力会受到不利的影响,市场价值会随之降低。对我国企业跨国并购持负面看法的一个重要原因就是几起重大跨国并购的失败,比如TCL并购施耐德、汤姆逊的彩电部门和阿尔卡特的手机部门,联想并购IBM PC业务以及上海汽车集团并购韩国双龙汽车。这些失败案例虽然各有各的原因,但很重要的一点就是在整合上失败了,没有成功度过并购后第1年的整合期。因此说跨国并购成败的关键在于其后的整合。由于跨国并购外部环境的特殊性决定了整合问题的复杂性,而整合不对路不仅不能实现并购目标,甚至会导致并购企业陷入经营困境,这是并购失败的主要原因。

3. 跨国并购对并购企业的绩效有积极的影响。本文的实证结果表明,在并购后的第2年,无论是并购企业的盈利能力还是权益价值都会出现增长,而且优于并购前,说明我国上市公司进行的跨国并购从整体上看是能够实现并购目标的,能够实现协同效应,提高整体绩效。如果能够顺利度过整合期,跨国并购带来的资源、技术和市场就能发挥作用,为并购企业带来新的效益增长点,从而实现经营绩效的整体提高。

主要参考文献

1. 王海. 中国企业海外并购经济后果研究——基于联想并购IBM PC业务的案例分析. 管理世界, 2007; 2
2. 吴钧, 严胡青. 中国上市公司对外直接投资与公司业绩的实证. 统计与决策, 2008; 9
3. 杨忠, 张骁. 企业国际化程度与绩效关系研究. 经济研究, 2009; 2
4. Jaideep Anand, Laurence Capron, Wiu Mitchell. Using acquisitions to access multinational diversity: thinking beyond the domestic versus cross-border M&A comparison. Industrial and Corporate Change, 2005; 4
5. Boubakri N., Dionne G., Triki T.. Consolidation and value creation in the insurance industry: The role of governance. Journal of Banking & Finance, 2006; 1
6. Campa J. M., Hernando I., M&As performance in the European financial industry. Journal of Banking & Finance, 2005; 8