

政府干预、企业税负、区域属性与并购绩效

冯素晶 陈海声(博士生导师)

(华南理工大学工商管理学院 广州 510641)

【摘要】 本文收集了我国A股2009年所发生的308个并购事件样本,考察其并购前一年至并购后两年的相关数据,研究了地方政府干预下区域属性、实际税负与企业并购绩效之间的关系。本文的研究表明地方政府具有较强的控制资源能力,地方政府对同区域并购越支持,跨区域并购纳税越重、绩效越差,即行政权力阻碍资源在资本市场的自由流动和有效配置。

【关键词】 政府干预 企业税负 区域属性 并购绩效

一、引言

税收政策作为政府的宏观调控工具,对企业的并购决策有着重大的影响。我国对于企业在并购重组中涉及到的合并分立、股权投资转让、资产收购等相关税收政策多散见于国家税务总局的各种通知及暂行规定之中,主要包括《企业改组改制中若干所得税业务问题的暂行规定》(国税发[1998]第097号)、《关于企业股权投资业务若干所得税问题的通知》(国税发[2000]第118号)、《关于企业合并分立业务有关所得税问题的通知》(国税发[2002]第119号)、《关于企业股权转让有关所得税问题补充规定的通知》(国税函[2004]第390号)等。这些法规对纳税人的主体、减免税优惠的承继、资产计价的税务处理以及企业亏损弥补的处理等方面作了规定,同时在所得税、增值税、营业税的征收方面给予了满足特定条件的并购企业一定的税收优惠。它们基本上构成了我国关于企业并购的税收法律框架体系,也为日后完善与发展相关的法律法规提供了宝贵的经验借鉴。

然而,我国现行的中央和地方政府分税制格局,导致地方政府干预企业的并购行为,阻碍了企业资本的流通:①我国目前企业所得税按照企业的行政级别划分征收入库,分别归属于中央和地方政府各级政府的财政收入,因此企业由于并购带来的自身税负的变化,将导致中央以及地方政府之间的利益格局发生变化。②通常情况下,并购形成的企业集团应在集团总部集中缴纳所得税款,这样一来企业的生产地政府就无法享有税收利益,各级政府出于自身利益的考虑,就有可能利用行政力量干预企业的跨区域并购行为。③企业在进行跨区域、跨行业并购时,极可能导致并购双方在税种、税额、税收优惠待遇等方面发生变化,进而影响税负的增减变动。部分地方政府为保护当地的税收利益或者个别官员为实现个人的政治目标,会从中干涉企业的并购进程。

政府干预的确对企业并购决策产生了影响。一方面,各地政府积极引进和发展高新技术企业,鼓励科技创新,在国家规

定的各项优惠政策基础上出台了一系列的税收优惠政策,形成了税收优惠竞争,支持当地高新技术企业的发展,带动本地经济腾飞。另一方面,由于取得控制权的异地主并企业不受当地政府的牵制,就会着眼于集团利润最大化的战略目标进行调整,诸如转移优势产业、裁减人员等方案,可能损害当地的经济以及社会就业。

而同区域并购则能有效降低其他费用,增加收入,并带动当地产业的发展,增加地区的GDP,使得官员的考核业绩以及升迁机会大增,地方政府出于自身的政策性负担或者政治晋升目标考虑,会通过土地优惠、税收优惠和其他各种政策引导当地企业进行同区域并购,阻碍跨区域并购。尤其当被并企业是当地的优质纳税企业时,这种情况就更加明显。因此,只要行政分权格局和以经济指标为主的地方政府官员考核机制不变,企业在横向整合时受到隶属关系中行政条块分割的阻碍情况就不会有根本的改变,跨区域并购就有可能带来地区之间的利益冲突,地区封锁也就不可避免。

二、理论分析与研究假设

1. 企业税负与并购绩效的关系。我国学者孙秀凤、王定娟(2006)通过对深市A股677家公司2000~2004年的数据进行实证分析后认为,企业的税负与绩效之间有显著的负相关关系,企业面临激烈的外部竞争,企业的税收负担越大,对企业的绩效水平影响也越大,就越不利于企业的发展,因此企业应当注意综合利用绩效管理以及税收激励政策,从而实现最佳的经济效益。武立永、杨萍(2008)指出,从整体而言,公司的价值越高就会带来越多的税收,而税率对投资者的收益率和企业绩效的影响是错综复杂的。目前我国的税制结构是以流转税和所得税为主要税种的“双主体”并行结构,而企业的所得税税负直观反映了利润的分配情况,在企业的税负体系中举足轻重,直接影响企业的并购成本,对企业的经营整合绩效有重大的影响,因此我们根据企业是否享有所得税率优惠来衡量企业的税负。税收优惠较多的企业,拥有的可支配收益比无

税收优惠时要多,由此我们提出:

H1:享有的税收优惠越多,主并企业的并购绩效越好。

2. 政府干预、企业税负与区域属性的关系。现行《企业所得税法》不仅统一了内外资企业适用的所得税税率为25%,而且体现了“产业优惠为主、区域优惠为辅”的新税收优惠政策,有利于减轻企业税负,提升企业竞争力。然而,我国目前不同地区的企业甚至同地区但在高新技术区内和区外的企业,其所适用的税收法规、所享受的税收待遇尚存在差异(黄燕,2004)。地方政府为了保护自身利益,一方面会鼓励有扩张欲望的企业进行同一辖区内的并购,并通过税收优惠、政府补贴等方式降低企业的实际税负;另一方面会想方设法阻挠跨区域并购行为,并通过税收负担等手段来给跨区域并购企业制造障碍,或者即使跨区域并购成功,企业也因此要承担高成本的税收负担。事实上,被地方政府保护越多的同区域并购企业,其所发生的所得税费用越少,属地纳税的政策不利于跨区域并购。由此,我们提出假设:

H2a:所得税费用与跨区域并购正相关。

H2b:所得税费用与同区域并购负相关。

3. 政府干预、区域属性与并购绩效的关系。在国外,Morck和Yeung(1991)经实证研究发现企业的跨区域扩张程度越大,其经济价值越高。Tallman和Li(1996)指出,企业跨区域并购可以分散风险,并通过扩大顾客群体获得范围经济性,从而提高了多元化业务企业的绩效。然而,Moeller和Schlingemann(2005)通过研究美国在1985~1995年的4430个并购个案,结果却发现跨国并购的公告发出以后,其股价的表现不如国内并购的好,而且业绩的提高也有限。

在国内,宋献中、周昌仕(2007)通过研究沪深两市1998~2001年间的并购事件后得出结论,主并公司在整体上并没有获得长期的超额收益,且不同类型的并购之间存在较大差异,其中同区域并购后的超额收益比跨区域并购后的超额效益要低,关联收购的超额收益几乎为负,而非关联收购却有较大的正收益;周昌仕(2008)以我国沪深两市1999~2006年间发生的523起并购事件为样本,研究了政府控制下的不同并购模式对于公司绩效的影响,结果表明同区域并购绩效与跨区域并购绩效之间并无显著差别,原因是地方政府对于本辖区的上市公司进行利益输送,而把经济负担转嫁到其他非地方政府控制的企业中去。乐琦、蓝海林(2012)基于制度基础观的视角,对123个企业并购样本进行实证分析后发现,相对同区域并购而言,我国企业的跨区域并购并没有对并购绩效产生积极的影响,原因在于跨区域并购的企业外部合法性受到挑战,从而对并购绩效产生了负面影响。

地方政府推崇同区域并购带有“拉郎配”等色彩,更多地体现了地方政府的政策性目标以及官员的个人私利,它忽略了企业自由选择跨区域并购所具有的协同效益、产业链延长效益等,忽略优势资源的组合,降低并购的预期效益,这也是我国企业并购后短期、长期经济效益低下的原因之一。事实

上,不管是出于“掏空”动机还是“支持”动机,政府干预下的“拉郎配”式的企业并购都无助于公司绩效的持久改善,无助于竞争优势的获得。据此,我们提出假设:

H3:与同区域并购相比,跨区域并购的企业绩效更好。

三、研究设计

1. 研究方法。目前用以研究并购绩效的方法主要有事件研究法和财务指标法。其中,事件研究法(Event-Study Methodology)是由Fama等在1969年提出的。事件研究法是通过观察并购公告发布前后的股价变动,先后计算出公司的正常收益、超常收益、平均超常收益以及累积平均超常收益(CAR),从而达到分析并购绩效的目的,操作简单易行,且有理论基础。财务指标法又分为单项指标评价法以及指标体系评价法,其中由诺贝尔经济学奖得主TOBIN提出的TOBIN'Q值法(公司资产的市值/公司资产的重置成本)是单项指标评价中最为简便科学的办法。此外,Morosini等于1998年指出,最好选择两年作为研究并购绩效的时间区间,这是因为企业实施并购后第一个两年是成败的关键,且一般两年时间足够企业完成一体化的进程。

国外事件研究法运用较为广泛,而国内学者则更多采用财务指标法进行对比分析。这主要是因为中国的股票市场尚不成熟,使用事件研究法存在一定局限性。陈晓等(1999)提出,尽管会计盈利指标常被操纵,但我国上市公司的财务报表盈余数字仍然涵盖了较强的信息量。因此,本文也采用财务指标法进行实证研究,鉴于单一财务指标易受操纵或受其他因素的噪音干扰,我们借鉴檀向球等(1999)提出的资产重组鉴别指标体系中的绩效评估体系,从中选取了营业利润率(OPM)和每股收益(EPS)两个指标来衡量企业并购绩效。

2. 样本选择和数据来源。我们从CSMAR数据库中检索了我国A股市场在2009年间发生了并购实践的全部上市公司作为整体筛选样本,其中利用资产收购或者股权转让方式获得其他公司的资产或者股权的公司为主并公司,而出让资产或者股权的公司为目标公司。为了符合本文的研究目的,保证实证分析数据的可靠性和可获得性,初始样本按照以下原则进行筛选:①样本公司必须是主并方;②剔除金融类上市公司;③剔除交易金额小于1000万元的样本;④一年内发生多次并购的,取交易金额最大的为准;⑤剔除关键性数据存在缺失以及中途退市、停牌的并购样本。经过层层筛选,我们得到了2009年发生了并购的308个并购样本数据,其中同区域并购205个、跨区域并购103个。本文主要研究企业发生并购前一年至并购后两年一共4年的数据,因此样本总量为1232个。

本研究中,上市公司的财务数据来源于CSMAR数据库、聚源数据库,其余相关数据为作者通过在巨潮咨询网、上海证券交易所、深圳证券交易所等网站搜索并经手工整理得出。数据统计分析是在SPSS17.0软件下进行的。

3. 研究变量。本文借鉴檀向球等(1999)提出的指标体系,选取的研究变量具体见表1。

表1 研究变量一览

变量分组	变量名称	代码	变量解释
并购绩效变量(Y)	营业利润率	OPM	营业利润/营业收入
	每股收益	EPS	净利润/总股数
税负变量	税收优惠	NPT	虚拟变量,1为税收优惠公司,0为非税收优惠公司
	所得税费用	TAX	企业的所得税费用
区域属性变量	区域属性	PRO	虚拟变量,1为同区域并购,0为跨区域并购
控制变量(X)	关联方交易	CON	虚拟变量,1为关联交易,0为非关联交易
	产权性质	OWNER	虚拟变量,1为国有股权,0为非国有股权
	资产负债率	DAR	年末总负债/年末总资产
	企业规模	SIZE	年末总资产的自然对数
	固定资产比率	FIX	年末固定资产净值/年末总资产
	第一大股东持股比例	FIRST	第一大股东持股数/总股本数
	企业年龄	AGE	企业成立年限的自然对数
行业虚拟变量	INDU	哑变量,按样本公司的行业分为21个指定值	

营业利润率(OPM)和每股收益(EPS)两个指标用来衡量并购绩效,考虑到企业实施并购行为的最终目的是提高公司的整体绩效,选用财务利润指标既可以体现经济利益,又能够反映企业的成长性。企业实施并购后,营业利润率和每股收益的值越大,表示企业的经济效益越好,并购绩效越高。

税收优惠(NPT)是企业是否享有税收优惠的虚拟变量,1代表享有税收优惠的公司,0代表非税收优惠公司,这里把名义税率为25%的企业定义为非税收优惠公司,名义税率低于25%的为税收优惠公司。

区域属性(PRO)是一个虚拟变量,本文借鉴周昌仕(2008)的观点,并购的区域属性是指并购双方的企业所在地是否属于同一地方政府管辖(以省、直辖市或自治区为界限)。我们把属于同一政府管辖的并购称为同区域并购(值为1),否则为跨区域并购(值为0)。

此外,结合前人对并购绩效的影响因素研究,我们在回归模型中引入了关联方交易、产权性质、资产负债率、企业规模、固定资产比率、第一大股东持股比例、企业年龄、行业虚拟变量等控制变量,来控制它们对检验结果的影响。

4. 模型设定。

(1)针对H1,本文采用模型1检验企业税负与并购绩效之间的关系:

$$Y = \alpha_0 + \alpha_1 NPT + \alpha_2 X + \varepsilon \quad (\text{模型1})$$

其中,被解释变量Y分别用OPM和EPS代入,X为控制变量。

(2)针对H2a、H2b,本文采用模型2检验企业税负与区域属性之间的关系:

$$TAX = \beta_0 + \beta_1 PRO + \beta_2 X + \varepsilon \quad (\text{模型2})$$

其中,X为控制变量。

(3)针对H3,本文采用模型3检验区域属性与并购绩效之间的关系:

$$Y = \gamma_0 + \gamma_1 PRO + \gamma_2 X + \varepsilon \quad (\text{模型3})$$

其中,被解释变量Y分别用OPM和EPS代入,X为控制变量。

四、研究结果及分析

1. 变量的描述性统计及 Pearson相关系数。从表2可以看出:①统计总样本308个、同区域并购205个、跨区域并购103个,区域属性所做的均值检验值为0.670,意味着在地方政策利益引导下,同区域并购约等于跨区域并购的2倍;②从变量的相关系数可见,营业利润率与税收优惠显著正相关,但与区域属性没有显著相关;③各自变量之间相关系数较小,不存在多重共线性问题。相关分析结果是对变量之间关系的初步描述,需要通过进一步分析来对假设中各变量之间的关系进行更精确的检验。

表2 主要变量均值、标准差和 Pearson 相关系数

变量(N=308)	均值	标准差	营业利润率	每股收益	区域属性	税收优惠	所得税费用
营业利润率	0.245	0.177	1				
每股收益	0.371	0.537	0.329***	1			
区域属性	0.670	0.472	-0.012	0.044	1		
税收优惠	0.530	0.499	0.085***	0.045	-0.052*	1	
所得税费用	192 784 448.81	1 304 061 868.03	0.051*	0.175***	-0.024	-0.039	1

注:*、**、***表示在10%、5%、1%检验水平下显著(下同)。

2. T检验分析。为了检验不同区域属性并购样本之间的并购绩效及纳税差异,本文将主并企业在并购当年、并购后第一年、并购后第二年与并购前一年的数据作对比,并进行T值检验,得到了如表3所示的统计检验结果。

表3 主要变量 T 值检验结果

变量	年份	总样本(N=308)	同区域并购(N=205)	跨区域并购(N=103)
营业利润率	(-1,0)	-0.654	-0.699	-0.253
	(-1,1)	-1.002	-1.355	-0.004
	(-1,2)	-1.172	-0.477	-1.178
每股收益	(-1,0)	-1.128	-0.635	-0.961
	(-1,1)	-3.122***	-2.623***	-1.773*
	(-1,2)	-2.633***	-2.128**	-1.562
税收优惠	(-1,0)	-3.496***	-2.431**	-2.757***
	(-1,1)	-2.606**	-1.647	-2.376**
	(-1,2)	1.884*	1.100	1.820*
所得税费用	(-1,0)	-1.468	-2.295**	-1.049
	(-1,1)	-1.895*	-3.617***	-1.109
	(-1,2)	-2.103**	-3.272***	-1.195

从表3可直观看到:①选用营业利润率(OPM)、每股收益(EPS)两个指标来衡量企业的并购绩效,整体来看,企业并购整合后的绩效并不理想,多呈下降趋势,这与2008年金融危机

以来的整体经济下滑有关,也与并购未得到有力整合有关,但在下降趋势中,同区域并购比起跨区域并购其系数更高、下降幅度更大。②选用税收优惠(NPT)、所得税费用(TAX)两个变量来衡量企业的实际税负,整体来看,企业在并购整合以后税收优惠是先减后增,而所得税费用则是逐渐减少,企业的实际税负整体呈下降趋势,这一方面与企业自身经济效益下降有关,另一方面也体现企业并购后获得了地方政府一定的税收优惠,但是与跨区域并购相比,同区域并购的系数更高、下降幅度更大。这表明同区域并购享有的税收优惠更多。

3. 多元回归分析。对模型1、模型2、模型3进行全样本回归分析,可以得到表4所示的检验结果。

表4 多元回归分析结果

模型	模型1		模型2	模型3	
变量	营业利润率	每股收益	所得税费用	营业利润率	每股收益
(常量)	1.090	-1.462	-4.182***	1.437	-1.372
税收优惠	2.232**	1.036			
区域属性			-2.933***	0.275	0.911
关联交易	-0.698	1.520	1.741*	-0.844	1.260
产权性质	-4.711***	-4.291***	-2.901***	-4.570***	-4.312***
资产负债率	-12.854***	-2.753***	-0.364	-13.266***	-2.871***
企业规模	-0.219	7.166***	12.508***	-0.246	7.081***
固定资产比率	-2.958***	-3.595***	1.317	-3.178***	-3.739***
第一大股东持股比例	5.122***	4.182***	2.918***	4.996***	4.140***
企业年龄	0.791	-1.920*	-3.145***	0.577	-1.970**
行业变量	7.456***	-2.050**	-3.139***	7.235***	-2.170**
F值	35.655***	15.784***	27.983***	34.969***	15.753***
R ²	0.208	0.104	0.171	0.205	0.104
Adj-R ²	0.202	0.098	0.165	0.199	0.097

从表4看到,模型1中,税收优惠的回归系数均为正值,其中当被解释变量为营业利润率时,税收优惠(NPT)的回归系数为2.232($p < 0.05$),即表明税收优惠能够显著解释并购绩效的变化,而系数为正值表明税收优惠对并购绩效有正面影响,因此H1获得支持,即享有的税收优惠越多,主并企业的并购绩效越好。模型2是检验区域属性与实际税负的关系,结果发现:区域属性与所得税费用的回归系数显著为负(-2.933, $p < 0.01$),即区域属性能够显著解释实际税负的变化,负值表示同区域并购与实际税负之间是负相关的,因此H2获得支持,即所得税费用与同区域并购负相关,与跨区域并购正相关。模型3的结果表明,区域属性与并购绩效的回归系数均为正值,但没有通过显著性检验,因此跨区域并购绩效与同区域并购绩效并无显著差异,假设3没有获得支持。

同时,从控制变量与并购绩效的回归系数中可见,产权性质、资产负债率、固定资产比率、企业年龄这四个变量与并购

绩效之间均为显著负相关,这表明:主并企业是国有股时,并购绩效较差;主并企业的财务杠杆越高,越不利于企业并购绩效的提高;主并企业的固定资产比重越大,越不利于并购绩效的提高;企业的成立时间越长,越不利于并购绩效的提高。而企业规模、第一大股东持股比例与并购绩效之间通过了显著正相关检验,这表明主并企业的规模越大,第一大股东持股比例越高,企业的整合能力越强,越有利于并购绩效提高。此外,控制变量对实际税负的影响与并购绩效类似,这里不再赘述。

五、结论

随着经济全球化的发展以及跨国企业的崛起,国内市场竞争日益激烈,我国企业在本土内进行跨区域并购的现象越来越普遍。而政府的税收政策在企业的并购行为中扮演了重要角色,本文运用我国A股2009年发生并购的308个样本,检验了自2008年我国实施所得税调整后,在地方政府干预下,企业税负、区域属性与并购绩效三者之间的关系。

结果发现:①政府给予税收优惠越多,企业并购绩效越好,这表明政府干预中的税收优惠政策对企业有积极正面的作用,为“政府支持之手理论”提供了一定的实证支持。②因地方政策税收优惠等利益诱导使同区域并购两倍于跨区域并购,且企业的实际税负与同区域并购负相关,与跨区域并购正相关。③T值检验结果显示:并购后,同区域并购与跨区域并购二者在绩效、实际税负上都逐年降低,但是同区域并购的下降程度更严重。回归结论表明:由于上述原因,使跨区域并购绩效优于同区域并购的假设没有得到验证。即跨区域并购的过程受到地方政府的干预,承担了较高的税收成本。再加上跨区域并购的外部合法性相对较低,不同区域之间的制度和差异也需消耗较大成本,而绝大多数企业存在跨区域管理经验不足、人力资源匮乏、前期调研不充分等问题。

本文的研究表明地方政府具有较强的控制资源能力,地方政府对同区域并购越支持,跨区域并购纳税越重、绩效越差,显示“政府掠夺之手理论”,即行政权力阻碍资源在一个统一的中国大市场的自由流动和有效配置。

【注】本文得到国家自然科学基金重点项目“新形势下中国企业整合战略与动态竞争研究”(项目编号:70832003)与广东省哲学社会科学“十二五”规划项目“技术并购中的投资者法律保护、估值的影响因素及整合研究”(项目编号:GD11CYJ02)资助。

主要参考文献

1. 黄燕. 企业并购的税法问题研究. 武汉大学硕士学位论文, 2004
2. 席鑫, 湛昕. 上市公司并购绩效的影响因素的实证研究. 工业技术经济, 2010; 29
3. 方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购. 管理世界, 2008; 9
4. 周克清. 税收竞争对地区间科技创新的影响. 税务研究, 2010; 8