

投资者保护、市场化水平对 技术并购溢价的影响

潘旭颖 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】 本文以2007~2012年间我国发生的上市公司技术并购事件为样本,运用实证方法首先研究投资者保护、市场化水平两者共同作用下对降低技术并购溢价的影响,然后研究行业竞争与政治关联对其作用的调节效应。研究表明:投资者保护与市场化水平两者共同作用显著地降低了技术并购溢价;行业竞争对两者共同作用的调节效应是正向的;政治关联对两者共同作用的调节效应是负向的。

【关键词】 投资者保护 市场化水平 行业竞争 政治关联 技术并购

我国经济结构调整的深入,促进了企业产品转型和产业升级,同时推动技术并购活动蓬勃开展。我国企业通过技术并购提高企业自主研发能力,逐渐成为企业核心竞争力提升的主要途径之一(张丽英,2013)。然而并购活动并不一定能够明显改善经营绩效,甚至会出现财富损失的现象,其中一个重要原因是主并方支付了较高的并购溢价(Hunter& Jagtiani,2003)。在当前要求提高市场化水平与加强投资者保护的背景下,研究制度环境对技术

并购溢价的影响,提高企业技术并购绩效,显得尤为重要,它同时能为政府改善市场环境提供理论支持。

一、文献综述

(一)技术并购与并购溢价

刘开勇(2004)认为,技术并购是指规模较大、实力较强的企业为提升自身能力、提高市场竞争力而对拥有特定技术的小企业进行并购的企业经济活动。现有对技术并购的研究主要集中在两个方面:一是技术并购绩效。

上市公司提高会计信息质量,从而减弱了“本土偏好”对会计信息质量的影响。

本文研究的主要成果体现在:第一,针对我国国情从经济地理学的角度引入地缘联系来衡量会计信息成本,实证检验了机构投资者与上市公司间地缘联系和上市公司会计信息质量间的关系,从经验证据上为“本土偏好”现象的生成机理提供了支持。第二,针对我国资本市场和地理环境的独特性,研究了上市公司是否位于一线城市对于“本土偏好”现象的影响,从区域地理特征的角度细化了地缘联系与会计信息质量间关系的研究。第三,进一步阐释了机构投资者持股特征对地缘联系与会计信息质量间关系的影响,充实和丰富了学界关于机构投资者监督和会计信息质量间的相关研究。

需要说明的是,对于机构投资者来说,除了持股比例之外,还有其他特征如持股结构、语言文化背景等对地缘联系和会计信息质量的影响本文尚未涉及,需要进一步探讨,可以作为我们今后研究的一个方向。

【注】 本文系湖南省科技研究计划软科学重点项目(项目编号:2013zk2087)的研究成果。

主要参考文献

1. 邱静兰. 审计研究中地缘因素的文献述评. 财会月刊, 2014; 16
2. 吴立广, 黄珍. 国际分散化投资与本土偏好行为——基于QDII对外投资基金的实证分析. 产经评论, 2012; 1
3. 刘凤根. 投资者本土偏差投资行为的生成机制探源. 吉首大学学报, 2009; 30
4. 刘峰. 制度安排与会计信息质量——红光实业的案例. 会计研究, 2001; 7
5. 贺灿飞, 魏后凯. 信息成本、集聚经济与中国外商投资区位. 中国工业经济, 2001; 9
6. Benjamin C. Ayers, Santhosh Ramalingegowda, P. Eric Yeung. Hometown advantage: The effects of monitoring institution location on financial reporting discretion. Journal of Accounting Economics, 2011; 52
7. Goyal J., T. Moskowitz. Home bias at home: local equity preference in domestic portfolios. Journal of Finance, 1999; 54

Myriam Cloudt 等人(2006)研究发现,企业进行技术并购增加了企业产品的技术含量,会对以后并购创新绩效发挥积极作用。Juha-Pekka Kallunki 等人(2009)研究发现,高新技术企业技术并购当年的市值会大幅增长,而并购后的未来收益会比非高新技术企业更多。二是技术并购整合。侯汉坡、刘峰(2007)提出并购后技术创新能力整合管理的策略和步骤,以及整合管理的三个重点,包括知识识别和分类管理、管理方式、激励措施等。

近年来技术并购研究在以上两个方面的成果突出,但忽视了对并购活动决策的研究。本文拟主要研究我国现阶段的技术并购溢价的影响因素。

并购溢价在一般文献中是指主并企业愿意支付的最高价格与目标企业愿意接受的最低价格之差。本文将之确定为主并企业对目标企业的评估价值与目标企业被并购前净资产价值之差。

目前研究并购溢价依据的理论主要有以下几种:①价值创造理论。并购溢价会受到并购后创造的价值以及购买方议价能力两个方面的影响(Varaiya, 1987)。②市场竞争理论。并购过程中会出现众多的竞争者,并购方会支付较高的并购溢价,以得到对被并企业的控制权(Slusky & Caves, 1991)。③委托代理理论。Jensen(1986)指出,管理者倾向于用自由现金流去购买其他资产,以扩大可使用的资源,而对于项目的选择并不严格,最终导致高额的并购溢价。Roll(1986)还提出管理者自大假说,他认为管理者因过分乐观而高估目标企业在并购交易中的价值。

上述研究大多忽略了主并企业外部环境对并购溢价的影响,因此,本文拟将技术并购活动中主并方所在地投资者保护水平与市场化水平间的相互作用及其对技术并购溢价的影响,作为主要的研究内容。

(二)基于投资者保护的并购研究

自1997年以来,La Porta 等人的法学与金融学的系列研究引起了学术界对投资者保护这一外部制度因素的关注。La Porta 等人(1998)的研究发现,投资者保护制度会对资本市场发展、所有权结构、治理结构、公司价值和股利政策等方面产生显著正向影响。

国内学者在LLSV研究框架的基础上将投资者保护纳入并购活动的研究范围。曾亚敏(2009)研究表明,收购企业处于国家的投资者保护程度较高地区,其跨境并购目标企业收益具有显著正向效应。唐建新(2010)研究发现,地区投资者保护是企业并购协同效应的影响因素。吴红军(2009)认为,企业进行并购决策的动机一部分来源于大股东的掏空行为。而当投资者保护水平越高,大股东侵害外部投资者的成本也越大,大股东进行并购活动对投资者的掏空行为也会有所减少。因此,本文将投资者保护制度对技术并购溢价的影响纳入研究框架。

(三)有关市场化水平的研究

市场化是指建立国家调节的市场经济体制,并由此形成统一的市场运行机制和市场体系。从国外的研究成果来看,市场化水平的提高有助于经济增长(Falchetti et al, 2000)。国内学者也研究得出结论,市场化水平的提高可以优化资本配置效率(方军雄,2006;方军雄,2007)。

市场化水平会影响企业并购效率。并购市场化环境滞后是造成企业并购绩效较低的一个原因(田满文,2010)。另外,不同市场化进程下高管激励契约的成本与选择是不同的,当市场化水平提高时,货币薪酬契约成本将减少,因而在契约组合中薪酬契约往往会得到更多的应用(陈冬华等,2010)。其他方面包括企业债务期限结构(孙铮、刘凤委和李增泉,2005)和股利政策(雷光勇和刘慧龙,2007)等。因此,本文将企业所在地市场化水平对技术并购溢价的影响加入研究框架中。

(四)有关行业竞争的研究

技术并购能够帮助企业在激烈的竞争中突围。现有对与行业竞争相关的研究主要集中在以下几个方面:一是企业绩效。杨震宁(2010)认为,行业竞争强度对运营绩效、扩张绩效和动态相乘绩效均有显著影响,企业技术战略同时对扩张绩效的调节效应是正向显著的。二是企业资本结构。陈晓红(2010)研究发现,资本结构的提高会提高市场份额,且会随着行业竞争程度的下降而下降。三是企业管理者薪酬。刘凤委等(2007)研究发现:政府对企业管理者干预越多,会计业绩的度量评价作用越小;外部竞争程度越低,会计业绩与经营者的奖惩关联度越弱。

行业竞争程度与并购活动之间的文献在我国较少,因此,本文把主并方企业行业竞争程度对技术并购溢价的调节效应也纳入考察范围。

(五)有关政治关联的研究

政治关联一般可以给企业带来两方面的作用:一方面,在一个国家或者地区法律保护水平普遍比较低的情况下,政治关联可以作为法律保护的一种替代机制,以保护企业的资源不受政府的平调;另一方面,企业通过政治关联可以向政府争取更多资源(Chen, Li, Su, 2005)。潘红波(2008)研究发现,政治关联对地方国有企业并购绩效具有显著正向影响。还有大量文献研究政治关联对企业经营业绩的影响(Faccio, 2006;余明桂和潘红波,2008;宇文超和何勤英,2013)。因此,本文将企业政治关联对技术并购溢价的调节效应也纳入考察范围。

二、理论分析与研究假设

(一)投资者保护与技术并购溢价

投资者保护机制通过如下途径影响上市公司的并购决策:第一,良好的投资者保护机制能够帮助公司降低市场摩擦,获得更好的并购绩效(唐建新和陈冬,2010);第

二,投资者保护机制能够惩治劣质并购,提高并购质量(陈玉罡和陈文婷,2011);第三,良好的制度环境能显著提高资本配置效率,降低企业自由现金流的过度投资(杨华军和胡奕明,2007)。可见,投资者保护水平的提升能够有效减轻企业技术并购的成本,降低技术并购溢价水平。根据上述分析,本文提出如下假设:

假设1:技术并购溢价与主并企业所在地的投资者保护水平负相关。

(二)市场化水平与技术并购溢价

在我国,市场化水平的高低对技术效率的影响在区域上具有差异性。市场化水平越高,企业的技术效率也越高。研究还表明,被并方企业R&D投入强度的提高会增加技术并购溢价(邹彩芬,2013)。因此,较高的市场化水平将通过增加企业的研发强度,从而提高技术并购的溢价水平。同时,不同的市场化水平能够影响企业高管的薪酬与 market 价格的敏感性,当市场化水平提高时 market 价格的敏感性会提高(陈震等,2011)。由于高管对技术并购决策具有直接影响,因而,当高管的业绩敏感性提高时,其决策会更多地考虑技术并购对企业业绩的影响,降低并购溢价。另外,田满文(2010)研究发现,并购市场化水平的滞后会降低并购活动的效率。因此,当市场化水平提高时,技术并购效率提高,而技术并购溢价则减少。根据上述分析,本文提出如下假设:

假设2a:技术并购溢价与主并企业所在地的市场化水平正相关。

假设2b:技术并购溢价与主并企业所在地的市场化水平负相关。

(三)投资者保护、市场化水平与技术并购溢价

市场化程度是由投资者保护质量所决定的(LLSV,1997;LLSV,1998),投资者保护水平的提升能够使企业更容易地获得外部融资、提高公司价值,最终影响证券市场的发展。而从另一个角度看,市场化水平影响着投资者保护程度,进而影响市场参与者的决策。郭金凤(2009)研究表明,市场化水平与投资者保护的共同作用对企业的并购规模会产生影响,进而会对技术并购的溢价水平产生影响。市场化进程速度越快的地区,投资者保护水平越高,地区并购规模越小。程敏(2009)研究发现,若市场拥有更严格的法律法规、更有效的市场监管以及信息披露,则能够提高公司的投资者保护水平,并影响企业的股利政策。根据以上分析,本文提出以下假设:

假设3:投资者保护和市场化水平两者的共同作用与技术并购溢价负相关。

(四)行业竞争、投资者保护、市场化水平与技术并购溢价

江伟(2011)在研究中运用外部治理机制变量,检验

了管理者权力理论对我国上市公司行业薪酬基准使用的解释力,发现我国对处于市场化程度较低地区以及被保护性行业的上市公司,外部治理机制的弱化增强了管理者对于薪酬契约的影响,因此这些地区公司的管理者会因为公司采用行业薪酬基准而获得薪酬的增长。当公司处于被保护性行业时管理者会得到更多的薪酬,而不会更多地考虑技术并购活动对企业带来的实际效益,从而提高了技术并购溢价的支付水平。根据并购溢价的竞价理论(Slusky & Caves,1991),当行业竞争程度越高时,主并方得到被并方的控制权会提高并购溢价水平。根据上述分析,本文提出以下假设:

假设4a:当主并方企业所处行业竞争程度较低时,投资者保护与市场化水平对于降低技术并购溢价的共同作用显著低于所处行业竞争程度较高地区的企业。

假设4b:当主并方企业所处行业竞争程度较低时,投资者保护与市场化水平对于降低技术并购溢价的共同作用显著高于所处行业竞争程度较高的企业。

(五)政治关联、投资者保护、市场化水平与技术并购溢价

政治关联作为投资者保护的一种替代性机制,往往对企业尤其是民营企业的生存发展具有重要影响(Allen等,2005)。从已有经验结论看,政治关联可以作为法律保护的替代机制,来保护企业产权免受政府干预所造成的损害(潘红波等,2008)。企业与政府建立关联的动机是因为外部制度环境的不完善,企业在做出技术并购溢价决策时,政治关联与投资者保护机制是相互促进的,具有政治关联的企业会对外部环境的变化迅速地做出反应。另外,在研究政治关联与市场化水平关系的文献中发现,市场化水平越高,企业的政治关联程度越低(邓建平,2012)。政治关联、投资者保护与市场化水平是相互作用的。根据上述分析,本文提出如下假设:

假设5:在有政治关联的企业中,投资者保护与市场化水平两者对于降低技术并购溢价的共同影响显著高于非政治关联企业。

三、数据来源、变量定义与模型设计

(一)数据来源

本文运用2007~2012年间我国沪深两市发生技术并购事件的上市公司为研究样本,并购事件的基础数据来自于CSMAR数据库和聚源数据库。为了达到本文的研究目的,保证实证分析数据的可靠性和可获得性,本文的初始样本按照以下原则进行筛选:①选取制造业(机械设备仪器、电子、医药生物)、信息技术业的上市公司;②剔除并购标的为房地产业、采矿业、金融投资行业的上市公司;③选取在并购后能获得控制权的上市公司;④剔除ST类公司;⑤选取公告中有披露估值溢价相关数据的上市

公司;⑥剔除海外并购上市公司;⑦剔除相关数据残缺的上市公司。筛选后,最终得到178对技术并购事件,其中国有主并企业有51对,民营主并企业有127对。数据统计分析采用SPSS19.0软件完成。

本文所使用的政治关联数据系根据CSMAR数据库中“高管个人简历”信息以及网络公开资料整理而得到。此外,本文衡量地区投资者保护水平的数据来自于樊纲等所著《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》一书。

(二)变量定义与模型设计

1. 变量定义。表1列出了相关变量的定义与计算方法。这里重点对两个调节变量做些说明。

(1)政治关联PC,借鉴已有研究(潘红波,2007;潘红波等,2008)的成果,将上市公司的关键高管(董事长或总经理)至少有一人现任或曾任政府官员、人大代表、政协委员的,设变量PC=1;否则,变量PC=0。

(2)行业竞争Inco,参照江伟(2011)的方法,将行业属性分为竞争性行业和被保护性行业两大类,处于石油化工、能源和原材料行业为被保护性行业,变量Inco=0;其余为竞争性行业,变量Inco=1。另外,采用樊纲等(2011)提供的投资者保护指数(Prot)和市场化指数(Mark)来衡量主并企业所在地的投资者保护水平。

此外,结合前人对并购溢价影响因素的研究,我们在回归模型中引入了资金充裕度、跨区域、关联交易、支付方式、目标方盈利能力、目标方资产规模、年份虚拟变量等控制变量,来控制它们对检验结果的影响。

表1 研究变量一览

变量类型	变量名称		变量解释
因变量	Prem	并购溢价	评估价值与账面价值比较
自变量	Prot	市场化水平	取自中国市场化进程市场化指数
	Mark	投资者保护	取自中国市场化进程保护指数
调节变量	PC	政治关联	哑变量,1为具有政治关联
	Inco	行业竞争	哑变量,1为主并方企业当年处于竞争性企业
控制变量	Cash	资金充裕度	主并方企业货币资金的自然对数
	Area	跨区域	哑变量,1为跨区域
	Connect	关联交易	哑变量,1为关联交易
	Meth	支付方式	哑变量,1为股份支付
	Roe	目标方盈利能力	目标企业的净资产收益率
	Asset	目标方资产规模	目标方资产账面价值的自然对数
	Year	年份虚拟变量	主并企业并购交易发生在2007~2012年6个年份,引入5个年份虚拟变量

2. 模型设计。根据前面的理论分析和研究假设,我们建立如下回归模型:

$$Prem = \alpha_0 + \alpha_1 Prot + \alpha_2 Cash + \alpha_3 Area + \alpha_4 Connect + \alpha_5 Meth + \alpha_6 Roe + \alpha_7 Asset + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$Prem = \alpha_0 + \alpha_1 Mark + \alpha_2 Cash + \alpha_3 Area + \alpha_4 Connect + \alpha_5 Meth + \alpha_6 Roe + \alpha_7 Asset + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

$$Prem = \alpha_0 + \alpha_1 Mark \times Prot + \alpha_2 Mark + \alpha_3 Prot + \alpha_4 Cash + \alpha_5 Area + \alpha_6 Connect + \alpha_7 Meth + \alpha_8 Roe + \alpha_9 Asset + \sum Year + \varepsilon \quad (3)$$

$$Prem = \alpha_0 + \alpha_1 Inco \times Mark \times Prot + \alpha_2 Mark \times Prot + \alpha_3 Inco + \alpha_4 Cash + \alpha_5 Area + \alpha_6 Connect + \alpha_7 Meth + \alpha_8 Roe + \alpha_9 Asset + \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

$$Prem = \alpha_0 + \alpha_1 PC \times Mark \times Prot + \alpha_2 Mark \times Prot + \alpha_3 PC + \alpha_4 Cash + \alpha_5 Area + \alpha_6 Connect + \alpha_7 Meth + \alpha_8 Roe + \alpha_9 Asset + \sum Year + \varepsilon \quad (5)$$

模型(1)用来检验假设1,即投资者保护与技术并购溢价之间的关系,若 α_1 显著为负,则假设1成立。

模型(2)用来检验假设2,即市场化水平与技术并购溢价之间的关系,若 α_1 显著为正,则说明市场化水平与技术并购溢价呈正相关关系,假设2a成立。反之,则假设2b成立。

模型(3)用来检验假设3,即在投资者保护与市场化水平两者的共同作用下对技术并购溢价的影响,在模型(1)、模型(2)的基础上加入交叉项,若交叉项系数显著为负,则假设3成立。

模型(4)用来检验假设4,若 α_1 显著为负,则假设4a成立;反之,则假设4b成立。

模型(5)用来检验假设5,即在有政治关联的企业中,投资者保护与市场化水平对于降低技术并购溢价的影响显著大于非政治关联企业,若 α_1 显著为负,则假设5成立。

四、实证研究结果

(一)主要变量的描述性统计

为了克服极端值对本文结论的影响,我们对技术并购溢价(Prem)、市场化水平(Mark)、投资者保护指数(Prot)等变量前后各5%进行了Winsorize缩尾处理。表2给出了主要变量的描述性统计结果,从中可以看出,变量Prot的标准差为5.178,这说明不同地区之间的投资者保护水平存在较大差异。

表2 相关变量的描述性统计

	N	极小值	极大值	均值	标准差
Prem	178	-0.000	178	6.541	1.409
Prot	178	5.320	19.890	13.961	5.178
Mark	178	6.170	11.800	9.892	1.653
Inco	178	0	1	0.97	0.181
PC	178	0	1	0.240	0.429

(二)相关系数分析

通过变量之间的相关性分析(见表3),可以看出变量之间的Pearson系数大多在0.3以下,属于可接受的水平,可以认为回归方程不存在多重共线性问题。

表3 Pearson相关系数

	Prot	Mark	Inco	PC	Cash	Area	Connect	Meth	Roe	Asset
Prot	1									
Mark	0.941**	1								
Inco	-0.008	0.011	1							
PC	0.037	0.039	-0.040	1						
Cash	0.009	0.123	0.206**	0.132	1					
Area	0.019	-0.288**	-0.002	-0.309**	0.020	1				
Connect	0.099	0.046	0.19	0.036	0.207**	-0.230**	1			
Meth	0.049	-0.081	0.099	-0.070	-0.017	-0.023	0.008	1		
Roe	0.006	0.071	0.306**	0.064	0.033	-0.073	-0.038	0.107	1	
Asset	0.051	-0.052	0.019	-0.041	0.180*	-0.016	0.285**	0.219**	-0.077	1

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

(三)回归结果分析

对模型(1)、模型(2)、模型(3)、模型(4)、模型(5)进行回归分析,得到如表4所示(见下页)的检验结果。其中,基准模型给出包括所有(5个)控制变量的回归模型。这里重点对两个控制变量的回归结果做些说明:

关联交易(Connect)的回归系数显著为负,这说明关联交易支付的并购溢价明显低于非关联交易支付的并购溢价,这与裴慧奇(2011)的研究结论相一致。

目标方盈利能力(Roe)的回归系数显著为正,并且在模型(1)至模型(5)中也是如此,说明目标企业的盈利能力越强,支付的并购溢价水平越低。控制变量的回归结果在一定程度上表明本文数据的合理性和有效性。

在模型(1)中,投资者保护的回归系数为-0.006,且不显著,这表明投资者保护水平与技术并购溢价的支付水平不相关,假设1不成立。

模型(2)旨在检验市场化水平与技术并购溢价的关系,结果发现市场化水平的回归系数为-0.092且不显著,即投资者保护水平与技术并购溢价水平不相关,因此假设2不成立。将两者单独与技术并购溢价进行回归,结果均不显著,这表明投资者保护与市场化水平不直接对技术并购溢价产生影响。

模型(3)将交叉项Mark×Prot放入基准模型中,考察两者相互作用对技术并购溢价的影响,回归后的结果显示交叉项Mark×Prot的系数显著为(-0.053, p<0.01),结果与原假设一致,这说明投资者保护与市场化水平的共同作用会降低技术并购溢价的支付水平,假设3成立。

在此基础上,我们考虑行业竞争程度与政治关联对技术并购溢价的调节作用,为此,本文分别加入交叉项进

行检验。模型(4)的回归结果显示,交叉项Inco×Mark×Prot的系数显著为正(0.017, p<0.1),说明假设4b成立。即当主并方企业所处行业竞争程度较低时,投资者保护与市场化水平对于降低技术并购溢价的共同作用显著高于所处行业竞争程度较高的企业。

模型(5)的回归结果显示,交叉项PC×Mark×Prot不显著。考虑到不同产权企业会对回归结果产生一定的影响,因此本文接着采用国有企业与非国有企业分组方法进行检验。分组检验的结果表明:国有企业这一组中交叉项系数显著为负(-0.015, p<0.1)。说明与没有政治关联的国有上市公司相比,投资者保护与市场化水平的共同作用对具有政治关联上市公司的技术并购溢价的影响更强烈,这验证了假设5在国有企业中是成立的,而在民营企业中不成立。我们分析其中的原因,是由于民营企业政治联系相对国有企业较少,其不存在受政治关联、投资者保护与市场化水平的交互作用对技术并购溢价的影响。

五、结论

国内市场竞争日益激烈,企业必须提升自我核心竞争力。而技术并购作为获取目标企业核心技术的并购活动,能将组织外部的技术资源转化为组织内部的技术资源,逐渐成为企业提高竞争力的首选手段。

本文运用我国2007~2012年间发生技术并购的178对事件样本,检验了投资者保护、市场化水平与技术并购溢价三者之间的关系,以及行业竞争程度和政治关联的调节作用。研究得出如下结论:

1. 投资者保护单一因素不直接对上市公司的技术并购溢价决策产生影响。
2. 市场化水平单一因素不直接对上市公司的技术并购溢价决策产生影响。
3. 投资者保护与市场化水平的共同作用对降低技术并购溢价具有显著影响,这说明在企业技术并购中,投资者保护须与市场化水平这两种因素结合起来,发挥联动作用,才能起到一定的保护作用。

对于投资者与监管部门来说,都希望规范资本运作。只有当主并企业所在地投资者保护水平与市场化水平都有所提高时,同时增强监管力度、完善市场机制等,才能较好地抑制估值溢价过高的现象。

表 4 回归结果

	基准模型	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5		
						总样本	国有	民营
Prot		-0.006 (-0.228)		-0.157 (-0.634)				
Mark			-0.092 (-1.215)	0.750*** (3.629)				
Mark×Prot				-0.053*** (-2.962)	-0.018* (-1.953)	-0.001 (-0.484)	0.004 (0.897)	-0.002 (-0.716)
Inco					-3.785** (-2.252)			
Inco×Mark ×Prot					0.017* (1.838)			
PC						-0.589 (-0.951)	1.355 (1.202)	-0.767 (-1.042)
PC×Mark ×Prot						0.000 (-0.109)	-0.015** (-1.984)	0.002 (0.420)
Cash	0.172** (2.096)	0.174** (2.100)	0.185** (2.240)	0.112 (1.371)	0.197** (2.363)	0.173** (2.090)	-0.063 (-0.336)	0.141 (1.533)
Area	0.341 (1.398)	0.322 (1.244)	0.248 (0.971)	0.348 (1.407)	0.247 (0.964)	0.317 (1.233)	0.301 (0.599)	0.317 (1.067)
Connect	-0.921*** (-2.879)	-0.923*** (-2.876)	-0.926*** (-2.898)	-0.791** (-2.559)	-1.012*** (-3.165)	-0.872*** (-2.702)	-0.779 (-1.545)	-0.365 (-0.697)
Meth	1.335* (2.366)	1.239** (2.348)	1.296** (2.298)	1.050* (1.919)	0.881 (1.491)	1.374** (2.426)	0.067 (0.054)	1.500** (2.259)
Roe	1.698*** (5.963)	1.699*** (5.949)	1.707*** (6.000)	1.611*** (5.839)	2.057*** (6.382)	1.698*** (5.983)	2.867*** (3.582)	3.097*** (6.636)
Asset	-0.220* (-1.879)	-0.222* (-1.884)	-0.229* (1.951)	-0.218* (1.936)	-0.190 (-1.617)	-0.221* (-1.891)	-0.130 (-0.637)	-0.291** (-2.024)
Year	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
F 值	6.735***	6.143***	6.314***	6.968***	5.796***	5.629***	1.942*	6.148***
R ²	0.309	0.309	0.315	0.374	0.332	0.326	0.430	0.435
Adj-R ²	0.263	0.259	0.265	0.321	0.275	0.268	0.209	0.364
样本量	178	178	178	178	178	178	51	127

注:***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著,()中为 t 值。

4. 行业竞争对两者共同作用的调节效应是正向的,即当主并方企业所处行业竞争程度较低时,投资者保护与市场化水平对于降低技术并购溢价的作用显著低于所处行业竞争程度较高的企业,企业处于竞争程度较为激烈的行业会面临更高的技术并购溢价。

5. 政治关联对两者共同作用的调节效应是负向的,即相对于没有政治关联的国有上市公司,投资者保护与市场化水平的共同作用对具有政治关联公司的技术并购溢价的影响更强烈,而在民营上市公司中并不显著。结论很好地解释了在当前我国市场环境和投资者保护机制逐步完善的同时,也有越来越多的国有企业通过政治关联来提高自身竞争力。上述经验数据为我们解释经济转型期的企业并购活动提供了理论支持。

本文还存在以下的不足之处:由于研究范围有一些特殊的要求,使得数据样本不够充足。另外,在分组测试时,由于国有企业分组样本个数较少,结果可能存在偏差。

【注】本文研究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:GD11C YJ02)的资助。

主要参考文献

1. 张丽英. 技术并购与技术创新. 技术经济与管理研究, 2013; 3
2. Hunter W. C., J. Jagtiani. An Analysis of Advisor Choice Fees and Effort in Mergers and Acquisitions. Review of Financial Economics, 2013; 12
3. 刘开勇. 公司技术并购战略与管理. 北京: 中国金融出版社, 2004

国金融出版社, 2004

4. Myriam Clodt, John Hagedoorn. Hans Van Kranenburg. Mergers and acquisitions: Their effect on the innovative performance of companies in high-tech industries. Research Policy, 2006; 35

5. 侯汉坡, 刘峰. 以提升创新能力为目标的技术并购整合管理研究. 中国科技论坛, 2007; 3

6. Slusky A., R. E. Caves. Synergy, Agency and the Determinants of Premia Paid in Mergers. Journal of Industrial Economics, 1991; 39

7. 曾亚敏, 张俊生. 外资并购、投资者保护与目标企业的超常收益——89件外资并购中国上市公司案的研究. 审计与经济研究, 2009; 5