

资产专用性、环境不确定性 与上市公司横向并购

芮晨, 徐虹(教授), 林钟高(博士生导师)

(安徽工业大学商学院, 安徽马鞍山 243032)

【摘要】本文以企业研发投入作为资产专用性的替代变量,研究在环境不确定性下企业资产专用性对上市公司横向并购行为的影响。研究表明,资产专用性的投入增加了上市公司的横向并购,但是这种影响会随着环境不确定性的增加而下降。本文拓展了企业并购研究的有关文献,并且为企业不确定性环境下的经营策略调整提供了新的证据。

【关键词】资产专用性; 主营环境不确定性; 宏观环境不确定性; 横向并购

一、引言

在激烈的产品市场竞争压力下,为了巩固现有竞争地位、赢得持续竞争优势,企业通过加大研发投入,投资于专用性程度较高的资产,实现特定产品生产环节的专业化,积累消费者需求、产业发展方向、研发以及生产组织等方面的知识,从而更好地针对消费者需求进行创新(李晓华,2005)。同时通过横向并购减少技术竞争,通过实施产品差异化战略,提供全面的专业化生产服务,更好地满足不同市场的需要,给企业带来利润的增长(Healy,1992)。因此,随着企业资产专用性程度的提高,企业横向并购的可能性也会随之增加。

然而,企业在经营过程中会受到很多环境因素的影响,来自于客户、供应商、竞争者和监管实体行为的不可预测性会导致经营环境的不确定性(Govindarajan,1984)。Thompson(2007)指出,不确定性作为企业面临环境的一个重要特征,对企业的决策、战略选择等都产生重要的影响。环境不确定性意味着决策者不能得到关于环境各要素足够的信息,预测外界变化的难度加大,决策的效率可能下降。因此,环境不确定性可能成为影响资产专用性与企业横向并购决策关系的一个重要调节变量。

本文参照Jauch等(1980)和文东华等(2009)的研究,主要从政府货币政策(宏观不确定性)和企业所面临的市场风险(主营环境不确定性)两个角度刻画环境不确定性特征。基于上述分析,本文所要研究的问题是:企业横向并购的可能性是否随着企业专用性资产投入程度的增加而增加?环境不确定性是否影响因资产专用性投入引发的横向并购战略。

本文的特点是:其一,以往的研究主要从节约交易费用的角度关注资产专用性对企业纵向并购(资产一体化)

的影响,而资产专用性投入是否影响企业横向并购动机则鲜有文献提及。因此,从资产专用性视角研究企业横向并购行为是一个全新的视角。

其二,首次揭示了企业内外部环境的相互依存和相互影响的动态、互动关系对企业并购决策的影响机理。在不确定性环境里展开经营的企业,需要不断地调整其战略、产品和服务,以便对不同的环境动荡水平和竞争形势做出有效反应,更好地满足顾客不断变化的偏好和对竞争对手的行动及时做出有效反应。已有文献主要集中于直接研究环境不确定性对公司战略、投融资决策、经营活动及会计信息质量等的影响(Kashyap et al.,1993; Bloom et al.,2007; Ghosh and Olsen,2009; 陆正飞和杨德明,2011; 饶品贵和姜国华,2011; 申慧慧等,2012; 牛建波等,2012)。本文则以环境不确定性为调节变量,观察环境不确定性如何影响企业专用性资产投入与横向并购战略的关系。

二、理论分析与研究假设

高度动态的竞争环境、快速的技术变革、不断增大的研发投入与风险都促使企业将横向并购视作一种重要的外部创新途径。受到行业规模经济和资产专用性要求等因素的影响,行业内部各企业的竞争地位存在明显差异。企业为了获得竞争优势通常都会进行专用性投资(Balakrishnan和Fox,1993),并通过发起横向并购,应对未预期经济变化而引发企业最优边界调整(Jensen,1993; Comment和Schwert,1995),在短期内实现低成本快速资本扩张,增强企业整体实力,巩固市场占有率,形成规模收益的递增(刘红霞和韩嫄,2003),促使行业相对集中,有效地降低竞争激烈程度,使行业内所有企业都保持较高的利润率。

环境作为一种外在约束,企业管理层在制定公司战略和决策时必须考虑环境因素的影响并对其做出适当反应。当企业处于一个不确定性程度高的环境时,管理层由于缺乏足够的信息,难以估计外部环境的变化,此时面临决策失败的风险较大。从企业竞争者、客户、供应商等带来的不确定性看,由于面临着技术的快速更新、市场需求和原材料供给的快速变动,企业的主要压力是源于现有产品和服务市场的动荡甚至萎缩。受到市场容量及技术的“瓶颈”问题的制约,如果企业只发展单一产业难免会使其发展空间受到限制,也会造成企业的富余资源闲置。此外,如果企业只针对特定产品进行研发,而技术创新又是高投入、高风险的项目,企业很容易因为某个开发项目的失败而陷入资金和经营的双重困境。因此,当企业面临较高的主营环境不确定性时,为了尽可能地避免并购失败,管理层进行横向并购决策时会更加谨慎。

以往的研究结果表明,宏观政策的改变主要通过三个途径影响微观企业行为:一是宏观政策通过改变宏观经济前景预期、行业前景预期影响企业的相应行为(例如投资行为、雇佣行为等);二是通过改变企业资本成本发挥影响(例如影响企业融资行为、现金管理行为等);三是宏观政策可能改变了企业经营的信息环境从而影响企业行为(例如,信息不确定性增加导致企业财务管理活动变得谨慎等)。

就处于经济转轨时期的我国而言,银行在国民经济中占据主要地位(Allen et al., 2005),中国人民银行某种程度上能够控制银行的信贷供给,而企业的外部债务融资也主要依靠银行信贷融资,因此,货币政策变动最终主要影响了银行的信贷规模。当中央银行实施紧缩的货币政策时,减少的货币发行量会压缩信贷投放。商业银行提供给企业的贷款不仅额度减少,贷款利息也会相应上浮。这意味着,紧缩的货币政策不仅使得企业融资成本上升,而且面临更高的融资约束。融资约束会抑制企业的投资行为,并可能导致投资不足,甚至迫使企业放弃投资机会。此外,在货币紧缩时期,企业为了应对未来的突发事件,需要平衡当前投资与未来支出,更多的现金将被保留(Almeida et al., 2004),从而导致企业没有足够的资金用于并购,并购可能性降低。

综上所述,笔者提出以下研究假设:限定其他因素,资产专用性程度越高的公司越倾向于横向并购,但是较高的主营环境及宏观环境不确定性都会降低上市公司横向并购的可能性。

三、研究设计

(一)变量定义

1. 横向并购(Tragety)。本文将并购定义为上市公司收购资产、股权和吸收合并的行为,不包括资产剥离、资产置换和债务重组等广义形式的并购活动。根据 WIND

数据库提供的并购目的,将企业并购划分为相关并购和非相关并购(李善明、周小春, 2007),前者包括横向整合、垂直整合、行业整合;后者包括财务投资、多元化战略、管理层收购、获取牌照资格、获取资格牌照、获取资质、买壳上市、收购品牌、业务转型、战略合作、整体上市、资本运作和资产调整。由于行业整合概念比较模糊,难以准确区分是横向整合还是垂直整合,故本文所研究横向并购仅指横向整合。

2. 环境不确定性。主营环境不确定性(Eu):借鉴 Ghosh 和 Olsen(2009)的方法,运用过去 5 年销售收入的标准差除以过去 5 年销售收入的平均值并经行业调整后的值来衡量。

宏观环境不确定性(Mp):采用货币政策来衡量宏观环境的不确定性,借鉴陆正飞、杨德明(2011)的方法: $Mp = M2 \text{ 增长率} - GDP \text{ 增长率} - CPI \text{ 增长率}$ 。该指标偏大表示货币政策趋于宽松。

3. 资产专用性(Rd)。资产专用性(Asset Specificity)是指资产能够被重新配置于其他备选用途,并由其他使用者重新配置而不牺牲其生产性价值的程度(Williamson, 1988)。

现有文献中出现过多种衡量资产专用性的指标。本文主要关注在环境不确定的情况下,企业通过改善产品质量和实行差异化战略,在日益竞争激烈的产品市场取得竞争优势。故借鉴 Shenoy(2009)的做法,采用研发支出密度(研发费用/主营业务收入)指标来衡量公司的资产专用性程度——正向指标,Rd 越大,该上市公司资产专用性程度越高。

参考前人的研究成果(洪道麟等, 2006; 方军雄, 2008 等),本文还在模型中控制了以下变量:产权性质(Soe)、公司规模(Size)、负债率(Lev)、总资产报酬率(Roa)、成长能力(Growth)、现金比率(Cash)、是否亏损(Loss)、股权集中度(Shr1)、股权制衡度(Shr2 ~ 5/1)、两职合一(Duality)、独立董事比例(Indep)、支付方式(Pay)、并购规模(Scale)、并购标的物类型(Dum_type)、是否取得控制权(Control)、地区生产总值(Gdp)、地区城镇失业率(Layoff)、行业变量(Industry)和年度变量(Year)。

具体变量说明见表 1。

(二)模型设计

为了验证研究假设,我们构建了如下模型:

$$\text{Tragety} = \beta_0 + \beta_1 \text{Rd} + \beta_2 \text{Eu/Mp} + \beta_3 \text{Dum_Eu} \times \text{Rd} / \text{Dum_Mp} \times \text{Rd} + \beta_4 \text{Pcm} + \beta_5 \text{Soe} + \beta_6 \text{Size} + \beta_7 \text{Roa} + \beta_8 \text{Growth} + \beta_9 \text{Cash} + \beta_{10} \text{Loss} + \beta_{11} \text{Shr1} + \beta_{12} \text{Shr2} \sim 5/1 + \beta_{13} \text{Indep} + \beta_{14} \text{Duality} + \beta_{15} \text{Pay} + \beta_{16} \text{Scale} + \beta_{17} \text{Dum_type} + \beta_{18} \text{Control} + \beta_{19} \text{Gdp} + \beta_{20} \text{Layoff} + \beta_{21} \text{Ind/Year} + \varepsilon$$

根据研究假设,预期模型的交互项 Dum_Eu×Rd 的系数 β_3 显著为负,交互项 Dum_Mp×Rd 的系数 β_4 显著为负。

变量名称	变量代码	变量定义
横向并购	Tragety	虚拟变量,横向并购为1,否则为0
主营环境不确定性	Eu	经行业中位数调整后的企业过去5年销售收入变异系数
宏观环境不确定性	Mp	$Mp = M2 \text{ 增长率} - GDP \text{ 增长率} - CPI \text{ 增长率}$, Mp越大,货币政策越宽松
资产专用性	Rd	公司上年末的研发费用/主营业务收入
主营环境不确定性的虚拟变量	Dum_Eu	借鉴申慧慧、吴联生(2012)的方法,按照年度对所有公司主营环境不确定性进行排列分组,主营环境不确定性高的组取值为1,主营环境不确定性低的组取值为0
宏观环境不确定性的虚拟变量	Dum_Mp	借鉴陆正飞、杨德明(2011)的方法,以Mp的中位数作为取值标准,小于中位数为1,作为货币紧缩时期;否则为0,作为货币宽松时期
主营环境不确定性与资产专用性的交互变量	Dum_Eu × Rd	Dum_Eu 处理方法同上
宏观环境不确定性与资产专用性的交互变量	Dum_Mp × Rd	Dum_Mp 处理方法同上
产权性质	Soe	虚拟变量,公司当年的最终控制人的所有权性质,最终控制人为国有股东,取值为1,否则为0
公司规模	Size	公司上年末的总资产取自然对数
负债率	Lev	公司上年末的负债/总资产 × 100%
总资产报酬率	Roa	公司上年末的总资产报酬率
成长能力	Growth	公司上年末的营业收入增长率
现金比率	Cash	公司上年末货币资金/总资产
是否亏损	Loss	虚拟变量,如果公司上年末亏损,取值为1,否则为0
股权集中度	Shr1	公司上年末的第一大股东持股比例
股权制衡度	Shr2 ~ 5/1	公司上年末的第2~第5大股东持股比例总和/公司第一大股东持股比例
两职合一	Duality	虚拟变量,如果公司上年末的总经理兼任董事长,取值为1,否则为0
独立董事比例	Indep	公司上年末的独立董事人数/董事会人数
支付方式	Pay	虚拟变量,并购支付方式为股票支付,取值为1,否则为0
并购规模	Scale	并购交易金额/公司上年末的总资产
并购标的物类型	Dum_type	虚拟变量,并购标的物为股权标的取值为1,为资产标的取值为0
是否取得控制权	Control	虚拟变量,本次并购公司是否取得控制权,取得控制权为1,否则为0
地区生产总值	Gdp	公司所在地区上年末的国民生产总值的自然对数
地区城镇失业率	Layoff	公司所在地区上年末的城镇登记失业率
行业	Ind	虚拟变量,根据证监会对制造业的二级分类标准进行分类,用来控制行业因素的影响
年度	Year	虚拟变量,用来控制宏观经济因素的影响

(三)样本选择

以 Wind 数据库“并购事件”栏目中收录的 2007 ~ 2012 年沪深 A 股上市公司发生并且已经完成的境内并购事件,构成本文的原始样本,然后剔除以下样本:①并购方为非金融类上市公司;②并购方式为行政划拨、司法裁定、回购、资产置换、增资类公司;③标的物类型为目标公司资产与股权混合;④相关数据缺失的公司。对于同年发生多起并购事件的公司,如为同一并购,将其合并,做了上述技术处理后最终得到并购样本 559 个。

另外,在计算内部环境不确定性时需要 5 年的销售收入数据,同时,正常情况下公司销售收入不小于 0,故剔除销售收入数据不足 5 年和销售收入小于 0 的公司,得到 Eu 的有效观测值为 527 个。

上市公司的财务数据、公司治理数据和最终控制人等数据来源于 WIND 数据库和 CSMAR 数据库。为了减少异常值对研究结论的影响,本文对模型中所有连续性变量进行了上下 1% 水平的 Winsorize 缩尾处理。数据处理主要是 STATA12.0 和 SAS9.1。

四、实证检验与分析

(一)描述性统计

主要变量描述性统计如表 2 所示。在表 2 中,Tragety 的均值为 0.417,说明我国上市公司实施的并购中接近半数是非横向并购。

表 2 描述性统计

变量	观测值	均值	最小值	中位数	最大值	标准差
Tragety	559	0.417	0	0	1	0.493
Eu	527	1.522	0.304	1.262	5.789	1.025
Mp	559	3.828	- 2.28	2.320	19.18	6.659
Rd	559	0.004	0	0	0.050	0.009
Soe	559	0.587	0	1	1	0.493
Size	559	22.143	18.380	22.253	26.135	1.474
Lev	559	0.560	0.044	0.554	1.696	0.225
Roa	559	0.081	- 0.275	0.070	0.358	0.075
Growth	559	0.430	- 0.779	0.222	9.108	1.252
Cash	559	0.167	0.008	0.143	0.739	0.132
Loss	559	0.043	0	0	1	0.203
Shr1	559	0.379	0.103	0.360	0.768	0.161
Shr2 ~ 5/1	559	0.502	0.023	0.356	1.927	0.436
Indep	559	0.363	0.273	0.333	0.571	0.051
Duality	559	0.877	0	1	1	0.329
Pay	559	0.111	0	0	1	0.314
Scale	559	0.441	0	0.022	18.231	2.228
Dum_type	559	0.961	0	1	1	0.195
Control	559	0.843	0	1	1	0.365
Gdp	559	28.013	25.736	28.019	29.303	0.739
Layoff	559	0.034	0.014	0.036	0.044	0.009

另外,我们可以看到, **Eu** 的均值和标准差分别是 **1.522** 和 **1.025**, 最小值和最大值分别为 **0.304** 和 **5.789**, 说明主营环境不确定性在不同公司之间存在差异, 但总体而言这些差异在可接受范围之内; **Mp** 的最小值和最大值分别为 **- 2.28** 和 **19.18**, 说明在本文的研究期间, 我国宏观货币政策变动较大; **Rd** 的均值为 **0.004**, 意味着总体而言我国上市公司的研发投入(资产专用性投入)较低。**Soe** 的均值为 **0.587**, 说明并购样本中以国有企业为主, **Dum_type** 的均值为 **0.961**, 说明绝大多数都是以股权为标的物的并购。**Control** 的均值为 **0.843**, 说明绝大多数并购以获取控制权为目的。

(二)相关性分析

主要变量的系数矩阵参见表 3。企业资产专用性(**Rd**)与横向并购(**Tragety**)显著正相关, 说明企业资产专用性越高越倾向于横向并购。主营环境不确定性(**Eu**)与横向并购(**Tragety**)显著负相关, 说明主营环境不确定性降低了企业横向并购的意愿。类似地, 宏观环境不确定性(**Mp**)与横向并购(**Tragety**)显著正相关, 说明宏观环境不确定性也降低了企业横向并购的意愿。但是, 相关系数矩阵分析只能作为一个参考, 要深入了解变量之间的相关关系, 还需要进行多元回归分析。另外, 解释变量之间的相关系数都比较低, 说明解释变量之间的多重共线性较小。

(三)回归结果及分析

表 4 给出了研究假设的实证检验结果。

在表 4 回归(1)中, 我们只考虑了资产专用性对企业横向并购的影响。结果显示资产专用性(**Rd**)的系数为 **21.751**, 在 **10%** 的水平上显著, 说明资产专用性程度越高,

企业越倾向于横向并购。

在回归(2)中引入主营环境不确定性和资产专用性两者的交互项(依据前文对变量的设定主营环境不确定性高设为 1)对横向并购的影响, 发现 **Eu** 与横向并购负相关且不显著; **Rd** 依然与横向并购显著正相关(5%), 交互项的系数为 **- 43.581**, 且在 **5%** 的水平上显著。说明相对于

表 3 主要变量相关系数表

变量	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]	[10]	[11]	[12]	[13]	[14]	[15]	[16]	[17]	[18]	[19]	[20]
Tragety	1																			
Rd	0.122 ^a	1																		
Eu	- 0.077 ^b	- 0.024	1																	
Mp	0.156 ^c	- 0.075 ^a	- 0.008	1																
Soe	0.091 ^b	0.015	- 0.047	- 0.044	1															
Size	0.105 ^b	0.004	- 0.256 ^c	- 0.021	0.401 ^c	1														
Lev	0.017	- 0.142 ^c	0.005	- 0.048	0.013	0.090 ^b	1													
Roa	0.101 ^b	0.010	- 0.080 ^b	- 0.017	- 0.070 ^b	0.068	- 0.262 ^c	1												
Growth	0.070 ^b	- 0.054	0.327 ^c	- 0.093 ^b	0.010	- 0.042	0.066	0.061	1											
Cash	0.024	0.237 ^c	0.266 ^c	- 0.054	- 0.087 ^b	- 0.206 ^c	- 0.223 ^c	0.036	0.219 ^a	1										
Loss	- 0.072 ^c	- 0.010	0.169 ^a	0.110 ^a	0.016	- 0.117 ^a	0.223 ^c	- 0.475 ^a	- 0.075 ^a	- 0.070	1									
Shr1	0.030	- 0.002	- 0.031	- 0.058	0.297 ^c	0.432 ^c	- 0.043	0.147 ^a	- 0.010	- 0.044	- 0.049	1								
Shr2_5/1	- 0.006	- 0.003	0.126 ^c	0.098 ^b	- 0.275 ^c	- 0.174 ^a	- 0.021	- 0.045	0.060	0.097 ^a	0.006	- 0.637 ^c	1							
Indep	0.021	0.097 ^b	0.048	0.059	0.009	0.069	- 0.063	- 0.039	- 0.008	0.056	0.034	0.020	- 0.052	1						
Duality	- 0.003	- 0.159 ^a	- 0.076 ^c	- 0.019	0.138 ^c	0.113 ^c	0.057	- 0.024	0.021	- 0.095 ^b	0.026	0.100 ^b	- 0.040	- 0.173 ^c	1					
Pay	0.002	- 0.010	0.333 ^c	- 0.148 ^c	0.065	- 0.175 ^a	0.147 ^a	- 0.048	0.137 ^a	0.171 ^c	0.038	0.017	- 0.024	0.012	- 0.006	1				
Scale	- 0.093 ^b	0.015	0.417 ^c	- 0.071 ^a	- 0.073 ^c	- 0.372 ^c	0.243 ^c	- 0.178 ^a	- 0.003	0.165 ^c	0.234 ^c	- 0.115 ^c	0.051	0.019	- 0.082 ^c	0.444 ^c	1			
Dum_type	0.022	0.016	- 0.132 ^c	0.039	- 0.114 ^c	- 0.024	- 0.008	0.052	0.044	0.008	- 0.063 ^b	- 0.092 ^c	0.041	0.044	- 0.020	- 0.221 ^c	- 0.193 ^c	1		
Control	0.096 ^b	- 0.006	0.071	0.168 ^c	- 0.024	- 0.046	0.044	- 0.027	0.056	0.023	0.043	0.013	- 0.020	0.041	0.002	- 0.019	0.074 ^c	- 0.012	1	
Gdp	- 0.044	0.163 ^c	- 0.061	- 0.042	- 0.025	0.050	0.054	0.020	- 0.036	0.040	- 0.030	0.073 ^c	- 0.053	- 0.096 ^b	- 0.088 ^b	0.015	- 0.013	- 0.023	- 0.087 ^b	1
Layoff	- 0.125 ^c	- 0.199 ^c	0.048	- 0.095	- 0.082 ^c	- 0.249 ^c	0.046	- 0.024	- 0.032	- 0.170 ^c	0.028	- 0.161 ^c	- 0.002	- 0.107 ^b	0.079 ^c	0.008	0.060	0.058	- 0.002	- 0.219 ^c

注:表中列示的是 Pearson 检验, a, b, c 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著, 下表同。

主营环境不确定性低的企业而言,随着资产专用性投入的增加,主营环境不确定性高的企业越不倾向于横向并购;

在回归(3)引入宏观环境不确定性和资产专用性两者的交互项(依据前文对变量的设定宏观环境不确定性高——货币紧缩设为1)对横向并购的影响,发现Mp与横向并购显著正相关(货币政策越宽松,企业进行横向并购的可能性越大),Rd依然与横向并购显著正相关(5%),交互项的系数为-59.893,且在5%的水平上显著。说明相对于货币宽松时期而言,随着资产专用性投入的增加,货币政策紧缩时期的企业越不倾向于横向并购。由此本文的研究假设得到验证。

表4 资产专用性、环境不确定性与横向并购

变量	被解释变量(TRAGETY)					
	(1)		(2)		(3)	
	系数	T值	系数	T值	系数	T值
Rd	21.751*	1.68	46.135**	2.45	41.754**	2.49
Eu			-0.199	-1.24		
Dum_Eu×Rd			-43.581**	-1.99		
Mp					0.167**	2.21
Dum_Mp×Rd					-59.893**	-2.28
Soe	0.123	0.48	0.127	0.49	0.179	0.69
Size	0.151	1.40	0.152	1.34	0.151	1.41
Roa	3.304*	1.86	3.719**	2.10	3.479**	2.03
Lev	1.003*	1.71	1.028*	1.76	1.071*	1.85
Growth	0.037	0.36	0.083	0.70	0.038	0.36
Cash	1.098	0.91	1.556	1.19	0.991	0.79
Loss	-0.921	-1.50	-0.696	-1.07	-0.923	-1.49
Shr1	-1.040	-1.07	-0.382	-0.37	-1.007	-1.02
Shr2-5/1	-0.318	-0.98	-0.253	-0.73	-0.307	-0.93
Indep	2.071	0.96	1.130	0.47	2.377	1.11
Duality	0.362	1.11	0.276	0.82	0.381	1.14
Pay	0.812**	2.10	0.862**	2.08	0.773**	2.00
Scale	-0.088	-0.96	-0.043	-0.47	-0.080	-0.87
Dum_type	-0.024	-0.04	-0.050	-0.09	-0.079	-0.15
Control	0.659**	2.01	0.646*	1.95	0.612*	1.91
Gdp	-0.086	-0.54	-0.200	-1.19	-0.124	-0.76
Layoff	-18.621	-1.47	-24.318*	-1.75	-22.924*	-1.76
_cons	-4.778	-0.90	-1.134	-0.21	-4.370	-0.82
年度/行业	控制		控制		控制	
observations	559		527		559	
Wald cHI2	129.49		128.59		133.59	
Prob > cHI2	0.000 0***		0.000 0***		0.000 0***	
Log likelihood	-301.642 5		-279.681 94		-298.781 33	
PescudoR ²	0.205 6		0.216 7		0.213 1	

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。已对回归方程中的异方差问题进行了检验和处理,括号内的T值经过异方差稳健修正。

从模型的控制变量可以看出,盈利能力、财务杠杆水平、并购的股票支付方式以及并购中是否取得控制权,对上市公司的横向并购行为均存在显著的正向影响;公司规模、成长性、现金持有水平、两职是否合一、独董比例等也对上市公司的横向并购行为存在正向影响,但是未通过显著性检验;上市公司所在地区城镇失业率则对横向并购行为存在显著的负向影响。上述结果与以往的研究结论基本一致。

(四)稳健性检验

本文进一步采用了以下几种方式进行研究结论的稳健性检验:

1. 以经行业中位数处理的销售收入标准差替代Eu来衡量主营环境不确定性,主要研究结果不变。

2. 借鉴祝继高和陆正飞(2009)以及杨德明、陆正飞和罗党论(2012)的做法,采用中国人民银行发布的“货币政策指数”来估算货币政策来衡量宏观环境的不确定性Mp。同时也发现,2007年、2008年、2011年属于货币政策紧缩期;2009年、2010年、2012年为货币政策宽松期。众所周知,中国政府也于2008年11月公布了高达4万亿元人民币的经济刺激计划。故我们将2009年定义为货币政策宽松期应该是合适的,主要研究结果不变。

采用中国人民银行发布的“货币政策指数”作为货币政策的代理变量,并对回归模型进行了公司层面的Cluster处理,主要研究结果不变。

五、结论

本文以我国2007~2012年559个上市公司并购事件作为研究样本,检验了资产专用性、环境不确定性与企业横向并购之间的关系。实证结果表明:随着资产专用性的增加,上市公司进行横向并购的可能性会相应增加,但是较高的主营环境及宏观环境不确定性都会降低上市公司横向并购的可能性。

本研究的主要启示如下:企业进行横向并购主要是为了增强企业整体实力,巩固市场占有率,促使行业相对集中,有效地降低竞争激烈程度。基于专用性资产具有有限可重新调配的特点,专用性资产投入越高的企业,进行横向并购的动机越强。然而,环境的不确定性改变了原有的竞争格局,给企业带来了机遇和威胁。因此,应正确地认识环境不确定性与企业并购战略变化之间的关系,选择与所处环境相适应的并购战略,从而获取和保持企业竞争优势。

本文的局限性在于:本文仅单独考虑了外部环境的影响(主营环境不确定性和宏观环境不确定性),事实上,企业内部的环境对于横向并购战略也是一个重要的影响因素,如企业经营业务变动、高管团队变动等因素,未来研究可进一步将上述企业内部环境因素同时纳入研究框架中,从而获得更全面的认识。

【注释】①Duncan(1972)将环境不确定性定义为决策时缺乏相关的环境因素信息、无从得知决策结果以及无法预测环境对决策的影响。企业决策需要考虑的环境构成要素的数量和变化,环境要素的变化主要表现为环境的变化频率以及环境不可预见的程度(B.W.Keats, 1988),包括政府政策、企业规模的变化、科技变化及技术传播以及市场风险等。

②从同业竞争者、客户、供应商、潜在进入者、替代品、技术、监管、经济形势和国际市场等9个方面考量企业面临的不确定性,通过探索性因子分析获得4个因子,分别为:主营环境不确定性(反映竞争者、客户、供应商的不确定性)、潜在威胁不确定性(反映潜在进入者、替代品的不确定性)、动力不确定性(反映技术、监管的不确定性)和宏观不确定性(反映经济形势和国际市场的不确定性)。

③基于Porter(1979)提出产业竞争的“五力分析模型”(Five Forces),认为产业吸引力主要是由五种力量决定的,即新的竞争对手进入、替代品的威胁、买方议价能力、卖方议价能力以及现存竞争者之间的竞争。产业环境会影响企业内部资源的利用效率和外部资源的可获取性因此,本文中的主营环境不确定性主要反映来自企业的竞争者、客户、供应商的不确定性,外在表现为企业销售收入的不稳定性。

④事实上,据Wind数据显示,在2007~2012年沪深A股上市公司发生的境内并购事件中,横向并购比例超过50%,最高比例接近2/3,横向并购是目前国内上市公司并购的主流形式。

⑤资产专用性的衡量方法主要有:Balakrishnan和Fox(1993)以及Mocnik(2001)等都采用“(研发费用+广告费用)/主营业务收入”指标来反映公司资产专用性,该比率越高,资产专用性越高;德姆塞茨(1999)采用固定资产总额与资产总额的比率度量公司资产专用性,该比率越高,资产专用性越高;Shleifer和Vishny(1992)采用资产清算价值(LIQV)度量公司资产专用性,资产流动性越强,清算价值越高,资产专用性越低;Colis和Montgomery(1997)采用无形资产与总资产的比率度量公司资产专用性,该比率越高,资产专用性越高。

主要参考文献

李晓华.产业组织的垂直解体与网络化[J].中国工业经济,2005(7).

Paul M. Healy, Krishna G. Palepu, Richard S. Ruback. Does Corporate Performance Improve after Mergers [J]. Journal of Financial Economics, 1992(31).

Govindarajan, V. J. Appropriateness of Accounting Data in Performance Evaluation: an Empirical Examination of Environmental Uncertainty as an Intervening Variable[J]. Accounting, Organizations and Society, 1984(2).

Duncan, R. B.. Characteristics of Organizational Environments and Perceived Environment Uncertainty [J]. Administrative Science Quarterly, 1972(17).

Keats B. W., Hitt M. A.. A Causal Model of Linkages among Environmental Dimensions, Macro Organizational Characteristics and Performance[J]. Academy of Management Journal, 1988(31).

Jauch, L. R., R. N. Osborn, W. F. Glueck. Short Term Financial Success in Large Business Organizations: The Environment- Strategy Connection[J]. Strategic Management Journal, 1980(1).

文东华,潘飞,陈世敏.环境不确定性、二元管理控制系统与企业业绩实证研究——基于权变理论的视角[J].管理世界,2009(10).

Kashyap A K, Stein J C, Wilcox D W.. Monetary policy and credit conditions: evidence from the composition of external finance [J]. American Economic Review, 1993(83).

Bloom, N., S. Bond. J. Reenen, Uncertainty and Investment Dynamics [J]. Review of Economics Studies, 2007(74).

Ghosh, D., and L. Olsen. Environmental Uncertainty and Managers' Use of Discretionary Accruals [J]. Accounting, Organizations and Society, 2009(34).

陆正飞,杨德明.商业信用:替代性融资,还是买方市场?[J].管理世界,2011(4).

饶品贵,姜国华.货币政策波动、银行信贷与会计稳健性[J].金融研究,2011(3).

申慧慧,于鹏,吴联声.国有股权、环境不确定性与投资效率[J].经济研究,2012(7).

申慧慧,吴联声.股权性质、环境不确定性与会计信息的治理效应[J].会计研究,2012b(8).

牛建波,赵静.信息成本、环境不确定性与独立董事溢价[J].南开管理评论,2012(2).

Balakrishnan, S., I. Fox. Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure [J]. Strategic Management Journal, 1993(14).

Jensen. The Modern Industrial Revolution, Exit and The Failure of Internal Control System [J]. Journal of Finance, 1993(3).

Comment, R. and Schwert, G W.. Poison or Placebo? Evidence on The Deterrence and Wealth Effect of Modern Antitakeover measure [J]. Journal of Financial Economics, 1995(39).

【基金项目】国家自然科学基金项目“货币政策影响企业并购行为及效率的传导机制研究”(编号:71372204)