

我国企业跨国并购绩效研究

——基于A股上市公司的实证分析

张静, 陈文府

(安徽大学经济学院, 安徽 合肥 230601)

摘要:以2010—2019年我国A股上市公司282起海外并购事件为样本,研究主并公司并购绩效及其影响因素。结果表明:主并公司绩效水平呈现先上升后下降的倒“U”形走势,且绩效在并购后第二年普遍出现恶化情况;文化异质性与企业短、中期绩效显著负相关;并购前公司规模和相关行业的并购,在短期可以促进公司获得更大的财富效应;股权集中度对公司中期财富的增加具有一定的贡献;东道国为发达国家的跨国并购绩效在短期和中期均显著高于东道国为发展中国家的跨国并购绩效;控股股东性质为民营的企业在并购后的短、中、长期绩效等方面均显著优于国有企业。基于以上研究结果,从跨国并购战略制定、公司治理能力完善、企业核心竞争力提升和政府角色转变四个方面提出可行性建议,为探索对外投资发展的企业提供借鉴。

关键词:跨国并购;绩效变动;影响因素;回归分析;上市公司

中图分类号:F279.2;F832.5

文献标识码:A

文章编号:1673-131X(2021)04-0017-08

在我国经济发展进入新常态和经济全球化背景下,我国企业需要不断适应全球市场的变化,并从中把握发展机遇,跨国并购便成为许多企业的战略选择。当前,我国企业进行跨国并购的动力主要有两个:一是企业需要借助跨国并购来实现产业转型升级,利用国外先进的生产技术来提高生产效率,增强品牌核心竞争力,实现自身的发展;二是随着政府“放管服”改革的深入推进,政府职能从监管转向服务,企业获得了更多的自主权,这就促使更多的企业希望通过参与对外投资来寻求企业的发展和 innovation。越来越多的学者开始研究海外并购绩效及其影响因素。本文选取2010—2019年A股上市公司海外并购事件作为样本进行并购绩效定量和定性分析,实证研究覆盖了并购前后四年时间,研究结果具有一定的全面性和前瞻性。本文认为,文化异质性、行业相关性、东道国发达程度等因素并不会影响主并公司的长期绩效,但在中短期企业需关注这些因素带来的潜在风险。

一、文献综述

目前,国内外学者对公司跨国并购绩效的实证研究主要包括三个方面:一是并购是否给公司带来绩效的改善;二是选取什么研究方法能使结果更为合理准确;三是并购绩效影响机制问题的研究。

关于跨国并购能否提升公司绩效的问题,一些学者认为跨国并购会给公司带来正向财富效应。Zhu研究了全球5 000多起跨国并购事件,结果显示超过一半的企业在短期获得了较好的技术和知识外部收益^[1];杜晓荣等将创新绩效作为研究出发点,用不同类型专利数量来衡量创新绩效,指出技术密集型企业可以通过跨国并购来提高企业的创新绩效^[2]。另外一些学者则表示跨国并购后企业绩效出现了恶化的情况。周婷婷等对我国企业在“一带一路”沿线国家发起的投资活动进行研究后发现,在并购前后十天和三十天窗口期的股票超额报酬率为负^[3];李欠强等采用PSM法研究了我国企业于2011—2012年实施的跨国并购行为,通过

收稿日期:2021-07-19

基金项目:安徽省社会科学规划重点项目“新常态下经济不确定性下安徽区域金融调控优化”(AHSKZ2017D01)

作者简介:张静(1996-),女,安徽合肥人,硕士研究生,主要从事金融投资学研究。

设置并购组和控制组来观察实施效果,研究发现并购组的绩效衡量指标数值整体上较低^[4]。

在研究方法中,有些研究者是采用基于CAPM模型和股价变动的事件分析法来反映股价对并购行为的反应。李梦柯等对上市公司并购公告日前后股价收益率的变动进行t检验后发现,企业在短期内获得了显著的超额收益^[5];冯梅等计算了46家企业海外并购前后十五天的反常收益率,发现异常回报在整体上先短暂上升之后再下降^[6]。而针对长期绩效的研究,学者们主要采用的是基于财务报表指标信息的会计分析法,通过选取能合理反映公司绩效水平的综合财务指标来研究公司在并购后的发展能力。黎平海等运用财务指标对主并公司并购前后的绩效进行了综合评分,通过对比发现大部分公司的绩效出现了恶化的情况^[7];谢琴指出,ROA不易被人为操纵且可以准确客观地反映垄断和竞争行业的绩效^[8];缪锦春选取了5个财务指标中的两个因子来衡量我国企业2006—2012年发生的典型的海外并购绩效,结果显示只有约44%的企业短中期绩效有所改善^[9]。尽管事件分析法在评价公司绩效上得到了广泛运用,但目前我国股票市场有效性问题仍不容忽视。张程睿等通过研究发现,我国股票市场目前还属于噪声环境市场,受投资者情绪影响而引发的非理性交易比较多,尽管随着上市企业信息披露质量的提高,股市有效性有所加强,但相对于西方成熟市场来说还是不够的^[10];莫易娴等则表示,尽管目前我国股票市场有效性显著增强,但仍未达到弱式有效^[11]。此外,影响股价波动的因素有很多,虽然在短期内可以通过选择合理的事件期并以股价的变动来研究公司短期绩效,但这种方法并不适用于对长期绩效的研究。

并购机制影响因素也是研究重点,学者们主要从政策因素和交易特征两方面来展开研究。在政策方面,倪中新等认为,国家之间政治制度不同会限制企业在国际上进行技术、知识、管理经验等方面的交流^[12];田海峰等则认为,东道国制度环境会影响海外投资的模式,经济开放程度越高的国家对国外企业包容度更高,甚至会鼓励国际资本的流入^[13];钟宁桦等将“五年规划”这一政策作为外生因素,研究产业是否受政策扶持与并购之间的关系,结果表明受到政策扶持的企业支付了更高的并购成本,并且会受到东道国政策的阻挠,从而降低

并购成功率^[14];徐晓慧等认为,加快市场化制度的建设和完善有利于企业构建合理的内部治理制度,规避并购风险^[15]。在交易特征方面,Chen等通过研究发现,主并公司规模与绩效负相关^[16];吴先明等则表示,企业规模、财务状况、对外投资经验等都会对绩效产生影响^[17];郭健全等研究发现,文化距离和收购方国有企业性质共同作用对我国企业在发达国家的并购绩效产生显著正向影响,文化距离和收购者并购经验共同作用对我国企业在发达国家和发展中国家的并购绩效均产生显著负面影响^[18]。

二、理论分析与假设

知识基础观认为,企业在长期发展过程中的知识和技术的积累来源于企业的缄默知识。因此,企业一方面会在内部进行知识整合创新,另一方面会积极寻求外部的知识转移,通过跨国并购获取目标企业技术、管理经验等来提升竞争力。吴先明指出,文化差异在某种程度上可以促进资源共享,而文化整合通过发展一种兼容的价值观增加了主并公司与被并购公司之间的相互依赖性,促进了双方成员之间的沟通,有利于知识的转移^[19]。交易成本理论认为,环境因素中的不确定性和复杂性是交易双方产生交易成本的主要原因。因此,企业在并购之前需要对东道国市场信息如对外开放水平、市场规模等作全面调查。在对外投资过程中,主并公司还会面临与被并购公司在文化价值观上的冲突,文化距离越大,主并公司就需要花费更多的时间和成本去适应东道国的文化环境和制度规范,这增加了双方跨文化整合的难度,致使企业需要负担更高的公司治理成本。同时,东道国出于政治考虑和自我保护的目的一会在一定程度上对外来企业进行制度管制,以减少对本国相关行业的冲击,主并公司绩效水平因此会受到影响。基于上述分析,本文提出如下假设:

H₁:文化距离较大不利于主并公司绩效的提高。

协同效应理论认为,与跨行业相比,企业在其相关行业领域具有更强的信息收集、技术支持和资源获取的能力。横向并购可以通过集约化经营产生规模效益,纵向并购不仅便于监控货源质量,还可以保证销售渠道的畅通。但是,多元化并购通常伴随着企业代理人违背公司利益最大化目标,为追

求私利而盲目扩大公司规模的行为,同时受限于企业外来者身份,在对目标企业进行评估时,可能会因某些信息缺失而很难准确估算出企业的实际价值,进而引发支付溢价问题。“多元化折价”问题的存在提醒企业在向自身专业领域之外拓展的同时要警惕资源、技术、人力等方面整合的风险。杨懿丁通过实证研究证实了这一点,研究结果显示,当公司多元化程度较低时会倾向于选择相关行业的并购,从长远角度来看,这样获得的绩效回报会更好^[20]。唐建新等则认为,横向并购会导致公司在并购后由于规模过大而出现经营不善等问题^[21]。人们通过实证分析发现,从短期看多元化并购创造的效益更好,而从长期看横向并购创造的效益更好。基于上述分析,本文提出如下假设:

H₂:相关行业的并购可以获得较大的财富效应。

委托代理理论是基于公司委托人与代理人之间的博弈而发展起来的。两权分离导致非对称信息的出现和双方利益的不一致,代理人可能会有侵害公司利益的倾向,而持股比例的增加在一定程度上能提高大股东对代理人监督的主动性和力度,从而减少上述情况的发生。但是,当大股东股权过大时,其他股东会因缺乏话语权而不能有效制约和监督大股东的行为,大股东可能会为了追求控制权私人收益而与代理人联合起来,在制定跨国并购战略时产生冒险行为,致使公司面临较大风险。当股权集中度较低时,代理人拥有较大的自主权,可能会为了追求较高的报酬而盲目扩大公司规模,导致整合困难、经营不善等问题,代理人的过度自大也会带来较高的支付溢价,不利于并购后绩效的改善。学者们的研究结论也不一致。王化成等认为,股权集中度的提高使股东更有义务对公司各项决策的提出和执行进行监管^[22];刘志杰则认为,股权越集中,股东对公司控制力就越大,越容易操纵并购活动,从而导致绩效变差^[23]。基于上述分析,本文提出如下假设:

H₃:股权集中度越高,主并公司会获得更大的财富效应。

国有企业的并购决策与国家政策之间往往存在高度的关联性,其决策可以映射出自身所担负的政府赋予的政治和社会发展责任。为响应国家战略而进行的跨国并购会获得政府在政策和资金上的支持,以及更多的资源倾斜,同时政府的介入可以抑制较高的支付溢价问题的产生,有助于并购后企业价值的提升。樊鹭指出,政府作为国有产权的代理人,

具有两个特点。第一,它所拥有的企业所有权是残缺的。剩余索取权与剩余控制权的不匹配,导致具有政府官员背景的企业管理者既不能分享正确行使投票权所带来的收益,也不用为不负责任的投票行为去承担任何损失,这可能导致不对称的“廉价投票权”问题。第二,国有资产剩余索取权的不可转让性使政府作为国有产权的代理人无法成为一个独立的产权主体,由此产生“国有产权所有者缺位”现象,而带来的后果就是,国有企业在决策的科学性、中小股东利益保护、对管理层的行为监督等方面存在缺陷,国有企业管理者相比民营企业企业家更有动机在并购决策的制定中产生投机行为,从而损害公司绩效^[24]。基于上述分析,本文提出如下假设:

H₄:控股权为民营的企业会获得更高的并购绩效。

三、研究设计与实证分析

(一)样本选择与数据来源

本文选取并购公告日在 2010—2019 年且已完成并购的 A 股上市公司海外并购事件作为样本,并按以下标准对样本作进一步筛选:一是可获得并购前一年至并购后两年所研究的财务数据;二是剔除退市的上市公司和 ST 公司;三是剔除金融公司。根据上述标准得到 282 个海外并购样本。数据来源于清科研究中心和 CSMAR 国泰安数据库。

(二)绩效评价指标的选取

本文选取企业偿债能力、营运能力、盈利能力和发展能力中的 14 个指标作为绩效综合评价指标,并对所选取的指标数据按照不同年度进行分类,包含并购前一年至并购后两年的指标数据。由表 1 可知,KMO 值均大于 0.6,Bartlett 相伴概率均为 0(小于临界值 0.05),因此可以认为本文所选取的财务指标相关性较强,适合作因子分析。

表 1 KMO 和 Bartlett 检验

项目	T_{-1}	T_0	T_1	T_2
KMO 取样 适切性量数	0.600	0.623	0.612	0.711
近似卡方	2 430.084	2 511.018	2 199.635	1 875.247
自由度	91	91	91	91
显著系数	0.000	0.000	0.000	0.000

注: T_{-1} 、 T_0 、 T_1 和 T_2 分别表示并购前一年、并购当年、并购后第一年和并购后第二年。

1. 综合得分的计算。综合得分计算公式为

$$P_{it} = \alpha_{t1}P_{it-1} + \alpha_{t2}P_{it-2} + \cdots + \alpha_{tn}P_{it-n}$$
 (1)

式中, P_{it} 表示第 i 个公司的业绩在第 t 年的得分, α_m 表示第 n 个因子在第 t 年的得分系数, P_{it-n} 表示第 i 个公司第 t 年在第 n 个因子上获得的得分。

2. 绩效差值 t 检验。根据因子分析法, 最终选择五个因子计算得到上市公司绩效水平。本文采用独立样本 t 检验的方法从短期和长期两个视角来验证我国 A 股上市公司跨国并购后的绩效是否得到显著提升, 结果如表 2 所示。

表 2 绩效差值 t 检验

综合绩效差值	均值	正值比例	显著性水平
$P^0 - P^{-1}$	0.048 5	0.55	0.087 *
$P^1 - P^{-1}$	0.000 7	0.54	0.927
$P^2 - P^{-1}$	-0.071 5	0.48	0.032 **
$P^1 - P^0$	-0.047 8	0.49	0.436
$P^2 - P^1$	-0.072 2	0.45	0.263

注: P^{-1} 、 P^0 、 P^1 、 P^2 分别表示并购前一年、并购当年、并购后第一年和并购后第二年样本公司的绩效; ** 和 * 分别表示在 5% 和 10% 水平上显著。

由表 2 可知: 在并购当年和并购后第一年样本公司获得了短期的财富效应; 在并购完成之后, $P^0 - P^{-1}$ 、 $P^1 - P^0$ 、 $P^2 - P^1$ 的均值分别为 0.048 5、-0.047 8、-0.072 2, 表示绩效在逐年变差; 从短期和长期绩效差值的均值和显著性来看, $P^0 - P^{-1}$ 、 $P^1 - P^{-1}$ 、 $P^2 - P^{-1}$ 的均值分别为 0.048 5、0.000 7、-0.071 5, 表示主并公司绩效水平呈现先上升后下降的倒“U”形走势, 且在并购后第二年下降趋势更为明显, 主并公司的业绩普遍出现恶化的情况。

(三) 跨国并购绩效影响因素研究

1. 回归模型的设定。为了研究样本公司并购后绩效影响因素, 先剔除财务信息不完整的样本, 再选取用绩效评价指数计算得出的绩效作为因变量, 文化距离、行业相关性、股权集中度和控股股东性质作为自变量, 主并公司规模、东道国发达程度和股权收购比例作为控制变量。各变量定义如表 3 所示。

为了验证文化距离、行业相关性、股权集中度和控股股东性质对并购绩效的影响程度, 将模型设定为

$$Y_t = \beta_{0,t} + cd\beta_{1,t} + indus\beta_{2,t} + oc\beta_{3,t} + soe\beta_{4,t} + size\beta_{5,t} + tg_dl\beta_{6,t} + sar\beta_{7,t} + \epsilon_t$$
 (2)

式中, Y_t 分别为 Y_0 、 Y_s 、 Y_m 、 Y_l 。

选取 Hofstede 四维度指标衡量文化距离, 计算公式为

$$cd_j = \sum_{d=1}^4 \{ (I_{dj} - I_{dc})^2 / V_d \} / 4$$
 (3)

式中, I_{dj} 和 I_{dc} 分别表示东道国和我国第 d 个文化维度值, V_d 表示第 d 个文化维度值的方差。本文根据文化距离值进行分类, 大于中位数表示文化异质性较大, 赋值 1, 否则赋值 0。

表 3 变量选取

指标类型	指标名称	变量	指标说明
因变量	并购当年绩效	Y_0	
	并购后第一年绩效	Y_1	
	并购后第二年绩效	Y_2	
	并购前一年绩效	Y_{-1}	
	短期绩效变化	Y_s	$Y_0 - Y_{-1}$
	中期绩效变化	Y_m	$Y_1 - Y_{-1}$
	长期绩效变化	Y_l	$Y_2 - Y_{-1}$
自变量	文化距离	cd	文化距离大赋值 1, 否则赋值 0
	行业相关性	$indus$	并购双方行业差异大即多元化并购, 赋值 1, 否则赋值 0
	股权集中度	oc	主并公司并购前一年第一大股东持股比例
	控股股东性质	soe	民营企业赋值 1, 国有企业赋值 0
	主并公司规模	$size$	并购前一年总资产
	东道国发达程度	tg_dl	东道国是发展中国家赋值 1, 否则赋值 0
控制变量	股权收购比例	sar	主并公司受让被并公司股权比例

2. 描述性分析。由表 4 可知, 从文化距离和东道国发达程度来看, 大部分样本公司倾向于选择文化异质性较小和发展中国家的公司, 少部分样本公司面临着适应文化差异的挑战。从行业差异的数据中可以看出, 有一半以上的公司进行了多元化并购。控股股东性质项的均值为 0.69, 表明主要还是以民营企业跨国并购为主。样本公司并购前公司规模差异不大, 受让股权比例较高, 均值为 0.60, 表明主并公司获得了对目标公司较多的控制权。

表 4 变量描述性统计

变量	均值	最大值	最小值	标准偏差
cd	0.27	1	0	0.44
$indus$	0.54	1	0	0.50
oc	0.35	0.86	0.13	0.14
soe	0.69	1	0	0.46
$size$	22.27	28.41	19.23	1.44
tg_dl	0.78	1	0	0.41
sar	0.60	1	0.10	0.36

3. 相关性分析。由表 5 可知,变量之间相关性系数的绝对值均小于 0.6,表示变量之间线性相关程度较低。由表 6 可知,四个回归方程中每个解释变量的方差膨胀因子(VIF)均小于 2,表明不存在多重共线性问题。

表 5 变量相关性分析

变量	<i>cd</i>	<i>indus</i>	<i>oc</i>	<i>soe</i>	<i>size</i>	<i>tg_dl</i>	<i>sar</i>
<i>cd</i>	1	—	—	—	—	—	—
<i>indus</i>	0.005	1	—	—	—	—	—
<i>oc</i>	−0.086	0.031	1	—	—	—	—
<i>soe</i>	−0.068	0.100	0.136*	1	—	—	—
<i>size</i>	0.096	0.098	0.178**	0.441**	1	—	—
<i>tg_dl</i>	−0.541**	−0.146*	0.126	−0.026	−0.130*	1	—
<i>sar</i>	−0.152*	0.025	−0.015	0.025	−0.076	0.095	1

注:**和*分别表示在 5%和 10%水平上显著。

表 6 多重共线性分析

变量	VIF(Y_0)	VIF(Y_s)	VIF(Y_m)	VIF(Y_l)
<i>cd</i>	1.583	1.486	1.475	1.593
<i>indus</i>	1.044	1.056	1.043	1.049
<i>oc</i>	1.150	1.086	1.099	1.105
<i>soe</i>	1.303	1.308	1.248	1.283
<i>size</i>	1.426	1.336	1.579	1.433
<i>tg_dl</i>	1.617	1.488	1.495	1.420
<i>sar</i>	1.068	1.045	1.035	1.077

4. 回归分析。依据 F 值和调整后的 R^2 最大化原则,对每一组回归方程中的自变量进行筛选,得到如表 7 所示的回归结果。

表 7 多元回归分析

变量	Y_0	Y_s	Y_m	Y_l
<i>c</i>	0.310 (0.770)	−0.107** (−1.990)	0.163 (1.518)	−0.306 (−0.654)
<i>cd</i>	−0.236*** (−3.695)	−0.130** (−2.245)	−0.132* (−1.951)	—
<i>indus</i>	0.007 (0.147)	−0.128* (−1.973)	−0.022 (−0.429)	—
<i>oc</i>	0.364** (2.367)	−0.196 (−1.161)	0.036 (0.201)	−0.076 (−0.396)
<i>soe</i>	−0.030 (−0.595)	0.154** (2.184)	0.197*** (2.984)	0.194** (2.541)
<i>size</i>	−0.016 (−0.842)	0.043** (2.393)	—	0.010 (0.499)
<i>tg_dl</i>	—	−0.122* (−1.799)	−0.176* (−2.482)	−0.070 (−1.088)
<i>sar</i>	−0.086 (−1.343)	0.093 (1.340)	−0.035 (−0.487)	0.098 (1.235)
F	4.091***	3.607***	2.941***	2.783**
调整后的 R^2	0.340	0.345	0.303	0.302

注: c 为常数项;括号中的数值为 t 值;***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

回归分析结果显示,文化距离在并购当年、短期和中期并购模型中都出现了且均显著,表示文化

距离与绩效水平显著负相关,假设 H_1 得到验证。文化差异不仅体现在政治、语言、宗教等方面,还体现在企业文化方面。我国企业崇尚集体意识,西方国家则更重视员工个人价值的实现,因此在并购后的相当长一段时间我国企业需要适应东道国的经济社会环境,进行企业文化融合,在这个过程中就会产生较高的成本。但从长期看,文化差异会促使我国企业去深入了解东道国制度和目标企业文化,促进企业知识、技术的整合创新,有助于提升企业核心竞争力。

从短期来看,与相关行业的并购相比,多元化并购获得的财富效应更小,与假设 H_2 相符,但从长期看这种关系并不显著。这可能是由于企业在向自身专业领域之外拓展时,会由于缺乏相应的资源、技术和人才的支持而产生经营风险,企业原有的生产管理经验等也可能不适用于多元化发展,此外,涉足多个不同领域也会因资源分散化而使企业面临较大的市场风险。从长期来看,纵向并购容易导致“连锁”反应,横向并购可能因规模过大而产生经营管理问题,致使并购绩效不高;东道国政府为了缓解并购对目标企业所属行业的冲击,一般会进行政策干预,以限制企业的发展。但是,多元化并购对目标企业所属行业的冲击较小,东道国政府一般不会对其进行太多政策干预。

股权集中度与并购当年绩效之间存在显著正相关关系,假设 H_3 得到验证。在短期和长期并购模型中股权集中度的回归系数为负,而在中期并购模型中其回归系数为正。持股比例的增加在一定程度上提高了大股东对代理人监督的主动性和力度,使并购决策的制定更加谨慎合理。但当跨国并购过程中大股东利益与公司利益发生冲突时,过于集中的

权利也会使大股东追求自身利益的倾向增强,为了获取自身利益的投机行为或者非效率投资会使公司面临多种风险,也会为绩效的提升带来不确定性。

从短期和中长期来看,民营企业并购绩效比国有企业更好,且均通过了显著性检验,假设 H_4 得到验证。究其原因,可能是在并购之后,一方面国有企业受政策影响相对较大,在发展过程中可能会受到过多干预,从而影响企业决策的灵活性,“所有者缺位”问题的存在也会导致有些国有上市公司只对政府负责,容易忽视中小投资者的利益,并购后绩效可能因此降低;另一方面,东道国为维护本国企业长期稳定发展,一般会增加贸易壁垒,约束外来资本的发展,而受政治因素和国际形势的影响,东道国对我国国有资本的限制更为明显,相比民营企业,国有企业受到的冲击更强烈。

此外,从主并公司规模、东道国发达程度和股权收购比例的回归结果可以看出:主并公司规模与短期并购绩效显著正相关;东道国发达程度在某种程度上对公司财富的增加具有一定的贡献;股权收购比例对并购绩效影响不明显。

5. 稳健性检验。本文以样本公司前十大股东持股比例作为股权集中度的代理变量,以主并公司净资产衡量公司规模,对回归结果进行了稳健性检验(表 8),结果与前文研究基本一致,说明本文研究结果大致稳健。

表 8 稳健性检验结果

变量	Y_0	Y_s	Y_m	Y_l
c	0.120 (0.299)	-0.559 (-1.242)	0.299** (2.067)	-0.036 (-0.068)
cd	-0.190*** (-3.058)	-0.073 (-1.126)	-0.131* (-1.909)	-0.037 (-0.496)
indus	0.009 (0.209)	-0.130* (-1.913)	-0.008 (-0.150)	0.013 (0.053)
oc	0.660*** (4.319)	-0.160 (-0.944)	-0.214 (-1.208)	0.416** (2.254)
soe	-0.011 (-0.196)	0.164** (2.334)	0.165** (2.546)	0.176** (2.336)
size	-0.022 (-1.185)	0.034* (1.659)	—	0.008 (0.327)
tg_dl	0.027 (0.443)	-0.046 (-0.919)	-0.170** (-2.419)	-0.100 (-1.265)
sar	-0.082 (-1.309)	0.089 (1.280)	-0.034 (-0.479)	0.078 (0.985)
F	5.656***	3.094***	2.748**	2.540**
调整后的 R^2	0.418	0.322	0.293	0.354

注:c 为常数项;括号中的数值为 t 值;***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

四、结论与政策建议

本文以 2010—2019 年我国 A 股上市公司 282 起海外并购事件为样本,研究主并公司并购绩效及其影响因素。研究结果表明:主并公司绩效水平呈现先上升后下降的倒“U”形走势,且绩效在并购后第二年普遍出现恶化情况。文化距离与公司短、中期绩效显著负相关,主并公司规模和相关行业的并购在短期可以促进公司获得更大的财富效应,因此企业应在跨国并购后的短期内深入了解和准确把握两国间的文化差异、自身规模水平以及行业相关性,以便更好地应对并购整合的风险;股权集中度与公司中期绩效显著正相关,说明大股东控股在一定程度上有利于绩效的改善;控股股东性质为民营的企业并购后的短、中、长期绩效水平均显著高于国有企业,说明政府在给予国有企业政策支持的同时也要防止过度干预。基于以上研究结论,本文提出如下政策建议:

第一,制定合理的跨国并购战略。企业在进行跨国并购前,需要对东道国市场信息作充分的调查研究,应重视国家之间的文化距离可能带来的负面影响。企业通过对外投资来获取目标企业的技术、人才等互补性资源,达到外部成长的目的,但文化差异会使双方对资源价值的理解难度加大,致使资源的逆向转移变得困难,而解决文化距离问题也会消耗企业自身的资源,因此在东道国的选择上应尽可能减少文化因素的影响,降低适应东道国文化环境和制度规范的成本,选择文化距离较小的国家进行投资。受限于外来者身份,在对目标企业进行评估时,由于信息不对称而很难准确估算出其实际价值,可能产生支付溢价问题,因此要借助第三方专业机构来对目标企业进行合理评估,理性投资。从行业角度来看,为减少多元化并购所导致的管理成本增加的问题,企业应选择与自身行业相关的公司进行投资。从产业角度来看,企业应关注在国内市场上相对成熟且需要寻求突破创新的产业,利用国外的资源优势实现产业升级。为了实现稳定发展,企业在进行跨国并购时,应该从短、中、长期视角综合考虑发展战略问题,积极应对可能遇到的风险。

第二,完善公司治理能力。科学合理的公司治理机制可以通过战略管理在很大程度上降低不利的外部环境给公司可持续运营和财务绩效提升所

带来的风险。主并公司可以从股东治理、董事会治理和管理层治理三个层面对公司治理进行优化。一是提高股权制衡度,使中小股东拥有更多的话语权,以制约和监督大股东行为,促进并购双方的资产融合、行业整合和产业结构升级。二是提高公司独立董事的比例。独立董事往往具有专业的财务、法律知识和丰富的经验,能够对公司决策问题提出有价值的建议,同时拥有较高的社会地位,可以为企业争取政府政策和银行信贷贷款的支持,有助于提高公司财务绩效。三是对企业管理层进行合理的权责配置。通过完善履职保障制度,增强管理层履职时的独立性,降低管理层与控股股东合谋的可能性,维护中小股东的利益。

第三,提高企业核心竞争力。在跨国并购中,不少企业缺乏核心技术,导致对目标企业的管理受到限制,因此企业在寻求规模经济的同时要培育国际竞争优势、提高文化软实力,从根基上牢牢把握话语权。一方面,要利用自身的比较优势扩大生产规模、降低生产成本,要适应市场需求的变化,不断进行产品性能和服务的创新,构建一个竞争对手无法进入的壁垒;另一方面,应该集中力量投资价值链中的战略环节,无论是位于价值链中较高层次的产品研发或营销,还是位于价值链中较低层次的生产制造或组装,只要是能够体现企业核心竞争力的环节都具备投资价值。同时,要学习发达国家目标企业先进的管理知识和技术,加快自身整合创新,提升核心技术的国际竞争力。

第四,政府应继续鼓励和扶持跨国并购并适当放权。自2000年10月《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十个五年计划的建议》提出实施“走出去”战略以来,我国企业开始增加对外投资,但由于我国上市公司进行跨国并购的时间较西方国家晚,相关制度还不完善,此时政府便担任了一个管理者的角色,从国家战略角度出发出台了一系列政策来规范对外投资行为,而随着政府“放管服”改革的深入推进,政府的职能从监管转向了服务。从研究结果来看,民营企业的跨国并购活动使公司的绩效显著提高,这激励了更多的民营企业通过对外投资来寻求企业的发展和 innovation。政府的适当放权可以给企业更多的自主权。国有企业承担着政府所赋予的政治和社会发展责任,其战略决策与国家政策之间具有高度相关性。由于我国对外宣传不到位,国有企业对外投资活动经常被国外媒体或

民众冠以政治色彩,被视为对东道国企业的一种威胁而受到抵制,同时,东道国政府一般也会对我国国企实行更为严格的审查和管理制度,并购后企业的发展因此受到限制。我国政府应当深入推进对外开放,加大国家宣传力度,让外国政府和民众了解一个真实的中国,通过谈判来制定公平合理的国际税收制度,减少贸易壁垒,健全跨国并购风险管控制度,提高我国企业在国际上的话语权,实现企业海外并购的良性发展。

参考文献:

- [1] Zhu P C. Persistent performance and interaction effects in sequential cross-border mergers and acquisitions[J]. Journal of Multinational Financial Management, 2011(1):18-39
- [2] 杜晓荣,赵嘉雯,新夫. 技术密集型企业跨国并购对创新绩效的影响——基于中国A股上市公司的经验研究[J]. 科技管理研究,2021(7):148-154
- [3] 周婷婷,王舒婷. 财务共享、丝路联结与“一带一路”跨国并购绩效[J]. 南京审计大学学报,2021(3):102-111
- [4] 李欠强,刘际陆. 中国企业跨国并购对经营绩效的影响研究——基于PSM方法[J]. 会计之友,2018(20):70-75
- [5] 李梦柯,刘晓. 创业板上市公司短期并购绩效的实证分析[J]. 财政监督,2014(26):40-43
- [6] 冯梅,郑紫夫. 中国企业海外并购绩效影响因素的实证研究[J]. 宏观经济研究,2016(1):93-100
- [7] 黎平海,祝文娟,李瑶. 基于因子分析的我国上市公司跨国并购绩效实证[J]. 产经评论,2010(3):140-148
- [8] 谢琴. 股权集中度、高管激励与公司绩效的关系——基于垄断性与竞争性行业上市公司的对比[J]. 国土资源科技管理,2014(6):32-38
- [9] 缪锦春. 我国企业跨国并购短期绩效的实证分析[J]. 南通大学学报(社会科学版),2016(1):112-118
- [10] 张程睿,徐嘉倩. 中国上市公司信息披露制度变迁与股票市场有效性[J]. 华南师范大学学报(社会科学版),2019(4):75-86,190
- [11] 莫易娴,周乐敏. 大数据时代中国股票市场有效性研究[J]. 上海立信会计金融学院学报,2020(1):60-72
- [12] 倪中新,花静云,武凯文. 我国企业的“走出去”战略成功吗?——中国企业跨国并购绩效的测度及其影响因素的实证研究[J]. 国际贸易问题,2014(8):156-166
- [13] 田海峰,黄祎,孙广生. 影响企业跨国并购绩效的制度因素分析——基于2000—2012年中国上市企业数据的研究[J]. 世界经济研究,2015(6):111-118,129

- [14] 钟宁桦,温日光,刘学悦.“五年规划”与中国企业跨境并购[J]. 经济研究,2019(4):149-164
- [15] 徐晓慧,李杰,黄先海.企业内部治理对跨国并购绩效的影响——基于不同制度环境的研究[J]. 国际贸易问题,2019(3):14-25
- [16] Chen Y Y, Young M N. Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: a principal-principal perspective[J]. Asia Pacific Journal of Management,2010(3):523-539
- [17] 吴先明,纪玉惠. 决定中国企业海外并购绩效的因素分析[J]. 科学决策,2016(10):1-19
- [18] 郭健全,李梦梦. 针对不同目标国中国企业的并购绩效——文化距离与收购者特征的共同影响[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2020(1):88-99
- [19] 吴先明. 我国企业知识寻求型海外并购与创新绩效[J]. 管理工程学报,2016(3):54-62
- [20] 杨懿丁. 高管持股、多元化战略与公司长期并购绩效[J]. 财会通讯,2018(6):78-81
- [21] 唐建新,贺虹. 中国上市公司并购协同效应的实证分析[J]. 经济评论,2005(5):93-100,128
- [22] 王化成,曹丰,叶康涛. 监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界,2015(2):45-57,187
- [23] 刘大志. 股权结构对并购绩效的影响——基于中国上市公司实证分析[J]. 财务与金融,2010(3):17-23
- [24] 樊鹭. 公司治理、外汇衍生品使用与企业价值[J]. 财会月刊,2018(12):64-71

(责任编辑:唐银辉)

Research on the Performance of the Overseas Mergers and Acquisitions of China Enterprises: Empirical Analysis Based on A-share Listed Company

ZHANG Jing, CHEN Wen-fu
(Anhui University, Hefei 230601, China)

Abstract: Taking 282 overseas mergers and acquisitions(M&A) events of China A-share listed company from 2010 to 2019 as samples, this paper studies the M&A performance of main merger companies and influencing factors. The results show that the performance level of the main merger companies shows an inverted “U-shaped” trend of rising first and then falling, and the performance generally deteriorates in the second year after the merger; cultural heterogeneity is significantly negatively correlated with short-term and medium-term performance of companies; the scale of the company before the merger and the merger of related industries can promote the companies to obtain greater wealth effect in the short term; the concentration of equity stake has a certain contribution to the increase of the companies’ medium-term wealth; the performance of overseas M&A whose host country is a developed country is significantly higher than that of those whose host country is a developing country in the short and medium term; the short-term, medium-term and long-term performance of private-owned enterprises with controlling shareholders after M&A is significantly superior to that of state-owned enterprises. Based on the above research results, in order to provide reference for enterprises exploring overseas investment and development, feasible suggestions from four aspects are put forward: the strategy formulation of overseas M&A, the perfection of corporate governance ability, the promotion of enterprise core competitiveness and the transformation of government role.

Key words: overseas mergers and acquisitions(M&A); performance changes; influencing factor; regression analysis; listed company