

并购的频繁程度意味着什么

——来自我国上市公司并购绩效的证据

韩立岩 陈庆勇*

摘要 本文对我国上市公司并购绩效与本次并购之前五年内的并购次数之间的关系进行了实证研究, 结果发现二者在整体上存在反向关系, 但并不是线性的, 而是一个先上升后下降的倒“U”型趋势, 且在国内首次运用配方法对二者倒“U”型关系进行了进一步验证; 本文还发现高管的薪酬与并购绩效并未直接挂钩, 在并购后公司绩效并没提高的情况下高管薪酬却明显地增加了。

关键词 公司治理, 并购频数, 并购绩效

一、引言

自从1993年我国证券市场上第一例上市公司收购案——深圳宝安收购延中事件以来, 上市公司的收购活动愈演愈烈, 呈逐年上升趋势。到2003年, 仅一年就有四百多条并购交易记录(来自CSMAR数据库)。然而, 国内许多实证研究发现并购活动并没有给收购公司带来绩效的提高。国外一些研究并购动机的理论也认为许多并购并不是出于公司自身利益的角度而是出于管理者自身的利益(如提高地位、增加知名度、控制更多的公司等)而实施的。由于我国特殊的体制和历史原因, 我国绝大多数上市公司是由原来的国有企业改制而来的, 国有股及国有法人股仍占绝对优势地位。绝大多数上市公司实质上直接或间接地仍由国家掌控, 而国家的所有者是全体人民。从管理代理链条上看, 人民委托国家政府部门管理国家, 国家政府部门又委托公司管理者管理公司, 而最终所有者——人民是一个非常分散的庞大集体人群, 不具有对各个公司的直接影响性, 这又形成了实质上的初始所有者缺位。所有者缺位及层层委托代理的长链条意味着我国上市公司可能会存在较严重的管理者代理问题。结合当前我国异常火热的并购活动, 本文猜想, 是否可以从以往并购次数与并购绩效的关系上看出一些什么, 是否可以当前不太理想的并购绩效提供一点实证解释。就本人所知, 国内还未见从代理问题角度利用并购次数来实证分析并购绩效的研究。而且, 国内大多并购绩效研究的文

* 北京航空航天大学经济管理学院。通讯作者及地址: 陈庆勇, 北京航空航天大学经济管理学院, 100083; 电话: 13676954432; E-mail: chenqingyong@sina.com. 感谢姚洋老师及两名匿名审稿人对本文提出的一些极为有益的建议。

献在选取样本时比较粗糙。基于这些,本文试图对这一问题进行探讨研究。

本文其他部分的安排如下:第二部分对相关文献进行简要的回顾;第三部分提出本文的研究假说;第四部分简要介绍样本选取、变量的确定及分析方法;第五部分进行了实证分析并得出结果;第六部分给出结论和启示。

二、相关文献回顾

国内外许多学者对并购绩效的结果进行了大量的实证研究,对于并购是否能够给收购公司带来好的绩效,虽然结论不完全一致,研究方法及指标也多种多样,但基本得出了并购绩效并不理想的结论。Goldberg(1983)在参考了从1935—1980年发表的30篇重要文献后认为,通过并购,企业的规模虽然扩大了,但绩效却并没有改善,最终并购发起方企业的股东因并购而招致损失,高层管理人员在并购后却获得了更高的收入。Bruner(2002)对1971—2001年国外学术界130篇有关企业并购绩效研究论文做了全面汇总,研究表明,目标公司的股东一般有10%—30%收益率,收购公司的股东收益率很不确定,且有负的趋向,同时收购公司的长期财务业绩随着时间推移呈现递减趋势。檀向球(1998)对我国沪市198个重组案例进行研究,发现进行兼并扩张的企业在并购后绩效下降了。冯福根和吴林江(2001)以我国上市公司所发生的201起并购事件作为样本,发现并购绩效除了并购后一年有所上升外,后两年都在下降。张新(2003)对1993—2002年发生并购活动的我国上市公司进行实证分析,结果表明并购为目标公司创造了价值,目标公司的股票溢价达到29.05%,超过20%的国际平均水平,对收购公司股东却产生负面影响,收购公司的股票溢价为-16.76%。

对于如此不太理想的并购效果,国内外学者对并购动机进行了大量的研究,并提出了种种解释原因,其中代理问题理论就是解释这一情况的主要理论之一。代理问题指由于代理人和委托人利益、目标的不同而背离委托人的目标利益。由于委托代理问题的存在,管理者和股东的目标不一致,管理者在个人利益最大化的驱动下,可能会将公司规模扩大到最优规模以上(Jensen, 1986)。Mork *et al.* (1990)研究了并购的动机,发现出自管理者自身利益的并购减少了公司的价值,损害了股东的利益。Fowler and Schmidt(1989)等研究发现CEO的报酬随公司规模增大而增加,而与业绩无关。由此可见,CEO增加公司规模的动机比追求公司利润更强。威斯通(1998)并购动因理论中的内部利益人假说认为收购活动是代理问题的一种表现形式,管理者通过并购来实现提高自己的知名度、地位、控制力、报酬等等个人利益的欲望。Bliss and Rosen(2003)研究了管理者的报酬与并购活动的关系,发现并购后虽然股东们的财富减少了,但管理者们的报酬却得到了显著的增加,还发现并购绩效与管理者的报酬变动也存在一定程度的正向

关系。

在并购绩效与并购次数的关系上国外学者进行了许多研究。Lubatkin (1982) 以股票收益率的变动作为并购绩效的度量, 对美国联邦商务委员会所公布的一系列发生并购的公司作为样本, 检验了收购公司以往并购次数与并购绩效的关系, 然而却未发现存在什么显著关系。后来 Flower and Schmidt (1989) 以 42 家美国加工制造业公司作为样本, 以净资产收益率和股票收益率作为绩效的度量值指标, 发现收购公司收购前四年内的并购次数与并购绩效存在显著的正向关系, 认为收购公司以往实施的并购次数越多, 公司管理者的有关并购的经验越丰富, 并购效果也就越好。Bruton *et al.* (1994) 也以美国 51 家处于财务困境的公司和 46 家没处于财务困境的公司作为样本, 用专家评分来作为对绩效的度量, 研究发现在处于困境中的公司中并购前四年的并购次数与并购绩效存在正向关系, 然而在处于非困境中的公司中却未发现这种关系。与此相反, Kusewitt (1985) 以美国 138 家公司作为样本, 以资产报酬率和股票收益率的变动作为绩效的度量值指标, 发现公司 10 年内的并购次数与并购绩效存在显著的反向关系, 认为是由于管理者为了个人的私利而过于追求公司规模扩大而不管并购是否适合公司的发展状况, 是否能整合好而引起的。该文作者认为由于学习效应的作用, 并购次数与并购绩效应该还存在倒“U”型关系, 并对此进行了检验, 但结果不太显著。Haleblian and Frinkelstein (1999) 以在 1980 年到 1992 年间发生在美国制造业公司的 449 次大的并购作为样本, 以股票收益率作为绩效度量的指标, 研究发现随着并购次数的增加, 并购绩效先下降然后上升, 认为当并购次数少时, 管理者错误运用并购经验会导致差的绩效, 随着经验的丰富、辨别运用经验能力的增强, 并购效果也会提高。Ely and Song (2000) 曾以美国 60 家大的存款机构作为样本, 以权益的市场价值与账面价值之比作为绩效的度量, 对他们在 20 世纪 90 年代的并购活动进行了研究, 发现这些存款机构的并购次数与绩效呈反向关系, 认为代理问题越严重的公司其管理者往往也越活跃于并购活动。综合现有文献, 有关并购次数与并购绩效关系方面的研究, 学者们主要是从行为学习理论和管理者代理问题理论两个角度去分析的, 得到的结果也各种各样, 并不一致, 而且都是集中在发达市场国家 (基本上集中在美国)。我国是一个处于转型时期的新兴市场国家, 市场体制、资本市场发展状况、公司股权状况、治理结构等都与发达市场国家有着很大的差异, 因此有必要对我国公司的并购次数与绩效之间的关系作一研究。

三、研究假说

由管理者代理问题理论, 管理者为了提高自己的知名度, 增加更多的控制权力, 炫耀能力, 获得更多的收入等自己的利益, 有实施对外扩张并购,

控制更多资源的动机。Barnes 认为在并购活动中收购方的并购绩效不好的一个主要原因是并购公司的管理者追求个人利益最大化而非股东财富最大化。Ely and Song (2000) 也认为,许多情况下对外扩张并购是管理者代理问题的表现,这种代理问题越严重,管理者就越可能会不顾实施并购是否符合公司的情况而进行更多的对外扩张并购,即并购就会越频繁,从而并购的效果也会越差。由此,提出假说:

假说 1 以往并购频数与并购绩效存在反向的关系。

由行为学习理论,公司拥有的并购经验会给当前实施的并购带来更大程度的协同效应以及更迅速、更有效的并购整合过程,使并购活动更加成功。Haleblian 和 Hit 等认为公司在以往一定时间段内的并购次数(在实证研究中,以往并购次数常用以往一段时间内的并购次数来表示,因此,也可用本文所定义的并购频数变量来表示)越多,则其就会越有经验去挑选目标公司并对所兼并的目标公司进行整合,从而并购的效果也就会越好。由此,提出假说:

假说 2 以往并购频数与并购绩效存在正向关系。

以上两个假说分别是根据管理者代理问题理论和行为学习理论提出来的。在现实中,两种理论论述的作用可能并不是排他的只存在一种,而是在并购中既存在管理者代理问题的影响也存在学习效应的作用,只是在不同的并购中,两种因素的主导力量不同。正如 Kusewitt (1985) 所认为的,由于这些因素的不同影响,以往并购次数和并购绩效的关系可能并不是线性,而是倒“U”型的。具体来说,虽然存在管理者追求个人利益最大化、背离所有者利益的冲动,我国的代理问题突出等现实情况,但也存在着许多监督约束机制的现实,管理者也有努力工作、提高公司业绩的激励。有的公司管理者可能面临的监督约束强度较弱,所受到的提升公司业绩的激励较低而提高自己地位、知名度等个人私利的渴望又较大,代理问题可能就会较严重,从而就会频繁地并购更多的公司来实现个人的私利。这种情况下,管理者代理问题的影响较强烈,学习效应无法起到显著作用,从而并购的越频繁并购绩效可能就会越差。相反,有的公司管理者可能面临的监督约束力度较强,受到的提升公司业绩的激励较大,管理者代理问题可能就会较小。这时,管理者就会更多地从公司业绩的角度去考虑,进行并购时也较谨慎,并购频数就相应较小,这种情况下,学习效应就会起到较明显的作用。因而,以往并购频数不是很大(所反应的管理者代理问题较小)时,越有并购经验的公司,其并购绩效越好。由此,提出假说:

假说 3 随着以往并购频数的增加,并购绩效存在一个先上升后下降的过程。即,二者存在倒“U”型关系。

四、样本的选取、并购绩效的度量、变量的确定及模型的构建

（一）样本的选取

在事件窗口长度的选取上，窗口越长，公司绩效受到的干扰因素越多，窗口越短，并购的效果不能得到充分地反映。本文沿用 Porrini (2004)、陈茸 (2004) 的做法，选取并购前一年、之后一年、两年作为事件窗口。

本文中的并购活动是指资产收购或股权收购，按以下原则选取样本：① 交易金额超过收购公司总资产的 4%；② 若为股权收购，并购前拥有被并购公司 20% 以下股份，并购后拥有 20% 以上股份；③ 并购前一年无其他重大的收购资产、股份及别的投资活动；④ 并购当年、后一年及后两年，无其他重大的收购或出售资产、股份及别的投资活动。通过这些原则选取样本，我们尽量消除其他重大活动对公司绩效的影响，突出本次并购活动对公司的影响情况。

样本的来源如下：① 深圳国泰安信息技术有限公司的 CSMAR 数据库；② 上海证券交易所网站；③ 深圳证券交易所网站；④ 公司网站；⑤ 新浪网站；⑥ 中国证券报；⑦ 上海证券报。

按上述原则，从上述样本来源中，在 2001—2003 年期间发生并购事件的上市公司中进行筛选，最终选取了 141 家公司，其中 2001 年 42 个、2002 年 49 个、2003 年 50 个，资产收购 67 个、股权收购 74 个。

（二）并购绩效的度量

1. 计算方法的选取

并购绩效的常用计算方法主要有两种，一种是通过计算并购前后某段时间内公司股票累计超额收益率来度量，国外学者常用这种方法。但这种方法适用性是以股市的有效性为前提，虽然有些学者认为，目前我国股市已经达到弱势有效，但这种观点仍然存在很大的争议，并未得到普遍认同（如吴世农、骆祚炎等），而且更为现实的情况是，在所选取的样本研究时间段内，中国股票有流通股与非流通股之分，而占绝大部分比例的是非流通股，其价值与流通股价格之间没有相关性（王旭国），因此不能用并购前后股价的变化说明股东财富的变化，用其来度量公司绩效的变动不恰当。国内学者比较倾向于采用另一种常用方法，那就是采用财务会计指标来度量。基于以上分析，本文也采用这一方法。

2. 财务会计指标的选取及处理

财务会计指标法按所选用财务指标的多少又分为单项财务指标和多项财务指标综合两种情况。鉴于单项财务指标不能反映公司综合业绩的缺点,借鉴财政部 1999 年的国有企业绩效评价指标体系及国内有关并购绩效研究的文献,选用以下财务指标:(1)盈利能力方面:总资产报酬率、净资产收益率、主营业务利润率;(2)偿债能力方面:总资产负债率倒数、流动比率;(3)增长能力方面:总资产增长率、权益增长率、主营业务收入增长率;(4)资本运营能力方面:总资产周转率、流动资产周转率。对于以上财务指标,利用因子分析法(主成分法),对并购前后各年分别提取四个公共因子,每年提取的四个公共因子总的方差贡献率都在 83% 以上。然后,利用式(1)求出每个公司并购前后各年绩效的综合得分值。

$$F_i = a_{i1}Y_{i1} + a_{i2}Y_{i2} + a_{i3}Y_{i3} + a_{i4}Y_{i4}, \quad (1)$$

其中, F_i 是第 i 个公司绩效的综合得分, Y_{ij} , a_{ij} 是第 i 个公司第 j 个因子的得分及方差贡献率。

(三) 变量的确定

根据相关研究文献和样本数据的获得情况,本文选取以下变量用于建立模型,同时给出各变量的描述性统计量如表 1。

表 1 各变量的定义、选取原因及其描述性统计量

变量名	定义	作用(选取原因)	均值	标准差
并购绩效	并购所引起的公司绩效前后的变动。	衡量本次并购引起的公司绩效变化,作为因变量引入模型中,分析以下各个自变量与其关系。	见表 3	见表 3
以往并购频数	公司本次并购之前五年内发生的并购次数。	衡量公司进行并购的频繁程度,用来分析并购的频繁程度与并购绩效的线性关系,对所提出的假说 1,假说 2 进行检验。	1.79	1.985
以往并购频数平方	公司本次并购之前五年内发生的并购次数的平方。	用来分析并购的频繁程度与并购绩效的二次非线性关系,对所提出的假说 3 进行检验。	6.78	12.486
高管薪酬变动	并购前后在公司领取报酬的高管人员人均薪酬的变动额。	用来分析并购前后高管薪酬变动与公司绩效变动的关系,考查并购绩效与高管薪酬是否直接挂钩。	见表 5	见表 5
控股股东性质	公司最终控股股东的性质,国有组织时为 1,个人或私人组织时为 0。	不同性质的控股股东对公司治理的状况可能有不同的影响,从而会影响到公司各方面的经营管理状况,故引入此变量分析、控制其对公司并购后绩效变动的的影响。	0.82	0.395

(续表)

变量名	定义	作用(选取原因)	均值	标准差
外部董事比例	外部董事在公司董事会中所占比例。	用来衡量董事会相对管理者的独立程度,从而分析和控制不同独立性的董事会 in 监督管理公司方面的差异而导致的对公司并购后绩效变动的不同影响。	0.476	0.253
高管持股比例	公司中高管所持股份比例之和。	高管在公司中的持股状况决定了其财富与公司财富的联系程度,从而影响其经营、整合提高公司绩效的动机,故引入此变量分析、控制其对并购后绩效变动的的影响。	4.242E-04	8.713E-04
关联并购与否	此次并购是关联交易时取值1,否则为0。	用来分析、控制关联并购对公司绩效变动的不同影响。	0.64	0.483
并购类型	此次并购为混合并购时取值1,否则为0。	用来分析、控制不同类型的并购活动对公司并购后绩效变动的的影响。	0.38	0.488
标的类型	收购的对象为资产时,取值1,股份时,取值0。	用来分析、控制收购对象的不同对公司并购后绩效变动的的影响。	0.48	0.502
并购规模	此次收购活动的交易额占公司总资产的比例。	不同规模的并购活动对公司的并购绩效可能会有不同的影响,故引入此变量分析、控制其不同的影响。	0.188	0.159

从表1可知,样本公司在以往五年内的并购次数虽然平均来说并不大,但公司间的差别很大,最小的仅0次,最大的达到8次之多。绝大部分公司是国有控股;平均而言外部董事所占比例相当高,但公司间的差别也很大,均值达47.6%,标准差为25.3%;高管人员持股量非常低,均值仅为0.042%。关联交易占大部分,近40%发生的是混合并购,资产、股权收购基本相当,并购的规模较大,平均来说占收购公司资产的比例达18.8%之多。需要提一下的是管理者在公司中所享受的报酬除了工资、奖金等薪酬外,还有在职消费等,将管理者薪酬与公司绩效挂钩相对来说是比较容易用来对管理者进行激励和约束的一个手段,但在在职消费却比较难以用来作为对管理者进行激励和约束的手段(首先对在职消费的合理性进行辨别和控制就是很难的),若管理者的薪酬还没有与公司的绩效密切挂钩,管理者受到在职消费约束、激励的可能性就更小了,而本文的实证结果也证明了管理者的薪酬并未与公司绩效紧密挂钩,而且管理者的在职消费也非常难以有效度量。本文引入高管薪酬变动的目的只是通过给出不管并购绩效如何,管理者薪酬都得到了明显提高这一情况来加强对两点的说明:(1)薪酬与公司绩效挂钩这一相对比较容易实施的约束激励措施就没有有效实施,别的就更不用提了,由此管理者自身利益与公司绩效关系的密切程度可见一斑;(2)并购带来了管理者薪酬、权力增加及地位、名声提高等好处,由此也可以对管理者热衷于实施扩张并购活动的动机有些理解。所以根据本文的研究目的,我们只需引入高管

薪酬变动这一变量就满足分析的需要了。

(四) 模型的建立

由于我们计算了并购后两年的公司绩效,所以作为并购前绩效变动的因变量就有两个:并购后第一年相对于并购前一年的绩效变动,并购后第二年相对于并购前一年的绩效变动。故对假说1、假说2检验,建模如下:

$$F_{i,2} - F_{i,-1} = \alpha + \beta_1 \text{frequency}_i + \beta_2 \text{salary}_{i,2} + \beta_3 \text{ownship}_i + \beta_4 \text{out}_i + \beta_5 \text{topshare}_i + \beta_6 \text{category}_i + \beta_7 \text{negavation}_i + \beta_8 \text{asset}_i + \beta_9 \text{scale}_i, \quad (2)$$

$$F_{i,1} - F_{i,-1} = \alpha + \beta_1 \text{frequency}_i + \beta_2 \text{salary}_{i,1} + \beta_3 \text{ownship}_i + \beta_4 \text{out}_i + \beta_5 \text{topshare}_i + \beta_6 \text{category}_i + \beta_7 \text{negavation}_i + \beta_8 \text{asset}_i + \beta_9 \text{scale}_i. \quad (3)$$

对假说3检验,建模如下:

$$F_{i,2} - F_{i,-1} = \alpha + \beta_1 \text{frequency}_i^2 + \beta_2 \text{frequency}_i + \beta_3 \text{salary}_{i,2} + \beta_4 \text{ownship}_i + \beta_5 \text{out}_i + \beta_6 \text{topshare}_i + \beta_7 \text{category}_i + \beta_8 \text{negavation}_i + \beta_9 \text{asset}_i + \beta_{10} \text{scale}_i, \quad (4)$$

$$F_{i,1} - F_{i,-1} = \alpha + \beta_1 \text{frequency}_i^2 + \beta_2 \text{frequency}_i + \beta_3 \text{salary}_{i,1} + \beta_4 \text{ownship}_i + \beta_5 \text{out}_i + \beta_6 \text{topshare}_i + \beta_7 \text{category}_i + \beta_8 \text{negavation}_i + \beta_9 \text{asset}_i + \beta_{10} \text{scale}_i, \quad (5)$$

其中: $F_{i,-1}$, $F_{i,1}$, $F_{i,2}$ 分别表示第*i*个公司并购前一年,并购后第一年及第二年的绩效; frequency_i 表示第*i*个公司本次并购前五年内的并购次数; frequency_i^2 表示第*i*个公司本次并购前五年内发生的并购次数的平方; $\text{salary}_{i,1}$, $\text{salary}_{i,2}$ 分别表示第*i*个公司并购后第一年、第二年与并购前一年相比在上市公司领取薪酬的高管人员人均薪酬变动额,由于有15家公司的人均薪酬无法得到,我们就假定其人均薪酬没有变动,即变动额为0,这并不影响我们的研究目的; ownship_i 表示第*i*个公司最终控制人的性质,若最终控制人为国有企业事业单位或政府部门,取值1,否则为0; out_i 表示第*i*个公司董事会中外部董事比例; topshare_i 表示第*i*个公司的高管持股比例; negavation_i 表示第*i*个公司的并购是否为关联交易的虚拟变量,当为关联并购时取值1,否则为0; category_i 表示第*i*个公司发生的并购类型的虚拟变量,当为混合并购时取值1,否则为0; asset_i 表示第*i*个公司收购标的虚拟变量,当为资产收购时取值1,否则为0; scale_i 表示第*i*个公司的并购规模。

α , β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 , β_7 , β_8 , β_9 , β_{10} 分别为模型的回归系数。

五、实证结果及分析

(一) 并购绩效

首先利用式(1)求出每个样本公司并购前后各年绩效的综合得分值,然后求出样本整体并购前后绩效均值变动及配对检验情况如表2、表3。

表2 并购前后各年综合业绩得分均值变动

	并购前一年(F_{-1})	并购后第一年(F_1)	并购后第二年(F_2)
综合业绩得分均值	6.899E-03	-1.572E-07	-6.427E-04
样本数	141	141	141

表3 配对样本均值检验

	均值	标准差	标准误	差值		t值	自由度	双尾 检验 p值
				95%置信区间				
				下限	上限			
$F_1 - F_{-1}$	-0.00689	0.67877	0.05191	-0.10936	0.09557	-0.103	140	0.901
$F_2 - F_{-1}$	-0.00754	0.64847	0.04959	-0.10543	0.092349	-0.129	140	0.889
$F_2 - F_1$	-0.00064	0.70801	0.05414	-0.10752	0.10624	0.000	140	1.000

从表2可以看出,与并购前一年相比,并购后上市公司的综合绩效不但没有得到提高反而在并购后第一年、第二年持续下降,不过表3的配对检验显示各个配对检验的p值都很高,说明检验在统计上不具有显著性,即并购前后公司绩效无显著变化。这说明并购并没有取得理想的效果,并没有带来公司绩效的提高、股东财富的增加,在一定程度上暗示着管理者很可能是从自身利益而不是从股东利益出发来考虑是否并购。

(二) 高管薪酬变动

从上面的分析知道我国上市公司并购绩效并不理想,在这种情况下,高管的薪酬有何变化呢,对此,我们计算分析如下。

表4 并购前后各年在公司领取薪酬的高管人员人均薪酬(千元)

	并购前一年($salary_{-1}$)	并购后第一年($salary_1$)	并购后第二年($salary_2$)
人均薪酬	87.51605	130.87468	144.06366
样本数	126	126	126

表5 配对样本均值检验

	均值	差值				t 值	自由度	双尾
		标准差	标准误	95%置信区间				检验
				下限	上限			p 值
salary ₁ - salary ₋₁	43.35863	84.29883	8.93567	25.60089	61.11637	4.851	125	0.000
salary ₂ - salary ₋₁	56.54761	93.23159	9.88253	36.90816	76.18706	5.721	125	0.000
salary ₂ - salary ₁	13.18898	82.53554	8.74875	-4.19732	30.57528	1.497	125	0.142

由表2、表3的分析可知并购后公司的绩效下降了,然而表4、表5显示公司并购前后,在公司领取薪酬的高管人均薪酬不但没有随着绩效的下降而降低,反而异常显著地增加了(p 值为0)。当然管理者在公司中所享受的报酬除了工资、奖金等薪酬外,还有在职消费等,但由前面分析可知,本文只需分析高管薪酬变动与并购绩效的关系就可满足本文的研究需要了。上面的实证结果说明并购绩效的好坏并没有与高管人员的薪酬挂钩,并购绩效坏也不会引起高管人员收入的下降,反而并购后高管人员的收入得到了极大的增加。除此之外,通过并购高管人员还会获得地位提高、知名度扩大、控制更多的资源等好处。可见,进行并购活动,对高管们来说具有很大的吸引力,这在一定的程度上也暗示了管理者很可能有着出自自身利益而实施并购的动机。

值得提一下的是,我们还对高管薪酬变动与并购规模的关系进行了实证检验,发现二者存在显著的正向关系,由于篇幅及研究的详略性,在此就不列示检验的详细情况了。

(三) 对假说进行检验

1. 对于假说1、假说2的两个方程的回归结果见表6。

表6 假说1、假说2回归结果

自变量	并购后2年绩效变动	并购后1年绩效变动
	$(F_{i,2} - F_{i,-1})$	$(F_{i,1} - F_{i,-1})$
常量	0.393 (1.015)	0.274 (0.775)
以往并购频数	-0.0997** (-2.474)	-0.0786** (-2.013)
高管薪酬变动	-0.00096 (-1.115)	-0.00037 (-1.332)
控股股东性质	-0.261* (-1.672)	-0.302* (-1.874)
外部董事比例	0.246** (2.106)	0.382* (1.874)
高管持股	58.548 (0.213)	74.081 (0.316)

(续表)

自变量	并购后2年绩效变动	并购后1年绩效变动
	$(F_{i,2} - F_{i,-1})$	$(F_{i,1} - F_{i,-1})$
并购类型	-0.142 (-1.228)	-0.056 (-0.432)
关联并购与否	-0.286* (-1.902)	-0.259* (-1.661)
标的类型	0.113 (0.554)	0.165 (0.854)
并购规模	-0.323 (-0.849)	-0.369 (-1.162)
调整后的 R^2	0.313	0.307
样本量	141	141

注：括号中为 t 值，* 表示在 10% 的水平上显著。

上表显示，在两个回归方程中，以往并购频数的系数都显著为负，这验证了假说 1 成立，假说 2 不成立，说明以往并购越频繁的公司，并购绩效越差；高管薪酬变动的系数为负，但不具有统计上显著性，这说明高管薪酬并不是随着并购绩效的升降而相应升降的，甚至绩效变动大的公司管理者薪酬变动反而较小，绩效变动小的公司薪酬变动反而较大（这可能是由于代理问题较严重的公司，并购绩效虽比别的公司差，但管理者报酬增加的却比别的公司大的原因）。再结合前面的检测结果——即尽管整体上并购绩效是下降的，但高管薪酬却是显著上升的，这些都为假说 1 的成立提供了辅助证据。控股股东性质的系数显著为负，说明国有控股的上市公司在并购后绩效变动差于非国有控股的上市公司，这可能是由于国有控股的上市公司代理问题较严重。外部董事比例的系数显著为正，说明董事会中外部董事比例越多，董事会越能对管理者发挥有效的监督控制作用，从而使管理者更加尽力地经营公司，取得更好的并购后效果。高管持股的系数虽然为正但统计上极不显著，这可能因为在我国上市公司中，高管持股的比例太小，因而对管理者起不到有效激励作用的原因。并购类型的系数为负，这说明实施混合并购的公司，并购绩效平均来说要差于实施横向和纵向并购的公司。关联并购与否的系数显著为负，说明发生关联并购的公司，绩效变动较差。标的类型的系数为正，说明进行股份收购的公司其并购绩效要差于进行资产收购的公司，但不具有统计上的显著性。并购规模的系数为负，说明公司并购的规模越大，并购绩效越差，这可能因为并购的规模越大越不容易进行整合，当本次并购活动并不适合公司的情况时，尤其如此，也可能因为并购的规模越大，管理者过多的支付也就越大，但在统计上不太显著。

2. 对于假说3的两个方程回归结果见表7。

表7 假说3回归结果

自变量	并购后2年绩效变动	并购后1年绩效变动
	$(F_{i,2} - F_{i,-1})$	$(F_{i,1} - F_{i,-1})$
常量	0.575 (1.481)	0.469 (1.293)
以往并购频数平方	-0.0418** (-2.101)	-0.0594** (-2.386)
以往并购频数	0.175* (1.659)	0.269* (1.914)
高管薪酬变动	-0.00068 (-1.117)	-0.00028 (-1.273)
控股股东性质	-0.239* (-1.661)	-0.285* (-1.763)
外部董事比例	0.245** (2.055)	0.378* (1.813)
高管持股	45.574 (0.151)	62.003 (0.225)
并购类型	-0.116 (-1.074)	-0.083 (-0.975)
关联并购与否	-0.322* (-1.918)	-0.266* (-1.668)
标的类型	0.0524 (0.282)	0.173 (1.014)
并购规模	-0.286 (-0.812)	-0.348 (-1.156)
调整后的 R^2	0.325	0.318
样本量	141	141

注：括号中为 t 值，*，** 分别表示在 10% 和 5% 水平上显著。

表7显示，在两个回归方程中，以往并购频数平方的系数显著为负，以往并购频数的系数为正，这验证了假说3成立，说明以往并购频数与并购绩效存在一个先上升后下降的倒“U”型关系。高管薪酬变动的系数为负但不具有统计显著性。控股股东性质系数显著为负；外部董事比例系数显著为正；高管持股比例系数为负，但在统计上极不显著；并购类型的系数为负但不具有统计显著性；关联并购的系数显著为负；标的类型的系数为正，但不具有统计显著性；并购规模的系数为负，但在统计上也不具有显著性。与表6中回归的结果相比，基本类似，就不过多论述了。综合两表中的回归结果看，

控股股东性质、董事会状况及交易的关联与否对并购后公司绩效的变动有显著的影响，而并购类型、收购标的类型及并购规模对并购绩效的影响作用不太显著，高管持股比例太低没有发挥有效激励作用。

为了进一步求出回归关系中最佳以往并购频数（与最佳并购绩效相对应的并购前五年内的并购次数），更好地验证以往并购频数与并购绩效的倒“U”型关系，我们运用配方法将提出假说时所设定的方程（4）、方程（5）分别相应变换为：

$$F_{i,2} - F_{i,-1} = \alpha + \beta_1 (\text{frequency}_i - A)^2 + \beta_2 \text{salary}_{i,2} + \beta_3 \text{ownship}_i + \beta_4 \text{out}_i \\ + \beta_5 \text{topshare}_i + \beta_6 \text{category}_i + \beta_7 \text{negavation}_i \\ + \beta_8 \text{asset}_i + \beta_9 \text{scale}_i, \quad (6)$$

$$F_{i,1} - F_{i,-1} = \alpha + \beta_1 (\text{frequency}_i - A)^2 + \beta_2 \text{salary}_{i,1} + \beta_3 \text{ownship}_i + \beta_4 \text{out}_i \\ + \beta_5 \text{topshare}_i + \beta_6 \text{category}_i + \beta_7 \text{negavation}_i \\ + \beta_8 \text{asset}_i + \beta_9 \text{scale}_i, \quad (7)$$

其中 A 为某个常数，其他与原来一致。将样本中的以往最小并购频数 0 作为 A 的第一个被选值，以后依次加 0.25 得到第二、第三、第四个被选值 0.25、0.5、0.75 直到以往最大并购频数 8 作为最后一个被选值。将 A 依次分别选取这些被选值代入回归方程（6）、（7）中进行回归，最后得到：当 A 取 2 时，回归方程（6）中二次项的系数 β_1 最显著（ $p=0.005$ ）；当 A 取 2.25 时，回归方程（7）中二次项的系数 β_1 最显著（ $p=0.005$ ）。说明当以往并购频数为 2.25 时并购后第一年的并购绩效最好，当以往并购频数为 2 时并购后第二年的并购绩效最好。从这我们可以看出在整体上当公司在以往五年内进行过两次左右的并购活动时，其并购绩效最好，这也进一步验证了以往并购频数与并购绩效的倒“U”型关系。

六、结论及启示

从以上的实证分析，我们得出结论：

1. 虽然我国上市公司并购活动非常活跃，但在整体上，并购效果并不理想，公司绩效并无显著变化。

2. 公司高层管理人员的薪酬并没有与并购绩效切实挂钩，并购绩效的好坏不会影响高管薪酬的变化，高管薪酬并不会因为并购绩效差而相应降低，反而在并购后显著增加。

3. 从并购频数与并购绩效的关系上看，并购绩效随着以往并购次数的增加而下降，这说明有极大兴趣参与并购的公司其并购效果也很差，公司管理者出自自身利益实施并购活动的可能性也就较大，从而可能存在较大的管理者代理问题。

4. 并购绩效并不是随着并购频数的增加严格地呈直线下降状态,而是存在一个先上升后下降的倒“U”型趋势,说明,在以往并购频数较小的情况下,由于公司管理者代理问题可能相对较小,管理者对并购是比较慎重的,这时学习效应就显现出来,随着并购经验的丰富,并购绩效呈提升趋势,然而,在并购频数较大的情况下,管理者代理问题可能较严重,影响较大,并购绩效就呈现出下降趋势。

5. 粗略地从整体上看当公司在以往五年内进行过两次左右的并购活动时,并购绩效最好。

本文的分析结论给了我们很大的启示:

1. 并购作为我国企业资产重组的重要手段,如果运用不好,就会成为公司管理者谋取个人私利、为自己服务的手段,就达不到实施并购重组活动的初衷。为此应该在推进企业改革的过程中,完善公司治理结构,健全约束激励机制。在所有权结构上,不但要进行国有股减持,同时还要大力发展机构投资者及大的私人投资者,营造多股同大的局面从而加强投资者对管理者的监督控制及缓解内部人控制问题;在董事会结构上增加外部董事的比例从而增加董事会的独立性;制定合理的机制分别从精神和物质上来约束激励管理者,改变公司绩效与管理者利益不共生息相关的状况,如当前盛行的建立经理人声誉档案及经理股票期权制度等建议、做法都是很好的办法,应切实逐步实行。

2. 管理者应认真总结以往的并购经验并吸取教训,从目标选择、并购实施到并购后整合要统筹安排,稳步进行,切不可急功近利。

3. 为了进一步增强管理者对并购的谨慎性、负责性,还可以给管理者限定一个在一定年限内实施并购活动的最高机会次数。在确定这个机会次数时,应根据公司所处行业的状况、公司发展战略、收购对象是否是相关行业等不同情况来具体确定,这也是以后可以进一步研究的方向。

本文的学术意义在于从管理者代理问题的角度来审视我国异常活跃的并购活动,现实意义在于为我国的并购活动及公司治理的健康发展提供一点启示和实证根据。

参 考 文 献

- [1] Barnes, P., "Why do Bidders So Badly out of Mergers? Some UK Evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, 1998, 25(6), 571—594.
- [2] Bliss, R., and R. Rosen, "CEO Compensation and Bank Mergers", *Journal of Financial Economics*, 2003, 61(1), 107—138.
- [3] Bruner, R., "Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker", *Journal of Applied Finance*, 2002, 12(1), 48—68.

- [4] Bruton, G., B. Oviatt, and M. White, "Performance of Acquisitions of Distressed Firms", *Academy of Management Journal*, 1994, 37(4), 972—989.
- [5] 陈信元、张田余, "资产重组的市场反应", 《经济研究》, 1999年第9期, 第81—90页。
- [6] 陈茸, "资产重组对我国上市公司绩效的影响及实证分析", 《重庆大学学报》, 2004年第4期, 第49—56页。
- [7] Ely, D., and M. Song, "Acquisition Activity of Large Depository Institutions in the 1990s: An Empirical Analysis of Motives", *Quarterly Review of Economics and Finance*, 2000, 40(4), 467—484.
- [8] 冯福根、吴林江, "中国上市公司并购绩效的实证研究", 《经济研究》, 2001年第1期, 第32—42页。
- [9] 费雷得·威斯通等, 《接管、重组与公司治理》, 唐旭等译。大连: 东北财经大学出版社, 1998年。
- [10] Fowler, K., and D. Schmidt, "Determinants of Tender Offer Post-acquisition Financial Performance", *Strategic Management Journal*, 1989, 10(4), 339—350.
- [11] Fowler, K., and M. Ronald, "Post-acquisition Financial Performance and Executive Compensation", *Strategic Management Journal*, 1990, 11(7), 559—569.
- [12] Goldberg, W. (ed.), *Mergers: Motives, Modes, Methods*. London: Gower, Aldershot, 1983.
- [13] 干春晖、刘祥生, 《企业并购: 理论、实务、案例》。上海: 立信会计出版社, 2002年。
- [14] Ghemawatt, P., and A. Spence, "Learning Curve Spillovers and Market Performance", *Quarterly Journal of Economics*, 1985, 100(5), 839—852.
- [15] Halebian, J., and S. Finelstein, "The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective", *Administrative Science Quarterly*, 1999, 44(1), 29—58.
- [16] Harrison, J., M. Hitt, R. Hoskisson, and R. Ireland, "Synergies and Post-acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations", *Journal of Management*, 1991, 17(1), 173—190.
- [17] Hayward, M., "When do Firms Learn from Their Acquisition Experience? Evidence from 1990—1995", *Strategic Management Journal*, 2002, 23(1), 21—39.
- [18] Hayward, M., and D. Hambrick, "Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris", *Administrative Science Quarterly*, 1997, 42(1), 103—127.
- [19] Healy, P., K. Palepu, and R. Ruback, "Does Corporate Performance Improve after Mergers?", *Journal of Financial Economics*, 1992, 31(2), 135—175.
- [20] Hitt, M., R. Harrison, D. Ireland and A. Best, "Attributes of Successful and Unsuccessful Acquisitions of U. S. Firms", *British Journal of Management*, 1998, 9(2), 91—114.
- [21] Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover", *American Economic Review*, 1986, 76(3), 323—329.
- [22] Jensen, M., and R. Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 1983, 11(1—4), 5—50.
- [23] Kusewitt, J., "An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance", *Strategic Management Journal*, 1985, 6(2), 151—169.
- [24] 李增权、余谦、王晓坤, "掏空、支持与并购重组", 《经济研究》, 2005年第1期, 第95—106页。
- [25] 李善民、陈玉罡, "上市公司并购绩效及其影响因素研究", 《世界经济》, 2004年第9期, 第23—42页。
- [26] 骆祚炎, "上市公司并购有效性评价方法研究", 《财经研究》, 2003年第10期, 第30—33页。
- [27] Lubatkin, M., "A market model analysis of diversification strategies and administrative experience on the performance of merging firms", Unpublished Doctoral Dissertation, University of Tennessee, 1982.

- [28] Mork R., A. Shleifer, and R. Vishny, "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions", *Journal of Finance*, 1990, 45(1), 31—48.
- [29] 潘瑾、陈宏民, "上市公司并购绩效及风险的实证研究", 《财经科学》, 2005年第7期, 第45—53页。
- [30] Porrini, P., "Can a Previous Alliance Between an Acquirer and a Target Affect Acquisition Performance", *Journal of Management*, 2004, 30(4), 545—562.
- [31] Ravenscraft, K., and H. Scherer, "The Profitability of Mergers", *International Journal of Industrial Organization*, 1989, 7(1), 101—117.
- [32] 檀向球, "沪市上市公司资产重组绩效实证研究", 《中国证券报》, 1998年9月28日。
- [33] 吴世农, "中国证券市场效率分析", 《经济研究》, 1996年第4期, 第54—62页。
- [34] 王旭国, "上市公司并购绩效的实证分析及其制度阐释", 《特区经济》, 2004年第11期, 第60—62页。
- [35] 严武、谢海东, "上市公司收购绩效分析:模型与实证研究", 《商业研究》, 2004年第288期, 第45—49页。
- [36] 张新, "并购重组是否创造价值?——中国证券市场的理论与实证研究", 《经济研究》, 2003年第6期, 第1—10页。
- [37] 朱乾宇, "我国上市公司并购价值的多元回归分析", 《中南民族大学学报》, 2002年第3期, 第34—39页。

What do Frequent Mergers and Acquisitions Mean? —Evidence from Chinese Listed Companies

LIYAN HAN QINGYONG CHEN
(Beihang University)

Abstract This article investigates the relationship between M&A performance and M&A frequency in Chinese listed companies, and finds that there is a robust inverse "U" curve. We also find there isn't significant relationship between the salary of the management and the performance of M&A. After M&A, although firm performance doesn't increase significantly, the salary of the management increases significantly.

JEL Classification G300, G340, M200