

并购绩效主要评价方法简评

朱华兵

(义乌工商学院 浙江义乌 322000)

【摘要】 本文在比较现阶段并购绩效评价方法的基础上,针对我国上市公司估值误差较大、会计信息失真较严重等问题,认为要准确地评价我国企业并购的绩效,必须调整研究的角度,考虑各种方法的适用性并加以创新发展。

【关键词】 并购绩效评价 事件法 长期绩效法

伴随着企业并购理论和实践的发展,并购绩效评价的方法也越来越多。目前,企业并购绩效评价的常用方法主要是四种,即事件法、长期绩效法、诊断法和调查法。面对我国企业并购的发展,如何结合企业的特点进行并购绩效研究至关重要。本文拟对并购绩效评价的几种方法作个比较。

一、并购绩效评价方法及应用

1. 事件法及应用。 并购绩效评价事件法又称股票价值法、股市价值法或股票评价法。事件法可以追溯到20世纪30年代,现今它已成为并购绩效评价的主流方法。这一方法基于有效市场理论的假设之上,通过考察某个事件在交易公告的窗口期所产生的超常收益来衡量该事件的影响,通过分析并购宣布前后股票价格的变化来评价并购的绩效。它的计算分四个步骤,即通过考察并购公告发布前后的股价,计算正常收益、超常收益、平均超常收益、累积平均超常收益。运用事件法的关键是对事件期的确定,不同的研究采取了不同的事件研究期间,从事件前后各1天到事件前后各60天不一。较长的事件期因覆盖事件的概率较大而具有较强的说服力,但难以保证事件期的“清洁”,即会受到其他因素的干扰。

2. 长期绩效法及应用。 由于事件法依赖有效市场理论的假设,而我国资本市场是否有效尚有争议,因此学者们更多地采取了并购前后公司长期业绩比较的研究方法,即长期绩效法。该方法所使用的财务指标主要有收入、利润、每股收益、销售收益率、资产收益率、净资产收益率等。该方法虽不依赖于有效市场假设,但却依赖于上市公司的会计报告质量。该方法支持者认为尽管我国会计利润指标经常会受到操纵,但上市公司的报表盈余数字仍然具有很强的说服力,任何利润操纵手段只能操纵暂时的会计指标,就长期而言,并购事件的实质性影响最终都会反映到会计报表之中来。

目前,国内应用长期绩效法进行并购绩效研究主要集中在并购动因、绩效以及两者之间的关系方面,各种研究文献可以简单分为四个类型。

(1)利用因子分析进行的实证研究。国内在进行指标因子分析时所选取的指标大同小异,主要考察获利能力指标和现金流回报指标。因为因子的选择不尽相同,所以具体的研究方

法各异,得出结论的差别也较大。

(2)不同并购类型、方式对并购绩效的影响。对此问题国内学者利用会计指标从关联关系、控制权转让、并购类型、行业成长性、并购策略等方面进行了研究,得出的结论依然不尽相同。以横向并购为例,冯根福等(2001,2002)、方芳和闫晓彤(2002)的研究都支持理论上混合并购的效率是相对低下的这一结论;而雷辉等(2007)、程小伟等(2007)认为横向并购并没有给公司财务带来明显的改善。

(3)不同股权结构对并购绩效的影响。我国上市公司股权结构比较特殊,主要表现为流通股与非流通股并存(股权分置时期及股改后大小非未解禁期间),即便在全流通后法人股和国家股仍然占有很大比重。理论研究几乎一致认为,公司绩效与国有股负相关,即政府干预型的并购活动不能从根本上解决企业的长远发展问题。但随着股权分置改革的完成,上市公司的大小非将陆续解禁,上市公司的股权结构将发生根本性的改变,因而这一课题的研究必将出现新的变化。

(4)不同企业类型对并购绩效的影响。随着研究的深入,学者们针对不同类型企业的并购绩效进行了研究,涉及我国企业跨国并购、制造业上市公司并购、机械类企业并购和私营企业并购等等。这些研究的思路和角度比较开阔,但在研究方法上仍然采用因子分析等长期绩效法。

3. 其他方法及应用。

(1)调查法。理论上而言,若并购目标合理且所设定的目标实现,并购就应被认为是成功的。因此,参与并购的管理人员对并购的评价最能说明问题,由此产生了调查法。这种方法通过向涉及并购的企业主管发放标准化的调查问卷,然后对调查结果进行汇总和分析,旨在获取可以推广的结论。调查法在国内尚未发现公开的研究成果。

(2)诊断法。事件法和长期绩效法都是大样本的实证分析,容易忽略个别因素对并购绩效的影响,并且难以处理一些不易量化的数据,比如研究中涉及的管理风格、激励制度、治理结构等因素。由于有上述缺陷,因而适用于小样本深度分析的诊断法得以发展。诊断法通常是指对基于观察而不是调查所得的小样本事件进行深度分析的方法,其数据的获取可

能是对公开信息(如文件、分析报告等)和公司内部文件(如规划、备忘录、电子邮件、内部管理报告等)的手工整理,也可能来自对决策者(经理、投资人、交易中介等)的访谈。诊断法对财务数据的全面性要求较高,所以在我国的应用较少。

(3)综合运用和创新的方法。鉴于上述评价方法各有优点和不足,很多学者选择多种方法综合运用来评价公司的并购绩效,如采用事件法的同时也运用财务指标因子分析法进行对比分析,并辅之以诊断调查的方法进行研究。随着研究的深入,各种评价方法也得到了发展创新,例如,很多学者利用突变级数法、数据网络分析模型(DEA)、经济增加值(EVA)进行评价,这些方法突破和发展了原有的评价方法。

二、并购绩效评价方法比较

就方法论而言,我国现阶段并购绩效评价大多借鉴西方的研究方法,且以事件法和长期绩效法为主。事实上,各种方法都各有其适用环境,必须结合实际情况灵活运用。虽然国外已有文献对各种方法的优、缺点做了阐述,但就其在我国的应用而言,还必须结合我国的资本市场等具体环境进行分析,以选择适合我国企业特点的并购绩效评价方法。

1. 事件法的优点和不足。事件法的主要优点在于过程简单、数据公开、线索清晰,具有理论基础,并有效地排除了无关因素。但事件法有一个前提,即有效市场假设,它假设市场的参与者可以迅速而准确地计算出并购的现金流量影响,即证券市场有效,股价的变动能够完全反映企业的实际价值。毋庸置疑,我国股市信息的完整性、分布均匀性和时效性与发达国家仍存在着较大的差距,资本市场内幕交易和二级市场股价操纵严重,截至目前仍有大量非流通股存在,因此通过股价的变化来衡量股东财富变化和并购绩效并不科学。

2. 长期绩效法的优点和不足。长期绩效法在国内应用得较多,其优点是利用公开可获取的数据,便于计算也易于理解。虽然我国利用长期绩效法已得出了许多有益的结论,但研究中还有诸多不足之处,主要表现在以下几个方面:

(1)对经营业绩的考察不具全面性。首先,国内许多研究采用的指标过于简单,没有采用多指标的综合评价方法。其次,公司并购应该是一种长期经济活动,Denis和Kruse曾指出目标企业在开始的1~3年内业绩会显著下滑。而国内的研究多数只关注重组当年公司业绩的变化,却忽视了重组以后年度的业绩考察。事实上,我国许多公司出于“保壳”或者“借壳”上市的目的,关联交易可以在短期内迅速提高公司绩效,但这种账面绩效掩盖了真实的价值创造能力。而且对于战略因素推动的并购交易而言,起初并购成本(特别处理费用或裁员补贴等整合成本)需要在更长的时间内才能确定。

(2)所选样本缺乏可比性。我国的研究多选择过去几年内发生的并购事件作为研究对象,但是随着证券市场、宏观经济政策和法律环境的不断变化,不同时期的并购活动及其绩效必然会有不同的特征,如果把这种缺乏可比性的样本放在一起研究,其结果往往不具有足够的说服力。

(3)财务指标的局限性。首先,绝大多数的公开财务数据都是累加值,难以独立区分单个规模较小事件的影响。其次,

长期绩效法对利润操纵(盈余管理)带来的财务数据的失真考虑不足,在财务指标的选择上存在着偏好,会影响研究结果的真实性和可比性。

(4)对比基准存在不足。长期绩效法没有选择控制组对照并购组的相对绩效,例如当用同行业的非并购样本作为基准时,构造一个可靠的绩效对比基准是相当困难的。

3. 其他方法的优点和不足。诊断法不是对大样本分析方法的替代,而是对并购经验的总结。其优势在于对并购成败的因素有更加缜密的理解、全面的分析;其缺点是样本小、涉及面较窄,以致结论难以推广,可能存在研究误差。调查法着眼于影响并购绩效因素的复杂性,并可以深入考察不为股票市场所知的价值创造因素,但调查问卷的设计往往会对调查的结果产生影响,而调查人员对被调查者答案的理解也会存在偏差,从而影响调查的结果。

三、结论

从研究方法的角度来看,我国现阶段并购绩效评价大多借鉴西方的研究方法,以事件法和长期绩效法为主,辅之以诊断法、EVA评价方法等。事实上,这些方法各有优点和不足,并购绩效评价方法的发展说明,没有哪一种方法可以解决所有的问题,但可能特定方法在特定背景下具有适用性,对于多种方法综合运用、相互印证可能会有较好的效果,而且方法的创新必然会推动研究的发展。

就研究结论而言,由于研究角度的偏差,加上影响企业并购的因素复杂且难以获得基本一致的样本,因而导致我国并购绩效研究结论差别较大。另外,我国上市公司市场价值估计误差较大,会计信息失真现象严重,都在一定程度上导致绩效评价研究结论出现差异。而国外的实证研究尽管采用的方法、指标、样本不一致,但都得出了一个相似的结论,即被收购方股东总是并购活动的绝对赢家,不同的仅是收益的多少而已。抛开方法论因素,导致这种结果的根本原因在于我国的并购绩效评价没有从根本上考察并购发生的制度基础和历史原因,即转型经济和改制上市模式对并购行为的根本性影响。由于研究角度的限制,已有的研究往往只能反映并购结果,而无法得出可比性的结论和有价值的建议,从而导致许多文献单纯陷入了方法论争论。也许并购绩效评价理论的发展,会促使学者们调整研究角度和对深层问题、新问题进行探索,促使并购绩效评价研究上一个新台阶。

主要参考文献

1. 陈信元,张田余.资产重组的市场反应——1997年沪市资产重组实证研究.经济研究,1999;9
2. 陈健,席酉民,郭菊娥.中国上市公司横向关联方并购绩效的实证研究.经济管理,2005;7
3. 方芳,闫晓彤.中国上市公司并购绩效与思考.经济理论与经济管理,2002;8
4. 雷辉,胡发基,郝艳艳,SIT小组.上市公司不同并购类型风险与绩效的实证研究.财经理论与实践,2007;2
5. 程小伟,吴家舵.上市公司横向并购及其实证研究.上海经济研究,2007;7