我国企业对外并购现状与市场绩效检验

廉 思 钱谱丰

(中国人民大学 北京 100872)

【摘要】本文对我国企业对外并购的现状进行了分析,运用实证方法对我国企业对外并购的市场绩效进行了检验。结果发现,我国企业的对外并购行为为上市公司的股东创造了财富,市场绩效的检验结果给出了积极的信号。现阶段,我国企业的对外并购行为是值得肯定的,应从政策环境建设和公司内部治理机制完善两方面入手制定鼓励和引导措施。

【关键词】对外并购 市场绩效 检验

兼并和收购通常被统称为"并购",泛指在市场机制作用下,企业为了获得其他企业的资产或控制权而进行的产权交易活动。当这种产权交易跨越国界的限制,涉及来自两个或者两个以上的国家或地区主体的时候,便成为跨国并购。由于我国历来在称谓习惯以及统计口径上将港澳台地区视为境外地区,因此,本文所指的我国企业对外并购(而不采用"跨国并购"这一提法),是指我国大陆的企业对国外和港澳台地区企业资产或权益的并购,不包括港澳台地区企业对其他国家和地区企业的并购行为,这也是商务部对外直接投资的统计口径标准。

一、我国企业对外并购的现状

1. 我国企业对外并购发展的总体趋势。从国际趋势上看,国际直接投资中并购所占的比重日益提高,近十年来平均达到60%以上。这种并购比重上升的趋势在我国也得到了体现。根据商务部2007年2月对外直接投资统计简报,我国对外直接投资(FDI)流量数据(除个别年份外)的总体变化趋势是:2000年以前处于缓慢上升的状态,2000年以后增长幅度明显加大。2006年我国非金融类对外直接投资161.3亿美元,同比增长31.6%,而对外并购额基本与FDI的发展趋势相似,并且占FDI流量的比重也处于上升的状态。

2. 我国对外直接投资与对外并购的地区与行业分布。根据商务部2006年9月公布的对外投资统计公报的数据:①我国对外直接投资的覆盖范围较广,亚洲、非洲、欧洲、北美的覆盖率都达到了75%以上。可以说,我国企业的对外投资已遍布世界各地。②从存量投向位于前十名的国家和地区分布看,多为发达国家或新兴工业化国家和地区,真正意义上的发展中国家较少。2005年我国对外直接投资存量分布位于前十名的分别是香港、开曼群岛、英属维尔京群岛、韩国、美国、澳门、澳大利亚、俄罗斯联邦、苏丹和百慕大群岛。③从我国对外直接投资行业分布来看,商务服务业占了很大比重(40.3%),而制造业、批发零售业和采矿业也占有相当大的比重。

3. 我国对外直接投资与对外并购的发展潜力。2005年我国对外直接投资分别相当于全球对外直接投资流量、存量的1.68%和0.59%。作为一个国民生产总值(GDP)总量世界第五的经济体,我国的对外直接投资在世界上的地位与我国的经济发展状况并不相符,还有相当大的发展潜力。

具体到对外并购领域,根据UNCTAD2005年的数据,考虑到我国是人口众多的发展中国家,对外并购额度尚不足以与发达国家相抗衡,那么我国对外投资方面的落后似乎可以理解。但是,根据波士顿最新的一份咨询报告显示,在对世界上13个快速发展的经济体(RED)对外并购领域的调查中发现,我国的GDP总量占这13个国家经济总量的29.4%,而对外并购数量仅占10.6%,不仅落后于同样人口众多的邻国印度,而且落后于南非、马来西亚两国。

二、我国企业对外并购的市场绩效检验

1. 研究方法的选择。在本文的研究中,拟采用事件研究法对并购的市场绩效进行检验。这种方法主要针对上市公司,选择并购消息发布日前后若干天作为窗口期,并同时选择消息发布日前的一段时间作为估计期,通过估计期股票收益率与市场收益率的统计回归方程,估计出窗口期股票的正常收益率,用窗口期的实际收益率减去正常收益率,得出该股票的超额收益率,并通过超额收益率的累加,计算出某段时间的累积超额收益率。如果样本公司有多家,还可计算出平均超额收益率和平均累积超额收益率。这种研究可以叫做"市场绩效研究"或者"财富效应研究"。采用事件研究法的原因是,我国企业的对外并购主要发生在近几年,并购后通常有1~2年的整合期,我国的对外并购企业普遍还处于整合期内,事件研究法具有前瞻性(从理论上讲,公司的股票价值是未来现金流量的现值),适合用来对近年来的对外并购事件进行市场绩效判断。

2. 研究样本的获得。本文共收集2001~2006年间涉及我国A股上市公司的对外并购事件29起,其中沪市11起,深市18起。对这些样本有四点说明:①在这6年内参与对外并购的企业还有很多,涉及到在香港联交所、香港创业板等市场上市的我国企业和大量未上市的企业。由于人力和获得数据的渠道有限,笔者无法收集到更加全面的数据,而我国A股市场的数

据较为容易获得，将其作为对外并购企业的代表也具有较强的示范意义。②由于资源类企业的对外并购行为常常带有国家战略色彩，为了仅仅从经济角度考察问题，本文的样本数据没有将资源类企业的对外并购事件包括在内，所获得的样本从广义上讲基本上是制造类企业。③部分样本公司的名称发生过变更，本文以其发生时的名称为准。④由于我国企业的对外并购处于初级发展阶段，加上缺乏国内A股市场以外的相关数据，使得本文的样本不够多。不过根据国内并购绩效问题研究的经验，最初的较小样本研究与后来的较大样本研究，其结论的基本面完全一致 。

3. 数据处理的程序与原理。S.J.Brown和J.B.Warner（1985）所创立的标准事件研究法，堪称运用每日股价收益来衡量并购事件的宣布对参与方财富效应的典范。本文将依照标准事件研究法建立单因素市场模型。模型如下：

$$R_{i,t}=\alpha_i+\beta_i R_{m,t}+\varepsilon_{i,t}$$

公式中，$R_{i,t}$代表样本i在t天内的收益率，用该股票在t天内的涨幅来表示；$R_{m,t}$代表t天市场的综合收益率，如果该股票在上海证券交易所上市，则用上证综合指数在t天内的涨幅来表示，如果该股票在深圳证券交易所上市，则用深圳成份股指数的涨幅来表示；$\varepsilon_{i,t}$是残差项；α_i和β_i分别是运用最小二乘法估计的回归方程的截距和斜率。

采用此模型的原因是，从国内外的研究结果看，尽管存在对资本资产定价模型（CAPM）的种种质疑，但大多数研究都在一定程度上肯定了风险因子β对股票收益的解释能力。这就为我们应用CAPM来估计股权成本提供了依据。综合来看，在股权成本的估算中采用CAPM有以下优点：CAPM简单易懂、理念清楚、操作方便；从成本收益的角度来看，已有的研究表明，即使考虑到市场组合收益率之外的因素，对于估计结果的精度改进不大，而考虑的因素太多会造成计算过程的复杂化，在计算过程中出现误差的可能性也加大；国内外学者在研究股权成本时，大多采用CAPM，在研究中采用CAPM估算股权成本，可以使得研究结论与已有的诸多研究有一个一致的讨论基础，从而便于比较借鉴。而对于多因素模型来说，由于不同研究采用的因素不同，导致在理论上难以对比分析。因此，采用单因素的市场模型虽不是理论上的最优选择，却是在现有条件下较为合理的选择。

后续的数据处理过程与检验方法如下：

（1）事件定义为对外并购事件的发生，事件发生日定义为时间0（事件发生日即公告日），事件考察期（窗口期）为（-20，20），即事件发生前后20个交易日。根据事件研究法的要求和通用技术，正常收益率的估计期一般超过100天，且不与窗口期重合，故本文确定正常收益率的估计期为（-150，-20）。

（2）计算每个样本在（-150，20）区间内每日的实际收益率。第i个样本在t日的实际收益率定义为：

$$R_{i,t}=\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}-1$$

其中，t表示时间；$P_{i,t}$和$P_{i,t-1}$分别表示第i个样本在第 t 和t-1日的收盘价，i=1，…，n。

（3）计算正常收益率$R'_{i,t}$。将大盘指数按照前一步骤作相同处理，得出市场收益率$R_{m,t}$。利用SPSS软件将（-150，-20）区间内的$R_{i,t}$和$R_{m,t}$按照单因素市场模型进行回归，确定每个样本的参数并进行检验。将（-20，20）区间内$R_{m,t}$代入每只股票的估计方程，从而计算出窗口期的正常收益率$R'_{i,t}$。

（4）计算每个样本在（-20，20）区间内每日的超额收益率。第i个样本在第t日的超额收益率为：$AR_{i,t}=R_{i,t}-R'_{i,t}$。

（5）计算每个样本在（-20，20）区间内每日的累积超额收益率。第i个样本在第t日的累积超额收益率为：

$$CAR_{i,t}=\sum_{-20}^{t}AR_{i,t}$$

（6）计算所有样本在（-20，20）区间内每日的平均超额收益率，即每日所有的样本超额收益率的算术平均值。第t日的平均超额收益率AAR_t为：

$$AAR_t=\frac{\sum_{i=1}^{n}AR_{i,t}}{n}$$

（7）计算所有样本在（-20，20）区间内每日的平均累积超额收益率。

$$CAAR_t=\sum_{-20}^{t}AAR_t$$

AAR与CAAR表示事件对所有样本的平均影响，而CAAR相比较而言是更具有综合性的指标。

为了判断上面计算出来的AAR_t与$CAAR_t$是否由股价随机波动引起的，本文还将对其作统计显著性检验。如果检验结果显著，则表明窗口期的股价变动不是由随机因素产生的，事件对股价有显著影响。因此，要对是否显著异于0进行统计检验，假设：H_0：$AAR_t=0$；$CAAR_t=0$；H_1：$AAR_t\neq0$；$CAAR_t\neq0$。其检验统计量为：

$$t_{AAR}=\frac{AAR_t}{S(AAR_t)/\sqrt{n}}$$

其中，$S^2(AAR_t)=\frac{1}{n-1}\sum_{i=1}^{n}(AR_{i,t}-AAR_t)^2$

$$t_{CAAR}=\frac{CAAR_t}{S(CAAR_t)/\sqrt{n}}$$

其中，$S^2(CAAR_t)=\frac{1}{n-1}\sum_{i=1}^{n}(CAAR_{i,t}-CAAR_t)^2$

在以上两个公式中，t=-20，…，0，…，20。根据上述假设，如果事件发生对股价有显著影响，即股东获得了明显不为0的超额收益，则上述假设将通过给定显著性水平的t检验。

4. 结果输出。运用统计软件根据上述原理对数据进行处理，最后给出所有样本在（-20，20）区间内每日的AAR_t和所有样本在（-20，20）区间内每日的$CAAR_t$。其他计算量过大，限于篇幅，本文不再一一列示。

从窗口期AAR与CAAR及各自t统计量的计算结果可以看出，在样本总体的AAR方面，在41个事件窗口期中，有29天平均超额收益率为正，12天为负，平均超额收益率为正的天数远多于为负的天数，说明样本总体在窗口期的平均超额收益率应为正。在平均超额收益率为正的29天里，-7日、-5日、5日、10日的平均超额收益率分别为0.004 728、0.004 332、0.005 678、

0.004 311,且通过了显著性水平为10%的t检验;-19日、-10日的平均超额收益率分别为0.008 25、0.009 251,且通过了显著性水平为5%的t检验。在平均超额收益率为负的12天里,其均未通过t检验。统计结果说明,在样本公司宣布对外并购的事件窗口期(t=-19,-10,-7,-5,5,10)里,存在显著为正的平均超额收益率。在样本总体的CAAR方面,在41个事件窗口期中,平均累积超额收益率均为正,且有40天的平均累积超额收益率分别通过了显著性水平为1%、5%、10%的t检验。统计结果显示,样本总体在(-20,20)区间内的平均累积超额收益率为5.71%。

三、结论与建议

1. 从总体上看,国外针对跨国并购绩效的研究中,结论不尽相同,这可能与其研究样本不同有关,他们认为,被并购企业和并购企业可能获得正的或负的财富效应。国内市场的并购重组绩效研究,特别是在事件研究法下,普遍得出目标企业受益、收购企业受损的结论。

2. 我国的对外直接投资流量一直呈上升趋势,并有加速上升的迹象,对外并购正在成为我国企业对外直接投资的主要方式。对外投资与并购的投向地区分布越来越广泛,发达国家及新兴工业化国家和地区成为投资的重点。而从行业分布来看,对商务服务业投资占对外投资流量比重较大。我国的对外投资与对外并购不仅在国际上地位不高,而且在发展中国家中也没有取得领先地位。

3. 运用事件研究法对涉及我国A股市场上市公司的对外并购活动进行了实证检验。从结果输出上看,样本总体在窗口期内有着显著为正的平均超额收益率和平均累积超额收益率,国内A股市场的上市公司对外并购从整体上给股东带来了正的超额收益率。从并购公告的前20天到后20天,41天内样本公司的股东总体上获得了5.71%的累积超额收益。这说明企业(不含资源类企业)的对外并购行为确实为上市公司的股东创造了正的财富效应。一方面,由于企业的市场价值从理论上讲是未来现金流量的现值,因此,超额收益率为正意味着并购行为使得企业未来现金流量增加。另一方面,我国证券市场上的投资者对企业参与跨国并购的行为是认同的。由于相信企业能够通过对外并购行为获取市场、技术等相关资源,经过一定时间的整合,可以提升企业的经营业绩,为投资者创造更大的价值,因此,在企业宣布对外并购的消息后,投资者会积极买入公司股票,从而产生了积极的财富效应。

4. 这种并购方取得的正的超额收益与国外的部分研究结论相符,但与众多针对我国国内市场的并购研究结果并不一致。对此,一个可能的解释是:由于一项并购交易是否创造价值在很大程度上取决于其交易的动因,因此,并购动因的不同造成了我国企业的对外并购优于国内市场的并购。具体来讲,国内市场的财务报表式重组非常普遍,并购行为并未使得企业未来的经营状况有所改善,而企业对外并购多以建立品牌和销售渠道、学习先进技术为目的,是实质性的资产重组,其并购是企业未来发展的需要。另外,国内市场的并购中有很大一部分是由地方政府主导的,地方政府出于其利益的考虑往往会力促本地的优秀企业对本地落后或有问题的企业进行并购重组,许多情况下造成了并购方的利益受损。而对外并购由于目标方是国外企业,不会存在这种被迫兼并落后企业的情况。当然,企业的对外并购也会遇到管理层的盲目扩张等消极因素的影响,但从实证研究的结果看,积极的并购动因可以说是企业对外并购的主导因素。

在以上四个结论的基础上,可以得出对我国企业对外并购现状及未来发展趋势的大致判断:我国现阶段的对外并购特别是制造类相关企业的对外并购从总体上看情况良好,这说明以获取先进技术和拓展销售渠道为目的的并购事件给企业带来了良性发展的机遇,因此应该予以肯定。另外,虽然本文的实证研究并未包含资源类企业,但结合国内资源紧张的现状,笔者认为这类企业的对外并购也是值得肯定的。从宏观层面看,我国企业的对外并购尚未形成规模,还有着巨大的发展空间,因此,出台措施鼓励有条件的企业开展对外并购是一项符合我国国情的选择。当然,鼓励措施不应针对个别企业,而应该以制度建设为主,主要从改善政策环境和公司内部治理机制以及制定对外并购战略入手。

在政策环境方面,坚持在审批程序上提高效率,将能够下放的权利充分下放,企业是否参与对外并购应该由企业根据自身情况进行自主决策,而不应该由政府代为判断。同时,要鼓励和引导企业走出国门,在世界范围内寻找能够提升企业竞争力的并购机会,比如要特别鼓励能够充分发挥我国制造业相对优势和提升关键技术水平的对外并购。这种鼓励可以通过信贷方面的政策优惠等方式来实现。

在公司内部治理机制方面,作为资本市场基础性制度建设组成部分的股权分置改革固然重要,但是对于经理层的管理和控制来说,则更需要加强独立董事的作用。这对于抑制经理层的不良扩张动机是相当有效的,不仅适用于国内并购,在对外并购中同样适用。

制定对外并购战略。战略性并购是指将并购行为作为企业实现其战略的措施的有机组成部分。在这种情况下,企业并购的目的是通过并购来完成或者强化企业的核心竞争力。为应对日趋激烈的国际竞争,一个企业必须具有核心竞争力。这些核心竞争力,无论是对发挥企业的静态优势即在某个特定时点上企业获得收入的资源和能力,还是对加强企业的动态优势即随着时间推移企业维持和增加其产生收入的资源的能力,都是至关重要的。

我国企业往往制造加工能力强,而处于价值链上游的研究开发、核心部件制造以及下游的营销和售后服务环节薄弱。我国有实力的企业要在发掘自身核心竞争力的同时,充分利用国外的优质资源,坚持"走出去"战略,在更大范围、更广领域和更高层次上参与国际经济技术合作与竞争,把对外并购作为一项战略性举措来考量和实施。

主要参考文献

1. 任淮秀.兼并与收购.北京:中国人民大学出版社,2004

2. 任淮秀.国际投资学.北京:中国人民大学出版社,2005

3. 史建三.跨国并购论.上海:立信会计出版社,1999