

上市公司并购绩效差量分析模型及应用

李志学(教授) 彭 艳

(西安石油大学经济管理学院 西安 710065)

【摘要】 本文提出了上市公司并购绩效评价的差量分析模型,并以我国2004年发生的以买方为上市公司且控制权发生转移的股权类交易为样本进行统计分析。

【关键词】 并购 并购绩效 绩效评价 差量分析

并购作为调整产业结构、企业结构和产品结构的重要途径之一,越来越受到企业的重视。西方有关公司并购的研究也已经形成了一个独特的研究领域,并形成了有关并购绩效的多种评价方法。我国对并购绩效评价的研究起步较晚,加之我国的市场经济环境比较特殊,简单借用西方已有的绩效评价方法并不适合我国国情,因此研究适合我国企业实际的并购绩效评价方法是十分必要的。

一、并购绩效差量分析模型的理论依据

该模型的建立主要考虑到现有并购绩效评价方法的特点以及我国目前的实际情况,将经营业绩对比研究法和因子分析法结合在一起使用,结合了两种方法的优点,弥补了各自的不足。

本文所建立的并购绩效差量分析模型以公司公开的财务会计报表和财务数据指标为依据,分别从盈利能力、偿债能力、营运能力和成长能力这四个方选取反映企业资产经营管理能力的指标。考虑到不同资产规模公司绩效的可比性,笔者对各指标进行无量纲化处理,使不同公司间业绩具有可比性;并对每个指标赋予权重,把赋予权重后的指标值相加,得到每个上市公司并购前后各个年度公司绩效的综合得分。同时,考虑到并购行为发生当年其他因素可能对公司绩效产生影响,所以不考虑并购当年公司的绩效。通过对并购发生前两年与并购发生后两年公司绩效的均值进行比较,我们就可以看出发生并购活动的上市公司的经营状况是否有了实质性的改变。

二、并购绩效差量分析模型的建立

1. 笔者分别从盈利能力、偿债能力、营运能力和成长能力这四个方选取反映企业资产管理能力的指标,目标的选取以财政部等四部委联合颁布实施的国有资本金绩效评价体系中规定的基本财务指标为依据,结合CSMAR数据库中提供的指标,共选取八项指标。同时,根据各个指标对公司资产经营管理能力的反映程度赋予相应权重,权重的确定以财政部等四部委联合颁布实施的国有资本金绩效评价体系中规定的基本指标权数的设置为标准,具体的指标选择和权重分配如表1所示。

表1 公司绩效评价指标及权重分配表

指标设置	指标代码(X _j)	权重
盈利能力	总资产净利润率	X1 30%
	资产报酬率	X2 12%
偿债能力	资产负债率	X3 12%
	利息保障倍数	X4 10%
营运能力	流动资产周转率	X5 9%
	总资产周转率	X6 9%
发展能力	资本积累率	X7 9%
	净利润增长率	X8 9%

2. 计算各公司并购发生前后各两年的八项经营业绩指标,并分别对这八项指标进行无量纲化处理,具体处理方法如下式所示:

$$Y_{ij} = \frac{(X_{ij} - EX_j)}{\sqrt{DX_j}}$$

其中: $EX_j = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_{ij}$; $DX_j = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (X_{ij} - EX_j)^2$; X_{ij} 为第i个样本公司的第j项指标值; n为样本公司的总数; Y_{ij} 表示无量纲化处理后的第i个样本公司的第j项指标值。

3. 对各个公司处理后的指标值分别乘以对应权重,得出各公司并购前后共四年的绩效值,具体处理方法为:

$$W_{iK} = 0.3X_{i1} + 0.12X_{i2} + 0.12X_{i3} + 0.1X_{i4} + 0.09X_{i5} + 0.09X_{i6} + 0.09X_{i7} + 0.09X_{i8}$$

其中: W_{iK} 为第i个样本公司第K年的绩效值; 在本文中K分别取2002、2003、2004、2005、2006。

4. 计算各样本公司的长、短期并购绩效,其计算方法如下:

$$R_i = W_{i2005} - W_{i2003}$$

$$Z_i = \frac{(W_{i2005} + W_{i2006})}{2} - \frac{(W_{i2002} + W_{i2003})}{2}$$

其中: R_i 为各个样本公司的短期并购绩效; Z_i 为各个样本公司的长期并购绩效。

三、并购绩效差量分析模型的特点

并购绩效差量分析模型融合了经营业绩对比研究法和因

子分析法,同时又具有自己的特点,其优点主要表现为:①以公司公布的财务报告为基础,使用的数据容易取得也很好理解,可以选取较长的时间跨度来研究公司并购后绩效的变化;②从多角度选取反映公司资产经营管理能力的多项财务指标,有利于全面分析公司并购绩效;③对各项指标进行无量纲化处理,使不同公司间的绩效具有可比性;④根据各指标对公司资产经营管理能力的反映程度赋予相应权重,使得绩效评价更具客观性。

但并购绩效增量分析模型也存在不足之处:①财务数据主要是基于历史数据,常常忽略了现在的市场价值,其代表的经济意义可能不准确;②指标的选择和权重的确定以财政部等四部委联合颁布实施的国有资本金绩效评价体系中规定的基本指标权数的设置和评分方法为标准,没有考虑修正指标和评议指标,对公司并购绩效的评价不够全面。

四、上市公司并购绩效增量分析模型的应用

1. 样本选取。本文以2004年发生的1 541笔并购交易中控制权发生转移的302笔股权类交易为研究对象,同时考虑到上市公司作为并购事件中的收购方和目标公司存在着较大差异,我们从中选取以买方为上市公司且控制权发生转移的191笔交易为样本进行研究。

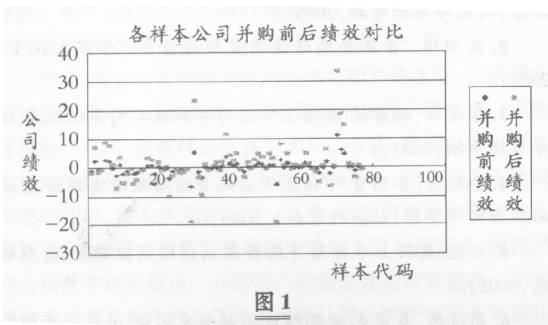
在评价企业并购绩效时,为有效考察企业并购前后的绩效变化,保证研究质量,指标的评价必须考虑一定的时间跨度,因此我们采用2002~2005年四年的数据进行研究。

在以中国企业兼并重组研究中心对2004年企业并购的统计为依据的基础上,本文对样本进行了进一步的筛选,选取的具体原则如下:①并购交易额大于1 000万元;②样本中上市公司在考察期(2002,2006)内的财务数据可获得;③对财务数据明显造假的上市公司予以剔除(比如银广夏);④不考虑国有资产在国有企业之间的无偿划拨、企业与个人之间的转让、行政划转、关联方交易。

按照以上原则,我们共得到78笔符合条件的并购交易为样本进行研究。

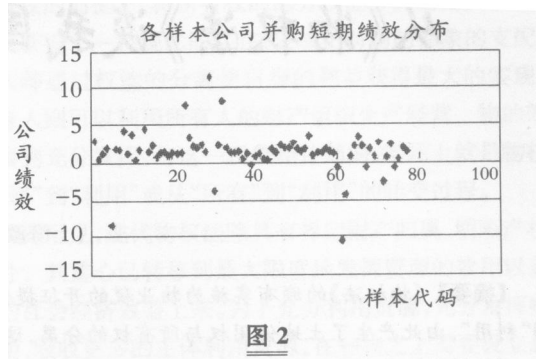
2. 并购绩效增量分析模型的应用。

(1)样本公司并购整体绩效分析。从图1的分布可以看出,样本公司并购前业绩为正的,并购后业绩都有所提高;样本公司并购前业绩为负的,并购后业绩都有所下降。可见,并购提高了绩优公司的业绩,但并没有改善绩差公司的经营状况。

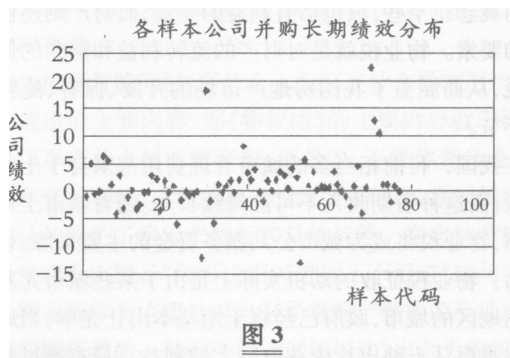


(2)各样本公司并购短期绩效分析。由图2短期绩效的散

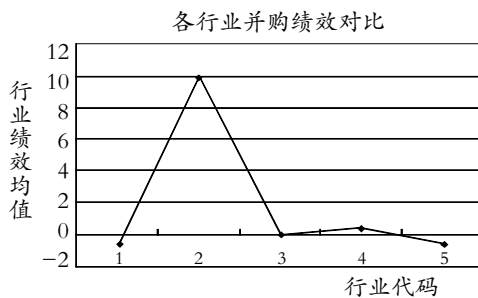
点图分布可以看出,与并购前一年相比,在并购后一年内,81.8%的样本公司的绩效都有了明显改善。说明从短期内看,并购活动明显提高了公司的经营业绩。



(3)各样本公司并购长期绩效分析。由图3长期绩效的散点图分布可以看出,与并购前两年公司的平均绩效相比,只有55.8%的样本公司绩效得到改善,绩效的改善率明显低于短期绩效改善率,这说明从较长的时期来看,只有大约一半公司的绩效因并购活动得到了改善。



(4)不同行业样本公司并购长期绩效分析。根据各样本公司所处行业不同,分别研究各行业的整体并购绩效。剔除当年发生且案例少于6起的行业,共得到五个行业:制造业(C),电力、蒸汽及水的生产和供应业(D),批发及零售贸易业(H),房地产(J)和综合类(M)。结果如图4所示:各行业间并购绩效差异很大,批发及零售贸易业的行业绩效均值都为正,其中批发及零售贸易业的行业绩效均值达到了9.97,远高于其他行业;而其他三个行业长期绩效均值都为负数。



五、结论及启示

1. 从并购绩效的整体评价结果可以看出,并购提高了绩

从《物权法》谈我国开征物业税的法律基础

孙放

(上海政法学院 上海 201701)

【摘要】《物权法》的颁布实施为物业税的开征提供了前提条件。本文认为,《物权法》的立法重心从强调“所有”转为强调“利用”,由此产生了土地使用权与所有权的分离,这是开征物业税的法律基础。

【关键词】 物业税 土地出让制度 土地物权

一、物业税的概念与制度设计

物业税又称不动产税,主要针对土地、房屋等不动产,要求其承租人或所有者每年缴付一定税款,所应缴纳的税额会随着不动产市值的升高而提高,属于财产税。所谓财产权,比财产的观念狭窄些,只包括有利益的要素,而财产则还包括非利益的要素。物业税就是对财产的流转利益和财产的保有利益征税,从而涵盖了我国房地产市场的开发、保有、流转三个主要环节。

在我国,目前相当多的城市管理费用都来自于土地交易的收入,而这种短期收入不可能持续长久。随着城市土地的日益萎缩,物业税将成为城市公共服务资金的主要来源。也有观点认为,物业税征收的动机实际上是由于某些城市尤其是一些发达地区的城市,政府已经将土地基本出让完毕,当地政府已经很难再从土地出让中获取巨大的利益,只有通过物业税

的征收才能继续从土地上取得持续的利益。笔者认为,因为城市的土地价值会随城市发展而不断增长,物业税的结构调整功能能够均衡政府土地收入,实现政府的经常性收益。征收物业税后,物业税收入主要用于为本地区提供公共服务,有利于形成“多征税——多提供公共服务——财产增值——税源增加”的良性循环机制,从而使地方政府改变以往那种短视的机会主义行为方式。物业税的创建有利于深化城市经济体制改革,理顺城市资金运营,成为完善社会主义市场经济体制的重要举措。

2007年初国务院发展研究中心物业税改革课题组作了《中国物业税改革第二期研究》报告。报告围绕物业税的税种、税率以及征收对象等方面展开了详细阐述,并给出了有关物业税改革的具体建议,包括:①关于物业税的税种、税率问题。该报告提出,物业税税制应由两个税种组成,即保有环节的房

优公司的业绩,但同时降低了绩差公司的绩效。这种现象正好与人们的预期相反。究其原因可能是由于绩优公司在并购前资产的经营管理能力比较强,发生并购活动后,由于规模效应、协同效应等原因,公司的绩效进一步得到加强。但是绩差公司并购前的资产经营管理能力就比较差,并购活动的规模效应未能改善其经营状况,反而由于并购后企业的整合等方面原因导致公司绩效进一步下降。

2. 从总体上看,样本公司并购当年的业绩不是很好,而并购后一年的绩效与并购当年及并购前一年相比得到了明显改善,但是剔除并购当年公司的绩效,与公司并购前两年的平均绩效相比,并购绩效并未得到显著改善。这可能是由于在并购前一年和并购当年,与并购相关的一些前期准备工作及并购后的整合工作使公司总体的业绩出现下滑现象,所以与并购后一年绩效相比公司绩效得到明显改善。但是,由于并购前两年的绩效均值更能反映公司并购前的实际绩效水平,用其与并购后一年的绩效相比差额不大,表明并购没有明显改善公司绩效。

3. 不同行业间并购绩效差异较大。突出表现为批发及零售贸易业的并购绩效远高于其他行业,还有部分行业的并购

绩效均值为负。这可能是由于不同行业的市场饱和程度不同,从而导致该行业内部竞争水平高于或低于市场平均的竞争水平,企业对这些行业进行并购后的绩效提升就会低于或高于一般行业。这便要求上市公司在进行并购前必须充分考虑行业因素,尽可能选择最有利于企业发展和绩效提高的行业进行并购。

主要参考文献

1. 中国企业并购年鉴编委会. 中国企业并购年鉴(2005). 北京:人民邮电出版社,2005
2. 朱朝华. 企业并购绩效研究现状分析. 学习与探索, 2002;6
3. 张文璋, 顾慧慧. 我国上市公司并购绩效的实证研究. 证券市场导报, 2002;9
4. 李继志, 李明贤. 中国上市公司并购绩效的实证研究. 湖南农业大学学报(社会科学版), 2005;10
5. 刘亮. 我国上市公司并购价值创造的实证研究. 商业研究, 2005;24
6. 高燕燕, 黄国良. 并购绩效问题研究述评. 山东工商学院学报, 2006;2