
中大管理研究

China Management Studies

2009年 第4卷 (4)



经济科学出版社

中大管理研究

CUHK Management Research Review

創刊號 第一輯 第一期

● 中大管理研究 ●

中大管理研究

China Management Studies

第4卷 (4)



经济科学出版社

2009年

图书在版编目(CIP)数据

中大管理研究. 2009年第4卷.4/ 李新春主编.- 北京: 经济科学出版社, 2009.12
ISBN 978-7-5058-8969-9

I .中... II .李... III .企业管理—文集 IV .F270-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第000890号

责任编辑: 文远怀 卢元孝

技术编辑: 潘泽新

中大管理研究(2009年第4卷—4)

李新春 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲28号 邮编: 100142

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

北京汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

787 × 1092 16开 11.5印张 192 000字

2009年12月第1版 2009年12月第1次印刷

ISBN 978-7-5058-8969-9 定价 20.00元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

《中大管理研究》学术委员会

(按姓氏拼音字母排序)

陈工孟	上海交通大学
陈信元	上海财经大学
Michael Firth	香港岭南大学
黄俊英	高雄 中山大学
贾建民	香港中文大学
李维安	南开大学
刘常勇	高雄 中山大学
陆正飞	北京大学
毛蕴诗	广州 中山大学
钱共鸣	香港中文大学
Joachim Schwalbach	柏林洪堡大学
王重鸣	浙江大学
汪寿阳	中国科学院
吴世农	厦门大学
张 华	香港中文大学
赵曙明	南京大学



中大管理研究

2009年 第4卷(4)

主 编 李新春
特邀主编 李善民
副 主 编 (按姓氏拼音字母排序)
陈玉罡 (特邀)
辛 宇 张书军

目 录

- 1 行业机会、政治关联与多元化并购
李善民 赵晶晶 刘 英
- 18 上市公司技术并购绩效研究
胥朝阳 黄 晶 颜金秋 李 倩
- 35 企业生命周期与并购类型关系的实证研究——基于中国上市公司的经验研究
姚益龙 赵 慧 王 亮
- 50 控制权转移、股权制衡与大股东利益侵占——来自上市公司高管变更的经验证据
石水平
- 71 并购管理能力——解释企业并购失败的新视角
谢纪刚 田 飞 任 翹 韩姗姗
- 90 要约收购的风险套利策略——以中国股票市场为例
张金鑫 吴晓伟 段嘉尚
- 105 中石化收购 Addax 石油公司溢价合理性研究
王 震 周 静
- 123 政策不确定条件下外资银行入股中资银行策略研究——基于客户信息甄别的视角
刘 彬 曾 勇
- 143 知识型企业并购定价博弈模型分析
陈 搏 王苏生
- 155 以国际视野看我国经营者集中的实质审查标准
史建三 钱诗宇
- 170 《中国会计学刊》征文启事

CONTENTS

- 1 Industry Opportunities, Political Connection and Diversification by M&A
Li Shanmin Zhao Jingjing Liu Ying
- 18 A Study on Performance of Chinese Listed Companies from Technology-Motivated Acquisition
Xu Chaoyang Huang Jing Yan Jinqiu Li Qian
- 35 An Empirical Research on the Relationship between Corporate Life Cycle and M&A:
Evidence from Chinese Listed Companies
Yao Yilong Zhao Hui Wang Liang
- 50 Control Transfer, Outsider Blockholders and Benefits Expropriation by Large-shareholder:
Evidence from the Top Management Turnover
Shi Shuiping
- 71 M&A Management Capability of Corporate: A New View of the Lost M&A
Xie Jigang Tian Fei Ren Qiao Han Shanshan
- 90 Merger Arbitrage Strategy of Tender Offer: Evidence from China
Zhang Jinxin Wu Xiaowei Duan Jiashang
- 105 The Rationality of Premium on Sinopec's Acquisition of Addax Petroleum Corporation
Wang Zhen Zhou Jing
- 123 The Study on Foreign Banks' Strategic Investment in China's Banks under Policy Uncertainty:
Based on Loan Screening Perspective
Liu Bin Zeng Yong
- 143 Pricing on Knowledge-Based M & A: A Game Model Analysis
Chen Bo Wang Susheng
- 155 Study On Chinese Substantive Examination Standard on Concentration of Undertakings from
an International Perspective
Shi Jiansan Qian Shiyu
- 170 Call for Papers — China Journal of Accounting Research

行业机会、政治关联与多元化并购

李善民 赵晶晶 刘 英^①

摘要：本文考察了我国转轨时期的制度背景，认为我国目前存在的行业机会，以及企业注重建立政治关联会促使企业多元化并购的发生。文章以我国上市公司 2001~2006 年间发生的 399 起多元化并购和 768 起相关并购事件为研究对象，用 Probit 模型进行分析，发现企业原先所处的行业竞争激烈、利润率越低，越倾向进行多元化并购；目标行业的利润率越高，越倾向进行多元化并购；另外，企业的政治关联越高，越倾向进行多元化并购进入到与主业无关的、高利润的行业。

关键词：行业机会、政治关联、多元化并购、动因

^① 李善民、刘英，中山大学管理学院；赵晶晶，中国银行业监督管理委员会广东监管局。本研究得到国家自然科学基金“基于价值管理和价值创造的并购模式研究”资助（70572054）。

一、引言

国外文献认为多元化并购大致有三个原因,分别是协同效应理论、代理理论、自大理论。Matsusaka (1993) 支持协同效应假说,他检验了 1960 年代发生的多元化并购,发现对于目标公司管理层没有被撤换的,市场给予正面反应,表明市场支持倾向于发挥协同效应的多元化并购。但有学者认为,代理理论和自大假说可能是多元化并购最有解释力的原因 (Aggarwal 和 Samwick, 2003)。Amihud 和 Lev (1981) 认为大量的多元化并购出现,是“管理主义”的结果——管理者通过多元化并购来降低他们自身的劳动力风险 (如失业的风险、声誉风险等),这种做法可以视为是代理成本导致的。他们发现管理者控制的企业在 1961~1970 年这 10 年间发生多元化并购事件数目要远大于所有者控制的企业数目,且权益回报率明显低于后者。Malmendier 和 Tate (2005, 2008) 研究发现,过度自信的 CEO 为目标公司支付的价格较非过度自信的 CEO 高 65%,如果是多元化并购或不需要外部融资的情况下,则会支付更高的价格。

国内近年有数篇研究多元化并购动因的文献。李善民和朱滔 (2006) 首次对多元化并购的绩效和动因进行了实证分析,研究发现:多元化并购公司股东在并购后 1~3 年内财富损失达到 6.5%~9.6%;政府关联对并购绩效影响显著,这种作用在管理能力差和并购绩效恶化的公司中作用更为显著,政府可能更多地支持了无效率的并购。洪道麟等 (2006) 以 1999~2003 年我国的并购事件为样本,发现自大假说和自由现金流假说对我国的多元化并购有一定的解释力。李善民和周小春 (2007) 在之前的研究基础上,综合考虑了行业特征、公司的资源以及公司绩效对多元化并购的影响,以 2001~2004 年我国上市公司中的 148 起相关并购事件和 169 起无关多元化并购事件为样本,研究发现:虽然公司所在行业的绩效越差,公司就越有可能进行多元化并购,但实证结果不显著。现有研究主要检验国外的理论,对我国特殊的制度背景考察不够,导致得出的结论不能很好地解释现实情况。

我国目前处在转轨经济时期,存在与国外不同的制度环境,本文尝试从

行业机会和政治关联的角度,来分析目前我国这两种特殊的背景对企业多元化并购的影响。

二、理论与假设

(一) 行业机会吸引企业进行多元化并购

在经济转轨时期,我国存在较多的行业机会吸引多元化并购。2000年至今,我国居民消费放缓,传统制造业竞争激烈,利润空间下降,新兴行业存在高利润机会。一个典型的例子就是需求供给结构畸形、地方政府和房地产商合谋的房地产行业。我国大型家电企业海尔、长虹、格力、美的等纷纷进入房地产行业,就是为了摆脱原有行业激烈的竞争,谋求更高的利润空间。

1998年7月3日国务院发布《关于进一步深化住房制度改革加快住房建设的通知》宣布全国城镇从1998年下半年开始停止住房实物分配,全面实行住房分配货币化,同时建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系。住房制度的改革使得以前可以享受单位福利分房的职工只能通过购买商品房的方式获得住房。而由于城市新增就业人口的增加,以及我国的城市化进程,使得住房需求有一部分是刚性需求,而越来越高的房价导致住房供需关系畸形。同时,一些地方政府将房地产作为拉动地方经济增长的主要手段,经营土地成为投资增长和财政收入增加的依赖。

还有一种是政府逐渐放松管制的行业,如医药行业、金融行业。1997年国家颁布的《中共中央、国务院关于卫生改革与发展的决定》提出要注重发挥市场机制作用,鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业,形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制。多元化并购事件如2001年东盛科技控股青海制药集团股份有限公司,2002年华源集团出资11亿元控股上药集团等。金融行业的放松管制,使得一些有意图将实业与金融结合的公司,获得了进入金融界的机会。如海尔先后参股鞍山信托、青岛商业银行和长城证券公司,新希望1996年投资民生银行,1997年又成为中国民生人寿保险公司的股东等等。

产业组织理论认为主导企业绩效的是产业结构,而不是企业行为。公司

进行相关并购还是多元化并购,不仅受到公司自身特征的影响,还受到所在行业特征的影响以及新兴行业的影响(Christensen 和 Montgomery, 1981)。选择多元化并购还是相关并购,决策者需要权衡新产业的吸引力与原来所在行业的发展潜力(Porter, 1985)。由于产业内企业绩效差异小,企业寻求多元化发展,主要是为了在新产业中寻求新的增长。产业间利润的差异,可以解释企业的多元化发展(李善民、朱滔, 2005)。在我国转轨经济背景下,产生了一些新兴的、高利润的行业,产业发展的不均衡性是我国企业成长环境的基本特征。相对于西方理论界,中国的企业家及管理者在进行多元化时更多的考虑“拓展新的发展机会,培育新的增长点”(贾良定等, 2005)。2000年以来我国的制造业慢慢兴起,成为世界制造工厂。传统的制造业由于竞争激烈,利润空间逐渐下降(如我国家电行业数次价格战),使得企业家们再一次考虑多元化。这时有两种行业机会摆在他们眼前,第一,是无风险高回报的行业,第二,是国家逐步放松管制的行业。因此本文提出假设:

H1: 收购公司所在行业的利润率越低,越倾向于多元化并购。

H2: 收购公司更倾向于通过多元化并购进入利润率高的行业。

(二) 政治关联有助于企业进行多元化并购

在经济转轨时期,企业的政治关联非常必要,原因主要有两个。首先政府的行为存在不确定性,转轨经济为企业经营带来了许多不确定性,其中包括政治不确定性和行政管理的不确定性(Guthrie, 1997、1998)。钱颖一(2005)认为,我国存在典型的政治不确定性^①。行政管理的不确定性是指政府和执法部门工作的不透明性和不规范性带来的不确定性,这种不确定性是目前最重要的影响企业的非市场环境因素,它时时给企业经营带来不可预见的风险。同一些西方成熟的市场经济国家相比,我国政府对企业的监管在规则上呈现出模糊和不够细致的特点,同时在很多领域还存在规则空白(张建君、张志学, 2005)。这种状况使得在执行的时候执行者的自由裁决权相对较高,这为政府官员和企业双方都提供了操作的空间。政府的服务仍在相当程度上根据关系的远近亲疏而存在差别。

其次,政治关联可以增加政府对企业的信任。“差序格局”(费孝通,

^① 钱颖一在“北大中国企业论坛”上说,“作为企业家,他不怕政府把税率定多高,只要你不交就行。如果只把各国政府支出占GDP比重拿来看政府对经济的干预,这样一看西方国家税率都很高,40%左右,而发展中国家税收一般20%左右。光用这个指标正好得出相反的结论。这里的问题是什么呢?发展中国家的权力很大,任意权力对企业是最危害的。这种不确定性对企业积极性的打击和对企业投资的影响是最要命的。”

1948) 是中国的社会人际关系的一个突出特征, 中国传统的社会结构是一种同心圆波纹性质的差序格局, 波纹的中心是自己, 仿佛一粒石子投进湖中, 社会关系就像水的波纹一样, 一圈圈推出去, 越推越远, 也越推越薄。相比于西方发达市场经济, 中国的社会信任缺乏, 而私人信任较发达, 这种信任管理是基于身份特征进行的, 信任中对内部人或自己人“内外有别”(李新春, 2002)。与政府保持良好的关联, 意味着将自身企业慢慢推进到政府关系同心圆的内圈, 以此获得更加紧密的信任, 从而获得信息优势和政策倾向。

因此, 政治关联可以为企业抓住行业机会提供条件, 可以使企业依靠非市场化行为来获得关键资源, 因此政治关联对企业的多元化并购有促进作用。政治关联增加了企业与政府沟通的便利, 降低了交易成本, 能够获得更多的竞争优势。转型经济或新兴经济体内的企业更依赖于非市场机制获取资源 (Khanna 和 Palepu, 2000; 姚俊等, 2004)。如果企业希望进入到政府管制的行业, 那么与政府保持密切的关联就有更大的机会得到关键性资源, 这些关键性资源往往是进入新行业的“独木桥”。李善民和朱滔 (2006) 研究了 1998~2002 年发生于我国证券市场的 251 起多元化并购事件长期绩效的影响因素, 结果发现, 政治关联对并购绩效影响显著, 而且在管理能力差和并购绩效恶化的公司中作用更为显著。政治关联能帮助企业提前掌握政策动态, 创造信息优势, 容易突破各种壁垒进入新行业 (巫景飞等, 2008)。

国有企业和民营企业都十分重视与政府之间的关系, 维系广泛的政治网络。国有企业利用政治关联进行多元化并购主要体现在, 为了解决产权的不可转让而变通地利用政治资源、以及管理者可以获得私人利益。民营企业利用政治关联进行多元化并购主要是为了绕过行业壁垒。改革开放以来, 民营企业也逐渐意识到政治关系的重要性, 他们通过由企业家获取某种政治身份来获得企业发展所需资金 (胡旭阳, 2006) 或获得与政府官员共同议事、突破行业壁垒、发出利益诉求的机会^①。民营企业的政治关联会有助于其绕过行业壁垒, 通过多元化并购抓住行业机会, 因此本文提出假设:

H3: 企业的政治关联越强, 越倾向于多元化并购。

① 《民营企业参政新生态, “商而优则仕” 带来什么? 》2008 年 01 月 17 日人民网报道。1993 年 21 名非公有制经济人士第一次进入全国政协。2003 年, 新当选的全国人大代表中, 非公有制经济的代表逾 230 名, 占代表总数近 10%。

三、数据与变量选择

(一) 样本选择

本文界定的并购是指公司通过股权收购或资产收购获取目标方的财产权、控制权或直接吸收合并来实现公司的扩张。其中使用资产或股权作为支付方式获得其他公司股权或资产的公司为收购公司,出让资产或股权的公司为目标公司。行业分类以《上市公司行业分类指引》为划分标准,有 A~M 共 13 个大类。多元化并购定义为收购公司和目标公司属于不同大类,由于我国上市公司很多属于制造业,进一步定义在 C 类制造业中第一位数字代码分类不同的(如 C0 和 C1),也属于多元化并购。相关并购定义为收购公司和目标公司属于同一大类,或属于 C 类制造业中同一小类(如双方都属于 C0)。一些研究认为交易公告的受让方和转让方如果不在同一行业则为多元化并购,同属一个行业则为相关并购,那样的分类可能会存在一些偏差。下面以一个例子来加以说明:亚盛集团(600108)于 2001 年 10 月 9 日公告,以现金 259 万元收购甘肃条山农工商(集团)有限责任公司持有的九寨沟县天鹅宾馆 62% 的股权。亚盛集团和甘肃条山农工商(集团)有限责任公司都属于农业行业,行业代码为 A,如果按照一些研究的分类,受让方和转让方都是农业行业公司,此项收购为相关收购,就会出现偏差。因为目标公司九寨沟县天鹅宾馆属于社会服务业,行业代码 K,因此此项收购应该属于多元化并购。

因为目标公司大多不是上市公司,因此需要手工处理其所在行业,本文根据交易公告对目标公司的描述,确定目标公司所在行业。由于《上市公司行业分类指引》2001 年正式颁布,因此本文选择的样本区间为 2001~2006 年 A 股发生的并购事件。并根据以下标准选择并购事件:(1)并购公告时间完整;(2)收购公司是上市公司;(3)收购公司不属于金融行业和综合业,目标公司不属于综合业;(4)收购公司或目标公司没有被 ST 或 PT;(5)交易完成;(6)所需的财务数据及公司治理数据完整。并购事件样本来自于 CSMAR 数据库,公司财务及公司治理变量来自于 CCER 数据库。

通过筛选以及去掉少数无法获得全部变量的样本,得到 1167 个样本,其中多元化并购 399 起,相关并购 768 起。发生多元化并购的收购公司原本处在传统行业居多,前三位分别是机械、批发零售、石油化工行业,这些行业的 2001~2006 年平均销售利润率比较低,分别是 6.7%、2.4%、6.5%。多元化并购的方向是房地产、金融服务、医药、社会服务业等新兴产业、高利润或逐渐降低进入壁垒的行业,这些行业的 2001~2006 年平均销售利润率分为是 11.4%、10.7%、9.4%。尤其是 114 起多元化并购进入房地产业,占多元化并购总数的 1/4 强,远高于其他目标行业。第二,发生相关并购的收购公司主要分布于有规模效应的行业,如批发零售业、机械、医药行业。

(二) 模型设计及变量描述

根据以上的理论分析,本文构建的基本回归模型为:

$$\text{Div} = \beta_0 + \beta_1 \text{IndROS_Buyer} + \beta_2 \text{IndROS_Target} + \beta_3 \text{WPN} + \beta_4 \text{Control} + \varepsilon \quad (1)$$

其中, β_0 是常数项, β_1 到 β_3 是各变量的系数, ε 代表未被纳入回归模型的其他潜在影响因素。表 1 是对模型中各变量的描述,各变量的详细定义如下:

1. 被解释变量

设定哑变量 Div 为被解释变量,如果并购样本是多元化并购,则 Div 取 1,如果并购样本是相关并购,则 Div 取 0。

2. 解释变量

根据前述理论分析和假设,要检验的解释多元化并购动因的变量主要分为行业利润率和政治关联。行业利润率采用 2001~2006 的年度平均值,政治关联采用并购事件发生前一年的数据。

行业利润率。本文选取销售净利率作为利润率的原因是,ROE、ROA 等指标被操纵的可能性很大,而销售净利率 ROS (净利润与销售收入之比) 这个不容易粉饰的指标,能更客观的表示利润率 (Fan 等, 2007)。因此,收购公司行业利润率 IndROS_Buyer 用 2001~2006 年收购公司所处行业的平均 ROS (剔除 5% 异端值) 来表示, IndROS_Buyer 低表示收购公司所处行业整体平均销售利润率较低,行业内竞争较为激烈,或该行业已经处于生命周期的成熟期,收购公司更倾向于涉足其他行业; 目标公司行业利润率 IndROS_Target 用 2001~2006 年目标公司所处行业的平均 ROS (剔除 5% 异端值) 来表示, IndROS_Target 高表示目标公司所处行业整体平均销售利润

率较高,具有较强的吸引力,行业内竞争不太激烈,或该行业是新兴行业,或有较高的进入壁垒。根据假设 1 和假设 2, $\beta_1 < 0$, $\beta_2 > 0$ 。

政治关联。本文借鉴巫景飞等(2008)的方法来衡量公司 CEO 的政治关联。将 CEO 的政治关联分为五个等级,董事长曾任职国家级(人大、政协或政府)职务取 4,省级(人大、政协或政府)职务取 3,地市级(人大、政协或政府)职务取 2,银行系统职务或军队团级以上职务取 1,得分为加权的 CEO 政治关联,如果有多重职务,则取最高值。如既担任过省级政府职务,又担任过国家政府职务,则按国家政府职务取值 4。根据假设 3, $\beta_3 > 0$ 。

3. 控制变量

为了研究行业机会和政治关联对多元化并购的影响,必须控制其它影响多元化并购的因素。本文采用的 ROS 和 EPS 是并购发生前两年的平均值,其余控制变量都是并购前一年的数值。

首先控制公司资源影响,公司可利用资源 FOA 代表公司的有形资源,主要指厂房和设备等固定资产;IOA 代表公司的无形资源,主要指专利权、非专利技术、生产许可证、特许经营权、租赁权、土地使用权、矿产资源勘探权和采矿权、商标权、版权、计算机软件等,主要体现在品牌效应和商誉上。根据资源基础理论,FOA 和 IOA 会影响多元化并购(李善民和周小春,2007)。

其次控制自大假说的影响,本文选择公司的销售净利率 ROS 以及每股盈余 EPS 而非 ROE 和 ROA 来代表公司的盈利性,选用每单位固定资产现金流 Cash_to_PPE,以减弱公司规模的影响。自大理论认为公司的业绩越好以及现金流越多,管理者的自大情绪越高,越容易进行多元化并购。在我国,由于大多数企业的实际控制权还是掌握在董事长而非总经理手中,因此本文界定的管理者指的是董事长,CEO 代指董事长,与国外研究称谓有所不同。管理者的权力大小影响着他们的自大情绪,当董事长和总经理两职合一时,管理者更容易独断专行(Malmendier 和 Tate, 2008)。当两职分离时,管理者的权力会受到一些制衡。本文选用独董比例 IndDirector 衡量 CEO 权力的变量,独董比例越低,表示董事会的独立性越差,CEO 的权力也越大,进行多元化并购的可能性越大。

再次,控制代理问题的影响,我们用公司的市值账面比值 MB 和公司成立的时间来代表公司成长性,MB 高表示市场对公司的估值高,也反映市场对公司成长前景看好。公司成立年数的对数越大,表示公司成立时间越长,从企业生命周期角度看,可能已经进入成熟期,成长性较弱。根据代理理论,

管理者可能会牺牲企业的成长性而进行多元化并购。最后,控制公司其它特征,Ultown 是产权性质的虚拟变量,本文追溯了终极控制人性质,终极控制人如果是政府或国资委则取 1,若是中国国籍的私人则取 0。Largeown 是并购前一年大股东持股比例。林晓辉和吴世农(2008)的实证结果发现多元化与控股股东持股比例之间线形正相关关系。Lev 是并购前一年公司的资产负债比例。资产负债率也会对多元化并购战略产生影响,资产负债率较高说明公司的负债比例较高,从代理理论的角度来看,对管理层的约束较大,不易进行多元化并购。但从自大理论的角度来看,负债率较高说明公司在财务上比较激进,财务风险较大,比较符合风险偏好型的管理者的行为,因此,由于冒进而进行多元化的可能性较大(洪道麟等,2006;巫景飞等,2008)。Lnasset 是并购前一年公司总资产的对数。公司规模较大的,倾向于进行相关并购,获取规模效应,而不是多元化并购,因此也需要控制(李善民、周小春,2007)。Lnboard 是并购前一年公司董事会人数的对数。董事会规模越大,沟通和协调难度增加,会导致对管理层的控制能力下降(李善民、朱滔,2006;林晓辉、吴世农,2008)。Year 和 Industry 作为虚拟变量加以控制,由于篇幅原因没有报告。

表 1 研究变量定义

变量		代码	度量标准	
被解释变量		Div	多元化并购取 1，相关并购取 0	
解释变量	行业利润率	收购公司行业平均 ROS	IndROS_Buyer	01 ~ 06 年收购公司所处行业平均 ROS，剔除 5%异端值
		目标公司行业平均 ROS	IndROS_Target	01 ~ 06 年目标公司所处行业平均 ROS，剔除 5%异端值
	政治关联	政治关联	WPN	公司政治关联的加权值：权重共分为四个等级，董事长曾任职国家级（人大、政协或政府）取 4，省级（人大、政协或政府）取 3，地市级（人大、政协或政府）取 2，银行系统或军队团级以上职务取 1
控制变量	公司可利用资源	实物资源	FOA	有形资产/总资产
		无形资源	IOA	无形资产/总资产
	公司业绩	平均销售净利率	ROS	并购前 2 年平均的 ROS
		平均每股收益	EPS	并购前 2 年的平均 EPS