

# 国有企业并购行为对全要素生产率的影响

——基于目标企业所有制类型的考察

卫婧婧

(南开大学经济学院,天津 300071)

**摘要:** 文章利用中国上市公司2008-2014年财务数据,采用基于倾向得分匹配的倍差法,实证考察国有企业并购对全要素生产率的影响。实证结果表明:国有企业并购有利于提升企业全要素生产率,可作为供给侧改革提升企业竞争力的重要方式;相对于并购国企,国有企业并购民营、外资企业对企业效率的提升作用更大,但同时长期绩效稳定性也较差;控制权的转移对国有企业并购具有负向调节作用,保证目标企业控制权或管理权稳定很重要。

**关键词:** 国有企业;并购;全要素生产率;企业所有制

**中图分类号:** F403.8 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2017)04-0089-08

**DOI:** 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2017.04.009

卫婧婧. 国有企业并购行为对全要素生产率的影响[J]. 商业经济与管理, 2017(4): 89-96.

## The Effect of M&A Behavior of State-owned Enterprises on Total Factor Productivity: Based on the Ownership of Target Enterprises

WEI Jing-jing

(School of Economics, Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** Based on the financial data of China's listed corporations from 2008 - 2014, this paper investigates the effect of M&A behavior of state-owned enterprises (SOEs) on total factor productivity. The investigation employs the difference-in-difference and propensity score matching methods. The empirical results show that the M&A of SOEs can increase total factor productivity, and become an important measure of the supply-side reform to improve enterprise competitiveness. Compared to SOEs, private and foreign enterprises are the better choice of M&A for SOEs to enhance enterprise efficiency, but the stability of long-term performance is negative. As a moderating variable, the change of control plays a negative role on M&A effects, so that to keep the stability of control is important.

**Key words:** state-owned enterprises; M&A; total factor productivity; ownership of enterprises

## 一、引言

在解决传统产业产能过剩、企业竞争力低下等问题时,政府应优先采用经济手段,利用市场机制推动供给侧结构性改革,优化资源配置,以避免行政干预中官僚主观决策、寻租行为等弊端。企业并购是经济资源再配置的一项重要机制,也是市场竞争中优胜劣汰的有效方式,有利于提高存量资产的生产能力和获利能力。国有企业作为产能过剩的“重灾区”和国家经济的主导力量,自然成为产能调控和供给侧改革的关

收稿日期: 2016-11-30

作者简介: 卫婧婧,女,博士研究生,主要从事产业效率研究。

键对象。因此,筹划和推动国有企业的并购重组是我国供给侧结构性改革的一项重要举措(龚刚,2016)<sup>[1]</sup>。

自20世纪90年代,国有企业通过股份制改革获得较大发展(白重恩等,2006<sup>[2]</sup>;胡一帆等,2006<sup>[3]</sup>),“国退民进”被认为是国有企业改革的标志,而当前政策背景下,国有企业对其他企业的并购行为会导致国民经济中国有经济的势力进一步壮大,这种“国进民退”的现象是否会对中国的经济效率带来不利影响,值得学者和政企界人士深入探讨和研究。本文立足于此问题,以并购对象的所有制属性差异为切入点,提出假设并实证检验国有企业并购是否有利于提高企业效率,是否适合作为现阶段供给侧结构性改革的重要方式。

现有文献对于国有企业并购效应的考察,多以股东财富变动或财务指标衡量企业并购绩效(冯根福和吴林江,2001<sup>[4]</sup>;邵新建等,2012<sup>[5]</sup>;陈仕华等,2013<sup>[6]</sup>)。但由于股票价格难以衡量并购产生的长期绩效,而财务指标难以反映技术进步对企业绩效的改善作用(袁宏泉和陈建梁,2005<sup>[7]</sup>),两种指标对并购绩效的解释力较差。以全要素生产率衡量并购绩效的少数研究,则重点侧重于企业全要素生产率的测量和分解,对于影响企业绩效的干扰因素处理不当,难以保证并购绩效的准确性(Lichtenberg 和 Siegel,1987<sup>[8]</sup>;李娟,2011<sup>[9]</sup>;吴振球、李华磊,2011<sup>[10]</sup>;杨玉坤,2016<sup>[11]</sup>)。为提高实证测量准确度,本文利用双重差分倾向得分匹配法实证检验国有企业并购对全要素生产率的影响,并进一步考察了面对不同所有制特征的目标企业,国有企业并购效应的差异性。为了深入探究产权结构变动对国企并购效应的影响,本文引入控制权转移变量,分析控制权转移对国企并购效应的调节作用,为政府通过国企并购推进供给侧改革提供政策参考。

本文的主要贡献在于:第一,基于国有企业并购绩效证明国有企业的扩张并未直接损害国民经济的健康发展,国有经济并非只能“退”不能“进”,有利于所有制结构与国民经济效率相互关系的进一步思考。第二,本文实证检验了目标企业所有制差异对并购绩效的影响,其结果对政府利用并购方式进行国有企业改革的政策具有一定的参考价值。

## 二、理论基础与假设检验

并购是企业追逐利益、快速成长的发展战略,也是企业进行外部扩张、寻找适度规模边界的手段。企业根据发展需要,选择目标企业实施并购,获取资源并通过资源整合,实现价值创造。效率理论认为并购不仅能够通过规模经济、范围经济等协同效应优化资源配置,提升企业效率,而且为企业集中资源投入研发创新等高效率生产活动创造条件,并购过程中资源流动产生的溢出效应更是有利于技术创新,进而提高企业全要素生产率。

具体到国有企业、公有制企业存在的委托代理问题被认为是损害企业效率的先天顽疾。一方面,承担部分社会或行政职能的国有企业,可能由于偏离企业利润最大化的经济人目标,影响企业并购决策的科学性,而并购的价值创造作用来源于并购后企业对资源的有效整合。如果双方资源匹配度较差、目标企业不具备相应的学习能力或者主并企业缺乏对目标资源进行整合的剩余资源,那么并购整合难以进行,并购的优化资源配置进而实现价值创造的目标就难以实现。另一方面,国有产权身份代表着独特的企业资源,目标企业可能受益于国有企业带来的政策、金融等优势,进而提升企业整体价值创造能力(罗进辉,2013<sup>[12]</sup>)。因此,国有企业并购绩效表现取决于并购对于提升企业全要素生产率的潜在作用,以及政治关联对企业绩效产生的整体影响,故提出如下假设:

H1:国有企业并购对提升企业全要素生产率的作用不显著。

并购的本质是存量资本在企业间的重新配置过程,并购绩效与目标资源质量的优劣、双方资源的匹配度密切相关。为了保证高质量的并购绩效表现,企业需要确保目标方与本企业在战略目标、关键资源及产业链等方面保持最大程度的一致性 or 互补性(杨道广等,2014<sup>[13]</sup>)。双方资源的相似性是协同效应发挥作用的基础(Ahuja 和 Katila,2001<sup>[14]</sup>),而互补性资源不仅有利于效率协同的发挥,还能产生增长性协同作用,即从相互支持的差异性资源中创造新价值(Hit 等,2001<sup>[15]</sup>)。

一方面,国有企业并购动机可能影响目标企业的筛选过程,进而影响资源质量和匹配度。为了实现政治意图或解决社会问题,政府往往直接干预国有企业的并购决策。偏离理性经济人的并购动机,难以保证目标资源的适宜性和整合过程的顺利进行,从而影响并购对企业全要素生产率的提升作用。由于“拉郎配”式的并购活动,更易在同处政府势力范围的国有企业之间发生,国有企业间的并购绩效受其影响更大。

另一方面不同所有制形式赋予企业资源不同特性,使并购双方资源配置过程存在差异。从资源特性来看,相似的资源不仅有利于企业通过资源重组,减少冗余资源的消耗,而且能够利用并购双方对现有知识或技术资源的共享,提高企业全要素生产率。然而,过高的相似度同样存在资源重叠、学习机会欠缺的弊端,不利于企业在资源碰撞中创造新价值(陈菲琼等,2015<sup>[16]</sup>)。当目标企业同为国有企业时,虽然可能在获取资源和政策支持等方面具有更大优势,但两个企业资源较高的相似度可能影响企业价值创造的空间。因为,相似的经营模式和资源禀赋不具备要素互补或增进的条件,不利于企业通过资源互补实现进一步创新的目标,从而影响国有企业之间的并购绩效表现。

Pablo(1994)<sup>[17]</sup>认为当资源相似性和互补性特征共存时,互补性资源有利于企业通过更有效率的资源配置,更好地利用潜在的共同点,使协同作用得以扩散和增强。灵活的管理体制和快速的市场反应是民营企业特有的优势,遵循市场机制优胜劣汰的生存法则也赋予企业强劲的活力,而这恰恰是国有企业改革的目标。民营企业特有的制度安排与国有企业资源形成互补,有利于激发企业活力,提高生产效率。同时,与国有企业相同的文化背景和相似的制度环境降低了并购资源发生冲突进而影响企业效率的风险。因此,国有企业并购民营企业,不仅弥补了国有企业间并购存在的单纯资源相似性的不足,还减少了过大的资源差异性产生的摩擦成本。

而国有企业对外资企业的并购,多出于技术、专利等战略资产寻求的动机。目标方相对先进的专利技术以及规范的管理、决策体系均值得国有企业借鉴,双方资源具有较强的互补性。以弥补知识要素缺口为目标的并购,通过技术转移或共享,不仅可以直接提升企业的创新能力和生产效率,来源于外部资源的知识积累也能为自主研发创新奠定基础,有助于提高企业再创新能力,为企业价值创造奠定基础。然而,由于资源类型和企业内外部制度文化差异巨大,往往存在资源整合难度和摩擦成本较大的问题。因此,本文提出如下假设:

**H2:**目标企业为民营企业时,国有企业并购对全要素生产率的提升作用最大,并购目标为外资企业时作用次之,国有企业最小。

仅仅拥有或占据目标资源并不意味着企业一定会获得竞争优势或实现价值创造,企业必须对这些资源进行有效整合和管理以实现战略目标。要想实现并购企业和目标企业的一体化,不仅需要管理人员对资源进行有效整合,还需要企业员工通过长期的磨合消除冲突,适应彼此的组织文化实现密切合作。经过磨合期双方资源得以合理配置,企业才能步入正轨。一般而言,相似的资源由于较强的共性有利于管理者顺利完成并购整合,目标方资源的融入不会给企业管理或绩效表现带来较大的冲击和波动。而差异性资源可能由于新旧知识的碰撞替代、员工之间的沟通摩擦等种种因素,对企业绩效造成一定的波动和影响。当目标企业为国有企业时,相似的经营模式和企业文化可能在很大程度上消除资源整合过程中产生的摩擦和波动;而目标企业为民营企业或外资企业时,由于并购双方的运营模式、组织体制、管理风格、企业文化均存在明显差异,要想将这些差异化冲突变为互补或共进关系,不仅考验管理能力,而且需要时间磨合。因此,本文提出如下假设:

**H3:**从并购对全要素生产率的长期作用来看,国有企业之间的并购绩效波动小于目标企业为民营或外资企业时的并购绩效。

控制权的转移一方面会通过改变目标企业的股权结构,影响目标企业效率水平,进而作用于并购方的全要素生产率,另一方面直接影响目标资源对并购资源的冲击和改造,从而影响到企业整合结果和并购绩效。

一般认为,多元股权能够在一定程度上缓解代理问题,股权制衡对企业代理人的掠夺行为具有抑制作用,从而提升企业效率(黄渝祥等,2003<sup>[18]</sup>),而且所有制结构中来自外部控股股东的控制具有积极作用与

正面收益(Mathews, 2007<sup>[19]</sup>)。然而该关系的存在是有前提条件的,过度的股权制衡反而对企业绩效具有消极作用(徐莉萍等, 2006<sup>[20]</sup>)。当国有股东影响力较大时,可能提高政府的政治干预程度,强迫转移企业财富用于解决社会管理或政治问题,同时还驱逐了其他非国有股东的公司治理努力(田利辉, 2005<sup>[21]</sup>)。也就是说并购后,目标企业效率可能受制于政府干预,进而影响到并购企业和目标企业的整体效率水平。

相对于控制权不变的并购,目标企业控制权的转移往往意味着更高的整合程度。企业为保证协同效应的发挥,对双方资源进行相应整合固然是必要的(Puranam等, 2006<sup>[22]</sup>),但是更高层次的整合势必带来更大的整合成本和摩擦成本,从而影响并购绩效。一般而言,企业资源差异性越高,整合过程可能产生冲突或摩擦的风险越大。而资源相似时,高度整合有助于企业规模经济等协同效应的发挥,从而对企业效率产生正向影响,在一定程度上抵消整合成本带来的损失。综上,本文提出如下假设:

H4: 控制权转移对国有企业并购绩效具有负向调节作用。

H5: 目标企业为差异性最高的外资企业时,控制权转移对国有企业并购绩效的负向调节作用最大,民营企业次之,国有企业最小。

### 三、模型的构建

#### (一) 基于倾向得分匹配的倍差法估计模型

为了考察国有企业并购对全要素生产率的作用,需要对并购行为产生的效应进行评估。如果将企业并购行为看作一种实验冲击,以虚拟变量  $D_i = \{0, 1\}$  来衡量,那么发生并购的国有企业属于处理组样本,  $D_i$  取值为1,未发生并购的国有企业可作为对照组进行对比分析,  $D_i$  为0。由于是否进行并购是企业通过权衡利弊自我选择的结果,不具有随机性,存在选择性偏差,影响处理效应测度的准确性。另外,并购效应差异可能是由企业异质性导致,直接对比难以从总效应中剔除该因素的影响,使结果产生偏差。而双重差分倾向得分匹配法以个体进入处理组的条件概率衡量倾向得分,并以此作为测度两个体相似度的距离函数进行匹配,可消除社会实验中较难解决的数据缺失和选择偏差问题,并通过两次差分有效避免异质性偏差问题(Blundel和Costaia, 2000<sup>[23]</sup>)。

模型首先选择可能影响企业并购选择和并购效应的变量,用于对照组和实验组的匹配工作。参考现有研究(盛丹, 2013<sup>[24]</sup>; 樊秀峰、李稳, 2014<sup>[25]</sup>),本文采用企业规模、生产效率、运营能力等代表公司特征的指标作为匹配协变量  $X_i$ , 然后使用 logit 模型估计倾向得分,以一比四的有放回匹配法进行匹配,得到处理组和对照组的样本容量。

$$p(X_i) \equiv P(D_i = 1 | X = X_i) = F(X_i) \quad (1)$$

其中,  $p(X_i)$  是样本  $i$  的倾向得分,  $P(D_i = 1 | X = X_i)$  表示样本个体进入处理组的条件概率,即国有企业选择并购的概率,  $F(X_i)$  是逻辑分布的累积分布函数。

由于控制权是否转移可能影响企业对目标企业的资源整合和配置过程,进而作用于企业的全要素生产率,本文添加表示是否发生控制权转移的虚拟变量  $Xd_{it}$ 。使用倍差法,利用匹配得到的样本容量通过方程(2)回归得到并购处理效应。其中  $\beta_3$  表示并购的处理效应,  $\beta_4$  表示控制权转移对并购效应的调节作用。

$$Upgrade_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_i + \beta_2 Year_t + \beta_3 D_i \cdot Year_t + \beta_4 D_i \cdot Year_t \cdot Xd_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

#### (二) 变量选取

本文以 C-D 生产函数形式的 LP 法(Levinsohn 和 Petrin, 2003<sup>[26]</sup>)回归测算被解释变量全要素生产率( $y$ )。其中,LP 模型中所需要的增加值、中间品投入通过收入法计算得到。增加值可由固定资产折旧、劳动者报酬、生产税净值和营业盈余相加而得,中间品投入根据关系式:企业总产值 = 中间品投入 + 工业增加值 - 应交增值税推算得到,企业总产值以营业收入进行替代。其中第一、二、三产业中企业总收入和增加值分别用农产品生产价格指数、工业品出厂价格指数和居民消费价格指数进行平减。

使用倾向得分匹配法时,需要选择协变量作为匹配变量,以确定对照组样本。本文采用员工平均工资

水平、企业规模、企业生产率、运营能力等方面的指标作为匹配协变量。其中企业平均工资水平 (awage) 通过财务报表中职工薪酬与员工人数之比计算得到,企业规模以员工人数 (lnl) 和企业总资产 (lnzz) 的自然对数值进行表示,企业生产率根据 LP 法得到的全要素生产率 (y) 进行衡量,运营能力以总资产周转率 (zzl) 度量 (表1)。

为了考察控制权转移是否影响并购对劳动生产率的作用效果,本文引入调节变量  $Xd_{it} = \{0, 1\}$ , 衡量并购是否导致目标企业控制权转移,其中  $Xd_{it} = 0$  表示控制权未发生转移,否则代表目标企业控制权改变。参考《上市公司收购管理办法》关于控制权是否发生转移的界定——投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过30%即可视为拥有上市公司控制权,本文将并购案件中收购比例达到30%的样本变量取值为1,表示控制权发生转移,否则取值为0,代表并购未改变目标企业控制权。

### (三) 样本说明

随着我国市场经济的发展,并购环境发生了很大的变化。不管是政府在经济中参与度的差异,还是企业本身并购行为动机、范围的变化,都可能影响并购的社会福利效应。另外,由于并购对资源配置效率或者市场势力的影响,是企业通过资产调整、资源整合逐渐释放、体现的过程,本文希望选择周期较长的观察期。同时,为了兼顾研究的政策参考价值和对现实的解释力,本文以2009年并购样本为研究对象,以2008年为实验基期,考察包含2009-2014年的并购福利影响。考虑到数据的可得性和研究的一般性,本文以A股非ST上市公司为研究对象,以万德数据库财务数据为数据来源,以并购库数据为研究样本进行实证分析。从样本中删除任意指标存在缺失的样本得到用于匹配分析的总样本,其中2009年发生并购事件的国有企业为85家,可作为处理组备选样本,未发生并购的国有企业为156家,可作为控制组备选样本。

## 四、实证结果与分析

并购是企业追逐利益、快速成长的发展战略,其实质是市场机制下的资源再配置过程,而并购绩效的具体表现与并购双方资源特征密切相关。本文将分别考察并购目标为国有企业、民营企业、外资企业时,国有企业并购对全要素生产率的作用。在每一分样本回归中,首先采用有放回的一对四匹配方法进行倾向得分匹配,然后对匹配结果进行数据平衡检验,以确保处理组和对照组的协变量分布均匀、不存在显著差异,具有较强的可比性。通过平衡检验后,利用倍差法进行回归分析,考察并购对全要素生产率所产生的影响。基于篇幅限制,下文不逐一列示平衡性检验结果,只呈现每一期根据倍差法回归整理的并购处理效应和调节变量的调节效应。

表1 协变量数据特征描述

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
zzl	1694	0.897	0.542	0.050	3.741
awage	1694	0.128	0.386	0.011	8.791
y	1694	2.993	0.759	-0.480	5.418
lnl	1694	8.176	1.288	4.127	11.292
lnzz	1694	8.592	1.194	5.865	12.400

表2 国有企业并购对企业全要素生产率的影响

	总样本 D * Year	国有企业 D * Year	民营企业 D * Year	外资企业 D * Year
	(1)	(2)	(3)	(4)
T = 1	0.605 ** (2.55)	0.600 ** (2.43)	1.064 *** (6.33)	0.720 ** (2.61)
T = 2	0.569 ** (2.47)	0.525 ** (2.20)	0.956 *** (6.06)	0.670 ** (2.41)
T = 3	0.579 *** (2.73)	0.533 ** (2.41)	0.768 *** (4.79)	0.587 ** (2.03)
T = 4	0.749 *** (3.07)	0.693 *** (2.75)	1.331 *** (8.26)	1.119 *** (4.06)
T = 5	0.836 *** (3.45)	0.809 *** (3.23)	1.268 *** (7.71)	1.032 *** (3.69)
T = 6	0.729 *** (2.92)	0.691 *** (2.68)	0.698 *** (4.19)	0.404 (1.41)

注:第(1)、(2)、(3)、(4)列分别表示总样本、目标企业依次为国有企业、民营企业、外资企业的分样本并购处理效应,系数下括号内数值为对应的t统计值,\*、\*\*、\*\*\*分别代表10%、5%、1%的显著性水平;T = 1、2、3、4、5、6分别表示并购当年(2009)、并购第二年(2010)、……、并购第六年(2014)。

### (一) 国有企业间并购对全要素生产率的影响

为了实现产业转型升级以及供给侧结构性改革目标,国有企业担负重要任务,而通过“重组一批”,清理僵尸企业、淘汰落后产能,进而提高企业生产效率,是国有企业改革具体措施之一。为实现政策意图或承担社会责任,国有企业的并购与企业利润最大化的目标可能存在偏差,其并购绩效可能因不充分的决策自主权和经济独立性受到影响。通过对样本数据进行实证分析,得到以企业全要素生产率所衡量的国有企业并购效应,如表2和图1所示。

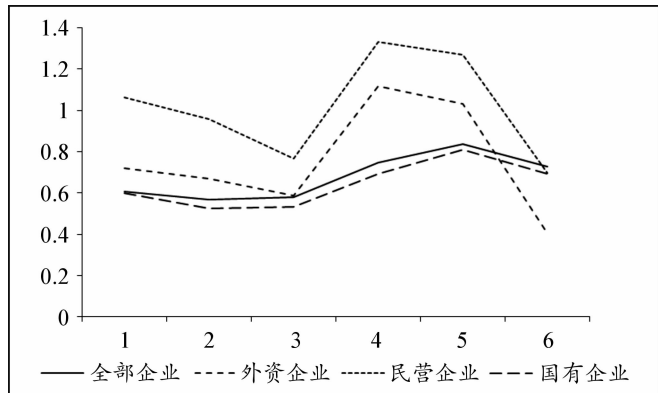


图1 国有企业并购不同所有制企业的全要素生产率影响

首先,实证结果表明,国有企业并购绩效好于预期,与假设 H1 存在一定差别。不论是总样本或是分样本都证明了国有企业并购行为对全要素生产率的提升作用。政府部门的干预并未影响或完全抵消并购协同效应对企业绩效的积极作用。作为市场机制下一种重要的资源配置方式,并购对于优化资源配置、提升企业全要素生产率的积极作用得到肯定,即使主并购方是与政府关联密切的国有企业。

其次,目标企业所有制差异影响国有企业并购绩效表现,实证结果符合假设 H2。国有企业间的并购绩效表现最差,一方面“拉郎配”式的并购活动可能偏离资源匹配度要求,另一方面过高的资源相似度难以激发企业创新的潜力;受益于相似性与互补性资源共存的优势,国有企业并购民营企业的全要素生产率提升效果最为理想。从全球视野来看,中国经济整体呈现中低端产业严重过剩、中高端产业缺乏控制权和主导权等问题。为了实现价值链的攀升,执行技术追赶和创新驱动将成为新常态下中国经济的主要发展方式(龚刚,2016<sup>[1]</sup>)。从资源层面看,中国企业在专利技术、管理营销技能等战略性资源方面存在短板。近年来,中国企业纷纷通过并购发达国家优质企业,积聚各方资源,以弥补企业短板,提升企业竞争力。从实证结果可知,虽然外企具备先进的技术

或管理资源,但主并双方的资源差异性为资源整合带来较大的难度,影响并购绩效的表现。克服资源差异带来的摩擦和冲突以充分利用目标资源优势,并购企业任重而道远。

最后,从并购绩效的长期表现来看,资源差异性大小与并购绩效稳定程度成反比,与假设 H3 一致。

### (二) 控制权转移对国有企业并购绩效的调节作用

是否接管或取得目标企业控制权是企业并购决策的一项重要内容。控制权是否转移不仅影响目标企业股权结果,还反映了并购方对目标企业整合意愿,对企业的并购绩效具有一定调节作用。根据样本数据回归分析,进而将调节变量对并购效应的影响整理为表3与图2形式。

表3 控制权转移对国有企业并购效应的调节作用

	总样本	国有企业	民营企业	外资企业
	D * Year * Xd	D * Year * Xd	D * Year * Xd	D * Year * Xd
	(1)	(2)	(3)	(4)
T = 1	-0.720 *** (-3.29)	-0.687 *** (-3.04)	-1.136 *** (-10.20)	-1.217 *** (-5.06)
T = 2	-0.591 *** (-2.80)	-0.536 ** (-2.47)	-1.026 *** (-9.54)	-1.058 *** (-5.25)
T = 3	-0.625 *** (-3.31)	-0.586 *** (-3.01)	-0.809 *** (-7.25)	-0.945 *** (-4.87)
T = 4	-0.809 *** (-3.60)	-0.742 *** (-3.22)	-1.470 *** (-13.83)	-1.550 *** (-6.84)
T = 5	-0.858 *** (-3.89)	-0.787 *** (-3.50)	-1.365 *** (-13.57)	-1.480 *** (-7.65)
T = 6	-0.752 *** (-3.28)	-0.679 *** (-2.91)	-0.809 *** (-7.06)	-0.967 *** (-3.68)

注:第(1)、(2)、(3)、(4)列分别表示利用总样本、目标企业依次为国有企业、民营企业、外资企业的分样本所测度的控制权转移对并购效应的调节作用,系数下括号内数值为对应的t统计值,\*、\*\*、\*\*\*分别代表10%、5%、1%的显著性水平;T = 1、2、3、4、5、6分别表示并购当年(2009)、并购第二年(2010)、……、并购第六年(2014)

不同于获取目标企业控制权,以参股形式实施的并购不仅通过股权制衡限制企业管理者的代理行为,而且避免由于资源整合产生较大摩擦成本。相对应地,控制权转移对国有企业并购绩效存在负向的调节作用,与假设 H4 相一致。

实证结果同时支持假设 H5 的命题,目标企业所有制不同时,控制权是否转移对国有企业并购效应的调节作用是不同的。其中,是否取得国有企业控制权对并购绩效的影响是最小的,一方面股权制衡或行政干预问题不会进一步影响国有企业的正常运营,另一方面相似度较高的资源更适合较高程度的整合策略,不会引发较大的摩擦或冲突。而外资企业则可能由于国有企业对其较高程度的整合和干预,引发激烈冲突,影响资源整合的顺利进行。

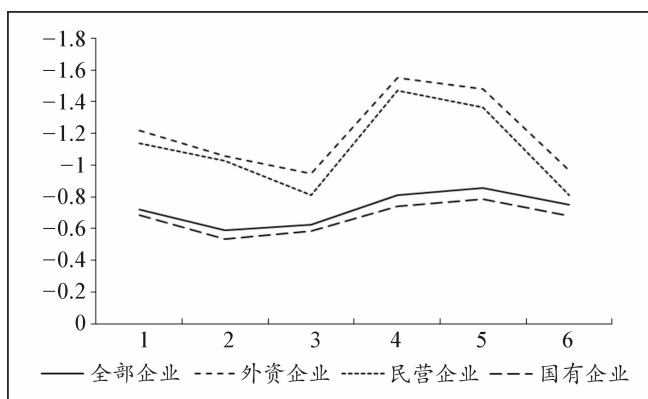


图2 控制权转移对国有企业并购绩效的调节作用

而外资企业则可能由于国有企业对其较高程度的整合和干预,引发激烈冲突,影响资源整合的顺利进行。

## 五、结论与启示

本文利用中国上市公司2008-2014年财务数据,采用基于倾向得分匹配的倍差法,实证考察了国有企业并购的目标企业选择对全要素生产率的影响,并从资源匹配、股权制衡等理论角度分析了不同目标企业所有制资源特征对企业并购整合以及并购绩效产生的影响。结果表明,国有企业的并购行为有助于改善企业全要素生产率,可作为供给侧结构性改革进而实现资源优化配置的重要手段。国有企业的改革并非局限于20世纪90年代末的“国退民进”战略收缩方式。在中国转轨经济的背景下,提高国有资产质量和国有企业竞争力成为重要的改革任务,国有企业的并购行为所引发的“国进民退”并未直接损害国民经济的效率,无需恐慌和抵制。此外,本文的实证分析还可以得到以下结论与启示:

第一,面对不同所有制特征的目标企业,国有企业并购对全要素生产率的作用各有不同,其中并购民营企业,效率提升幅度最大,外资企业次之,国有企业最小。这说明资源互补性和优质性应作为国企并购目标企业选择的重点考虑因素。在解决产能过剩或实施国有企业改革政策时,国有企业间的并购虽简单易行,但不是推动供给侧结构性改革、提升企业竞争力的理想选择。国有企业可优先考虑并购产能落后的民营企业,在保证并购企业效率的前提下实现降低产能等政策目标。对于实施全球配置优质资源战略的企业而言,外资企业虽然可能存在明显的资源优势,但企业文化、管理模式等差异性资源带来的冲突和摩擦风险同样不可忽视,盲目并购外资企业不可行。

第二,从并购绩效的长期表现来看,国有企业间的并购绩效稳定性更好。差异性 or 互补性资源虽然赋予企业价值创造较大的潜力,但能否最大程度利用其优势仍需管理者对资源整合过程付出较大的努力。在并购之后如何尽快消除企业原所有制差异带来的文化冲突,有效率地挖掘资源之间的互补、共进关系,稳定并购绩效的长期表现,是企业需要重点解决的问题。

第三,国企并购的控制权转移策略对并购绩效具有负向调节作用。其中,外资企业对控制权转移的反应尤其大。控制权转移至国有企业后,外企资源呈现明显的“水土不服”,表现出较大的排斥反应。企业控制权的改变可能因资源或体制冲突,破坏企业的资源优势,影响全要素生产率的提升。换言之,国企并购其他所有制类型的企业后,应当在一定时期内保持控制权和管理层的稳定。

### 参考文献:

- [1] 龚刚. 论新常态下的供给侧改革[J]. 南开学报(哲学社会科学版), 2016(2): 13-20.  
 [2] 白重恩, 路江涌, 陶志刚. 国有企业改制效果的实证研究[J]. 经济研究, 2006(8): 4-13, 69.

- [3]胡一帆,宋敏,张俊喜.中国国有企业民营化绩效研究[J].经济研究,2006(7):49-60.
- [4]冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究[J].经济研究,2001(1):54-61,68.
- [5]邵新建,巫和懋,肖立晟,等.中国企业跨国并购的战略目标与经营绩效:基于A股市场的评价[J].世界经济,2012(5):81-105.
- [6]陈仕华,姜广省,卢昌崇.董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J].管理世界,2013(12):117-132,187-188.
- [7]袁宏泉,陈建梁.上市公司股权变更与公司产出效率的研究[J].中山大学学报(社会科学版),2005(5):87-93,127.
- [8]LICHTENBERG F R, SIEGEL D. Productivity and changes in ownership of manufacturing plants[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1987, 18(3):643-684.
- [9]李娟.外资并购与中国企业全要素生产率的实证分析[J].山西财经大学学报,2011(6):56-63.
- [10]吴振球,李华磊.我国上市零售企业行业内并购技术效率研究[J].数量经济技术经济研究,2011(7):36-49.
- [11]杨玉坤.公司并购与全要素生产率变化研究[J].财经问题研究,2016(11):23-29.
- [12]罗进辉.“国进民退”:好消息还是坏消息[J].金融研究,2013(5):99-113.
- [13]杨道广,张传财,陈汉文.内部控制、并购整合能力与并购业绩——来自我国上市公司的经验证据[J].审计研究,2014(3):43-50.
- [14]AHUJA G, KATILA R. Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: a longitudinal study [J]. Strategic Management Journal, 2001, 22(3):197-220.
- [15]HITT M A, HARRISON J S, IRELAND R D. Mergers and acquisitions: a guide to creating value for stakeholders[M]. New York: Oxford University Press, 2001:47-64.
- [16]陈菲琼,陈珏,李飞.技术获取型海外并购中的资源相似性、互补性与创新表现:整合程度及目标方自主性的中介作用[J].国际贸易问题,2015(7):137-147.
- [17]PABLO A L. Determinants of acquisition integration level: a decision-making perspective [J]. Academy of Management Journal, 1994, 37(4):803-836.
- [18]黄渝祥,孙艳,邵颖红,等.股权制衡与公司治理研究[J].同济大学学报(自然科学版),2003(9):1102-1105,1116.
- [19]MATHEWS R D. Optimal equity stakes and corporate control[J]. Review of Financial Studies, 2007, 20(4):1059-1086
- [20]徐莉萍,辛宇,陈工孟.股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J].经济研究,2006(1):90-100.
- [21]田利辉.国有股权对上市公司绩效影响的U型曲线和政府股东两手论[J].经济研究,2005(10):48-58.
- [22]PURANAM P, SINGH H, ZOLLO M. Organizing for innovation: managing the coordination-autonomy dilemma in technology acquisitions[J]. Academy of Management Journal, 2006, 49(2):263-280.
- [23]BLUNDELL R, DIAS M C. Evaluation methods for non-experimental data[J]. Fiscal Studies, 2000, 21(4):427-468.
- [24]盛丹.国有企业改制、竞争程度与社会福利——基于企业成本加成率的考察[J].经济学,2013(4):1465-1490.
- [25]樊秀峰,李稳.基于PSM方法的中国上市公司海外并购绩效评估与分析[J].国际经贸探索,2014(12):70-80.
- [26]LEVINSOHN J, PETRIN A. Estimating production functions using inputs to control for unobservables [J]. Review of Economic Studies, 2003, 70(2):317-341.



(责任编辑 毕开凤)