

企业并购、方式选择和社会福利影响^{*}

——基于2008—2014年上市公司的实证研究

白雪洁¹, 卫婧婧²

(1. 南开大学经济与社会发展研究院, 天津 300071;

2. 南开大学经济学院, 天津 300071)

内容提要:本文运用2008—2014年中国上市公司的财务数据,采用双重差分倾向得分匹配法,分析了并购对市场势力(企业成本加成率)、资源配置效率(Malmquist指数),进而对社会福利的作用。实证结果表明,总体而言,并购对企业生产率短期无显著影响,但会促进企业加成率提高,损害消费者福利,长期有助于提高企业生产率,社会福利得到改善;高频率并购对提高市场势力有短期影响,但作用短暂,而低频率并购对市场势力的影响需要长时间来体现,但作用稳定且对企业生产率无负面影响,但对消费者福利造成威胁;相对于本地并购,异地并购在信息获取等方面存在天然劣势,对社会福利的影响不显著;横向并购在短期对消费者福利形成威胁,但相对于纵向和混合并购,在生产率提升方面具有优势。从整体来看,并购对企业生产率、市场势力等方面的影响并没有理论中所预期的大;我国的市场化进程不断深入,但是,政府在企业并购中所产生的影响依然有迹可循。

关键词:企业并购;并购方式;社会福利

中图分类号:F062.9 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)01—0032—17

一、引言

并购是企业成长的一种重要手段,也是市场竞争中优胜劣汰的一种表现方式。相较于内部积累式发展,企业通过并购借助外力,可以更快速实现规模扩张、品牌拓展、财务优化等不同类型的发展目标(杜传忠、郭树龙,2012)。市场竞争中,优质企业得以生存、扩张,缺乏竞争力的企业或逐渐消亡、或被并购取代。在当前我国经济转型的大背景下,以企业间并购推动行业重组和结构优化,是实现资源有效配置的重要途径。对我国的经济发展现实而言,面对经济转型可能出现的企业并购潮,以及随之而来的社会福利冲击,政府是否应该有所作为、应该如何作为、如何管制或反垄断,是目前亟需回答的问题。将并购对社会福利的影响作为实证研究对象,是对并购行为历史影响的经验事实分析,对政府的政策选择具有参考价值。

并购行为是企业追求利益最大化的自发选择,但是,该行为不仅影响企业自身绩效,对社会福利变动同样产生影响。一方面,企业并购后在规模经济等协同效应作用下,理论上有利于提高效率,实现成本节约;另一方面,并购最直接的作用是减少竞争对手,特别是强强并购,可能大幅增强企业的市场势力(Hovenkamp, 1993),从而提高定价能力,并因可能的高价直接损害消费者福利。本文主要考察的就是企业在并购前后对市场势力(以企业成本加成率 p/c 表示)、资源配置效率(以Malmquist指数表示),进而对社会福利的

收稿日期:2016-10-10

^{*} **基金项目:**国家社会科学基金重大项目“新产业革命的发展动向、影响与中国的应对战略研究”(13&ZD157);教育部人文社科研究规划基金项目“以供给侧结构性改革化解我国新兴产业产能过剩的路径研究”(16YJA790002)。

作者简介:白雪洁(1971-),女(蒙古族),内蒙古通辽人,教授,经济学博士,博士生导师,研究领域是产业效率, E-mail: bxj@nankai.edu.cn;卫婧婧(1987-),女,山西临汾人,博士研究生,研究方向是产业经济学, E-mail: weijingjing1988@126.com。通讯作者:卫婧婧。

影响。

有关企业并购对社会福利效应的分析,最具开创意义的研究是 Williamson(1968)的社会福利权衡模型。该模型从消费者和生产者剩余入手,通过比较并购带来的效率提高和可能造成的垄断力增强导致的价格上升来剖析并购的社会福利影响。之后, Spector(2003)、郭敏、屈艳芳(2004)、Chu(2014)等学者以该模型为基础,对并购的社会福利效应进行分析。但以 Williamson(1968)为代表的社会福利效应研究局限于理论分析,局部均衡方法依赖于理想化的前提假设,较难应用于实证研究。少数有关企业并购的社会福利效应的实证文献中,实证分析对象仅限于价格等微观数据易得的特殊行业,如石强(2008)对电力行业的分析。本文以上市公司为实证对象,很大程度上可以避免行业的特殊性,以使关于并购的社会福利效应的实证分析更具现实意义。

本文以成本加成率的变动结合 Malmquist 指数所代表的成本变动来判断并购对社会福利的影响方向:假如企业生产率未得到提升,成本节约未实现,但成本加成率增加,那么可以判定并购对资源配置效率无影响,但是,企业通过并购实现了市场势力扩张,以提高价格的方式成功掠夺消费者剩余;假如企业生产率得到改善,实现成本节约,而成本加成率无显著变化,那么可以认为并购在不损害生产者福利的前提下,提高了消费者剩余,消费者受益于成本节约导致的较低的价格,社会福利整体改进。本文考察的是并购行为所产生的效果,为了克服回归过程中样本选择偏差和异质性偏差问题,采用双重差分倾向得分匹配法,即倾向得分匹配(PSM)结合倍差法(DID),以便更准确地判别企业并购对社会福利的影响作用。

二、模型的构建

1. 成本加成率估计的基准模型

本文参考 Loecker & Warzynski(2012)的方法,计算成本加成率。该方法是以企业追求成本最小化为前提,通过建立拉格朗日方程得到成本加成、可变要素产出弹性和该要素投入占总产出份额之间的关系式。由于可变要素投入份额的数据容易获得,只要得到其产出弹性,问题就得以解决。Loecker & Warzynski(2012)通过估计生产函数计算要素的产出弹性,本文选用 Levinsohn & Petrin(2003)的方法(LP法)进行估计。

企业 i 在 t 时期利用固定资产 K_{it} 、可变要素 $X_{it}^1, \dots, X_{it}^V$ 、在生产率 ω_{it} 下进行生产。其中,固定资产和可变要素的价格分别为 P_{it}^X, r_{it} 。为了便于计算成本加成表达式,假设生产函数 $Q_{it}(\cdot)$ 连续可导,即:

$$Q_{it} = Q_{it}(X_{it}^1, \dots, X_{it}^V, K_{it}, \omega_{it}) \quad (1)$$

在企业追求成本最小化的前提下,可以建立如下拉格朗日函数:

$$L(X_{it}^1, \dots, X_{it}^V, K_{it}, \lambda_{it}) = \sum_{v=1}^V P_{it}^v X_{it}^v + r_{it} K_{it} + \lambda_{it} [Q_{it} - Q_{it}(\cdot)] \quad (2)$$

由于 $\partial L_{it} / \partial Q_{it} = \lambda_{it}$, λ_{it} 表示给定某一产量处的边际成本。为了得到最优解,对任意可变要素投入求一阶导,整理得到计算成本加成率的关系式:

$$\theta_{it}^X = \mu_{it} \frac{P_{it}^X X_{it}^X}{P_{it} Q_{it}} \quad \text{其中, } \theta_{it}^X \equiv \frac{\partial Q_{it}(\cdot) X_{it}^v}{\partial X_{it}^v Q_{it}} \quad (3)$$

式中, θ_{it}^X 表示投入要素 X 的产出弹性; $\mu_{it} \equiv P_{it} / \lambda_{it}$, 表示成本加成率。因此,为了得出成本加成率,需要知道某一投入要素的产出弹性,以及该要素投入占总收益的份额。

假设生产函数 $Q_{it}(\cdot)$ 为柯布一道格拉斯形式,技术进步为 Hicks 中性,则生产过程可表示为:

$$y_{it} = \beta_l l_{it} + \beta_k k_{it} + \beta_m m_{it} + \omega_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

式中, y_{it} 、 l_{it} 、 k_{it} 、 m_{it} 分别表示产出、劳动投入、资本投入、中间品投入的对数值。而本文需要的弹性正是投入要素前的系数值。本文以劳动力投入作为计算成本加成的分析对象。为了得到准确弹性值,需要对难以观测的全要素生产率 ω_{it} 进行控制,本文选用 LP 方法,使用中间品投入作为生产率的代理变量,并且 $m_{it} = f_l(\omega_{it}, k_{it})$ 。

LP 估计法可以得到劳动力弹性、中间品投入弹性和生产率, 主要分两阶段完成。第一阶段使用半参数法回归方程:

$$y_{it} = \beta_l l_{it} + \phi_t(m_{it}, k_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中,

$$\phi_t(m_{it}, k_{it}) = \beta_k k_{it} + \beta_m m_{it} + f_t^{-1}(m_{it}, k_{it}) \quad (6)$$

回归后得到排除劳动力因素后的产出估计值 $\hat{\phi}_{it}$ 和劳动力弹性 β_l 的估计值。

第二阶段依据生产率服从一阶马氏过程的假设 $\omega_{it} = E[\omega_{it} | \omega_{it-1}] + \xi_{it}$, 利用两个矩条件进行 GMM 估计, 得到系数值 $\hat{\beta}_k, \hat{\beta}_m$ 。

Levinsohn & Petrin(2003) 假设资本投入 k_{it} 在期初已经决定, 而中间品投入 m_{it} 在当期决定, 从而有:

$$E\left\{\xi_{it}(\beta) \begin{bmatrix} k_{it} \\ m_{it-1} \end{bmatrix}\right\} = 0 \quad (7)$$

利用该矩条件进行 GMM 估计, 可以得到弹性估计值 $\hat{\beta}_k, \hat{\beta}_m$ 和生产率 ω_{it} 。

2. 双重差分的倾向得分匹配模型

本文研究的是并购对社会福利的影响, 是对并购这一行为实施后的效应进行评估。以虚拟变量 $D_i = \{0, 1\}$ 作为处理变量, $D_i = 1$ 表示发生并购, 属于处理组; $D_i = 0$ 表示未发生并购, 属于对照组。若是直接对比实验组并购企业和对照组非并购企业的社会福利影响, 会存在“选择偏差”。具体而言, 是否发起并购通常是企业根据其收益预期而自我选择的结果, 不具有随机性, 导致估计处理效应的选择偏差。本文研究的目的是考察并购行为的影响, 是比较并购企业若是没有发生并购是否与实际发生并购后的效应有所差别。但是, 由于企业只能处于一种状态, 无法观测这种反事实状态, 存在数据缺失的问题。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, 可以解决该问题(Coe & Hoffmaister, 1998)。

另外, 相对于非并购企业, 参与并购的企业可能由于自身拥有良好的管理体系, 在发展过程中更容易提高效率, 发生更显著的技术进步, 若是直接对比并购发生前后两类企业的处理效应, 可能会产生异质性偏差(Blundel & Costaias, 2000)。而倾向得分匹配基础上的倍差法, 通过两次差分, 可以消除这种由不可观测、不随时间变化的因素产生的偏差。

双重差分倾向得分匹配法可分为倍差法和倾向得分匹配两部分, 本文选择先倍差后匹配的方法完成对并购处理效应的估计。首先对处理组和控制组每个个体, 计算实验期前后其结果变量即社会福利影响的变化, 然后选择可能影响并购效应和并购选择的变量作为协变量, 最后针对社会福利影响变动, 选择更为灵活的 Logit 模型估计倾向得分, 并选取得分接近的样本进行倾向得分匹配, 从而得到并购产生的社会福利影响。

在进行 PSM 时有不同的匹配方法, 本文选取近邻匹配法中的一比四匹配法, 并以整体匹配法中的核匹配进行稳健性检验。虽然匹配的原理是希望通过匹配找到处理组样本的双胞胎, 以消除个体异质性所引起的偏差, 但是, 在实际操作中, 很难达到精确匹配。Abadie 等(2004) 建议选择一比四匹配, 可在一定程度上平衡偏差和方差, 以求最小化均方差(MSE)。

为了确保匹配效果, 需要在匹配后进行数据平衡, 以检验协变量在匹配后的处理组和控制组之间分布均匀, 是否达到匹配的目标——使得处理组和控制组具有可比性。考虑到变量的量纲问题, 常用的方法是考察两组间每个协变量的标准化偏差。一般要求此偏差不超过 10%, 如果超过, 则需要重新选择协变量或者匹配方法。

3. 变量选取和样本选择

(1) 被解释变量的度量。本文采用成本加成率和能够近似替代边际成本变动的 Malmquist 指数来分析并购对社会福利的影响, 因此, 有两个被解释变量, 即成本加成率和 Malmquist 指数。

在计算成本加成率的过程中, 由于使用了生产函数来估计劳动弹性, 需要得到企业增加值、中间品投

人、劳动投入、资本投入等变量。其中,劳动投入可由企业职工人数来衡量,资本投入以固定资产净值来表示,而中间品投入和增加值不能直接得到,需要推算获取。

根据收入法,从对生产所创价值的收入初次分配结果看,增加值来源于固定资产折旧、劳动者报酬、生产税净值和营业盈余等方面。鉴于企业总产值 = 中间品投入 + 工业增加值 - 应交增值税,企业总收入或总产出由营业收入来替代,中间品投入可依此推算得到。为了增加结果的准确性,本文对第一、二、三产业采用不同的价格指数平减各产业中企业总收入和增加值。分别以农产品生产价格指数、工业品出厂价格指数平减第一、二产业指标,借鉴岳希明、张曙光(2002)在《我国服务业增加值的核算问题》中的处理方法,以居民消费价格指数平减第三产业产出和增加值。

得到劳动弹性后,还需要劳动投入份额才能推算成本加成率。本文以支付给职工的现金与销售商品与提供劳务收到的现金之比来表示劳动投入占总产出的份额。

投入导向型的 Malmquist 指数可以反映出产出不变的前提下,生产过程中投入量或者说成本的增减状况。因此,可近似地替代边际成本变动。为了与计算指标成本加成率时所假设的生产过程保持一致,本文以增加值作为产出指标,以劳动投入和资本投入作为投入指标,采用 DEA 方法计算 Malmquist 指数。

(2) 协变量的度量。在匹配过程中,需要选择协变量进行匹配,已得到与处理组个体相匹配的控制组个体。借鉴盛丹(2013)、樊秀峰等(2014)的方法,本文采用企业规模、资本结构、所处行业、所有制性质、所处地域、企业成长能力、盈利能力、运营能力等方面指标作为匹配的协变量。其中,企业规模用总资产的自然对数值 $\ln zsz$ 来表示,资本结构以资产负债率 zf 来衡量,成本能力、盈利能力、运营能力分别选用财务分析指标最近三年净利润增长率 $jz3$ 、净收益率 js 、总资产周转率 zsl 来表示,而行业 hy 以第一、二、三产业进行分类,所有制性质 gy 通过引入虚拟变量以是否国有为标准分为两类,地域特征 dy 以东、中、西部加以区分。

(3) 样本选择和样本描述。随着我国市场经济的发展,上市公司并购市场也发生了巨大的变化,并购主体日趋多元,并购范围不断扩大,并购动机也逐渐从政府主导向市场主导发展。为了使研究结果更具有参考价值,样本选择应尽可能选择近期数据。另外,并购对企业或者社会福利的影响可能不会在短期内完全体现,本文希望选择具有更长观察期的并购样本。为了兼顾研究的实用价值、分析的可信度,本文选择 2009 年为并购实验期,前一期以 2008 年为实验基期,而包括 2009 年在内的之后六年作为并购效果考察期。

此外,为了对并购行为的影响做出更具一般性的分析,本文以 A 股全部上市公司为研究对象,不对产业部门做特殊要求。为了便于研究分析,对样本做以下筛选:以上证、深证主板 A 股为样本,删除主营业务收入、应付职工薪酬、固定资产折旧、固定资产净值、营业利润、营业税金及附加、应交增值税等指标数据缺失的样本,删除主要指标出现异常值的样本,删除中间投入高于主营业务收入等不合逻辑的样本。

上证、深证主板市场共有 1516 家企业,对样本进行筛选计算后,得到 704 家企业 2008—2014 年成本加成值;匹配过程中排除协变量缺失的样本,共有 680 个样本可用于匹配分析。本文以万德数据库中并购库为数据来源,选择交易买方为境内公司且并购完成的并购事件作为样本。2009 年交易买方为境内公司的并购事件共有 1759 起,其中,交易买方为上市公司且并购完成的事件 525 起,并购主体共计 490 家企业,成本加成指标和协变量完整的企业可作为处理组样本,共有 138 家,考察期内未发生并购的企业作为控制组样本,共有 231 家。

三、实证结果分析

1. 总样本回归结果

(1) 倾向得分匹配的平衡性检验。本文采用有放回的一比四匹配方法进行倾向得分匹配,也就是为每个发生并购的企业找到与其得分最为接近的四个未发生并购的企业进行匹配。为了确保估计结果较为准确,需要在匹配后进行数据平衡,以检验协变量在匹配后的处理组和控制组之间分布是否均匀。考虑到变量的量纲问题,常用的方法是考察每个协变量的标准化偏差。一般要求此偏差不超过 10%,如果超过,则说

明处理组和对照组在匹配后存在显著差异,不具有可比性,这样就需要重新选择协变量或者匹配方法。本文匹配的平衡性检验结果如表 1 所示。

表 1 匹配的平衡性检验

变量	处理	均值		标准偏差 (%)	标准偏差减少幅度 (%)	t 检验	
		处理组	控制组			t	p > t
hy	匹配前	2.3116	2.2159	20.3	61.0	1.89	0.060
	匹配后	2.3134	2.2761	7.9		0.63	0.526
dy	匹配前	1.6304	1.5639	8.4	72.0	0.78	0.433
	匹配后	1.6194	1.6381	-2.4		-0.19	0.849
gy	匹配前	.61594	.69163	15.9	80.3	-1.48	0.139
	匹配后	.62687	.61194	3.1		0.25	0.802
js	匹配前	8.7322	4.3944	29.6	95.8	2.82	0.005
	匹配后	7.1386	7.3202	-1.2		-0.12	0.902
zf	匹配前	53.229	51.284	11.1	51.0	1.03	0.302
	匹配后	52.885	51.932	5.5		0.45	0.652
jz3	匹配前	221.46	85.921	16.1	90.6	1.54	0.124
	匹配后	160.36	147.55	1.5		0.15	0.881
zsl	匹配前	.95903	.92103	5.6	40.5	0.54	0.591
	匹配后	.96194	.93933	3.3		0.27	0.789
tfp	匹配前	2.6736	2.5521	16.0	75.6	1.48	0.139
	匹配后	2.6499	2.6203	3.9		0.32	0.751
lnzz	匹配前	8.1836	7.8968	26.4	95.8	2.43	0.016
	匹配后	8.1611	8.1491	1.1		0.09	0.932

资料来源:本文整理

观察检验结果,首先,从表 1 中标准偏差和标准偏差减小幅度两列统计结果可得,匹配后每个协变量的标准偏差绝对值都保持在 10% 以内,在匹配前后,标准偏差都大幅降低,每个协变量的处理组和对照组之间的差异性显著降低;其次,匹配后,处理组和对照组的每个协变量均已不存在显著差异,由于原假设是匹配后处理组和控制组不存在系统差异,匹配后的 t 值对应的 p 值都较大,接受原假设,说明匹配较好地平衡了数据的异质性。

(2) 总样本回归结果分析。通过双重差分倾向得分匹配的方法,本文以 2008 年为基期,考察实验期 2009 年发生并购后对以后六年的影响,分析并购对企业成本加成率、Malmquist 指数的影响,从而剖析并购行为的社会福利效应,结果如表 2 所示。

表 2 总样本处理组平均处理效应

变量	T=1	T=2	T=3	T=4	T=5	T=6
$\Delta Markup$	0.39 (1.66)	0.07 (0.25)	-0.04 (-0.13)	-0.06 (-0.18)	0.11 (0.29)	0.17 (0.48)

变量	T = 1	T = 2	T = 3	T = 4	T = 5	T = 6
<i>Malmquist</i>	-0.01 (-0.75)	0.00 (0.50)	0.00 (0.00)	-0.01 (-0.56)	0.00 (-0.11)	0.03** (1.98)

注:括号内数据为处理效应对应的 t 统计值;***、**和*分别为1%、5%、10%的显著性水平;T = 1、2、3、4、5、6 分别表示并购当年、第二年、第三年、第四年、第五年、第六年

资料来源:本文整理

从表 2 的实证结果可以看出,就总样本而言,在并购发生当期,并购行为对市场势力的影响有所显现,但显著性不足 10%,企业在生产率不变的情况下提高了价格高于边际成本的幅度,消费者福利受到威胁,资源配置效率不变,但并购使社会福利实现再分配,生产者福利增加、消费者福利减少。如果假设并购前是帕累托最优状态,则并购会削弱市场竞争水平,社会福利水平总体降低。所幸自第二期开始,并购对市场势力的影响效应就荡然无存了。到并购第六期,情况持续好转,企业生产率提升效应开始显现,而市场势力并没有发生恶化,即企业成本降低,但边际成本和价格之间的差距不变,从而意味着消费者面对的市场价格降低,社会福利得以改善。就社会福利总体效应而言,生产者福利先上升再回落,消费者福利先下降再回升,之后继续增加。换言之,以本文考察的数据范围而言,并购行为仅在短期内会威胁消费者福利,长期来看,在不降低生产者福利的前提下,由于资源配置效率的改善,进而会提升消费者福利。

2. 并购频率对社会福利的影响

并购是企业借助外部资源整合实现快速发展的重要途径。一次成功的并购可以提升高层管理者的声誉,实现个人职业满足感,对企业也是在短时间内扩张市场势力获取定价能力的手段。因此,高层管理者无论是出于企业发展考虑,还是基于个人利益权衡,并购,特别是进行连续并购已经成为很多企业的选择。

不同并购频率或并购次数对企业绩效或者社会福利的影响也存在差异,连续并购是否可以提高公司绩效一度是学术界研究的热点问题。Haunschild 等(1994)调查发现,若是并购进行得过于频繁,管理者无法从上一一起并购中获得经验教训并加以学习。据此调查,吴超鹏等(2008)认为,管理者可以从以往并购经历中学习并提高并购绩效,但充分学习是前提,并购间隔较长的公司管理者比间隔较短的管理者更能充分学习并购经验。换言之,低频率的并购有利于提高企业绩效。本文不仅考察并购频率对企业生产率、获利能力的影响,而且关注其对整个社会福利的影响。

在社会福利方面,企业市场势力或者定价能力的变动是影响消费者福利的直接因素。频繁并购势必引起市场份额的不断提升,但是,企业能否或是否将其转化为定价能力,需要看其市场势力是否增强。并购对社会福利的影响,取决于并购后边际成本和价格之间的差距变动是来自成本变动所代表的生产率变化,还是市场份额提升后企业做出的价格反应。

以 2009 年并购事件为分析样本,该年度仅发生一次并购事件的企业为低频率并购样本,实施多次并购行为的企业为高频率并购样本。在 138 个处理组样本中,有 90 个样本属于低频率并购组,有 48 个样本属于高频率并购组。对子样本进行分析,需要对处理组和控制组进行重新匹配,并进行数据平衡检验,匹配成功后方可对平均处理效应进行分析,基于篇幅考虑,不再列示平衡表。不同频率并购对社会福利的影响如表 3 所示。

表 3 高、低频率并购对社会福利的影响

并购频率	变量	T = 1	T = 2	T = 3	T = 4	T = 5	T = 6
低频率 并购	$\Delta Markup$	0.25 (0.89)	-0.06 (-0.22)	0.14 (0.48)	0.26 (0.77)	0.43 (1.05)	0.61* (1.75)
	<i>Malmquist</i>	-0.01 (-0.77)	0.00 (0.11)	0.00 (0.21)	0.00 (0.03)	0.01 (0.51)	0.00 (0.23)

并购频率	变量	T = 1	T = 2	T = 3	T = 4	T = 5	T = 6
高频率 并购	$\Delta Markup$	1.03*** (2.70)	0.31 (0.63)	-0.18 (-0.26)	-0.28 (-0.41)	-0.34 (-0.47)	-0.28 (-0.39)
	$Malmquist$	-0.02 (-1.34)	0.00 (-0.02)	0.00 (-0.27)	-0.01 (-0.72)	-0.01 (-0.40)	0.03 (1.34)

注:括号内数据为处理效应对应的 t 统计值;***、**和*分别为1%、5%、10%的显著性水平

资料来源:本文整理

一年多次的高频率并购,对市场势力的作用在短期内迅速显现,该结果和直觉相符。伴随着高频率的并购行为,并购实施企业的市场份额剧增,市场势力也得以显著提升,但是,这种效应不会延续较长时间。仓促连续的并购行为可能是经营者过度自信的选择(Malmendier & Tate, 2015),不能使企业的定价能力稳步提升。学习效应未得到充分显现的并购,即使短期内有市场势力提升的效果,也如昙花一现,对追求构筑市场势力的企业来说不是长久之计。相对而言,不频繁的并购,虽然在短期内效果并不显著,但是,其对市场的影响力逐渐提升。并购实施后,需要高层管理者从战略层面对资源进行重新整合,更需要实际经营管理执行部门的相互磨合,并购绩效的反馈需要时间,只有根据反馈信息对企业各部门不断进行调整,才能最大化地发挥并购的效果(Guest等, 2004),否则,并购带来的资金等方面的占用可能拖累企业,适得其反。

生产率方面,不管是高频率并购或是低频率并购,并购行为都没有带来显著提升生产率的效果。整体而言,企业并没能充分地发挥并购潜在的协同效应。换言之,企业内部的能力储备不足是造成潜在效应不能有效发挥的直接诱因。然而,值得注意的是,虽然两种并购形式的结果均不显著,但从平均处理效应的数值来看,高频率并购对生产率的影响呈现负面作用的倾向,而低频率并购的影响则呈现正面作用的倾向,这与吴超鹏等(2008)的结论相一致——低频率的并购使管理者能够对并购行为产生的效果反馈有足够的观察了解,从并购结果的成败中获取经验教训,进而得到充分的学习。管理者经历充分学习而实施的并购能够正向作用于企业的生产率提升,该影响在后文的稳健性检验中将得到进一步验证。

总之,并购频率高低对社会整体的资源配置效率没有显著影响,但是,由于二者对企业市场势力的影响方式不同,高频率并购在短期内可以提升企业的定价能力,损害消费者福利;而低频率并购在短期对社会福利没有损害,但是,随着时间的推移,其对社会福利的分配效应逐步显现,企业缓慢提升其市场势力,消费者福利受到威胁。

3. 并购区域对社会福利的影响

以并购企业与目标公司是否处于同一地域为标准,可以将并购行为分为本地并购和异地并购两类。本地并购和异地并购在信息获取的容易程度、地域性文化进而包括公司文化认同度方面都存在差异。并购前,并购企业需要了解目标企业的经营状况等信息,作为是否实施并购以及如何并购的决策依据;决定并购进行资源整合的过程中,管理人员还需及时了解并购进度情况,以保证并购能够获得满意的效果(Kropf & Robinson, 2008)。虽然目前的信息传递方式更加便捷,对信息的不充分性有所抑制,但本地并购相比异地并购在信息的准确及时获得方面仍然占有一定的优势(Giovanni, 2003)。更主要的,本地并购在社会文化环境的认同与并购后解决企业的管理体制和管理文化摩擦方面的优势更为明显。很多的并购事例表明,并购后企业能否融二为一一是并购能否最终成功的决定性因素,而融二为一的前提是企业文化上的认同,本地并购可能在该方面具有一定的优势。本文将对本地区并购和异地并购两种方式的企业效率和社会福利影响进行实证分析,探测是否存在属地差异。

本文以并购企业注册地作为其所在地,与并购标的企业的所在地进行对比,然后以二者是否位于同一省份为标准,将总样本分为异地并购和本地并购两个子样本。在138个处理组样本中,扣除同时发生了本地和异地并购的样本,共有63个样本属于本地并购组,39个样本属于异地并购组。实证结果如表4所示。

表 4 并购区域对社会福利的影响

并购区域	变量	T=1	T=2	T=3	T=4	T=5	T=6
本地并购	$\Delta Markup$	0.56* (1.82)	-0.55 (-1.37)	-0.33 (-0.60)	-0.23 (-0.42)	-0.02 (-0.03)	0.08 (0.14)
	<i>Malmquist</i>	-0.01 (-0.95)	0.00 (0.11)	-0.01 (-0.34)	-0.02 (-0.93)	0.00 (0.09)	0.01 (0.48)
异地并购	$\Delta Markup$	0.74 (1.32)	-0.22 (-0.39)	-0.45 (-0.56)	-0.44 (-0.60)	-0.33 (-0.41)	-0.22 (-0.28)
	<i>Malmquist</i>	0.00 (0.24)	0.01 (0.30)	0.02 (0.53)	0.01 (0.25)	0.00 (0.07)	0.03 (1.16)

注:括号内数据为处理效应对应的t统计值;***、**和*分别为1%、5%、10%的显著性水平

资料来源:本文整理

从表4的结果可以看出,除了本地并购在并购当期对市场势力有较强提升影响外,不管是本地并购还是异地并购的结果均不如预期。这可能与我国现阶段所呈现的经济社会政治发展的特征有一定的关系,以理论分析中劣势较为明显的异地并购为例,可以探测到一些导致结果不显著的原因。

由于地方政府官员的绩效考核压力以及对外来企业抢占市场份额、挤压当地企业利益的担忧,地方政府大多会维护当地企业利益,而对外来实行并购的企业多有苛责,甚至在税收、融资等方面设置一定的障碍(白重恩等,2004)。潘红、余明桂(2011)通过实证检验发现,异地并购后企业集团的实际所得税税率和银行贷款成本均会显著增加。另外,距离加大了并购企业了解目标企业实际经营状态、掌控整合结果的难度,地域文化差异也可能阻碍并购企业顺利接管目标企业,实现资源整合的目标。总之,异地并购相比本地并购,在信息获取、交易成本等方面可能导致市场失灵的程度更大。因此,并购难以达到预期的效果也不难理解,地域的距离也给企业扩大市场势力的并购目标带来某种程度的阻碍,使得异地并购对市场势力的影响同样不显著,对社会福利在数据考察时间范围内未带来显著影响。

比较而言,本地并购在信息获取、就近管理等方面都具有优势,但为什么结果同样不如预期?本文将并购主体的所有制属性与地域特征关联后探求进一步的原因。

潘红、余明桂(2011)讨论了不同所有制企业选择异地并购的差异性,发现地方国有企业异地并购的概率显著低于民营企业。不管是坚持政府发挥“支持之手”还是“掠夺之手”作用的学者,都赞同企业所有制与异地并购的选择存在相关性。“支持之手”的观点认为,地方政府倾向于支持本地企业以发展当地经济,完成以GDP增长为主的政治考核指标(杨治等,2007)。同时,政府采购、税收及信贷优惠等政府支持手段都具有很强的地域性,因此,为了借助政府的支持力量,地方国有企业较少进行异地并购。而“掠夺之手”的观点认为,地域距离增强了政府与企业的信息不对称程度和沟通难度,从而提高地方政府掌控异地并购企业承担政治责任的成本(Fan等,2013)。更主要的是政府之“手”受到行政区划约束,地方国有企业的并购活动需要当地政府的审批,企业难以通过异地并购来达到逃避政府掠夺的目的。在“掠夺之手”的观点下,地方国有企业同样较少进行异地并购。

总之,本地并购意味着并购主体很大概率是国有企业。为了佐证该结论,本文对不同并购方式的并购企业的所有制属性进行统计,统计结果显示,本地并购样本中,国有企业与非国有企业的比例为2:1,而异地并购样本中,二者比例为1.29:1,该比例明显较低。

从实证结果看,与异地并购相比,本地并购后,虽然存在信息获取等方面的天然优势,但是,对生产率水平并没有发挥显著的提升作用。由于本地并购的并购主体更大比例是国有企业,若是能证明国有企业不能

很好地利用并购带来的效率优势(Chen 等,2011),那么不显著的影响效果在一定程度上就能够得到合理的解释。

4. 并购企业的所有制属性对社会福利的影响

国有企业由于在某些特殊的情况下代表政府承担一定的社会职能,利润最大化并不总是其最终目标或唯一目标(Lin 等,1998;田利辉,2005)。该因素将可能阻碍企业通过并购提高资源配置效率,但却可能因为国有企业享有的资源和政策优势,对市场势力的扩张发挥正向影响,从而影响社会福利分配。为了确保分析的严谨性和准确性,本文将总样本分为国有企业和非国有企业两类子样本进行验证,结果如表5所示。

表5 国企并购和非国企并购对社会福利的影响

所有制性质	变量	T=1	T=2	T=3	T=4	T=5	T=6
非国有企业 并购	$\Delta Markup$	0.53 (1.14)	-0.32 (-0.64)	-0.54 (-0.79)	-0.61 (-0.94)	-0.62 (-0.86)	-0.45 (-0.67)
	<i>Malmquist</i>	-0.01 (-0.46)	0.01 (0.51)	0.00 (-0.12)	-0.02 (-0.62)	-0.01 (-0.38)	0.02 (0.85)
国有企业 并购	$\Delta Markup$	0.54** (2.30)	0.28 (1.02)	0.34 (1.09)	0.44 (1.27)	0.73 (1.78)	0.74* (1.97)
	<i>Malmquist</i>	-0.02* (-1.90)	-0.02 (-1.40)	-0.02 (-1.18)	-0.01 (-1.00)	0.00 (-0.01)	0.03 (1.27)

注:括号内数据为处理效应对应的t统计值;***、**和*分别为1%、5%、10%的显著性水平
资料来源:本文整理

表5的实证结果证实了本文推断。拥有稀缺资源和政府政策支持的优势,使得国有企业在并购后更有利于扩张市场势力,提高定价水平;而国有企业较轻的生存压力和时而会发生偏离的企业目标,使其生产率水平难以与民营企业或外资企业竞争。

5. 并购方向对社会福利的影响

万德并购库中将并购事件按并购目的不同分为横向整合、垂直整合、多元化战略、财务投资、资本运作等,本文选取横向整合、垂直整合、多元化战略三种类型的并购事件,分别验证现有文献研究较为集中的横向并购、纵向并购和混合并购的并购效应。

横向并购是对同一产品市场原为竞争关系的企业进行并购;纵向并购是企业产业链原有位置向前或向后延伸的战略实现手段;多元化战略并购是区别于横向、纵向并购等专业化并购战略的跨行业并购行为。不同的并购方向对社会福利影响路径存在差异,作用大小也各有不同。

根据万德数据库,2009年并购主体为上市公司且并购完成的横向整合事件共有328起,删除各指标缺失样本,进行双重差分倾向得分匹配的企业共有90家;垂直整合事件共有96件,进入匹配分析的有33家企业;而多元化战略的事件数量较少,共有105起,进入最终处理组的共有14家。其各自平均处理效应如表6所示。

表6 并购方向对社会福利的影响

并购方向	变量	T=1	T=2	T=3	T=4	T=5	T=6
横向并购	$\Delta Markup$	0.59** (2.09)	0.44 (1.55)	0.14 (0.47)	-0.03 (-0.09)	0.12 (0.33)	0.27 (0.76)
	<i>Malmquist</i>	-0.01 (-0.56)	0.00 (0.21)	0.00 (-0.32)	-0.02 (-1.05)	-0.01 (-0.32)	0.02 (1.10)

并购方向	变量	T=1	T=2	T=3	T=4	T=5	T=6
纵向并购	$\Delta Markup$	-0.41 (-0.93)	-0.92 (-1.57)	-0.48 (-0.76)	-0.21 (-0.29)	0.06 (0.08)	0.87 (1.35)
	<i>Malmquist</i>	-0.03* (-1.82)	-0.03* (-1.78)	-0.02 (-0.92)	-0.07* (-1.95)	-0.07** (-2.39)	0.05 (1.14)
混合并购	$\Delta Markup$	0.41 (1.18)	0.72 (1.40)	1.41* (1.88)	0.73 (1.10)	1.28* (1.78)	1.07* (1.78)
	<i>Mamlquist</i>	-0.02 (-0.69)	0.02 (0.83)	0.05 (0.91)	0.04 (0.47)	0.02 (0.38)	-0.01 (-0.43)

注:括号内数据为处理效应对应的 t 统计值;***、**和*分别为1%、5%、10%的显著性水平

资料来源:本文整理

不同并购方向的并购行为对社会福利的影响存在很大差异,具体表现在以下几个方面:

(1) 横向并购的市场势力增强效应并不明显。正如前文所提到的,并购的协同效应等理论都支持了横向并购有利于提高资源配置效率的观点,理论上其会产生提高市场份额、增强市场势力的并购效应。但是,从实证结果看,这一效应虽然短暂性地出现过,却难以持续。随着显著水平的下降,到并购的第二年,这种市场势力的增强效应已经荡然无存。这一结果对至少理论上更加关注消费者福利的反垄断机构来说是乐见其成的,可以在一定程度上打消反垄断机构面对不断增加的横向并购案例时对可能严重侵害消费者福利的过分担忧,从而让横向并购可以更好地发挥对市场竞争的激励作用。

(2) 纵向并购的协调成本增加可能远高于交易成本的降低,使得其对生产率的影响效应显著为负。企业纵向并购的动机多为降低市场交易成本,将其与上下游企业的市场交易转为企业内部的组织协调运作(Riordan, 1998)。因此,理论上纵向并购会降低市场交易成本,但纵向并购即便能降低表面上可视的市场交易成本,却可能因为并购后不同企业的资源整合,面临很大的协调成本,使得交易成本的下降水平低于协调成本的上升水平,从而总成本不降反升,由此使得企业纵向并购的生产率效应显著为负。就纵向并购对市场势力的影响而言,理论上企业通过纵向一体化掌控上下游资源,对提高企业定价能力有潜在影响。但从实证结果看,纵向并购没有对企业市场势力产生显著影响,尽管从数据符号来看有逐渐提升的趋势。这或许可以解释为,随着企业纵向并购一段时间后跨越了资源整合关,协调成本与交易成本开始趋于下降,如何提高企业的市场势力自然纳入企业的战略思考范畴,逐渐显露出提升的趋势。资源整合效果是决定并购成功与否的关键一环,从当前的实证结果看,我国上市公司的资源整合能力并不充分,面临较大的资源整合障碍。

(3) 多元化并购产生于管理者分散风险、寻求新的发展机会的选择。但由于多元化并购的并购发动方与并购对象分属不甚相关的行业领域,并购绩效的好坏更多地取决于并购后拓展的新行业的盈利空间和企业对新行业的适应能力。对于多元化并购对企业绩效的影响,包括 Bradley 等(1988)、Servaes(1996)以及洪道麟、熊德华(2006)在内的国内外学者至今未得到一致的结论。本文的实证结果显示,多元化战略并购对企业生产率的影响不显著,说明多元化并购后面临的新资源整合成本至少在短期内会抵消进入新行业的潜在利益。另外,实施多元化并购战略的企业多是具有一定市场影响力的大型企业或集团,该类型企业原本在原有市场就具有一定的市场势力。为了尽快在并购后拓展的新领域内壮大企业,并购企业可能会尽一切努力利用其在原本市场的市场势力,甚至可能采取搭售或者限制性条约约束等不正当的竞争行为。也就是说,企业将其在原本市场的市场势力延伸到目标行业市场。当然,从企业视角而言的理想结果是,新行业的发展会进一步带动原行业的势力扩张,这也是大型企业热衷于跨行业发展,朝向大型企业集团发展的原因所在。这一现象与实证结果中多元化战略的并购对提高企业的市场势力有显著的正向作用相一致。多元化并购战略虽不能有效地提升企业的生产率水平,但是,已经具有一定市场势力的并购主体,可能使企业克服整合障碍和进入新行业的水土不服等劣势,通过行使市场势力将并购带来的协调整合成本等压力成功转移给消费者,损害消费者福利,带来社会福利的再分配。

四、稳健性检验

本文就并购对社会福利的影响进行稳健性分析,从以下几方面进行检验:首先,更换匹配方法,考察不同匹配方法下并购对社会福利的作用;其次,改变并购频率衡量方法,对并购频率造成的影响进行考察;最后,更换是否异地并购的划分标准,对并购区域不同所发挥的作用进行检验。

1. 改变匹配方法的检验结果

上文采用的一对四匹配法,属于近邻匹配法,其匹配过程是寻找倾向得分最近的四个不同组个体,然后进行简单算术平均。本文将采用一种整体匹配法——核匹配进行分析。该方法是以不同组的全部个体进行匹配,只是根据个体距离不同,根据核函数给予不同权重。为了考察匹配的有效性,首先进行平衡性检验,结果如表7所示。

表7 总样本核匹配数据平衡检验

变量	处理	均值		标准偏差 (%)	标准偏差减少幅度 (%)	t 检验	
		处理组	控制组			t	p > t
hy	匹配前	2.3116	2.2159	20.3	85.6	1.89	0.060
	匹配后	2.3134	2.2997	2.9		0.23	0.816
sf	匹配前	1.6304	1.5639	8.4	79.0	0.78	0.433
	匹配后	1.6194	1.6054	1.8		0.14	0.886
gy	匹配前	.61594	.69163	15.9	94.1	-1.48	0.139
	匹配后	.62687	.6224	0.9		0.08	0.940
js	匹配前	8.7322	4.3944	29.6	98.8	2.82	0.005
	匹配后	7.1386	7.0869	0.4		0.04	0.972
zf	匹配前	53.229	51.284	11.1	76.7	1.03	0.302
	匹配后	52.885	52.432	2.6		0.22	0.829
jz3	匹配前	221.46	85.921	16.1	96.5	1.54	0.124
	匹配后	160.36	165.11	-0.6		-0.06	0.953
zsl	匹配前	.95903	.92103	5.6	22.6	0.54	0.591
	匹配后	.96194	.93252	4.3		0.35	0.728
tfp	匹配前	2.6736	2.5521	16.0	77.4	1.48	0.139
	匹配后	2.6499	2.6225	3.6		0.30	0.768
lnzz	匹配前	8.1836	7.8968	26.4	90.4	2.43	0.016
	匹配后	8.1611	8.1335	2.5		0.20	0.840

资料来源:本文整理

从表7的匹配检验结果可以看出,匹配后各协变量的标准偏差显著降低,且均在10%以内。另外,匹配后t统计量对应概率均较大,接受处理组和对照组的协变量均值不存在显著差异的原假设,匹配平衡性较好,核匹配方法的估计结果有效。

匹配后,对并购产生的处理组处理效应进行分析,实证结果如表8所示。总样本回归结果中,并购第一期企业市场势力增强,之后影响消失,企业生产率处理效应不显著,但伴随着显著性的逐渐提

高,企业生产率有向上变化的倾向,与前文一比四匹配法的结果完全一致。即并购仅在短期内威胁到消费者福利,长期来看,并购在不降低生产者福利的前提下,由于资源配置效率的改善会提升消费者福利。

表 8 核匹配法回归结果

匹配方法	变量	T=1	T=2	T=3	T=4	T=5	T=6
总样本	$\Delta Markup$	0.42* (1.89)	0.02 (0.09)	-0.08 (-0.27)	-0.09 (-0.29)	0.11 (0.31)	0.14 (0.40)
	<i>Malmquist</i>	-0.01 (-1.03)	0.00 (-0.10)	0.00 (-0.24)	-0.01 (-0.63)	0.00 (-0.07)	0.02 (1.56)
高频率 并购	$\Delta Markup$	0.82** (2.29)	0.14 (0.31)	-0.39 (-0.59)	-0.45 (-0.69)	-0.31 (-0.47)	-0.33 (-0.48)
	<i>Malmquist</i>	-0.02 (-1.54)	-0.01 (-0.73)	-0.02 (-1.09)	-0.02 (-1.00)	-0.01 (-0.67)	0.02 (0.76)
低频率 并购	$\Delta Markup$	0.21 (0.81)	-0.09 (-0.36)	0.00 (-0.01)	0.10 (0.32)	0.36 (0.96)	0.44 (1.42)
	<i>Malmquist</i>	0.00 (-0.34)	0.00 (0.45)	0.00 (0.33)	0.00 (-0.18)	0.01 (0.43)	0.02 (1.07)
本地并购	$\Delta Markup$	0.58** (2.02)	-0.25 (-0.70)	-0.30 (-0.58)	-0.26 (-0.50)	-0.01 (-0.02)	0.04 (0.07)
	<i>Malmquist</i>	-0.02 (-1.42)	0.00 (-0.44)	-0.01 (-1.03)	-0.03 (-1.62)	-0.01 (-0.33)	0.02 (1.20)
异地并购	$\Delta Markup$	0.82 (1.52)	-0.11 (-0.20)	-0.42 (-0.53)	-0.32 (-0.45)	-0.13 (-0.17)	-0.02 (-0.03)
	<i>Malmquist</i>	0.00 (-0.33)	0.00 (0.24)	0.01 (0.48)	0.01 (0.34)	0.00 (0.14)	0.01 (0.66)
横向并购	$\Delta Markup$	0.52* (1.85)	-0.02 (-0.07)	-0.42 (-1.04)	-0.47 (-1.14)	-0.32 (-0.73)	-0.16 (-0.37)
	<i>Malmquist</i>	0.00 (-0.53)	0.00 (0.15)	-0.01 (-0.50)	-0.01 (-0.85)	0.00 (-0.34)	0.03* (1.80)
纵向并购	$\Delta Markup$	-0.39 (-1.22)	-0.69 (-1.75)	-0.33 (-0.81)	-0.19 (-0.31)	-0.13 (-0.21)	0.41 (0.82)
	<i>Malmquist</i>	-0.02* (-1.80)	-0.02 (-1.55)	-0.01 (-0.72)	-0.05 (-1.49)	-0.04 (-1.53)	0.07* (1.97)
混合并购	$\Delta Markup$	0.18 (0.62)	0.41 (0.90)	1.29* (1.74)	0.83 (1.30)	1.33* (1.85)	1.01* (1.83)
	<i>Malmquist</i>	0.00 (-0.09)	0.01 (0.68)	0.05 (0.82)	0.03 (0.32)	0.00 (0.04)	-0.01 (-0.39)

注:括号内数据为处理效应对应的t统计值;***、**和*分别为1%、5%、10%的显著性水平

资料来源:本文整理

分样本方面, 高频率并购对企业生产率未发挥积极作用, 却因在短期内迅速提高了市场势力而更大程度地危害到消费者福利。好在该消极影响在并购第二期就消失了, 对长期社会福利无影响。低频率并购虽然影响不显著, 但其对市场势力逐步显著的影响与上文回归结果相一致。因国有企业更大的参与比例和本地并购相对于异地并购的天然优势, 本地并购将企业市场势力短期提升, 消费者福利受损, 但其影响的短暂性不必过度担忧; 异地并购因其实施难度较大, 对市场势力和生产率均无显著影响。横向并购对社会福利影响与总样本相一致, 短期内因对生产率无显著作用而对企业市场势力有提升效果, 使得消费者福利受损, 但充足的时间使横向并购的规模经济效应和协同效应发挥影响, 消费者福利和社会总福利均得到改善。而纵向并购和混合并购由于并购目标与原生产过程均存在一定差异, 对生产率无改善作用。由于混合并购的并购主体大多具有大型企业集团的身份, 使其扩张市场势力的效果更为明显, 对消费者福利的影响较大。

不同的并购方式对社会福利的影响存在差异, 但是, 不管是近邻匹配法中的一对四匹配还是整体匹配中的核匹配, 对结果都没有造成实质性改变。

2. 改变并购频率衡量方法

上文以一年中的并购次数作为划分并购频率的依据, 这里将以六年内发生两次并购事件的企业为分析样本, 以其发生并购的年份是否相邻为划分标准: 若企业在 2009 年并购后, 紧接着在 2010 年再次并购, 则将其作为高频率并购样本, 若其另一次并购并非发生于 2010 年, 则将其划分到低频率并购组。更换划分标准后的回归结果如表 9 所示。

表 9 改变并购频率衡量标准的回归结果

并购次数	变量	$T=1$	$T=2$	$T=3$	$T=4$	$T=5$	$T=6$
并购两次	$\Delta Markup$	0.11 (0.36)	0.35 (0.94)	0.39 (0.99)	0.59 (1.31)	0.98** (2.13)	0.92** (2.01)
	<i>Malmquist</i>	-0.01 (-1.10)	-0.01 (-0.80)	-0.02 (-1.73)	-0.02 (-1.02)	0.01 (0.53)	0.03 (1.26)
连续并购 两次	$\Delta Markup$	-0.26 (-0.52)	-0.11 (-0.20)	0.00 (0.00)	0.25 (0.36)	0.45 (0.57)	0.62 (0.85)
	<i>Malmquist</i>	-0.03* (-1.86)	-0.01 (-0.72)	-0.01 (-0.74)	0.00 (-0.06)	0.02 (0.42)	0.04 (1.11)

注: 括号内数据为处理效应对应的 t 统计值; **、* 和 * 分别为 1%、5%、10% 的显著性水平

资料来源: 本文整理

低频率并购对市场势力的增强在长期内有影响, 这与上文不同划分标准下得出的结论一致。短期内影响较小, 但是, 随着时间的推移, 企业的定价能力不断提升, 不过由于其生产率没有显著变化, 这说明, 企业市场势力的提升主要表现在不断提高的价格水平, 消费者福利在长期内会受到损害。当然, 从企业角度来看, 其因市场势力增强而不断提高的定价能力对企业的利润增长有正向作用。

在以一年内并购次数来衡量并购频率的实证结果中, 高频率并购企业在并购完成当年生产率呈现些微下降但并不显著的趋势, 而以六年间企业发生并购的年份是否相邻为衡量标准时, 高频率并购对企业生产率提升的影响得以显著增强, 支持了未经过充分学习的连续并购, 短期内对企业生产率有较大负向影响的结论。具体而言, 并购频率较高时, 企业短时间内很难克服文化差异等造成的管理障碍, 协调成本会陡然增加, 根据并购反馈做出策略性调整的难度也增强, 这对企业效率会带来一定的损害, 但并购后市场势力的提

升赋予其较大的定价能力,企业将其成本压力转移给消费者,其结果是效率降低但加成率不变,消费者福利短期受到较大损失。但是,随着并购高频率完成,如果顺利度过并购之后的调整期,企业的生产率可能逐渐反弹,随之企业转嫁成本压力给消费者的意愿也会降低,消费者福利损失会趋弱。与之相对应的低频率并购,在提升市场势力方面效果显著,因而,不管是从一年内企业并购次数来划分,还是从并购行为是否在各年度连续实施来看,并购频率对社会福利影响的结论都是一致的。

3. 更换并购区域衡量标准

上文以并购目的与并购主体是否处于同一省份来区分是否属于异地并购,本文更换划分标准,以二者是否位于同一地级市来区分本地并购和异地并购。更换划分标准后回归结果如表 10 所示。

表 10 更换并购区域划分标准的回归结果

并购区域	变量	T = 1	T = 2	T = 3	T = 4	T = 5	T = 6
本地并购	$\Delta Markup$	0.64 [*] (1.83)	-0.25 (-0.56)	-0.43 (-0.69)	-0.28 (-0.44)	-0.05 (-0.06)	-0.01 (-0.02)
	Malmquist	-0.02 [*] (-1.76)	0.00 (0.13)	-0.02 (-0.99)	-0.03 (-1.50)	0.00 (0.03)	0.01 (0.55)
异地并购	$\Delta Markup$	0.82 [*] (1.89)	0.05 (0.11)	-0.25 (-0.4)	-0.28 (-0.48)	0.03 (0.05)	0.05 (0.08)
	Malmquist	-0.01 (-0.61)	0.01 (0.35)	0.02 (0.70)	0.01 (0.26)	0.00 (-0.07)	0.02 (1.12)

注:括号内数据为处理效应对应的 t 统计值;***、**和*分别为 1%、5%、10% 的显著性水平

资料来源:本文整理

以地级市为区域界线划分的本地或异地并购,在市场势力影响方面没有明显差异,这可能是因为随着市场化、信息化与经营管理环境的变化,使得企业的有形市场边界,或者说企业的有效能力范围不断扩大,地理空间对企业行为决策的影响越来越弱化,政府对地方企业获得资源支持时的地域要求也逐渐放宽。换言之,行政性的不可视壁垒也趋于弱化,因此,跨区域并购对市场势力的影响不存在显著差异。至于对生产率方面的影响,本地并购在并购当年导致效率有所降低,但长期无显著作用。这与上文中以省域为界限的本地并购,无论长短期,对企业的生产率均未呈现显著影响的结果有所不同,却也是情理之中。一方面,与跨省并购相比,更小范围的跨市并购,在信息获取、远距离管理方面的劣势大幅降低;另一方面,本地并购背后代表的是更大比例的国有企业并购主体,其相对低效率的制度性劣势可能最终导致本地并购的生产率显著下降,正如实证结果中的负值表现。

总之,分别以省、地级市为区域划分标准的本地并购和异地并购的并购效应虽然存在一定差异,但其内在作用机制相同,不存在实质性差异。

五、研究结论

本文根据 2008—2014 年我国上市公司的财务数据,采用双重差分倾向得分匹配估计法,考察了企业并购对成本加成率、Malmquist 指数的影响,进而对社会福利的作用。本文首先依据 Loecker & Warzynski (2012) 的方法建立了企业成本加成率的估计模型,然后结合 Malmquist 指数,从总样本、不同并购频率、不同

并购区域以及不同并购方向的子样本等层面,分析了不同并购方式对社会福利的不同影响。实证结果表明,虽然我国的市场化进程不断深入,但是,政府在企业并购中所产生的影响依然有迹可循。实证结果表明,并购对企业生产率、市场势力等方面的影响并没有理论中所预期的大,原因在于在我国当前阶段,并购被看作是企业在短期内快速寻求扩张的一条途径,带有较大的盲从与狂热的成分,快速并购扩张后迅速衰落甚至是消亡的例子并不罕见。习惯于以行政手段干预市场发展的地方政府,热衷于拉郎配似的牵线搭桥,国有企业成为地方政府行使这种干预权力的载体,因此,我国的企业并购可以说从一开始就掺杂了较多的非市场化因素,导致其实证结果与理论推演和普遍性的实证经验有不小的偏差。具体而言,在我国当前的经济背景下,上市企业的并购效应显现出以下特征:

首先,整体而言,企业的并购行为仅在短期威胁到消费者福利,因为短期内市场势力增强效应大于生产率提升效应,后者短期内往往是下降的。但长期来看,并购如果顺利度过磨合调整期后,会由于资源配置效率的改善继而提升消费者福利。

其次,低频率并购对生产率无负面影响,且因对市场势力的影响在长期逐渐显现,对企业而言是一种较为有利的策略选择,但对消费者福利造成威胁,政府的反垄断部门应密切关注企业并购,尤其是市场内具有一定控制力和影响力的大企业并购后的行为选择,对可能造成消费者福利损失的行为加以约束;而高频率并购短期对生产率无积极影响,但对市场势力扩张效果显著,企业将成本压力转嫁给消费者,造成资源配置效率和消费者福利的双损失,所幸该影响作用短暂,长期内对社会福利无显著影响。

第三,本地并购具有信息获取便利和就近管理的优势,但较大比例的国有企业主体,扭曲了其对社会福利的影响。具体而言,本地并购扩张市场势力的效应扩大,而提高资源配置效率的优势受到削弱。这与地方政府习惯于借国有企业之“手”代替其行使某种政府意志不无关系,因此,只有还并购的主导权给企业,消除非国有企业的并购歧视性壁垒,才可能在更大程度上发挥并购的积极作用。

最后,横向并购虽然在短期内损害消费者福利,但是,长期协同效应带来的成本节约对社会福利有正面影响。就目前我国经济发展状况而言,由于其对市场势力的影响无长期效应,且具有相对于纵向并购或混合并购的效率优势,政府部门可适当鼓励,以加大产业资源整合升级的进程。当然,鼓励是仅就制度环境完善而言,政府绝不能越俎代庖,把本该属于企业的并购选择与决策权完完全全地交还企业,是更充分地发挥并购积极效应的前提。因为市场竞争程度的降低可能会影响并购的社会福利效果。因此,反垄断机构对企业的并购事件更应关注的是并购行为发生后企业的行为选择,并非仅以结构和市场份额判断并购的社会福利效应的片面性。任何有悖于市场竞争的行为都应该被禁止,反之,则不必大惊小怪。

参考文献:

- [1] Abadie A, Drukker D, Herr J L, Imbens G W. Implementing Matching Estimators for Average Treatment Effects in Stata[J]. *Stata Journal*, 2004, 4, (3): 290 - 311.
- [2] Blundell R, Dias M C. Evaluation Methods for Non-Experimental Data[J]. *Fiscal Studies*, 2000, 21, (4): 427 - 468.
- [3] Bradley M, Desai A, Kim E H. Synergistic Gains From Corporate Acquisitions and Their Division Between The Stockholders of Target and Acquiring Firms[J]. *The Journal of Finance*, 1988, 21, (1): 3 - 40.
- [4] Chen S, Sun Z, Tang S, Wu D. Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17, (2): 259 - 271.
- [5] Chu K H. Economies as an Antitrust Defense Revisited: The Welfare Trade-offs and Safe Harbors[J]. *International Journal of the Economics of Business*, 2014, 21, (1): 99 - 119.
- [6] Coe D T, Hoffmaister A W. North-South Trade: Is Africa Unusual? [J]. *Journal of African Economies*, 1999, 8, (2):

228 - 256.

- [7] Guest P M, Cosh A, Hughes A, Conn R L. Why Must all Good Things Come to an End? The Performance of Multiple Acquirers[C]. Academy of Management Annual Proceedings, 2004.
- [8] Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Institutions and Organizational Structure: The Case of State-Owned Corporate Pyramids[J]. The Journal of Law, Economics, and Organization, 2013, 29, (6): 1217 - 1252.
- [9] Giovanni D J. What Drives Capital Flows? The Case of Cross-border M&A Activity and Financial Deepening[J]. Journal of International Economics, 2003, 65, (1): 127 - 149.
- [10] Haunschild P R, Moreland R L, Murrell A J. Sources of Resistance to Mergers Between Groups[J]. Journal of Applied Social Psychology, 1994, 24, (13): 1150 - 1178.
- [11] Hovenkamp, Herbert J. Market Efficiency and the Domain of the Firm[J]. Journal of Corporation Law, 1993, 18, (2): 173.
- [12] Kropf R M, Robinson D T. The Market for Mergers and the Boundaries of the Firm[J]. The Journal of Finance, 2008, 63, (3): 1169 - 1211.
- [13] Lin J Y, Cai F, Li Z. Competition, Policy Burdens, and State-Owned Enterprise Reform[J]. American Economic Review, 1998, 88, (2): 422 - 427.
- [14] Loecker J D, Warzynski F. Markups and Firm-level Export Status[J]. The American Economic Review, 2012, 102, (6): 2437 - 2471.
- [15] Levinsohn J, Petrin A. Estimating Production Functions Using Inputs to Control for Unobservables[J]. The Review of Economic Studies, 2003, 70, (2): 317 - 341.
- [16] Malmendier U, Tate G. Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence[J]. Journal of Economic Perspectives, 2015, 29, (4): 37 - 60.
- [17] Riordan M H. Anticompetitive Vertical Integration by a Dominant Firm[J]. American Economic Review, 1998, 88, (5): 1232 - 1248.
- [18] Servaes H. The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave[J]. Journal of Finance, 1996, 51, (4): 1201 - 1225.
- [19] Spector D. Horizontal Mergers, Entry, and Efficiency Defences[J]. International Journal of Industrial Organization, 2003, 21, (10): 1591 - 1600.
- [20] Williamson O. E. Economies as an Antitrust Defense: the Welfare Tradeoffs[J]. American Economic Review, 1968, 58, (5): 18 - 36.
- [21] 白重恩, 杜颖娟, 陶志刚, 全月婷. 地方保护主义及产业地区集中度的决定因素和变动趋势[J]. 北京: 经济研究, 2004, (4).
- [22] 杜传忠, 郭树龙. 企业并购对企业成长的影响及其机理分析[J]. 大连: 财经问题研究, 2012, (12).
- [23] 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]. 广州: 国际经贸探索, 2014(12).
- [24] 郭敏, 屈艳芳. 企业并购的社会福利效应分析[J]. 成都: 财经科学, 2004, (2).
- [25] 洪道麟, 熊德华. 中国上市公司多元化与企业绩效分析——基于内生性的考察[J]. 北京: 金融研究, 2006, (11).
- [26] 潘洪波, 余明桂. 支持之手, 掠夺之手与异地并购[J]. 北京: 经济研究, 2011, (9).
- [27] 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]. 北京: 经济学(季刊), 2013, (4).
- [28] 石强. 企业并购绩效分析——以我国电力企业为例[J]. 武汉: 财政监督, 2008, (2).
- [29] 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]. 北京: 经济研究, 2005, (10).
- [30] 吴超鹏, 吴世农, 郑方镛. 管理者行为与连续并购绩效的理论及实证研究[J]. 北京: 管理世界, 2008, (7).
- [31] 杨治, 路江涌, 陶志刚. 政治庇护与改制: 中国集体企业改制研究[J]. 北京: 经济研究, 2007, (5).
- [32] 岳希明, 张曙光. 我国服务业增加值的核算问题[J]. 北京: 经济研究, 2002, (12).

Mergers and Acquisitions, Mergers and Acquisitions Pattern and Social Welfare: An Investigation Based on the Financial Data of Chinese Listed Corporation from 2008—2014

BAI Xue-jie, WEI Jing-jing

(College of Economic and Social Development, Nankai University, Tianjin, 300071, China;
School of Economics, Nankai University, Tianjin, 300071, China)

Abstract: Nowadays China's economic growth rate slows down, and the traditional mode of development is unsustainable. The economic difficulties cause that economic transformation and upgrading becomes urgent. Economic transformation is the inherent momentum of Mergers and Acquisitions, triggering a new wave of mergers and acquisitions. In the face of the merger wave and the consequent social welfare shock, whether the government should do something, how to regulate or antitrust should be answered. Based on the financial data of Chinese listed corporation from 2008—2014, this paper investigates the effect of Mergers and Acquisitions behavior on the firms' price-cost markup, Malmquist index and social welfare. The investigation employs the difference-in-difference and propensity score matching methods. This paper firstly establishes a model to measure and calculate the markup of enterprises, then analyzes the different social welfare effects of Mergers and Acquisitions when enterprises acquire with different frequency, area and direction, in addition to the general analysis of the total sample regression.

The results show that mergers and acquisitions threaten consumer welfare in the short run because the effect of market power is stronger than the productivity effect, and the latter tends to decline. But in the long run, after the period of adjustment and integration, Mergers and Acquisitions can enhance consumer welfare due to the improvement of resource allocation efficiency. Low-frequency Mergers and Acquisitions is a more favorable strategic choice for enterprise, because it has no negative impact on productivity, and the influence of market forces gradually emerges in the long-term. However, low-frequency Mergers and Acquisitions is a threat to consumer welfare, thus the antitrust departments should pay close attention to the low-frequency Mergers and Acquisitions, especially the behavior of large enterprises with market influence and control, constraint the behavior which may result in consumer welfare loss. High-frequency Mergers and Acquisitions has no positive impact on productivity and short-term play a significant role in enhancing market forces. That means enterprises pass the cost pressure on to consumers in the short term, both resource allocation efficiency and social welfare are damaged. Fortunately the impact is temporary, long-term social welfare is not significantly impacted. Local mergers and acquisitions have advantages of convenient information access and the nearest management, but a large proportion of state-owned enterprises distort the influence on social welfare. The effects on market forces of local Mergers and Acquisitions are strengthened and the advantages of improving resource allocation efficiency are weakened. This is due to the local governments' habit of using the "hands" of state-owned enterprises to achieve administrative objectives. To play a more positive role of mergers and acquisitions, local governments should give state-owned enterprises decision-making power and weaken discriminatory barriers of Mergers and Acquisitions for non-state-owned enterprises. Although horizontal mergers and acquisitions in the short term damage consumer welfare, but the cost saving caused by the synergies long-term has a positive impact. Taking into account no long-term effects on market forces and the efficiency advantages compared to vertical and diversified Mergers and Acquisitions, government departments can appropriately encourage horizontal mergers and acquisitions to promote the process of industrial resources integration and upgrading.

On the whole, the impact of Mergers and Acquisitions on market power and productivity is not as great as the theoretical expectation. The marketization process in China has gone on for a long time, but the influence of the government in enterprise mergers and acquisitions still exists. On one hand, Mergers and Acquisitions is seen as a way for firms to pursue scale expansion in the short term, which is lack of rational inspection and judgment. The examples of rapid decline of enterprises after merger and acquisition are not uncommon. On the other hand, local governments are accustomed to administrative intervention in market development, and state-owned enterprises have become the vehicles for local governments to implement administrative intervention. Therefore, Mergers and Acquisitions in China are affected by non-market factors, thus the empirical results of the Mergers and Acquisitions effect in China are different from the theoretical deduction and the universal experience.

Key Words: mergers and acquisitions; mergers and acquisitions pattern; social welfare

(责任编辑:文 川)