

国有企业合并重组提高了企业绩效吗?*

——以电信业为例

戚聿东, 张任之*

(首都经济贸易大学工商管理学院, 北京 100070)

内容提要:针对当前国有企业合并重组浪潮,本文以2008年电信重组为例,通过构建盈利能力和营运能力两方面的指标,从企业微观层面来评估企业并购绩效。结果发现,中国移动的经营效率和运行效率在合并前后变化不明显,中国电信的经营效率在合并后大幅下滑,但是,运行效率得到明显提升,中国联通的盈利能力和营运能力在合并后均出现了大幅度下滑,而造成中国联通和中国电信合并后盈利能力降低的主要原因是合并后企业内部成本费用的急剧上升。三家运营商合并后的企业规模差异较大,难以形成有效竞争的格局。从国际竞争力角度而言,合并后的中国联通和中国电信在盈利能力和营运能力方面与世界500强中的电信运营商还存在着较大的差距。

关键词:国有企业合并重组;电信业重组;盈利能力;营运能力

中图分类号:F276.6 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2016)12—0016—15

自2003年国资委成立以来,为了实现提升国有企业国际竞争力和优化产业结构的目的,中央和地方政府通过国有企业间的“强强联合”“强弱合并”,组建了一些大规模的企业集团。按照2006年国务院发布的《关于推进国有资本调整和国有企业重组指导意见》确定的“将央企数量调整至80~100家甚至30~50家”的并购目标,国资委始终在坚持加快国有企业战略性重组这一持续性动作。到2015年年底,央企数量已由2003年的196家重组为106家。不仅如此,地方国有企业也如法炮制,加快了合并重组的步伐,如广州市属130家国有企业拟变成40家。对于这种由政府主导的大规模国有企业合并现象,存在着两种截然不同的认识:一种观点认为,国有企业合并重组能够打破国有企业之间的

内耗,实现国有企业参与全球竞争的规模效应,提升国有企业的国际竞争力;另一种观点认为,国有企业的合并重组会显著提高产业集中度,加剧市场的垄断程度,而且由政府主导的国有企业合并重组不是一种市场化行为,合并企业之间并没有实现内在深度融合,企业的经营效率并没有得到提升,同时,随着企业规模的扩大,会使企业丧失由于竞争所带来的发展动力(郑海航、孟领,2011)。基于此,本文以2008年最近一轮的电信重组为例,从企业层面分析这种合并重组行为给企业经营绩效带来的变化,通过对国有企业合并重组的初衷动因进行效果检验,以期为国有企业合并重组的政策提供建议。

收稿日期:2016-06-07

* 基金项目:国家社会科学基金重点项目“深化国有企业改革问题研究”(13AJY012);首都经济贸易大学2015年度学术新人项目“国有企业合并重组的竞争效应研究”(15CUEB001)。

作者简介:戚聿东(1966-),男,吉林东丰人,教授,经济学博士,博士生导师,研究领域是国有企业改革与垄断行业重组,E-mail:qiyudong1966@126.com;张任之*(1989-),男,江西景德镇人,博士研究生,研究方向是产业组织与财务管理,E-mail:zhangrenzhiueb@126.com。*为通讯作者。

一、文献综述

1. 企业并购绩效的评估

国内外学者对于企业的并购绩效展开了大量的实证研究,主要是从并购的市场绩效和财务绩效两个方面来评估并购重组对企业价值的影响。

(1) 并购的市场绩效。并购的市场绩效是基于有效资本市场的假设前提,通过观察并购重组消息披露日前后一段时间内并购公司的累积超额收益率走势来判断并购的绩效,常用的方法为事件研究法。学者最早利用这种方法检验企业并购重组对股东的短期财富效应。Jensen & Ruback (1983) 以美国 20 世纪 70 年末发生的 13 起成功并购案例为样本进行分析,发现被并购企业的超额收益率平均为 30%,而并购企业仅有 4%; Bruner (2002) 梳理了 1971—2001 年发表的 130 多篇有关公司并购重组的经典文献,发现在并购重组过程中,被并购企业的股票超额收益率一般能达到 10% ~ 30%,而收购企业的股票超额收益率并不确定,且呈现负的趋势。由于投资者不能在短期内系统地估计与并购相关的信息,因此,许多学者开始转向研究并购对企业中长期绩效的影响。Dodd & Ruback (1977) 对发生在 1973—1976 年期间的 172 个要约收购案例进行分析,结果发现,收购方在收购事件的前一年里,不论要约收购是否成功,均能获得相当显著的正超额累积收益率,而只有要约收购成功的被收购公司才能获得显著的超额累积收益率; Asquith (1983) 以 1962—1976 年间 211 家被成功收购和 91 家没有被成功收购的公司为样本进行对比分析,结果发现,未被成功收购的公司的超额收益率要高于被成功收购的公司; Langetieg (1978) 研究发现,并购成功的企业长期超额收益率为 -6.69%,但经过行业配对调整后,收益并不显著;而 By 等 (1991) 采用价值加权基准发现,并购公司的长期超额收益率显著为正; Agrawl 等 (1992) 以 1955—1987 年发生在美国的 937 个并购案例为样本,通过计算长期累积超常收益率来度量企业并购绩效,进而考察这些样本在并购交易完成后 1~6 年的并购绩效变化情

况,实证研究结果表明,在并购后的 1~3 年,共有 673 个企业的并购绩效为负数,而在并购后 1~5 年,所有样本的并购绩效的平均值和中位数均为负数,同时,通过对发生在不同时间的并购交易进行分析,发现不同时间段的并购绩效平均值均为负数。国内学者对发生在中国资本市场上并购交易事件的市场绩效进行了相关研究。陈信元、张田余 (1999) 选取了 1997 年发生在上海证券交易市场上的 58 家并购企业作为样本,检验了累积超额收益率在并购公告日前后 20 天的变化情况,结果发现,并购企业的累积超额收益率在研究时间段内显著为正;洪锡熙、沈艺峰 (2001) 以申华实业的并购事件作为案例研究,采用事件研究法对并购交易公告日前后的 88 个交易日进行分析,结果发现,并购交易并不能给并购企业的股东带来明显的财富效应;李善民、陈玉罡 (2002) 对发生在 1999—2000 年间上海证券交易市场和深圳证券交易市场的 349 起并购案例进行事件研究,结果发现,并购重组有利于提升并购企业的股东财富效应,但是,对于提升被并购企业的财富效应并不显著,同时,研究发现,并购企业的国家股比重或者法人股比重越大,财富提升效应越显著;张新 (2003) 对 1993—2002 年发生在中国上市公司并购重组事件是否创造价值进行了全面分析,结果发现,被并购公司的股票溢价达到 29.05%,而收购公司的股票溢价为 -16.76%;陈萍、程耀文 (2005) 选取了 2003 年中国上市公司发生的 472 起并购事件为样本,采用事件研究法分析并购的协同效应,结果发现,并购并没有实现协同效应,股东的财富减少了。

(2) 并购的财务绩效。并购的财务绩效是通过选取单一财务指标或建立财务指标体系对并购前后的企业业绩进行对比分析,常用的方法有因子分析法、主成分分析法和 DEA 等。Ravenscraft & Scherer (1987) 以 1950—1987 年发生并购的 95 家公司为样本,发现被并购企业的息税前利润比控制样本低 1%,且差异显著,而并购企业的财务变化趋势存在不确定性;Healy 等 (1992) 以发生在 1979—1984 年间的美国最大的 50 起并购案例为样本,发

现企业的业绩在经过行业调整后会有所提升; Meeks(1977)研究了1964—1971年发生在英国的233个并购交易案例,发现收购公司的资产收益率呈现递减趋势,在交易完成后的第五年达到最低。国内的学者也通过构建财务指标来评价并购重组的财务绩效。冯根福、吴林江(2001)以1994—1998年中国150家发生并购事件的上市公司为样本,采用以财务指标为基础的综合评价方法来评估企业的并购绩效,结果发现,并购交易完成后的两年内,大部分样本企业的并购绩效得到了显著提升,但是,并购绩效的长期效应并不十分明显,同时,研究还发现,不同的并购类型对并购后的绩效影响不一致;李善民等(2004)以1998—2002年发生在沪深两市的40起并购事件为样本,选取了48个财务指标对收购公司和目标公司绩效改善的配对组合特征进行了研究,结果发现,收购公司绩效逐年下降,而目标公司绩效有所上升;李心丹(2003)以发生并购重组的103家上市企业为样本,采用DEA方法测算这些样本企业在并购前后三年的并购绩效并进行t检验,以检验在并购前后期绩效是否发生显著差异,结果发现,并购企业和被并购企业的合并绩效均得到了显著提升,而且与国有股权比重呈负相关关系、与法人股比重呈正相关关系。

2. 政府干预对企业合并重组的影响

近年来,随着企业合并尤其是国有企业合并越来越受到行政力量的干预,学者们开始研究政府干预对企业并购绩效的影响。李善民、朱滔(2006)研究发现,政府关联对企业的并购绩效有着负向作用,这种影响在管理混乱和经营绩效差的公司更为显著;谭劲松等(2003)通过分析发生在中国证券市场中的10起换股合并案例,发现追求经济效率只是合并各方宣称的合并目的,而政府主导下的多方利益博弈才是企业合并的真正动因;潘红波等(2008)以2001—2005年发生的地方国有上市公司收购非上市公司的事件为样本,研究地方国有企业并购绩效是否受到地方政府干预的影响,结果发现,在盈利样本公司中,地方政府干预对并购绩效有负面影响,而在亏损样本公司中,地方政府干预

对并购绩效有正面影响;刘星、吴雪姣(2011)研究了政府干预、行业特征与国有企业并购创造价值三者之间的关系,结果发现,地方政府干预降低了盈利企业并购价值的创造,提高了亏损企业并购价值的创造,而且行业特征会对政府干预与并购价值之间的关系产生调节效应。也有部分学者认为,政府主导的国有企业合并有利于企业的并购绩效。王霞、饶颖颖(2013)以上海国资委推动的友谊股份吸收合并百联股份的案例为研究样本,发现此次并购不仅为合并双方的股东都创造了正的财富效应,而且改善了并购方的财务状况。

3. 2008年电信业重组的并购绩效评估

对于2008年电信业重组,学者们采用不同的方法对此次合并重组的绩效进行了检验,得到的结论也存在着较大的差异。赵树宽等(2013)以2003—2010年电信业市场结构和省级电信业面板数据为研究资料,对2008年电信业重组效率和全要素生产率进行了实证研究,结果发现,重组对于电信业综合效率、纯技术效率、规模效率有明显的促进作用,并且对于提升行业的全要素生产率具有积极的正向作用,但是,合并后的年平均增长速度要低于合并前的年平均增长速度;张娜(2012)选取2006—2009年我国31个省(市、自治区)的面板数据,采用DEA和Malmquist方法对我国电信行业的生产效率进行评估,结果发现,我国电信业的规模效率在2008年重组后出现下滑,但是,全要素生产率较重组前显著提升;蔡呈伟、于良春(2016)通过构建反事实框架,分别从电信业经济效率和消费者福利的角度测度2008年电信业重组的效果,结果表明,2008年电信业重组改革虽然显著提高了消费者福利,但是,对电信业经济效率并没有显著影响;刘劲松(2014)利用2001—2012年31个省份的中国电信业面板数据,使用不同数学模型对中国电信业生产效率和全要素生产率增长率进行分析,结果发现,电信业重组对中国省际电信业运营效率具有一定的促进和改善作用,但是,对用户效率的影响甚微。此外,电信业重组从长期来看对全要素生产率增长具有促进作用,但是,对技术进步、技术效率、

规模效率等有短暂的抑制作用。张权等(2014)利用1999—2012年电信行业的投入产出数据,对电信行业市场结构的集中度、纯技术效率、配置效率、规模效率、综合规模技术效率和经济效率之间的关系进行了研究,结果发现,电信市场的高集中度对提升纯技术效率具有单向正向影响,而且只要纯技术效率与规模效率的提升能够抵消配置效率降低引起的经济效率下降,垄断是可行的,因此,2008年的电信业重组实现了经济效率增长的目的;韩磊、苑春荟(2012)选取中国电信业2003—2008年的省际面板数据,运用四阶段DEA方法,对中国31个省份的电信业运营效率进行了测度与评价,结果发现,2008年的电信业市场结构重组对当年的电信业运营效率造成了较大的负面影响。

通过对上述文献进行分析,发现现有文献基本上是从行业层面入手,以31个省级面板数据为样本,分析合并重组对行业的全要素生产率、规模效

率、技术效率等经济效率的影响,局限性非常明显,主要是忽视了合并重组对企业本身经营绩效的影响。因此,本文将重点从企业层面切入,对比分析电信企业合并前后的财务绩效,以期发现合并重组对企业经营效率所产生的影响。

二、案例介绍

中国电信业迄今为止共经历了四轮改革。第一轮改革以1994年中国联通公司的成立为标志,打破了政企合一的原中国电信独家垄断的局面。第二轮改革始于1998年,继续以引入竞争为目标,分拆中国电信公司,成立了中国移动公司,形成了电信、移动和联通三家公司的竞争格局。第三轮改革以2001年中国电信南北分拆为标志,形成了中国电信、中国网通、中国移动、中国联通、中国铁通、中国卫星通信六家公司共同竞争的格局。表1列示了合并重组前2007年年末的电信行业市场结构。

表1 2007年电信产业市场结构现状

运营商	业务范围	营业收入(亿元)	用户数(亿户)	市场份额(%)
中国移动通信集团公司	移动业务	2584.65	3.866	71
中国联合通信集团公司	移动业务	957.5	1.63	29
中国电信集团公司	固定业务	610.25	1.48	37.5
中国网络通信集团公司	固定业务	1771	2.26	57.2
中国铁通集团有限公司	固定业务	166	0.2079	5.3
中国卫星通信集团公司	固定业务	17.3*	—	—

注:*表示由2002年的8.6亿元按照年增长15%计算而得

资料来源:各公司年报,本文整理

如表1所示,移动业务市场中,中国移动一枝独秀,占市场份额的71%,而中国联通只占市场份额的29%;固话市场的竞争状况稍好一些,中国电信与中国网通的份额分别为38%与57%,而中国铁通份额不足6%,中国卫通更是微不足道。2008年5月,中国对电信业进行了第四轮改革,改革的主要目标是科学合理设计电信竞争架构、进一步优化配置电信资源;提升自主创新能力、培育具有核心竞争力的世界一流电信企业;进一步提高电信行业服务能力和水平。改革的重点是把原有的

移动通信与固话分开经营的六个专业运营商,通过合并重组形成三个专业运营商,最终形成中国移动、中国联通和中国电信有效竞争的格局。具体的改革方案为:中国铁通并入中国移动,中国电信收购中国联通CDMA网络和中国卫通基础电信业务,中国联通GSM网络与中国网通合并。其中,中国电信以1100亿元人民币购买中国联通C网和用户;中国联通以1.508:1比例换股合并中国网通,交易金额为320亿美元。表2列示了2008年重组初期三大运营商的市场状况。

表2 2008年重组初期三大运营商的市场状况

	移动业务		固话业务		所有业务	
	用户数(亿户)	比重(%)	用户数(亿户)	比重(%)	用户数(亿户)	比重(%)
中国移动	3.866	70.40	0.2079	11.45	4.08	44.54
中国联通	1.20564	21.96	1.1878	65.44	2.4	26.20
中国电信	0.41926	7.64	2.26	23.11	2.68	29.26

资料来源:各公司年报

如表2所示,重组后的中国移动拥有4.08亿固网与移动用户,中国联通拥有2.4亿固网与移动用户,中国电信拥有2.68亿固网与移动用户,三家企业的市场份额分别为45%、26%、29%。由此可见,三家运营企业的市场规模差距不大,中国电信产业的竞争格局初步形成。

三、评估企业合并绩效

1. 样本选择

本文选取中国移动、中国联通和中国电信三家运营商2006—2012年的相关财务数据进行并购绩效的评估。为了克服重组当年带来的短期交易效应,本文不考虑2008年的业绩变化,将2009年视为并购后的第一年,同时,选取2009—2012年每年进入世界500强的电信运营商进行横向对比,以分析三家运营商的国际竞争力在并购交易完成后是否得到提升。相关数据选自历年公司年报和《全球电信运营企业发展报告》。

2. 财务指标的选取

企业并购的成败不仅在于交易是否完成,更要关注并购后所产生的效果如何,具体体现在并购能否提升公司的盈利能力和经营效率、降低经营成本 and 经营风险、产生经营协同效应和财务协同效应等方面。目前评价企业并购绩效的方法主要有两种:一是事件研究法;二是财务指标法。由于事件研究法是基于有效资本市场的假设前提,而中国的资本市场在信息完整性、分布均匀性和时效性方面与发达国家还存在着较大差距,股价易受到人为因素和内幕信息的影响,使得累积超额收益率并不能真正反映并购给企业经营业绩带来的变化,失去

了研究的实践意义(张新,2003)。因此,本文将采用财务指标法对并购业绩进行评估,基于冯根福、吴林江(2001)、李善民等(2004)构建的关于企业并购绩效评估指标体系,并结合本案例的具体情形,侧重从盈利能力和运营能力两个方面选取指标建立指标评价体系,来考察并购事件给企业经营业绩带来的变化。具体指标及其含义如表3所示。

表3 评估企业并购绩效的主要财务指标

指标类型	指标名称	计算公式
盈利能力	净资产收益率	净利润/净资产
	成本费用利润率	利润总额/成本费用总额
	资产收益率	净利润/总资产
	EBITDA 利润率	(税前利润 + 折旧与摊销 + 利息费用)/营业收入
	人均 EBITDA	EBITDA/员工人数
	资本支出占收比	资本支出/营业收入
	资本保值增值率	期末所有者权益/期初所有者权益
营运能力	总资产周转率	营业收入/总资产
	固定资产周转率	营业收入/固定资产
	应收账款周转率	营业收入/应收账款

3. 合并后主营业务构成分析

中国移动、中国联通和中国电信的此次合并重组属于纵向合并,三家公司由原来的专业运营商变为综合运营商。表4列示了三家运营商在合并后主营业务的构成比例。

表 4 2008—2012 年三家运营商的主营业务构成 单位:%

公司	指标	年份				
		2008	2009	2010	2011	2012
中国移动	原有移动业务收入与营业收入比重	95	95	96	96	95
	新增固定业务收入与营业收入比重	3	3	2	2	3
	移动业务市场份额	91.93	88.80	77.23	73.31	70.64
	固定业务市场份额	7.64	10.25	8.95	9.26	11.19
中国联通	原有移动业务收入与营业收入比重	43	45	48	49	51
	新增固定业务收入与营业收入比重	55	54	46	39	34
	移动业务市场份额	14.72	14.06	13.45	14.85	16.36
	固定业务市场份额	29.57	36.47	29.94	31.04	30.40
中国电信	原有固定业务收入与营业收入比重	96	82	75	66	58
	新增移动业务收入与营业收入比重	3	15	20	34	33
	固定业务市场份额	62.79	73.38	61.11	59.69	58.41
	移动业务市场份额	1.37	6.26	7.15	11.55	11.70

资料来源: 公司年报, 《中国电信业统计公报》

如表 4 所示, 中国移动的移动业务虽然受到中国联通和中国电信的冲击, 但仍然保持着 70% 的市场份额, 固定业务的市场份额相对较小, 基本保持在 10% 以内。中国联通的移动业务市场份额和固定业务市场份额相对保持稳定, 而中国电信的固定业务市场份额在合并后有所下降, 说明两家运营商在合并后所表现出的资源协同效应并不明显。

4. 企业并购前后盈利能力分析

企业的盈利能力是指企业获取利润的能力, 本文选取净资产收益率、成本费用利润率、资产收益

率、EBITDA 利润率、人均 EBITDA、资本支出占收比、资本保值增值率七个指标来分析电信运营商的盈利能力。

(1) 净资产收益率。净资产收益率是净利润与股东权益的比值, 用以衡量公司运用自有资本的效率。该指标值越高, 说明企业利用自有资本获得的收益越大。表 5 列示了三家电信运营商与世界 500 强中的电信运营商的净资产收益率变化状况。

表 5 电信运营商净资产收益率变化状况 单位:%

指标	年份 公司	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	并购前指 标平均值	并购后指 标平均值	指标变化 幅度
		净资产 收益率	中国移动	20.70	18.43	25.50	22.75	20.76	19.29	17.84	19.57
中国联通	7.25		10.03	16.14	4.49	1.76	2.01	3.31	8.64	2.89	-66.55
中国电信	13.35		10.70	0.46	6.57	6.85	6.36	5.65	12.03	6.36	-47.13
世界 500 强 中的电信 运营商均值	—		—	—	15.72	17.31	12.03	17.51	—	13.14	—

资料来源: 公司年报, 《全球电信运营企业发展报告》

如表 5 所示, 合并后的中国移动净资产收益率出现了小幅上升, 其主要是由于中国移动收购的中

国铁通规模较小、市场份额相对较少。相关数据显示,2006年中国铁通的资产规模不到中国移动的十分之一,固话的市场份额只有5%左右,而中国移动在移动业务领域的市场份额接近80%。因此,此次并购对中国移动的影响相对较小。而合并后的中国联通和中国电信的净资产收益率下降幅度较大,分别达到了66.55%和47.13%。从横向对比来看,除了中国移动之外,中国联通和中国电信的净资产

收益率都远远低于世界500强中的电信运营商同期指标值,反映了这两家电信运营商在盈利能力方面与其他电信运营商还存在着较大的差距。为了探究中国联通和中国电信净资产收益率在合并后下滑的原因,本文接下来利用杜邦分析法对此进行分析。表6列示了对两家运营商进行杜邦分析的结果。

表6 中国联通和中国电信杜邦分析指标

公司	年份 指标	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	并购前指 标平均值	并购后指 标平均值	指标变化 幅度(%)
		中国联通	销售净利率	4.53%	9.28%	22.08%	5.92%	2.08%	1.94%	2.74%	6.91%
资产周转率	0.56		0.7	0.44	0.38	0.4	0.47	0.49	0.63	0.44	-30.16
权益乘数	1.78		1.55	1.56	2.01	2.13	2.2	2.44	1.67	2.2	31.74
中国电信	销售净利率	15.55%	16.93%	0.52%	6.99%	7.23%	6.67%	5.31%	16.24%	6.55%	-59.67
	资产周转率	0.42	0.44	0.42	0.49	0.54	0.58	0.52	0.43	0.53	23.26
	权益乘数	2.03	1.83	2.05	1.92	1.76	1.63	2.05	1.93	1.84	-4.66

资料来源:公司年报

通过对净资产收益率指标进行杜邦分析,发现销售净利率对两家企业净资产收益率下降的影响程度最大,进一步对销售净利率分析,发现中国联通和中国电信的营业收入在并购后平均每年保持着10%左右的增长,而合并后的净利润没有保持同步增长,它是导致净资产收益率下滑的主要原因。为此,本文接下来将从成本费用的角度对合并绩效

进行考察。

(2)成本费用利润率。成本费用利润率是一定时期内企业实现的利润总额与成本费用的比值,反映了企业在一定的经营耗费下所实现的经营成果。该指标越高,反映了企业的经营效率越高,反之,则越低。表7列示了三家电信运营商和世界500强中的电信运营商的成本费用利润率变化情况。

表7 电信运营商成本费用利润率变化状况

指标	年份 公司	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	并购前指 标平均值	并购后指 标平均值	指标变化 幅度(%)
		成本费用 利润率	中国移动	0.47	0.55	0.55	0.5	0.47	0.44	0.42	0.51
中国联通	0.12		0.15	0.06	0.09	0.03	0.03	0.04	0.14	0.05	-64.29
中国电信	0.24		0.21	0.10	0.10	0.10	0.10	0.08	0.23	0.10	-56.52
世界500强 中的电信运营 商均值	—		—	—	0.45	0.50	0.46	0.49	—	0.48	—

资料来源:公司年报,《全球电信运营企业发展报告》

如表7所示,中国移动的成本费用利润率在合并后出现了小幅下滑,而中国联通和中国电信的成本费用利润率在合并后分别下降了64.29%和56.52%。与世界500强中的电信运营商相比,除了中国移动的成本费用利润率大致接近均值水平之

外,中国联通与中国电信的指标值均远远低于世界500强中的电信运营商的均值水平,说明合并没有使得这两家企业的国际竞争力得到提升。为了更好地分析中国联通和中国电信指标值下滑的原因,本文接下来将对中国联通和中国电信的成本费用

结构与收入的比值进行深入分析。表 8 列示了中国联通和中国电信两家运营商 2006—2012 年

营业成本和一般性管理费用与营业收入比值的变化情况。

表 8 2006—2012 年中国联通和中国电信的成本费用与营业收入比值的变化的情况

公司	年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	并购前指标平均值	并购后指标平均值	指标变化幅度(%)
	指标										
中国联通	营业成本与营业收入比	0.31	0.24	0.19	0.32	0.31	0.30	0.29	0.27	0.31	14.81
	一般性管理费用与营业收入比	0.54	0.61	0.63	0.67	0.7	0.72	0.7	0.58	0.7	20.69
中国电信	营业成本与营业收入比	0.6	0.6	0.64	0.64	0.64	0.65	0.65	0.6	0.64	6.67
	一般性管理费用等与营业收入比	0.18	0.19	0.2	0.25	0.25	0.25	0.27	0.18	0.26	44.44

注: 营业成本主要指网络运行与支撑成本、网络折旧及摊销、网间结算支出等; 一般性管理费用主要指销售费用、管理费用及为维护企业正常运行所发生的费用。

资料来源: 公司年报

如表 8 所示, 可以发现, 中国联通和中国电信合并后的营业成本与营业收入比值分别上升了 14.81% 和 6.67%, 反映了合并重组并没有给两家公司带来显著的规模效应; 而一般性管理费用与营业收入比值却大幅上升, 分别达到 20.69% 和 44.44%。这主要是由于两家运营商的合并均属于纵向合并类型, 对于原有的决策者和管理人员而言, 需要花费更多的时间和精力去管理和协调新业务、新产品, 这反映了随着企业规模的扩大和业务范围的拓展, 企业内部的组织协调成本不断上升,

内部的组织管理低效问题逐渐凸显出来, 新业务所创造出来的利润逐渐被企业内部较高的管理成本所消耗。因此, 中国联通和中国电信两家企业在此次合并中并没有实现规模效应和管理协同效应。

(3) 资产收益率。资产收益率等于净利润与平均资产总额的比值, 用来衡量每单位资产所创造的净利润。该指标值越大, 说明企业资产的盈利能力越强, 反之则越弱。表 9 列示了三家电信运营商和世界 500 强中的电信运营商的资产收益率变化情况。

表 9 电信运营商资产收益率变化状况

单位: %

指标	年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	并购前指标平均值	并购后指标平均值	指标变化幅度
	公司										
资产收益率	中国移动	13.37	17.20	17.17	15.37	13.91	13.17	12.30	15.28	13.69	-10.41
	中国联通	2.56	6.45	9.72	2.24	0.83	0.91	1.36	4.50	1.34	-70.22
	中国电信	6.58	5.83	0.22	3.43	3.90	3.90	2.76	6.20	3.50	-43.55
	世界 500 强中的电信运营商均值	—	—	—	5.33	6.40	5.72	5.49	—	5.74	—

资料来源: 公司年报, 《全球电信运营企业发展报告》

如表 9 所示, 三家运营商合并后的资产收益率均降低了, 其中, 中国联通和中国电信的下降幅度分别达到 70.22 和 43.55, 这反映了中国联通和中

国电信在合并后没有很好地整合双方的资源, 最终导致合并后企业资产盈利能力的降低。从横向对比来看, 中国移动的资产收益率要高于世界 500 强

中的电信运营商的均值,反映了中国移动具有较强的国际竞争力,而中国联通和中国电信合并后的指标值远低于世界 500 强中的电信运营商均值水平,说明合并后的两家运营商在资产盈利能力方面仍有待进一步提高。

(4)EBITDA 利润率。EBITDA 是衡量电信运营商盈利能力的一个重要指标,它等于企业一定时期内的息税前利润与折旧和摊销之和。由于通信

企业在网络基础设施方面需要投入大量的资本,折旧与摊销费用巨大,因此,计算 EBITDA 具有非常重要的现实意义。EBITDA 利润率等于 EBITDA 与营业收入的比值。该指标值越高,说明企业的盈利能力和回收折旧与摊销的能力越强,反之则越弱。表 10 列示了三家电信运营商和世界 500 强中的电信运营商的 EBITDA 利润率变化情况。

表 10 电信运营商的 EBITDA 利润率变化状况 单位:%

指标	年份 公司	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	并购前指 标平均值	并购后指 标平均值	指标变化 幅度
		EBITDA 利润 率	中国移动	54.03	54.35	52.50	50.66	49.33	47.54	45.26	54.19
中国联通	39.45		32.43	37.80	37.94	33.85	29.33	28.45	35.94	32.39	-9.88
中国电信	48.49		48.12	46.05	39.78	40.25	38.45	25.59	48.31	36.02	-25.44
世界 500 强 中的电信运 营商均值	—		—	—	34.00	34.07	31.40	27.87	—	31.84	—

资料来源:公司年报,《全球电信运营企业发展报告》

如表 10 所示,三家运营商的 EBITDA 利润率在合并后均出现了下滑。由于 EBITDA 等于营业收入减去付现成本,因此,EBITDA 利润率下滑意味着三家运营商的成本管理费用与收入的占比在合并后均出现了不同幅度的上升,这也反映了合并后的企业并没有降低经营成本和提升盈利能力。从横向对比来看,除了中国移动的指标值要高于世界 500 强中的电信运营商均值水平之外,中国联通和中国电信的 EBITDA 利润率与世界 500 强中的电信运营

商相差不大,反映了中国联通和中国电信的折旧与摊销费用较大。

(5)人均 EBITDA。人均 EBITDA 是一定时期内实现的 EBITDA 与员工数量的比值,反映了企业内部的组织管理效率。该指标值越大,说明企业内部的组织管理效率越高,人均创造利润的能力越强,反之则越低。表 11 列示了三家电信运营商和世界 500 强中的电信运营商的人均 EBITDA 变化情况。

表 11 电信运营商的人均 EBITDA 变化状况

指标	年份 公司	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	并购前指 标平均值	并购后指 标平均值	指标变化 幅度(%)
		人均 EBITDA	中国移动	1.42	1.52	1.56	1.57	1.46	1.43	1.39	1.47
中国联通	0.66		0.68	0.28	0.28	0.28	0.29	0.33	0.67	0.30	-55.22
中国电信	0.35		0.30	0.27	0.27	0.28	0.30	0.23	0.33	0.27	-18.18
世界 500 强 中的电信运 营商均值	—		—	—	1.09	1.10	0.90	0.96	—	1.01	—

资料来源:公司年报,《全球电信运营企业发展报告》

如表 11 所示,三家运营商的人均 EBITDA 均出现了下滑,其中,中国联通的人均 EBITDA 下滑幅度十分明显,达到了 55.22%。进一步深入分析发现,合并重组后的中国联通员工数量比重组前增加了

五倍左右,而合并后创造的 EBITDA 却远远低于五倍,这反映了中国联通在并购交易完成后,并没有较好地实现人力资源的整合以创造企业经营效益的最大化。从国际对比来看,中国移动的人均

EBITDA 要高于世界 500 强中的电信运营商均值水平, 中国联通和中国电信的指标值要远低于世界 500 强中的电信运营商均值水平, 反映了合并后的中国联通和中国电信在内部组织管理效率方面还存在很大的差距。

(6) 资本支出占收比。资本支出占收比等于企业一定时期内的资本支出与营业收入的比值。由

于电信业的技术更新速度非常快, 电信运营商每年都要投入大量的资本用于网络基础设施的维护与更新, 因此, 资本支出占收比能够大致反映这些资本支出的经济效益以及电信网络的经济效率。该指标值越小, 说明投入的资本支出的经济效益越高。表 12 列示了三家电信运营商和世界 500 强中的电信运营商的资本支出占收比变化情况。

表 12 电信运营商的资本支出占收比变化状况

指标	年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	并购前指标平均值	并购后指标平均值	指标变化幅度 (%)
	公司										
资本支出占收比	中国移动	0.29	0.29	0.33	0.29	0.26	0.24	0.23	0.29	0.25	-13.79
	中国联通	0.27	0.26	0.46	0.71	0.40	0.36	0.39	0.26	0.46	76.92
	中国电信	0.28	0.26	0.26	0.18	0.20	0.20	0.19	0.27	0.19	-29.63
	世界 500 强中的电信运营商均值	—	—	—	0.16	0.14	0.15	0.16	—	0.15	—

资料来源: 公司年报, 《全球电信运营企业发展报告》

如表 12 所示, 中国移动和中国电信的资本支出占收比在合并后分别下降了 13.79% 和 29.63%, 说明这两家公司的资本支出产生了较高的经济效益; 而中国联通的资本支出占收比在合并后上升了 76.92%, 进一步深入分析发现, 中国联通的资本支出占收比之所以大幅上升, 是因为自 2009 年以来, 中国联通为了培育新的利润增长点, 投入大量的资本用于 3G 网络的建设, 3G 网络的投资周期长, 在短时间很难实现盈利。因此, 中国联通的资本支出占收比上升主要不是受到并购重组事件的影响。然而, 从横向对比来看, 中国移动、中国联通和中国

电信的资本支出占收比均高于世界 500 强中的电信运营商均值, 说明这三家运营商在资本支出的经济效益方面与世界 500 强中的电信运营商存在较大的差距。

(7) 资本保值增值率。资本保值增值率等于期末所有者权益与期初所有者权益的比值, 它反映了企业资本的运营效益与安全状况。该指标值越大, 说明企业的资本保全状况和经营效益越好。表 13 列示了三家电信运营商和世界 500 强中的电信运营商的资本保值增值率变化情况。

表 13 电信运营商的资本保值增值率

单位: %

指标	年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	并购前指标平均值	并购后指标平均值	指标变化幅度
	公司										
资本保值增值率	中国移动	116.94	104.00	118.35	114.61	113.75	112.65	111.51	110.47	113.13	2.41
	中国联通	105.70	122.96	115.59	99.93	99.68	100.21	101.74	114.33	100.39	-12.19
	中国电信	111.43	107.09	94.94	103.76	104.20	104.37	103.55	109.26	103.97	-4.84
	世界 500 强中的电信运营商均值	—	—	—	107.99	109.57	112.79	105.94	—	109.07	—

资料来源: 公司年报, 《全球电信运营企业发展报告》

如表 13 所示, 中国移动的资本保值增值率在合并后出现了小幅上升, 而中国联通和中国电信的

指标值在合并后分别下降 12.19% 和 4.84%, 国有资本并没有得到保值增值, 这与合并重组的初衷相

违背。导致资本保值增值率下降的原因是中国联通和中国电信的净利润在合并后有所下降。从国际对比来看,除了中国移动的指标值高于世界500强中的电信运营商均值水平之外,中国联通和中国电信的资本保值增值率均低于世界500强中的电信运营商,说明这两家电信运营商的自有资本盈利能力与国际知名电信运营商还存在着较大的差距。

5. 企业并购前后营运能力分析

企业的营运能力反映了企业资产的创收能力。以下将从总资产周转率、固定资产周转率和应收账款

款周转率三个方面对电信运营商的营运能力进行测量。

(1)总资产周转率。总资产周转率是一定时期内营业收入与平均资产总额的比值,反映了企业全部资产的经营质量和利用效率。该指标值越大,说明企业全部资产的运营效率越高,创造的营业收入越多,反之则运营效率越低。表14列示了三家电信运营商和世界500强中的电信运营商的总资产周转率变化情况。

表14 电信运营商的总资产周转率变化状况

公司	年份 指标	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	并购前指 标平均值	并购后指 标平均值	指标变化 幅度(%)
总资 产周 转率	中国移动	0.60	0.70	0.63	0.59	0.56	0.55	0.53	0.65	0.56	-13.85
	中国联通	0.56	0.70	0.44	0.38	0.40	0.47	0.49	0.63	0.44	-30.95
	中国电信	0.42	0.44	0.42	0.49	0.54	0.58	0.52	0.43	0.53	23.84
	世界500强 中的电信运 营商均值	—	—	—	0.52	0.49	0.49	0.51	—	0.50	—

资料来源:公司年报,《全球电信运营企业发展报告》

如表14所示,除了中国电信的总资产周转率在合并后有所上升,中国移动和中国联通的总资产周转率分别下降了13.85%和30.95%。进一步深入分析发现,由于中国移动和中国联通在合并重组时分别吸收了中国铁通和中国网通的全部资产,导致其资产总额迅速增加,然而,新增加的固网业务收入增加幅度并不明显,进而导致总资产周转率出现明显的下滑,而中国电信合并后,移动业务对其收入的贡献程度迅速增加,使得其营业收入的增长率要大于资产的增长率。从横向对比来看,除了中

国联通的指标值低于世界500强中的电信运营商均值水平之外,中国移动和中国电信的总资产周转率均高于世界500强中的电信运营商。

(2)固定资产周转率。固定资产周转率是一定时期内营业收入与平均固定资产余额的比值,反映了企业固定资产的运营效率。该指标值越大,说明固定资产的运行效率越高。表15列示了三家电信运营商和世界500强中的电信运营商的固定资产周转率变化情况。

表15 电信运营商的固定资产周转率变化状况

公司	年份 指标	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	并购前指 标平均值	并购后指 标平均值	指标变化 幅度(%)
固定 资产 周 转 率	中国移动	1.06	1.17	1.26	1.26	1.26	1.29	1.30	1.12	1.28	14.57
	中国联通	0.70	1.01	0.63	0.56	0.58	0.66	0.70	0.86	0.63	-26.90
	中国电信	0.50	0.53	0.62	0.73	0.8	0.91	0.76	0.52	0.80	55.34
	世界500强 中的电信运 营商均值	—	—	—	1.53	1.55	1.58	1.56	—	1.55	—

资料来源:公司年报,《全球电信运营企业发展报告》

如表 15 所示, 中国移动的固定资产周转率在合并后上升了 14.57%, 主要是由于移动业务市场的迅速增长以及中国移动在移动业务市场的垄断优势; 中国电信的固定资产周转率在合并后上升了 55.34%, 说明中国电信较好地利用自己的固网优势来推动自身移动业务的发展, 而中国联通的固定资产周转率下降了 26.90%, 反映了中国联通在并购后并没有实现固定资产的整合与利用, 导致其营运效率有所降低。从国际对比来看, 除了中国移动的指标值要高于世界 500 强中的电信运营商均值

水平之外, 中国联通和中国电信的固定资产周转率均远低于世界 500 强中的电信运营商的均值水平, 说明两家电信运营商在固定资产的营运方面仍有待进一步提高。

(3) 应收账款周转率。应收账款周转率是一定时期内的营业收入与平均应收账款余额的比值, 反映了一定时期内公司应收账款转为现金的平均次数。该指标值越大, 说明应收账款的运营效率越高, 反之则越低。表 16 列示了三家电信运营商和世界 500 强中的电信运营商的应收账款周转率变化情况。

表 16 电信运营商的应收账款周转率变化状况

指标	年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	并购前指标平均值	并购后指标平均值	指标变化幅度(%)
	公司										
应收账款周转率	中国移动	41.29	51.10	59.65	70.59	63.58	57.61	47.81	46.20	59.90	29.66
	中国联通	22.99	30.70	16.40	16.04	16.93	17.33	17.92	26.85	17.06	-36.47
	中国电信	11.08	10.69	10.80	12.01	12.69	13.27	15.08	10.89	13.26	21.84
	世界 500 强中的电信运营商均值	—	—	—	18.48	18.26	18.07	18.15	—	18.24	—

资料来源: 公司年报, 《全球电信运营企业发展报告》

如表 16 所示, 中国移动和中国电信的应收账款周转率在合并后有所上升, 而中国联通的应收账款周转率下降了 36.47%。进一步深入分析发现, 中国联通之所以应收账款周转率下降幅度较大, 是因为在合并时吸收了中国网通大量原有的应收账款, 而且账龄期较长, 导致中国联通的应收账款周转率在合并后始终处于较低的水平, 这也加剧了合并后企业的财务风险。从国际对比来看, 除了中国移动的指标值高于世界 500 强中的电信运营商均值水平之外, 中国联通和中国电信的应收账款周转率均低于世界 500 强中的电信运营商的指标均值, 反映了两家运营商在应收账款的营运能力方面仍存在着较大的差距。

管理费用的急剧上升, 导致其盈利指标在合并后均出现了大幅下滑, 而受益于合并后移动业务收入的迅速增加, 中国电信的营运指标值有所上升, 相反, 中国联通的营运指标值在合并后却出现了下降。从国际竞争力的比较来看, 中国移动的盈利能力和营运能力指标值均高于世界 500 强中的电信运营商均值水平, 而中国联通和中国电信的指标值均低于世界 500 强中的电信运营商的均值水平, 这说明了这次合并重组并没有彻底提升企业的国际竞争力。

四、结论与建议

1. 研究结论

本文以 2008 年电信业重组为例, 通过构建盈利能力和营运能力方面的指标, 对中国移动、中国联通和中国电信三家运营商在合并前后的经营效率和运营效率进行对比分析, 得到以下结论:

(1) 中国移动的经营效率和运行效率在合并前后变化不明显, 这主要是由于中国移动收购的中国铁通规模相对较小、市场份额相对较少, 合并对企业经营效率和运行效率的影响并不明显。中国联

6. 小结

本部分通过构建财务指标评价体系, 从盈利能力和营运能力两个方面, 对中国移动、中国联通和中国电信三家运营商合并前后并且与其他世界 500 强电信运营商进行对比分析。结果发现, 中国移动的盈利能力和营运能力在合并前后变化不明显, 而中国联通和中国电信由于合并后企业内部一般性

通的盈利能力和营运能力在合并后均出现了大幅度下滑,这说明,中国联通在合并后既没有很好地整合原有的资产和业务,也没有控制由于企业规模扩大而导致的成本费用上升,最终使得企业的盈利能力和营运能力同时降低。中国电信的盈利能力指标在合并后大幅下滑,但是,营运能力指标得到明显提升。这反映了中国电信在合并后充分利用原有的固网优势来推动移动业务的发展,但是,受制于合并后企业内部庞大的组织管理费用开支,使得企业的盈利能力无法得到提升。

(2)企业间的规模差异较大,难以形成有效竞争的格局。按照《关于深化电信体制改革的通告》提出的重组方案,目标是我国将形成三家拥有全国性网络资源、实力与规模相对接近、具有全业务经营能力和较强竞争力的市场竞争主体。但在整个电信市场上,市场结构极不平衡,中国移动的垄断优势依然十分明显。截止2012年年底,中国移动的市场份额是50.96%,中国电信的是市场份额是25.94%,中国联通的市场份额为23.08%,而且随着移动电话对固定电话的替代效应,中国移动的市场份额越来越大,中国联通和中国电信越来越难以与其同台竞争,这显然与电信业合并重组的初衷不符。

(3)从国际竞争力角度而言,合并后的中国联通和中国电信在盈利能力和营运能力方面与世界500强中的电信运营商还存在着较大的差距,这说明,此次合并重组并没有实现提升企业国际竞争力、培育世界一流电信企业的目标。

综上所述,从合并后企业的运行状况来看,此次电信业重组并没有实现预期的目标。

2. 政策建议

本文的研究结论不仅适用于电信行业的发展,如果放眼于时下正在进行的大范围、大规模的国有企业重组浪潮,同样可以得到众多启示。为此,特提出如下两个层面的政策建议。

第一,对行业层面而言,大规模的国有企业合并重组会加重市场集中和垄断程度,降低资源配置效率。一个产业中的企业数目取决于该产业内厂商的平均成本曲线和整个产业需求曲线之间的关系,具体的影响因素主要有市场容量和技术水平。

一般而言,市场容量越大,行业中的企业数目就越多。以电信业为例,美国电信运营商超过20家,服务的消费者有2.63亿人,每家企业供给强度大约为1315万人/企业,而中国的消费者用户总数截止到2015年年底达到15亿人,电信运营商却只有三家,供给强度是美国企业的33倍左右。在2015年世界500强企业中,中国移动、中国电信和中国联通分别位居第55位、160位和227位。以中国巨大的通信市场容量而言,本应支撑更有竞争性的市场结构,允许更多企业进入。因此,为了实现竞争性的市场结构,一方面,要对企业重组特别是国有企业合并进行严格的前置性竞争审查;另一方面,要放开电信行业以及其他垄断行业的市场准入,打破市场进入壁垒特别是制度性壁垒。

第二,从企业层面而言,重组形成的巨型企业往往会产生X非效率、组织管理低效、动态技术低效等诸多“大企业病”。国有企业之间的合并重组显著提高了产业集中度,加剧了企业垄断程度。这种外部环境的变化会从上至下传导到企业中的每个员工,使企业可以坐享垄断利润“平静的生活”,逐渐丧失追求成本最小化与利润最大化的动力,从而导致了企业内部X非效率的产生(刘健,2014)。三家电信运营商均已成为高管腐败的“重灾区”即是一个明显的例证。此外,企业并购后整合更是一件非常耗费成本的事情,例如,1998年德国奔驰公司和美国克莱斯勒公司进行了“联姻”,到2008年还是落得“不欢而散”的结局。对中国国有企业而言,合并后的巨型企业集团管理幅度更广、管理层次更多。仅就管理层次来看,2016年有34家中央企业的管理层级超过五级,最多的甚至达到九级。对此,李克强总理在2016年5月18日国务院常务会议上质问道:“连董事长自己都说不清楚自己的企业到底有多少家子公司、孙子公司,这怎么能提高企业管理效率、增强竞争力呢?”从电信业重组案例中可以发现,合并后的中国联通和中国电信两家运营商,由于企业规模的扩大引起企业内部的一般性管理费用急剧上升,最终导致企业盈利能力的下降。这反映了合并后的企业内部确实存在着组织管理低效问题。过去常讲“船大好撑浪”,但在1997

年亚洲金融危机、2008 年国际金融危机面前, 包括长期稳居世界 500 强榜首的通用汽车公司在内的众多大企业都是不堪一击, 沦为“大而不能倒”的反

面典型。因此, 企业不能一味通过合并去扩大企业规模, 从长期来看, 企业核心优势乃至国际竞争力的提升最终还是源自企业内部积累和成长。

参考文献:

- [1] Agrawal A, Jaffe J F, Mandelker G N. The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly [J]. *Journal of Finance*, 1992, 47, (4): 1605 - 1621.
- [2] Asquith P. Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns [J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, (11): 51 - 81.
- [3] Bruner R F. Does M&A Pay: a Survey of Evidence for the Decision-Maker [Z]. Working Paper, 2002.
- [4] By R H J, Titman S. The Post-merger Share-price Performance of Acquiring Firms [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 29, (1): 81 - 96.
- [5] Dodd P, Ruback R. Tender Offers and Stockholder Returns [J]. *Journal of Financial Economics*, 1977, (5): 351 - 371.
- [6] Healy P M, Palepu K G, Ruback R S. Does Corporate Performance Improve After Mergers? [J]. *Journal of Financial Economics*, 1992, 31, (2): 135 - 175.
- [7] Jensen M C, Ruback R S. The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence [J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, 11, (1 - 4): 5 - 50.
- [8] Langetieg T C. An Application of a Three-factor Performance Index to Measure Stockholder Gains from Merger [J]. *Journal of Financial Economics*, 1978, 6, (4): 365 - 383.
- [9] Meeks G. Disappointing Marriage: a Study of the Gains from Merger [M]. Cambridge University Press, 1977.
- [10] Ravenscraft D J, Scherer F M. Life After Takeovers [J]. *Journal of Industrial Economics*, 1987, 36, (36): 147 - 156.
- [11] 蔡呈伟, 于良春. 中国电信业重组改革的效果与启示——基于反事实框架的实证分析 [J]. *北京: 经济与管理研究*, 2016, (1).
- [12] 陈萍, 程耀文. 我国资产重组的协同效应分析——基于 2003 年事件的研究 [J]. *济南: 金融发展研究*, 2005, (4).
- [13] 陈信元, 张田余. 资产重组的市场反应——1997 年沪市资产重组实证分析 [J]. *北京: 经济研究*, 1999, (9).
- [14] 冯根福, 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究 [J]. *北京: 经济研究*, 2001, (1).
- [15] 韩磊, 苑春荟. 中国电信业省际运营效率评价与影响因素研究——基于四阶段 DEA 方法的实证分析 [J]. *南京: 产业经济研究*, 2012, (3).
- [16] 李善民, 陈玉罡. 上市公司兼并与收购的财富效应 [J]. *北京: 经济研究*, 2002, (11).
- [17] 李善民, 朱滔. 多元化并购能给股东创造价值吗? ——兼论影响多元化并购长期绩效的因素 [J]. *北京: 管理世界*, 2006, (3).
- [18] 李善民, 朱滔, 陈玉罡, 曾昭灶, 王彩萍. 收购公司与目标公司配对组合绩效的实证分析 [J]. *北京: 经济研究*, 2004, (6).
- [19] 李心丹, 朱洪亮, 张兵, 罗浩. 基于 DEA 的上市公司并购效率研究 [J]. *北京: 经济研究*, 2003, (10).
- [20] 刘健. 垄断、竞争与效率——机车车辆业改革的国际比较 [J]. *北京: 首都经济贸易大学学报*, 2014, (2).
- [21] 刘劲松. 中国电信业改革重组过程中的全要素生产率增长及内外影响因素研究 [D]. 北京邮电大学, 2014.
- [22] 刘星, 吴雪姣. 政府干预、行业特征与并购价值创造——来自国有上市公司的经验证据 [J]. *南京: 审计与经济研究*, 2011, (6).
- [23] 潘红波, 夏新平, 余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购 [J]. *北京: 经济研究*, 2008, (4).
- [24] 谭劲松, 刘炳奇, 谭燕. 企业合并: 政府主导下的多方利益博弈——来自 10 起换股合并案例 [J]. *北京: 管理世界*, 2005, (2).
- [25] 王霞, 饶颖颖. 企业并购的短期财富效应与绩效增长——政府主导的友谊股份吸收合并百联股份的案例研究 [J]. *上海: 华东师范大学学报(哲学社会科学版)*, 2013, (4).
- [26] 张娜. 市场结构变革对行业生产效率的影响研究——以中国电信业重组为例 [J]. *兰州: 甘肃社会科学*, 2012, (6).
- [27] 张权, 韦久丽, 陆伟刚. 中国电信业市场结构演变与效率变动研究 [J]. *西安邮电大学学报*, 2014, (5).
- [28] 张新. 并购重组是否创造价值? ——中国证券市场的理论与实证研究 [J]. *北京: 经济研究*, 2003, (6).
- [29] 赵树宽, 王晨奎, 王嘉嘉. 中国电信业重组效率及 TFP 增长研究 [J]. *南京: 现代管理科学*, 2013, (2).
- [30] 郑海航, 孟领. 中央企业重组的历史沿革及发展研究 [J]. *大连: 财经问题研究*, 2011, (3).

Does the Merger and Reorganization of State-owned Enterprises Improve the Performance of the Enterprise?

—The Restructuring of the Telecommunications Industry as An Example

QI Yu-dong, ZHANG Ren-zhi

(College of Business Administration, Capital University of Economics and Business, Beijing, 100070, China)

Abstract: Since the foundation of the SASAC in 2003, in order to improve international competitiveness of state-owned enterprises and optimization of industrial structure, the central and local governments form large-scale enterprise group through “Powerful combination” of state owned enterprises and “strong and weak consolidation”. In 2006, the State Council issued the “on promoting the adjustment of state-owned capital and state-owned enterprise restructuring guidance” setting the acquisition targets of “the number of central enterprises to adjust to 80-100 even 30-50 home”, the SASAC is always adhere to speed up the strategic reorganization of state-owned enterprises. By the end of 2015, the number of central enterprises has been restructured into 106 from 196 in 2003. Not only that, local state-owned enterprises has also followed the central government, accelerating the pace of merger and reorganization, such as the 130 state-owned enterprise of Guangzhou intends to turn 40. Therefore, this paper takes the latest round of telecom restructuring in 2008 as an example, analyzing the change of enterprise operating performance by this merger and reorganization behavior from the enterprise level. By testing the original intention of the merger and reorganization of state-owned enterprises, it can provide the suggestion for the policy of merging and restructuring of state-owned enterprises.

This paper selects the relevant financial data of China Mobile, China Unicom, China telecom from 2006 to 2012 and the World's Top 500 telecom operators from 2009 to 2012, constructing the indicators of profitability and operating capacity from the micro level enterprises to evaluate estimation performance of mergers and acquisitions. The conclusion of this paper is that: (1) China mobile business efficiency and operating efficiency did not change significantly before and after the merger, this is mainly because the size and market share of China Railway Company acquired by China Mobile is small, the impact of merge is not obvious; China Unicom's profit ability and operating capacity after the merger decline significantly, indicating that China Unicom doesn't well integrate the existing assets and business and control the rise of cost caused by the expansion of enterprise scale, eventually making the enterprise's operation and profit ability reduce; the China Telecom's profit ability index fell sharply after the merger, but the operation ability index improved significantly, which reflects the China telecom make full use of the advantage of the fixed line network to promote the mobile business after the merger, but due to the huge internal organization and management expenses after the merger, the enterprise's profit ability cannot be improved. (2) The size difference of three enterprises is large, it is difficult to form a pattern of effective competition. In the entire telecommunications market, the market structure is very unfair, China Mobile has an obvious advantage. By the end of 2012, China Mobile's market share is 50.96%, the China Telecom's market share is 25.94%, China Unicom's market share is 23.08%. With the substitution effect of mobile phones on the phone, China Mobile's market share is growing, Chinese Unicom and China Telecom is difficult to compete with the China Mobile. (3) From the perspective of international competitiveness, China Unicom and China Telecom still have a large gap with the world's top 500 telecom operators after merger, showing that the merger and reorganization of the state-owned enterprise did not achieve the goal of improving the international competitiveness of enterprises, to cultivate world-class telecommunications companies.

Through the conclusion of this paper, we put forward the following three aspects of policy recommendations. First, on the industry level, the large-scale of state-owned enterprises merger and reorganization will increase market concentration and the degree of monopoly, reducing the efficiency of resource allocation. Therefore, in order to realize the competitive market structure, we should not only need to strengthen of state-owned enterprises with the anterior structure of competitive review, but also deregulate the access of telecommunications industry and other monopoly industries, breaking the barriers to entry, especially institutional barriers. Second, from the enterprise level, the reorganization of the formation of giant enterprises tend to produce X non-efficiency, low efficiency of organizational management, dynamic technology, and many other “large enterprise disease”. Enterprises can not blindly through the merger to expand the scale of enterprises, in the long run, to enhance the core strengths and even international competitiveness of enterprises are from the internal accumulation and growth of enterprises.

Key Words: merger and reorganization of state-owned enterprises; restructuring of the telecommunications industry; profitability; operational capability

(责任编辑:鲁言)