

要素市场的快速发展对民营企业是好消息吗？ ——基于异地并购角度的研究¹

马紫君² 刘巨松³ 瞿婷婷⁴ 焦捷⁵

摘要 以中国上市公司开展的非关联股权标的并购事件为研究对象,本文发现民营企业在进入要素市场水平更高的地区时,销售管理费用会出现显著的增加,带来消极的并购绩效。并且进入的地区要素市场发展水平越高,销售管理费用的增加幅度就越大,并购绩效越差。本文的研究首次把要素市场环境作为内生变量考察要素市场环境的变化对民营企业的冲击,并探讨了冲击的具体途径,为民营企业采取针对性措施应对要素市场的快速发展提供了政策建议。

关键词 要素市场;民营企业;并购绩效;销售管理费用

0 引言

中国转轨时期市场经济的一大特点在于要素市场发展的滞后,阻碍了民营企业的健康发展(World Bank, 2012)。要素市场发展的滞后主要体现在政府在土地、资本等生产要素的定价上有较大的话语权,而政府往往出于招商引资或其他政治目标的考虑压低生产要素的价格(高帆, 2008)。当地的国有企业凭借政府的支持直接获得这些廉价的生产要素,而民营企业则要通过大量的寻租活动追求廉价的生产要素(张杰等, 2011)。要素市场发展水平越低,民营企业的政治寻租成本越高,生产效率损失越严重。

随着十八届三中全会做出的多项解放要素市场的重要政策的逐步落实^①,

¹ 本文受中国博士后科学基金面上资助项目“供给侧改革背景下要素市场改革对企业的影响机制研究”(资助编号:2016M602544)、国家自然科学基金面上项目(71372215)、广东省自然科学基金重点项目(2016A030311027)的资助,特此感谢。

² 马紫君,清华大学经济管理学院博士研究生,E-mail:mazj_12@sem.tsinghua.edu.cn。

³ 刘巨松(通讯作者),深圳证券交易所博士后工作站博士后,E-mail:liujusong1915@126.com。

⁴ 瞿婷婷,中山大学岭南学院金融学博士,特聘副研究员,E-mail:qutingtinggz@gmail.com。

⁵ 焦捷,清华大学经济管理学院创新创业与战略系副教授,E-Mail:jiaoj@sem.tsinghua.edu.cn。

^① 十八届三中全会通过的多项重要改革决定均与要素市场改革密切相关。其中,“允许民营资本建立中小型金融机构”、“农村集体用地与国有土地同价同权,逐步建立农村集体用地市场流转制度”等决定是发展土地要素市场与资本要素市场的重大举措,必将带来中国要素市场的快速发展。

以及全国范围内的反贪整治活动的不断深入,中国要素市场发展水平在未来数年内必将获得显著的提高,研究要素市场的快速发展对民营企业的影响显得尤为迫切。根据当前研究成果,在长期来看,要素市场的发展可以降低民营企业的政治寻租成本,促进民营企业的转型与升级,但转型与升级往往会伴随相当的“转换成本”,甚有可能在短期内为民营企业带来一定的冲击。理解要素市场的快速发展在短期内对民营企业的冲击以及具体冲击途径,对帮助民营企业采取针对性措施应对要素市场的快速发展具有尤为重要的指导意义。遗憾的是,当前研究成果较少关注要素市场的快速发展会为民营企业带来怎样的冲击。大多数研究均把要素市场发展水平作为外生变量,从静态的角度比较不同要素市场发展水平下民营企业生产效率的高低,鲜有文献把要素市场发展水平视为内生变量考察要素市场水平的变化对民营企业的影响,因此无法解答要素市场的快速发展影响民营企业的具体途径。但这恰恰是目前中国要素市场改革过程中迫切需要解答的问题,也是本文的研究重点所在。

过往研究重点关注不同的要素市场发展水平下民营企业生产效率的高低,甚少关注要素市场的变化对民营企业的影响,很大一方面原因在于过去中国要素市场发展速度较慢,并且民营企业会根据制度环境的变化逐渐做出调整(余明桂等,2010),因此难以观察到要素市场的变化为民营企业带来的直接冲击。要研究要素市场环境的变化对民营企业带来的直接冲击,突破点在于寻找出足够多的面对要素市场环境突然变化的民企样本,通过观察要素市场环境的突然变化对这些民营企业样本的影响,得出要素市场环境变化对民营企业的影响的结论。本文认为开展异地并购的民营企业恰好提供了需要的研究样本。由于中国不同地区之间要素市场发展差异较大(高帆,2008),民营企业在异地并购后往往会面对要素市场环境的突然变化,因此可以通过考察民营企业异地并购绩效来观察要素市场环境变化对民营企业的冲击。并且,由于要素市场环境对生产效率的影响只存在于民营企业样本中,而不存在于国有企业样本中(张杰等,2011;杨其静,2011),国有企业的异地并购事件可以作为有效的对照组。通过对比民营企业与国有企业异地并购绩效的差异,可以更好地理解要素市场环境变化对民营企业的冲击。因此,本文将从异地并购角度出发,探讨要素市场环境的不同变化对民营企业绩效的不同影响,以及对比民营企业与国有企业异地并购绩效的差异,得出要素市场环境的快速发展对民营企业的冲击及其具体影响机制的结论。此外,本文的研究也将民营企业异地并购绩效制度影响因素的研究做较为重要的补充。学者已经从投资者保护水平(Bris et al, 2008;唐建新等,2010)、政府支持(潘红波等,2011)等制度因素探索企业异地并购绩效的制度影响因素。但是,学者还没有探索要素市场环境对企业并购绩效的影响。要素市场发展速度落后于产品市场发展速度、不同地区要素市场发展差异大是

我国市场经济转轨时期的显著特征。因此,收购方与目标方之见要素市场环境的差异更能捕捉企业并购过程中制度环境的变化。本文的研究结论将得出要素市场环境对民营企业并购绩效的具体影响,对企业并购绩效的制度影响因素研究做一定的补充。

1 理论分析与研究假设

文中企业所在地以其注册地的省份来定义,将收购方与目标方注册地处于同一省份的并购事件视为本地并购,将并购中收购方与目标方注册地处于不同省份的并购事件视为异地并购。由于下文的研究中将根据并购方与目标方要素市场发展水平孰高孰低对并购事件进行分类并比较,为方便起见,参考前人(姚益龙等,2014;马紫君等,2015)的研究方法,本文将并购方要素市场发展水平高于目标方的异地并购称为顺流并购,将并购方要素市场发展水平低于目标方的异地并购称为逆流并购。

1.1 要素市场环境变化影响民营企业异地并购绩效的具体途径

根据当前研究成果,要素市场发展的滞后主要通过政治寻租空间以及生产要素的错置两方面途径为民营企业的生产效率带来消极的影响。在政治寻租空间方面,学者发现要素市场发展水平越低,民营企业为了追求廉价生产要素而投入的政治寻租成本就越高,导致生产成本越高,降低企业的利润空间(张杰等,2011)。而在生产要素配置方面,学者发现要素市场发展水平越低,各生产要素的价格错置情况就越严重,民营企业的生产要素配置偏离最佳生产要素配置组合就越远,生产效率也就越低(杨其静,2011;罗德明等,2012)。根据已有文献,要素市场环境变化影响民营企业异地并购绩效的途径主要有以下三条:

(1) 市场竞争水平的变化。要素市场水平越低,民营企业的资源错置情况越严重,生产效率越低(罗德明等,2012;Loren et al., 2013),即高水平要素市场中的民营企业的总体生产效率显著高于低水平要素市场中的民营企业。当民营企业通过逆流并购进入要素市场水平更高的地区时,它们将面对竞争力明显强于自己的竞争对手,陷入更为激烈的市场竞争中。这就要求它们投入更多的资源弥补自己的竞争劣势,确保自身的市场份额,导致运作成本的提高。反之,当民营企业通过顺流并购进入要素市场水平更低的地区时,它们将面对竞争实力低于自己的竞争对手,市场竞争水平下降,运作成本也将随之下降。

(2) 企业发展模式的转变成本。企业的主要发展模式为政治关联模式与能力建设模式。由于固定成本的存在,企业在不同发展模式之间进行转换时会伴随相当的成本(Dinopoulos et al., 2007),导致企业不能在两种模式之间进行随意转换,企业必须在两种成长模式之间进行权衡并进行资源的分配(杨其静,

2011)。杨其静(2011)进一步证明了政府在资源配置中的影响力越大,民营企业就越热衷政治关联而非能力建设。而要素市场水平越低,政府掌握的廉价生产要素就越多(高帆,2008;张杰等,2011),因此当地民营企业就越热衷于政治关联活动并将其作为主要发展模式。但当民营企业通过逆流并购进入要素市场更为发达的地区时,由于政府在资源配置中的影响力变小,过往以政治关联为主的发展模式需要转换到以能力建设为主的发展模式,产生转换成本。

(3) 融资约束压力的变化。由于融资约束压力会降低企业的投资效率并降低企业价值(Fazzari et al., 1988;连玉君等,2009),因此民营企业并购后融资压力的变化将对企业的并购绩效产生影响。在民营企业的异地并购中,市场竞争水平的变化与企业发展模式的转换成本将直接影响企业的经营现金流与投资现金流并导致企业融资约束压力的变化,进而影响企业的并购绩效。

1.2 要素市场环境变化方向与并购绩效

民营企业在进行异地并购时,随着要素市场环境变化方向的不同,上述三项非协同效应对民营企业的影响也有所不同,导致不同的并购绩效。首先,当民营企业进行逆流并购,即进入要素市场发展水平更高的地区时,它们不仅需要面临更为激烈的市场竞争,同时也需要从政治关联建设为主的发展模式转换到能力建设模式,即减少政治寻租资源的投入,进行更多的能力建设活动。因此,民营企业在逆流并购后需要加大广告宣传力度、新增市场销售人手或部门以面对更为激烈的市场竞争,带来销售管理费用的明显提升,并恶化企业的融资约束水平。总体而言,在逆流并购后,民营企业的总体运作成本将显著上升,主要体现为销售管理费用与融资约束压力的增加,带来消极的并购绩效。

与此相反,当民营企业进行顺流并购,即进入要素市场发展水平更低的地区时,企业将面临更低的市场竞争水平,从而减少市场宣传活动、人力资源建设活动的投入,带来民营企业的销售管理费用与运作成本的下降。但是,在顺流并购后,民营企业需要把发展模式从能力建设模式转换到政治关联模式,带来一定的转变成本,提高销售管理费用与总体运作成本,抵消市场竞争水平下降带来的影响。因此,民营企业在顺流并购后销售管理费用与总体运作成本不会有显著的变化,导致顺流并购绩效与本地并购绩效没有显著的差别。据此,本文提出以下两个假设:

假设 1: 对民营企业而言,逆流并购样本中销售管理费用的增加值显著大于本地并购与顺流并购样本,但顺流并购样本与本地并购样本中的销售管理费用的增加值没有显著差异。

假设 2: 民营企业的逆流并购绩效显著低于本地并购绩效与顺流并购绩效,但顺流并购绩效与本地并购绩效没有显著差异。

为进一步论证市场竞争水平变化、企业发展模式变化与融资约束压力的变

化构成了民营企业逆流并购的独有非协同效应来源,本文将分别对比民营企业与国有企业的异地并购绩效以及并购过程中销售管理费用的增长情况。由于国有企业能一直凭借当地政府的支持优先获得当地的生产资源(Lin et al., 1998),因此要素市场的落后带来的生产效率的损失只存在于民营企业样本中而不存在于国有企业样本中(罗德明等,2012),而由于国有企业更多的是依赖政府“支持之手”的帮助(Lin et al., 1998),即使在逆流并购后,国有企业也会继续以政治关联模式为主要发展模式,因此要素市场环境的变化不会带来国有企业发展模式的转换。由此可见,与民营企业不同,国有企业在逆流并购后不会因为竞争水平的变化、发展模式的变化出现销售管理费用的增加并影响并购绩效。据此,本文提出以下假设:

假设3:民营企业逆流并购后销售管理费用的增加值显著大于国有企业,并且民营企业的逆流并购绩效显著低于国有企业的逆流并购绩效。

1.3 要素市场环境变化程度与并购绩效

根据上述分析,民营企业在逆流并购过程中会因为市场竞争水平的加剧、企业发展模式的转换成本出现销售管理费用与融资约束压力的显著增加,降低并购绩效。在逆流并购过程中,目标方要素市场发展水平越高,并购双方要素市场发展水平差距越大,并购后市场竞争成本的增加就越大,同时企业发展模式转换成本就越高,由此带来的销售管理费用与融资约束压力的增加越大,并购绩效越差。据此,本文提出以下假设:

假设4:在民营企业的逆流并购中,目标方要素市场发展水平越高,双方要素市场发展水平差异越大,销售管理费用的增加值越大,并购绩效越差。

2 研究设计

2.1 样本选择

本文选取 Wind 企业并购数据库中记录的 2003 年至 2009 年间^①的非关联股权标的的并购事件,并按如下标准进行样本的筛选:第一,删除收购方公司或目标公司属于 Wind 金融行业的样本;第二,删除同一企业在同一天宣布并购不同省份企业的并购样本;第三,若同一企业在同一天宣布并购同一省份两间或以上企业,则把所有并购事件合并;第四,为消除不同并购事件的叠加影响,对

^① 在数据收集过程中,需要逐一查阅所有并购公告。由于各大数据库与财经网站公布的并购公告最早从 2003 年开始,并且当前樊纲、王小鲁等人编制的中国市场化指数最新数据更新至 2009 年,故本文的样本期间为 2003 年至 2009 年。

相隔不足三年的同一公司的并购事件,只选取最后一一起并购事件,删除该公司其余的并购事件;第五,为确保并购事件对企业经营活动有重要影响,删除交易金额小于500万元的并购样本。最后整理得出389个有效样本。为克服异常值的影响,本文在3%水平上对数据进行了Winsorize处理。

表1列示了国有企业与民营企业不同类型的并购事件的年度分布状况。从表1可以看出,国有企业更为偏好本地并购,本地并购占的比例较重。而且在异地并购中,国有企业也明显偏好顺流并购。但是民营企业在本地并购与异地并购中没有明显的偏好,两者比例大致相等。并且在民营企业的异地并购中,逆流并购与顺流并购所占的比例也大致相等,表明民营企业没有特别偏好的并购类型。

表1 不同类型并购事件的年度分布

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	合计
国有企业	逆流	1	4	6	4	6	8	8	37
	顺流	3	5	9	6	9	14	15	61
	本地	9	23	20	12	20	22	24	130
民营企业	逆流	5	7	4	2	9	6	6	39
	顺流	5	2	3	3	6	15	9	43
	本地	6	5	8	11	9	21	19	79
合计	29	46	50	38	59	86	81	389	

2.2 代理变量与数据来源

(1) 企业性质。本文首先通过查阅Wind数据库中“上市公司实际控制人”,并根据企业年报中“股本变动及股东情况”确认企业的最终控制人。然后,按夏立军等(2005)的分类标准,把样本企业分为国有企业与民营企业。

(2) 要素市场发展水平。本文中采取樊纲等人历年编制的《中国市场化指数》中要素市场发展程度得分这一指标衡量不同省份地区要素市场的发展水平。

(3) 企业所属行业。对于并购方企业,直接采用国泰君安数据库中的行业分类。对被并购企业,通过查阅并购公告中被并购企业的主营范围以及参照证监会的行业分类标准确定。

2.3 模型与变量定义

为检验假设1与假设2,本文利用以下模型比较民营企业不同类型并购样本的差异:

$$\Delta fee_{it} = \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2' Control_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$CAR_{it}, \Delta ROE_{it} = \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2' Control_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

本文首先利用模型(1)检验民营企业逆流并购样本与顺流并购样本中销售管理费用的变化值的差异。其中,解释变量 UP 为逆流并购的代理变量,当且仅当并购事件为逆流并购时取 1,否则取 0。模型(1)中被解释变量 Δfee 代表了销售管理费用的变化值,等于并购事件后第一年完整的会计年度年末销售管理费用与营业收入的比值减去并购前一年年末销售管理费用与营业收入的比值。在模型(1)中,若 UP 的系数显著为正,表明民营企业的逆流并购样本中销售管理费用的增加值显著大于顺流并购样本。

模型(2)中被解释变量 CAR, ΔROE 衡量并购绩效。其中, CAR 为利用事件研究法计算的企业并购公告带来的累积异常收益率。在估计期窗口的选择上,参考前人做法(潘红波等,2008;唐建新等,2010),选取并购事件首次公告日前 150 个交易日到前 30 个交易日(即 $[-150, -30]$)作为估计期窗口。考虑到我国股票市场存在较为严重的内幕交易问题及投资者羊群效应,在事件窗口期的选择上,本文选择并购公告的首次公告日期的前两个交易日到首次公告后两个交易日(即 $[-2, 2]$)作为事件期窗口^①。模型(2)中另一解释变量 ΔROE 衡量的是并购事件后第一个完整的会计年度年末的 ROE 值与并购前 ROE 的差值。在模型(2)中,若 UP 的系数显著为负,表明民营企业的逆流并购绩效显著低于顺流并购绩效。

Control 是由多个控制变量组成的向量。参考李善民等人(2007)的研究成果,本文采用的控制变量及其具体定义如下:Size 等于并购前一会计年度末企业总资产的自然对数值;ROA 等于并购前一会计年度末企业净利润与总资产的比值;Lev 等于并购前一会计年度末企业的负债资产比;Growth 等于并购前一会计年度末企业主营业务收入的增长率;Cash 等于并购前一会计年度末企业现金与总资产的比值;Vol 等于并购金额与企业净资产的比值;Ind 等于董事会中独立董事的比例;Industry 是跨行业并购的代理变量,当并购属于同行业并购或上下游行业并购时取 0,否则取 1。为控制金融危机对民营企业的冲击,设立年度虚拟变量 Year,当且仅当并购事件发生在 2008 年或 2009 年时,Year 取 1,否则取 0。

同理,本文将利用模型(1)与模型(2)对民营企业的逆流并购与本地并购的混合样本进行检验,比较民营逆流并购与本地并购样本之间的差异。随后,本文将构建模型(3)与模型(4)对国有企业与民营企业的异地并购混合样本进行

^① 在稳健性检验部分中,本文会采用不同的估计期窗口及事件期窗口重新计算 CAR 并进行稳健性检验,详见本章稳健性检验部分。

检验,对国有企业与民营企业的逆流并购进行比较。^①

$$\Delta fee_{it} = \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 UP_{it} * State_{it} + \beta'_3 Control_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$CAR_{it}, \Delta ROE_{it} = \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 UP_{it} * State_{it} + \beta'_3 Control_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

类似地,对国有企业与民营企业的异地并购样本进行检验,比较两者顺流并购的差异。其中,State是国有企业的代理变量,当且仅当并购方是国有企业时取1,否则取0。因此,在模型(3)中,当被解释变量为 Δfee 时, $UP * State$ 的系数 β_2 代表了国有企业逆流并购过程中销售管理费用增加值减去民营企业逆流并购过程中销售管理费用增加值的差值。模型(4)的情况与此类似。

最后,本文构建模型(5)与模型(6)来检验并购双方要素市场变化程度对民营企业异地并购的影响,其中解释变量Delta衡量的是并购双方要素市场发展水平的差距,等于并购方要素市场发展程度得分减去目标方要素市场发展程度得分的差值。

$$\Delta fee_{it} = \alpha + \beta_1 Delta_{it} + \beta'_2 Control_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$CAR_{it}, \Delta ROE_{it} = \alpha + \beta_1 Delta_{it} + \beta'_2 Control_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

在比较了不同样本之间销售管理费用 Δfee 的变化后,本文继续考察主营业务成本变化率 $\Delta cost$ 以及财务费用变化率 $\Delta interest$ 在不同样本中的变化情况,通过对比证明要素市场环境变化主要通过销售管理费用的变化 Δfee 来影响民营企业的经营绩效。与 Δfee 的构造类似, $\Delta cost$ 等于并购事件后第一个完整的会计年度末主营业务成本与营业收入的比值减去并购前一年主营业务成本与营业收入的比值的差值。 $\Delta interest$ 等于并购事件后第一个完整的会计年度年末财务费用与营业收入的比值减去并购前一年财务费用与营业收入的比值的差值。表2列示了各主要变量的描述性统计状况。

表2 各主要变量的描述性统计(N=389)

	均值	标准差	最小值	最大值	分位数		
					25%	50%	75%
ΔROE	-0.11%	0.0987	-15.91%	19.94%	-3.13%	0.13%	2.86%
ΔROA	-0.36%	0.0941	-8.71%	8.98%	-1.60%	-0.08%	1.07%
CAR	0.307%	0.0696	-24.9%	29.2%	-3.37%	-0.17%	3.60%
Δfee	0.31%	0.0759	-18.59%	20.79%	-1.62%	-0.02%	1.34%
$\Delta cost$	-0.25%	0.0990	-29.60%	20.84%	-3.80%	0.23%	4.69%
$\Delta interest$	0.42%	0.0284	-3.80%	7.04%	-0.69%	0.04%	0.95%

^① 为控制模型的内生性问题,参考潘红波等(2011)的处理方法,本文首先利用Probit模型检验民营企业与国有企业进行逆流并购的概率差异,发现两者进行逆流并购的概率没有显著差异。随后,本文利用Heckman样本选择模型构造逆米勒比率对模型进行回归,发现逆米勒比率尤为不显著,没有使用Heckman两步法的必要,故直接进行回归。顺流并购样本中的情况相同,故同样直接进行回归。

续表

	均值	标准差	最小值	最大值	分位数		
					25%	50%	75%
Delta	0.1183	1.922	-6.84	8.16	0	0	0.13
UP	0.1954	0.3970	0	1	0	0	0
DOWN	0.4431	0.2674	0	1	0	0	1
State	0.5861	0.4932	0	1	0	1	1
Size	21.46	1.0331	19.69	23.87	20.67	21.37	22.09
ROA	4.09%	0.0484	-4.73%	13.06%	1.67%	3.67%	6.52%
Cash	16.69%	0.1106	2.90%	42.74%	8.98%	14.06%	21.52%
Lev	50.04%	0.1756	16.45%	77.32%	36.29%	51.68%	63.58%
Growth	27.98%	0.4197	-28.30%	122.38%	4.34%	21.62%	41.01%
Vol	10.08%	0.1251	0.44%	46.49%	1.82%	4.70%	12.85%
Ind	0.34	0.0520	0.2	0.44	0.33	0.33	0.36
Industry	0.276	0.4477	0	1	0	0	1

3 实证结果与分析

3.1 描述性统计分析

表3列示了民营企业不同类型并购样本中关键经营指标变化的均值状况。从表3可以看出,进行逆流并购的民营企业的ROE值与ROA值在并购后均有所下降,意味着经营绩效的恶化。与此相反,进行顺流并购的民营企业的ROE与ROA值均有所上升,而进行本地并购的民营企业的经营绩效没有明显的变化规律。民营企业逆流并购绩效与顺流并购绩效的鲜明对比表明了要素市场环境的变化确实显著影响着民营企业的经营绩效。进一步观察发现,与顺流并购及本地并购相比,民营企业的逆流并购具有更为明显的规律。虽然在顺流并购样本中,ROE值与ROA值均有所上升,但是其显著性均不高。但在逆流并购样本中,ROE值与ROA值的下降在并购后第一年与第二年尤为显著,但在第三年后开始回归到并购前的水平,表明了民营企业在进行逆流并购后,要素市场发展水平的提高会为企业的经营绩效带来负面影响,但随着民营企业的逐渐适应,要素市场发展水平的提高带来的负面影响会被逐步消化。

为考察民营企业经营绩效变化的主要诱因,本文从销售管理费用率、主营业务成本率以及财务费用率三个方面对经营绩效进行分解。根据表3,在民营企业的逆流并购样本中,销售管理费用与主营业务成本率的变动方向不仅与ROE值和ROA值的变动方向保持一致,而且它们的显著性也同步。在民营企业进行逆流并购的第一年与第二年内,销售管理费用与主营业务成本会出现显

表3 民营企业不同类型并购样本经营指标变化的均值分析

并购类型	逆流并购(N=39)			顺流并购(N=43)			本地并购(N=79)			
	并购当年	并购后第一年	并购后第二年	并购后第一年	并购后第二年	并购后第三年	并购当年	并购后第一年	并购后第二年	并购后第三年
ROE变化	-0.022 (-0.77)	-0.098 (-1.52)*	-0.050 (-0.68)	0.037 (1.38)	0.056 (1.16)	0.048 (0.91)	0.011 (0.71)	-0.013 (-0.66)	0.007 (0.28)	0.037 (1.22)
ROA变化	-0.037 (-1.41)	-0.099 (-2.54)**	-0.088 (-2.24)**	0.008 (1.15)	0.007 (0.88)	-0.000 (-0.02)	0.009 (1.23)	0.000 (0.02)	-0.009 (-0.58)	-0.080 (-1.07)
销售管理费用变化	-0.004 (-0.26)	0.088 (1.94)**	0.062 (1.66)*	-0.000 (-0.01)	-0.001 (-0.09)	0.006 (0.37)	-0.012 (-0.75)	-0.017 (-0.88)	-0.003 (-0.16)	-0.022 (-0.89)
主营业务成本变化	0.017 (1.10)	0.049 (1.68)*	0.060 (2.27)**	0.006 (0.47)	-0.011 (-0.50)	0.011 (0.43)	0.012 (1.14)	0.018 (0.96)	0.035 (1.90)**	0.026 (1.28)
财务费用变化	-0.007 (-1.23)	0.068 (1.46)	0.122 (1.67)	0.004 (0.82)	0.015 (1.43)	0.014 (1.48)	-0.014 (-0.12)	-0.034 (-0.77)	-0.020 (-0.43)	-0.057 (-1.09)

注：*、**、*** 分别表示统计结果在10%、5%及1%水平上显著，括号内为统计值的t值。

著的上升,导致 ROE 值与 ROA 值出现显著的下降。随着民营企业逐渐适应新的要素市场环境,其销售管理费用与主营业务成本逐渐回归到并购前的水平,导致 ROE 与 ROA 的回升。逆流并购样本中销售管理费用、主营业务成本的变动方向与显著性均与 ROE 值与 ROA 值同步,初步证明了民营企业在逆流并购样本中 ROE 值与 ROA 值的下降主要是由于销售管理费用以及主营业务成本的增加所引起的。但是,民营企业在顺流并购或本地并购后,销售管理费用、主营业务成本都没有显著的变化,导致 ROE 值与 ROA 值没有显著的变化,进一步证明了逆流样本中销售管理费用与主营业务成本的显著增加确实是由于逆流并购后要素市场发展水平的提高造成的。由此可见,要素市场水平的提高在短期内会带来民营企业销售管理费用与主营业务成本的显著增加,从而降低其经营绩效,与前文的理论分析相一致。

表4列示了民营企业各主要经营指标的变化值在不同类型的并购样本间的均值差异分析的结果。表4与表3中的情况相类似,民营企业的逆流并购具有明显的区别于顺流并购和本地并购的独有特征。不管与顺流并购相比还是与本地并购相比,进行逆流并购的民营企业都出现了销售管理费用以及主营业务成本的显著增加,导致 ROE 值与 ROA 值的显著下降。但各经营指标在顺流并购与本地并购之间无显著的差异,再次表明逆流并购后导致民营企业经营绩效恶化的主要原因在于销售管理费用以及主营业务成本的提高,而这一影响确实是由要素市场水平的快速提高带来的。由此可见,要素市场的快速变化对民营企业的影响是单向的,即要素市场发展水平的快速提高在短期内会带来民营企业销售管理费用以及主营业务成本的显著增加,恶化经营绩效,但是要素市场发展水平的快速下降不会为民营企业的经营绩效带来显著的影响。值得注意的是,各经营指标变化值在逆流并购样本与非逆流并购样本中的显著差异均只存在于并购后的第一年与第二年中,与表3的情况类似。这表明要素市场水平的快速提高虽然在短期内会带来经营绩效的冲击,但这一冲击是一次性的。随着民营企业逐渐适应更高水平的要素市场环境,其带来的冲击也会被民营企业逐步消化。

根据前文的分析,要素市场环境的快速发展主要通过市场竞争水平变化、企业发展模式变化以及融资约束压力变化三个途径影响民营企业的经营绩效,但是无法通过这些途径影响国有企业的经营绩效。为验证前文的理论,本文仿照表3与表4对国有企业的不同类型的并购样本的关键指标进行了比较,发现表3与表4中逆流并购的规律只存在于民营企业样本中,而不存在于国有企业样本^①中,证明了要素市场的快速发展对民营企业的冲击主要是由上述三种途径所引起的。

^① 限于文章篇幅,本文没有列示结果,感兴趣的读者可以向作者索取。

表4 民营企业不同并购类型间经营指标变化的均值差异分析

年份	顺流并购			逆流并购			本地并购			
	并购当年	并购后第一年	并购后第二年	并购当年	并购后第一年	并购后第二年	并购当年	并购后第一年	并购后第二年	
ROE 变化	-0.059 (-1.50)*	-0.154 (-1.85)**	-0.002 (-0.02)	-0.033 (1.11)	-0.085 (1.50)*	-0.044 (-0.69)	0.026 (0.89)	0.069 (1.54)*	0.041 (0.81)	0.010 (0.22)
ROA 变化	-0.045 (-1.75)**	-0.107 (-2.79)***	-0.088 (-2.26)**	-0.046 (-2.21)**	-0.100 (-3.28)***	-0.078 (-2.17)**	-0.002 (-0.15)	0.007 (0.51)	0.009 (0.40)	0.083 (0.82)
销售管理 费用变化	-0.003 (-0.18)	0.089 (1.94)**	0.088 (1.37)*	0.0087 (0.34)	0.105 (2.51)***	0.066 (1.62.)*	0.012 (0.49)	0.016 (0.56)	0.010 (0.31)	0.028 (0.75)
主营业务 成本变化	0.011 (0.53)	0.060 (1.59)*	0.049 (1.35)*	0.043 (2.28)**	0.069 (2.41)***	0.072 (2.29)**	0.032 (1.97)**	0.009 (0.39)	0.022 (0.72)	0.015 (0.49)
财务费用变化	-0.010 (-1.49)	0.053 (1.12)	0.108 (1.49)*	0.037 (0.60)	0.102 (1.44)*	0.142 (1.70)**	0.048 (0.79)	0.049 (0.80)	0.034 (0.54)	0.071 (0.97)

注：*、**、*** 分别表示统计结果在10%、5%及1%水平上显著，括号内为统计值的t值。

3.2 要素市场环境变化方向与民营企业的并购绩效

表5列示了民营企业不同类型并购样本的并购绩效的对比情况。无论在逆流并购与顺流并购的对比模型中,还是在逆流并购与本地并购的对比模型中,逆流并购的代理变量UP的系数均显著为负,表明民营企业逆流并购的并购绩效同时显著差于民营企业的顺流并购绩效和本地并购绩效。另一方面,在顺流并购与本地并购的对比模型中,顺流并购的代理变量DOWN的系数不显著,表明民营企业的顺流并购绩效与本地并购绩效无显著差异,从而验证了本文的假设2。

表5 民营企业不同类型并购样本并购绩效对比

被解释变量	逆流并购 vs. 顺流并购		逆流并购 vs. 本地并购		顺流并购 vs. 本地并购	
	CAR	Δ ROE	CAR	Δ ROE	CAR	Δ ROE
UP	-0.186 (-2.40)**	-0.064 (-1.94)**	-0.097 (-1.72)**	-0.066 (-2.39)**		
DOWN					0.067 (1.55)	0.002 (0.15)
Size	-0.045 (-1.10)	0.020 (1.15)	-0.040 (-1.24)	0.022 (1.36)	0.013 (0.47)	0.002 (0.26)
ROA	-0.250 (-0.65)	-0.796 (-4.81)***	0.803 (2.75)***	-0.675 (-4.76)***	-1.727 (-4.10)***	-0.502 (-4.09)***
Cash	0.127 (0.41)	0.036 (0.27)	0.070 (0.32)	0.080 (0.74)	0.258 (1.41)	0.036 (0.68)
Lev	0.476 (1.73)*	-0.184 (-1.55)	0.204 (1.20)	-0.111 (-1.34)	0.166 (1.18)	-0.022 (-0.54)
Vol	0.223 (2.62)**	0.008 (0.21)	-0.048 (-0.98)	-0.026 (-1.08)	0.000 (0.01)	-0.041 (-3.00)***
Growth	-0.005 (-0.10)	0.019 (0.86)	0.041 (1.11)	0.023 (1.28)	0.006 (0.21)	0.017 (2.02)**
Ind	1.417 (2.62)**	0.280 (1.20)	0.900 (2.53)**	0.232 (1.34)	0.241 (0.66)	0.151 (1.43)
Industry	0.039 (0.43)	-0.026 (-0.66)	-0.017 (-0.28)	-0.007 (-0.24)	0.047 (0.99)	0.004 (0.29)
Year	-0.207 (-1.97)*	-0.037 (-0.82)	-0.150 (-1.94)*	-0.011 (-0.29)	-0.093 (-1.40)	-0.034 (-1.75)*
Constant	0.266 (0.31)	-0.406 (-1.09)	0.411 (0.61)	-0.473 (-1.45)	-0.430 (-0.76)	-0.067 (-0.41)
Adj-R ²	0.2416	0.3662	0.1217	0.3327	0.1513	0.2055
F-Value	3.58***	5.68***	2.61***	6.78***	3.14***	4.10***
Observation	82	82	117	117	121	121

注: *、**、*** 分别表示统计结果在 10%、5% 及 1% 水平上显著, 括号内为统计值的 t 值。

为进一步证明民营企业的逆流并购的低下并购绩效是其独有特征,本文将民营企业的逆流并购样本与顺流并购样本分别与国有企业进行对比分析,结果如表6示。表6中,UP*State的系数代表了国有企业逆流并购绩效减去民营企业逆流并购绩效的差值,而DOWN*State的系数则代表了国有企业顺流并购绩效减去民营企业顺流并购绩效的差值。根据表6,UP*State的系数显著为正,但DOWN*State的系数不显著,表明了民营企业的逆流并购绩效显著差于国有企业的逆流并购绩效,但是民营企业与国有企业的顺流并购绩效没有显著的差异。值得注意的是,表6中UP的系数代表了民营企业的逆流并购绩效减去所有企业总体异地并购的平均绩效的差值。UP的系数显著为负,说明了民营企业的逆流并购绩效显著差于所有企业异地并购的平均绩效,与表5的结果相一致。

表6 民营企业与国有企业并购绩效对比

被解释变量	逆流并购绩效对比		顺流并购绩效对比	
	CAR	Δ ROE	CAR	Δ ROE
UP	-0.128 (-2.44)**	-0.071 (-3.65)***		
UP*State	0.103 (1.92)**	0.066 (2.79)***		
DOWN			0.106 (2.01)**	0.040 (2.00)**
DOWN*State			-0.053 (-0.93)	-0.004 (-0.18)
Size	0.005 (0.31)	0.010 (1.66)*	0.012 (0.74)	0.012 (1.99)**
ROA	-0.491 (-2.25)**	-0.759 (-9.35)***	-0.510 (-2.32)**	-0.764 (-9.17)***
Cash	-0.017 (-0.10)	0.079 (1.24)	-0.011 (-0.06)	0.079 (1.22)
Lev	-0.150 (-2.23)**	-0.089 (-3.54)***	-0.145 (-2.14)**	-0.089 (-3.44)***
Growth	0.016 (0.53)	0.028 (2.40)**	0.014 (0.43)	0.029 (2.42)**
Vol	0.303 (5.24)***	0.003 (0.12)	0.301 (5.19)***	-0.001 (-0.02)
Ind	0.818 (2.63)***	0.118 (1.01)	0.870 (2.79)***	0.146 (1.23)
Industry	-0.010 (-0.20)	-0.021 (-1.15)	-0.005 (-0.11)	-0.019 (-1.01)

续表

被解释变量	逆流并购绩效对比		顺流并购绩效对比	
	CAR	Δ ROE	CAR	Δ ROE
Year	-0.085 (-1.50)	-0.015 (-0.71)	-0.089 (-1.55)	-0.019 (-0.89)
Constant	-0.297 (-0.79)	-0.197 (-1.40)	-0.549 (-1.43)	-0.299 (-2.06)**
Adj-R ²	0.1775	0.4744	0.1689	0.4502
F-Value	4.51***	15.69***	4.31***	14.32***
Observation	180	180	180	180

注: *、**、*** 分别表示统计结果在 10%、5% 及 1% 水平上显著, 括号内为统计值的 t 值。

由此可见,无论是对比自身的顺流并购和本地并购,还是对比国有企业的逆流并购,民营企业的逆流并购都具有显著的更差的并购绩效。根据前文的分析,要素市场水平的快速提高会通过竞争水平变化、企业发展模式转变等途径冲击民营企业的经营绩效,但要素市场水平的快速下降对民营企业的绩效的影响是不确定的,导致民营企业的逆流并购绩效显著差于顺流并购与本地并购,而顺流并购绩效与本地并购没有显著的差异。另一方面,要素市场环境无法通过竞争水平变化以及企业发展模式转变等途径影响国有企业,因此要素市场环境的变化不会为国有企业的经营绩效带来显著的影响,导致民营企业的逆流并购绩效显著差于国有企业。民营企业逆流并购独有的低下的并购绩效证明了要素市场水平的快速提高的确会降低民营企业的经营绩效,为前文的分析提供了实证支持。

3.3 要素市场环境变化对民营企业经营绩效的影响途径分析

在证明了要素市场水平的快速提高的确会显著降低民营企业的经营绩效后,参照白重恩等(2005)的研究思路,本文从销售管理费用变化 Δ fee、主营业务成本变化 Δ cost 以及财务费用变化 Δ interest 三个方面对民营企业的经营绩效进行分解,探索要素市场水平的快速提高降低民营企业经营绩效的具体途径。在前文的描述性统计分析部分中,民营企业逆流并购样本中销售管理费用变化 Δ fee 与主营业务成本变化 Δ cost 均显著为正,并且两者的变化方向和显著性与 ROE 值和 ROA 值的变化方向和显著性同步,表明要素市场环境的变化最有可能通过销售管理费用变化与主营业务成本变化两个途径影响民营企业的经营绩效。为了检讨要素市场环境变化影响民营企业经营绩效的主要途径,本文对民营企业不同类型的并购样本之间各经营指标变化值进行了回归对比,结果如表 7 所示。

表7 民营企业不同类型并购样本经营指标变化对比

被解释变量	逆流并购 vs. 顺流并购			逆流并购 vs. 本地并购			顺流并购 vs. 本地并购		
	Δfee	$\Delta cost$	$\Delta Interest$	Δfee	$\Delta cost$	$\Delta Interest$	Δfee	$\Delta cost$	$\Delta Interest$
UP	0.090 (1.94)**	0.052 (1.32)	0.046 (0.93)	0.103 (2.73)***	0.067 (2.19)**	0.115 (1.71)*			
DOWN							0.024 (1.20)	0.002 (0.10)	0.066 (1.14)
Size	-0.012 (-0.46)	0.012 (0.54)	-0.025 (-0.94)	0.005 (0.24)	0.026 (1.47)	0.048 (1.22)	-0.023 (-1.85)*	0.012 (0.77)	0.044 (1.19)
ROA	-0.275 (-1.13)	0.219 (1.05)	0.018 (0.07)	-0.218 (-1.11)	0.406 (2.58)**	0.233 (0.67)	0.808 (4.07)***	0.449 (1.91)*	0.371 (0.64)
Cash	0.177 (0.95)	-0.202 (-1.26)	-0.231 (-1.16)	-0.170 (-1.14)	-0.023 (-0.19)	-0.089 (-0.34)	-0.103 (-1.23)	0.120 (1.21)	0.063 (0.26)
Lev	0.134 (0.82)	-0.148 (-1.05)	0.026 (0.15)	-0.046 (-0.41)	-0.041 (-0.45)	-0.416 (-2.05)**	0.050 (0.76)	0.092 (1.18)	-0.325 (-1.70)*
Vol	-0.068 (-1.25)	0.019 (0.40)	-0.045 (-0.78)	-0.017 (-0.51)	-0.023 (-0.87)	0.008 (0.14)	0.022 (1.01)	-0.016 (-0.63)	0.044 (0.68)
Growth	-1.001 (-2.81)***	-0.040 (-1.31)	-0.047 (-1.24)	-0.168 (-6.75)***	0.024 (1.18)	-0.226 (-5.08)***	-0.124 (-8.63)***	-0.024 (-1.39)	-0.155 (-3.73)***
Ind	-0.046 (-0.14)	-0.272 (-0.98)	0.227 (0.66)	-0.092 (-0.38)	-0.120 (-0.61)	-0.052 (-0.12)	0.009 (0.05)	-0.082 (-0.40)	0.171 (0.34)
Industry	0.063 (1.16)	-0.042 (-0.90)	0.080 (1.38)	0.006 (0.14)	0.011 (0.34)	0.063 (0.85)	0.009 (0.05)	-0.020 (-0.72)	0.078 (1.20)
Year	0.030 (0.48)	0.027 (0.50)	0.068 (1.01)	0.107 (2.04)**	0.003 (0.08)	0.206 (2.22)**	0.021 (0.67)	0.057 (1.57)	0.157 (1.74)*
Constant	0.199 (0.37)	-0.427 (-0.09)	0.492 (0.87)	0.009 (0.02)	-0.531 (-1.46)	-0.793 (-0.99)	0.474 (1.79)*	-0.311 (-1.00)	-0.890 (-1.16)
Adj-R ²	0.1092	-0.0066	-0.0169	0.3036	0.0435	0.2007	0.4869	0.0685	0.1475
F-Value	1.97**	0.95	0.87	6.01***	1.52	3.89***	12.10***	1.86*	3.02***
Observation	80	80	80	116	116	116	118	118	118

注：*、**、*** 分别表示统计结果在 10%、5% 及 1% 水平上显著，括号内为统计值的 t 值。

根据表7, 财务费用变化 $\Delta interest$ 在民营企业的不同并购样本之间均没有显著差异, 表明要素市场环境的变化不会通过财务费用影响民营企业的经营绩效。在逆流并购与本地并购的 $\Delta cost$ 对比模型中, UP 的系数显著为正, 意味着逆流并购样本中主营业务成本的增加显著高于本地并购样本。但是, 在逆流并购与顺流并购的 $\Delta cost$ 对比模型中, UP 的系数不再显著, 并且连模型整体也不再显著, 说明在控制了其他变量的影响后, 主营业务成本变化 $\Delta cost$ 在逆流并购样本与顺流并购样本之间不再具有显著差异。这一对比证明了逆流样本中

较高的 $\Delta cost$ 是由“异地并购”这一特征所引起的,而不是由要素市场环境的变化引起的,否则的话 $\Delta cost$ 在逆流并购样本与顺流并购样本之间应该存在显著的差异。由此可见,要素市场水平的快速提高既不会通过财务费用也不会通过主营业务成本途径影响民营企业的经营绩效。

最后考察民营企业的不同并购样本中销售管理费用变化 Δfee 的对比状况。无论在逆流并购与本地并购 Δfee 对比模型中,还是在逆流并购与顺流并购的 Δfee 对比模型中,UP 的系数均显著为正,表明逆流并购样本中销售管理费用的增加值显著高于顺流并购样本与本地并购样本。但是在顺流并购与本地并购的 Δfee 对比模型中,DOWN 的系数不显著,表明销售管理费用的增加值在顺流并购样本与本地并购样本之间没有显著的差异,从而验证了本文的假设 2。由此可见,民营企业逆流并购的独有的低下并购绩效主要是由于并购后销售管理费用的显著增加所造成的,证明了要素市场水平的快速提高主要通过销售管理费用渠道影响民营企业的经营绩效。

为了进一步为本文的理论提供实证支持,本文对比分析了各经营指标的变化值在民营企业与国有企业在逆流并购样本和顺流并购样本的差异,结果如表 8 示。根据表 8,在 $\Delta cost$ 和 $\Delta interest$ 的对比模型中,UP * State 和 DOWN * State 的系数均不显著,表明民营企业与国有企业的主营业务成本变化与财务费用变化在逆流并购样本与顺流并购样本都没有显著差异,即上述两者都不是造成民营企业的逆流并购绩效显著低于国有企业的的原因。与此相反,在 Δfee 的对比模型中,虽然 DOWN * State 的系数不显著,但 UP * State 的系数显著为负。表明了在进行顺流并购时,国有企业与民营企业销售管理费用变化没有显著的差异,但是在进行逆流并购时,民营企业销售管理费用的增加会显著高于国有企业。结合前文的实证结果,在顺流并购过程中,民营企业与国有企业的销售管理费用没有显著差异,两者的并购绩效也没有显著差异。但是在逆流并购过程中,民营企业销售管理费用的增加显著高于国有企业,并且并购绩效也显著低于国有企业,由此可见销售管理费用的增加是导致民营企业逆流并购绩效显著低于国有企业逆流并购绩效的主要原因。

表 8 民营企业与国有企业不同类型并购样本经营指标变化对比

被解释变量	逆流并购样本对比			顺流并购样本对比		
	Δfee	$\Delta cost$	$\Delta Interest$	Δfee	$\Delta cost$	$\Delta Interest$
UP	0.077 (2.47)**	0.073 (2.54)**	0.046 (1.63)			
UP * State		-0.078 (-2.08)**	-0.030 (-1.50)	-0.050		
DOWN				-0.039 (-1.21)	-0.038 (-1.34)	-0.014 (-0.50)

续表

被解释变量	逆流并购样本对比			顺流并购样本对比		
	Δfee	$\Delta cost$	$\Delta Interest$	Δfee	$\Delta cost$	$\Delta Interest$
DOWN * State				0.002 (0.05)	-0.034 (-1.80)	-0.010 (-0.34)
Size	-0.010 (-0.96)	0.008 (0.92)	-0.013 (-1.56)	-0.012 (-1.21)	0.010 (1.05)	-0.014 (-1.63)
ROA	0.027 (0.21)	0.379 (3.15)***	0.075 (0.64)	0.030 (0.22)	0.371 (3.07)***	0.074 (0.62)
Cash	0.119 (1.17)	-0.013 (-0.14)	-0.053 (-0.59)	0.119 (1.15)	-0.010 (-0.11)	-0.053 (-0.58)
Lev	0.199 (4.77)***	0.001 (0.02)	0.178 (4.81)***	0.197 (4.68)***	0.003 (0.07)	0.179 (4.78)***
Growth	-0.120 (-5.81)***	-0.005 (-0.26)	-0.030 (-1.62)	-0.122 (-5.77)***	-0.008 (-0.44)	-0.032 (-1.70)*
Vol	-0.086 (-2.39)**	-0.018 (-0.55)	-0.043 (-1.32)	-0.082 (-2.23)**	-0.014 (-0.41)	-0.039 (0.19)
Ind	-0.377 (-2.04)**	0.018 (0.11)	0.051 (0.31)	-0.410 (-2.19)**	0.011 (0.06)	0.032 (0.19)
Industry	0.054 (1.82)*	-0.050 (-1.85)*	0.033 (1.25)	0.052 (1.71)*	-0.051 (-1.89)*	0.031 (1.18)
Year	0.052 (1.53)	0.010 (0.30)	0.054 (1.77)*	0.057 (1.66)*	0.014 (0.44)	0.058 (1.89)*
Constant	0.239 (1.05)	-0.207 (-1.00)	0.194 (0.96)	0.349 (1.51)	-0.175 (-0.84)	0.243 (1.18)
Adj-R ²	0.2578	0.0858	0.1682	0.2382	0.0881	0.1574
F-Value	6.53***	2.50***	4.24***	5.97***	2.55***	3.99***
Observation	176	176	176	176	176	176

注：*、**、*** 分别表示统计结果在 10%、5% 及 1% 水平上显著，括号内为统计值的 t 值。

总的而言，民营企业逆流并购样本中销售管理费用的增加不仅是导致民营企业逆流并购绩效显著低于民营企业的顺流并购绩效与本地并购绩效的主要原因，也是导致民营企业逆流并购绩效显著低于国有企业逆流并购绩效的主要原因，证明了销售管理费用的显著增加是导致民营企业逆流并购独有的低下并购绩效的主要原因，即要素市场水平的快速提高对民营企业经营绩效的负面影响主要是通过销售管理费用的明显增加所实现的，验证了前文的理论。

3.4 要素市场环境变化程度对民营企业经营绩效的影响

在证明了要素市场水平的快速提高会带来民营企业销售管理费用的显著增加从而降低其经营绩效后，本文把并购双方的要素市场发展水平差异 Δ

作为解释变量,考察要素市场水平的变化程度对各经营指标变化值以及经营绩效的影响,结果如表9所示。在表9中,模型在解释并购绩效CAR、 Δ ROE以及销售管理费用变化 Δ fee时具有较强的解释力度,模型显著性高,并且Delta的系数均显著。但是模型在解释主营业务成本变化 Δ cost与财务费用变化 Δ interest时,不仅Delta的系数不显著,而且模型的显著性水平也极低,再次表明了要素市场环境的变化不会影响民营企业的主营业务成本以及财务费用,要素市场水平的快速提高降低民营企业的经营绩效主要是通过销售管理费用的显著增加实现的。

表9 民营企业异地并购特征与并购双方要素市场差异的关系

	CAR	Δ ROE	Δ fee	Δ cost	Δ Interest
Delta	0.030 (2.03)**	0.014 (2.53)**	-0.020 (-2.46)**	-0.004 (-0.64)	-0.008 (-0.95)
Size	-0.749 (-1.64)	0.024 (1.39)	-0.014 (-0.59)	0.009 (0.44)	-0.027 (-1.00)
ROA	-0.210 (-0.49)	-0.787 (-4.83)	-0.256 (-1.06)	0.221 (1.04)	0.025 (0.10)
Cash	-0.116 (-0.33)	0.018 (0.14)	0.203 (1.11)	-0.192 (-1.19)	-0.219 (-1.10)
Lev	0.576 (1.89)*	-0.201 (-1.74)*	0.165 (1.03)	-0.125 (-0.89)	0.043 (0.25)
Growth	-0.044 (-0.76)	0.020 (0.89)	-0.106 (-3.03)***	-0.043 (-1.40)	-0.050 (-1.31)
Vol	0.144 (1.52)	0.002 (0.07)	-0.068 (-1.27)	0.022 (0.46)	-0.044 (-0.77)
Ind	0.264 (0.44)	0.327 (1.44)	-0.120 (-0.38)	-0.314 (-1.13)	0.190 (0.56)
Industry	0.191 (1.89)*	-0.024 (-0.63)	0.064 (1.19)	-0.044 (-0.94)	0.080 (1.37)
Year	-0.070 (-0.61)	-0.043 (-0.99)	0.044 (0.71)	0.037 (0.67)	0.075 (1.12)
Constant	1.232 (1.28)	-0.515 (-1.42)	0.302 (0.58)	0.029 (0.06)	0.547 (0.97)
Adj-R ²	0.1486	0.3881	0.1362	-0.0260	-0.0164
F-Value	2.41**	6.14***	2.25**	0.80	0.87
Observation	82	82	80	80	80

注: *、**、*** 分别表示统计结果在 10%、5%及 1%水平上显著,括号内为统计值的 t 值。

在逆流并购样本中,并购方要素市场发育得分低于目标方要素市场发育得分,因此Delta的值为负值。在把作为 Δ fee被解释变量时,Delta的系数显著为负,但把CAR与 Δ ROE作为被解释变量时,Delta的系数显著为正。这意味着

在民营企业的逆流并购过程中,并购双方要素市场差距越大,即要素市场水平的提高幅度越大,销售管理费用的增加就越多,对经营绩效的负面影响就越大,从而验证了本文的假设4。

3.5 稳健性检验

(1) 由于要素市场发展水平与投资者保护水平、政府干预水平等制度指标相关性较高,为进一步验证要素市场环境是导致央企与地方国企异地并购绩效差异的原因,本文分别利用投资者保护水平指标与政府干预指标替代文中所用的要素市场发展水平指标并重新进行了检验。检验结果表明利用投资者保护水平指标与政府干预水平指标分类后,回归结果均不显著,文中所述制度环境变化对民营企业并购绩效的影响及其影响的具体途径不再成立,表明制度环境对民营企业并购绩效的影响的确是由要素市场环境造成的。

(2) 在并购绩效 CAR 的计算上,本文采取并购初次公告日的 $[-2, 2]$ 作为 CAR 的事件窗口期。分别改用 $[-5, 5]$, $[-3, 3]$ 作为事件窗口期重新计算 CAR 并进行回归检验,回归结果没有实质性变化。

(3) 为消除异常值的影响,本文对各主要连续变量在 3% 水平上进行了 Winsorize 处理。重新对各主要连续变量在 2% 及 4% 水平上进行 Winsorize 处理,所得回归结果没有实质性变化,回归结果稳健。

4 结论与政策建议

根据已往文献,要素市场发展水平越低,民营企业的生产效率就越低,大力发展要素市场是提高中国民营企业总体生产效率的关键措施,这也是十八届三中全会做出大力发展要素市场决定的初衷。然而,要素市场的快速发展会为民营企业带来较大冲击。本文的实证结果显示民营企业在通过异地并购进入要素市场水平更高地区时,销售管理费用会出现显著的增加,降低民营企业的经营绩效。要素市场水平提高的幅度越大,民营企业销售管理费用的增加就越多,对经营绩效的负面影响就越大。由此可见,要素市场水平的快速提高会通过销售管理费用的增加及融资约束压力的增加对民营企业经营绩效产生冲击。然而,要素市场水平的快速提高对民营企业经营绩效的冲击是一次性的。随着民营企业的逐渐适应,销售管理费用也会逐渐回落,要素市场水平的快速提高对经营绩效的冲击也会逐步被消化。虽然民营企业可以逐渐消化要素市场快速发展带来的负面影响,但是对流动性水平压力较大、或者面临较大业绩压力的企业(例如因业绩达不到监管部门而被 ST 的上市公司、处于行业低谷周期的行业),这一短期的流动性压力与盈利水平压力可能是致命的。在中国要素市场改革的浪潮下,中国要素市场环境必将迎来快速发展,由此可以预见中国大

部分民营企业将出现销售管理费用的显著增加。民营企业在把握要素市场改革带来的机遇和挑战的过程中,应注意做好流动性风险管理工作,保持充足的流动性,以应对销售管理费用的大幅增加,同时应该提高销售管理费用的利用效率,在要素市场改革过程中获得竞争优势。特别是对流动性水平与盈利性水平压力较大的企业而言,面对我国要素市场的快速发展,应该对自身的销售管理水平、盈利水平实施更密切的监督,必要时采用较为消极的发展战略,注意不要过快扩张,尤其注意不要并购要素市场较高地区的企业,以免企业因一时的流动性压力或盈利性压力而陷入较大困境。

参考文献

- 白重恩,路江涌,陶志刚. 2006. 国有企业改制效果的实证研究[J]. 经济研究(8): 4-13.
- 樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 2002—2011. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告[M]. 北京:经济科学出版社.
- 高帆. 2008. 什么粘住了中国企业自主创新能力提升的翅膀[J]. 当代经济科学, 30(2): 1-10.
- 李善民,周小春. 2007. 公司特征、行业特征和并购战略类型的实证研究[J]. 管理世界(3): 130-137.
- 连玉君,苏治. 2009. 融资约束、不确定性与上市公司投资效率[J]. 管理评论, 21(1): 19-26.
- 罗德明,李晔,史晋川. 2012. 要素市场扭曲、资源错置与生产率[J]. 经济研究(3): 4-14.
- 马紫君,刘巨松,姚益龙. 2015. 央企与地方国企异地并购动机与绩效的差异研究——基于要素市场环境的分析[J]. 经济学报(2): 94-114.
- 潘红波,夏新平,余明桂. 2008. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J]. 经济研究(4): 41-52.
- 潘红波,余桂明. 2011. 支持之手、掠夺之手与异地并购[J]. 经济研究(9): 108-120.
- 唐建新,陈冬. 2010. 地区投资者保护、企业性质与异地并购的协同效应[J]. 管理世界(8): 102-116.
- 夏立军,方轶强. 2005. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究(5): 40-51.
- 杨其静. 2011. 企业成长:政治关联还是能力建设[J]. 经济研究(10): 54-66.
- 姚益龙,刘巨松,刘冬妍. 2014. 要素市场发展差异、产权性质与异地并购绩效[J]. 南开管理评论,17(5): 102-111.
- 余明桂,回雅甫,潘红波. 2011. 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性[J]. 经济研究(3): 65-77.

- 张杰,周晓艳,李勇. 2011. 要素市场扭曲抑制了中国企业 R&D?[J]. 经济研究(8): 78-91.
- Bris A, Cabolis C. 2008. The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers[J]. *Review of Financial Studies*, 21(2): 605-648.
- Dinopoulos E, Syropoulos C. 2007. Rent protection as a barrier to innovation and growth[J]. *Economic Theory*, 32(2): 309-332.
- Fazzari S M, Hubbard R G, Peterson B C. 1988. Financing constraints and corporate investment[J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1): 141-195.
- Lin J Y, Cai F, Li Z. 1998. Competition, policy burdens, and state-owned enterprise reform[J]. *The American Economic Review*, 88(2): 422-427.
- Loren B, Trevor T, Zhu X D. 2013. Factor market distortions across time, space and sectors in China[J]. *Review of Economic Dynamics*, 16(1): 39-58.
- World Bank. 2012. China: Structural reforms for a modern, harmonious, and creative high income society[R]. Supporting Report 1 to China 2030.

Is the Rapid Development of Factor Market a Good News to Private Enterprises ?

——Research Basing on Mergers and Acquisitions Perspective

Zijun Ma¹ Jusong Liu² Tingting Qu³ Jie Jiao¹

(1. School of Economics and Management, Qsinghua University;

2. Postdoc Station of Shenzhen Stock Exchange; 3. Lingnan College, Sun Yat-sen University)

Abstract Based on empirical study on the stock acquisition events of China, this article found out that it will bring significant negative performance for private enterprises when they enter district whose factor market is better-developed through mergers and acquisitions. The negative M&A performance is caused mainly by the increase of sale and administration fees. The higher level of factor market which private enterprise entered is, the more the sale and administration fees would increase and thus the worse the M&A performance would be. This article has explored how the change of factor market affects the performance of private enterprises, which provides detail suggestion for private enterprise facing the rapid development of factor market.

JEL Classification G34