

# 上市公司横向并购资本运营绩效实证研究

郭建峰<sup>1,2</sup> 樊云<sup>1</sup> 王丹<sup>1</sup> 王小青<sup>1</sup>

<sup>1</sup>(西安邮电大学经济与管理学院, 西安 710061) <sup>2</sup>(雷丁大学商学院, 伯克郡 RG6 6AH)

〔摘要〕为了突破经济发展瓶颈, 兼并重组活动如火如荼, 其中横向并购活动最为活跃。本文以2011~2015年49家上市公司为研究对象, 采用因子分析法实证分析了上市公司横向并购前后2年资本运营绩效。结果表明: 上市公司横向并购资本运行绩效总体呈现下降趋势, 尚未达到预期目的。基于此, 提出相关建议: 首先, 制定正确的并购目标。其次, 经营管理者多借助于专业性价值评估机构, 避免对被合并方估值过高。再次, 不高估企业剩余资产管理能力。最后, 调动员工积极性, 开拓专属管理资源, 做好企业人力资源整合工作。

〔关键词〕上市公司 横向并购 因子分析 资本运营绩效 资产规模 协同效应

DOI: 10.3969/j.issn.1004-910X.2017.10.016

〔中图分类号〕F276.6 〔文献标识码〕A

## 引言

在2008年金融危机影响下, 经济矛盾日益突出, 经济增长速度放缓, 政府不断出台一系列鼓励企业兼并重组的政策, 试图来突破经济上的瓶颈, 这些政策的出台为企业的并购重组提供了制度保障和实施氛围, 近几年我国的兼并重组市场不断掀起新的浪潮, 无论是并购案例数量还是金额上不断创历史新高, 其中, 横向并购占比最大。具体表现在: (1) 并购数量每年约数倍速度增长。2013年并购数量87家, 2014年169家, 2015年302家。(2) 并购金额约数倍速度增长, 2013年约20亿元, 2014年约30亿, 2015约67亿。但在横向并购后, 浪费了大量资源, 并未达到预期目的。基于此, 通过建立综合指标体系, 用因子分析对横向并购前后企业资本经营绩效进行分析, 以有效评价横向并购对企业资本经营绩效的作用, 并且有针对性提出对策建议, 为企业和国家决策提供相关依据。

## 1 文献综述

资本运营是指公司把所拥有的各种社会资

源、各种生产要素, 即所拥有的各种资本, 视为可以经营的价值资本, 通过流动、收购、兼并、重组、参股、控股、交易、转让、租赁等各种途径优化配置, 进行有效营运, 以实现最大限度增值目标的经营行为, 以资本最大限度增值为目的, 对资本及其运动所进行的运筹和经营活动<sup>[1]</sup>。绩效评估是按照一定的指标体系和程序, 运用统一的标准、数理统计和运筹学原理, 对指标和数据进行定性、定量对比分析, 客观、准确和公正对企业一段经营时期的经营者业绩和资本经营效益提出综合评估<sup>[2]</sup>。

Delong (2001) 发现, 专注于(业务)活动和地域扩张的银行并购后股票价值上升了3%, 而其他类型的银行并购不创造价值<sup>[3]</sup>。Pesenderfor (2003) 针对上个世纪八十年代期间造纸业的横向并购案例进行了研究, 得出结论: 该行业间的并购行为确实能提高企业的盈利能力<sup>[4]</sup>。Cabolis, C., Manasakis, C., Petrakis, E. (2008) 研究在决定整合之前, 我们将研究如何进行长期战略决策, 如降低成本的研发投入; 创造内部效

收稿日期: 2017-05-13

基金项目: 陕西省软科学计划重点项目“科技支撑丝绸之路经济带发展对策研究”(项目编号: 2015KRZ001); 陕西省西安市科技计划项目“西安网络金融发展研究——基于大数据的网络金融风险研究”(项目编号: SF1504); 陕西省教育厅哲学社会科学重点研究项目“陕西省金融信息化创新发展研究”(项目编号: 14JZ048); 陕西省科技计划软科学研究计划“跨境移动支付对‘丝绸之路经济带’战略支撑作用与创新研究”(项目编号: 2017KMR102)。

作者简介: 郭建峰, 西安邮电大学经济与管理学院教授, 中组部“千人计划”特聘专家, 西安邮电大学经管学院名誉院长, 英国雷丁大学研究员。研究方向: 计算金融。樊云, 西安邮电大学经济与管理学院硕士研究生。研究方向: 财务管理与资本运营。王丹, 西安邮电大学经济与管理学院硕士研究生。研究方向: 财务管理与资本运营。王小青, 西安邮电大学经济与管理学院硕士研究生。研究方向: SAP。

率增益,使横向整合有利可图<sup>[5]</sup>。

无独有偶,国内也有一些学者对上市公司并购绩效进行实证分析,程小伟和吴家舵选取了1998~2012年共5年的37个上市公司为样本,采用了12个原始财务指标进行研究,发现上市公司的横向并购在短期内并没有给企业的财务状况带来改善<sup>[6]</sup>。樊秀峰和韩亚峰,利用2005~2011年零售上市企业横向并购的面板数据,运用双向随机效应GMM估计方法,在样本观察期内企业通过横向并购规模弹性有一定上升,但市场溢价能力却显著下降了;企业通过横向并购扩张有利于实现协同效应和规模经济,横向并购行为在短期内和长期内都有利于运营现金流收益率的增加<sup>[7]</sup>。刘志杰以2008~2012年发生海外横向并购的20家A股制造业上市公司作为研究样本,采用公司成长性、资产安全性、公司营利性指标,用因子分析、配对样本t检验和非参数检验等分析方法考察了海外横向并购对样本公司绩效的影响。结果表明:在发生海外横向并购后,我国制造业上市公司的绩效水平并未显著提升,而且很多公司的绩效水平出现了较大的下滑<sup>[8]</sup>。

综上所述可以看出,在选择数据范围内,主要集中在行业上,很少对横向并购这个经济现象做出总体绩效评价;在指标选取上,大部分研究集中在财务指标来研究其对公司绩效影响,而

从效益指标和结合企业内部指标很少。鉴于此,以企业效益指标与内部指标对我国横向并购后绩效研究有了必要性,为企业和国家战略决策提供依据。

## 2 研究设计

(1) 样本选取与数据来源。横向并购是指两个或两个以上生产和销售相同或相似产品公司之间的并购行为。依据同花顺软件和Wind资讯金融终端数据显示,到2013年上市公司中至少有87家进行了并购重组,其中有50家上市公司的兼并重组属于横向并购,在考虑到资料的完整性和公司近五年内不存在因退市风险而影响到资料的准确性条件下,本文选取了深圳能源、美的集团等49家上市公司作为研究样本。数据来源同花顺软件和Wind资讯金融终端。

(2) 研究方法。本文采用因子分析方法,选择具有代表性的效益指标与内部指标公共因子,然后综合绩效得分模型,通过对横向并购企业前后2年综合绩效得分的变化,对横向并购效果进行检验。

(3) 指标体系构建。公司资本运营绩效的衡量指标较多,结合以前学者的研究,其选择分别代表企业的员工工作效率、管理水平、盈利能力、偿债能力、营运能力、发展能力和股本扩张能力。具体的资本运营绩效指标选取如表1。

表1 企业资本运营绩效指标评价体系

指标类型	指标代表能力	指标名称	指标公式
内部指标	员工工作效率	单位员工销售额	销售收入 / 员工总数
		单位员工经营利润水平	经营利润 / 员工总数
	管理水平	管理性支出稳定性	管理费用 / 销售收入
		管理活动成本费用	管理费用 / 经营成本
	盈利能力	主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入 *100%
总资产净利率		净利润 / 平均资产总额 *100%	
净资产收益率		税后净利润 / 净资产 *100%	
权益净利率		(税后经营净利润 - 税后利息费用) / 所有者权益	
效益指标	销售净利率	销售净利率	净利润 / 销售收入 *100%
		资产负债率	负债总额 / 资产总额 *100%
		流动比率	流动资产 / 流动负债 *100%
	偿债能力	速动比率	(流动资产 - 存货) / 流动负债
		总资产周转率	销售收入 / 总资产 *100%
营运能力	存货周转率	营业成本 / 平均存货余额 *100%	
发展能力	主营业务收入同比增长率	(本期主营业务收入 - 上期主营业务收入) * 上期主营业务收入 *100%	

为了使指标的结果更加准确和具有说服力, 指标比值关系是时期数据比时点数据的, 其中的时点数据计算时取的期初与期末数据的平均值。以及, 为了避免个别数据对研究的结果影响过大, 本文对收集和计算整理得到的数据指标值中偏离正常值过远的个别值进行了替代, 其替代值是当年整个样本指标计算的平均值。

### 3 实证分析

#### 3.1 KMO 检验和 Bartlett 检验及公因子方差分析

本文用 SPSS21.0 软件, 将所选取的 X1 到 X18 共 18 项指标全部纳入因子分析, 对其做 KMO 检验和 Bartlett 检验及公因子方差分析, 检验结果如表 2。

表 2 KMO 和 Bartlett 的检验

KMO 和 Bartlett 的检验		
取样足够度的 Kaiser-Meyer-Olkin 度量		0.719
	近似卡方	3882.581
Bartlett 的球形度检验	df	153
	Sig.	0.000

由表 2 可知, 样本数据的 KMO 检验值为  $0.719 > 0.5$ , 说明样本数据通过了 KMO 检验, 样本数据的 Bartlett 球形假设检验的 sig 值为  $0.000 < 0.05$ , 说明样本数据也通过了 Bartlett 球形假设检验, 所以, 最终的结论是, 样本数据适合做

因子分析。

#### 3.2 解释的总方差水平

本文采取主成分分析法提取 7 个公因子, 其累计贡献率 80.666%, 具体见表 3。

表 3 解释的总方差

成份	初始特征值			提取平方和载入			旋转平方和载入		
	合计	方差的 %	累积 %	合计	方差 %	累积 %	合计	方差 %	累积 %
1	3.988	22.156	22.156	3.988	22.156	22.156	2.989	16.605	16.605
2	3.039	16.882	39.038	3.039	16.882	39.038	2.598	14.431	31.036
3	1.973	10.96	49.998	1.973	10.96	49.998	2.213	12.295	43.331
4	1.619	8.992	58.99	1.619	8.992	58.99	2.13	11.835	55.165
5	1.525	8.472	67.462	1.525	8.472	67.462	1.667	9.264	64.429
6	1.302	7.231	74.693	1.302	7.231	74.693	1.537	8.537	72.966
7	1.075	5.973	80.666	1.075	5.973	80.666	1.386	7.699	80.666
8	0.783	4.352	85.018						
9	0.682	3.79	88.808						
10	0.497	2.759	91.567						
11	0.44	2.447	94.014						
12	0.411	2.282	96.296						
13	0.298	1.655	97.95						
14	0.2	1.11	99.06						
15	0.095	0.526	99.586						
16	0.055	0.303	99.889						
17	0.019	0.103	99.992						
18	0.001	0.008	100						

### 3.3 公因子命名

旋转成分矩阵分析的是原有变量在主成份上

的载荷, 本文对其提取的7个公因子进行旋转, 计算出各因子的得分系数, 具体如表4。

表4 因子得分系数矩阵

成份	1	2	3	4	5	6	7
单位员工销售额	-0.037	-0.187	0.041	-0.067	0.879	0.039	0.069
单位员工经营利润水平	0.414	-0.113	-0.038	0.053	0.801	0.011	-0.069
管理性支出稳定性	-0.096	0.902	0.062	0.13	-0.169	0.017	-0.031
管理活动成本费用	0.065	0.877	0.085	0.308	-0.143	0.005	-0.039
主营业务利润率	0.807	0.17	0.029	0.198	0.243	-0.033	-0.035
总资产净利率	0.938	0.049	0.044	0.046	0.008	0.014	0.105
净资产收益率	0.9	-0.066	0.097	-0.043	0.046	0.023	0.054
权益净利率	0.896	-0.071	0.037	0.001	0.064	0.172	-0.026
销售净利率	0.815	0.056	-0.062	-0.044	-0.028	0.271	0.021
资产负债率	-0.42	-0.636	-0.024	0.81	0.073	0.05	-0.087
流动比率	0.081	0.253	0.087	0.947	-0.017	-0.026	-0.004
速动比率	0.081	0.24	0.075	0.951	-0.003	-0.026	0.001
总资产周转率	0.099	-0.416	-0.021	-0.011	-0.32	0.093	0.77
存货周转率	-0.04	-0.115	-0.09	0.128	0.14	-0.019	0.73
主营业务收入同比增长率	0.128	0.288	0.084	-0.155	-0.031	0.852	0.5
每股净资产	0.108	0.045	0.972	0.065	0.026	0.003	-0.032
每股未分配利润	0.448	-0.204	0.723	-0.04	-0.084	-0.009	-0.02
每股公积金	-0.178	0.291	0.828	0.141	0.05	-0.032	0.009

从表4我们可以得到, 在因子1中受主营业务利润率、总资产净利率、净资产收益率、权益净利率和销售净利率的影响比较大, 则因子1代表了公司的盈利能力, 因子2受管理性支出稳定性管理活动成本费用影响较大, 则因子2代表了企业的管理水平, 第3个主成份受每股净资产、每股未分配利润和每股公积金的影响较大, 所以, 因子3代表了公司的股本扩张能力, 因子4受流动比率、速动比率和资产负债率存货的影响较大, 则因子4代表了公司的偿债能力。因子5受单位员工销售额和单位员工经营利润水平影响较大, 则因子5代表了公司的员工工作效率。因子6主要受主营业务增长率影响, 则因子6代表公司发展能力分析。因子7受存货周转率和总资产周转率影响, 则因子7代表公司营运能力分析。

### 3.4 绩效的计算

用F代表公司的资本运营绩效的总水平, 由因子分析输出的解释的总方差结果, 得到F与F1、F2、F3、F4、F5、F6和F7的关系如下:

$$F=(16.605*F1+14.431*F2+F3*12.295+F4*11.835+F5*9.264+F6*8.537+F7*7.699)/80.666$$

将搜集和整理的横向兼并重组的样本数据资料代入计算公式, 就可以得出每个样本公司2011~2015年的总经营绩效水平, 对所有样本公司的总经营绩效水平求平均, 得出样本公司其每一年的平均经营绩效水平, 对我国上市公司或企业整体的横向兼并重组的效果起到了一定的反映作用。通过计算, 现将得出的样本公司2011~2015总体的平均经营绩效水平情况给出, 如表5:

表5 样本公司2011~2015年总体平均经营绩效水平

年份	2011	2012	2013	2014	2015
平均经营绩效值	23.12	27.96	29.55	25.15	23.04

从表5可以得到,样本上市公司的总体经营绩效水平是呈现下降趋势的,其横向并购重组并没有达到预想中的规模经济的目的。

## 4 结论和建议

### 4.1 实证结果不理想的原因分析

(1) 受限于宏观经济大环境。自2008年经济危机以来,全球经济发展速度放缓,而我国受到的影响,明显的体现是在2012年以后,经济增长速度大幅下降,由以前的10%左右下降到不到8%,且自2012年以后,经济发展速度不断下降,截至2015年,根据国家统计局发布的经济增速是6.9%。根据上面分析,可以发现,近几年上市公司横向兼并重组的经营绩效水平与我国总的经济增长趋势相符合,这说明横向兼并重组受大的宏观经济影响,并没有真正的发挥其规模效应。

(2) 企业横向并购目标定位不准确。部分公司间的兼并重组并不是为了提高效率,而是为了维持和加强其在市场上的垄断地位,因此,部分上市公司不以提高效率的横向并购可能是导致其经济效益下滑的原因之一,从而导致总体经济效益的下降。

(3) 并购后资产规模过大,超过企业剩余管理能力。在搜集资料的过程中还可以发现,样本公司的资产增长速度过快,多半公司5年内资产的增长速度翻了几倍,这与效率差异理论是不相符合的,因为收购方的剩余管理能力是有限的,并购的速度明显超过了剩余管理能力的水平。

(4) 合并者对协同效应考虑不周或过于乐观,经营管理水平有待提高。企业合并者在并购过程中缺少对协同效应的思考,或对协同效应的结果过于乐观,合并对价部分中并购溢价部分过高,导致并购的协同效应无法体现出来,使其公司发展过快,以致横向并购的规模经济效应没有体现出来。企业经营者对于新公司环境了解不够,经营管理水平下降。

(5) 并购企业人力资源整合工作不到位,员工工作效率低。由于公司环境变化,一些人才担心难以适应新环境,主动离职,而在职人员,由于对现任管理层不了解其经营方式、决策方式、管理风格、人力制度冲突管理等,两者缺乏信任,

难以适应新的企业文化,很难营造积极向上环境,员工对未来有担忧,心情低落,因此员工工作效率低。

### 4.2 公司横向并购的相关建议

首先,制定正确的并购目标。在公司间的横向并购中,重要的是要以追求效率、为社会做贡献为目标,这样才会减少那些为了追求垄断而实行盲目并购的行为,降低因垄断导致企业效率低下的可能,从而发挥并购真正的规模经济效应,提高公司总体的经济效率。这与可口可乐前总裁回答之所以不并购百事可乐是为了保留一个强大的竞争对手,以不断促进公司提高的经营效率一样,公司要适度的控制好并购的规模,考虑并购效率的问题。

其次,经营管理者多借助于专业性价值评估机构,避免对被合并方估值过高。现实的并购中,有些企业合并者对被合并企业的预期过高,合并对价中溢价部分过高,导致其并购风险很大,所以,企业应以评估机构给予的被合并方企业整体价值为依据,这样,合并对价的偏离程度不至于过大,这样才有利于横向并购发挥规模经济效应与协同效应。

再次,不高估企业剩余资产管理能力。公司在并购的过程中,一定要考虑到公司各方面的剩余能力与被并购企业的规模是否相协调,并购后是否会给企业管理、运营和各方面带来困难,是否可以带来 $1+1>2$ 的效果。如果公司进行某项并购后,其规模程度将超过现有的管理水平,或其市场也满足不了现有的生产水平,可能会造成企业各方面资源的闲置等,那么,企业就应该放弃这项并购。

最后,调动员工积极性,开拓专属管理资源,做好企业人力资源整合工作。由于市场竞争的激烈,加上资产专业性的制约,不同的文化宽容度和不同的文化认同感的影响下,企业选择的文化整合模式是有不同的。处于不同的并购阶段,人力资源问题不同,由于管理制度存在不同,角色有所不同,团队成员构成也不同,因此管理层不能过度自信,利用专家,考虑企业的实际情况,在充分调动公司内部员工的积极性和创造性下,

发挥管理协同效应和财务协同效应,不断开拓专属管理资源使用,以让企业获得具有持有竞争优势的独特价值的、难以被模仿和替代的稀缺资源。

#### 参 考 文 献

- [1] 赵翠红,袁宏,董纪昌,刘纪学,高鹏.上市公司资本运营绩效评价及实证研究[J].数学的实践与认识,2009,(17):6~15.
- [2] 王战.安源股份集团兼并重组的资本运营绩效评估研究[D].兰州大学,2012.
- [3] Delong G., Stockholder Gains from Focusing Versus Diversifying Bank Mergers [J]. Journal of Financial Economics, 2001, 59: 221~252.
- [4] Pesenderfor M, Horizontal Mergers in the Paper Industry [J]. RAND Journal of Economics, 2003, (34): 495~515.
- [5] Cabolis, C., Manasakis, C., Petrakis, E. Horizontal Mergers and Acquisitions with Endogenous Efficiency Gains [R]. Working Papers, University of Crete, 2008.
- [6] 程小伟,吴家舵.上市公司横向并购及其实证研究.上海经济研究,2007,07:91~96.
- [7] 樊秀峰,韩亚峰.我国零售企业横向并购效果实证研究——基于上市公司数据的研究[J].商业经济与管理,2012,07:14~20,56.
- [8] 刘志杰.海外横向并购能否提升公司绩效?[J].财经问题研究,2015,11:121~126.
- [9] 赵文君,金丽玉.横向并购对企业绩效的影响——以上港集团为例[J].财会月刊,2015,32:53~56.
- [10] 汪一帆,鲁新成,李孟.煤炭企业横向并购中的规模经济效应研究[J].国土资源科技管理,2012,06:146~151.
- [11] 张洽.关于我国企业并购财务绩效的因子分析[J].财会月刊,2013,14:14~17.
- [12] 庞琦,张建平.基于因子分析的上市公司并购绩效研究[J].会计之友,2015,17:64~68.
- [13] 徐虹,林钟高,芮晨.产品市场竞争、资产专用性与上市公司横向并购[J].南开管理评论,2015,03:48~59.
- [14] 马志强,邓博,朱永跃.基于并购过程的被并购企业人力资源冲突管理[J].科技管理研究,2009,(06):455~457,475.

## An Empirical Study on the Horizontal M&A Capital Operation Performance of Listed Companies

Guo Jianfeng<sup>1,2</sup> Fan Yun<sup>1</sup> Wang Dan<sup>1</sup> Wang Xiaoqing<sup>1</sup>

(1. College of Economics and Management, Xi'an University of Posts & Telecommunications, Xi'an 710061, China;  
2. College of Business, University of Reading, Berkshire RG6 6AH, UK)

[ Abstract ] In order to break through the bottleneck of economic development, mergers and acquisitions are in full swing, which is the most active horizontal mergers and acquisitions activities. Based on the analysis of 49 listed companies from 2011 to 2015, this paper uses factor analysis to analyze the performance of 2 years before and after the horizontal acquisition of listed companies. The results show that the performance of horizontal capitalization of listed companies shows a decreasing trend, which has not yet achieved the expected purpose. Based on this, we make the relevant recommendations: first, it should develop the correct objectives of mergers and acquisitions. Second, the management and management by virtue of professional value assessment agencies, to avoid the merger is too high valuation. Again, do not overestimate the ability of enterprises remaining assets management. Finally, mobilize the enthusiasm of staff, open up exclusive management resources, and do a good job of human resources integration work.

[ Key words ] listed companies; horizontal mergers and acquisitions; factor analysis; capital operation performance; asset scale; synergistic effect

(责任编辑:史琳)