

多元化并购溢价与企业转型^{*}

杨 威 赵仲匡 宋 敏

近年来,并购重组作为资本市场存量资源配置的主要方式日益受到重视,成为资本市场服务国家重大战略和实体经济的重要任务。一方面,上市公司的并购规模逐年扩大,2015 年就已超过 1 万亿元;另一方面,活跃的并购市场产生于中国经济由高速增长转向高质量发展的大背景下,传统企业能否成功转型是经济实现长期稳定增长的关键因素。因此,并购重组尤其是多元化并购是否能够帮助企业转型成为各方关注的热点。

多元化并购指的是企业跨行业并购的行为。既有研究普遍发现多元化并购的表现不及同行业并购,但考虑到中国并购市场正处于新的发展阶段中,本文认为多元化并购的内涵可能发生了一些变化。基于 A 股上市公司 2008—2014 年并购数据的研究发现,并购事件公告窗内同行业和多元化并购企业的累积超额收益分别为 18.73% 和 27.15%,多元化并购相对于同行业并购存在 8.42% 的溢价。为进一步识别多元化并购受到市场认可的内在原因,本文探讨了企业并购类型的决定因素以及并购溢价的根源。首先,并购前较低的资产收益率可以预测企业从事“另起炉灶型”的多元化并购,这可能源于企业所处行业面临发展瓶颈,不得不通过多元化并购进入新的业务领域。其次,本文发现新收购业务利润占比和新

^{*} 原文刊载于《金融研究》2019 年第 5 期。

作者简介: 杨威,金融学博士,博士后,武汉大学经济与管理学院;赵仲匡,金融学博士,助理教授,武汉大学经济与管理学院,武汉大学经济发展研究中心;宋敏,金融学博士,教授,武汉大学经济与管理学院。

业务与原有业务的利润率差额这两个变量可以显著地解释多元化溢价，这进一步证明“另起炉灶型”企业更高的公告日效应是由于收购了盈利能力更强的资产所致。以上结果说明，多元化并购帮助业绩较差的企业实现了转型，而且得到了资本市场的认可。

如果多元化并购能帮助企业转型，那么这一效果应该在长期依然成立。为验证这一观点，本文分别以并购后 1~3 年的业绩变化作为被解释变量，发现“另起炉灶型”多元化并购对企业业绩的改善在 1~3 年内均成立。这说明投资者确实认识到并购对企业基本面的改善，公告日的股价反应不是仅仅源于投资者的盲目乐观。为进一步证实本文提出的多元化并购帮助企业转型的观点，我们排除了其他三种解释多元化并购的理论：委托—代理理论、内部市场理论和生命周期理论。

具体而言，本文以管理层绩效工资和大股东持股比例分别衡量管理层和大股东的代理问题，但并未发现绩效工资和大股东持股比例对并购类型的选择具有预测能力；内部市场理论包括交易成本理论和稀缺资源理论，但这两种理论均无法说明为何变更主营业务的多元化并购对企业业绩改善的效果最强；根据生命周期理论，业绩较差的企业实施多元化并购，本文借鉴 Dickinson（2011）的方法将企业分为成长期、成熟期和衰退期，但并未发现处于衰退期企业的绩效明显低于其他生命周期的企业。以上结果表明，委托代理理论和内部市场理论均无法解释本文发现的多元化并购溢价现象，而生命周期会部分影响企业的多元化并购行为，但这一行为并不是源于企业衰退期的业绩压力。

本文探讨了多元化并购溢价存在的现象及其内在根源，揭示了在中国资本市场中多元化并购帮助企业转型的特殊现象。研究结论表明，业绩较差的企业通过多元化并购进行转型，不仅改善了企业业绩，也得到了投资者的认可。这意味着在中国的资本市场中，优质资产会通过并购重组的方式被经营业绩不佳的上市公司所收购。这种现象之所以发生，

其原因可能在于中国资本市场的上市和退市制度存在一定问题。一方面，优质资产无法通过 IPO 或其他方式获得金融支持；另一方面，业绩较差的企业由于不会被退市而具有了较高的壳价值（李自然和成思危，2006）。在现实约束下，双方的最优选择是通过并购重组整合标的企业的优质资产和上市企业的金融资源。由于双方通常处于不同行业，因此在形式上表现为多元化并购。本文的结果说明，优质资产通过重组方式进入资本市场是改善上市公司质量、提高资本市场服务实体经济功能发挥的重要途径。同时，进一步推进 IPO 的市场化并强化退市监管，可为提升上市公司质量、为股东创造更多价值提供制度上的保障。