



企业内部集团化与外部财务顾问如何缓解 中国高科技企业并购中的制度不完备： 基于中国的实证分析

洪祥骏 高雨辰

(清华大学 经济管理学院, 北京 100084)

摘要: 内部集团化和外部财务顾问是企业克服包括知识产权保护不足和信息不对称在内的制度不完备, 以顺利进行并购活动的重要手段。但是, 鲜有实证研究考察过内部集团化和外部财务顾问对中国高科技企业并购活动的影响。对中国高科技企业1999—2017年并购活动的实证分析表明, 企业内部集团化可以促进企业通过并购提升创新能力与市场占有量, 但会抑制企业的并购规模与资本市场绩效; 而外部财务顾问则能够缓解内部集团化企业在并购过程中因资本市场信息不对称所导致的资本市场绩效低下问题。此外, 相比于国有企业, 内部集团化在并购中可以更显著提升私有企业的创新能力与市场占有量, 但同时也更为显著地抑制了私有企业的并购规模与资本市场绩效。

关键词: 高科技企业; 并购; 企业集团化; 财务顾问; 创新绩效

中图分类号: F273.1; F271 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-0241(2019)08-0057-14

0 引言

相比于其他企业的并购活动, 高科技企业不仅仅希望在并购活动中获得标的企业的控制权, 强调在资本市场上的并购绩效和并购规模, 同时更加注重通过并购提升创新能力, 进而获取竞争优势以提升市场占有率(格佛海等, 2013)。但是, 从事高科技产业的企业, 其技术的不确定性与风险都较高, 也往往会受到资本约束, 而外部制度的不完备会加剧这些问题(Arrow, 1974; Debreu, 1959; Levine, 1997)。

制度不完备主要是指帮助降低企业交易不确定性的行程规则、约束与稳定制度环境的缺失(North, 1990)。形成制度不完备的主要原因有三个(Xie et al, 2017): 第一, 政府部门由于偏重自己的政治目标多于经济效率而产生了误导性的管

制; 第二, 无效的司法制度导致不能通过可靠预测的方式来执行合同; 第三, 金融中介机构缺失。在并购活动中, 制度不完备所导致的司法漏洞会使投资者权益无法得到保障, 企业内部的大小股东也可能会通过并购转移利润来掏空其他股东的利益(Peng et al, 2012); 高度信息不对称则使得投资者无法准确识别标的企业, 被并购企业技术能力与投资企业资本投入的不匹配会损害高科技企业的并购绩效, 降低资本的效率(Akerlof, 1970; McCarthy et al, 2016)。因此, 制度不完备问题在新兴经济体国家则更为严重(Bi et al, 2018; McCarthy et al, 2016)。

现有研究认为, 企业可以借助内部集团化促进内部资本配置, 或通过外部财务顾问来降低信息不对称, 以克服并购过程中的制度不完备问题

收稿日期: 2018-12-18

第一作者简介: 洪祥骏(1993—), 男, 福建厦门人, 清华大学经济管理学院, 博士研究生, 研究方向: 公司并购。

通信作者: 高雨辰, gaoych@sem.tsinghua.edu.cn

(Bi et al, 2018; Kim et al, 2017)。其中,集团化可以促进企业内部资本、人力资源、市场与监督机制的协同效应,避免内部利益相关者的机会主义行为(Khanna et al, 2000a; Khanna et al, 2000b)。外部财务顾问,作为一种金融中介机构,可以通过为企业提供接触金融市场的渠道,帮助企业获得相关信息,以审计手段为企业进行认证等方式来降低制度不完备给企业并购所带来的问题(Rottig, 2016; Bowers et al, 1990; Bi et al, 2018)。

但是,现有研究往往是分别单独研究内部集团化与外部财务顾问如何帮助企业在并购过程中克服制度不完备,很少有研究关注内部集团化与外部财务顾问的协同效应。例如,Chittoor等(2015)认为集团化不一定能够缓解制度不完备对企业并购活动的影响,Siegel等(2012)和Manikandan等(2015)的研究则认为,内部集团化与外部财务顾问可能会通过相互弥补,进而帮助企业克服制度不完备。此外,在新兴经济体情境下,对高科技企业并购过程中如何克服制度不完备的研究也十分匮乏,尤其是企业异质性,如产权所有制如何影响高科技企业借助内部集团化在并购活动中克服制度不完备的研究较少。

1 研究假设

1.1 高科技企业内部集团化对企业并购的影响

首先,内部集团化促进企业使用内部资本市场,降低并购的交易成本(Granovetter, 1995; Guillen, 2000)。其次,通过对内部资源的协调整合,帮助企业在并购过程中更好地获得新项目的资本,管理人才,开展生产(Caves, 1989; Leff, 1978)。其次,内部集团化的分层控制可以约束管理层运用资本的方式,缓解投机行为,以促进企业通过并购提升企业绩效(Khanna et al, 2001)。第三,内部集团化可以帮助企业更好地接入外部资源,促进企业准确的识别并购标的企业(Amsden, 1989;

Ghemawat et al, 1998)。第四,采用内部集团化可以使企业借助内部产品市场,缓解或避免制度不完备中合约保护较弱的问题(Khanna et al, 2000a, Khanna et al, 2000b),进而提升通过并购所获得的市场占有量。

就企业的创新能力而言,内部集团化有效地降低了并购组织间的信息沟通成本,促进了组织间的信息共享,促进了分工协作的效率,以增加企业创新的想法(林洲钰等, 2015);内部集团化企业的资源调配灵活度更高,可以有效弥补研发部门或子公司因研发失败而导致的资金缺口,降低破产风险(Chacar et al, 2005, Ferris et al, 2003);此外,内部集团化通过内部技术市场,也缓解了外部因为知识产权保护不足所导致的制度不完备对并购效果的不利影响(Mccarthy et al, 2016; Kim et al, 2017)。综上所述,企业通过内部集团化可以克服制度不完备,更好地提升并购后企业的市场占有率与创新能力。本研究提出如下假设:

假设 1a: 高科技企业的并购活动中,内部集团化能够提升企业并购后的市场占有率,同时提升企业的创新能力。

但是,内部集团化可能会抑制企业在并购时的资本市场绩效与并购量(Chittoor et al, 2015)。企业集团化存在的最重要成本就是掏空问题(tunneling),体现在集团发起人和其他股东之间的利益冲突(Keister, 1998; Khanna et al, 2000b)。由于资本市场的制度不完备,获取信息成本较高,集团内部还有外部市场之间存在信息不对称,集团发起人可以通过掏空其他股东为自己牟利。集团虽然对许多公司具有控制权益,但是没有获得相应的现金流权,这会导致企业集团会从现金流权较少的公司中攫取和转移利润到自己具有较高的现金流权的企业中(Morck et al, 2003; Bertrand et al, 2002; Siegel et al, 2012)。综上所述,内部集团化会在高科技企业并购时对企业资本市场上的绩

效和并购规模产生负面的影响。因此,本文提出如下假设:

假设 1b:高科技企业的并购活动中,内部集团化会抑制企业并购的资本效率和并购量。

1.2 外部财务顾问对高科技企业并购的影响

关于外部财务顾问的作用,Bowers等(1990)发现财务顾问相比于企业掌握更多外部市场的信息资源,具有可以更好地识别优质标的企业的能力。财务顾问能够为企业提供专业化的信息,帮助企业更好地识别市场上合适的并购标的,从而促进企业更有效率的进行资本配置完成并购,提高并购量和企业并购后的市场绩效(Golubov et al, 2012; McLaughlin, 1990, 1992)。Bi等(2018)也发现了财务顾问能够通过帮助企业建立与政府部门的联系与沟通,使企业在制度不完备的环境中,更容易获得监管部门的支持和认可,从而帮助企业更快通过并购的审批。此外,财务顾问能够为企业提供更有效的融资方案以及并购流程设计,提高企业并购时的资本效率和并购规模(Kale et al, 2003, 容昕, 2014)。因此,本文认为外部财务顾问能够在企业的并购过程中帮助企业克服一部分制度不完备,促进企业的并购绩效与并购后的市场占有率,因此,本文提出如下假设:

假设 2a:雇佣外部财务顾问可以提高高科技企业并购时的资本效率,并提升企业的并购量。

但是,财务顾问可能会对企业并购后的企业绩效,如市场占有率与创新能力的提升产生负面作用。首先,由于利益关注的差异,财务顾问可能更多的关注企业在并购中的资本市场表现,而不是并购后企业绩效的提升(Bowers et al, 1990; Michel et al, 1991)。因此,在制度不完备程度较高时,财务顾问没有能力甄别能够帮助并购方提升协同效应的标的企业,只能被动执行并购方安排给他们的任务,只关注资本市场表现,从而以牺牲市场占有率和创新绩效来换取资本市场上的收益

(Rau, 2000; Servaes et al, 1996),这被称为被动执行假说(Bao et al, 2011)。此外,财务顾问也会为自己谋利,产生一定的机会主义行为。例如,与财务顾问相关联的金融机构可能会在标的企业被并购前就会在标的企业提前建仓,以便在并购之后获得超额利润(Bodnaruk et al, 2009)。因此,本文认为外部财务顾问可能会抑制企业的企业绩效,包括市场占有率与创新能力,因此,本文提出如下假设:

假设 2b:雇佣外部财务顾问可能会抑制高科技企业并购后的市场占有率以及创新能力。

1.3 内部集团化与外部财务顾问的协同效应

外部财务顾问通过信息供给和审计两种方式,可以帮助内部集团化的企业克服掏空问题。具体而言,外部财务顾问会为企业各个股东提供一致的审计信息,这将使得个别股东在并购后对不同子公司中的利润转移的难度加大,从而缓解了内部集团化的企业因股东机会主义行为而对并购中资本绩效的抑制作用,因此,本文提出如下假设:

假设 3a:如果内部集团化的高科技企业雇佣了外部财务顾问,内部集团化对企业在并购中的资本效率与并购量的负面影响将会得到缓解。

但是,外部财务顾问与企业的利益关注不同与其可能的机会主义行为,会潜在地损害实行内部集团化对高科技企业并购后企业绩效的提升效果,因此,本文提出如下假设:

假设 3b:如果内部集团化的高科技企业雇佣了外部财务顾问,内部集团化对企业在并购后的市场占有率与创新能力的正向影响将会受到损害。

1.4 企业产权所有制对集团化影响并购的调节效应

企业的产权所有制可能会调节高科技企业内部集团化对其并购活动的影响。首先,国有企业相对于民营企业,往往受到制度不完备的影响较少,包括了受融资期限问题影响较小(白云霞等,

2016),国有企业在政府权力和法制环境下可以解决社会契约不完备问题(李洪涛,2012)。具体而言,这体现在国有企业可以获得更多的外部信息(桑士俊等,2002),由于代理成本问题较小,内部的审计更为严格(陆跃祥等,2000),同时更容易获得政府资源的扶植(刘剑民,2017)。因此,国有背景的企业在并购过程中,可以不完全依靠市场资源或更易撬动资本市场的资源,且交易成本较低,这样有利于其获得更高的并购绩效。

但是,相比于私有企业,国有企业在并购后可能会受到行政命令的干预(郝君富,2012),迫于国有资产保值的压力,国有企业在并购后的市场占有率和创新能力的提升效果可能会低于民营企业(孙浩,2007)。因此,本文提出假设如下:

假设 4a:当企业为国有企业时,内部集团化对于其并购时的并购规模与资本市场绩效的抑制作用将得到缓解。

假设 4b: 当企业为国有企业时,内部集团化对于其并购后的市场占有率与创新能力的促进效果将受到损害。

本文的研究框架如图 1 所示。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

本文使用汤姆逊-路透 SDC 金融数据库中

1999—2017 年的并购数据来进行研究,计算并购累积超额收益涉及的股票数据采用 Compustat Global 数据库中的中国上市公司数据。中国的财务顾问的销售收入数据采用中国证券业协会以及 wind 数据库手工整理。企业专利数据还有研发投入数据使用结合国泰安数据库的上市公司专利研究数据库进行研究,财务数据来自于锐思数据库的财务数据。为了研究企业创新与研发问题,本文只选择高科技行业所在企业发生的国内并购进行研究,在剔除了跨国并购数据以及其他无效数据后,最终研究样本为 5 041 个并购交易数据,高科技行业的具体定义如下文变量定义部分所述。

2.2 变量定义与模型构建

被解释变量包括了企业市场占有率。它衡量的是企业在产品市场上能够获得的市场大小还有收入,本文使用企业在并购当年的营业总收入进行度量。

企业创新能力。它体现了企业的创新产出,本文在这里主要以企业在当年被专利局批准授权的总专利数来度量。

企业并购绩效。它刻画了企业在资本市场中并购的效率,本文使用并购公告日前后一天里的累积超额收益 CAR 来进行衡量。本研究使用 Frésard 等(2017)的两因子模型,使用了国际市场

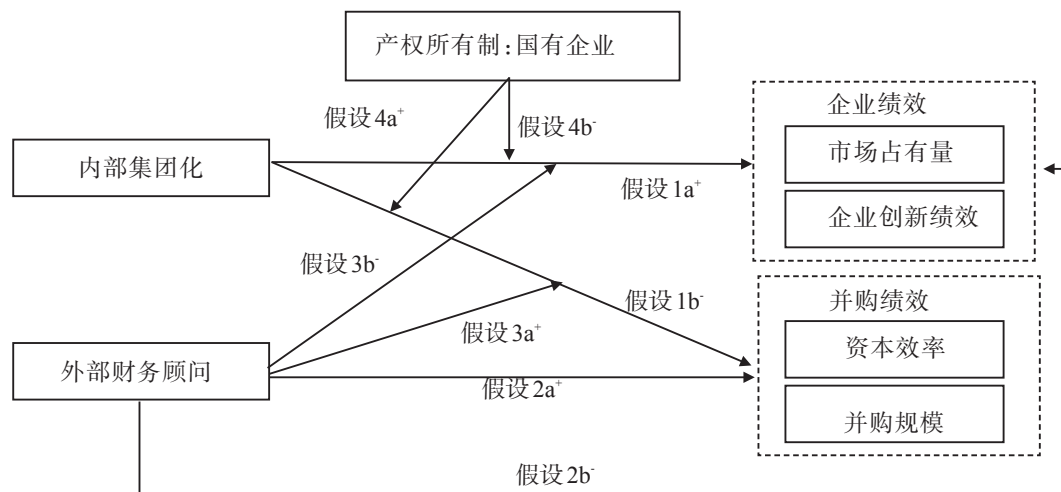


图 1 本文研究框架

收益(MSCI 指数收益率)还有当地资本市场收益来预测出企业在并购公告窗口期(-1,1)的基准收益率,基准收益率估计期为发生并购公告前的250天到发生并购交易公告前30天。通过将实际收益率减去基准收益率计算出累积超额收益率。

企业并购金额。它意味着企业通过并购能够带来的规模提升。本文使用并购交易中的实际交易大小来度量,单位是百万美元。

解释变量包括了高科技行业与否。本文定义高科技行业为专业技术服务业、互联网服务、仪器仪表制造业、医药制造、商务服务业、广播、电视、电影和影视录音制作业、文化艺术业、生态保护和环境治理业、电信、广播电视和卫星传输服务、电器机械和器材制造、科技推广和应用服务,计算机、通信和其他电子设备制造,软件和信息技术服务,通用设备制造,金属制品、机械和设备修理,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备。对应的证监会2012行业分类代码为C27,C34,C37,C38,C39,C40,C43,I63,I64,I65,L72,M74,M75,N77,R86,R87。

并购企业是否属于企业集团。本文根据该公司是否为隶属于某个母公司的子公司来进行判断。

并购企业是否雇佣高质量的财务顾问。本文根据该公司雇佣的财务顾问在当年总营业额来判断它是否处于中国所有财务顾问前20名。

并购企业是否雇佣经验丰富的财务顾问。本文根据公司雇佣的财务顾问当年参与到的并购数量来判断它是否处于中国所有财务顾问前20名。

控制变量包括了企业的所有权性质,企业资产总额,杠杆率,账面市值比,还有资产收益率等企业财务指标。

各变量的具体定义如表1所示。

本文构建计量模型用来分析企业集团化对于缓解并购中的制度不完备的作用。本研究将考察在高科技行业发起的并购中企业集团化还有高质量财务顾问对于产品市场还有资本市场绩效的影响。

$$Y_{it} = \beta_1 BusinessGroup + \beta_2 TopFA + Controls + \lambda_{ind} + \mu_t + \varepsilon_{it}$$

Y_{it} 衡量了企业的产品市场占有率,创新能力,以及并购绩效还有并购规模。本文在计量模型中控制了行业固定效应 λ_{ind} 还有年份固定效应。

进一步,本文将通过分样本回归来分析使用高质量财务顾问、国有性质、研发强度对于集团化企

表1 变量定义表

变量	变量描述	变量定义
被解释变量		
<i>MarketGains</i>	企业并购后的销售量	企业发生并购当年利润表中披露的营业总收入,单位为千元
<i>Innovation</i>	企业创新	企业被授予的专利数
<i>MergersGains</i>	累积超额收益CAR(-1,1)	根据并购事件前后一天累积的实际收益减去两因子模型估计出的企业预期收益
解释变量		
<i>MergersValue</i>	并购金额	并购交易的总金额,单位为百万美元
<i>Business Group</i>	是否有企业集团	根据该公司是否是隶属于某个母公司的子公司
<i>TopFA_Sales</i>	是否雇佣高质量的财务顾问	当该并购中雇佣的财务顾问当年总营业额处于中国所有财务顾问前20时定义为1,其他定义为0
<i>TopFA_#MA</i>	是否雇佣经验丰富的财务顾问	当该并购中雇佣的财务顾问当年参与到的并购数量处于中国所有财务顾问前20时定义为1,其他定义为0
控制变量		
<i>aStateOwn</i>	是否是国有企业	当企业所有权性质为国有企业时为1,所有权性质为民营企业时为0
<i>Assets</i>	企业资产总额	企业当年的资产总额,单位为十亿元
<i>Leverage</i>	杠杆率	企业总负债除以总资产
<i>Book-to-Market</i>	账面市值比	企业权益账面价值除以权益市场价值
<i>ROA</i>	资产收益率	企业净利润除以总资产

业影响制度不完备的调节作用。

3 实证结果

3.1 描述性统计分析

如下表2所示为样本的描述性统计部分,其中样本里有26%的并购交易是和集团企业相关的,有5%左右的并购交易选择了高质量的财务顾问,13%左右的并购交易选择了经验丰富的财务顾问。6%左右的并购方为国有企业。

3.2 回归分析

3.2.1 高科技行业并购主要回归结果

在表3中,本文使用最小二乘法模型进行估计。第(1)栏考察了财务顾问还有企业集团化对于产品市场占有率的影响。结果显示,当高科技企业隶属于集团时,在并购之后企业的销售收入相比于独立企业会增加12.77%。此外在并购中选择了高质量的财务顾问时,企业的产品销售量会提升31.47%。这说明了财务顾问还有企业集团化都可以帮助企业克服制度不完备,提升产品市场收益。在第(2)栏的结果显示,高质量的财务顾问与高科技企业创新能力的提升没有显著关系,而集团企业在并购后可以显著地提升企业的创新能力,集团企业相比于独立企业能够提升企业的专利授权量20%。假设1的论述得到了验证,假设2

的论述得到部分验证。

在表3的第(3)栏的结果显示,财务顾问能够提升并购绩效。使用1单位的高质量财务顾问能够增加3.62单位的累积超额收益,但是集团化的企业则与并购绩效呈负相关。这说明了财务顾问可以通过更好地克服资本市场信息不对称,找到合适的并购标的,帮助高科技企业提升资本市场效率;但是集团化的企业由于掏空现象的存在,集团发起人可能会从标的企业中转移利润到集团里,导致了资本市场的效率低于单独的高科技企业进行并购。在第(4)栏中,多使用一单位的高质量财务顾问能够增大3.34单位的并购规模,而集团化的企业则相对单独企业的并购金额会减少48%。

3.2.3 调节作用检验:分样本回归结果

(1) 财务顾问分样本检验。根据表4,本文进一步分析了财务顾问的调节作用,尤其是如何帮助集团化的企业克服他在资本市场效率上的不足。第(1)栏中,本文发现了集团化的企业在高质量财务顾问的帮助下,可以在市场占有率上有更大的提升更多,能够提升1.09个单位,而没有使用高质量财务顾问的集团企业只有0.13个单位的市场占有率,这说明了财务顾问可以协助集团企业更好地克服产品市场的制度不完备。根据第(2)

表2 描述性统计

变量	数量	平均值	标准差	25%分位数	中位数	75%中位数
<i>MarketGains</i>	5 852	4.36	12.21	0.66	1.4	3.57
<i>Innovation</i>	4 965	61.03	187.34	7	20	50
<i>MergersGains</i>	5 041	0.013	0.069	-0.02 3	0.001 7	0.037
<i>MergersValue</i>	5 102	0.058	0.19	0.00 2	0.008 1	0.032
<i>Business Group</i>	5 041	0.26	0.44	0	0	1
<i>TopFA_Sales</i>	5 041	0.049	0.22	0	0	0
<i>TopFA_#MA</i>	5 041	0.13	0.34	0	0	0
<i>aStateOwn</i>	5 041	0.065	0.25	0	0	0
<i>Assets</i>	5 041	6.53	13.85	1.55	2.96	6.28
<i>Leverage</i>	5 041	0.20	0.16	0.073	0.18	0.31
<i>Book-to-Market</i>	5 041	0.32	0.23	0.17	0.26	0.41
<i>ROA</i>	5 041	0.36	1.74	0.021	0.045	0.072
<i>R&D Spend Ratio</i>	3 267	5.95	5.3	3.08	4.49	7.15

表3 财务顾问,企业集团化与高科技企业并购绩效回归结果

变量	(1) 市场占有率	(2) 企业创新	(3) 并购绩效	(4) 并购规模
集团化	0.557** (2.46)	12.25** (2.39)	-0.005 58** (-2.34)	-0.028 0** (-4.47)
高质量财务顾问	1.372*** (3.15)	-6.551 (-0.66)	0.047 0*** (10.41)	0.194*** (15.99)
国有企业	-1.588***	-85.21***	0.012 8***	0.029 6**
总资产	(-3.73)	(-8.39)	(2.88)	(2.36)
杠杆率	0.732*** (98.35)	9.187*** (50.20)	0.000 069 1 (0.89)	0.004 35*** (19.03)
账面市值比	-2.073*** (-3.74)	-28.53** (-2.06)	-0.013 5** (-2.19)	-0.013 2 (-0.82)
资产收益率	-0.918* (-1.79)	7.674 (0.59)	-0.020 3*** (-3.82)	-0.067 4*** (-4.65)
常数项	0.094 3* (1.76)	0.846 (0.66)	-0.00 199*** (-3.48)	-0.002 04 (-1.37)
观测数	0.052 0 (0.23)	4.648 (0.86)	0.020 4*** (8.58)	0.051 9*** (8.29)
行业	Y	Y	Y	Y
年份	Y	Y	Y	Y
R^2	5 851 0.675	4 964 0.398	5 041 0.061	5 102 0.140

注:***表示 $p<0.01$, **表示 $p<0.05$; *表示 $p<0.1$, 括号中数值为 t 值, 使用一般标准误计算得出, 下同

栏, 本文发现集团化的企业在采用了财务顾问后, 仍然不能得到更高的创新增加, 这和本研究前一部分的结论一致。第(3)栏表明, 集团化企业在雇佣了高质量的财务顾问后, 可以得到并购效率的提升, 负面影响得到了缓解, 不再显著。这说明了财务顾问能够弥补集团企业的掏空问题, 使得企业股东之间的利益冲突得到适当协调, 让并购后的价值得到提升。第(4)栏体现了集团化企业在雇佣了高质量的财务顾问后, 并购金额会得到增加, 负面影响得到了减少, 不再显著。

(2) 所有权性质分样本检验。本研究进一步分析了高科技企业的所有权性质对于财务顾问缓解制度不完备的作用。根据表5, 可以从第(1)栏~第(4)栏中看出民营企业相对于国有企业, 民营企业集团化后在并购时能够显著提升10.5%的产品

市场占有率还有, 而国有企业则没有显著影响。财务顾问对于产品占有量提升作用更显著, 同时对创新的抑制作用也较强。而从第(5)~第(8)栏, 可以观察到国有企业的集团化能够提升1.77个单位的并购绩效, 同时国有企业集团化对于并购规模有负面影响。这和本研究在假设4b相一致。

3.2.4 稳健性检验

为了论证上述结论的可靠性, 本文采用将高质量财务顾问改为经验丰富的财务顾问来重新对主要结果进行稳健性检验。本文的度量方式是考虑财务顾问在1999—2017年参与的并购交易次数从高到低进行排序, 对于排在前20位的财务顾问定义为经验丰富的财务顾问, 本文将重新考察经验丰富的财务顾问对于缓解并购中的制度不完备的影响。

通过表6的第(1)栏~第(4)栏, 可以看到使用

表4 财务顾问对于企业集团化的调节作用回归结果

财务顾问质量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	市场占有率		企业创新		并购绩效		并购规模	
	高	低	高	低	高	低	高	低
集团化	4.772*	0.560***	-65.29**	13.42**	-0.011 8	-0.005 4**	-0.102	-0.025 9***
	(1.87)	(3.03)	(-2.14)	(2.57)	(-0.56)	(-2.34)	(-1.17)	(-4.54)
国有企业	-7.195*	-0.772**	74.99	-86.8***	0.050 4*	0.011 6***	-0.170	0.034 3***
	(-1.93)	(-2.20)	(1.16)	(-8.40)	(1.78)	(2.64)	(-1.20)	(2.97)
总资产	1.73***	0.662***	10.1***	9.14***	-0.000 63	0.000 1	0.013 3***	0.003 73***
	(31.84)	(106.77)	(18.50)	(47.44)	(-1.48)	(1.26)	(7.24)	(17.40)
杠杆率	4.812	-1.66***	97.47	-33.95**	-0.047 0	-0.015 1**	-0.404**	0.006 08
	(0.88)	(-3.65)	(1.54)	(-2.38)	(-1.06)	(-2.48)	(-2.12)	(0.41)
账面市值比	7.064	-0.210	199.3***	1.773	-0.093**	-0.018***	-0.393**	-0.048 9***
	(1.35)	(-0.50)	(3.49)	(0.13)	(-2.19)	(-3.49)	(-2.07)	(-3.69)
资产收益率	0.242	0.087 0*	0.970	0.878	-0.003 92	-0.002***	-0.022 7*	-0.000 959
	(0.61)	(1.95)	(0.21)	(0.66)	(-1.13)	(-3.05)	(-1.79)	(-0.69)
常数项	-9.45***	0.156	-73.62***	7.628	0.101***	0.019 6***	0.345***	0.044 8***
	(-5.45)	(0.84)	(-3.88)	(1.36)	(7.20)	(8.34)	(5.84)	(7.81)
行业	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
年份	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
观测数	284	5 566	240	4 722	250	4 789	240	4 861
R ²	0.845	0.727	0.705	0.385	0.313	0.035	0.326	0.091

表5 不同所有权性质下分样本回归结果

所有权性质	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	市场占有率		企业创新		并购绩效		并购规模	
	国有	私有	国有	私有	国有	私有	国有	私有
集团化	-1.232	0.456**	-23.70	2.225	0.023 1*	-0.006 6***	0.040 4	-0.028 2***
	(-0.67)	(2.09)	(-1.02)	(0.47)	(1.74)	(-2.75)	(0.83)	(-4.52)
高质量财务顾问	-4.019	1.533***	-39.65	-16.34*	0.068 0***	0.0451***	0.242***	0.193***
	(-1.46)	(3.60)	(-0.89)	(-1.81)	(3.42)	(9.71)	(3.38)	(15.87)
总资产	0.616***	0.783***	3.701***	13.07***	0.000 149	0.000 036 8	0.004 79***	0.004 13***
	(25.17)	(90.66)	(12.09)	(64.68)	(0.81)	(0.38)	(6.67)	(16.65)
杠杆率	-12.7***	-0.875	-144***	-31.41**	0.000 679	-0.013 9**	0.290***	-0.066 0***
	(-5.54)	(-1.56)	(-6.27)	(-2.29)	(0.04)	(-2.08)	(5.21)	(-3.88)
账面市值比	8.626***	-2.156***	92.90***	-11.89	-0.0365*	-0.0181***	0.0176	-0.077 1***
	(3.43)	(-4.22)	(3.01)	(-0.95)	(-1.92)	(-3.24)	(0.28)	(-5.17)
资产收益率	-0.642	0.106**	1.593	2.176*	-0.013 3	-0.001 9***	-0.013 1	-0.002 29
	(-0.50)	(2.09)	(0.11)	(1.87)	(-1.50)	(-3.49)	(-0.59)	(-1.55)
常数项	1.397	-0.150	25.27	-10.44**	0.007 41	0.020 5***	-0.100*	0.067 1***
	(0.69)	(-0.67)	(1.07)	(-2.03)	(0.50)	(8.32)	(-1.79)	(10.58)
行业	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
年份	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
观测数	367	5 481	271	4 691	326	4 712	270	4 830
R ²	0.838	0.645	0.574	0.523	0.273	0.059	0.457	0.130

经验丰富的财务顾问仍然能够提升企业并购后的市场占有率,提升并购绩效还有并购规模;另外从第(5)栏~第(8)栏,可以发现对于集团化的企业,他们在雇佣了经验丰富的财务顾问后,也会使得他们的市场占有率、并购绩效还有并购规模得到正面提升。因此本研究前面关于财务顾问在缓解制度不完备的作用结果是稳健的。

4 讨论

本文的实证结果显示,高科技企业可以通过内部集团化一定程度上克服制度不完备,提升企业并购后的市场占有率与创新能力。这呼应了Kim等(2017)的研究,在新兴市场制度不完备的情境下,内部集团化能够更好地帮助企业克服信息成本问题,同时促进企业间信息资源共享,在并购后更好地将标的企业的资源整合到本集团进行信息共享,更好帮助企业提升创新能力,提升产品市场

收益与创新效率。同时,本文的实证研究表明,内部集团化会抑制高科技企业在并购中的并购量与资本使用效率,这与Khanna等(2000a),Carney(2010)等人的研究结果基本一致。在新兴经济体国家,如尼日利亚、印度、巴基斯坦和秘鲁等国,由于资本市场的制度不完备,如信息不对称程度较高和规制不健全,“掏空问题”严重抑制了集团化企业在并购中的资本使用效率和并购量(Chittoor et al, 2015; Siegel et al, 2012)。

为此,本研究还引入了外部财务顾问,实证结果进一步表明财务顾问在高技术企业并购过程中有助于缓解内部集团化对企业资本使用效率和并购量的抑制作用。外部财务顾问可以降低并购过程中的信息不对称(Golubov et al, 2012; 容昕, 2014),这对于高技术企业而言尤为重要。通过降低信息的不对称,财务顾问一方面使企业可

表6 经验丰富的财务顾问稳健性检验

变量	(1) 市场占有率	(2) 企业创新	(3) 并购绩效	(4) 并购规模	(5) 市场占有率	(6) 企业创新	(7) 并购绩效	(8) 并购规模
集团化	0.562** (2.48)	11.64** (2.27)	-0.003 66 (-1.55)	-0.018 2*** (-3.00)	0.395* (1.72)	15.73*** (3.04)	-0.010*** (-4.35)	-0.048 7*** (-7.60)
经验型财务顾问	0.667** (2.38)	-11.20* (-1.75)	0.043 2*** (14.98)	0.190*** (25.33)				
集团化×经验型财务顾问					1.762*** (2.78)	-54.44*** (-3.57)	0.054 1*** (8.00)	0.250*** (12.68)
国有企业	-1.62*** (-3.79)	-84.28*** (-8.29)	0.009 20** (2.09)	0.016 5 (1.36)	-1.706*** (-3.97)	-81.18*** (-7.96)	0.009 03** (2.00)	0.018 7 (1.47)
总资产	0.731*** (98.09)	9.209*** (50.20)	0.000 016 5 (0.21)	0.004 23*** (19.16)	0.730*** (97.93)	9.254*** (50.36)	0.000 033 3 (0.42)	0.004 34*** (18.82)
杠杆率	-2.10*** (-3.80)	-29.05** (-2.10)	-0.011 9** (-1.96)	-0.015 6 (-1.01)	-2.135*** (-3.86)	-29.66** (-2.15)	-0.013 9** (-2.25)	-0.022 7 (-1.40)
账面市值比	-0.896* (-1.75)	6.639 (0.51)	-0.018*** (-3.37)	-0.055 2*** (-3.94)	-0.925* (-1.81)	6.587 (0.50)	-0.021*** (-3.95)	-0.073 6*** (-5.04)
资产收益率	0.097 7* (1.82)	0.805 (0.63)	-0.002*** (-3.22)	-0.001 25 (-0.87)	0.089 9* (1.68)	0.993 (0.78)	-0.002*** (-3.67)	-0.002 46 (-1.63)
常数项	0.036 3 (0.16)	6.152 (1.12)	0.016 0*** (6.70)	0.032 5*** (5.30)	0.151 (0.67)	4.400 (0.82)	0.023 7*** (10.01)	0.066 4*** (10.64)
行业	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
年份	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
观测数	5 851	4 964	5 041	5 102	5 851	4 964	5 041	5 102
R ²	0.675	0.399	0.082	0.198	0.675	0.400	0.053	0.124

以更好地识别优质且适合的并购标的企业(Bodnaruk et al, 2009; Mclaughlin, 1990, 1992; McCarthy et al, 2013),提升并购时的资本利用效率和并购量(Bowers et al, 1990)。另一方面,财务顾问能够弥补集团企业的掏空问题,使得企业股东之间的利益冲突得到适当协调,确保了并购绩效的提升(闵佩佩, 2015)。此外,财务顾问还能够帮助企业有更多机会接入外部制度资源,如获得政府的背书(Bi et al, 2018),这也在一定程度上促进了高技术企业的并购绩效。

本文关于外部财务顾问的研究发现与已有文献对发达国家的结论存在差异。本文发现了财务顾问在中国具有更大的效率提升作用(例如, Bowers et al, 1990; Michel et al, 1991; Rau, 2000; Servaes et al, 1996)。这主要是由于美国的并购市场较为成熟,而中国市场存在较大的制度不完备,这使得中国的财务顾问能够创造出更大价值。本文一方面发现了财务顾问对于高科技企业的并购绩效还有并购规模能够有显著的正面提升作用,这一方面也印证了之前文献关于财务顾问在标的识别的优势(Mclaughlin, 1990, 1992),更好地增加并购成功的概率(Rau, 2000),此外,对于高科技企业的并购,他们往往会涉及到技术并购,或者是购买资产等目的,与许多成熟大企业以获得标的企业控制权为目的的并购所不同的地方在于,高科技行业的并购更需要信息的获取,才能找到合适的标的或者技术。本文的研究结果部分支持了提出的研究假设,发现了虽然财务顾问被动执行的假说(Servaes et al, 1996, Bao et al, 2011)在中国的环境下只是部分成立,而财务顾问能够帮助上市企业提升并购后的协同效应的假设得到了证实(Golubov et al, 2012)。虽然在并购过程中外部财务顾问的引入不能提升企业并购后的创新能力,但是并购之后的市场占有率能够得到显著增加。这说明了在中国制度不完备较严重

的情况下,外部财务顾问的作用不仅仅是在资本市场效率的提升上,而且能够帮助上市企业提升并购后的经营协同效应,进而增加产品市场绩效。

本研究还发现,除了外部财务顾问,企业的所有权也会潜在调节内部集团化对并购的影响,这补充了Khanna等(2007)和Yiu等(2007)的研究。本文的实证结果显示,国有企业缓解了内部集团化对于企业并购绩效的负面影响。这主要是因为国企集团发起人因为更为严格的审查与行政干预,其掏空问题较少。但是,相比于国有企业,私有企业的创新动力更高,且市场化水平更高。因此,相比于私有企业,国有企业并不能加强内部集团化促进企业并购后市场占有率和创新能力的效应。

5 结 论

本文探讨了制度不完备下,高科技企业采用内部集团化与外部财务顾问对企业并购绩效与并购后企业绩效的影响。本文的实证分析结果表明,内部集团化可以促进高科技企业通过并购提升创新能力与市场占有率,但会抑制企业的并购规模与资本市场绩效;而外部财务顾问则促进了企业的并购规模与资本市场绩效,以及并购后的市场占有率,但是抑制了企业的创新绩效。本文还探讨了内部集团化与外部财务顾问在企业并购过程中的相互作用,发现外部财务顾问能够缓解内部集团化企业在并购过程中因资本市场信息不对称所导致的资本市场绩效低下问题。此外,本文对产权所有制调节作用的研究表明,相比于国有企业,内部集团化在并购中可以更显著提升私有企业的创新能力与市场占有率,但同时也更为显著地抑制了私有企业的并购规模与资本市场绩效。

本文对现有文献与相关研究有如下几方面贡献:第一,已有文献中关于企业克服制度不完备的研究往往侧重于探讨内部集团化的作用,但是关于财务顾问在并购过程中对于制度不完备的缓解作用则缺乏实证研究。本文的研究结果可

以更好地理解集团化在并购过程中的作用,以及财务顾问能够缓解内部集团化在资本市场制度不完备下对并购产生的负面影响。第二,本文考虑了企业所有权性质对内部集团化影响企业并购活动的调节作用,从产权所有制的角度扩展了现有相关研究。

高科技企业并购是一种面临巨大不确定性的、大型长期投资活动,面临着较大的交易成本,如何

克服制度不完备是高科技企业并购过程中的一个重要问题。基于本文的研究结果,我国的高科技企业在并购活动中,在内部集团化的基础上应同时雇佣外部的财务顾问,弥补内部集团化在并购中的劣势,克服股东间的掏空问题,提高资本使用效率与并购规模。同时,应防止外部财务顾问干扰企业决策,并出现机会主义行为,从而避免外部财务机构对企业并购后的创新绩效的损害。

参考文献

- 白云霞,邱穆青,李伟. 2016. 投融资期限错配及其制度解释:来自中美两国金融市场的比较[J]. 中国工业经济,(7):23-39.
- 格佛海,孙忠娟,凌学忠. 2013. 技术并购与经济绩效:来自中国企业的证据[J]. 科学学与科学技术管理,34,(11):116-125.
- 郝君富. 2012. 政治关联、过度投资与公司业绩:基于地方政府行政干预背景[J]. 工业技术经济,(12):123-134.
- 李洪涛. 2012. 从契约的不完备性谈国有企业产生和存在的理论依据[J]. 财政监督,(11):32-34.
- 林洲钰,林汉川,邓兴华. 2015. 集团化经营对企业技术创新的影响研究:基于人力资本视角[J]. 科学学研究,33,(3):471-480.
- 刘剑民. 2017. 政府补贴对国有资本配置效率的双重效应[J]. 中国社会科学院研究生院学报,(5):52-59.
- 陆跃祥,游五洋. 2000. 国有企业的内部治理与外部控制[J]. 管理世界,(5):201-203.
- 闵佩佩. 2015. 大股东资产注入的股价效应研究[D]. 合肥工业大学.
- 容昕. 2014. 中国上市公司并购宣告的市场反应与财务顾问作用研究[D]. 复旦大学.
- 桑士俊,吕斐适. 2002. 分部报告的分析与利用:兼论我国有关企业分部信息披露的要求[J]. 会计研究,(8):46-49.
- 孙浩. 2007. 甘肃省属企业国有资产管理体制改革与创新研究[D]. 兰州大学.
- Akerlof G. 1970. The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism[J]. Quarterly Journal of Economics, 84(3):488-500.
- Amsden A. 1989. Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization[M]. London: Oxford University Press.
- Arrow K J. 1974. The Limits of Organization[M]. New York: Norton.
- Bao J, Edmans A. 2011. Do investment banks matter for M&A returns?[J]. Social Science Electronic Publishing,24(7): 2286-2315.
- Bertrand M, Mehta P, Mullainathan S. 2002. Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups[J]. Quarterly Journal of Economics,117 (1):121-148.
- Bi X G, Wang D. 2018. External sources of political connections: Financial advisors and Chinese acquisitions[J]. International Journal of Finance & Economics,23(4):705-722.
- Bodnaruk A, Massa M, Simonov A. 2009. Investment banks as insiders and the market for corporate control[J]. Review of Financial Studies,22(12):4989-5026.
- Bowers H M, Miller R E. 1990. Choice of investment banker and Shareholders' wealth of firms involved in acquisitions[J]. Journal of the Financial Management Association,19(4):34-44.
- Carney M. 2010. Business group affiliation, performance, context, and strategy: A meta-analysis[J]. Strategic Direction,28(2): 437-460.

- Caves R E. 1989. Chapter 21 international differences in industrial organization: Handbook of industrial organization // Schmalensee R, Willig R. Handbook of Industrial Organization Volume 1[M]. Amsterdam: North Holland.
- Chacar A,Vissa B. 2005. Are emerging economies less efficient? Performance persistence and the impact of business group affiliation[J]. Strategic Management Journal,26(10):933-946.
- Chittoor R, Kale P, Puranam P. 2015. Business groups in developing capital markets: Towards a complementarity perspective[J]. Strategic Management Journal,36(9):1277-1296.
- Debreu G. 1959. Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium[M]. New Haven: Yale University Press.
- Ferris S P, Kim K A, Kitsabunnarat P. 2003. The costs (and benefits?) of diversified business groups: The case of Korean chaebols[J]. Journal of Banking & Finance,27(2):251-273.
- Frésard L, Hege U, Phillips G M. 2017. Extending industry specialization and intangibles through cross-border acquisitions[J]. Review of Financial Studies,30(5):1529-1582.
- Ghemawat P, Khanna T. 1998. The nature of diversified business groups: A research design and two case studies[J]. Journal of Industrial Economics,46(1):35-61.
- Golubov A, Petmezas D, Travlos N G. 2012. When it pays to pay your investment banker: New evidence on the role of financial advisors in M&As[J]. Journal of Finance,67(1):271-311.
- Granovetter M. 1995. Coase revisited: Business groups in the modern economy[J]. Industrial and Corporate Change,4(1):93-130.
- Guillen M. 2000. Business groups in emerging economies: A resource-based view[J]. Academy of Management Journal, 2000, 43(4):362-380.
- Kale J R, Kini O, Ryan H E. 2003. Financial advisors and shareholder wealth gains in corporate takeovers[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis,38(3):475-501.
- Keister L A. 1998. Engineering growth: Business group structure and firm performance in China's transition economy[J]. American Journal of Sociology,104(2):404-440.
- Khanna T, Palepu K. 2000a. The future of business groups in emerging markets: Long-run evidence from Chile[J]. Academy of Management Journal,43(3):268-285.
- Khanna T, Palepu K. 2000b. Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups[J]. Journal of Finance,55(2):867-891.
- Khanna T, Rivkin J W. 2001. Estimating the performance effects of business groups in emerging markets[J]. Strategic Management Journal,22(1):45-74.
- Khanna T, Yafeh Y. 2007. Business groups in emerging markets: Paragons or parasites?[J]. Social Science Electronic Publishing,45(2):331-372.
- Kim H, Song J. 2017. Filling institutional voids in emerging economies: The impact of capital market development and business groups on M&A deal abandonment[J]. Journal of International Business Studies,48(3):1-16.
- Leff N H. 1978. Industrial organization and entrepreneurship in the developing countries: The economic groups[J]. Economic Development & Cultural Change,26(4):661-675.
- Levine R. 1997. Financial development and economic growth: Views and agenda[J]. Social Science Electronic Publishing, 35(2):688-726.
- Manikandan K S, Ramachandran J. 2015. Beyond institutional voids: Business groups, incomplete markets, and organizational form[J]. Strategic Management Journal,36(4):598-617.

- Mccarthy D J, Puffer S M. 2016. Institutional voids in an emerging economy: From problem to opportunity[J]. *Journal of Leadership & Organizational Studies*,23(2):208-219.
- Mccarthy K J, Weitzel U. 2013. *Merger Motives*[M]. London: Palgrave Macmillan.
- Mclaughlin R M. 1990. Investment-banking contracts in tender offers: An empirical analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 28(1):209-232.
- Mclaughlin R M. Does the form of compensation matter? Investment banker fee contracts in tender offers[J]. *Journal of Financial Economics*, 1992,32(2):223-260.
- Michel A, Shaked I, Lee Y T. 1991. An evaluation of investment banker acquisition advice: The Shareholders' perspective[J]. *Financial Management*,20(2):40-49.
- Morck R, Yeung B. 2003. Agency problems in large family business groups[J]. *Entrepreneurship Theory & Practice*,27(4): 367-382.
- North D C. 1993. Institutions, institutional change and economic performance[J]. *Economic Development and Cultural Change*, 41(2):422-425.
- Peng M W, Parente R C. 2012. Institution-based weaknesses behind emerging multinationals[J]. *Revista de Administração de Empresas*,52(3):360-364.
- Rau P R. 2000. Investment bank market share, contingent fee payments, and the performance of acquiring firms[J]. *Journal of Financial Economics*,56(2):293-324.
- Rottig D. 2016. Institutions and emerging markets: Effects and implications for multinational corporations[J]. *International Journal of Emerging Markets*,11(1):2-17.
- Servaes H, Zenner M. 1996. The role of investment banks in acquisitions[J]. *Review of Financial Studies*,9(3):787-815.
- Siegel J, Choudhury P. 2012. A reexamination of tunneling and business groups: New data and new methods[J]. *Review of Financial Studies*,25(6):1763-1798.
- Xie E, Reddy K S, Liang J. 2017. Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: A comprehensive review and future research directions[J]. *Journal of World Business*,52(2):127-183.
- Yiu D W, Lu Y, Bruton G D, et al. 2007. Business groups: An integrated model to focus future research[J]. *Journal of Management Studies*,44(8):1551-1579.

How Does Financial Advisers and Business Grouping Mitigate Institutional Voids in Emerging Markets: An Empirical Analysis of Mergers and Acquisitions of High-Tech Enterprises in China

HONG Xiangjun, GAO Yuchen

(School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China)

Abstract: Business Groups and financial advisors are two important approaches to overcome the institutional voids with insufficient protection of intellectual property and information asymmetry, and further prosper the process of mergers and acquisitions (M&As). However, there is inadequate empirical work analyzes the impact of business group and financial advisors on the M&As for High-Tech enterprises in China. Through the empirical analysis of mergers and acquisitions of high-tech enterprises in China, this paper finds that business group can increase the innovation and market share in product market, but prohibits the mergers size and capital market's accumulated abnormal returns. The financial advisor can help alleviate the shortcomings of business grouping in capital market gains caused by information asymmetry in capital market in the process of M&As. Apart from this, compared to the state-owned enterprises, the innovation ability and market share for private-owned companies can be enhanced significantly by business group, while the merger sizes and capital market gains are more significantly restrained.

Key words: high-tech enterprises; mergers and acquisitions; business groups; financial advisors; innovation performance