

并购浪潮: 基于美国数据的宏观影响因素检验与对中国的并购启示^{*}

鹿 朋

[摘要] 代表未来经济增长预期的股票价格指数变动与并购活动呈正相关关系, 同时, 反映当前所处经济周期的指标 GDP 增长率和失业率分别与并购活动成正相关和负相关关系。这一结果支持了预期理论和经济周期理论关于影响跨国并购宏观因素的观点。近年来, 中国股票市场制度基础不断完善, 全流通改革取得突破性进展, 股票价格指数在 2006 年不断创出历史新高, 这些都表明了公众对未来经济发展的信心和良好的预期。同时, 中国经济近几年保持着健康快速发展, 国有企业改革不断深化, 在中国加入 WTO 积极参与全球化的背景下, 并购活动将会更加活跃, 中国也将成为 21 世纪并购活动的热点地区, 或许在不久的将来, 中国将引领第六次全球并购浪潮。

[关键词] 并购; 股票价格指数; 未来经济增长预期

[中图分类号] F27; F015 [文献标识码] A [文章编号] 1004—0633 (2008) 01—060—04

一、问题的提出

在过去的 100 多年里, 全球发生了五次并购浪潮, 每次并购浪潮都体现了不同的特征, 但又有其共性存在。研究影响并购活动的各种宏观因素并揭示并购运动规律, 具有重要的理论和现实意义。一方面, 可以把握影响并购的宏观因素, 为进一步的并购理论研究提供基础; 另一方面, 可以结合本国实际宏观经济发展来正确预测并购活动的发生, 并制定相应的政策措施。

目前, 国外学者在研究影响并购活动宏观因素方面更多的是采取实证分析方法。Nelson (1959) 检验了第一次并购浪潮发生的 1895—1920 年间并购活动, 发现并购活动与股票价格正相关, 而与工业发展关联度较低。后来, Nelson (1966) 进一步将数据扩展到 1962 年, 研究认为, 并购与经济周期是相一致的。Guerard (1989) 也发现并购与股价的正相关关系, 并发现股价与 GDP 正相关。但是,

Golbe (1988) 则通过调查统计托宾 q 数值发现并购与股价负相关。类似的, Weston (1975) 的实证分析发现并购活动与股票价格而非工业产量在统计上显著相关。Mellicker (1983) 分析了并购活动与工业活动、经济周期、股票价格、利率等宏观经济变量之间的关系, 认为工业的发展和处于增长阶段的经济周期会增加并购活动, 而与此对应的股票价格和利率指标与并购活动呈现正相关关系。Benzing (1992) 发现反映当前经济发展形势和企业对未来经济增长预期与并购活动紧密关系。Polonchek (1987) 和 Beckett (1986) 研究认为利率与并购活动负相关, 但 Becherstein (1979) 的实证分析说明, 利率与并购活动是正相关关系。

从国外的实证研究结果可以看出, 国外的实证研究所使用的大多是较早时期的数据, 主要是前三次并购浪潮的数据, 最近的有关第四次和第五次并购的数据尚未被充分用来进行实证检验。而在国内, 对影响并购活动宏观因素的研究尚处于空白阶段, 这与我国并购市场发展较晚以及相关数据难以

* [收稿日期] 2007—10—25

[作者简介] 鹿朋, 中国人民大学经济学院, 经济学博士, 研究方向: 国际经济学。 北京 100872

获得有关。从我国制定利用并购促进产业结构升级以及制定并购政策的角度看，宏观影响因素的研究是必不可少的。

基于此，本文将在第二部分首先总结影响并购活动的宏观因素理论，然后建立模型，运用美国第四次和第五次并购浪潮数据进行实证检验。第三部分结合检验的结果对中国可能影响并购活动的宏观因素进行分析。第四部分得出结论和对中国的并购活动的启示。

二、理论与实证分析

——来自美国的数据检验

经济学界对于影响并购活动的宏观因素问题研究所提出的理论，归纳起来，主要有预期理论、经济周期理论和利率理论假说。预期理论认为，影响并购活动的主要因素是企业对未来经济增长的预期。一般来说，当企业对未来的经济增长有乐观的预期时，在追求利润最大化的情况下，会选择扩大投资，并购则是企业进入新领域的首选投资方式，因此，乐观的经济发展预期会促进并购活动的增加。经济周期理论认为，经济周期对并购活动具有一定的影响。当经济处于复苏或繁荣阶段时，企业利润开始增加，并产生投资的冲动，从而，作为投资方式的并购就开始活跃起来。事实上，预期理论和经济周期理论都是从企业投资的角度考察的。而利率理论假说则从企业的融资角度考察并购活动。利率理论假说认为，由于企业自有资金有限，在通过并购进行投资时，所需要的资金常常是外部融资，因此，利率的高低直接影响了企业的融资成本，较低的利率必然刺激企业通过外部融资进行并购。可见，利率是影响并购活跃程度的一个不可忽视的因素。

本文依据以上理论建立多元回归模型，实证检验并购活动与宏观经济变量之间的关系，从而验证预期理论、经济周期理论与利率理论。为建立模型，选取国内生产总值（GDP）增长率、失业率（UNEMP）、股票价格（STOCK）和利率（RATE）作为宏观经济活动的衡量指标。其中，GDP 增长率和失业率代表当前所处经济周期。按照经济周期理论，GDP 增长率高和失业率低表明经济处于繁荣阶段，并购交易增加，因此，GDP 增长率与并购活动正相关，而失业率与并购活动负相关。股票价格代表公众对未来经济的预期。预期理论认为，对未来经济发展的乐观预期会刺激并购活动，从而，股票价格与并购活动应是正相关关系。利率的高低反映

了企业融资成本，利率低，则企业融资成本低，并购活动就应该活跃。根据利率理论，利率与并购负相关。因此，设 MA 为并购数量，是随机扰动项，构建多元线性回归模型为：

$$MA = \beta_0 + \beta_1 GDP + \beta_2 UNEMP + \beta_3 STOCK + \beta_4 RATE + u$$

在数据选取上，考虑到美国并购市场对于研究并购活动具有很好的代表性以及并购数据的可获得性，本文将选取美国数据进行检验。美国第四次并购浪潮从 20 世纪 70 年代初期持续到 80 年代末，以 1985 年为最高峰，直到 1990 年美国开始陷入经济衰退，第四次并购活动也进入低潮。第五次并购浪潮从 20 世纪 90 年代中期开始持续至今，以 2000 年到 2001 年高新技术领域的并购为最高潮。为保证数据的时效性，本文选取的数据时间范围为 1971—2004 年，包括了发生的这两次并购浪潮。

数据选取和来源如下：MA 为 1971—2004 年间每年美国发生并购交易的笔数，数据来自美国联邦贸易委员会（Federal Trade Commission, FTC）发布的报告。1971—2004 年间美国 GDP 增长率数据来自美国经济统计年鉴（2005）；UNEMP 是 1971—2004 年间美国的年平均失业率，数据来自美国劳工部劳工统计局网站（<http://www.bls.gov/data/>）公布的数据。STOCK 是股票价格，由于并购主要发生在工业企业中，这里的股票价格指标采用美国道琼斯工业平均指数衡量，选取 1971—2004 年间每年最高指数和最低指数的平均值作为该年股票指数，该数据来自美国经济统计年鉴（2005）。对于 RATE 利率指标，同样因为并购是一种工业企业经济活动，本文采用 1971—2004 年美国 AAA 级公司债券年利率代表，该数据来自美联储官方网站（www.federalreserve.gov）公布的数据。

利用 Eviews 软件对 MA、UNEMP、STOCK、RATE、GDP 五个时间序列数据进行单位根检验，各列数据在一阶差分后平稳，再对差分后平稳序列数据进行最小二乘法（OLS）分析，回归结果表明变量 RATE 的 t 检验未通过，该变量对并购不具有解释性。UNEMP 变量在 15% 水平下显著，STOCK 变量在 5% 水平下显著，GDP 增长率在 10% 水平下通过 t 检验。因此，剔除 RATE 变量后对剩下变量再次进行 OLS 分析，我们发现 STOCK 和 GDP 两变量在 5% 的水平下显著，UNEMP 变量在 10% 水平下显著，而且可决系数值进一步提高，表明这些变量拟和较好，三个变量对并购活动具有较好的解释作用。检验结果如表 1。

表 1 影响美国并购活动宏观因素回归分析结果

	β_0	UNEMP	STOCK	RATE	GDP	
1	3403.558 (2.3740)	- 213.287 (- 1.238)	8.596 (8.0479)	1.242 (0.5457)	2.909 (1.7050)	$R^2= 0.7864$
2	2920.667 (3.8479)	- 232.169 (- 2.3681)	8.873 (7.8892)	3.8019 (3.8755)		$R^2= 0.8420$

以上实证检验表明，并购活动主要受失业率、GDP 增长率和股票价格宏观因素的影响，而与利率的关系不大。前三个因素的检验结果证实了经济周期理论和经济预期论的假定，遗憾的是，利率理论未能得到实证检验结果的支持。

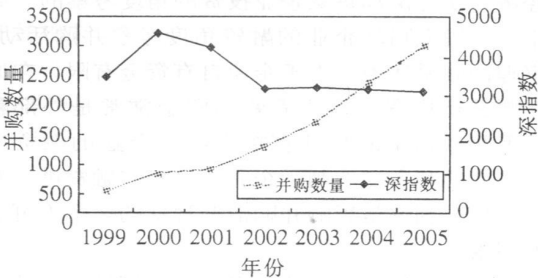
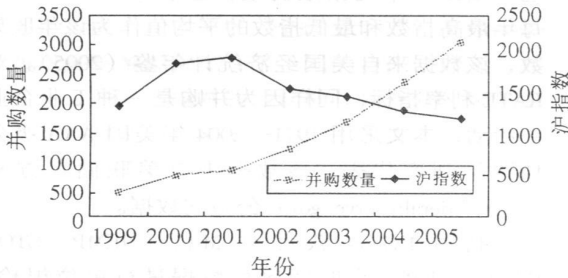
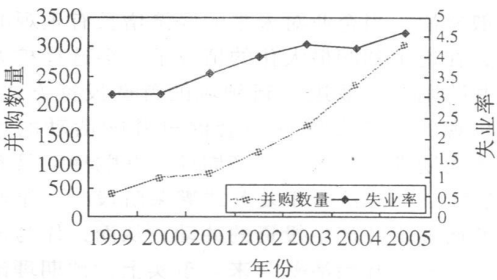
三、影响中国并购活动的宏观因素分析

随着中国市场经济体制建设的逐步完善和入世后进一步参与全球化进程中，中国并购活动近几年

开始活跃起来，并有快速增加的趋势。结合以上实证检验结果，考察影响中国并购活动的宏观因素，对并购活动做出合理预测和解释，对中国制定合适的并购政策具有一定的参考意义。

由于并购活动在中国市场发展较晚，再加上早期并购数据较难获得，故采用 1999- 2005 年数据。由于只有六年数据，无法用以上模型进行回归分析，在这里主要利用图表和数据方式检验。

我国企业并购的统计数据来自美国 Thomas Financial 数据公司的 SDC 数据库。为了全面反映我国两个证券市场的整体活动情况，股票指数分别采用一个交易年度内所有交易日沪综指和深成指的收盘指数算术平均值。GDP 增长率和失业率数据来自中国经济统计年鉴（2006）。我们对中国并购与 GDP 增长率、股票指数、失业率相关走势做出折线图，如下：



同时，利用 eviews 软件计算的并购与各宏观因素之间相关系数，结果如表 2：

表 2 中国并购活动与宏观因素相关关系

变量	MERGER	GDP	UNEMP	SHANG	SHEN
MERGER	1.000 000	0.939 245	0.898 683	- 0.696 064	- 0.631 420

通过以上图表，我们注意到，中国的并购数量与 GDP 增长率保持较高的相关性，随着 GDP 增长率不断提高，并购数量也在不断增加。这个现象符合检验结果，表明中国经济的快速发展为并购活动的活跃提供了较好的宏观经济背景。

但是，从上图看出，并购数量与沪综指和深成指之间的走势似乎没有什么关系，尤其是 2002 年后，两种股票价格指数不断走低，而并购数量却不断增加，这正好与以上实证分析结果相悖。我们认为，出现这种情况并非实证检验的问题，而是由于中国股市发展时间不长，很不成熟，尤其是中国股票市场中，上市公司长期以来股权分置，受政策影响较大，投机行为严重，股市不能真正成为经济发展的晴雨表。比如在过去的五年中，中国经济发展保持高速增长势头，股市却处于熊市状态。正是中国股市的特殊性导致这种统计结果背离以上检验。随着中国资本市场改革和制度基础的完善，中国股

市的发展将更好的反映实际经济情况, 而且, 股市的发展必然推动中国并购活动的增加。

上图表明, 中国失业率与并购活动正相关, 即失业率增加并购活动也增加, 这种情况与第二部分实证检验结果完全相反。应该说, 失业率增加表明经济增长出现下降, 并购活动会出现减少。但在中国却相反。为什么会出现这种情况呢? 一方面, 中国是典型的二元经济结构, 在发展现代化的进程中会出现农业人口向城市非农业部门转移; 另一方面, 中国产业结构在不断升级和教育滞后, 中国失业率增加一个主要特征就是结构性失业人数的增加。因此, 就出现了经济不断增长, 失业率也在上升, 而并购活动却并未因为失业率的增加而减少。

四、结论与启示

利用美国数据进行的实证检验表明, 代表未来经济增长预期的股票价格指数变动与并购活动呈正相关关系, 同时, 反映当前所处经济周期的指标 GDP 增长率和失业率分别与并购活动成正相关和负相关关系。这一结果支持了预期理论和经济周期理论关于影响跨国并购宏观因素的观点。

遗憾的是, 该检验结果不支持利率理论, 利率在统计上对并购活动没有显著影响。利率理论将企业融资成本视为影响企业并购活动的重要因素, 但是检验发现, 利率降低并不一定增加并购数量, 利率升高也不一定就使并购活动减少。这种现象的发生可能是因为经济繁荣时会增加并购活跃程度, 而繁荣的经济又会使利率升高, 升高的利率对并购产生的负面影响又会被繁荣的经济形势给并购带来的正面影响所抵消。

中国市场的特殊性使得对影响中国并购的宏观因素检验并不符合文中第二部分实证检验结果, 但是该结果依然对中国有很强的参考意义。近年来, 中国股票市场制度基础不断完善, 全流通改革取得突破性进展, 股票价格指数在 2006 年不断创出历史新高, 这些都表明了公众对未来经济发展的信心和良好的预期。同时, 中国经济近几年保持着健康快速发展, 国有企业改革不断深化, 在中国加入 WTO 积极参与全球化的背景下, 并购活动将会更加活跃, 中国也将成为 21 世纪并购活动的热点地区, 或许在不久的将来, 中国将引领第六次全球并购浪潮。

【参考文献】

- [1] Beckenstein, A. (1979) "Merger Activity and Merger Theories: An Empirical Investigation" [J], *Antitrust Bulletin* 24, 105-128.
- [2] Benzing, C. (1992) "The Macroeconomic Determinants of Merger Activity" [J], *New York Economic Review*, Spring, 3-14.
- [3] Melicher, R., J. Ledolter, and L. D' Antonio (1983) "A Time Series Analysis of Aggregate Merger Activity," [J] *The Review of Economics and Statistics* 65, 423-429.
- [4] Nelson, R. L. (1996) "Business Cycle Factors in the Choice between Internal and External Growth" [J], in William W. Allerts and Joel E. Segall, (eds), *the Corporate Merger*. Chicago: University of Chicago Press.
- [5] Plolnchek, J. and M. Sushka (1987) "The Impact of Financial and Economic Conditions on Aggregate Merger Activity" [J], *Managerial and Decision Economics*, November, 113-119.
- [6] Weston, J. F. (1961) "The Role of Mergers in the Growth of Large Firms" [M], Berkeley: University of California Press.

(本文责任编辑 王云川)