

市场分割与资源配置效率的损害^{*}

——来自企业并购的证据

方军雄

(复旦大学 管理学院, 上海 200433)

摘要: 中国市场分割是否存在, 进而是否损害资源配置效率? 文章从企业并购的角度进行了研究。并购具有促进资源优化配置、改善企业公司治理、提高企业价值的功能, 但是并购也意味着被并购企业控制权的转移, 这会对被并购企业所在地的经济、就业产生重大影响, 因而可能引致地方政府的干预。研究发现, 由于地方保护主义的存在, 企业进行异地并购困难重重, 但随着市场化程度的提高, 异地并购的障碍得到有效的缓解, 这说明我国存在一定程度的市场分割, 但是随着市场化进程的深入, 市场分割状况得到改善。

关键词: 市场分割; 并购; 市场化; 资源配置

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2009)09-0036-12

一、引言

地方保护主义所导致的地区之间的市场分割引起了学术界和政策制定者的忧虑(Wong, 1992; Young, 2000; 严冀、陆铭, 2003)。地方保护主义所衍生的地区之间的市场分割损害了整个社会资源配置效率的观点已经成为共识(陆铭、陈钊、严冀, 2004), 消除地方保护主义、促进生产要素和资源的跨地区交易和流动, 是当前在我国经济进一步集聚的过程中让内地省份分享更多经济增长成果, 从而实现区域之间和谐发展的重要机制。但由于所采取的研究方法不同, 我国是否存在市场分割以及市场分割的程度如何依然没有定论(严冀、陆铭, 2003; 白重恩、杜颖娟、陶志刚、全月婷, 2004), 更重要的是究竟是什么因素影响着地区之间的市场分割这个问题尚未得到关注。

兼并收购, 是对存量资产在不同地区、不同行业、不同所有制企业之间的分拆、裂变、流动和重新组合, 从而实现产业结构的调整和优化, 进而改善资源配置效率(顾保国, 1999)。但是, 企业之间跨地区并购可能导致本地企业控制

收稿日期: 2009-05-27

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70602024); 教育部人文社会科学基金资助项目(08JC790019)

作者简介: 方军雄(1974—), 男, 浙江永康人, 复旦大学管理学院副教授, 博士。

权的流失,影响到本地经济的发展、社会就业等问题,因而异地并购可能受到限制,^①即跨地区异地并购将直接受到地方保护主义的影响。因此,我们可以从异地并购以及市场化进程与异地并购的关系研究地方保护主义所衍生的地区之间市场分割的现状,以及市场化进程对市场分割的影响。

针对1995—2007年发生的上市公司对非上市公司的并购行为的研究,我们发现,同一行政区域内的本地并购数量显著高于不同行政区域之间的异地并购数量,这可能源于地方保护主义倾向的存在,这在一定程度上验证了我国地区之间市场分割现象的存在。在稳健检验中我们发现,异地并购更多的是相关并购,本地并购更多的是多元化并购,相关并购有助于主并企业获得规模经济和范围经济,而多元化并购或者无助于企业绩效的改善,或者损害了企业绩效(李善民、周小春,2007;陈信元、黄俊,2007)。同时,我们发现,随着我国经济市场化程度的提高,跨地区并购发生的概率显著提高,这有助于资源更广泛范围的流动、整合,进而改善资源配置效率,同时也表明,我国地区市场一体化程度随着经济市场化程度的提高而得到改善。

本研究主要在以下两个方面作出了贡献:(1)虽然市场分割损害整个社会资源配置效率的观点已经成为共识(陆铭、陈钊、严冀,2004),但学者对我国是否存在市场分割以及市场分割的程度如何依然没有一致的结论(严冀、陆铭,2003;白重恩、杜颖娟、陶志刚、全月婷,2004)。本研究从并购的视角提供了新的证据,并检验了市场化改革对市场分割的影响。(2)理论上,并购有助于公司价值的提升,但是,实证研究却没有得到一致的结论,原因可能是并购行为发生时所处制度环境的不同,因此,更有解释力的研究应当考虑制度环境的影响(Andrade, Mitchell 和 Stafford,2001;李增泉、余谦、王晓坤,2005;潘红波、夏新平、余明桂,2008)。方军雄(2008)直接检验了政府干预对不同所有制企业进行的跨地区并购的影响,结果发现,地方政府直接控制的企业更易实施本地并购、更多实施无关的多元化并购,而中央政府控制的企业则可以突破地方政府设置的障碍,实现跨地区并购。本研究则进一步检验了市场化进程对异地并购的影响。

论文安排如下,第二部分首先对市场化程度与企业并购之间的关系进行理论分析,从而得到一个待检验的假设;第三部分详细描述了研究模型、实证研究关键变量的选择,以及数据来源和描述性统计结果;第四、第五部分是对假设的检验以及结果的分析,最后是简单的结论。

二、市场分割、市场化进程与企业并购:理论分析与假设提出

不同地区、不同行业、不同所有制企业之间的并购可以实现产业结构的调整和优化,进而改善资源配置效率。现有研究(朱宝宪、王怡凯,2002;李善民、曾昭灶,2003)发现,管理效率弱、增长能力低以及经营业绩差的企业更可能成为被并购的目标,源于经济动机主动发起的市场化并购能够显著改善企业的管理效

率和经营业绩(Healy, Palepu 和 Ruback, 1992),这主要源自并购所产生的管理协同效应、经营协同效应和财务协同效应(张宗新、季雷, 2003)。但是,并购意味着被并购企业控制权的转移(赵勇、朱武祥, 2000),会对被并购企业所在地的经济、财政收入、就业产生重大影响,因而企业并购行为会受到被并购企业所在地政府的干预。获得控制权之后的主并公司会根据集团整体的战略对被并购公司的战略和经营进行调整,如果是本地并购,这种调整对地方经济仅仅是“左边口袋到右边口袋的游戏”,而且当地政府容易干预,不会对当地的经济发展和就业产生重大影响。但是异地并购则不同,由于脱离当地政府的控制,获得控制权的异地主并公司会按集团利润最大化的方向调整战略,例如转移/转换优势产业、裁减人员的决策,这就可能损害当地的经济发展和就业,进而损害当地政府的利益(方军雄, 2008)。在地方政府可能存在“引税”动机的背景下,异地并购可能导致目标公司地区税收的流失,从而损害当地的财政收入(潘红波、夏新平、余明桂, 2008)。同时,在法律不完善的情况下普遍的控制权滥用,即控股股东“掏空”下属公司的行为,则进一步加剧了地方政府对异地并购可能导致的恶果的担忧(李增泉、余谦、王晓坤, 2005;刘少波, 2007)。

我国发端于 20 世纪 80 年代初以改革开放为核心的经济体制改革中,财政分权以及相应的以 GDP 为主的政绩考核和晋升机制,极大地赋予了地方政府发展本地区经济和维持本地区社会稳定的动力(Li 和 Zhou, 2005;周黎安, 2004)。不过由于中央和地方缺乏正规制度的约束,这种财政分权以及相对绩效评估的政绩考核和晋升机制也促使地方政府的行为发生一些扭曲,例如在地方保护主义的指导下,地方政府会对效益和效率都很低甚至是面临亏损的投资项目具有强烈兴趣,突出表现为不顾当期经济实力而过度投资、重复建设,甚至进行“恶性竞争”(周黎安, 2004)。在获得更大权力和激励之后,地方政府可能通过设置各种贸易壁垒或地方经济封锁,采取更多的地方保护主义政策,以保护本地企业来增加财政收入(严冀、陆铭, 2003)。在我国各个地区存在产业同构的情况下,地方保护主义的存在驱使国内市场地区分割的产生和恶化(刘瑞明, 2007),在资源的配置上倾向于“肥水不流外人田”,将资源集聚到地方政府控制的企业,同时,地方政府直接拥有的控制权也使得当地国有企业更便于接受其作出的并购安排。具体的,在援助之手方面,地方政府官员更愿意鼓励本地政府控制的上市公司并购本地的优质企业,而不愿意外地上市公司分享本地的优质企业;在掠夺之手方面,地方政府官员则有能力驱使本地政府控制的上市公司并购本地“劣质资产”,而难以强制外地上市公司就范。这样,地方政府控制的国有企业将更容易进行本地并购,组建为大型的企业集团(方军雄, 2008)。此外,政治上的考虑——降低地方失业率、帮助本地企业“脱贫解困”等等,也促使地方政府倾向于主导其直接控制的国有企业进行兼并、收购(陈信元、黄俊, 2007)。而且,通过做大其直接控制的企业规模,

也有利于地方政府官员个人私利的实现。宇通客车管理层收购案例(朱红军、陈继云、喻立勇,2006)清晰地反映了地方政府为了本地的财政利益,甚至可以与企业“共谋”以规避中央政府的管制。Sun(2007)对我国具有规模效应的钢铁行业集中度变化的调查,进一步说明由于地方政府干预以及地方保护主义的存在,即使中央政府强力出台相关的产业政策以支持钢铁行业重组做优做强,钢铁行业依然呈现集中度下降的趋势。统计表明,虽然我国异地收购逐年增加,但是相比本地收购,异地收购数量依然微乎其微,1998—2001年发生的416起上市公司并购中仅有46起为异地并购,比重为11.06%(李增泉、余谦、王晓坤,2005)。因此,我们得到假设1。

假设1:在其他条件一定的情况下,上市公司实施跨地区异地并购的可能性低于同一区域内本地并购。

地方政府在基于经济绩效的政治晋升锦标赛中可选的策略有两类:一是保护本地企业,限制来自外部的竞争,采取地方保护主义政策,实现区域之间的市场分割;二是改善基础设施、维护产权和市场,鼓励竞争,扩大区域的一体化程度。选择区域之间的市场分割还是区域一体化,取决于地方政府官员为了政治晋升成功所作的权衡(徐现祥、李郁、王美今,2007)。当地方政府的努力具有正外部性时,地方政府会理性的偏好于区域一体化,反之,区域之间市场分割是地方政府的最优选择;当处于落后地区、经济发展为低级阶段时,实行区域之间的市场分割是有利的,而当处于经济发达地区、经济发展为较高阶段时,鼓励区域一体化更为有利。对长三角地区的实证分析发现,选择区域一体化之后的确大大提高了各相关省市的经济增长速度(徐现祥、李郁、王美今,2007)。

对于影响本地经济发展的重要决策——企业并购,地方政府采取的策略会随着所面临的制度环境的变化而变化。相关策略的选择以及地方政府是否干预本地企业并购取决于相应的成本和收益的权衡,只要限制异地并购的收益超过成本,只要这样做是保障其利益最大化,并是最有效率的方式,地方政府就会继续支持本地并购而限制异地并购。不过,制度并不是一成不变的,它可能因为外部的冲击或者内部的自我推动而产生变化(罗兰,2005)。当制度发生变化之后,地方政府所面临的成本—收益函数也会随之发生变化,其后果是制度中的地方政府行为也会随之作出适应性调整。随着市场化进程的深入、市场化程度的提高,地方政府干预本地企业并购的成本—收益特征也逐渐发生变化,一方面此时放弃地方保护,放弃“小而全”的多元化重复建设战略,代之以“大而精”的专业化比较优势战略,鼓励资源在更广范围的流动、鼓励竞争,更有利于本地经济的持续发展,另一方面市场化进程的加快也意味着地方政府直接干预企业行为的能力下降,这样企业跨地区并购发生的概率将会逐渐上升。Xu(2002)对1991—1998年数据的实证分析表明,我国区域市场分割虽然严重,但随着市场化进程的深入,地区之间市场正朝着有利于一体化的方向发展。同样,白重恩、杜颖娟、

陶志刚、全月婷(2004)也发现,在经历了改革早期的微弱下降后,我国产业区域专业化水平的整体趋势近年来有显著的提高,即地区之间市场一体化程度逐渐提高。市场一体化的提高,意味着资源跨地区流动障碍的减少、消除,基于资源配置优化目的的地区之间异地并购也就更容易发生。^②

综上分析,随着制度环境的改善——政府干预的减少、市场化程度的提高,异地并购所能产生的收益将逐渐超过由此产生的成本,这样基于资源配置优化的异地并购就更有可能成功。由此,我们得到如下待检验的假设 2。

假设 2:在其他条件一定的情况下,市场化程度越高,企业实施跨地区异地并购的可能性越大。

三、研究设计

1. 研究模型与变量设计

影响企业并购的变量可以分为企业自身因素和外部因素,前者反映主并企业的特征,包括企业的股权结构、公司规模、盈利状况、成长能力、经营风险等(李善民、周小春,2007),后者主要是指企业所处的制度环境(李增泉、余谦、王晓坤,2005;陈信元、黄俊,2007)。借鉴方军雄(2008)的研究设计,我们得到如下完整的 logistic 模型用以检验假设 2。

$$\begin{aligned} NMA_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \times Index_{i,t} + \beta_2 \times Cgov_{i,t} + \beta_3 \times Lgov_{i,t} + \beta_4 / Control_{i,t} \\ & + \beta_5 \times Size_{i,t-1} + \beta_6 \times ROA_{i,t-1} + \beta_7 \times Growth_{i,t-1} + \beta_8 \\ & \times Orisk_{i,t-1} + \beta_9 \times LEV_{i,t-1} + \beta_{10} \times Cash_{i,t-1} + \epsilon \end{aligned}$$

其中:企业并购类型($NMA_{i,t}$)是指如果主并企业与被并企业属于不同的行政区域,则为 1,否则为 0。实证中,我们分别采用了两种衡量方式,其一是两者不在同一省份时,确定为异地并购;其二是两者不在同一地级市时,确定为异地并购。市场化程度变量($Index_{i,t}$)数据来源于对樊刚、王小鲁(2001,2003,2004,2007)“市场化总指数”的整理,取值范围为 0—10,数值越大,表示市场化程度越高。实证中,我们分别选取年度市场化总指数和各年各地区市场化总指数衡量年度市场化程度与地区市场化程度。 $Cgov_{i,t}$ 和 $Lgov_{i,t}$ 分别衡量主并上市公司控股股东的性质,如果控股股东为中央政府, $Cgov_{i,t}$ 取值为 1,如果控股股东为地方政府, $Lgov_{i,t}$ 取值为 1; $Control_{i,t}$ 为控股股东持股比例; $Size_{i,t-1}$ 为公司规模,等于上一年度公司资产总额的自然对数; $ROA_{i,t-1}$ 为盈利能力,分别用上一年度利润总额/资产 $ROA_{i,t-1}$ 和营业利润/资产 $OROA_{i,t-1}$ 衡量; $Growth_{i,t-1}$ 为成长能力,分别用上一年度主营业务收入增长率 $SGrowth_{i,t-1}$ 和资产增长率 $Agrowth_{i,t-1}$ 衡量; $Orisk_{i,t-1}$ 为经营风险,等于前三年资产利润率的标准差; $LEV_{i,t-1}$ 为上一年度资产负债率; $Cash_{i,t-1}$ 为现金比率,等于上一年度(货币资金+短期投资)/资产,衡量主并公司资金闲置状况。

2. 数据来源与描述性统计

本文所使用的并购数据来源于万德(Wind)数据库,万德数据库中“重大事项—资本运作—收购兼并”栏目收录了1994—2007年发生的2102起并购事件,这构成了本文的原始数据,同时按照如下标准进一步剔除样本:(1)收购方为非上市公司,其目的主要不是资源配置,而是获得上市的权利;(2)关联并购,关联并购受到政府影响较小;(3)收购方案未通过。经过筛选最终得到样本594个,这构成了本研究的基础数据。

此外,上市公司财务数据和股权结构数据来源于万德数据库,经过随机抽取若干上市公司年度报告进行核对,我们发现万德数据库提供的信息与年度报告信息一致。

随着资本市场的发展,并购作为上市公司以较小的成本实现快速扩张、实现资本市场资源优化配置功能的有效途径和重要方式日益得到了监管层的支持和推动(尚福林,2008),我国上市公司并购行为也日趋活跃。不过表1显示,我国上市公司实施的并购依然主要为同一省份内的并购,1995—2007年期间发生本地并购的比例为57%,但这明显低于李增泉、余谦、王晓坤,(2005)的统计结果。然而从图1和图2可以发现,随着时间的推移,跨地区异地并购显著增加。从表1我们可以发现,上市公司的并购主要发生于政府控制的国有企业,中央政府控股企业和地方政府控股企业合计占样本的70%,这可能与上市公司中国有企业比重较高以及国有企业更容易实施并购有关。

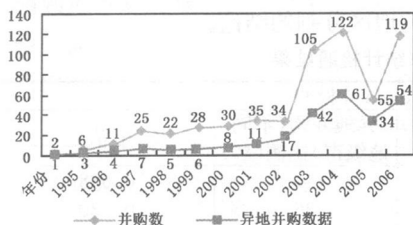


图1 企业并购年度分布

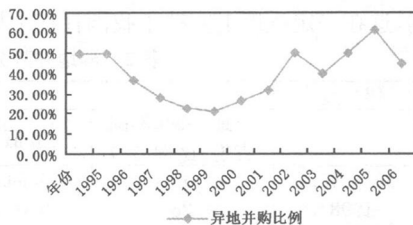


图2 异地并购占当年全部并购比例年度变化

表1 相关变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
$NMA_{i,t}1$	0.43	0.495	0	1	0
$NMA_{i,t}2$	0.47	0.500	0	1	0
$Index_{i,t}1$	5.837	0.891	4.026	6.523	6.098
$Index_{i,t}2$	7.058	2.164	0.625	11.000	6.812
$Cgov_{i,t}$	0.11	0.317	0	1	0
$Lgov_{i,t}$	0.59	0.492	0	1	1
$Control_{i,t}$	39.62%	0.160	7.00%	80.00%	36.68%
$Size_{i,t-1}$	21.025	1.016	18.129	29.647	20.908
$ROA_{i,t-1}$	4.20%	0.143	-161%	38.00%	4.86%

续表 1 相关变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
OROA _{i,t-1}	3.68%	0.114	-133%	38.70%	3.97%
SGrowth _{i,t-1}	41.99%	3.673	-3578%	7781.1%	18.17%
AGrowth _{i,t-1}	30.68%	0.487	-75%	371.50%	17.30%
Orisk _{i,t-1} 1	0.041	0.080	0.001	0.926	0.021
Orisk _{i,t-1} 2	0.037	0.064	0.000	0.698	0.020
LEV _{i,t-1}	53.97%	0.317	5.50%	367.77%	51.61%
Cash _{i,t-1}	19.13%	0.161	0.09%	130.60%	14.74%

注: NMA_{i,t}1 为主并公司与被并公司处于同一省份时,取值为 0,否则为 1; NMA_{i,t}2 为两者处于同一地级市时,取值为 0,否则为 1; Index_{i,t}1 为年度市场化总指数; Index_{i,t}2 为各年各地区市场化总指数; Orisk_{i,t-1}1 为前三年利润总额/资产的标准差; Orisk_{i,t-1}2 为前三年营业利润/资产的标准差。

四、实证结果与分析

表 2 列示的是企业并购类型的统计检验结果。我们发现,11 个年度中分别有 8 个年度(按照不同省份划分异地并购)和 7 个年度(按照不同地级市划分异地并购)跨地区异地并购比例小于本地并购比例,而且这种差异分别有 6 个年度和 3 个年度在统计上显著,11 个年度中平均异地并购比例分别为 38.09% 和 41.82%。混合年度数据统计检验的结果也显示,按照不同省份划分的异地并购比例显著小于 50%。这样,假设 1 得到支持,即由于受到地方政府的干预,我国上市公司实施跨地区异地并购的难度和失败率显著超过同一区域内的本地并购,这在一定程度上支持了我国存在市场的地区分割的结论。

表 2 异地并购分布统计检验结果

年 度	binomial 检验			
	异地并购(不同省份)比例(%)	p 值	异地并购(不同地级市)比例(%)	p 值
1995—1997	42	0.648	42	0.648
1998	28	0.043**	36	0.230
1999	23	0.017**	23	0.017**
2000	21	0.004***	21	0.004***
2001	27	0.016**	37	0.200
2002	31	0.041**	34	0.090*
2003	50	1.000	53	0.864
2004	40	0.050**	45	0.329
2005	50	1.000	57	0.123
2006	62	0.105	62	0.105
2007	45	0.359	50	1.000
均值	38.09		41.82	
中位数	40		42	
标准差	0.131		0.132	
混合年度	43%	0.000***	47%	0.176

注:考虑到 1995 年、1996 年和 1997 年发生并购的样本过少,故予以合并进行统计检验;二项式分布(binomial)检验的原假设为异地并购比例=50%。

在尚未列示的相关系数矩阵中,异地并购变量与市场化指数显著正相关,即市场化程度越高,企业越可能进行异地并购,这与假设 2 相一致。同时,我们发现,异地并购变量与 Cgov_{i,t} 显著正相关,与 Lgov_{i,t} 显著负相关,这表明地方政

府控制的企业越容易得到地方政府的支持和干预,而中央政府控制的企业则可以利用其权威突破地方政府设置的障碍实现资源的整合(方军雄,2008)。此外,异地并购变量还与主并企业的规模、盈利能力和资产负债率显著相关。

表3是采用混合数据的回归结果,研究中我们分别采用基于不同省份衡量的异地并购和基于不同地级市衡量的异地并购来度量异地并购变量,而市场化指数则采用年度市场化指标。无论是采用基于不同省份衡量的异地并购,还是采用基于不同地级市衡量的异地并购,模型的解释能力都较好,预测准确性也都达到65%以上。我们发现,在控制了其他变量之后,市场化指数变量的系数始终显著为正,即随着市场化程度的提高,地方政府对企业并购干预的动机和能力逐渐趋弱,这样异地并购越容易得以实施,假设2得到支持。

表3显示,考量主并企业股权结构的三个变量的回归系数统计上都显著,表明地方政府控制的企业更少地实施异地并购,而中央控制的企业更多实施异地并购,同时随着控股股东持股比例的上升,异地并购的概率也显著下降,这可能是由于随着控股比例的增加,控股股东掏空被并企业的能力也随之上升,在我国法律制度尚不完善情况下,控制权滥用的现象时有发生,异地并购遇到地方政府抵制的可能性也随着上升,不过上述推论需要未来更严格的检验。而公司规模回归系数显著为正,这可能源于大公司的进驻有助于提升当地的经济和知名度,从而使得并购中大公司更容易获得地方政府的青睐,进

表3 市场化程度与企业异地并购回归结果

自变量	基于年度市场化指数 ^①				基于地区市场化指数			
	基于不同省份衡量的异地并购		基于不同地级市衡量的异地并购		基于不同省份衡量的异地并购		基于不同地级市衡量的异地并购	
	B	Wald 值	B	Wald 值	B	Wald 值	B	Wald 值
Cons tant	12.886	0	13.534	0	11.27	0.000	12.483	0
Index _{i,t}	0.306	6.196**	0.337	7.917***	0.092	2.759*	0.155	8.073***
Cgov _{i,t}	0.805	5.598**	0.751	4.807**	0.912	6.339**	0.905	6.251**
Lgov _{i,t}	-0.485	4.665**	-0.372	2.779*	-0.58	6.203**	-0.412	3.164*
Control _{i,t}	-1.803	7.689***	-2.048	10.20***	-1.58	5.461**	-1.855	7.731***
Size _{i,t-1}	0.346	8.479***	0.302	6.657***	0.460	13.25***	0.393	9.956***
ROA _{i,t-1}	-1.87	2.134	-1.658	1.794	-1.91	2.159	-1.89	2.169
SGrowth _{i,t-1}	0.038	0.544	0.034	0.489	0.043	0.614	0.036	0.512
Orisk _{i,t-1}	-0.077	0.002	-0.371	0.039	0.818	0.174	0.171	0.008
LEV _{i,t-1}	0.182	0.169	0.221	0.254	-0.10	0.046	0.015	0.001
Cash _{i,t-1}	-0.073	0.013	0.338	0.286	-0.34	0.240	0.105	0.024
Industry _{i,t} ^②	控制		控制		控制		控制	
Year _{i,t}	控制		控制		控制		控制	
Cox & Snell R ²	0.168		0.165		0.205		0.201	
Chi ²	108.796***		106.551**		134.735***		131.971***	
预测准确性	66.0%		65.9%		66.4%		71.4%	
N	592				587			

注:*、**、***分别表示统计显著水平10%、5%、1%。

而突破地方政府设置的障碍。

为了更稳健地检验市场化程度与异地并购之间的关系,我们同时采用各地区各年度的市场化指数来衡量市场化程度并重新进行了回归,结果列于表3,与基于年度市场化指数检验的结果基本一致。综合表3,我们的假设得

到了支持,即由于地方保护主义的存在,我国企业并购更多地体现为同地区的本地并购,但是随着经济市场化程度的提高,企业成功实施异地并购的可能性显著上升。这也说明随着经济市场化程度的提高,由于地方保护主义导致的地区之间市场分割状况逐渐得到改善,市场一体化程度得到加强。

此外,我们分别按照前三年平均利润总额/资产、营业利润/资产衡量主并公司的盈利能力,以营业利润/资产前三年的标准差衡量公司经营风险,进行了稳健检验,回归结果与表3基本一致。

五、稳健性研究

一个竞争性假说是,上述发现也许是信息不对称所导致的结果。跨地区并购所涉及的信息不对称程度显著高于本地并购,自然在其他条件一定的情况下企业更倾向于本地并购,而不是异地并购,同时随着市场化程度的提高,跨地区并购所面临的信息不对称劣势相比本地并购随之下降,这样自然导致异地并购发生的概率随之上升。考虑到信息不对称程度对并购决策的影响与并购金额相关,并购涉及的金额越大,信息不对称对并购决策的影响越大,企业越有可能实施本地并购。因此,我们以并购金额占主并公司资产的比重衡量信息不对称程度对并购决策的影响以检验信息不对称对上述发现的解释能力。^⑤无论是用按省级划分的异地并购,还是用按地级市划分的异地并购,异地并购变量与并购金额相关系数的符号均为负,但是统计上都不显著,而且相关系数为-0.059(-0.063)。在未列出的表格中,将并购金额变量纳入回归模型后,无论是基于年度市场化指数,还是基于地区市场化指数,并购金额变量的系数符号始终为负,不过统计上不显著,而市场化指数依然始终显著为正。综上所述,信息不对称并不是影响企业跨地区并购决策的主要因素。

此外,我们也检验了本地并购、异地并购与并购类型的关系。按照行业的相关性,企业并购可以划分为相关并购和无关多元化并购(李善民、周小春,2007),前者包括相关行业的横向并购和相关行业上下游的纵向并购,这有助于主并企业获得规模经济和范围经济,而无关多元化并购通常是政府干预下的结果(陈信元、黄俊,2007),无助于企业绩效的改善。国内外实证研究基本发现,相关并购改善了企业的经营绩效,而多元化并购或者无助于企业绩效的改善,或者损害了企业绩效(李善民、周小春,2007;陈信元、黄俊,2007)。因此,受到地方政府干预的本地并购,更多的是地方政府“拉郎配”下的被动结果,自然可能更多的是无关多元化并购;而异地并购,更多的是企业的市场行为,自然可能更多的是相关并购。表4列示了相关系数矩阵分析结果,从中我们发现,异地并购与并购类型显著负相关,即异地并购更多的为相关并购,这与上述分析相一致,这进一步验证了地方政府干预可能扭曲资源配置的效率的推断。

表 4 相关研究变量的相关系数矩阵

	NMA _{i,t} 1	NMA _{i,t} 2	DMA _{i,t}	Cgov _{i,t}	Lgov _{i,t}
NMA _{i,t} 1	1	0.912***	-0.081**	0.156***	-0.200***
NMA _{i,t} 2	-0.912***	1	-0.100**	0.143***	-0.192***
DMA _{i,t}	-0.081**	-0.100**	1	-0.117***	-0.036
Cgov _{i,t}	0.156***	0.143***	-0.117***	1	-0.430***
Lgov _{i,t}	-0.200***	-0.192***	-0.036	-0.430***	1

注:DMA_{i,t}并购类型,相关并购为0,无关多元化并购为1;右上部分为Pearson检验结果,左下部分为Spearman检验结果;*、**、***分别表示10%、5%、1%统计显著水平(双尾检验)。

六、简单的结论

针对1995—2007年发生的上市公司对非上市公司并购行为的研究,我们发现,同一行政区域内的本地并购数量显著高于不同行政区域之间的异地并购,这可能源于地方保护主义倾向的存在,这在一定程度上验证了我国地区之间市场分割现象的存在。同时我们发现,随着市场化程度的提高,跨地区异地并购发生的概率显著提高,这有助于资源更大范围的流动、整合,进而改善资源配置效率,同时也表明我国地区之间市场一体化程度随着市场化程度的提高而得到改善。因此,缓解我国财政分权导致的地区之间的市场分割(严冀、陆铭,2003)、改善我国资源配置的效率,关键在于推进市场化进程,加快地方政府职能的转换,这一点与2008年十七届二中全会通过的《关于深化行政管理体制改革的意见》中建立服务型政府的思想不谋而合。此外,市场化进程的深入、地方政府干预的缩减,有助于生产要素和资源的跨地区交易和流动,进而在进一步实现资源向发达地区集聚的情况下内地省份可以更多地分享经济增长的成果,最终实现我国区域之间的平衡和谐的发展。

* 作者感谢复旦大学管理学院陈杰博士的评论以及匿名审稿人的评论和意见,当然,文责自负。

注释:

- ①潘红波、夏新平、余明桂(2008)猜测地方政府有动机干预同区域本地并购和跨地区异地并购,但并没有给出实证证据,而且也没有考虑市场化进程对地方政府干预的影响。此外,他们着眼于主并公司所在地区政府干预对并购的影响,我们则是考察目标公司所在地政府干预对并购的影响。
- ②同时,我们也可以猜测,随着市场化进程的深入,本地并购也可能更多地体现出基于改善资源配置效率目的的市场化收购,而地方政府干预下的“拉郎配”式的并购将会逐渐减少。不过,上述猜测是否成立需要未来更严谨的研究加以检验。
- ③年度哑变量与市场化年度指数存在严重的共线性,因此,在年度市场化指数模型中,剔除年度哑变量。
- ④Industry_{i,t}为行业虚拟变量,行业按照证监会2001年颁布的分类标准划分(除了制造业

按照二级明细划分为小类之外,其中,木材家具制造业(C-C2)公司数较少,我们把它划归为其他制造业,其他行业以大类划分)。

⑤限于篇幅,我们没有列出相关系数矩阵表格和回归结果,感兴趣的读者可以向作者索取。

参考文献:

- [1]白重恩,杜颖娟,陶志刚,等. 地方保护主义及产业地区集中度的决定因素和变动趋势[J]. 经济研究,2004,(4):29-40.
- [2]陈信元,黄俊. 政府管制与企业垂直整合——刘永行“炼铝”的案例分析[J]. 管理世界,2006,(2):134-138.
- [3]陈信元,黄俊. 政府干预、多元化经营与公司业绩[J]. 管理世界,2007,(1):92-97.
- [4]顾保国. 企业购并与政府主体角色[J]. 经济体制改革,1999,(3):72-76.
- [5]方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购[J]. 管理世界,2008,(9):118-123.
- [6]李善民,曾昭灶. 控制权转移的背景与控制权转移公司的特征研究[J]. 经济研究,2003,(11):54-64.
- [7]李善民,周小春. 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,2007,(3):130-137.
- [8]刘瑞明. 晋升激励、产业同构与地方保护:一个基于政治控制权收益的解释[J]. 南方经济,2007,(6):61-72.
- [9]刘少波. 控制权收益悖论与超控制权收益——对大股东侵害小股东利益的一个新的理论解释[J]. 经济研究,2007,(2):85-96.
- [10]陆铭,陈钊,严冀. 收益递增、发展战略与区域经济分割[J]. 经济研究,2004,(1):54-63.
- [11]热若尔·罗兰. 理解制度变迁:迅捷变革的制度与缓慢演进的制度[J]. 南大商学评论,2005,(5):1-22.
- [12]夏立军,方轶强. 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,2005,(5):40-51.
- [13]徐现祥,李郁,王美今. 区域一体化、经济增长与政治晋升[J]. 经济学(季刊),2007,(4):1075-1096.
- [14]严冀,陆铭. 分权与区域经济发展:面向一个最优分权程度的理论[J]. 世界经济文汇,2003,(3):55-61.
- [15]张宗新,季雷. 公司购并利益相关者的利益均衡吗?——基于公司购并动因的风险溢价套利分析[J]. 经济研究,2003,(6):30-37.
- [16]赵勇,朱武祥. 上市公司兼并收购可预测性[J]. 经济研究,2000,(4):19-25.
- [17]周黎安. 晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因[J]. 经济研究,2004,(6):33-40.
- [18]朱红军,陈继云,喻立勇. 中央政府、地方政府和国有企业利益分歧下的多重博弈与管制失效——宇通客车管理层收购案例研究[J]. 管理世界,2006,(4):115-129.
- [19]Andrade G, Mitchell M, Stafford E. New evidence and perspectives on mergers [J]. Journal of Economic Perspectives, 2001, (15):103-120.
- [20]Healy P, Palepu K G, Ruback R S. Does corporate performance improve after mergers? [J]. Journal of Financial Economics, 1992, (31):135-175.

- [21]Li H B,L A Zhou. Political turnover and economic performance; The incentive role of personnel control in China[J]. *Journal of Public Economics* ,2005,(89):1743—1762.
- [22]Sun P. Is the state-led industrial restructuring effective in transition China? Evidence from the steel sector[J]. *Cambridge Journal of Economics* ,2007,(31):601—624.
- [23]Wong Christine P W. A fiscal reform and local industrialization; The problematic sequencing of reform in post-Mao China[J]. *Modern China* ,1992,(18):197—227.
- [24]Xu Xinpeng. Have the Chinese provinces become integrated under reform[J]. *China Economic Review*,2002,(13):116—133.
- [25]Young A. The razor's edge: Distortions and incremental reform in The People's Republic of China[J]. *Quarterly Journal of Economics* ,2000,(115):1091—1135.

Market Segmentation and the Efficiency Loss of Resource Allocation: Evidence from Mergers & Acquisitions of Enterprises

FANG Jun-xiong

(School of Management, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Abstract: The paper studies the existence of market segmentation in China and its effect on the efficiency of resource allocation. Mergers and acquisitions can function as promoting capital allocation efficiency, improving corporate governance and raising corporate value. But M&A means the transfer of the control right of target enterprises which will bring important influences on the economy and employment in the regions where the target enterprises are located, so it is possible to lead to local-government intervention. The paper finds that it is difficult for cross-regional M&A due to local protectionism and owing to the marketization, the difficulties will be effectively eased. It shows that there exists market segmentation in China to some extent, and market segmentation will be eliminated because of the ongoing marketization process.

Key words: market segmentation; mergers and acquisitions; marketization; resource allocation

(责任编辑 金 澜)