

跨国并购下的投资决策

——以房地产行业为例

韩婷婷

西安培华学院, 中国·陕西 西安 710125

【摘要】近年来,越来越多的公司试图通过跨国并购实现广泛增长。然而,跨境并购的实际效果一直存在争议,哪些因素会改变其财务业绩的问题也吸引了高级监管机构的注意。在跨国并购前后,为了综合不同因素的影响,企业管理者如何做出投资决策已成为企业日益关注的问题。基于此,本文以房地产业为例,利用2009年至2019年A股上市公司的数据,采用逐步回归的方法探讨了跨国并购下影响财务绩效的因素,并提出了投资策略。

【关键词】跨境并购; 财务绩效; 战略; 房地产行业

Investment Decision under Cross-border Mergers and Acquisitions

—Taking Real Estate Industry

Han Tingting

Xi'an Peihua University, Xi'an 710125, China

[Abstract] In recent years, more and more companies have tried to achieve extensive growth through cross-border Mergers and Acquisitions (M&A). However, the practical effects of cross-border M&A have been debated, and the question of what factors would change its financial performance has attracted the attention of senior regulators. Before and after cross-border M&A, in order to combine the influence of different factors, how enterprise managers make investment decisions has become an increasingly concern for enterprises. Based on this, this article takes the real estate industry as an example, uses the data of A-share listed companies from 2009 to 2019, and adopts a stepwise regression method to explore the factors affecting financial performance under cross-border M&A and proposes strategies for how to invest.

[Keywords] Cross-border M&A; Financial performance; Strategies; Real estate industry

2018年以来,中国房地产长期调控机制高速推进,不断完善。更多的中国公司将目光投向了世界。然而,由于2020年上半年新冠疫情的影响,中国企业的跨境投资继续下降。为了减少客观环境对企业财务业绩的影响,增加企业海外投资的机会,在跨国并购中,关注影响财务绩效的因素变得越来越重要。

1 文献综述

为了更有效地研究影响因素,引入了调解和监管。以中国上市公司成功实施的60起跨境并购案例为研究样本,以并购事件前后两年样本公司总资产收益率的变化为因变量,并分析了不同层次的制度距离以及并购母公司的国际经验和知识吸收能力。制度的中介作用阐明了制度距离的不同维度影响跨境并购绩效的路径和机制(刘璐,杨慧欣,2018)。对2007-2015年同时在香港上市的沪深两市上市公司(即“A+H”上市公司)进行实证分析,发现:公司海外上市可以促进其跨境并购,海外上市的国际经验可以促进跨境并购。在这一过程中起到了消极的监管作用,海外上市对民营企业的跨境并购没有显著影响(闫海峰、周海波、李彤,2019)。

总体而言,从2008年到2017年的十年间,中国国内企业开展的跨境并购活动呈现出从自然资源并购向技术创新并购转变的趋势(滕子元,胡勇,2019)。

基于以上研究成果,有很多关于跨国并购财务绩效的研究,但没有以房地产行业为例的研究。本文以房地产业为例,运用逐步回归分析方法研究了跨国并购下财务绩效的影响因素,并进一步提出了提高我国国际竞争力的国际化战略。

2 财务绩效影响因素实证研究

采用逐步回归方法,选取ROE作为衡量财务绩效的因变

量,选取2009-2019年跨境并购案例上市公司的公开数据,对财务绩效的影响因素进行实证分析。

2.1 样本选择和数据来源

本文所有财务数据均来自WIND数据库和上市公司发布的年度报告。本文选取了2009-2019年A股房地产上市公司的跨境并购案例。研究并购前一年和并购后两年的财务绩效,表示为 $[T-1, T+2]$ 。

表 2.1 回归变量情况说明

变量	变量
净资产收益率ROE	筹资活动产生的现金流量CFFF
市盈率PE	净利润增长率NPGR
应收账款周转率ARTR	Ownership (国有独资或国有控股=1,私人=0)
每股资本公积CR	并购类型Type(多元化并购=1,关联并购=0)

假设PE、ARTR、CR、CFFF、NPGR、所有权和类型七个因素在跨境并购前一年(T-1期)、跨境并购年(T0期)、跨境并购后第一年(T+1期)和跨境并购后第二年(T+2期)将对房地产行业的财务绩效产生不同程度的影响。采用逐步回归分析方法,得到四期回归结果模型。

2.3 实证研究结果与讨论

2.3.1 回归方程拟合优度检验。从回归结果可以看出:在T-1期间, $R^2=0.742$, 调整 $R^2=0.716$; 在T0期间, $R^2=0.992$, 调整后的 $R^2=0.0986$; 在T+1期间, $R^2=0.950$, 调整后的 $R^2=0.931$; 在T+2期间, $R^2=0.849$, 调整 $R^2=0.784$ 。因此,该模型在不同期间拟合优度均良好。

2.3.2 回归方程显著性检验。从回归结果可以看出：在T-1期间，F检验统计量 $F=28.792$ ($p<0.001$)；在T0期间，F检验统计量 $F=164.135$ ($p<0.001$)；在T+1期间，F检验统计量 $F=50.757$ ($p<0.001$)；在T+2期间，F检验统计量 $F=13.084$ ($p<0.01$)。因此，该模型在不同期间的回归效果均完全显著。

2.3.3 回归方程的多重共线性检验。从回归结果可以看出，在不同时期，所有自变量的VIF值均小于10。这表明：多重共线性是可以容忍的，即自变量之间不存在多重共线性。

2.3.4 逐步回归方程结果与讨论。根据上表中的数据，四个时期的回归方程为：

$$(1) T_{-1} \text{ 期间: } ROE=0.008+0.862NPGR$$

从回归结果看出，采用逐步回归分析，常数和自变量的t检验统计量分别为 $t=10.853$ ($p<0.001$)和 $t=5.366$ ($p<0.001$)，表明自变量NPGR在T-1期间显著。也就是说，在跨境并购前一年，净资产收益率对财务绩效的影响为正。这表明净资产收益率的增加将改善房地产行业的财务绩效。

$$(2) T_0 \text{ 期间:}$$

$$ROE=0.128+0.476ARTR-0.336CR+0.330CFFF-0.253wnership+0.176NPGR$$

从回归结果看出，采用逐步回归分析，常数和自变量的t检验统计量为 $t=25.492$ ($p<0.001$)、 $t=10.978$ ($p<0.001$)、 $t=-8.817$ ($p<0.001$)、 $t=8.422$ ($p<0.001$)、 $t=-6.642$ ($p<0.001$)和 $t=4.263$ ($p<0.05$)，表明自变量ARTR、CR、CFFF、所有权和NPGR在T0期间显著。即：在跨境并购当年，ARTR、CFFF和NPGR对财务绩效的影响为正，这表明：ARTR、CFFF和NPGR的增加将改善房地产行业的财务绩效；跨境并购当年，CR和所有权对财务绩效的影响为负。这表明CR和所有权的增加将抑制房地产行业的财务绩效。

$$(3) T_{+1} \text{ 期间:}$$

$$ROE=0.217-0.875PE+0.275ARTR-0.191CR$$

从回归结果看出，采用逐步回归分析，常数和自变量的t检验统计量为 $t=9.342$ ($p<0.001$)， $t=-10.277$ ($p<0.001$)， $t=3.315$ ($p<0.001$)和 $t=2.355$ ($p<0.05$)，表明自变量PE、ARTR和CR在T+1期间显著。即：在跨境并购后的第一年，ARTR对财务绩效的影响为正，这表明ARTR的增加将改善房地产行业的财务绩效；在跨境并购后的第一年，PE和CR对财务绩效的影响为负。这表明，PE和CR的增加将抑制房地产行业的财务绩效。

$$(4) T_{+2} \text{ 期间:}$$

$$ROE=0.078-0.517PE+0.434Type+0.416NPGR$$

从回归结果看出，采用逐步回归分析，常数和自变量的t检验统计量为 $t=4.490$ ($p<0.01$)， $t=-3.044$ ($p<0.05$)， $t=2.949$ ($p<0.05$)， $t=2.451$ ($p<0.05$)，表明自变量PE、Type和NPGR在T+2期间显著。即：在跨订单并购后的第二年，类型和NPGR对财务绩效的影响为正，这表明类型和NPGR的增加将改善房地产行业的财务绩效；在跨境并购后的第二年，私募股权对财务绩效的影响为负。这表明，私募股权的增加将抑制房地产行业的财务表现。

简言之，首先，NPGR因素对财务绩效的影响最大，并具有积极影响。同时，跨国并购前后的影响先减小后增大 ($0.862 \rightarrow 0.176 \rightarrow 0.416$)；其次，ARTR ($0.476 \rightarrow 0.275$)和PE ($-0.875 \rightarrow -0.517$)因子对财务绩效的影响分别为正效应和负效应；之后，CR ($-0.336 \rightarrow -0.191$)和CFFF (0.330)对财务绩效有不同的

影响；最后但并非最不重要的是，两个虚拟变量（所有权和类型）对不同时期的财务绩效有影响。这一结论从侧面反映：上市公司的管理层决定了哪种跨国并购方式将对公司的财务业绩产生重大影响。相比之下，多元化并购具有显著的负效应 (-0.253)，关联并购不显著。同时，在跨国并购中，上市公司的性质也会间接影响公司的财务绩效，尤其是国有或国有控股的上市公司 (0.434)。

3 国际化战略

3.1 了解政府并购政策，做出企业决策

在做出任何决策时，公司管理层应结合最新政策，了解政府是否支持并购。政府对国有企业和民营企业发展的重视程度不同，这意味着管理层在决策时需要从不同的角度出发。这有利于增加净利润。净利润高，即公司经营业绩良好，无论是收购方还是被收购方，都备受市场关注。从回归结果可以看出，净资产收益率的提高和并购类型的差异会在不同程度上改善企业的财务绩效。根据本文选择的并购案例，结合历史经验，管理者倾向于选择多元化并购。

3.2 改变销售业务结构，增强企业危机意识

在本文案例中，100%的公司使用现金交易，公司选择并购的原因之一是为了筹集资金，即CFFF的规模将受到并购是否发生的影响。为了公司的长期发展，管理层应在其发生之前采取预防措施，并在控制CR时促进尽可能多的筹资活动。为了提高公司财务绩效，公司管理层在实际决策时应将现金资产储备控制在合理范围内，控制CR，提高CFFF。

3.3 完善企业信用体系，控制交易合同的签订

为进一步提高ARTR，上市公司应完善企业信用体系。并购前，对目标公司进行信用评估，评估经济业务提前发生时的坏账准备情况，并做好并购应对记录。在并购当年，公司开始尽快逐步减少应收账款余额，加强应收账款回收，在信贷系统安排专门业务人员办理业务，并在并购合同的签订中明确规定交易金额、支付方式和支付期限，减少坏账的可能性。

4 结论

本文采用逐步回归分析方法，分析了五个经济变量和两个虚拟变量对不同时期衡量财务绩效的ROE变量的影响。最后，我们发现NPGR在T-1、T0和T+2期间对ROE有显著的正向影响；在T0和T+1期间，ARTR对ROE有显著的正向影响；现金流量表对T0期净资产收益率有显著的正向影响；虚拟变量类型对T+2期间的净资产收益率有显著的正向影响；在T0期和T+1期，CR对ROE有显著的负面影响；在T+1和T+2期间，市盈率对净资产收益率有显著的负面影响；T0期间，虚拟变量所有权对ROE有显著的负面影响。

根据回归结果，结合当前的经济环境和国情，中国企业要想通过跨国并购改善财务业绩，提高国际影响力，实现国际化，必须了解政府的并购政策，做出企业决策，改变销售业务结构，增强企业危机意识，完善企业信用体系，控制交易合同的签订。

参考文献：

- [1] 吴兴宇, 王满. “内部治理”与“外部监管”: 国有股东在民营企业并购中的双重身份[J]. 南京审计大学学报, 2021, 18 (2): 41-49.
- [2] 郑洁. 我国石油企业跨国并购风险及对策分析[D]. 河北经贸大学, 2013.