

历史绩效与企业并购行业模式 因果关联的研究

阎大颖

(南开大学 经济学院 国际经济学研究所, 天津 300071)

摘要:文章探讨了收购企业所属行业整体层面与企业微观层面的绩效水平与并购行业模式及其所反映的动态多元化经营战略之间具有的互为因果关系。通过对1998~2004年中国A股非金融上市公司发起的并购进行考察,文章揭示出企业微观与行业层面历史绩效对并购行业模式具有显著的决定性作用,并根据理性预期和产业经济学理论,对形成这种关系的企业内部和市场外部因素进行了探索性的阐释。

关键词:并购行业模式;相关性并购;历史绩效;多元化战略

中图分类号:F27 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2006)11-0125-10

一、引言

关于多元化战略和并购行业模式与企业绩效的关系,国内外研究主要是把前二者作为企业价值变化的前因,而把并购交易后的企业价值(股价累积超额收益和/或长期财务绩效)的变化作为不同多元化战略指导下并购产生的经济效应,并作为判断多元化战略和并购决策有效性的后验依据(Hoskisson 和 Hitt, 1993)。国内如方芳和闫晓彤(2002)、潘瑾和陈宏民(2005)分析了横向、纵向和混合行业模式对并购企业的财务指标变动的影响;戴榕和干春晖(2002)考察了不同并购模式下股价的累积超额收益(CAR)。相反,收购方历史业绩如何影响多元化战略及并购行业模式的决策,学术界则甚少关注。

本文试图逆转研究思路,开创性地把并购行业模式的选择作为结果,反向探究收购企业自身及主营业务所属行业平均的历史绩效水平是否以及如何影响对并购行业业务类型的选择。历史业绩可能从两个层面影响企业的并购行为:一是并购的客观能力,二是并购的主观决策。收购企业只有同时具备行业竞争优势,并希望进一步加强核心竞争优势或实现优势的多元化发展才会选择并购发展战略。严格地讲,前一种关系中的绩效水平只说明是否具有并购能力的必要条件,而后一种关系真正体现了历史绩效对并购决策的主动影响,

收稿日期:2006-06-16

作者简介:阎大颖(1974—),女,天津人,南开大学经济学院国际经济学研究所副研究员。

也是本文所研究的因果关系。

二、理论与假设

并购行业模式是指并购双方主营业务的关系及并购前后总体经营单元的变化。尹义省(1999)指出,并购行业模式的选择有来自企业内部和外部的诱因^①。内部诱因包括管理层的投资风险偏好、主营业务预期收入与目标的差距、企业核心战略资源(主要是专有技术、管理经验及专业知识等无形资产)的专用性和扩散能力等;外部因素则涉及所属行业的发展潜力、市场竞争格局、需求弹性和经营周期波动性等等。内部和外部因素并非截然分开,多元化并购行业模式的选择往往是外部与内部相互关联的因素共同影响的结果。而收购企业自身的历史绩效和主导业务所属行业平均绩效能在一定程度上揭示内外因素对并购行业模式的影响机制。

(一)范畴界定

战略管理学家 Rumelt R. P. (1974)按照公司各项业务关联依存度的高低定义了相关性和无关性两种经营模式。相关性经营是指在经营中在产品或服务性质接近的企业之间能共享相同或相近的关键技术、生产设施、市场供销等资源;无关性经营是指在经营中不存在这些直接关联,经营的目的主要在于分散单一价值链的经营风险,实现产品市场多元化。

根据企业成长理论,并购也是企业动态调整经营活动多元化程度的过程,因此本文类似地将并购分为相关性和无关性两种模式。相关性并购的特殊意义在于,与单个企业战略资源的内部积累相比,能更迅速有效地使双方企业共享、互补和增加与核心竞争优势息息相关的多种战略性资产。笔者认为,从战略管理的角度界定“相关性”有助于探讨并购行业模式的动态决策过程。

(二)理论假设

1. 理性预期与行为经济学派的解释

业务不相关企业之间的并购与相关并购相比,至少面临如下几种潜在风险。根据组织行为理论,多元化经营的企业会因为业务部门和管理层级增多而加大组织内部信息沟通难度,造成“X—非效率”的管理风险^②;组织认识理论则认为,由于管理者对新行业缺乏对技术特征和市场状况的充分了解,在进入初期面临更大的投资风险;再从产业组织理论角度看,进入新的产业也会面临诸多进入壁垒而承担更高的市场风险。因此,管理层是否希望通过并购拓展业务领域则取决于其风险偏好程度,而后者则很大程度上受企业自身以往绩效表现的影响。根据 Kahneman 和 Tversky(1979)的预期理论(prospect theory),个体在盈利的情况下容易表现为风险厌恶者,相反在已经损失的情况下则成为风险追求者,可见风险偏好度与以往收入呈反比关系。Shapira(1986)等的实证研究都发现,高赢利行业中优势企业的投资策略取向要比陷

于经营困境中的亏损企业更为保守。

所谓风险追求,即作出其结果非常不确定,或现有认知水平无法判断的决策。由于实施同行业或业务相近的并购,管理层通常能更有效地运用现有的管理经验、营销网络和生产资源,并购后无论是内部资源整合还是投资扩张,经营的不确定程度都会比业务类型有较大差异的非相关的并购要低(Gupta, 1984)。由此推断,绩效良好的企业比绩效差的企业更愿保守谨慎地从事业务相关性并购。根据以上分析,收购企业自身的历史绩效间接反映企业实施多元化并购的内在动因,因此本文提出第一个研究假说。

假设 1:实施相关性并购的企业经营绩效优于实施非相关性并购的企业。

2. 产业组织与战略管理学派的解释

Porter(1981)将 SCP 分析框架运用到企业的多元化和并购战略管理中,指出各个产业并非都能提供同等的持续赢利机会,单个企业将从长期盈利能力和持久竞争优势的角度判断某一产业的吸引力,并通过并购活动进入或退出该行业,以不断优化调整自身的产业结构。因此收购企业在选择并购双方业务关系时相当程度上会受本行业平均历史绩效的影响。正如 Ansoff (1965)所指出的那样,任何产品和服务的市场容量都是有一定边界限度的。一旦某个行业的市场需求达到饱和,使行业内企业在现有的经营规模下无法再提高超额收益,则会通过非相关多元化并购寻求新的增长机会。

Rumelt(1974)发现,衰退行业内的企业更倾向于主动发起“自卫性(defensive acquisition)”并购,即通过混合性并购(Conglomerate Acquisition)退出微利行业。由 SCP 理论可推知,较高的行业平均利润体现了市场竞争结构与企业市场行为的有效结合。要保持这种行业结构的稳定性,则需要通过提高行业内部市场集中度和建立进入该市场的行业壁垒。为此,单个企业就要通过增加投资和对外并购,争先实现行业内产销一体的规模经营和垄断优势。Markides 和 Williamson 强调,保持长期竞争优势的关键是掌握那些难于模仿、复制和市场交易的战略资源(如创新技术、营销网络、专利品牌、管理经验等),这些资产往往因其较强的专用性和垄断性,只能在相关性业务的经营中实现共享。而 Lecraw (1984)发现,基于行业竞争优势的并购通常也发生在业务相关的企业中,这是由竞争优势的核心——战略资源的属性决定的。综上所述,收购企业的行业平均绩效能在一定程度上揭示企业实施多元化并购策略的外部诱因,据此提出第二个假说。

假设 2:实施相关性并购企业的行业平均经营绩效要优于实施非相关性并购的企业。

三、实证研究

(一)样本构成

本文以深圳国泰安公司 CSMAR 数据库提供的 1998~2004 年所有涉及中国上市公司的并购重组事件为样本来源,从中选出 A 股非金融类上市公司为收购方的案例。另外,为使并购事件符合本文研究的战略动机,剔除国有资产无偿划拨对收购方实施资产置换、资产剥离和债务重组等类型,还剔除了交易总金额在全部样本排序中不足下限 5% 临界值的事件,最终样本为 1998~2004 年由 729 家 A 股非金融类上市公司主动发起的 1 408 起股权或资产并购交易构成。

(二)相关性标准

大量研究都采用客观的行业分类指数作为判断业务相关性的尺度,认为行业指数相似的业务更易于拥有共同技术、资源、市场的相关性。本文以《上市公司行业分类指引》为标准,若目标方与收购方并购前主导业务的行业三级分类代码相同,即视为共享同类产品价值链的相关性并购,其判断依据为,如果两项业务具有相同或相近的行业,则必须具备相同的资源投入和相似的生产机制,即在技能、资源、市场等方面具备相关性。

(三)单因素统计检验

1. 分组统计检验

(1)制度因素

国内实证研究表明,企业经营业务的集中度与多种制度因素,如股权结构和控股性质、关联交易、双方所属管辖区。因此,首先以上述制度因素为标准对样本进行分组统计,考察这些因素对并购行业模式的外生效应。统计结果表明,国有控股上市公司采取相关性并购的倾向性最强(62.91%),集体企业次之(56.30%),这反映国内企业的并购多以行业内资源优化配置、提高企业规模经营为主导动机;而外资控股企业更偏重于使市场结构多元化的非相关并购,表明现阶段外企日趋通过并购这种 FDI 形式迅速进入国内市场,以迅速实现产品价值链向纵向一体化和分散多元化方向扩展。其次,同一管辖区内的业务相关性并购比例比异地并购高出 22 个百分点,说明并购发挥了区域内资产重组配置的功能。这也与地方政府为实现本地区在某个行业领域的竞争优势和规模经营而给予的政策支持不无关系。再次,相关性并购在关联交易中更为普遍,这主要是因为近年来国企改制上市步伐加快,已上市国有控股公司在续母公司主业资产优化后,通过关联并购实现“分步实施、整体上市”的目的^③。这种并购是为了提升国有企业的主业竞争力和规模经营,因此以横向业务相关型为主。

(2)企业因素

另有研究发现,并购模式和多元化策略还受一些与并购整合和多元化战略的实际效果密切相关的企业自身经营特点的影响,概括而言,主要有以下几方面。

1)并购经历。不少研究发现以往并购经历与并购后的业绩有显著关系,并从行为学习论和组织“惯例”论角度阐述了企业倾向于依赖所积累的经验在

并购实施方式上保持某种惯性。本文以并购事件发生前收购方实施成功的相关性并购次数来描述相关性并购经历。

2)企业规模。由于非相关并购与相关性并购相比,会增加潜在的管理风险,收购企业自身规模越大、内部组织越复杂,部门间人员沟通、信息传递和资源配置等的难度越高。为减缓并购后的组织整合困难,大公司更倾向于选择内部组织结构和经营模式变化较小的业务相关性并购。本文用并购前一年总资产和总市值量化企业规模。

3)经营风险。企业多元化经营的一个重要动机是分散投资风险。根据管理层代理成本,通过非相关并购进行多元化经营来分散降低风险对股东获利不大。股东可以通过在有效的资本市场上调整投资组合结构来分散投资,反之管理层则不能通过资本市场降低其职业风险(如失业、职业声誉降低等等),因此,具有扩大企业经营领域来分散单一行业经营风险的内在趋向。而且,管理层持股比例越低,所分担的并购失败造成的企业价值损失越有限,非相关多元化经营的动机越强。本文用收购企业在并购前四年净利润率标准差表示企业经营风险,该变量应与相关性并购动机反向相关。

4)组织冗余与资源闲置程度。组织冗余是指企业具有某些能随意使用、以缓冲内外部环境变化的资源。企业组织学派认为,组织冗余与投资风险偏好有一定的正相关关系。因此冗余能够促进企业开发新的创新和风险项目的积极性。根据上述观点,只有企业的组织冗余度提高才会增强非相关多元化并购的动机。本文以收购方并购时的流动性资产与流动性负债比率和总资产与总负债之比来反映收购方组织内可用冗余和潜在冗余能力。

5)资本结构与资源专用性。企业的财务杠杆决定了既定经营风险条件下收益资本的财务风险。Rumelt(1974)认为,多元化企业面临的业务组合整体风险要小于专业化企业。高层管理者风险规避的意愿越强,企业的多元化经营程度也越高。为控制权益资本的总风险,经营风险较大的专业化和相关多元化企业将趋于选择更加保守,即财务杠杆较低的资本结构。另外,资源基础(RBV)论认为,采用非相关多元化战略的企业资产专用性最低,即资产可重新配置的灵活性高;采用相关多元化战略的企业,资产专用性相对较高;而采用专业化战略的企业,其资产专用性程度最高,资产可重新配置的灵活性最低。为此,本文用收购企业的负债权益比作为资源专用性的间接指标。

统计检验结果表明,相关性/非相关性并购具有如下显著区别:第一,相关性并购企业已往类似的并购经历更多,证明企业并购的决策具有内在连贯性;第二,无论就账面和市值而言,相关性并购企业的企业规模更大,因而并购后组织整合难度是选择并购模式的重要因素;第三,相关性并购企业的债务比率较非相关并购更低,说明业务横向拓展的经营战略所具有的资源专用性也要与其资本结构相对应,在一定程度上支持了非资源论和交易成本论对专营化

与资本结构的论断;最后,实施相关性并购企业和非相关性企业在经营风险和资源闲置程度方面的差异并不显著^①。

本文通过以下几种方式来多角度测量历史业绩:首先,将经营现金流收益与总资产之比作为核心绩效指标,旨在反映主营业务的价值创造能力。由于经营过程中创造的现金流是企业价值(NPV)的来源,因此,主营业现金流收益(即主营业务息税折旧前收益加折旧折让费用)与总资产比率不易受会计盈余操纵和股权变动的影响。其次,选择正常收益(主营业务利润)与总资产比率(Ordinary Income on Assets, OROA)和经营现金流净额与总资产的比率(Operating Cash Flow on Assets, OCFOA)为辅助价值创造指标。最后,以净利润与总资产比率(ROA)度量全部存量资源总体盈利能力和规模经营水平。

并购行业模式决策的根本目的是保持企业长期的核心竞争优势,其有效性也体现于并购前盈利能力的持续性。为此分别考察四种经营收益的年增长率(OPGR, ORGR, OCFGR, NIGR)^⑤。

表 1 对实施相关/非相关并购的上市公司之前三个财务年度的企业层面和行业平均绩效表现和历史业绩与并购模式的因果关系进行了对比。每个样本观测值的企业绩效值以同期所属行业平均值为参照,取二者之差为考察变量。结果表明,相关性并购的收购方在企业和行业层面的绩效明显高于非横向(多元化)并购,初步支持了假设 1 和假设 2。

表 1 不同并购模式行业调整后历史业绩的比较(1998~2004 年)

Panel A: 盈利能力								
相对 并购 年份	企业层面历史绩效(%)							
	相关性并购				非相关性并购			
	ADOPOA	ADOROA	ADOCFOA	ADNIOA	ADOPOA	ADOROA	ADOCFOA	ADNIOA
-3	1.025	0.369	0.529	0.026	0.550***	-1.087***	-0.315***	-1.632***
-2	1.387	0.332	1.075	-0.100	0.705**	-0.942***	0.144**	-1.186***
-1	1.555	-0.002	1.284	-0.583	1.055*	0.037**	0.211**	-0.129***
0	1.576	0.365	0.880	-0.163	0.608**	-0.089***	0.157**	-0.112***
(-3~-1)	1.435	0.629	0.934	0.120	0.915**	-0.339***	0.064***	-0.607***
Panel B: 行业层面历史绩效(%)								
相对并 购年份	相关性并购				非相关性并购			
	INDOPOA	INDOROA	INDOCFOA	INDNIOA	INDOPOA	INDOROA	INDOCFOA	INDNIOA
-3	10.185	4.584	3.740	4.724	9.798*	3.972**	3.700	4.303
-2	10.583	4.320	4.159	4.286	10.339*	3.702**	4.116	3.808**
-1	11.171	4.137	4.372	3.977	10.650*	3.479**	3.794**	3.491*
0	11.720	3.844	4.815	3.494	11.211	3.240*	4.215	3.141
(-3~-1)	10.576	4.422	4.019	4.379	10.284*	3.757**	3.743**	3.873**
样本数	809						597	

注: *、**、*** 分别表示 Wilcoxon 中值零假设的检验显著性水平为 10%、5% 和 1%。

(四)多因素模型检验

1. 模型设计及变量说明:

本文拟用如下 Logit 多元回归模型对不同模式并购的动机进行剖析^⑥。

$$RA_j = \text{PREFMP}_j + \text{PREINDP}_j + \text{PREMAN}_j + \text{RLGTA}_{-1j} + \text{PRECVROA}_j \\ + \text{CACL}_j + \text{DE}_j + \text{SOE}_j + \text{RT}_j + \text{D}$$

(1)因变量:

模型中被解释变量 RA_i 为表示相关性并购事件的虚拟变量,当发生相关性/非相关性并购时 RA 分别取 1 和 0。

(2)检测变量:

$PREFMP_i$ 和 $PREINDP_i$ 分别为企业和行业平均历史绩效,本模型中定义为并购前三年及并购当年买方企业层面经行业配比后的调整业绩指标的年度均值和同期收购方所在行业业绩指标中值的年度平均值。

(3)控制变量:

其他控制变量的设计均以表 1 为基础。 $CACL$ 与 DE 同表 1; $RLGTA_{-1}$ 表示并购前收购方总资产自然对数的倒数,作为企业规模控制变量。 $PRECVROA$ 为并购前 4 年(包括并购当年)净利润率 ROA 的标准离差率,即 $\sigma(ROA)/E(ROA)$,作为经营风险的控制变量; SOE 、 RT 和 DOM 分别代表国有控股、关联并购和同属管辖区并购的虚拟变量;当收购方为国有控股公司时 SOE 取 1,反之取 0;当并购属于关联交易时 RT 取 1,反之取 0;当并购双方同属一个行政管辖区时 DOM 取 1,反之取 0。

2. 结果分析

首先,表 2 的回归检验证明各外生控制变量与并购模式的选择确有一定

表 2 并购模式决策因素的 Logit 模型检验(全样本)

变 量	基本模型(1)		拓展模型(2)	
	预期符号	回归系数估计值	预期符号	回归系数估计值
INT	?	13.0107 (54.243)***	?	12.5468 (47.1469)**
PREFMP			+	1.3698 (10.7972)**
PREINDP			+	20.2855 (21.7233)***
PREMAN	+	0.098 (3.0012)*	+	0.1013 (3.1884)*
RLGTA ₋₁	-	-221 (37.6515)***	-	-227.9 (37.0787)***
PRECVROA	-	-0.00185 (0.0469)	-	-0.00228 (0.069)
CACL	-	0.0798 (1.1369)	-	0.0351 (0.2218)
DE	-	-0.0603 (5.1955)**	-	-0.0431 (3.5408)*
SOE	+	0.2309 (2.0366)	+	0.1529 (0.856)
RT	-	-1.0786 (49.7869)***	-	-1.1532*** (54.5176)
DOM	-	-0.6441 (13.7382)***	-	-0.5761*** (10.596)

续表 2 并购模式决策因素的 Logit 模型检验(全样本)

变 量	基本模型(1)		拓展模型(2)	
	预期符号	回归系数估计值	预期符号	回归系数估计值
-2Log L		1474.937		1473.166
Adj. R ²		0.146		0.165
Wald	141.988	<0.0001	155.127	<0.0001

注: *、**、*** 分别表示回归参数 Wald 检验的显著性水平为 10%、5%、1%。

的因果联系。加入检测指标的拓展模型(2)的回归效果更明显增强,不仅拟合优度 R^2 显著提高,而且两个历史绩效指标的回归系数也显著为正。这证明考虑了企业特征与制度环境相关的各种控制变量的外生影响后,历史绩效对相关性并购发生率依然具有显著的促进作用——自身盈利水平高和/或所属行业利润越丰厚的企业,实施相关性的动机越强烈。

其次,回归结果也反映收购企业的并购经历、企业规模、债务资本比例、关联交易和同属管辖区性质等变量对相关性并购动机的解释力较强,并购前经营风险具有反向作用但作用并不突出,而资源闲置度因素对并购动机则无解释力。国有控股性质虽与相关性并购动机正相关,但显著性也不高。这说明:其一,近几年来国企改革和政策性资产重组性质的相关并购已不占主导地位;其二,根据表 1 和回归参数相关性检验,关联交易和同属管辖区性质与国有控股性质联系紧密,暗示制度因素对并购模式的影响尚未完全消除。

四、结论与启示

本文以 1998~2004 年间由 A 股非金融类上市公司发起的股权和资产并购重组事件为样本,考察了收购方企业层面和行业平均的历史财务绩效对并购的行业模式选择的影响。单因素分组统计和多因素 Logit 回归分析进一步证明,在考虑了企业特征因素及制度因素的影响后,企业层面和行业平均财务绩效仍是决策相关性并购的重要因素。

本文的主要突破有:其一,拓展了并购绩效问题的研究思路,揭示出企业所属行业整体与企业微观的绩效与并购行业模式决策及其所反映的动态多元化经营战略之间互为因果的相关关系;其二,融合理性预期、行为经济学、产业组织学和战略管理理论,从微观和中观角度对上述因果关系进行了诠释;其三,比较分析了在影响并购业务模式决策的因素中,与并购整合和多元化战略的实际效果密切相关的一系列制度因素与企业自身经营特性的影响特征,反映我国企业近年来的并购活动着眼于核心竞争优势的市场化动机不断增强,而出于政府调整产业结构和国有企业改制的政策性动机日益削弱。

本文对后续研究的启示是,对多元化战略和并购模式的价值创造尚无定论的原因之一是忽略了绩效和并购模式的动态相关性。换言之,业务相关程度不同的并购后续绩效的差异相当程度上源于企业历史盈利能力的延续,而

企业的多元化发展战略又会明显依赖于既定的经营现状,并将这种差异延续下去,形成企业发展轨迹的路径依赖。因此,对并购价值效应问题的实证研究应在综合考虑企业长期发展历程的基础上,动态分析某一阶段多元化和并购战略调整与其前后经营状况变动的内生关联。特别是对中国企业而言,资本市场并购重组还是近几年的新现象,并购前后长期财务数据比成熟市场仍相对匮乏,因此运用前溯和后验相结合的研究思路可以更全面有效地探究我国企业并购动机与经济效益的互动关系。

最后,本文的对策研究建议是,为使国内当前高涨的并购热潮更有效地发挥宏观产业结构升级、市场结构优化的经济职能,政府监管部门应在并购的审批和管理上对地区和产业领域提供必要和合理的政策和服务性指引,并相应出台更多的优惠政策,使企业的微观并购模式与产业结构的优化调整 and 区域性资源的协调配置有效地结合起来,在形成一批具有行业规模经营的国内优势企业的同时,实现宏观经济的协调发展。

注释

- ①参见尹义省:《适度多角化——企业成长与业务重组》,北京:三联出版社 1999 年版,第 70 页。
- ②参见[美]哈罗德·孔茨(Harold Koontz)、海因茨·韦里克(Heinz Weihrich)著(张晓君等译):《管理学》,经济科学出版社 1982 年版,第 334 页。
- ③参见国务院发展研究中心:《国企改制调查报告》,《体制改革》2005 年第 8 期。
- ④作者经比较发现,本样本的资源闲置度的平均值明显低于国外同类研究结果。因此从整体上讲上市公司普遍资金闲置程度较低,在一定程度上削弱了其对并购模式的作用程度。
- ⑤限于篇幅,增长率的实证结果从略。
- ⑥各解释变量之间相关系数的显著性水平尚不构成回归的共线性问题,因此同时纳入回归模型,限于篇幅,略去检验结果。

参考文献

- [1]Ansoff H I. Corporate strategy: An analytic approach to business policy for growth and expansion[M]. McGraw-Hill: New York,1965.
- [2]Ghosh A. Does operating performance really improve following corporate acquisitions [J]. Journal of Corporate Finance,2001,7:151~178.
- [3]Grant R, Jammine A, Thomas H. Diversity, acquisitions, and profitability among British manufacturing companies: 1972~1984[J]. Academy of Management Journal, 1988,31:771~801.
- [4]Gupta A K. Contingency linkages between strategy and general manager characteristics: A conceptual examination[J]. Academy of Management Review,1984,9:399~412.
- [5]Hoskisson R E, M A Hitt, R A Johnson, D D Moesel. Construct validity of an objective (entropy) categorical measure of diversification strategy[J]. Strategic Management Journal, 1993,14(3): 215~236.

- [6]Kahneman D, Tversky A. Choices, values, and frames[J]. American Psychologist, 1984,39:341~350.
- [7]Lecraw D J. Diversification strategy and performance[J]. Journal of Industrial Economics,1984,33:179~198.
- [8]Rumelt R P. Strategy, structure, and economic performance[M]. Harvard University Press: Cambridge, MA,1974.
- [9]Shapira Z. Risk in managerial decision making[R]. Working paper,1986.
- [10]William L Megginson, Angela Morgan, Lance Nail. The determinants of positive long-term performance in strategic mergers: Corporate focus and cash[J]. Journal of Banking & Finance,2004,28:523~552.
- [11]戴榕,干春晖. 不同模式下企业并购绩效的实证分析[J]. 上海管理科学,2002,(5):27~29.
- [12]方芳,闫晓彤. 中国上市公司并购绩效与思考[J]. 经济理论与经济管理,2002,(8):43~48.
- [13]潘瑾,陈宏民. 我国上市公司并购效应评价及实证分析[J]. 财经科学,2005,(1):88~94.

Research on Causal Relationship between Industrial Mode of Acquisitions and Prior Performance

YAN Da-ying

(School of Economics, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: This paper makes an innovative study to expose the casual relationships between firm profitability, industry profitability, and the industrial mode of acquisition which is corresponding to certain diversification strategies. Through an empirical study on the mergers initiated by non-financial A shares between 1998 and 2004, this paper identifies significant effect of prior firm profitability and industry profitability on the industrial mode of acquisition. The crucial internal and external determinants for this phenomenon can be properly explained by the prospect theory as well as industrial organization theory.

Key words: industrial mode of acquisition; related acquisition; prior accounting-based performance; diversification strategies

(责任编辑 周一叶)