“互联网+”背景下出版传媒企业并购绩效探讨

——以中文传媒并购智明星通为例

李艳琴

【摘要】在“互联网+”背景下，并购互联网行业是企业调结构、转型发展的重要方式，能带来经济与社会的协同效应。以中文传媒并购智明星通为例，根据上市公司股市数据和财务报表，采用事件研究法和主成分修正的会计指标法，对并购行为的短期和长期企业绩效进行分析。结果表明：从短期来看，并购事件在股市中产生了较高的累计正效应，为股东增创了财富；从长期来看，并购有效地提高了企业中长期绩效，但发展能力不稳定，并购后的各种资源需进一步优化整合，要充分发挥并购的协同效应。

【关键词】事件研究法；会计指标法；并购绩效；出版传媒行业；互联网+

【中图分类号】F272.3　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2017)14-0074-5

一、前言

近年来，随着互联网技术发展和网络媒体的普及，以互联网为依托的新兴业态媒体企业发展迅速，给传统出版传媒行业带来冲击。依靠传统业务、实体渠道的出版传媒企业核心竞争力逐年减弱，主营业务增长出现疲态。谋求转型升级、打造新的增长点已成为企业的当务之急。十八届三中全会关于《全面深化改革的若干重大问题》明确指出，推动文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组。之后，国家又出台了一系列针对文化体制改革和兼并重组的政策。在政策红利和互联网战略转型机遇的催化下，文化行业掀起了并购热潮。根据清科研究中心数据，2014年我国传媒业并购案例有196起；2015年增长到276起，披露交易规模176.41亿美元。出版传媒业一直处于文化体制改革的前列。面对强势崛起的网络新媒体，通过并购来主动拥抱互联网是条捷径。

2014年6月中文传媒发布公告，拟溢价28倍收购智明星通100%股权，收购将有利于提高公司传统业务核心竞争力，能促进“全方位、全媒体、全产业链文化产品及服务提供商”战略目标的实现。然而，企业并购是存在风险的，尤其涉及互联网企业的并购风险更大，能否达到预期目标与很多因素有关，“互联网+”并购模式能否真正改善传统传媒企业状况，带来可持续增长的盈利能力，提高核心竞争力呢？为研究这个问题，本文以中文传媒并购智明星通为例进行分析。

二、文献综述

并购起源于西方国家，国外学者对并购绩效的研究较早，主要集中在研究并购绩效的影响因素和对并购绩效的分析方法上。William G.(1996)选取发生在1975～1991年间的近2000起并购事件，研究发现不管并购成功与否，在给定的并购时间内企业平均超额累计收益超过30%，同时也证实实施企业并购行为还可以为标的公司带来额外的价值。Sharma(2002)选取36起并购事件为样本，运用资产回报率、营业利润率、资产负债率等数据来评价企业并购3年后的长期绩效变化情况，得出企业并购行为在长期并不能给企业带来绩效显著提升的结论。

国内学者对企业并购绩效的研究也主要选取上市公司为样本，采用事件研究法和会计指标研究法进行研究。邓建平(2011)以1997～2000年间国有企业发生的312起并购事件为研究样本，研究主并购

【基金项目】广东省哲学社会科学“十二五”规划项目“互联网企业并购动机与协同效应研究”(项目编号：GD15XGL27)；广东外语外贸大学南国商学院科研项目“‘互联网+’背景下传统行业并购的财务绩效研究”(项目编号：17-012B)

方在窗口期内的超额收益率变动情况。他认为在窗口期内企业的超额收益率为正，并购行为是能够增加国有股东财富的；如果存在关联方交易，那么这种并购行为则不能增加国有股东财富。刘笑萍（2009）以1998～2006年间上市公司发生的749起企业并购事件为研究对象，采用事件研究法评价并购企业在事件发生日前后的绩效变化，得出并购双方都获得了显著为正的累计超额收益的结论。廖颖（2015）研究了浙报传媒并购杭州边锋和上海浩方事件，得出并购方案首次公告当日的超额收益率为 19.05%，窗口期内股票的累积超常收益率为 19.45%，这说明并购方案首次公告后引起了投资者的积极反响，短期市场绩效为正。董培（2014）分析博瑞传播并购成都梦工厂事件的长短期绩效，发现并购事件产生的超额收益率较并购前期有了明显的增长，并购行为在短期内提高了公司价值；而并购后几年，净利润和EVA增长率较并购前有所下降，但认为是受资源整合因素影响，这种情况属于正常。

综合国内外文献来看，国内外学者对企业并购绩效的结论并不一致。由于选取的并购事件所处时期和环境不同，从而使得样本个体之间存在差异，采用的超额收益率评价基准和事件窗口期时间跨度各异，会计指标的选择和权重评价也有所不同，这些客观因素使得研究结论出现一定偏差。本文将采用事件研究法和会计指标研究法对传媒企业中文传媒并购智明星通事件的短、长期绩效进行实证分析。

三、并购绩效评价体系的构建

1. *事件研究法*。事件研究法主要通过选择事件窗口、估计市场模型参数、计算预期收益率和实际收益率、对超额收益率进行显著性检验分析，来研究并购对企业绩效产生的短期影响。

首先，根据国内股票市场特点和事件发生对公司股票的影响效应，设定窗口期为事件发生的前后5个交易日，窗口期前30个交易日为预计期。根据收盘价格计算出这家公司在预计期（−30，−5）的日收益率。计算公式为：

$$R_t = \ln\frac{P_t}{P_{t-1}}$$

其中：R_t表示该企业股票在第t个交易日的实际收益率；P_t表示当天股票收盘价；P_{t-1}表示前一天股票收盘价；t为预计期。

然后，根据资本资产定价模型建立市场模型，采用最小二乘法来估计市场模型参数，回归方程如下：

$$\hat{R}_t = \alpha + \beta R_{mt}$$

其中：$\hat{R}_t$为企业在第t个交易日的预期收益率；R_{mt}为第t个交易日的市场指数收益率；α和β为回归方程待估计参数。通过求得的回归参数计算出事件窗口期的预期收益率R_t'。从而可求得企业在第t个交易日的超额收入AR和累计超额收益率CAR：

$$AR = R_t - \hat{R}_t = R_t - (\alpha + \beta R_{mt}),\ CAR = \sum_{-30}^{t} AR_t$$

根据资本资产定价模型的假设，企业的收益相对独立，且服从正态分布。检验CAR与0是否存在显著差异。如果CAR>0且检验结果显著，则说明该事件对企业股价有正面影响，对企业绩效有积极影响；如果CAR<0且检验结果显著，则说明该事件对企业股价有负面影响，对企业绩效有消极影响；如果CAR与0的差异不显著，则说明该事件对企业股价和企业绩效影响不显著。

2. *会计指标研究法*。并购对企业绩效的影响主要体现在并购后企业的经营管理、盈利能力、资产质量和债务风险防范等方面。会计指标研究法是利用企业按上市公司规定发布的会计报表，计算企业经营能力、盈利能力、偿债能力和发展能力等会计指标作为评价标准，从量化角度比较企业并购前后指标的变化，以检验并购带来的中长期绩效影响和协同效应。然后，利用因子分析法将多个会计指标变量通过降维技术归结出少数几个主成分。主成分间相关性低，又保有较多的原始信息。通过构建主成分分析法模型，应用会计指标研究法来研究并购对企业绩效的中长期影响。

主成分分析模型如下：

$$F = \alpha_i \sum_{i=1}^{n} F_i \qquad (i=1,2,3,\cdots,n)$$

其中：F代表企业的并购绩效，F为多个主成分的线性组合；F_i为经过主成分分析得到的主成分；α_i为各主成分的权重；n为主成分数量。

四、实证结果分析

1. *短期的企业并购绩效分析*。应用事件研究法对中文传媒在2014年1月20日～2014年7月1日的日度数据进行分析。根据Wind数据库和巨潮资讯数据信息，选取中文传媒并购智明星通首次公告后第一个交易日（2014年6月24日）为事件日，定义事件日前后5个交易日作为事件窗口期，即（−5，5）；为使市场模型的参数真实反映股价的波动，且估计的结果比较平稳，估计窗口选择在事件窗口前30个交易日，即（−40，11］；由于中文传媒在上交所上市，故选择上证指数作为计算预期收益率的市场数据，股

价日收益率则以前复权数据来计算。

因此，市场模型中解释变量为上证指数的日收益率，被解释变量为股价的日收益率，通过SPSS进行回归分析可以得出市场日收益率与股价日收益率之间的关系。然后计算超额收益率及其显著性T检验统计量。结果如表1所示：

表1　中文传媒并购智明星通绩效的短期影响

窗口期	预期收益率 R_t'	超额收益率AR	累计超额收益率CAR	t检验统计量
−5	−3.88%	−5.56%	−5.56%	−8.23**
−4	0.56%	0.14%	−5.42%	0.21
−3	0.14%	−0.22%	−5.64%	−0.33
−2	1.99%	0.08%	−5.56%	0.12
−1	−0.70%	−1.81%	−7.37%	−2.67**
0	1.09%	8.65%	1.28%	12.80**
1	−0.22%	8.30%	9.58%	12.27**
2	1.36%	−1.29%	8.29%	−1.91
3	0.23%	−1.18%	7.11%	−1.75
4	1.26%	0.43%	7.54%	0.63
5	0.54%	−2.30%	5.24%	−3.40**

注：**表示在1%的显著性水平上显著。

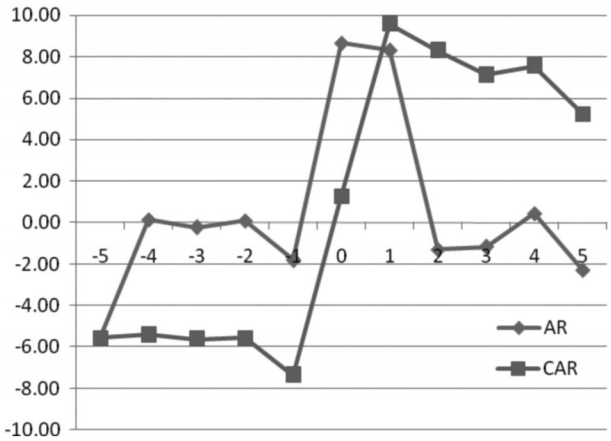

图1　中文传媒并购智明星通超额收益率和累计超额收益率趋势

从表1可知，中文传媒在并购公告日当天和第二个交易日产生的超额收益显著为正（8.65%和8.30%），且显著性水平为1%。受并购消息披露日当天股价涨停、第二天涨8.41%的强势影响，此后连续四天股市反应逐渐回落。累计超额收益虽持续下滑，但仍保持在5%以上的较高水平。从图1可以看出，超额收益率和累计超额收益率折线变化比较大。超额收益率在公告日当天和第二个交易日迅速为正，其他日度数据均在正负波动。累计超额收益率在公告日前保持在负低位，并购消息披露后快速上升为正，此后保持在高位。这说明市场受并购行为刺激，普遍看好并购绩效，股价迅速上涨，随着消息披露效应淡化，市场过热后回归理性。总体而言，此次并购事件从短期看对于中文传媒是利好消息。

另外，中文传媒并购智明星通后可以利用智明星通的互联网国际综合平台核心技术和研发力量，打造国际出版传媒平台，推动优秀出版资源的国际化，有利于拓宽运营渠道、降低经营压力、提升管理协同效应，实现“互联网+”转型、培育新的业绩增长点。这些有利因素使得投资者看好中文传媒并购后的发展前景。通过并购事件窗口期的数据也可以看出，此次并购事件在短期股市中产生的较高的累计正效应，为股东创造了正向价值，企业具有投资价值。

2. 企业并购的中长期绩效分析。

（1）构建会计指标体系与样本选择。针对并购的中长期绩效，本文采用企业财务指标构建会计指标体系，建立评价模型来评估并购绩效。为全面准确地反映企业并购绩效的原则，参考国务院国资委财务监督与考核评价局制定的《企业绩效评定标准值》（2016）中的相关财务指标，筛选出12个指标构成评价中长期并购绩效的会计指标体系，如表2所示。

表2　中长期并购绩效会计指标体系

财务指标	原始变量	财务指标	原始变量
净资产收益率(%)	X1	总资产周转率(次)	X7
营业利润率(%)	X2	存货周转率(次)	X8
资本收益率(%)	X3	应收账款周转率(次)	X9
资产负债率(%)	X4	营业增长率(%)	X10
现金比率(%)	X5	总资产增长率(%)	X11
速动比率(%)	X6	净利润增长率(%)	X12

基于分析的充分性和对比性，本文采用并购前后两年（2012～2016年9月）中文传媒各年度的季报数据为样本，各个财务指标及数据来自于上交所网站和国泰安数据库。利用SPSS 20.0和Excel软件进行数据计算，对中文传媒并购绩效的各财务指标进行因子主成分分析。

（2）实证结果与分析。通过运行SPSS 20.0软件可得到指标体系的实证数据，具体结果和分析如下：

从表3可知，KMO的检验值为0.622（大于0.5），且Bartlett检验统计量的概率p值为0.000（小于0.05），说明适合利用因子主成分分析对并购绩效进

表 3　　KMO和Bartlett检验

取样足够度的 Kaiser−Meyer−Olkin 度量		0.622
Bartlett 的球形度检验	近似卡方	272.498
	df	66
	Sig.	0.000

行研究。另外，各指标的共同度均较高，达到73.7%，且大部分在85%以上，说明各个变量的信息丢失较少，因子提取的总体效果比较理想。

表 4　　主成分解释原有变量总方差的情况

成分	初始特征值			提取平方和载入			旋转平方和载入		
	合计	方差的%	累积%	合计	方差的%	累积%	合计	方差的%	累积%
1	5.294	44.118	44.118	5.294	44.118	44.118	4.614	38.448	38.448
2	3.600	30.003	74.121	3.600	30.003	74.121	3.680	30.665	69.113
3	1.120	9.335	83.456	1.120	9.335	83.456	1.308	10.897	80.010
4	0.783	6.521	89.977	0.783	6.521	89.977	1.196	9.968	89.978

从表4可以看出，本次主成分分析共提取了四个主成分，且4个主成分的累积方差贡献率达到了89.978%（大于85%），说明原有变量的信息丢失较少，主成分分析效果较理想，所提取的四个主成分因子能充分描述中文传媒并购智明星通的绩效。

表 5　　旋转后的成分载荷矩阵

	成分			
	1	2	3	4
X9	0.979	−0.108	0.041	0.015
X7	0.957	−0.225	−0.088	0.042
X8	0.925	−0.315	0.037	0.080
X4	0.335	−0.842	0.031	0.188
X5	0.149	0.841	0.429	0.071
X6	−0.120	0.814	0.315	0.122
X1	−0.087	0.021	0.955	−0.120
X3	0.077	0.199	0.827	−0.081
X2	−0.354	−0.161	0.808	−0.216
X11	−0.054	−0.163	−0.048	0.959
X12	0.019	0.280	−0.074	0.927
X10	−0.104	−0.281	0.375	−0.823

根据表5旋转后的成分载荷可知，X9、X7、X8构成第一个主成分F1，命名为资产整合能力；X4、X5、X6构成第二个主成分F2，命名为偿债能力；X1、X3、X2构成第三个主成分F3，命名为获利能力；X11、X12、X10构成第四个主成分F4，命名为发展能力。提取的四个主成分组成了并购绩效会计指标体系。

表 6　　成分得分系数矩阵

	成分			
	1	2	3	4
X1	0.239	0.109	−0.192	−0.052
X2	0.005	0.310	−0.358	−0.033
X3	0.183	0.039	0.090	−0.035
X4	0.000	−0.291	0.242	0.010
X5	0.079	0.253	0.146	0.223
X6	0.026	0.261	0.065	0.262
X7	0.222	0.041	−0.130	0.048
X8	0.193	−0.031	0.025	0.052
X9	0.224	0.047	−0.037	0.038
X10	−0.060	−0.190	−0.046	0.197
X11	0.026	0.152	−0.076	0.883
X12	−0.075	−0.187	0.853	−0.090

根据表6的各主成分的得分系数矩阵，构建主成分F1的得分函数：

F1=0.239X1 + 0.005X2 + 0.183X3 + 0.000X4 + 0.079X5 + 0.026X6 + 0.222X7 + 0.193X8 + 0.224X9−0.060X10+0.026X11−0.075X12

同理，可得到F2、F3、F4的得分函数。

由于各主成分的方差贡献率对原有变量信息的解释程度不同，故将四个主成分的方差贡献率作为权数来计算综合得分F，从资产整合能力、偿债能力、获利能力和发展能力四个维度来评价并购绩效，即：F=0.441F1+0.300F2+0.093F3+0.065F4。

根据主成分得分函数F1、F2、F3、F4和并购绩效函数F，可得中文传媒在2012～2016年9月各季度的主成分得分和并购绩效综合得分趋势图，如图2所示。

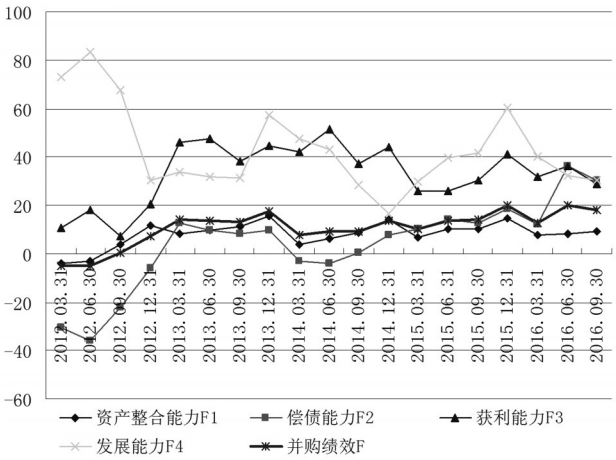

图 2　主成分得分和并购绩效综合得分趋势

通过图2可以看出，反映总资产周转率、存货周转率、应收账款周转率的第一个主成分资产整合能

力F1在考察期内具有明显的季度波动性，但波动幅度不大。从完成并购后看，季度同比还有上升趋势。总体来看，并购行为对企业的资产运营能力影响不大，企业资产运营得比较平稳，这说明企业并购后在资产整合方面做得比较好，资产质量得到优化，协同效应得到显现。

反映资产负债率、现金比率、速动比率等的偿债能力F2在并购后得到显著提升，这说明企业通过并购提升了偿债能力。

获利能力F3在考察期的波动比较大，并购前出现大幅度的下跌，这与出版传媒业面临互联网等新兴业态冲击有关，传统出版传媒产业在经历高速增长阶段后出现增长速度趋缓的态势，随着互联网媒介的普遍应用，新兴传媒出版发展迅猛，阅读趋向电子化、碎片化，传统纸媒深受影响。而并购后获利能力有所提高，但仍有波动，这说明并购后企业经济效益下降的趋势有所缓和，但效果不是十分明显。

发展能力F4在并购后出现明显的提升，但随后有下降趋势，说明中文传媒通过并购给企业注入了发展动力，在一定程度上抑制了发展能力快速降低。

从并购绩效的评价得分趋势看，企业绩效在并购前有小幅下降，这与同期的行业经济结构调整大环境有关。并购后评分有显著的提升，说明并购对中文传媒整体盈利能力提升起到了促进作用。

总体看来，此次并购在中长期上提高了企业的资产整合能力、偿债能力、获利能力和发展能力，有效地促进了企业中长期绩效的提高。然而，发展能力不稳定，在并购后第二年有下降趋势，说明中文传媒仍需进一步对并购后的各种资源进行优化整合，尤其是与智明星通的互联网平台资源融合，要充分发挥并购的协同效应，以保持企业发展的持续性。

五、结论与启示

本文基于事件研究法对中文传媒并购智明星通案例的短期绩效进行了分析，同时采用会计指标研究法通过构建会计指标体系进行主成分分析，建立并购绩效得分函数来对并购案例进行中长期绩效分析。分析结果显示：在短期内，并购行为信息披露效应显著提高了企业超额收益，信息披露效应减缓后投资者回归理性；累计超额收益也由负上升到正，且累计超额收益率保持在5%以上，股市对其预期良好，为股东创造了正向价值。从中长期看，资产整合能力、偿债能力、获利能力和发展能力四个维度指标虽有波动，但总体上仍产生显著增强效应，以其构建的并购绩效度量评分在并购后也呈现平稳的上升态势。尤其是中文传媒并购后资产质量得到优化，依托智明星通优异的互联网基因、强大的创新能力和完善的海外发行渠道，新业态业务占比大幅提升，智明星通2015年实现营业收入31.25亿元，净利润3.23亿元，占中文传媒净利润权重的30.56%，显著增强了企业核心竞争力，并成为企业新的利润增长点。因此，此次并购事件在短期和中长期都对中文传媒的绩效产生了积极影响。

虽然并购能为企业带来竞争优势，但传统出版传媒业务面临互联网等新兴业态的冲击无法避免，尤其以BAT为首的互联网巨头对传统出版传媒行业的强烈挤压，使得传统纸媒生存空间不断缩小，增长压力趋大。以“互联网+”为代表的新兴业态将成为出版传媒产业的战略制高点，进行跨互联网业并购，是行业发展的大趋势。然而，这也导致了人才、资源等市场元素的流动和重组，竞争更加严酷。因此，在“互联网+”环境下，通过并购获得互联网的团队和人才、拓展互联网渠道和市场是重要路径，还要结合传统出版传媒优势，以协同提高企业的持续盈利能力和综合运营能力。

另外，不同产业间融合发展日趋普遍，出版传媒业与其他行业的广泛合作，成为出版传媒行业的转型发展趋势。目前出版传媒业积极利用新兴媒体，推进数字出版、数字阅读，在影视、艺术品、文化综合体等业务上实现了协同融合效应。出版传媒作为文化产业，是地方经济发展和精神文明建设的重要支柱，与智慧城市、数字城市、智能家居建设的整合发展将是企业发展的新机遇。数字出版、移动智能平台媒介、版权保护和互联网教育产业或将成为新的并购热点。

主要参考文献：

云昕，辛玲，刘莹，乔晗. 优酷土豆并购案例分析——基于事件分析法和会计指标分析法[J]. 管理评论，2015(9).

廖颖. 传媒行业上市公司并购绩效研究——以浙报传媒为例[D]. 昆明：云南财经大学，2015.

马才华，马芸. 上市公司设立并购基金事件短期市场价值效应检验[J]. 财会月刊，2016(32).

张洽. 关于我国企业并购财务绩效的因子分析[J]. 财会月刊，2013(7).

李善民，陈玉罡. 上市公司兼并与收购的财富效应[J]. 经济研究，2002(11).

作者单位：广东外语外贸大学南国商学院，广州 510545