

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN XUESHU WENKU

JINGGUAN XUESHU WENKU



经管学术文库

JINGGUAN XUESHU WENKU

中国上市公司并购 财务效应研究

高明华 著



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

FINANCIAL



经济科学文库

中国上市公司并购 财务效应研究

李善民 著

中国财政经济出版社

J I N G G U A N X U E S H U W E N K U



经 管 学 术 文 库

中国上市公司并购 财务效应研究

高明华 著



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司并购财务效应研究/高明华著. —厦门:厦门大学出版社, 2008. 6

(经管学术文库)

ISBN 978-7-5615-3009-2

I. 中… II. 高… III. 上市公司-企业合并-研究-中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 060236 号

厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门大学 邮编:361005)

<http://www.xmupress.com>

xmup@public.xm.fj.cn

厦门集大印刷厂印刷

(地址:厦门市集美石鼓路9号 邮编:361021)

2008年6月第1版 2008年6月第1次印刷

开本:889×1194 1/32 印张:8.875 插页:2

字数:248千字 印数:1~1500册

定价:20.00元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换

摘 要

● ● ●

中国的企业并购是产生于经济体制转变和企业产权改革进程之中,我国政府、企业 and 市场为了各自的利益和控制权的重新分配而进行契约权利重组的一种相互博弈行为。不论出于何种动机,通过并购在控制权市场上夺取公司资源的控制权只是实现了目标的第一步,获取最大的效益才是并购目标的最终体现。本书为了检验中国上市公司并购效应,选取 1999 年、2000 年和 2001 年沪深两市发生并购事件的 314 家上市公司并购前一年和并购后三年内的数据,样本总体时间跨度为 1998—2003 年,考察并购前后收购公司财务效应的变化,并检验并购规模、并购前管理者业绩、并购方式、关联方交易、整体收购与部分收购、并购后对目标公司控制权、控制权增量、是否成为第一大股东等变量对收购公司主要并购效应的影响。

研究结果发现,结合综合得分与个别指标的检验结果,总体上讲收购公司并购之后的短期整体业绩有所提高(尤其是股权收购的短期业绩有较为显著的提高),但是从较长时期看整体业绩呈现下降趋势。进一步考察发现,股权收购方式的并购效应优于资产收购方式,通过股权转让获取目标公司的控制权更有利于收购公司业绩的改善;部分收购方式的总体效益略优于整体收购,但部分收购方式仅有利于股权收购,不利于资产收购,获取资产的全部控制权比部分控制权更有利,而对股权并购来说获取部分控制权比获取全部控制权长远的效率更高;横向并购并没有给上市公司带来预期的规模效应和协同效应,而混合并购对公司业绩的提高有利有弊。此外,本书的经验研究还发现,我国上市公司的并购确实存在明显的纳税协同效应,而且公司更倾向于利用股权收购带来的节税效应,使用亏损递延和税收抵免等优惠政策的继承为收购公司制造的纳税协同效应要比增

加资产和折旧额制造的纳税协同效应来得大。

除了并购效应的变动之外,本书还对收购公司并购效应的影响因素进行检验,期待发现对国内上市公司并购效应有显著影响的因素。通过对不同影响因素与并购效应关系的检验发现,并购规模会影响并购效应,并购规模的绝对值越大,收购公司短期盈利状况越好,但基于资产总额的并购规模相对值的影响方向相反,笔者认为造成这种反向变动的原因可能是因为资产规模对收购公司业绩的影响程度更大。自负假说在本书的研究中得到经验支持,管理者过于自信所导致的过高的并购溢价以及盲目投资在一定程度上解释了某些无效率的并购。上市公司与关联方进行的并购交易并没有为上市公司的盈利能力带来显著的改善,但能够明显提高营运能力,通过关联交易确实能够为上市公司注入优质资产,优化资产管理。本书的研究还证实,在并购之中获取的目标公司控制权有助于收购方业绩的提高,但过多的控制权反而不利于收购方业绩的提高,成为目标公司第一大股东不会给收购方带来显著的利益,在控制权争夺中需要掌握的是实际控制权的数量,否则过多地追逐目标公司的控制权只会给收购方增加无法创造任何收益的成本。

除了公司间的并购之外,本书也专设一章对中国上市公司管理层收购的业绩、风险及相关问题进行探讨。作为发达市场经济下企业杠杆收购的一种成熟方式,管理层收购曾被视为是完善国有股退出机制、实现产权结构调整、建立新型激励制度的有效途径。然而面对近年来国内掀起的管理层收购热潮,财政部于2003年3月做出了对管理层收购行为暂停受理和审批的决定,同年12月国务院转发了《关于规范国有企业改制工作的意见》,被视为是对管理层收购的一种重新解禁。管理层收购在我国的发展历程如此一波三折,主要是因为管理层收购是一种重大的产权制度变革和制度创新,在我国企业的推行存在着巨大的风险,只有合理地防范这些风险,才能使管理层收购在我国企业有理性的发展空间。

2005年下半年启动的股权分置改革是我国资本市场创立以来

最为重大的制度性变革,股权分置改革的实现会对上市公司的并购市场产生重大的影响,涉及对相关各方的利益调整,包括非流通股和流通股股东、上市公司、监管机构在内。通过股权分置改革,并购市场格局的重整和公司控制权市场将进入一个空前活跃的时期,这对并购市场的参与者和监管者提出了新的课题。因此本书最后一部分回顾了股权分置改革的由来和进程,并对股权分置改革中的部分热点问题(如对价安排、大小非流通股减持、股改承诺的履行监督等)进行探讨,最后分析股权分置改革后并购市场将如何变迁。

目 录

摘 要

第一章 导论	(1)
一、研究背景与问题的提出	(1)
二、研究框架	(4)
三、本书主要特点	(8)
第二章 中国上市公司并购的制度背景与理论分析	(10)
一、并购相关概念的界定	(10)
二、我国企业并购及其立法的发展与变迁	(15)
三、我国特殊制度背景下的企业并购行为	(27)
四、我国上市公司并购存在的主要问题	(35)
第三章 公司并购相关理论综述与文献回顾	(43)
一、效率理论	(43)
二、信息假说与信号理论	(49)
三、代理问题	(50)
四、自由现金流量假说	(51)
五、经理主义	(53)
六、交易费用论	(54)
七、自负假说	(55)
八、市场势力论	(56)
九、财富再分配论	(57)
十、公司并购相关文献回顾	(57)
第四章 上市公司并购财务效应的实证分析	(72)
一、问题的提出	(72)
二、研究设计	(73)

三、实证结果与初步解释	(79)
四、纳税协同效应的检验	(90)
五、本章研究小结	(94)
第五章 上市公司并购效应影响因素的实证检验	(96)
一、问题的提出	(96)
二、现有的研究结论与本章假设的提出	(96)
三、研究样本的选取和变量的说明	(106)
四、资产收购方式并购效应影响因素的实证检验	(109)
五、股权收购方式并购效应影响因素的实证检验	(117)
六、本章研究小结	(124)
第六章 上市公司并购效应及其影响因素的检验结论与启示	(127)
一、检验结论归纳	(127)
二、启示	(131)
第七章 管理层收购：公司并购的特殊衍生品	(135)
一、管理层收购的概念与动机	(135)
二、管理层收购的方式	(149)
三、国内企业实施管理层收购的绩效	(161)
四、国内企业管理层收购的风险和对策	(170)
第八章 股权分置改革与中国并购市场的变迁	(195)
一、股权分置改革的由来	(195)
二、股权分置改革历程	(198)
三、股权分置改革中的对价问题	(205)
四、股权分置改革效应相关研究观点述评	(211)
五、大小股东非流通股减持与股改承诺的兑现	(215)
六、股权分置改革与上市公司并购格局的变迁	(233)
附 录	(246)
主要参考文献	(269)
后 记	(277)

第一章 导论

一、研究背景与问题的提出

并购作为市场经济发展到一定阶段企业谋求快速发展的一种手段,它在我国的出现和推广是我国企业产权制度改革和产业结构调整的结果。纵观西方企业的现代发展史可以发现,并购一直伴随着现代企业市场地位的变更和控制权的转移而存在,正如美国经济学家斯蒂格勒所言,在美国没有一家大公司不是通过某种程度某种方式的兼并而发展起来的,几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来。^① 全球迄今为止发生的六次并购浪潮证实了这一点,在共同的市场环境下,当企业并购行为发展成为群体行为的时候,它体现了资本所有权、控制权在社会上由分散走向集中的一种过程。

在公司控制权市场上,并购是不同利益集团争夺公司资源控制权的主要方式之一,其本质在于通过契约权利重组形成新的剩余索取权集合和新的控制权集合。从制度经济学的角度看,企业并购是企业资本组织方式和经济制度相互博弈的一种制度变迁,究其根源,企业之间发生并购的原因在于制度非均衡。^② 我国学者张曙光认为,制度非均衡是由于现有制度安排和制度结构的净收益小于另一种可供选择的制度安排和制度结构,也就是出现了一个新的盈利机

① 乔治·J. 斯蒂格勒著,潘振民译,产业组织和政府管制,上海:上海三联书店,1989.

② 宋冬林,金成晓,企业并购:契约权利重组与资本市场运作,长春:吉林大学出版社,2001.

会,人们为了捕捉这种新的盈利机会,就会意欲和力图改变原有的制度安排和制度结构。^① 在制度非均衡的促进下,掌握企业控制权的经济行为主体为了捕捉新的盈利机会或追求自身的安全性,在现有制度的约束条件下(包括一定经济技术条件下的企业最佳组织和规模、最佳的市场结构、规范企业与市场关系的政府规则)对企业之间的资本及其控制权进行重组。因此,我国企业并购是我国政府、企业 and 市场为了各自的利益和控制权的重新分配而进行的重组。并购是企业对外扩张、争夺控制权的有效途径,但控制权的夺取并不是并购的最终目标,企业经营最终要实现的是股东财富和企业价值的最大化,从这个角度看,并非所有的并购都是有效率的,并购的效应体现的是一种复杂的结果。

正是由于并购行为经济后果的复杂性和多样性,并购效应的研究一直是国内外学者关注的热点。在新古典综合派经济学、X-效率理论、新制度经济学、委托代理理论等经济理论和现代企业理论的基础上已经演变出有关并购行为的若干假说,与这些假说相互争论的情况类似,有关并购效应的研究也存在颇多分歧。对于并购是否能给目标公司股东带来财富增长方面,国外大部分的研究结论较为一致,包括 Jensen(1984)、Jensen 和 Ruback(1983)、Franks, Harris 和 Titman(1991)、Kaplan 和 Weisbach(1992)、Healy, Palepu 和 Ruback(1992)、Asquith 和 Kim(1982)、Schwert(1996)、Bradley, Desai 和 Kim(1988)在内的许多学者的研究结果都表明,并购为目标公司的股东带来了超额收益。争论的焦点集中在收购公司是否能从并购中获取收益这一问题上,并由此形成了两种观点。一种观点认为,并购能够带来收购公司价值的提高和股东财富的增长,或者并购不直接创造价值,但收购公司可以通过市场对并购事件的积极反应获取超常收益,或者至少不会出现负的超常收益,如 Dodd 和 Ruback(1977)、Asquith(1983)、Jensen 和 Ruback(1983)、Bradley,

① 张曙光. 论制度均衡和制度变革. 经济研究, 1992(6): 30~36.

Desai 和 Kim(1982,1988)、Mulherin(2000)均得到了收购公司短期并购效应为正的结论。但也有不少学者的研究支持另一种观点,即并购不能改善收购公司的业绩,市场对并购事件产生消极的反应,或者现有资本市场上的价格信号已经反映了公司真实的内在价值,基本上不存在价值被低估的目标公司,所以收购公司也就无法通过并购获取收益。Morck, Shleifer 和 Vishny(1990)、Eckbo 和 Thorburn(2000)、Healy, Palepu 和 Ruback(1992)、Kaplan 和 Weisbach(1992)等研究均发现收购公司无法从并购中获利的现象。

在我国证券市场短短十几年的发展史中,并购是上市公司最频繁发生的事件之一,随着市场竞争和国有经济调整的推动,上市公司的并购已经进入了迅猛发展的阶段。从早期的《关于对上市公司国家股配股及股权转让等有关问题的通知》,到近年来发布的《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》、《上市公司收购管理办法》和《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》,我国政府和资本市场一直致力于并购行为的规范化发展,但至今国内资本市场上的并购仍然存在不少问题。我国企业并购肩负着双重任务,除了通过并购加强企业的发展能力和竞争力以外,还承担了改革经济体制、调整国民经济结构和建立现代企业制度的重任,如何通过并购加强我国国民经济的可持续发展能力已成为当前紧迫又意义深远的时代命题。

与国外研究结果相似,目前国内对并购效应的研究在研究方法和结论上也存在较大的差异。此外,国内现有绝大多数研究在分析并购效应的影响因素时大都停留在仅仅比较不同影响因素下的公司业绩,没有进一步检验并购效应与影响因素的相关关系。而我国上市公司股权结构的特殊性、壳资源的稀缺、剩余索取权和控制权不对称的公司治理状况、二级市场炒作以及关联方交易的大量存在,加上内部治理机制的不完善所引发的其他代理问题,使得我国上市公司并购的动机和效应进一步的复杂化,量化分析并购效应的影响因素也成为关系到监管政策的制定和并购行为具体操作的一项重要措

施。以上几个方面存在的问题为本书提供了一个研究机会和切入点。而自 2005 年下半年全面展开的股权分置改革,又将引导上市公司并购市场格局进行重整,公司控制权转移市场将进入一个空前活跃的时期,这也对并购市场的参与者和监管者提出了新的课题。

二、研究框架

本书的简要分析框架如图 1-1 所示:

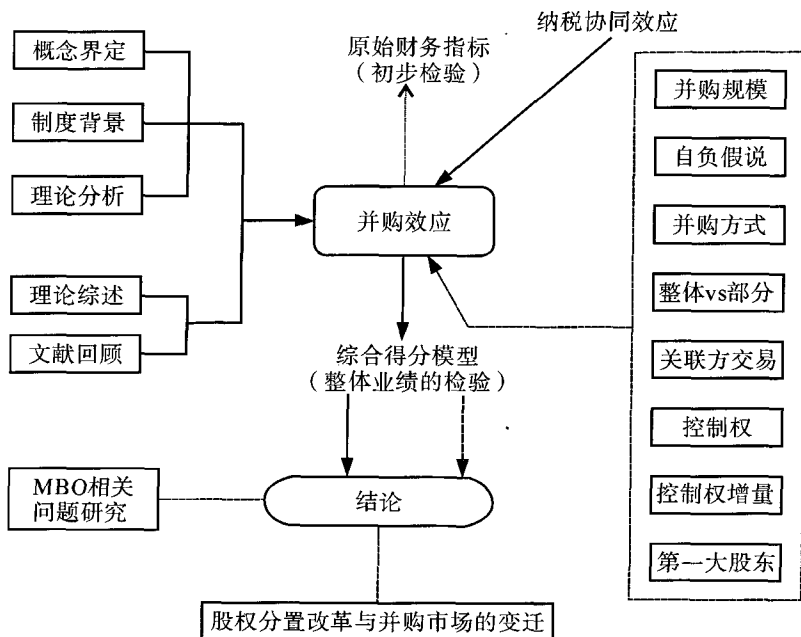


图 1-1 研究框架图

本书各章内容安排如下:

第一章为导论部分。

第二章是对中国上市公司并购的制度背景与理论分析。本章首先对在本书中出现的包括兼并、收购、并购、合并、资产重组在内的相关概念进行界定,并阐明本书研究中涉及的几个分类概念,之后回顾了股权分置改革前我国企业并购的发展历程以及每个阶段的不同特征。由于企业并购关系到国家经济体制转型和企业产权制度改革,涉及企业市场地位和控制权的转移,企业并购几乎每一阶段的行为和兴衰都脱离不了其背后的政策导向与法律背景,所以本章同时回顾了我国企业并购相关立法的发展状况,在此基础上剖析特殊制度背景下国内企业并购的特殊行为和存在的问题。笔者试图通过本章的分析为以后各章的展开和经验分析提供背景支持和初步的理论分析基础。

第三章对公司并购相关理论进行综述与文献回顾。本章总结了协同理论、多样化理论、价值低估理论、信号假说与信号理论、代理问题理论、自由现金流量假说、经理主义假说、交易费用论、自负假说、市场势力论和财富再分配论等与企业并购有关的主要理论与观点,详细回顾了国内外对并购效应的主要研究成果和结论,并简要分析不同研究方法存在的利弊。本章试图通过理论的全面综述和大量文献的回顾为本书研究假设的提出、研究方法的设计和研究结果的解释初步奠定基础。

第四章对上市公司并购财务效应进行实证分析。本章遵循三个研究思路,一是对收购公司并购前后盈利能力指标、营运能力指标、偿债能力指标和现金流量情况指标等 10 个原始财务指标进行配对 t 检验,观察这些指标的变化趋势;二是利用主成分分析法对上述 10 个指标构造综合得分模型,利用综合得分模型计算公司并购前后的综合得分,以此代表收购公司的整体业绩,通过综合得分的检验对长短期并购效应的变化进行分析;三是检验并购前后公司绝对税负水平和相对税负变量,以验证上市公司是否利用并购实现纳税协同。

第五章是上市公司并购效应影响因素的实证检验。在第四章我

们研究了公司并购前后业绩的变化以及并购是否能给收购公司带来纳税协同效应,虽然有涉及不同并购特征下各自并购效应的比较,但这些研究没有揭示什么因素会影响到并购的效应,二者的相关程度如何。况且影响并购效应的因素复杂,单纯地研究某一因素对并购效应的作用不足以揭示事实的规律。本章试图弥补这一不足,检验并购规模、并购前管理者业绩、并购方式、关联方交易、整体收购与部分收购、并购后对目标公司控制权、控制权增量、是否成为第一大股东这几个变量与资产收购和股权收购长短期盈利能力和营运能力的关系,以求找到影响并购效应的有利和不利变量。通过本章的研究可以为第四章的研究结论提供进一步的证据,给监管部门和并购实施者提供更有价值的政策和操作建议。

第六章总结上市公司并购效应及其影响因素的检验结论与启示。本章对上市公司并购效应的主要发现和研究结果进行归纳,得出下述七个结论:

1. 结合综合得分与个别指标的检验结果,总体上讲,收购公司并购之后的短期整体业绩有所提高(尤其是股权收购的短期业绩有较为显著的提高),但是从较长时期看整体业绩呈现下降趋势,说明目前上市公司并购普遍存在重短期效益,轻长期效益的现象,并购给公司带来的是短期利益的增加而非业绩的长期改善。

2. 不同并购方式对并购效应的影响不太一致。

3. 我国上市公司的并购确实存在明显的纳税协同效应,而且公司更倾向于利用股权收购带来的节税效应。

4. 并购规模会影响并购效应,并购规模的绝对值与资产收购和股权收购当年的盈利能力均显著正相关,与较长时期业绩的发展没有显著关系。

5. 自负假说在本书的研究中得到经验支持,它在很大程度上解释了一些无效率的并购。从较长的时期看,管理者在并购前的业绩越好,总体上讲,就越有可能陷入自负假说所假设的陷阱,导致越不利的并购效应。经营业绩好的管理者比起业绩差的管理者通常会更

由于自信而产生一系列问题。

6. 在股权并购中,收购方获取目标公司的控制权能带来更好的营运能力,但收购方是否成为目标公司第一大股东并没有对收购公司业绩的改善造成显著的影响。

7. 上市公司与关联方进行的股权交易对公司盈利能力并没有产生显著的影响,但上市公司与关联方进行的资产交易为较长时期的盈利增长能力带来非显著的有利影响,说明上市公司主要是通过关联方资产交换来提高盈利。此外,不管是股权收购还是资产收购,关联方交易与公司营运能力均显著正相关,说明通过关联交易确实能够给上市公司注入优质资产,优化资产结构,使并购之后上市公司的资源分布趋于合理。

本章同时阐述了本书的经验研究结果对并购方式安排、代理问题、目标公司价值评估、纳税协同约束和控制权争夺效率等方面的启示。

第七章对管理层收购若干问题进行探讨。本章结合具体案例对我国上市公司的管理层收购问题进行探讨。本章从公司业绩、管理者个人利益、企业组织设计、公司重组、企业家价值、产权遗留问题等几个角度出发探讨国内企业管理层收购的动机,对比分析国内企业实施管理层收购的不同方式。本章还选取已实施管理层收购的17家上市公司的主要财务指标,分析国内企业实施管理层收购的绩效。最后,本章对国内企业管理层收购的风险和对策提出看法。

第八章探讨股权分置改革与中国并购市场的变迁。股权分置改革的实质是一种较强的制度变迁过程,即通过政府和市场的强制力和调控作用强行变更原流通股股东、非流通股股东和上市公司之间缔结的契约中的重要条款或重大事项。股权分置改革的全面推进会对上市公司的并购市场产生重大的影响,同时涉及对相关各方的利益调整,所以在本书的最后对股权分置改革问题进行探讨。本章回顾了股权分置改革的由来和股权分置改革的历程,同时讨论对价安排、大小非流通股股东减持、股改承诺的实现等热点问题。本章还对

当前与股权分置改革效应有关的研究观点进行述评。最后,本章分析了股权分置时代上市公司并购格局的特点、股权分置改革后上市公司并购格局的变化,并对政府监管部门、上市公司、原非流通股股东和流通股股东、中介机构等并购相关博弈者的对策提出建议。

三、本书主要特点

本书的主要特点表现在以下几个方面:

1. 比较系统全面地检验我国上市公司并购事件发生三年内财务效应的变动。本书的考察发现具体财务指标在并购之后的变化趋势并不相同,但这只是一个初步检验,还不能代表公司的整体业绩。为了体现收购公司的整体业绩,本书计算收购公司并购前后不同年度的综合得分,结合综合得分和个别指标的检验结果,总体上看收购公司并购之后的短期业绩有所改善(尤其是股权收购的短期业绩有较为显著的提高),但从较长的时期看整体业绩呈现下滑趋势。

2. 检验我国上市公司并购的纳税协同效应。尽管理论界和实务界普遍认为,上市公司进行并购,有很强的动机在于转移利润,进行税务筹划,达到避税目的,但是国内以前对该问题的研究大多从规范理论研究的角度出发。本书运用经验数据,选取绝对税负和相对税负两方面的变量进行配对 t 检验,从实证角度证实国内上市公司的并购确实存在显著的纳税协同效应,并且进一步发现,比起资产收购,国内上市公司更倾向于利用股权收购,利用亏损递延或税收抵免等优惠政策来制造纳税协同效应。

3. 比较科学系统地检验各影响因素与并购效应的关系。在研究不同并购影响因素下的并购效应时,国内目前已有的研究绝大多数是在不同的影响类型下分组计算各自的并购效应,再进行对比分析,在对影响因素与并购效应二者相关程度的检验方面尚存在很大的空