



曾亚敏 著

外资并购的财富效应 与行业内效应研究



WAZI BINGGOU DE CAIFU XIAOYING YU HANGYENEI XIAOYING YANJIU

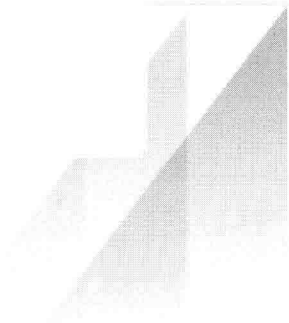


经济科学出版社
Economic Science Press

本书得到国家自然科学基金项目(项目批准号: 71302014)的资助

曾亚敏 著

外资并购的财富效应 与行业内效应研究



WAIZI BINGGOU DE CAIFU XIAOYING YU HANGYENEI XIAOYING YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

外资并购的财富效应与行业内效应研究 / 曾亚敏著.
—北京: 经济科学出版社, 2014. 12

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5239 - 5

I. ①外… II. ①曾… III. ①外资公司 - 企业兼并 -
研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 281926 号

责任编辑

责任校对

责任印制



外资并购的财富效应与行业内效应研究

曾亚敏 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcs. tmall. com](http://jjkxcs.tmall.com)

北京密兴印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 7.75 印张 100000 字

2015 年 1 月第 1 版 2015 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5239 - 5 定价: 28.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191502)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)

目 录

第一章 引言	1
第一节 问题的提出	1
第二节 研究意义	3
第三节 研究思路与内容	4
第二章 文献回顾	7
第一节 跨境并购的财富效应	7
第二节 跨境并购的行业内效应	11
第三章 中国外资并购的历史背景与发展历程	15
第一节 中国国有企业改革的历程	16
第二节 中国外资并购的历史演变	20
第四章 样本与描述性分析	38
第一节 样本的选取	38
第二节 样本特征描述	41
第五章 国家环境因素与外资并购目标方收益	45
第一节 国家文化环境与外资并购	45
第二节 国家经济环境与外资并购	59

第三节	国家法律环境与外资并购	68
第四节	国家环境因素研究总结	80
第六章	外资并购的行业内效应分析	81
第一节	大样本实证分析	81
第二节	典型行业分析	95
第七章	结论	107
第一节	研究结论总结	107
第二节	研究结论启示	108
第三节	待研究领域	109
参考文献	112

第一章 引言

第一节 问题的提出

自 20 世纪 80 年代中期以来，跨境并购逐渐成为国际资本流动的主要形式。根据《2006 年世界投资报告》，2005 年跨境并购的金额和数量分别比上一年增长 88% 和 20%，占全球 FDI 总量的 83%。对于跨境并购，学术界主要关心两大问题：一是跨境并购为并购双方带来怎样的收益；二是跨境并购对目标行业的竞争结构产生怎样的影响。

对于第一个问题即跨境并购的财富效应，现有研究得到的结论大致为：目标方在并购宣告期获得显著为正的收益，而收购方获得不显著或显著为负的收益（Conn & Connell, 1990；Doukas & Travlos, 1988）。这与境内并购的财富效应（Jensen & Ruback, 1983）几乎无异。那么，相对于境内并购，跨境并购的财富效应有什么特别之处呢？根据对文献的搜索，笔者发现一个有意思的现象。那就是目标方的收益会随着收购方国别的变化而变化，同时收购方的收益也会随着目标方的变化而变化。本研究将此现象称为“国别差异现象”。如美国企业被英国企业并购时收益较低，被法国或日本企业并购时收益较高；而作为收购方美国企业并购加拿大企业时收益较低，并购德国、意大利或瑞典企业时收益较高（Kang, 1993；Kiyamaz & Muhkerjee, 2000）。国别差异现象的存在说明一个重要问题，即国家环境因素对跨境并购收益有着至关重要的影响。

本研究将一国环境分解为经济环境、文化环境和法律环境，逐一分析这些环境因素对跨境并购收益的影响，以此解释跨境并购财富效应中“国别差异现象”产生的原因。

对于第二个问题也叫跨境并购的行业内效应，现有研究得到的结论大致为：跨境并购并不会给目标行业带来负面的反竞争效果，相反在并购宣告期，目标行业的企业都对并购宣告作出积极的市场反应（Akhigbe & Martin, 2000；Otchere & Ip, 2006）。但是，针对美国和澳大利亚的现有研究结论却和中国的现实情况形成强烈的反差。从典型案例上看，曾经备受关注的 SEB 并购中国苏泊尔和凯雷并购徐工两起事件都曾遭受目标企业竞争对手的强烈抵制。而从文献上看，一旦中国国有企业宣布私有化部分股份（被外资并购亦是私有化的方式之一），企业的同行业竞争对手在宣告期都经历明显的股价下滑（Otchere & Zhang, 2001）。看来外资并购中国企业所产生的行业内效应并不同于其他国家。用中国的数据来分析跨境并购的行业内效应，一定会得出全新的研究结果。

在 20 世纪末期，由于政策因素的影响，中国的外资并购曾处于停滞阶段。自 21 世纪初中国加入 WTO，逐渐放宽市场准入领域、改善投资软硬环境，中国的外资并购日益升温。一些著名案例相继出现，例如，美国投资公司凯雷高价收购徐工，加拿大汉博收购东方热电股份，德国舍弗勒收购洛阳轴承，法国著名厨具制造商 SEB 收购苏泊尔集团等。根据商务部的统计，2006 年中国共批准外资并购项目大约 1300 个，同比增长 25%。这些丰富而生动的并购事件为笔者研究中国的外资并购提供了很好的样本。本研究以 1995 ~ 2007 年发生的 89 起外资并购中国上市公司事件为样本，分析了两个问题：第一，收购方所在国家的经济、文化以及法律环境是否影响中国被并购企业的收益？第二，外资并购中国企业对目标方所在行业是否会产生反竞争或垄断的效果？

第二节 研究意义

本研究的理论意义在于：首先，对“国别差异现象”的分析填补了跨境并购财富效应研究领域的空白。现有文献专注于分析收购方或目标方在并购前后的市场收益，但对于跨境并购收益为什么区别于境内并购以及目标方（或收购方）收益为什么随着收购方（或目标方）国别变化而变化的原因，尚未有文献进行探究。其次，本研究采用中国数据分析外资并购的行业内效应，提供了来自发展中国家的证据。现有分析跨境并购行业内效应的两篇文献研究的是发达国家美国和澳大利亚，缺乏来自其他经济体的证据。而针对发展中国家展开的一系列研究则主要分析的是国有企业私有化，而不是外资并购。本研究将跨境并购行业内效应这一重要的研究问题与中国这一独特经济体联系在一起，极大地丰富了目前只有发达国家研究证据的研究结论。

本研究对外资并购行业内效应的分析还具有明显的政策指导意义。随着中国经济发展与国际融合的深化，以及市场准入领域放宽和投资软硬环境的不断完善，中国已经成为外资并购的重要市场，跨国公司在华并购日趋活跃。但随着外资并购的触角从一般行业伸展到基础、支柱产业，国内各大行业的龙头企业逐个被外资企业并入囊中，人们对外资并购充满担忧，担心强大的外资企业会改变行业结构，垄断市场，将行业内其他竞争对手挤出市场。国内企业对同行业竞争对手被外资并购的反应尤为激烈。各政府部门和产业组织机构对于外资并购是否造成行业垄断存在较大疑虑，对外资并购案件的审批漫长而曲折。而从国内现有研究来看，虽然大量学者都提出，外资并购垄断国内行业的现象日益突出，必须加强反垄断规制，否则将威胁到民族产业和国家经济安全（郑国伟，2006；林璟，2007）。但至今没有经验研究用翔实的数据证明，外资并购的确降低了目标行业的竞争程度，造成行业垄断。用数据证明

外资并购是否以及如何改变了中国目标行业的竞争格局，无论对于引导正确的公众认识，还是消除当前的政策疑虑，都具有十分重要的实际意义，明确的研究结果将为主管机构制定相关政策提出充分的理论依据和切实可行的建议。

第三节 研究思路与内容

本研究在文献回顾以及中国外资并购制度背景介绍的基础上，着重考察外资并购财富效应的“国别差异现象”以及外资并购的行业内效应。在财富效应部分，本研究从国家经济环境、文化环境以及法律环境角度解释国别差异现象产生的原因。研究思路如图 1-1 所示。

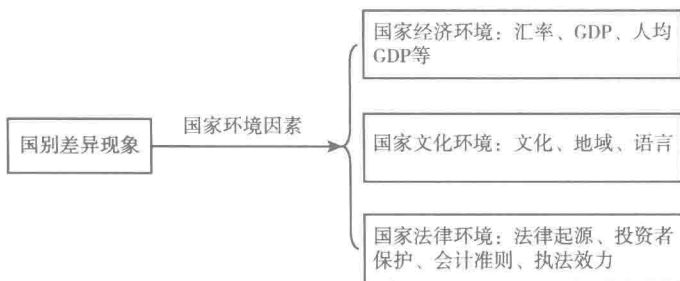


图 1-1 “国别差异现象” 分析思路

在国家经济环境部分，本研究着重分析了汇率即收购方货币相对于目标方强弱对外资并购中目标方收益的影响。当然，在分析时，本研究控制了其他经济变量如 GDP、人均 GDP 等因素。在国家文化环境部分，本研究使用霍夫斯蒂德（Hofstede, 1980）数据与方法度量收购方国家与中国之间的文化差异，分析国家文化差异与外资并购中目标方企业收益之间的关系。同时，本研究还采用地域、语言等间接度量国家文化的指标来进行稳健性分析。最后，在国家法律环境部分，本研究从法律起源、股东权利保护、债权人权利保护、会计准则以及执法效力这五个方

面来综合反映一国的法律环境，并分析这些法律因素对外资并购目标行业收益的影响。将经济环境、文化环境与法律环境三部分的分析综合起来，能较为完整地解释跨境并购财富效应中出现“国别差异现象”的原因。

在外资并购行业内效应部分，本研究同时进行了大样本实证分析和典型行业案例分析。本研究预测，外资并购对我国行业将造成严峻的竞争压力或限制竞争效果。这种压力首先会在外资并购宣告时传递给目标行业企业，造成目标企业和同行业竞争对手的股价波动。而且这种限制竞争的效果最终会通过目标企业在行业内的相对业绩表现出来。因此，本研究的实证分析从市场预期开始，考察投资者如何看待外资并购对目标行业竞争局势的影响；然后再从实际结果入手，考察目标企业的业绩是否真的优于同行业竞争对手。最后，本研究还通过典型行业案例分析更生动地展现外资并购对行业竞争格局的影响。该部分的研究思路可以用图 1-2 表示。

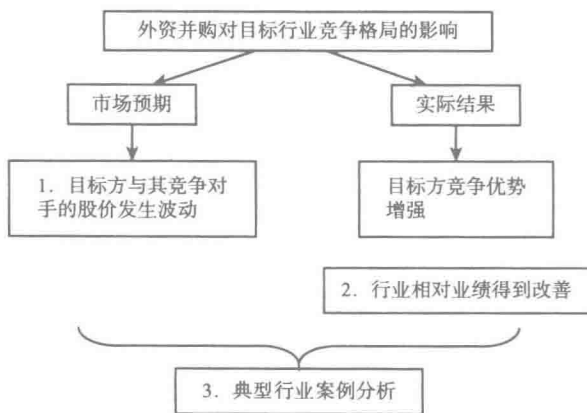


图 1-2 跨境并购行业内效应分析思路

本研究余下部分安排如下：第二章是文献回顾，扼要回顾了跨境并购现有文献的内容与结论，并分析了现有文献对本研究研究的启示；第三章对中国外资并购的历史背景与发展历程进行了简要介绍；第四章是

本研究的样本以及描述性分析；第五章分析国家环境因素（包括文化、经济以及法律环境）对中国被并购企业收益的影响；第六章分析外资并购中国企业的行业内效应；最后是结论。

第二章 文献回顾

第一节 跨境并购的财富效应

一、研究总结

现有文献认为，并购可以为双方创造协同效应，使得两企业的组合价值大于企业单独经营的价值之和（Bradley et al., 1988; Seth, 1990）。对境内并购的研究显示，并购协同效应来自企业经营效率的提高（Weston, 1970）、市场力量的增强（Edward, 1955），以及一定形式的财务收益如债务空间提高、税盾增加（Lewellen, 1971）。除了一般并购所能获得的协同效应之外，跨境并购还能带来境内并购无法实现的收益。跨境并购的特殊收益主要源于三个因素：第一，公司控制权市场因国家边界而被分割；第二，资本市场在国际范围内被分割；第三，企业跨国多元化能为股东带来无法通过分散化投资实现的收益（Fatemi & Furtado, 1988）。

虽然跨境并购双方同时分享协同收益，但目标方企业往往分享更大的比例。经验研究基本采用事件研究法考察了跨境并购双方的财富效应，得到的结论大致为：目标方获得显著为正的超常收益，而收购方的收益或者不显著为正，或者显著为负。例如，以1971~1980年间美国

和英国 73 个跨境并购企业为样本的研究发现,在宣告被外资并购的当天,美国和英国目标方分别获得 40% 和 18% 的超常收益 (Conn & Connell, 1990)。来自 13 个国家企业对美国的 70 次跨境并购的数据结果也显示,美国企业作为目标方,超常收益显著为正 (Cheng & Chan, 1995)。而在对收购方收益的研究 (Con & Connell, 1990; Mathur et al., 1994; Cakici et al., 1996; Eckbo & Thorburn, 2000) 则显示,美国企业在宣告跨境并购前后,超常收益显著为负或不显著。例如,在宣告跨境并购后 6 个月内,美国企业股票收益平均损失 2.5% (Con & Connell, 1990)。对英国的研究也显示,在并购宣告当月 (t_{-1} , t_0),英国企业作为收购方收益不显著;而在并购宣告前 6 个月 (t_{-8} , t_{-2}) 和并购宣告后 4 个月 (t_1 , t_5),英国企业作为收购方收益显著为负 (Danbolt, 1995)。唯一一篇同时分析英国收购方短期收益和长期收益的文献 (Gregory & McCorrison, 2005) 则发现,不管从短期 (t_{-3} , t_1) 还是从长期 (并购后 5 年) 来看,进行跨境并购的英国收购方的超常收益都不显著为负 (见表 2-1)。

表 2-1 跨境并购中并购双方的收益

文 献	样本期间	目标方收益	收购方收益
Doukas & Travlos (1988)			不显著为正
Conn & Connell (1990)	1971 ~ 1980	显著为正	显著为负
Cakici et al (1991)	1982 ~ 1987	显著为正	
Shaked et al (1991)	1975 ~ 1983	显著为正	
Cebenoyan et al (1992)	1978 ~ 1987	显著为正	
Mathur et al (1994)	1975 ~ 1988		显著为负
Cheng & Chan (1995)	1985 ~ 1990	显著为正	
Danbolt (1995)	1986 ~ 1991		不显著为正或显著为负
Dewenter (1995)	1979 ~ 1989	显著为正	
Cakici et al (1996)	1983 ~ 1992		
Eckbo & Thorburn (2000)	1964 ~ 1983		不显著为正

续表

文 献	样本期间	目标方收益	收购方收益
Kiyamaz & Mukherjee (2000)	1982 ~ 1991	显著为正	
Kiyamaz (2004)	1989 ~ 1999	显著为正	不显著为正
Gregory & McCorrison (2005)	1984 ~ 1995		不显著为负

二、“国别差异现象”

上述跨境并购研究得到的“目标方收益为正、收购方收益为负或不显著”的结论，与境内并购（Jensen & Ruback, 1983）并无差异。为此，一些研究特别指出，“不必再为跨境并购花费额外的研究心思和成本”（Conn & Connell, 1990）。但是，一些研究发现，跨境并购中目标方的收益显著高于境内并购（Shaked et al., 1991; Cebenoyan, 1992）。而且现有研究发现了一个特别有意思的现象，即目标方的收益会随着收购方国别的变化而变化，收购方的收益会随着目标方国别的变化而变化。本书将此现象称为“国别差异现象”。如当美国企业被英国企业并购，目标方收益较低（Cheng & Chan, 1995; Kiyamaz & Mukherjee, 2000）；而当美国企业被日本企业或法国企业并购时，目标方收益较高（Kang, 1993; Kiyamaz & Mukherjee, 2000）。虽然跨境并购收购方往往收益平平，但如果是日资企业并购美国企业，收购方收益就显著为正（Kang, 1993）。也有使用多国数据的研究表明，当外资企业并购美国企业时获得显著为正的超常收益，尤其是来自日本、英国、澳大利亚和荷兰的收购方收益最高（Cakici, 1996）。美国与其他9个发达国家之间的跨境并购，如果美国作为目标方超常收益显著为正，但收益大小与收购方国别相关（Kiyamaz & Mukherjee, 2000）：当收购方为日本或法国企业时，目标方企业超常收益最高；当收购方为英国企业时，目标方企业超常收益最低。美国收购方收益同样与目标方国别相关。当目标方为加拿大企业时，收购方超常收益为负，而当目标方为德国、意大利和瑞

士企业时,收购方超常收益为正;当目标方为其他国家企业时,收购方收益不显著(见表2-2)。

表 2-2 跨境并购中的“国别差异现象”

文 献	样本期间	结 论
Conn & Connell (1990)	1971 ~ 1980 年	英国目标公司的超常收益只有美国目标公司的一半。
Kang (1993)	1975 ~ 1988 年	当日资企业并购美国企业时,收购方收益显著为正。
Cheng & Chan (1995)	1985 ~ 1990 年	当收购方为英国企业时,美国目标方企业的财富效应较低。
Cakici et al (1996)	1983 ~ 1992 年	当国外企业并购美国企业时,收购方获得显著为正的超常收益,尤其来自日本、英国、澳大利亚和荷兰的收购方收益最高;而当美国企业收购国外企业时收购方超常收益不显著。
Eun et al (1996)	1979 ~ 1990 年	英国收购方的财富效应显著为负;而日本收购方的财富效应显著为正。
Kiyamaz & Mukherjee (2000)	1982 ~ 1991 年	目标方超常收益与收购方国别相关:当收购方为法国企业时,目标方企业超常收益最高;当收购方为英国企业时,目标方企业超常收益最低。美国收购方收益同样与目标方国别相关:当目标方为加拿大企业时,收购方超常收益为负,而当目标方为德国、意大利和瑞士企业时,收购方超常收益为正;当目标方为其他国家企业时,收购方收益不显著。

三、对本书研究的启示

对于为什么跨境并购的收益会高于境内并购以及“国别差异现象”,个别文献进行了探究。例如,有的研究将跨境并购较高收益的原因归为业务多元化(Moeller & Schilingermann, 2005),有的研究则认为跨境并购收购方的收益取决于目标方的地理区域(Gregory & McCorriston, 2005)或者并购企业是否来自新兴市场(Doukas & Travlos, 1988)显示。但是,究竟为什么收购方(目标方)收益会随着目标方(收购方)国别变化而变化至今仍是谜。

本书认为既然存在国别差异现象,就说明国家环境因素对跨境并购收益有着重要影响。而一国环境不外乎由经济环境、文化环境以及法律环境等构成。经济环境包括 GDP、人均 GDP 以及汇率等因素;文化环境反映的是一国公民共同遵守的信念与准则;法律环境包括法律起源,投资者保护程度、会计准则以及执法效力等。如果能逐一分析这些宏观因素对跨境并购收益的影响,就能完整地解释国家环境在跨境并购中的作用,从而解释“国别差异现象”产生的原因。

第二节 跨境并购的行业内效应

一、研究总结

在财务经济学领域,公司的诸多事件宣告能在行业内传递某种信号,引起同行业其他企业的投资者做出反应,进而导致其他企业的股价发生波动。如盈利预测宣告、破产宣告、股利宣告、下市宣告、股票回购宣告以及股票发行宣告等 (Clinch & Sinclair, 1987; Lang & Stulz, 1992; Firth, 1996; Slovin et al., 1991; Hertz, 1991; Szewczyk, 1992)。这一现象被称为事件的“行业内效应”。与上述事件一样,一家企业被外资并购同样会对该企业所处行业造成一定的影响。分析跨境并购行业内效应的有两种理论假设:竞争假说和并购概率假说。

竞争效应假说从外商直接投资 (FDI) 理论出发,认为外资并购会改变行业结构,通过为目标方企业引入资金、先进技术和管理经验,提高目标方企业在整个行业中的竞争优势 (Caves, 1971),从而对目标方竞争对手产生不利影响。

根据 FDI 理论的“资产内部化”假说 (Caves, 1974),拥有专有无形资产包括技术和管理知识的企业为了避免在国外的交易成

本，因而选择并购国外企业，将自身无形资产“内部化”，从而在更大的范围内运用其无形资产。一旦国内某家企业被外资企业收购，那么该企业就被纳入国际化企业范围。在并购之后，收购方内部化的技术或营销优势就会在目标方企业的产品上体现出来。因此，跨境并购的目标方与国内的竞争对手完全区别开来，而与国外企业紧密联系在一起。外资收购方可以通过从其他海外子公司以较低成本获取原材料降低成本从而提高收益。被并购后的目标方企业便可以享受跨国企业的内部网络，降低采购成本，提高利润率。目标方享受的这一成本优势非常显著（Williamson, 1986; Caves, 1974; Vernon, 1977）。成本优势以及范围经济使得目标方企业可以降低成本、以低于国内竞争对手的价格出售产品、扩大市场份额进而提高其盈利能力。而这些都迫使国内竞争对手对降价作出反应。如果竞争对手为了保住其长期市场份额而选择降价，则他们的短期利润便会受损。因此，根据竞争效应假说，外资并购将在目标行业带来反竞争（或称垄断）的效果，对目标企业同行业竞争对手带来不利影响。

而并购概率假说认为，外资并购的发生向目标行业企业传递了如下信息：外资对该行业的资产非常感兴趣，该行业再次发生外资并购的概率较高（Flowers, 1976）。外资并购可能引发进一步的行业整合，提高目标方对手企业接下来被并购的概率，从而让对手企业获益。国内企业被外资企业并购传递了一个信息：国内企业价值被低估或者国内企业对外资而言具有战略吸引力，外资会继续在该行业进行并购活动。并购概率假说预期，目标方竞争对手企业会对外资并购宣告作出积极的反映。

迄今为止，仅有两篇文献（Akihigbe & Martin, 2000; Otchere & Ip, 2006）实证考察了外资并购对目标方竞争对手的影响。

第一篇文献以 1984 ~ 1996 年间美国市场的 165 次成功的外资并购为样本，研究发现，当美国企业被外资并购时，目标方同行业竞争对手的市场反应显著为正。该结论支持了并购概率假说，或者说并购概率效应超过了竞争效应。该文还进一步分析了竞争对手市场反应的影响因