

文库

控股股东自利性 并购研究

The Study on Controlling Shareholder's Self-interest M&A

吴红军 著

控股股东自利性并购研究

控股股东自利性并购研究

空股股东自利性



经济科学出版社
Economic Science Press

厦门大学世界经济与国际贸易学者
World Economy and International Trade Series

主编：邓力平 庄宗明

本文库系厦门大学“国际经济与贸易国际化人才培养特色专业”建设成果

控股股东自利性 并购研究

The Study on Controlling Shareholder's Self-interest M&A

吴红军 著

空股股东自利性



控股股东自利性并购研究

经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：吕 萍 张庆杰

责任校对：王肖楠

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目（CIP）数据

二元经济结构转换与东北老工业基地振兴 / 张桂文，
周健著. —北京：经济科学出版社，2008. 12

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7706 - 1

I. 二… II. ①张…②周… III. 经济结构 - 关系 -
工业基地 - 经济发展 - 研究 - 东北地区 IV. F427.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 180459 号

二元经济结构转换 与东北老工业基地振兴

张桂文 周 健 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

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

880 × 1230 32 开 9.25 印张 220000 字

2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7706 - 1/F · 6957 定价：18.00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

厦门大学世界经济与国际贸易 学者文库

主 编：邓力平 庄宗明
编 委：邓力平 黄建忠 黄梅波 林季红
 彭水军 张明志 郑甘澍 庄宗明

总 序

中国改革开放走过了整整 30 个年头。无论对中国还是对世界而言，过去的 30 年都是不平凡的，因为 20 世纪后半叶以来中国与世界最为重大的变革集中发生在这一时期。中国经济高速增长取得的巨大成就自不待言，苏联和东欧国家经历政治剧变后经济起伏震荡，西方世界经济在经历“滞胀”时代后也演绎出一个全新的格局。世界经济的全球化浪潮与中国经济的国际化进程如期而遇，终于汇成了 21 世纪初期人类经济文明最为壮观的历史画卷。

如果说，改革开放是中国不断自觉地增加经济活动中的世界元素的过程，那么 2001 年中国“入世”以来，世界经济中的中国元素增加之快则令各方或觉惊喜、或言诧异、或感意外。中国在过去 30 年所实现的经济增长和社会进步是史无前例的，但是我们清醒地认识到，在当前和今后相当长的历史阶段上，我国也面临着前所未有的巨大挑战，包括经济增长中日益趋紧的外部资源和市场约束、日益显现的内外部经济失衡以及由此引发的全球贸易与金融、货币乃至制度领域的全面协调需要等。今天的中国和世界越来越趋向于选择理性的对话和跨制度的合作，竭力在世界经济复杂多变的不确定性形势中共同把握大的战略趋势。一些著名世界经济专家曾经将中国和美国比喻为世界经济的“双引擎”；中国政府与美国、日本、欧洲（各国）、俄罗斯等大国及国际社会的战略协调日益热络；中国企业参与国际金融、资本市场活动和能源、资源、商品市场合作的规模及范围不断扩大。在这样的现实背景下，中国与世界的相互影响达到了前所未有的程度。

党的“十七大”报告指出，中国的发展离不开世界，世界的繁荣稳定也离不开中国，我们要继续拓展对外开放的广度和深度，提高开放型经济水平。具体

地说，要扩大开放领域，优化开放结构，提高开放质量。要完善“内外联动、互利共赢、安全高效”的开放型经济体系。这些都为世界经济与国际贸易的理论研究提出了新的研究课题。为适应这一理论与实践发展的需要，以厦门大学经济学院世界经济和国际贸易学科的一批中青年学者为主，由经济科学出版社提供支持，通过严格的审稿和质量把关，将陆续推出一套厦门大学世界经济与国际贸易学者文库。

厦门大学世界经济与国际贸易学科拥有一支教学与科研素质较高、年龄与学历结构合理的师资队伍，长期以来，在经济全球化与国际经济关系、国际贸易与投资理论、区域货币合作、服务贸易、国际商务等研究领域都有良好的学术建树。在2007年全国最新的专业学科排名中，厦门大学国际经济贸易专业处于全国同类学科前列，世界经济学科和国际贸易学科双双获批为国家重点学科。因此，厦门大学两个重点学科具备了较强的学术研究能力。从已有的书稿和选题来看，该文库所涉及的都是近年来学界普遍关注的理论和实际前沿话题，例如中国经济的内外均衡协调、产业结构变动的国际传导机制、货币联盟的财政货币政策协调、东亚新兴债券市场发展、东亚区域金融深化、国际贸易与经济增长的机制条件、比较优势、贸易增长与产业发展、跨国公司全球生产网络、中国服务贸易自由化、国际贸易中的商品税问题等。我相信，通过各方的共同努力，该文库的研究成果会使读者感到开卷有益、掩卷有思，并对我国的世界经济和国际贸易理论及实践发展产生积极的影响。

王洛林

2008年1月

内 容 提 要

有些并购本不必发生，甚至发生后反而对企业不利，但却发生了，仅仅是为了满足大股东^①的自利（Self-interest）目的。

贝、康和金（Bae、Kang and Kim, 2002）指出，管理性目标（Managerial Objective）和公司治理机制，在经理人对外收购决策中居重要位置，在一些并购事件中，对公司的掏空（Tunneling），才是发动并购的主要动因^②。

本书研究的大股东自利性并购，是指大股东利用控制权，通过并购而自利，而其他股东没有因并购获利，甚至利益被牺牲的现象。利用并购将上市公司和小投资者利益转移到大股东手中，是发生最多、最为典型和危害最大的大股东自利性并购。大股东自利性并购现象在许多国家都存在，在我国“一股独大”的市场现实中尤为突出和激烈。

在股权高度集中的情况下，大股东常常派遣高层管理人员，把持着公司的战略决策和日常经营。外部小股东一般无力参与企业经营，与掌管着企业的大股东之间存在着实质上的委托—代理关系。

大股东的存在，对小股东和公司价值来说，具有两面性。一方面，由于占有企业大部分的现金流，大股东有动力监督管理层，争取企业价值的最大化，形成“利益协同效应”（Incentive Effect）。另一方面，大股东拥有控制权，有条件以小股东和公司的利益为代价，谋取控制权私利，形成“壕沟防御效应”（Entrenchment Effect）。大股东自利性并购的发生，是“壕沟防御效应”占主导地位的体验。

本书在系统梳理国内外并购的理论及实践结果的基础上，侧重研究了控股股

① 如无特殊说明，文中均是指第一大股东。

② Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin-Mo Kim, 2002, Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups, Journal of Finance, 57, P. 2697.

东为达到管理性目的,策动上市公司对外并购并从中谋取私利的控股股东自利型并购;并在借鉴 LLSV^① (2002) 研究基础上,根据中国国情构建了模型并进行了实证检验;对我国 A 股市场上大股东通过并购从上市公司转移资源的现象,用配对检验方法进行了实证分析,揭示了上市公司在经历了控股股东自利性并购后,企业经营绩效的下降和价值损失的后果。

^① La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny, 四人经常一起署名发表文章, 学术界简称其为 LLSV。

Abstract

Some M&A happened only to satisfy the controlling shareholders' self-interest intention, even these M&A are not necessary or disadvantageous to the company.

Bea, Kang and Kim (2002) show that managerial objective and corporate governance play an important role in manager's M&A decision. Tunneling is the only true motivation in some M&A.

The M&A of controlling shareholders' self-interest intention (hereafter we briefly call it: self-interest M&A) in this paper, is the M&A that controlling shareholder make use of controlling power to get private benefit through M&A while other shareholder cannot get advantage or even be expropriated. Tunneling through M&A is the main self-interest M&A and harm greatly. The self-interest M&A exists in most countries, especially intensely in the background of "single big shareholder" in China.

Based on the theory and empirical studies of M&A, we focus on the controlling shareholders' self-interest M&A in China. We set up a model which shows the reality of China to analyse the controlling shareholders' self-interest M&A. We use the data of listed companies to make empirical study, which uncover the motivation and method that the big shareholder expropriates other shareholders.



第一章 并购概述.....	1
第一节 并购的概念及类型.....	1
第二节 并购动机的理论解释.....	3
第三节 并购的实践效果.....	9
第四节 并购中的风险分析与对策	27
第五节 并购后的整合	31
第六节 反并购策略、措施和应用	38
第七节 并购的历史与发展	41
第二章 控股股东自利性并购的研究背景与思路	43
第一节 研究背景与问题的提出	45
第二节 研究思路与框架	49
第三节 研究的主要改进与创新	51
第三章 公司理论、代理冲突和自利性并购	52
第一节 公司理论、代理冲突和自利性并购	52
第二节 境外对控股股东自利性并购的研究	60
第三节 我国股市的自利性并购研究	65
第四节 本章小结	70
第四章 控股股东自利性并购的动因分析	74
第一节 制度背景分析	74
第二节 控股股东的自利动机	84
第三节 内部治理机制的失衡	90

第四节	控股股东自利性并购的理论模型	93
第五节	本章小结	102
第五章	控股股东自利性并购的方式和影响因素分析	104
第一节	控股股东自利性并购的基本方式	104
第二节	自利性并购影响因素的实证分析	108
第三节	本章小结	130
第六章	控股股东自利性并购的市场反应研究	132
第一节	研究设计	132
第二节	市场反应的结果分析	135
第三节	影响市场反应的因素分析	156
第四节	本章小结	163
第七章	自利性并购的长期绩效分析	164
第一节	研究设计	164
第二节	实证结果	167
第三节	本章小结	175
第八章	主要结论、启示和未来研究方向	177
第一节	主要研究结论	177
第二节	启示和建议	179
第三节	研究的局限性和未来研究方向	181
附录	大股东自利性并购典型案例	184
参考文献		199

第一章

并购概述

本章介绍了并购领域中相关概念和理论，包括并购的概念与类型、并购动因理论、并购的绩效理论、并购后组织和经营的整合、并购的风险与对策、反并购的策略和并购的历史与发展等，以利于读者对并购活动有个概括性的了解，并为后面的章节进行铺垫。

第一节 并购的概念及类型

一、并购的概念

描述并购活动的四个常用词为兼并（Merger）、收购（Acquisition）、合并（Consolidation）和接管（Takeover）。《大不列颠百科全书》对兼并（Merger）一词的解释是：两家或更多的企业、公司合并组成一家企业，通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司。《大美百科全书》对兼并（Merger）的解释为：在法律上，指两个或两个以上的企业组织组合为一个企业组织，一个厂商继续存在，其他厂商丧失其独立身份。唯有剩下的厂商保留其原有名称和章程，并取得其他厂商的资产。在布莱克法律辞典（Black's Law Dictionary）中，收购（Acquisition）是指获得对某物的所有权或控制权。合并（Consolidation）是指两家或更多企业结合成一家全新的企业，以前的各家公司解散。接管（Takeover）是指获得一家企业的所有权或控制权，典型的方式是通过购买资产或股份、投标出价（Tender offer）或兼并（Merger）来完成。通常人们所说的并购（M&A），是兼

并（Mergers）和收购（Acquisitions）的合称。

二、并购的类型^{*}

并购按照不同的划分标准，有以下类型：

1. 按出资方式划分

按照出资方式，并购可分为出资购买资产式并购、出资购买股票式并购、以股票换取资产式并购和以股票换取股票式并购。

出资购买资产式并购是指收购公司使用现金购买目标公司全部或绝大部分资产以实现并购。出资购买股票式并购，是指收购公司使用现金、债券等方式购买目标公司一部分股票，以实现控制后者资产和经营权的目标。出资购买股票可以通过一级市场进行，也可以通过二级市场进行。以股票换取资产购并方式是指收购公司向目标公司发行自己的股票以换取目标公司的大部分资产。以股票换取股票式并购是指收购公司直接向目标公司股东发行收购公司发行的股票，以交换目标公司的大部分股票。

2. 按并购是否取得目标公司的同意与合作划分

按并购是否取得目标公司的同意与合作来划分，并购可分为善意并购和恶意并购。善意并购是指目标公司同意收购方提出的条件并承诺给予协助，使并购双方可以通过协商方式来决定并购业务的具体安排，如收购方式、价格、人事安排、资产处理等的兼并方式。如果目标公司拒绝收购要求和条件后，收购方通过证券市场进行强行收购，这种方式称为恶意收购。

3. 按收购公司与目标公司是否同属一国家划分

如果收购公司和目标公司都是同一个国家的企业，则这种并购称为国内并购，否则称为跨国并购。

4. 按行业相互关系划分

按并购双方的行业关系划分，并购可分为横向并购、纵向并购和混合并购

^{*} 徐波：《第五次企业购并浪潮及对我国经济影响的研究》，中国商务出版社2004年版。

三种。

横向并购是指同一行业内产品和生产工艺相同或相近、彼此具有直接竞争关系的企业间并购。这种并购实质上是资本在同一产业和部门内的集中，它是企业迅速扩大生产规模、提高市场份额、增强企业竞争能力和盈利能力的捷径。

纵向并购是指生产或经营过程相互衔接、紧密联系的企业之间的并购。其实质是通过处于生产同一产品不同阶段的企业之间的并购，从而实现纵向一体化。纵向并购除了可以扩大生产规模、节约共同费用外，还可以促进生产过程各个环节的密切配合、加速生产流程、缩短生产周期、节省运输仓储能源。

混合并购是指并购双方处于不同产业部门和不同市场，且这些产业部门之间没有特别的生产技术联系的企业之间的并购。它包括三种形态：产品扩张型并购，即生产相关产品的企业间并购；市场扩张型并购，即一个企业为了扩大竞争地盘而对其他地区的企业进行并购；非相关多元化并购，即生产和经营彼此间毫无联系的产品或服务的企业之间的并购。混合并购可以降低一个企业长期处于一种行业所带来的风险，另外通过这种方式可以使企业的技术、原材料等各种资源得到充分的利用。

第二节 并购动机的理论解释

对并购活动动机的理论解释，可分为传统的并购动因理论和并购浪潮理论两个部分：

一、传统的并购动因理论

（一）效率理论^①

该理论认为并购可以带来管理层业绩的提高或获得某种形式的协同效应。

1. 差别效率理论

并购的最一般理论是差别效率理论。通俗地说，如果 A 公司的管理层比 B

^① J. 弗雷德·威斯顿、S. 郑光、苏珊·E. 侯格著，胡旭等译，《接管、重组与公司控制》，经济科学出版社 1998 年版。

公司更有效率,在A公司收购了B公司之后,B公司的效率便被提高到A公司的水平,效率通过并购得到了提高。

差别效率理论可以更严格地加以阐述,称为管理协同假说。如果一家公司有一个高效率的管理队伍,其能力超过了公司日常的管理需求,该公司便可以通过收购一家管理效率较低的公司,来使其额外的管理资源得以充分利用。对于利用过剩的管理资源来进行收购的公司而言,如果它可以无条件地释放其剩余资源的话,不一定要进行并购。然而如果管理层是一个整体并且受不可分性或规模经济的制约,那么解雇剩余的人力资源将是不可行的。如果其在自身行业内进行扩张不可能时,收购企业可以通过进入被收购企业的相关行业来利用其过剩的管理能力。管理效率低或业绩不佳的企业,可以通过直接雇佣管理人员或与外部管理者签订合同来增加管理投入,以改善自身的管理业绩。直接雇佣管理者可能是不充分的,因为其无法保证在一个相关阶段内组织机构能有一个有效的管理队伍。而订立契约的解决办法一般不宜采用,因为管理公司要求对企业专属知识进行投资,而预料中企业对这种专属资产所积累的准租金的占用将导致公司对管理层的“所有权”。而且如果有效的经营管理需要大量的管理人才,规模较小、业绩不佳的公司就很难达到这一要求。此时,两公司间的兼并将有协同效应,因为它把被收购公司非管理性的组织资本与收购公司过剩的管理资本结合在一起。

2. 经营协同效应

经营协同效应可以通过横向、纵向或混合兼并来获得。当行业中存在着规模经济,并且在合并之前,公司的经营活动水平达不到实现规模经济的潜在要求。合并就可以分摊较大规模的固定成本,从而降低总成本。另外并购后,企业可以重新配置资源达到优势互补。另一个可获得经营协同的领域是纵向联合。将同行业中处于不同发展阶段的公司联合在一起可能会在不同的水平间获得更为有效的协同效应,其理由是通过纵向联合可以避免相关的联络费用和各种形式的交易费用。

3. 纯粹的多元化经营理论

并购可以使企业实现多元化经营。第一,多元化经营可以增加公司雇员分散其劳动收入来源的机会,并给经理人和其他雇员工作的安全感和提升的机会,并且在其他条件不变的情况下,还会导致劳动力成本的降低。第二,公司多元化经营,可以降低投资者的风险。第三,公司中管理者组合和其他雇员组合形成了公

司的组织资本，多元化可以使工作人员班底从没有利润的业务中整体转移到正在发展和盈利的业务活动中去，保证公司业务活动的平稳有效过渡以及公司团队和增长组织的连续性。第四，多元化经营型公司商誉的价值，可以在某些部门被清算时，在其他部门中得以保留。

4. 战略重组以适应变化的环境

战略重组以适应变化的环境理论认为，并购的发生是由于环境的变化，企业所需的新能力，通过外部收购，比从内部扩充相比，可以使企业更快地适应环境的变化，并且风险也相对较小。

5. 财务协同效应

与外部融资相联系的不小的交易费用以及股利方面的差别税收待遇可以通过并购使公司从边际利润率较低的生产活动向边际利润率高的生产活动转移，从而构成提高公司资本分配率的条件。业务现金流不完全相关的两个企业合并，可以帮助现金流量低的企业抓住预期外的投资机会，降低合并企业的现金流波动以降低企业的破产风险。两公司合并后的负债能力要大于合并前各自负债能力之和，给公司的投资收入带来税收节省。当外部资本市场欠发达或受约束时，通过多元化并购构建内部资本市场，可以获得信息优势和资金成本低的好处。

（二）信息与信号

即使收购活动并未最终取得成功，目标企业的股票在收购过程中也会被重新提高估价。一种信息假说认为，收购活动会散布关于目标企业股票被低估的信息并且促使市场对这些股票重新进行估价。另一种信息假说认为收购要约会激励目标企业的管理层自身贯彻更有效的战略。

信号理论说明特别的行动会传达其他形式的重要信息。如果收购公司管理者对目标公司具有独特的信息优势，或者发现目标公司拥有迄今为止尚未被认识到的额外的价值，就可以从并购中获得利益。

（三）代理问题与管理主义

当管理者只拥有公司所有权股份的一小部分时，便会产生代理问题，如工作懈怠、高额在职消费等，股东与管理者之间便会出现利益冲突。追求私利的管理者往往发动公司的对外收购行为。管理者对公司的人力资本投资具有一定的专用

性,管理者的财富也主要集中在其所经营的公司,因此管理者通常会通过多元化并购分散个人风险。

管理者的报酬通常与公司规模有关,因此管理者往往采用较低的投资要求收益率,进行对外并购。当公司存在较多的自由现金流量时,管理者倾向于从事回报低甚至为负的并购活动,而不是支付股东股利,因为支付股东股利降低了管理者可以控制的资源。收购公司通常有大量的自由现金流量和较低的负债,现金流较多的企业更有可能从事股东回报低的兼并活动。

(四) 自大假说^①

罗尔(1986)认为管理者由于野心、自大或过分骄傲而在评估并购机会时犯过分乐观的错误,从而发动对外并购。在对传统并购动因理论进行检验的文献中,贝克维奇和纳拉亚南(Berkovitch and Narayanan, 1993)认为协同效率驱动了大部分并购,同时也存在代理问题和管理者自大行为。穆勒和赛罗沃(Muller and Sirower, 2003)发现代理、自大和控制权市场理论都是并购的驱动因素。

(五) 市场力量

市场力量理论认为,并购能够提高市场的份额,增加并购企业在产品市场中的市场力量,兼并竞争对手可以降低行业内的竞争,因此,兼并企业可以控制或者影响市场价格,获得较高的利润。

(六) 税收方面的考虑

一些兼并活动可能是出于税收最小化方面的考虑。有正收益的企业收购一个有累积税收损失和税收减免的企业,可以进行合法避税。一个内部投资机会较少的成熟企业,可以收购一家成长型企业,从而用资本利得税来代替一般所得税。即使两家企业都有当前利润,其兼并同样可以减少未来的税收义务,因为合并后现金流量波动性降低。

(七) 再分配

再分配理论认为并购引起利益相关者之间的利益分配,并购只是使利益从其他利益相关者手中转移到股东手中,并没有真正带来价值增量。由于目标公司股

^① 叶会、李善民:《企业并购理论综述》,载《广东金融学院学报》2008年第1期。