



西南大学
SOUTHWEST UNIVERSITY

应用经济学一级学科博士点建设系列丛书(第一辑)
First-level Discipline Doctoral Program Construction of Applied Economics

A Study of M&A Financial Advisor of Listed Firms:
from the Perspective of Investment Banking Relationship

上市公司并购 财务顾问选择研究

——基于“关系”的视角

李沁洋/著

中国财经出版传媒集团

 中国财政经济出版社

西南大学应用经济学一级学科博士点建设系列丛书（第一辑）

西南大学学科建设专项经费资助

上市公司并购 财务顾问选择研究

——基于“关系”的视角

李沁洋 ◎ 著

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司并购财务顾问选择研究: 基于“关系”的视角 / 李沁洋著. —北京: 中国财政经济出版社, 2018.3

(西南大学应用经济学一级学科博士点建设系列丛书·第一辑)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7983 - 1

I. ①上… II. ①李… III. ①上市公司 - 企业兼并 - 财务管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 325716 号

责任编辑: 杨 骁

责任校对: 李 丽

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010 - 88191537

天猫网店: 中国财政经济出版社旗舰店

网址: <https://zgczjjcbs.tmall.com>

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 7.5 印张 180 000 字

2018 年 3 月第 1 版 2018 年 3 月北京第 1 次印刷

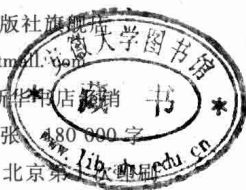
定价: 42.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7983 - 1

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

打击盗版举报热线: 010 - 88191661 QQ: 2242791300



前 言

近年来，我国正处于经济结构调整的转换期，企业并购数量和规模大幅增长。我国的上市公司热衷于并购，但是在并购过程中却面临目标企业信息透明度低、财务报告可信度低等问题，导致并购企业需承担更大的风险与成本。因此，在开展并购业务时，企业更需要聘请投资银行（后文简称投行）作为财务顾问，帮助公司分析并购所涉及的风险、评估并购目标价值、设计并购方案。为了规范投行并购重组财务顾问业务，提高资本市场效率，证监会于2008年颁布了《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》，明确指出财务顾问的业务许可条件以及业务规则，强调了财务顾问在上市公司并购中的作用。并且，国务院分别于2010年和2014年下发了《国务院关于促进企业兼并重组的意见》及《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，不断重申提出要促进兼并重组更加市场化。而通常在并购重组市场化程度高的国家，投行在并购交易中都相当活跃并且发挥着重要作用。

国外学者对于公司如何选择财务顾问以及选择不同的财务顾问有什么不同的经济后果展开了一系列研究。部分文献认为财务顾问在并购中可以降低信息不对称程度，减少并购的交易成本，创造并购协同效应。也有一部分学者认为投行在公司并购中只是跟随客户指令执行命令，完成交易，对并购决策和并购绩效并没

有什么实际影响。但是，我国学术界尚未对该问题进行实证研究。更为重要的是，无论是研究选择财务顾问的动因还是经济后果，已有文献大多从投行的声誉、行业经验、以前完成的服务质量等角度进行研究，鲜有文献从投行与客户公司间关系的角度进行分析。

“关系”广泛地存在于金融市场当中，除正式制度外，“关系”等非正式制度同样会对公司和个人的决策制定乃至整个金融市场产生很大影响。并购作为公司最重要的投资决策和战略决策之一，也会受到各种不同“关系”的影响。投行与公司通过业务合作会建立起一种长期关系，作为投行和公司拥有的一种专用性资产。如果投行作为财务顾问参与上市公司并购，投行-公司间关系也可能会影响公司并购的交易过程和结果。并且，我国又是一个典型的关系型社会，这一现实背景为本书从关系的角度研究公司并购问题提供了绝佳土壤。

基于以上背景，本书提出以下三个问题：第一，投行-公司间关系是否影响公司选择不同的财务顾问？第二，投行-公司间关系是否影响公司并购的经济后果？第三，投行-公司间关系影响公司并购经济后果的作用机制是什么？

为了回答以上问题，本书选取我国A股上市公司2009-2014年间聘请了财务顾问的并购事件为样本，考察了投行-公司间关系对投行被选为公司并购财务顾问概率的影响，以及公司基于关系选择不同并购财务顾问的经济后果和作用机制。本书试图为金融中介与公司并购的相关研究提出新的研究视角，同时希望为我国并购市场化改革及完善财务顾问相关法律法规提供理论和现实依据。

本书共分为七个章节，主要内容如下：

第1章是导论部分。首先通过现实和理论背景导出本书研究



的主要问题，提炼了研究思路和研究内容，并且归纳了本书的主要创新和贡献。

第2章是文献综述部分。本章主要归纳总结了公司并购财务顾问选择的相关文献，关系在金融市场中的作用相关文献，以及公司并购绩效影响因素的相关文献，然后总结已有文献的不足之处。

第3章是制度背景和现状分析部分。制度背景部分主要介绍公司并购财务顾问的相关法律制度背景。现状分析部分则主要介绍了投行并购财务顾问业务的收入情况以及各大投行在并购财务顾问业务领域的排名情况。

第4章是投行-公司间关系与并购财务顾问选择部分。本章主要从投行与公司间关系的角度考察上市公司选择财务顾问的动因，即投行-公司间关系是否会影响投行被选择作为公司并购财务顾问的概率。

第5章是投行-公司间关系与并购经济后果部分。本章从投行-公司间关系的角度分析了上市公司在并购中选择不同的财务顾问其经济后果是否有差异。并购经济后果主要从并购绩效（并购为公司创造的价值）以及并购成功概率两个方面并列进行分析。

第6章是投行-公司间关系影响并购经济后果的作用机制部分。在这一章中，本书试图找出有“关系”的财务顾问主要在并购交易的哪个关键环节发挥了作用。本章从并购交易特征中的并购溢价水平和并购持续时间两个维度进行考察，研究公司选择有“关系”的投行作为并购财务顾问是否帮助公司降低了并购溢价水平，缩短并购持续时间，从而影响了并购经济后果。

第7章对本书的实证结果进行总结，并结合中国的实际情况提出相关的政策建议，最后指出了本书的局限性和未来研究方

向。

通过以上七个章节的研究，本书得出主要结论如下：

第一，投行-公司间关系是公司选择不同投行担任并购财务顾问的动因之一。与没有“关系”的投行相比，与公司有“关系”的投行被聘请担任该公司并购财务顾问的概率大 23.8%；并且“关系”越紧密，被选中的概率越大。进一步分析表明：第一，不管投行与公司以前通过何种业务建立起关系，该“关系”均对投行是否被公司选为并购财务顾问有显著影响。然而，通过并购业务建立起的直接关系比承销业务建立起的间接关系发挥了更大的作用。第二，投行声誉越低，“关系”发挥的作用越大，即“关系”与“声誉”存在替代效应。

第二，公司在并购中选择有“关系”的投行作为财务顾问，平均为公司增加了 1.3 亿元的股东价值，并且“关系”越紧密，公司价值增加越多；但是，对公司并购成功概率并没有显著影响。进一步分析表明，在信息不对称程度较高的情况下，有“关系”的财务顾问能显著提升公司并购绩效，对并购成功概率没有影响；而在信息不对称程度较低的情况下却相反，有“关系”的财务顾问提高了并购成功概率，但是并没有显著提高公司并购绩效。

第三，公司在并购中选择有“关系”的投行作为财务顾问，平均为公司降低了 150% 的溢价水平；并且无论是最终成功还是失败的并购，有“关系”的财务顾问均显著缩短了并购持续时间。进一步分析表明，在信息不对称程度较高的情况下，有“关系”的财务顾问能显著降低公司并购的溢价水平，并缩短并购持续时间；而在信息不对称程度较低的情况，投行-公司间关系对并购溢价水平和并购持续时间的影响均不显著。有“关系”的财务顾问主要在并购交易过程中，对并购溢价水平和并购持续



时间两个方面产生影响，从而影响了并购的经济后果。

以上结论意味着，在我国市场化并购发展的过程中，投行作为并购财务顾问对公司并购交易起着重要作用。投行与公司间建立起的长期关系，作为投行和公司拥有的一种专用性资产，为双方都创造了价值。首先，投行-公司间关系作为公司选择并购财务顾问的动因之一，能提高投行在并购财务顾问业务领域的竞争力。其次，投行-公司间关系能降低双方的信息不对称程度，减少并购成本，提高并购效率。最后，有“关系”的财务顾问不仅以完成并购交易为主要目的，更注重并购为公司创造的价值，支持了“优越交易假说”。

本书的创新体现在以下几个方面：

第一，丰富了公司并购与金融中介的相关文献。关注并购中选择不同的财务顾问导致的经济后果的相关文献相对较丰富，研究选择不同财务顾问的动因的相对较少。并且无论是研究选择动因还是经济后果的相关文献，主要都是从投行的声誉、经验和客户业绩等角度进行分析。而本书从投行-公司间关系的角度来研究公司在并购中选择不同投行作为财务顾问的动因及其经济后果和作用机制，拓宽了该领域的研究视角。

第二，拓展了关系与金融的交叉研究。关于投行-公司间关系在金融市场中作用的相关文献证明投行与客户公司之间的关系对双方都有价值，因此会影响投行的行为和客户公司股东财富。但是大多文献认为公司与投行之间的关系有利于投行获得之后的IPO、SEO承销业务和贷款业务，或降低以后的承销费用和贷款成本，对于投行-公司间关系在并购领域发挥的作用还不得而知。本书分析了投行与客户公司间的关系对我国投行在并购领域的业务竞争中发挥的作用及对公司并购交易的影响，提供了关系在金融市场中产生影响的新证据。

第三，以往文献大多数将投行声誉和投行-公司间关系割裂开来，认为公司主要基于投行的声誉选择财务顾问，而本书则进一步考察了“关系”和声誉之间的替代效应，并将投行-公司间关系分为“直接关系”与“间接关系”进行分类考察。

第四，现有文献虽然发现“关系”会影响公司的并购绩效，却忽视了其作用机制。本书不仅考察了投行-公司间关系对公司选择并购财务顾问的动因和经济后果的影响，还从并购溢价、并购持续时间两个维度深入分析了投行-公司间关系对并购经济后果产生影响的中间作用机制，发现了有“关系”的财务顾问主要在并购交易的哪个环节发挥作用，深化了“关系”与公司并购的相关内容。

李沁洋

2017年12月

目 录

第 1 章 导论	(1)
1.1 选题背景与研究意义	(1)
1.2 研究内容与研究方法	(8)
1.3 研究思路与结构安排	(12)
1.4 主要创新	(17)
第 2 章 文献综述	(19)
2.1 公司并购绩效相关文献	(20)
2.2 并购财务顾问选择相关文献	(34)
2.3 关系在金融市场中的作用相关文献	(39)
2.4 小结	(44)
第 3 章 制度背景和现状分析	(46)
3.1 法律制度背景	(46)
3.2 现状分析	(54)
3.3 小结	(63)
第 4 章 投行 - 公司间关系与并购财务顾问选择	(65)
4.1 引言	(65)
4.2 文献回顾与假设提出	(69)
4.3 研究设计	(75)



4.4	实证结果	(80)
4.5	稳健性检验	(88)
4.6	结论	(95)
第 5 章	投行 - 公司间关系与并购经济后果	(97)
5.1	引言	(97)
5.2	文献回顾与研究假设	(102)
5.3	研究设计	(107)
5.4	实证结果	(112)
5.5	稳健性检验	(132)
5.6	结论	(145)
第 6 章	投行 - 公司间关系影响并购经济后果的作用 机制	(147)
6.1	引言	(147)
6.2	文献回顾与研究假设	(151)
6.3	研究设计	(155)
6.4	实证结果	(159)
6.5	稳健性检验	(180)
6.6	结论	(195)
第 7 章	研究结论、建议与展望	(197)
7.1	研究结论	(197)
7.2	政策建议	(200)
7.3	研究局限	(203)
7.4	未来的研究展望	(203)
	参考文献	(205)



第1章

导 论

1.1 选题背景与研究意义

1.1.1 选题背景

并购作为公司最重要的投资决策之一，是公司进入新业务领域和目标市场的重要选择，同时也是优化资源配置的重要方法，因此成为理论界和实务界研究的重点问题。美国资本市场先后经历了五次并购浪潮，形成了包括并购动机、绩效和评价方法的理论框架体系。2005年5月我国实施股权分置改革以后，并购和新股发行（IPO）日益成为证券市场资源配置的两大主要方式（黄江东，2013）。特别是近几年，我国正处于经济结构调整的转换期，企业并购数量和规模大幅增长。据 wind 数据库统

计, 2014 年中国企业参与的并购交易金额高达 7983.44 亿元, 是 1982 年以来中国企业并购金额达到最多的一年。

我国的上市公司如此热衷于并购, 但是在并购过程中却面临目标企业信息透明度低 (Hoskisson et al., 2000)、财务报告可信度低等问题 (Chapman et al., 2011), 导致并购企业需承担更大的风险与成本。因此, 在开展并购业务时, 企业更需要聘请投资银行作为财务顾问, 帮助公司分析并购所涉及的风险、评估并购目标价值、设计并购方案 (孙轶和武常岐, 2012)。为了规范并购重组财务顾问业务活动, 提高资本市场效率, 证监会于 2008 年颁布了《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》, 明确指出财务顾问的业务许可条件以及业务规则, 强调了财务顾问在上市公司并购中的作用。并且, 国务院分别于 2010 年和 2014 年印发了《国务院关于促进企业兼并重组的意见》及《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》, 不断重申提出要促进兼并重组更加市场化。通常在并购重组市场化程度高的国家, 投行在并购交易中都相当活跃并且发挥着重要作用 (Golubov et al., 2012)。近年来, 我国上市公司也越来越重视财务顾问在公司并购中的作用。从图 1-1 可以看出, 自 2009 年以来, 我国上市公司在并购中聘请财务顾问的数量和比例都在逐年上升。2009 年, 我国仅大约 5% 的上市公司在并购中聘请了财务顾问, 共 26 次; 到了 2014 年, 已有近 32% 的上市公司在并购中聘请了财务顾问, 共 315 次。

国外学者对于公司如何选择财务顾问 (Rau, 2000; Sibilkov and McConnell, 2014; Derrien and Dessaint, 2015) 以及选择不同的财务顾问有什么不同的经济后果 (Bowers and Miller, 1990; Kale et al., 2003; Schiereck et al., 2009; Ismail, 2010; Bao and Edmans, 2011; Golubov et al., 2012; Wang et al., 2014)



图 1-1 2009 年 - 2014 年聘请财务顾问的并购次数和比例

展开了一系列研究。部分文献认为财务顾问在并购中可以降低信息不对称程度，减少并购的交易成本，创造并购协同效应（Bowers and Miller, 1990; Kale et al., 2003; Bao and Edmans, 2011; Golubov et al., 2012; Wang et al., 2014）；也有一部分学者认为投行在公司并购中只是跟随客户指令执行命令，完成交易，对并购决策和并购绩效并没有什么实际影响（Servaes and Zenner 1996; Rau, 2000; Schiereck et al., 2009; Ismail, 2010）。但是，我国学术界尚未对该问题进行实证研究。更为重要的是，无论是对于公司在并购中选择财务顾问的动因还是经济后果，已有文献大多从投行的声誉（Bowers and Miller, 1990; Kale et al., 2003; Schiereck et al., 2009; Ismail, 2010; Bao and Edmans, 2011; Golubov et al., 2012; Derrien and Dessaint, 2015）、行业经验（Wang et al., 2014）、以前完成的服务质量（Sibilkov and McConnell, 2014）等角度进行研究，鲜有文献从投行与客户公司间关系的角度进行分析。

“关系”与金融的交叉研究近年来也已成为学术界研究的一个热点话题。“关系”广泛地存在于金融市场当中，例如，投资银行和分析师之间的关系（Dugar and Nath, 1995; Lin and McNichols, 1998），风险资本之间的关系（Bygrave, 1988; Hoch-

berg et al. , 2007), 投资银行或银行与公司间的关系 (Ljungqvist et al. , 2006; Fernando et al. , 2012; Chen et al. , 2013; 潘越和戴亦一, 2013), 投资银行相互间的同行关系 (Chuluun, 2015), 公司与公司董事会高管间的关系 (Cai and Sevilir, 2012; Ishii and Xuan, 2014) 等。除正式制度外, “关系” 等非正式制度同样会对公司和个人的决策制定及整个金融市场产生很大影响 (Uzzi, 1999; Stiglitz, 2000)。

并购作为公司最重要的投资决策和战略决策之一, 也会受到各种不同“关系”的影响。公司间董事高管之间的关系 (Cai and Sevilir, 2012; 陈仕华等, 2013; Ishii and Xuan, 2014)、公司高管与政府的联结关系 (潘红波等, 2008) 以及公司与风险资本间的关系 (Gompers and Xuan, 2009) 可能会降低不同主体间的信息不对称程度, 也可能引发各主体间的利益冲突, 从而影响公司并购的交易过程及经济后果。除了以上几种关系, 投行与公司通过业务合作会建立起一种长期关系, 作为投行和公司拥有的一种专用性资产 (James, 1992)。已有文献证明, 投行-公司间关系有利于投行获得之后的 IPO、SEO 承销业务和贷款业务, 降低以后的承销费用和贷款成本 (Drucker and Puri, 2005; Ljungqvist et al. , 2006; 潘越和戴亦一, 2013), 同样也会影响公司股东价值 (Fernando et al. , 2012)。那么, 如果投行作为财务顾问参与上市公司并购, 投行-公司间关系也可能会影响公司并购。我国又是一个典型的关系型社会 (陆铭、李爽, 2008; 李培馨等, 2013), 关系文化和关系社会资本显现出强连带性、功能复用性、频发义务性等三个特征, 相对于西方社会资本的弱连带性、功能单一性、偶发义务性特征有显著差异 (边燕杰和张磊, 2013)。因此, 我国的这一现实背景为本书从关系的角度研究公司并购问题提供了绝佳土壤。



基于以上文献和现实背景,本书提出如下三个问题:第一,投行-公司间关系是否会影响公司选择不同投行作为并购财务顾问?第二,投行-公司间关系是否影响公司并购的经济后果?第三,投行-公司间关系对公司并购经济后果的作用机制是什么,即投行-公司间关系是否影响了并购的交易特征?

1.1.2 研究意义

本书的研究具有重要的理论意义和实践价值,主要体现在以下几个方面:

(1) 理论意义

第一,本书研究了公司在并购中选择不同财务顾问的动因及经济后果等问题,丰富了金融中介与公司并购的相关文献。对于财务顾问在公司并购中发挥了怎样的作用这一问题,大多数研究较为关注投行的声誉、能力、行业并购经验等对公司并购产生的影响(Bowers and Miller, 1990; Kale et al., 2003; Bao and Edmans, 2011; Golubov et al., 2012; Wang et al., 2014),较少有文献从投行-公司间关系的角度来研究财务顾问选择的动因及其经济后果。

第二,本书研究了投行-公司间关系对投行并购业务和公司并购交易的影响,拓展了“关系”与金融领域的交叉研究。一方面,投行-公司间关系如何影响投行业务的文献大多集中于投行IPO、SEO承销和商业银行贷款等领域,对投行并购业务领域的研究很少;另一方面,关于“关系”如何影响并购经济后果的现有研究主要从公司间董事高管之间的关系(Cai and Sevilir, 2012; 陈仕华等, 2013; Ishii and Xuan, 2014)、公司高管与政府的联结关系(潘红波等, 2008; 李善民等, 2009)以及公司与风险资本间的关系(Gompers and Xuan, 2009)等方面进行考



察,鲜有文献从投行-公司间关系的角度进行分析。本书分析了投行-公司间关系如何影响投行业务、公司并购的经济后果及交易特征,提供了“关系”在金融市场中发挥作用的新证据。

第三,本书结合中国的关系型社会背景,首次实证研究了我国上市公司选择财务顾问的动因及其经济后果。由于我国的财务顾问制度是在2008年证监会下发《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》后才得到规范,起步时间较晚,因此关于公司在并购中如何选择财务顾问及其经济后果的实证研究都是针对西方发达资本市场,国内对于该领域的研究尚存在空白。随着我国上市公司越来越多地聘请财务顾问参与并购交易,我国学术界也应该对该领域的问题有所探究。本书从关系的角度研究了我国上市公司如何选择并购财务顾问及其经济后果等一系列问题,为国际学术界提供了来自转型经济国家的实证证据。

(2) 现实意义

第一,对于监管部门而言,了解我国上市公司选择财务顾问的原因及其经济后果,有助于相关部门健全与公司并购以及财务顾问相关的法律法规及管理办法,提高对公司和券商投行的监管效率。与国外成熟的资本市场不同,我国近年来才开始重视投行券商等金融中介在公司并购中的作用。证监会于2008年颁布了《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》,明确指出财务顾问的业务许可条件以及业务规则,强调了财务顾问在上市公司并购中的作用。并且,国务院2014年也印发了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,提出要促进兼并重组更加市场化。在这一背景下,加深对我国投行并购财务顾问业务的了解有助于监管部门制定更加符合现实需求的政策。如果投行和公司间的长期关系对投行和公司并购都有益,那么政府部门在规范并购重组财务顾问业务活动时,可以鼓励公司与投行建立长期关系,同时对