

SSEResearch

上 证 研 究

《上证研究》2003 年第1輯

- (1) 外资并购及其价值取向
- (2) 中国上市公司并购绩效实证研究
- (3) 并购重组是否创造价值——中国证券市场的理论与实证研究
- (4) 中国上市公司购并动机：治理因素分析
- (5) 中国上市公司购并动机：基于利益相关者利益均衡分析
- (6) 香港上市公司并购活动的趋势

1

復旦大學出版社

上 证 研 究

二〇〇三年 第一辑

上海证券交易所研究中心



復旦大學 出版社

图书在版编目(CIP)数据

上证研究. 2003 年. 第 1 辑 / 上海证券交易所研究中心编. — 上海: 复旦大学出版社, 2003. 7
ISBN 7-309-03642-5

I. 上... II. 上... III. 证券交易-资本市场-研究-中国-2003 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 039702 号

上证研究(二〇〇三年第一辑)

上海证券交易所研究中心

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编: 200433

86-21-65118853(发行部); 86-21-65109143(邮购)

fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

责任编辑 徐惠平

封面装帧 孙曙

总编辑 高若海

出品人 贺圣遂

印刷 句容市排印厂

开本 787×1092 1/16

印张 15.25

字数 409 千

版次 2003 年 7 月第一版 2003 年 7 月第一次印刷

印数 1—2 000

书号 ISBN 7-309-03642-5/F·781

定价 28.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

主	编	朱从玖		
副	主	编	方星海	胡汝银
编	委		施东晖	刘 逖 傅 浩
			卢文莹	王风华 张卫东

目 录

外资并购及其价值取向	1
上海证券交易所 卢文莹	
中国上市公司并购绩效实证研究	20
南京大学管理科学与工程研究院课题组	
并购重组是否创造价值——中国证券市场的理论与 实证研究	61
南开大学课题组	
中国上市公司购并动机：治理因素分析	131
浙江大学课题组	
中国上市公司购并动机：基于利益相关者利益均衡 分析	158
东北证券课题组	
香港上市公司并购活动的趋势	187
香港大福证券课题组	

外资并购及其价值取向*

上海证券交易所 卢文莹

内 容 摘 要

外资要将本土企业做大做强,必须依靠收购与兼并进行行业的整合。而兼并与收购顺利实行的前提,是一个健康有效的资本市场。中国资本市场正日益向国际资本开放,跨国公司为了能够迅速打入国内市场,最有效的途径就是通过控股本地公司,最好是上市公司,从而实现快速本地化的目的。外资并购通常是采用股权收购和资产重组的方式,外资并购重组上市公司,是资本市场一个双赢的选择。随着外资的行业准入,斥巨资进行行业内和跨行业的大规模购并也将成为2003年购并市场的亮点,并将成为理论和实务界共同面对的热点问题。研究外资并购之动机不难发现,这些国际巨头是想通过并购千方百计地扩大中国市场占有率,这里面存在着一个强强联合或者资本运作的潜在机会。文章运用事件研究法(Event Study)考察证券市场对于并购信息的反应。同时通过国内外并购案例的分析得出结论,随着市场的日趋规范,依靠包装及概念炒作等形式上的操作虚增企业价值的时代将成为过去。如何在规范的市场环境下实现真正的“ $1+1>2$ ”,并购对象的选择及价值分析就成为首要问题。

* 本文作者为上海证券交易所高级研究员;上海交通大学管理学院博士生穆启国对此文也有贡献。

目 录

1 问题的提出及文献回顾	3
1.1 国外有关并购文献综述	3
2 我国外资并购的现状	5
2.1 外资并购与资本市场的开放	5
2.2 外资并购的价值取向及战略调整	8
2.3 外资并购与国有资产的退出	9
2.4 外资并购与民营企业	10
3 实证研究	11
3.1 研究方法——事件分析法	11
3.2 国外并购的案例分析	16
4 结语	18
参考文献	19

1 问题的提出及文献回顾

并购,对人们来说并不陌生。与并购意义相关的三个概念是合并、兼并、收购。合并(Consolidation)指两个或两个以上企业合成一个新的企业,特点是伴有产权关系的转移,多个法人变成一个法人。兼并(Merger)相当于我国《公司法》中的“吸收合并”,A公司兼并B公司,A保留,B公司解散,丧失法人地位。收购(Acquisition)指A公司通过出资入股,达到对目标B公司的控制,同时A公司的法人地位丧失或转移。从经济意义上而不是法律意义上讲,这三种方式通常并无大的差别。我们经常讨论的并购(M&A)系指上述三个概念的全部或部分含义。并购的实质是在企业控制权运动过程中,企业主体依据企业产权所做出的制度安排而进行的一种权利让渡行为。并购活动是在一定的财产权利制度和企业制度条件下进行的,在并购过程中,企业通过出让所拥有的对企业的控制权而获得相应的收益,企业则通过付出一定代价而获取这部分控制权。企业并购的过程实质上是企业权利主体不断变换的过程。

1.1 国外有关并购文献综述

对并购的动机和效果的分析从西方金融学可以得到理论依据,对并购动机的解释主要有效率理论(Efficiency or Synergy Theory)、自负假说(Hubris Hypothesis)和代理问题(Agency problems)。其中,效率理论认为公司并购能够给社会收益带来一个潜在的增量,而且能够提高交易参与者的效率。这一理论包含两个基本的要点。

(1) 公司并购活动的发生有利于改进管理层的经营业绩。与正常增长相比,收购加速了公司增长,管理者的待遇通常与公司大小成正比。实际上,这可能是收购背后的动机之一。弗斯(Firth, 1991)提供的证据便与这种管理者的自身利益相一致。通过1974—1980年期间171例英国收购的样品,弗斯发现,在股市受欢迎的收购,都导致管理者待遇的可观增加。即使在竞购宣布期间非正常收益为负值的收购,似乎都可使高级管理层受益^①。善意收购的这些优势导致善意收购较敌意收购较易达成良好的并购条件和取得并购的成功。Stulz (1988)认为当管理者的股份达到50%时,敌意收购的可能性几乎是零^②。Maloney等(1993)研究发现,高杠杆企业的经理人更加可能进行财富增加的收购;Barry等(1984)认为小企业的MBO给市场带来的惊奇更大。

(2) 公司并购将导致某种形式的协同效应(如经营协同效应、财务协同效应以及规模效应等)。自负假说是用来解释主并公司并购目标公司支付的溢价的一种假设。而詹森和梅克林(Jensen和Meckling 1976)则认为兼并可以降低代理成本。债务代理成本的存在是因为在发行完债务后,公司可能会转向风险更大的投资,并由于权益的选择性,使得财富从债务人处转移至股东处。如果一个公司的有形资产多,那么这些资产就可被用作抵押,以减少债务人承担债务代理成本的风险。另外当管理者只拥有少量的公司股份时,便会产生代理问题,部分所有权可能导致管理者工作缺乏动力并且或者进行额外的消费,因为拥有绝大部分股份的所有者将承担大部分的成本。按照上述金融理论,收购的决策应以增加股东的财富为目的。收购怎样与这一测试相符合呢?如果能展示股东更富裕了,他们股票的价值因为收购而增加了,那么可以满足这一测试要求。虽然从概念上说简单,实际上这个测试包括多项问题。

首先,需要一个基准来判断价值的增加。其次,要确定对财富的增加进行评估的时间尺

① 《兼并与收购—收购成功之评估》<http://203.207.171.4/newgdnet/knowledge/manage/9/bg13.htm>.

② John j. Meconnell & Servaes, Henri. "Additional evidence on equity ownership and corporate value", Journal Financial Economics 27(1990)595—612 North-Holland.

度。对于现金收购,这不是什么问题,因为目标公司的股东接受的是现金,他们的收益是“锁定”的。而对于股票交换,接收时看起来有吸引力的交易,其结果可能变成一场灾难。收购方在现金和股票支付方式之间的选择(参见表 1-1)易受股市状况影响。在牛市中似乎使用股票的比例上升。其他因素可能也会影响支付方式的选择。会计、税务和金融策略这些因素也与此选择有关^①。对于收购方公司的股东,无论支付方式如何,重要的是长期效果。对于长期业绩的衡量,基准的问题更为严肃一些,因为对一个较长阶段使用不恰当的基准时,会使问题变得复杂化。

表 1-1 国外主要的收购支付方式

收购方出价	目标公司股东得到
现金	交换他们所持股票的现金
股票交换	特定数量的收购方股票
现金认购的股票出价 (卖主出售)	收购方的股票,然后卖给商业银行套现
债券	换取他们所持股票的债券/公司债券
可转换债券或优先股	可在指定日期后按预先设定的转换率,转换成普通股的债券或优先股
递延支付	根据业绩标准,部分报酬在指定日期后支付

兼并类型与兼并后业绩关系,收购方的长期业绩在美国的并购文献中一直称得上是激烈争论的对象。富兰克等人(1991)认为,收购方股东的长期回报为负值是因为存在规模效应的基准,即市场模型中的市场回报不恰当所致。他们使用另外的基准,根据收购公司的规模大小进行了明确的修正,结果发现收购方的兼并后业绩是中性的。然而,阿格拉瓦等人(Agrawal,1992)反驳了该结论,并提出证据称富兰克等人的结果对于不同的时间期限无效。罗德里(Loderer)和马丁(Martin,1992)大体上证实了富兰克等人的结论,不过在他们的研究中,收购方的回报也随观测期的不同而变化。对收购业绩的会计评估得出的结果,雷温克拉夫(Ravenscraft)和谢里尔(Scherer,1987)认为,收购并不能提高营运利润。另一方面,希里等人(Healy,1992)使用现金流而非应付账款作为业绩衡量,利用包括 50 例大型收购的样本,发现兼并后的公司相对于其行业,资本生产率有显著的提高,导致更高的营运现金流回报。此外,在兼并后营运现金流的增加与兼并宣布期间的非正常股票回报之间,存在强烈的正相关,表明兼并公司的股票重估是基于效益改善的预期。曼生等人(Manson,1994)对于一份 38 家英国接管样本重复了希尔等人的方式,这些接管是在 1985—1987 年间完成的。据曼生等人的报告,兼并导致营运现金流提高,而且现金流的增加是与竞购期间两公司的非正常回报总值正向相关,这意味着股市正确地预测并兑现了预期中的收购所致现金流增长。虽然这项研究所使用的现金流的具体衡量标准(营运现金流而不是股东可用现金流)也许值得质疑,但这项研究抵消了通常是一边倒的会计观点,即兼并是失败的。使用现金流衡量业绩也克服了早期研究所使用的自然增长利润衡量方法的缺点^②。根据(Boyan Jovanovic & Peter L. Rousseau,2002)并购的 Q 理论,公司的投资比率应随着 Q 值而提高,公司的 M&A 会使得 Q 值增大,主要是由于 M&A 是一项高固定成本和低边际成本的活动。公司会花费一些现金在收购方面而不是用于内部投资,是因为并购可以创造一些自由的现金流^③。

① 《兼并与收购·支付收购》<http://203.207.171.4/newgdnet/knowledge/manage/9/bg11.htm>.

② 《兼并与收购·收购成功之评估》<http://203.207.171.4/newgdnet/knowledge/manage/9/bg13.htm>.

③ Boyan Jovanovic & Peter L. Rousseau, 'The Q-Theory of Mergers' Work Paper8740, <http://www.nber.org>.

兼并的创造潜力依赖于其具体类型。许多研究者调查了具有规模经济潜力的兼并公司的相关业务兼并,比无关的混合兼并好。桑德萨那姆等人(1993)认为迄今为止按股东回报的证据仍无结论。按会计效益来看,胡弗斯(Hughes,1993)从一系列经验研究总结的证据表明,混合兼并比横向兼并结果好。他声称导致这一结果的原因之一是横向兼并会产生更严重的兼并后整合问题。因而,兼并类型对兼并后表现的影响,仍有待进一步探讨^①。并购中经常被忽略但却十分关键的人的因素——公司不只是产品,它是由人组成的!学会循序渐进的方法以避免人的因素破坏你的并购交易。正如克拉林格(2000)所说的,收购与兼并可以是一扇使公司获得非凡成长的大门,也可以是一枚将本可盈利的公司拖入水下的铁锚^②。

2 我国外资并购的现状

2.1 外资并购与资本市场的开放

随着中国加入 WTO,我国经济将在更大范围和更深层次上加速融入到全球化中。通过并购方式实施跨国经营和全球扩张,已成为国际资本流动的主要选择和企业发展壮大的重要途径。并购资本流入份额增加,股权投资规模扩大。在未来五年内,中国外资引进规模可望达到 500 亿美元,平均年增长率在 17% 以上。这一方面是因为中国加入 WTO 后,外资引进出现了新的形势,外资利用领域在拓宽;另一方面,以并购为代表的新的方式出现,也将加速中国引进外资的步伐^③。可以预见,未来几年,中国将掀起新一轮外资并购浪潮。而在这轮外资并购浪潮中,中国企业中最优秀、最活跃的部分——上市公司必将成为热点,外资并购概念将在中国资本市场形成一个新的热点。

我国政府近年来在吸引外资方面的一个重大政策性变化:外资,特别是跨国公司进入中国,可以通过参股、控股或者除个别行业外整体兼并收购企业的方式进行。中国吸收外资的方式正在从传统的合资合作向兼并收购的方向发展。2002 年 10 月份以来,《上市公司收购管理办法》、《关于向外商转让上市公司国有股、法人股有关问题的通知》和《引入合格的境外机构投资者》等政策相继出台,明确外资可以并购国有大中型企业,进一步对外资并购提供法律方面依据和可操作程序,从而扫除外资并购内地上市公司的最后障碍。这一系列政策的制定和出台意味着在允许外商投资的领域内,外商投资企业进入中国资本市场的道路已基本畅通。

从我国国内企业并购来看,并购规模呈上升趋势。2002 年国内企业并购交易总值 300 多亿美元,名列亚洲区前茅。根据 Credit Suisse First Boston 的统计,中国的并购额在过去 5 年以内以每年 70% 速度增长,中国已成为亚洲第三大并购市场。按照该公司的估计,从 1998—2001 年,中国国内并购发生了 1 700 起,金额为 1 250 亿元人民币。外资并购国内企业 66 起,金额为 66 亿元人民币。外资并购日趋活跃,以外商在华投资企业间整合调整为主。A 股上市公司并购活跃,中资企业并购外企数量少,且仍以海外上市公司并购为主^④。至 2002 年 6 月底,根据 Wind 资讯整理,沪深 AB 股中已有 75 家上市公司拥有非流通的外资法人股(参阅表 2-1、2-2、2-3),其中沪市 38 家,深市 23 家;B 股沪深市共 14 家。在走向国际化的进程中,有着强烈提升产业发展需求的一大批上市公司,已对外资并购跃跃欲试。外

① 《兼并与收购·收购成功之评估》<http://203.207.171.4/newgdnet/knowledge/manage/9/bg13.htm>.

② [美]克拉林格:《兼并与收购:交易管理》,中国人民大学出版社 2000 年版。

③ “并购将加速引资步伐”,《中国证券报》2002 年 5 月 20 日。

④ 王轲真,“并购重组进入快速发展时期,上市公司机遇难得”[中财网]2002 年 7 月 19 日,<http://business.sohu.com>.

资并购主要是通过控股权的变更以获得单个企业的控股权并向整个行业渗透,或通过购买境内外资股和法人股乃至通过二级市场购买中国股票以达到收购的目的。而中国入世后,随着对外企控股比例限制的逐步取消,外资企业无论在上市还是在并购范围方面都面临更大的选择空间。

表 2-1

证券代码	证券名称	总股本	非流通外资股(深市 A)	外资持股比%
000005	世纪星源	70 866.13	24 476.75	34.539 42
000017	ST 中华 A	47 943.3	11 245.34	23.455 49
000021	深科技 A	73 293.21	12 218.7	16.670 98
000024	招商局 A	47 639.6	5 230.225	10.978 73
000033	新都酒店	28 772.35	8 820	30.654 43
000037	深南电 A	54 796.6	11 353.13	20.718 67
000038	深大通 A	9 048.6	3 210.57	35.481 4
000039	中集集团	34 020.14	8 336.648	24.505 04
000068	赛格三星	78 597.05	16 795.77	21.369 47
000070	特发信息	25 000	2 345.14	9.380 56
000411	ST 凯地	11 525	2 652.1	23.011 72
000429	粤高速 A	125 711.8	3 000	2.386 411
000504	赛迪传媒	31 157.39	1 152.49	3.698 929
000542	TCL 通讯	18 810.88	4 702.72	25
000557	ST 银广夏	50 526.14	452.779 6	0.896 129
000660	南华西	13 291.33	241.933	1.820 232
000681	远东股份	19 875	5 430.78	27.324 68
000726	鲁泰 A	27 079	3 789.5	13.994 24
000813	天山纺织	36 345.6	9 173.304	25.239 1
000828	福地科技	116 468.4	29 117.09	25
000835	隆源双登	5 400	1 731.78	32.07
000913	钱江摩托	28 346	6 300	22.225 36
000970	中科三环	23 490	3 275.343	13.943 56

资料来源:根据 Wind 资讯整理。

表 2-2

证券代码	证券名称	总股本	非流通外资股(沪市 A 股)	外资持股比%
600061	中纺投资	28 701.2	3 099.6	10.799 55
600111	稀土高科	40 367.4	4 900	12.138 51
600172	黄河旋风	26 800	4 100	15.298 51
600183	生益科技	49 078.13	12 715.77	25.909 25

外资并购及其价值取向

(续表)

证券代码	证券名称	总股本	非流通外资股(沪市 A 股)	外资持股比%
600198	大唐电信	43 898.64	3 365.992	7.667 645
600210	紫江企业	54 640.01	13 660.31	25.000 57
600221	海南航空	73 025.28	10 804.32	14.795 31
600226	升华拜克	25 349.41	1 875.479	7.398 51
600262	北方股份	17 000	4 278	25.164 71
600267	海正药业	24 960	240	0.961 538
600285	羚锐股份	10 036	1 249.452	12.449 7
600300	维维股份	33 000	8 280	25.090 91
600313	中农资源	25 220	35	0.138 779
600315	上海家化	27 000	7 600	28.148 15
600319	亚星化学	31 559.4	8 175.112	25.903 89
600320	振华港机	45 650	9 794.4	21.455 42
600337	美克股份	9 208	1 302	14.139 88
600380	太太药业	27 108	5 027	18.544 34
600383	金地集团	27 000	6 140	22.740 74
600530	交大昂立	20 000	1 650	8.25
600555	茉织华	43 450	9 432.876	21.709 73
600607	上实联合	30 651.24	6 886.883	22.468 53
600634	海鸟发展	8 720.728	2 227.685	25.544 71
600646	ST 国嘉	17 970.99	5 141.184	28.608 24
600660	福耀玻璃	45 239.46	19 075.61	42.165 86
600696	利嘉股份	26 197.36	11 308.51	43.166 6
600718	东软股份	28 145.17	7 048.882	25.044 73
600757	华源发展	47 214.42	2 555.28	5.412 075
600759	PT 琼华侨	20 855.2	1 267.2	6.076 183
600767	运盛实业	34 101.02	15 741.56	46.161 56
600781	民丰实业	17 759.29	5 384.95	30.321 88
600782	新华股份	19 322.04	3 237.882	16.757 46
600789	鲁抗医药	36 475.42	6 365.887	17.452 54
600819	耀皮玻璃	48 750	8 139.909	16.697 25
600851	海欣股份	50 293.75	2 758.063	5.483 908
600854	春兰股份	51 945.9	7 592.401	14.615 98
600855	航天长峰	16 008	4 002	25
600894	广钢股份	68 618	17 152	24.996 36

表 2-3

证券代码	证券名称	总股本	非流通外资股	外资持股比 %
200017	ST 中华 B	47 943.3	11 245.34	23.455 49
200024	招商局 B	47 639.6	5 230.225	10.978 73
200037	深南电 B	54 796.6	11 353.13	20.718 67
200039	中集 B	34 020.14	8 336.648	24.505 04
200041	深本实 B	6 050	1 528.692	25.267 64
200053	深基地 B	23 060	5 118	22.194 28
200429	粤高速 B	125 711.8	3 000	2.386 411
200512	闽灿坤 B	45 093.75	32 906.25	72.972 97
200726	鲁泰 B	27 079	3 789.5	13.994 24
900918	耀皮 B 股	48 750	8 139.909	16.697 25
900945	海航 B 股	73 025.28	10 804.32	14.795 31
900947	振华 B 股	45 650	9 794.4	21.455 42
900955	茉织华 B	43 450	9 432.876	21.709 73
900917	海欣 B 股	50 293.75	2 758.063	5.483 908

资料来源:根据 Wind 资讯整理。

2.2 外资并购的价值取向及战略调整

20 世纪 80 年代中后期外资开始收购国有中小型企业或亏损企业。进入 20 世纪 90 年代以来,外商一般不愿收购亏损企业,目标转向效益好的大中型骨干企业,或在原有合资企业基础上由参股变成控股。一些跨国公司通过出售在华企业而调整在华项目结构,通过收购与兼并而实现在华投资的扩张。出售投资项目有三种情况:即业务重组撤出、获利撤出和亏损撤出。一些跨国公司在经历了巩固阶段之后,已经进入扩张的新阶段,收购兼并成为这一阶段的主要扩张战略。跨国公司在华竞争的激烈程度远远超出了人们的预想。事实上,上述行业跨国公司在华的竞争就是国际竞争^①。这种发展势头有增无减,特别是在我国加入世界贸易组织后,发展的广度和深度会较以往更大并形成一种不可逆转的趋势。这种外资并购作为外资方具有战略意义,作为中方的上市公司成为外资关注的焦点,其投资价值是毋庸置疑的。同时也可以预见今后我国的企业并购和重组,在很大程度上为这一基本动向所左右,其动机和目的也将是通过提高行业和企业竞争力来迎接入世带来的挑战或机遇。摩根士丹利公司认为在未来 10 年中,中国将在国际资本市场筹集资金 2 000 亿美元以推动大型国企的改造重组,这样也极大地刺激境外企业的并购欲望。

从中国政策环境及目前已有的产业整合案例看,外资青睐的对象主要是:

——行业龙头企业。跨国公司进入中国,通常选择规模较大、具良好品牌和销售网络的生产技术的企业作为并购或合资目标。国内资本市场上汽车类上市公司基本上都具有合资性的概念,但汽车零部件上市公司出现并购的可能将更大。

——股权结构分散的企业。跨国公司在并购中倾向于掌握公司控制权,因此在许多其他条件相近的背景下,它们通常会偏好股权结构分散、治理结构规范的公司。从股权结构

^① 摘自《南方周末》<http://www.snweb.com.cn/gb/market-daily/2001/10/27/g1027007.htm>。

看,民营企业是外资并购青睐的对象。

——金融服务业。我国对金融服务业的限制比较严格,外商只能选择在不超过股权比例的前提下进行并购活动,或采取先合资合作,然后再视过渡期和股权限制比例解除后再进行并购。外资在并购企业方面的限制也必定会随着市场的逐步放开而解除。不仅资本经常项目下的行业领域逐步放开,而且资本市场也将对外资逐步开放,外资不仅可以从事金融行业,而且外商投资企业还可以上市,外资在未来的收购兼并市场中必然大有可为。

——进入限制少、壁垒低的行业。比如:零售业。到目前为止,世界前50家零售商中的70%,已在我国设立了合资公司。全球零售业三巨头沃尔玛、家乐福、麦德龙,今年也都加快了各自在华的发展速度,拓展网络规模,扩大市场份额。研究表明,从目前外资介入的动向看,经济发达的大中型城市特别是这些地区的上市公司,将由于集地域、资金、规模优势于一身,而成为外资介入的首选方向。

——考虑成本优势,跨国公司将其制造中心迁移到中国,发挥中国劳动力相对便宜的优势。比如:电子行业、家电制造业。应该承认,家电制造业在我国是市场化程度最高,也是和国际市场接轨最早的领域。目前,我国家电业无论在生产能力还是在品牌方面,集中度已相当高,主流厂家的规模都已跻身世界前列。但是,由于在关键零部件和关键技术上未能获得控制地位,我国家电业在低附加值生产环节上恶性竞争的市场结构没有得到根本改变。因此,子行业、家电制造业,尤其是行业中的龙头企业,可能成为外资并购多发区。

从跨国公司与我国高科技企业竞争来看,其争夺重点发生了新的变化,由对人才的争夺已转向直接对企业的争夺,许多具备良好发展前途的国内高科技企业被外来资本投资、入股、参股、控股、收购、兼并。获取先进技术:企业的技术实力是决定竞争结果的重要因素。收购兼并、合资等是掌握最新技术,保持产业领先地位或介入其他产业的重要途径,由此也推进了产业整合。从对近年来国外创业公司的发展情况看,高技术公司采取收购兼并(M&A)方式做大的数量,远远超过选择首次公开上市(IPO)方式的数量。

另外从证券市场来看,在外资并购上市公司时限制比较严,外资获准渠道、方式都须与资本开放的进程紧密相连。随着市场的逐步开放,许多上市公司已涉足与外资的联合。格林柯尔入主科龙电器、航空业已经允许外资通过购买股票等方式投资民用航空业,并允许外资持股超过49%。另外,随着外资逐步介入我国证券投资基金和其他行业,将明显改善我国上市公司质量,从根本上提高我国证券市场的吸引力。

外资在实施全球战略中最重大的举措是跨国购并和跨国战略联盟。战略调整和业务重组,是跨国收购兼并的基本原因,收购兼并则进一步推动了战略调整和业务重组。公司进行国际性收购有多种战略或战术的原因:(1)成长导向:脱出小的国内市场,扩大所服务的市场范围、以实现规模经济。(2)取得投入:取得原材料以确保稳定的供应,取得技术,取得最新发明创造,取得廉价而有效率的劳动力。(3)利用独特的优势:利用公司的品牌、声誉、设计、生产和管理资源。(4)防御:在多项产品与多个市场分散经营,以减低盈利的波动性,减低对出口的依赖性,避开本国政治与经济上的不稳定性,与外国竞争者在它们的本土展开竞争,以绕开东道国的保护性贸易壁垒。(5)应客户需要:为本国客户的海外下属机构提供服务,如银行和会计师事务所。(6)机会主义:博取短期优势,如有利的汇率使境外收购价格低廉。

2.3 外资并购与国有资产的退出

“十五”计划纲要中明确提出,除关系国家安全和经济命脉的重要行业或企业必须由国家控股外,取消对其他企业的股权比例限制,鼓励外资特别是跨国公司参与国有企业的改组改造,积极探索采用收购、兼并、风险投资^①……要使国有股在境外转让和外资收购规则合

^① <http://www.longhoo.net/k/ca157178.htm-21k>.

理化。逐步放宽对外资持股比例的限制,除了少数国民经济命脉的产业须由中方控股外,许多产业都可以允许外商持股超过 49%^①。

阿尔卡特控股上海贝尔、格林柯尔入主科龙电器以及轻骑集团与印尼国际财团进行战略重组,法国达能并购上海梅林所属子公司正广和饮用水有限公司 50% 股权等,说明海外跨国公司成为国内企业购并舞台上最活跃的角色。服务业,特别是银行业开始私有化,一波收购与兼并、公司重组的浪潮已成为现实。尽管成功并购的收益已众所周知,例如增加股东价值、进入新市场、增加收益、扩大经济范围和作用、获得税务优待等。但由于资源有效性、会计标准、所有权及法律机制等因素,成功在中国进行兼并与收购也面临着巨大的挑战。因此,完善关于收购兼并的法规,是当务之急。

交易出售是各国国有资产退出的重要途径,培育资本顺畅流动的并购和产权交易市场是实现产业结构调整和优化资源配置的重要手段。在目前国有股不能上市流通的前提下,国有股必须按照有进有退,有所为有所不为的原则,减少国家持股比例。自 20 世纪 50 年代以来,西方国家根据股权分散化程度已将控股比例降到 20%—30%,目前又降至 10% 左右。而我国上市公司的国有控股比例仍定在 50% 以上。跨国公司具有先进的技术,成熟的管理模式,有效的市场评价体系。如果允许外资、特别是跨国公司以适当的方式收购国有控股的上市公司部分国有股,不仅可以改变一些上市公司的股权结构,促进公司经营机制的转变,规范公司行为,提高公司的运作效率与公司的经济效益;通过外资参股并购中国的上市公司,以达到国有股减持稳步进行的目的,进而解决阻碍我国证券市场发展的同股不同价的双轨制问题,同时也有利于我国证券市场的繁荣和发展。

2.4 外资并购与民营企业

中国加入 WTO 使充满活力的中国民营企业面临一次收购兼并的宝贵机遇和挑战。民营企业的发展以及正在进行的经济结构调整都为外资并购提供了积极的驱动力,而国内企业希望进入国际市场、获得先进技术、提高企业竞争能力的冲动也为双方的合作奠定了基础。随着企业会计制度改革、国内公司治理结构的进一步改善,中国国内的外资并购市场将越来越大,越来越充满活力。素以资本运作为专长的摩根士丹利在参股民营企业频出重手,归纳其已参股的企业的点我们不难发现,不论时风农用车、恒安国际集团或是南孚电池,均是民营企业,这可能是大摩在华投资的新动向。内地在百多只香港上市的红筹股及 H 股中,目前只有约 10 只股价较首次公开招股价为高,相比之下,20 只民企股中,有 17 只股价高于首次招股价,不少已升越 1 倍。瑞银华宝执行董事兼中国部研究主管张化桥表示,该行 2001 年 1 月设立的民营企业指数至今累积下跌 12%,表现较恒生指数在同期跌幅 40% 为佳。可以推测,随着外资投资和跨国公司进入中国,民营企业将成为跨国巨头们瞄准的目标。

中国的民营企业入世之后的中国企业收购兼并中最活跃的成分,是国际资本进入中国获取高速发展带来的巨额利润的最佳载体^②。在浙江,如今成气候的民营企业无一无不想做大,这就需要通过收购兼并并且不断调整其资本和资产组合,获得新的资源和能力。而这些资源和能力不单单是指资金,而资金以外的东西却是目前国内股市难以提供的。这些想做大的老板们最想从收购兼并中引进的是好的治理机制和管理经验,为此他们可以让出控股权,并不以“一股独大”为喜为念。2002 年温州一服装企业释出 50% 股权给意大利一家企业就是很好的例子。

^① 来源:《粤港信息日报》<http://business.sohu.com>。

^② 国内知名的投资银行家胡云耿作为上海原富明畅投资咨询有限公司首席执行官,对长江三角洲,特别是浙江的民营企业进行了将近四年的考察研究后得出结论。

3 实证研究

3.1 研究方法——事件分析法

在实证研究中经常用到事件分析法来研究某一特定的经济事件对公司的价值或者对市场会产生什么样的影响。事件分析法在财务和金融中也有很多运用,例如研究公司的兼并和重组,债券或股票发行,某一个政策消息的宣布等等,甚至在其他领域,如法律和经济,也常常用到事件分析法。

最初提出事件分析法的是 James Dolley, 1993 年他发表了一篇用事件分析法研究股票拆分对股价影响的论文。从 20 世纪 30 年代早期到 60 年代末的几十年中,对事件分析法的研究越来越深入。到 60 年代末, Ray Ball 和 Philip Brown (1968) 以及 Eugene Fama 等人 (1969) 最终确定了我们现在所使用的进行事件研究的基本方法,其后,事件分析法又不断得到改进和完善。

使用事件分析的方法首先要确定所要研究的事件,以及该事件的影响力所覆盖的时间区间。这个时间区间一般被称为事件发生期(Event Window),它至少要包括事件发生日以及事件发生后的日子。如果怀疑事件发生之前消息有泄漏,那么还应该包括事件发生前的日子。

通常我们用超常收益率(Abnormal Return)AR 作为事件影响力大小的衡量。一般将未考虑到事件发生的期望收益率定义为正常收益率。如,第 i 个证券在事件发生日 t 的超常收益率为

$$AR_t = R_t - E(R_t | X_t) \quad (1)$$

其中, AR_t , R_t , $E(R_t | X_t)$ 分别为时间点 t 的超常收益率、实际收益率和正常收益率。而正常收益率的计算依赖于模型的选择,常用的模型有两种——平均收益率为常数的模型(Constant Mean Return Model)和市场模型(Market Model)。本文选择市场模型计算正常收益率。

3.1.1 市场模型

对于任意一个证券 i , 其市场模型为

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad \text{Var}(\epsilon_{it}) = \sigma_{\epsilon_i}^2 \quad (2)$$

其中 R_{it} 和 R_{mt} 分别是时刻 t 证券 i 和证券市场组合的收益率, ϵ_{it} 是残差, α_i , β_i 和 $\sigma_{\epsilon_i}^2$ 都是市场模型中的参数。定义 $t = 0$ 为事件发生日, $T = T_1 + 1$ 到 $T = T_2$ 代表事件发生区间, $t = T_0 + 1$ 到 $t = T_2$ 为估计区间(Estimation Window)。 $L_1 = T_1 - T_0$ 和 $L_2 = T_2 - T_1$ 分别是事件估计区间和事件发生区间的长度。由于 α_i , β_i 和 $\sigma_{\epsilon_i}^2$ 都是未知参数,可以利用最小二乘估计法(OLS)和事件估计区间中的数据来估计 α_i , β_i 和 $\sigma_{\epsilon_i}^2$ 的值,即

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{it} - \hat{\mu}_i)(R_{mt} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{mt} - \hat{\mu}_m)^2} \quad (3)$$

$$\hat{\alpha}_i = \hat{\mu}_i - \hat{\beta}_i \hat{\mu}_m \quad (4)$$

$$\sigma_{\epsilon_i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt})^2 \quad (5)$$

其中 $\hat{\mu}_i = \frac{1}{L_1} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} R_{it}$, $\hat{\mu}_m = \frac{1}{L_1} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} R_{mt}$ 。这样就可以得到每个证券的市场模型。

3.1.2 计算超常收益率

有了市场模型的参数估计后,就可以计算和分析超常收益率。令 AR_{it} , $t = T_1 + 1, \dots, T_2$ 为证券 i 在事件发生区间的超常收益率,那么

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}, \quad (6)$$

$$a. \text{ 超常收益率具有方差 } \sigma^2(AR_{it}) = \sigma_{\epsilon_i}^2 + \frac{1}{L_1} \left| 1 + \frac{(R_{mt} - \hat{\mu}_m)^2}{\sigma_m^2} \right| \quad (7)$$

它由两部分组成,一部分是市场模型的方差 $\sigma_{\epsilon_i}^2$,而另一部分来自于估计 α_i , β_i 的样本偏差。在零假设 H_0 下,事件应对收益率的行为模式(均值或方差)不产生影响,证券在事件发生区间的某个观察点的超常收益率应服从零均值的正态分布,即

$$AR_{it} \sim N(0, \sigma_{AR_{IT}}^2) \quad (8)$$

b. 超常收益率的加总

为了得出事件对某个证券价格总的影响或对市场的平均影响,我们还必须考察超常收益率的加总。单个证券的超常收益率在时间上的加总就是该证券的累积超常收益率(cumulative abnormal return)。定义 $CAR_i(t_1, t_2)$ 为证券 i 在时间段 t_1 到 t_2 ($T_1 < t_1 \leq t_2 \leq T_2$) 的累积超常收益率,则

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (9)$$

c. 累积超常收益率的方差为

$$\sigma_{\epsilon_i}^2(t_1, t_2) = (t_2 - t_1) \sigma_{\epsilon_i}^2 \left| 1 + \frac{t_2 - t_1}{L_1} + \frac{(t_2 - t_1) \left| \frac{\sum_{t=t_1}^{t_2} R_{mt}}{t_2 - t_1} - \hat{\mu}_m \right|}{L_1 \text{Var}(R_m)} \right| \quad (10)$$

在零假设 H_0 下,累积超常收益率也应该服从如下正态分布

$$CAR_{it} \sim N(0, \sigma_{\epsilon_i}^2(t_1, t_2)) \quad (11)$$

3.1.3 模型的检验

a. 外资并购案例样本来源。数据来源于香港理工大学中国会计与金融研究中心和深圳市国泰安信息技术有限公司联合开发的《中国股票市场研究数据库》(China Stock Market & Accounting Research, 简称 CSMAR),该数据库按照国际标准数据库(CRSP 和 COMUSTAT)的调整技术计算个股收益率,对于上市公司的红利、配股、拆细等因素都进行了相应的调整,使得回报率数据具有可比性和可信性。另外样本选择与 WIND 资讯所提供的具有外资并购法人股的上市公司也不尽相同。

b. 单个样本结果。

● 上海贝岭(600171)。上海贝岭股份有限公司于 2001 年 10 月 24 日在上海证券报上公告:第二大股东上海贝尔有限公司通知:2001 年 10 月 23 日,上海贝尔有限公司的中方股东代表和外方股东阿尔卡特公司的代表签署了《上海贝尔公司股权调整备忘录》。双方一致同意将原上海贝尔有限公司由中外合资企业改制为外商投资股份有限公司,更名为上海贝尔阿尔卡特有限公司。阿尔卡特股东占 50%+1 股,中方股东占 50%-1 股。根据上述备忘