

外资并购我国上市公司的 财富效应研究

盛庆辉 著

Research on the Wealth Effects
of Mergers and Acquisitions of
Chinese Listed Corporations by
Foreign Investors



天津大学出版社

TIANJIN UNIVERSITY PRESS

外资并购我国上市公司 的财富效应研究

盛庆辉 著

 天津大学出版社
TIANJIN UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

外资并购我国上市公司的财富效应研究/盛庆辉著. —天津:天津大学出版社, 2012. 3

ISBN 978-7-5618-4313-0

I. ①外… II. ①盛… III. ①外资公司-企业合并-研究-中国②外资公司-收购-上市公司-研究-中国
IV. ①F279.244.3②F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 037813 号

出版发行 天津大学出版社
出 版 人 杨欢
地 址 天津市卫津路 92 号天津大学内(邮编:300072)
电 话 发行部:022-27403647 邮购部:022-27402742
网 址 publish.tju.edu.cn
印 刷 昌黎太阳红彩色印刷有限责任公司
经 销 全国各地新华书店
开 本 148mm × 210mm
印 张 7.625
字 数 220 千
版 次 2012 年 3 月第 1 版
印 次 2012 年 3 月第 1 次
定 价 18.00 元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页等质量问题,烦请向我社发行部门联系调换

版权所有 侵权必究

序

近些年来,外资并购开始在我国资本市场上掀起波澜,如凯雷并购徐工事件,引发了国内对徐工机械是否被贱卖、是否可由外方控股的激烈争论。2006年国务院发展研究中心发表的一份研究报告指出,在中国已开放的产业中,每个产业排名前5位的企业几乎都由外资控制;中国28个主要产业中,外资在21个产业中拥有多数资产控制权。一时间外资并购受到国内各界的广泛关注并成为热议的话题。

2005年我国资本市场开始股权分置改革,人民币汇率制度也进行了改革;2006年以后,我国入世过渡期结束,进入全面对外开放时期。适应新形势,我国对有关外资并购的政策法规做了进一步的调整和完善。2006年,六部委共同发布的《外国投资者并购境内企业的规定》正式实施,为跨国公司在我国国内的并购投资提供了明确的法律依据;发改委发布了我国首个利用外资的五年计划——《利用外资“十一五”规划》;2007年,商务部等五部委联合发布《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》,明确外资可通过一定规模的中长期战略性并购,投资于已完成股

改的上市公司和股改后新上市公司的 A 股;国资委颁布《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》,改变长期以来国有股东转让上市公司股份以每股净资产为基准的做法,而是以股票的市场交易价格为定价基础。由此,我国的外资并购进入了一个新的发展阶段。

正是在上述背景下,本书的作者选择了外资并购我国上市公司的财富效应进行研究。近些年来,我国有关外资并购的研究不算少,但以会计数据为基础对外资并购的微观效应进行实证研究的并不多见。本书以外资并购过程中涉及的一些利益相关者的财富效应为主线,分别研究了外资并购价格的高低导致的财富效应、外资并购事件的宣告引起的股东短期的股市财富效应、外资并购的上市公司长期绩效以及并购后上市公司进出口的变化对其进口商财富和我国外汇财富的影响,其中还包括对各种财富效应影响因素的分析。本书将外资并购和内资并购的股东财富效应及长期绩效进行了比较,将外资并购的上市公司与其同行业竞争者的股东财富效应及长期绩效进行了比较,使得研究的内容更为丰富。本书的结论建立在大量的数据分析基础上,为我国外资并购的规制提供了经验证据,具有较强的实践意义。

本书结构合理、观点鲜明、论据充分、逻辑清楚、图表文字简明扼要,研究方法丰富,规范研究和经验

研究相结合,并运用多种经验研究方法。本书的研究具有一定的创新性,如实证研究了外资并购的进出口财富效应和外资并购给目标公司竞争者财富造成的影响,丰富和发展了我国外资并购效应的研究方法和研究成果。

当然,关于外资并购财富效应的研究还有更大更深的空间,如对目标公司股东长期财富效应的研究、对外资并购的社会福利效应的研究,等等。近几年,我国企业的海外并购可谓高潮迭起,如何把外资并购的成功经验借鉴于海外并购,提高海外并购的成功率和效益,也是值得研究的领域。我相信,作者会以本书的出版为新的起点,在今后的研究中不断取得新的进展。

耿建新

2011年12月于中国人民大学

前 言

虽然长期以来跨国公司主要以新建投资的方式进入我国,采用跨国并购的方式较少,但近年来美国凯雷并购徐工和法国达能并购娃哈哈等大规模外资并购活动连续出现,外资并购的相关话题引起了国内各界的热烈讨论。为引导和规范外资并购健康发展,全面深入剖析外资并购对我国方方面面产生的效应就显得十分必要和迫切。

本书较全面、多角度地对外资并购我国上市公司的财富效应进行了实证研究,并探寻了财富效应的影响因素。

全书共分八章。第一章介绍研究的背景和目的,对企业并购、跨国并购、外资并购和财富效应的概念作出界定,提出研究的问题,介绍研究思路、方法和研究的基本内容;第二章介绍外资并购的理论基础并对国内外相关文献进行综述,分析对我国外资并购相关问题的研究不足,阐释本书研究的意义;第三章首先概述了全球跨国并购的发展及特点,其次概括了我国外资并购的发展,最后采用描述性统计分析的方法总结了外资并购中国上市公司的特征。

接下来就是本书的主体内容,包括第四章至第七章,从外资并购我国上市公司的价格效应、目标公司股东的短期财富效应、目标公司的长期绩效和进出口财富效应几方面进行实证研究。

第四章研究了外资并购我国上市公司的价格效应。首先

简述了我国有关外资并购定价的政策规定,总结外资并购的定价基础;其次对外资并购支付的溢价进行了具体的描述性统计分析,并通过案例深入分析了溢价特征所反映出来的问题;最后分析现有定价基础的优劣之处,并探讨合理的定价模式。

从总体上看,外资并购上市公司定价政策的规定分为两个阶段,即 2006 年之前以每股净资产为定价基础并参考资产评估价格,而之后以每股市价为定价基础。分析其原因,是账面净资产没有反映股权的实际价值,以其作为定价基础容易造成并购价格偏低,导致资产流失;虽然并购价格的确定还要参考资产评估价格,但我国资产评估价格的可靠性往往受到质疑。以每股市价作为定价基础,在一定程度上增强了并购交易的公平性和透明性,但股票市场价格的大幅波动会影响定价效果,而且如果股价偏离股权的实际价值,单纯使用市价来定价会有失合理。就此而论,市场化的公开竞价应是合理的外资并购定价模式,我国需要进一步完善有关公开竞价机制的政策规定,而且还要避免实际操作中出现的主观性和随意性等问题。

第五章采用事件研究法研究了外资并购我国上市公司的股东短期财富效应及其影响因素。

首先,将外资并购和内资并购的股东短期财富效应进行了对比研究。结果发现:无论是外资并购还是内资并购,其目标公司的股东都在短期内获得了显著的累积超额收益,但是外资并购的目标公司股东获得的累积超额收益要显著高于内资并购目标公司股东获得的累积超额收益。

其次,研究了相同时间窗口内目标公司竞争对手的股东

获得的超额收益。结果表明:在外资并购宣告日当天,目标公司竞争对手的股东获得的收益比预期正常收益低,说明外资并购消息的公布对目标公司竞争对手股东的短期财富造成了不利影响,但这种影响并不显著。

最后,实证分析了外资并购我国上市公司股东短期财富效应的影响因素。研究表明:2006年以后发生的外资并购事件,其目标公司股东获得的累积超额收益要显著高于以往年度;外资私募股权基金作为并购主体的并购,在并购宣告日当天,其目标公司股东获得的超额收益显著高于其他并购,而相关性并购与非相关性并购(剔除外资私募股权基金并购后)的目标公司股东获得的累积超额收益无明显差异;外资是否控股、目标公司的所有制形式和主并公司的国别/地区特征对目标公司股东短期财富效应的影响均不显著。

第六章采用财务指标法研究了外资并购我国上市公司的长期绩效及其影响因素,并分别对海外产业资本和外资私募股权基金并购我国上市公司的长期绩效进行了案例分析。

外资并购和内资并购的目标公司长期绩效的对比研究表明:与内资并购相比,外资并购选择的目标企业绩效显著高于内资并购目标企业,外资并购是强强联合,而内资并购是强弱联合;并购后,在提高目标企业的绩效上,外资并购反而逊于内资并购,这种结果的产生可能是因为外资并购的是“强”企业,提升绩效的空间较小,而内资并购的是“弱”企业,提升绩效的空间较大。

外资并购的目标公司与其竞争对手的长期绩效的对比研究表明:外资并购前,与其同行业竞争对手相比,目标企业的总体赢利能力显著高于其竞争对手,这说明外资并购选择的

目标企业确实是同行业上市公司中的佼佼者;并购后,虽然目标企业的总体赢利能力没有大的变化,但赢利能力的具体结构发生了变化,主要赢利能力得到提升;而相比目标企业来说,竞争对手的主要赢利能力下降。

在对长期绩效影响因素的分析中,本章首先采用因子分析法计算出代表目标公司绩效的因子得分,然后对因子得分代表的绩效指标的影响因素进行了多元回归分析和单因素分析,两种分析的结果都表明:在并购当年、并购后第二年和第三年,并购的行业相关性、外资股东地位、并购主体国别/地区特征和目标公司所有制形式对并购绩效都没有显著影响,只有在并购后第一年,并购的行业相关性和被并购前目标公司所有制形式对绩效有显著影响。

本章还分别对海外产业资本和外资私募股权基金并购我国上市公司的长期绩效进行了案例分析。海外产业资本进行的是战略性并购,是为了追逐长期的产业控制权,增强其全球竞争地位,追逐长期利益。外资私募股权基金的并购,追求期限短、高回报的投资赢利模式,着眼于通过推动目标公司内部管理的提升来使目标公司获得较高的赢利和良好的财务状况,而不会考虑目标公司长远的发展。

第七章主要通过案例分析的形式分别研究了外资并购我国上市公司的进口财富效应和出口财富效应。

外资并购后,上市公司持续不断地从外资股东及其关联企业进口设备、原材料和中间产品,受让技术所有权和使用权,接受外方劳务等。外资股东通过这些方式获取的收益可能远远超过其利润分配所得,而其之所以能够通过这些方式来获取收益,关键在于其凭借技术控制权掌握了采购大权。

外资并购后,较多上市公司的出口销售有较快增长,原因可能是外资通过提供先进设备、技术和管理经验使得上市公司产品的出口竞争能力增强,或者是外资的国际销售网络带动了上市公司产品的出口,但也存在因为外资提供的资源太少而使得出口销售的增长与外资并购无关;有少数上市公司在并购后出口销售没有明显增长甚至下降,当外资并购的目的是寻求市场导向时极可能出现这种情况。对外资并购增加出口销售的效应不能过高估计。

第八章总结了本书的研究结论,据此提出了一些政策建议,最后指出研究局限并提出研究展望。

本书的主要贡献在于拓展了外资并购财富效应的实证研究角度,不仅研究了目标公司股东的财富效应,还研究了外资并购价格的高低产生的财富效应、外资并购给目标公司竞争对手财富造成的影响和被并购公司进出口的变化对其进口商和我国外汇财富产生的影响;其次,探寻了各种财富效应的影响因素,丰富了我国有关外资并购财富效应影响因素的研究。

目 录

第 1 章 导言	1
1.1 研究背景与目的	1
1.2 基本概念的界定辨析	3
1.2.1 企业并购、跨国并购和外资并购.....	3
1.2.2 财富效应	8
1.3 研究的问题与研究思路和方法.....	10
1.3.1 研究的问题.....	10
1.3.2 研究思路和方法.....	12
1.4 研究的基本内容.....	12
第 2 章 理论基础与文献综述	15
2.1 企业并购一般理论.....	15
2.2 跨国直接投资理论.....	20
2.2.1 传统的跨国直接投资理论.....	20
2.2.2 20 世纪 80 年代以后跨国直接投资理论的发展	23
2.3 跨国并购文献综述.....	25
2.3.1 国外跨国并购文献综述.....	25
2.3.2 国内外资并购文献综述.....	30
2.3.3 国内现有研究的不足与本书的研究创新.....	35
第 3 章 外资并购我国上市公司的发展与分析	39
3.1 全球跨国并购的发展及特点.....	39
3.1.1 全球跨国并购的发展.....	39

3.1.2	全球跨国并购的特点	42
3.2	我国外资并购的发展	46
3.2.1	1992 年至 1999 年	46
3.2.2	2000 年至 2005 年	47
3.2.3	2006 年至 2010 年	51
3.3	外资并购我国上市公司的描述性统计分析	56
3.3.1	样本的选取	56
3.3.2	描述性统计分析	57
第 4 章	外资并购我国上市公司的价格效应	78
4.1	我国有关外资并购定价的政策规定	78
4.1.1	以每股净资产为定价基础	78
4.1.2	以每股市价为定价基础	80
4.2	外资并购我国上市公司的并购价格描述及案例分析	81
4.2.1	以每股净资产为定价基础的并购价格描述及案例分析	81
4.2.2	以每股市价为定价基础的并购价格描述及案例分析	90
4.3	外资并购股权转让定价存在的问题及合理定价模式的探讨	91
4.3.1	以净资产作为股权转让定价基础的分析	91
4.3.2	以市价作为股权转让定价基础的分析	93
4.3.3	股权转让定价合理模式的探讨	94
第 5 章	外资并购我国上市公司的股东财富效应	98
5.1	外资并购上市公司的股东短期财富效应实证研究	98
5.1.1	研究方案设计	98

5.1.2	样本选取与数据收集	100
5.1.3	外资并购与内资并购的目标公司股东短期财富效应	101
5.1.4	外资并购的目标公司及其竞争对手股东短期财富效应	103
5.2	股东短期财富效应影响因素的分析	105
5.2.1	外资并购事件发生时间阶段与股东短期财富效应	106
5.2.2	外资并购的行业相关性与股东短期财富效应	109
5.2.3	外资股东地位与股东短期财富效应	113
5.2.4	被并购前上市公司所有制形式与股东短期财富效应	114
5.2.5	主并公司国别/地区特征与股东短期财富效应	116
第6章	外资并购我国上市公司的长期绩效	120
6.1	外资并购我国上市公司长期绩效的实证研究	120
6.1.1	研究方案设计	120
6.1.2	样本选取与数据收集	121
6.1.3	外资并购相对于内资并购的目标公司长期绩效	122
6.1.4	外资并购目标公司相对于其竞争对手的长期绩效	125
6.2	外资并购我国上市公司长期绩效的影响因素	128
6.2.1	研究方案设计	128
6.2.2	因子分析法下的目标公司综合绩效	130

6.2.3 外资并购我国上市公司长期绩效的影响因素·····	133
6.3 外资并购我国上市公司长期绩效的案例分析·····	136
6.3.1 海外产业资本并购我国上市公司长期绩效的案例分析·····	137
6.3.2 外资私募股权基金并购我国上市公司长期绩效的案例分析·····	146
第7章 外资并购我国上市公司的进出口财富效应·····	159
7.1 国际直接投资与东道国对外贸易·····	159
7.2 中国的外商直接投资和对外贸易·····	161
7.3 外资并购我国上市公司的进口财富效应·····	163
7.3.1 外资并购我国上市公司的进口财富效应描述·····	163
7.3.2 外资并购我国上市公司进口财富效应案例—— 韩国三星并购赛格三星·····	169
7.4 外资并购我国上市公司的出口财富效应·····	172
第8章 研究结论与政策建议·····	180
8.1 研究结论·····	180
8.2 政策建议·····	184
8.3 研究局限·····	189
8.4 研究展望·····	190
参考文献·····	192
附录·····	203
后记·····	220

图表目录

图 1-1 研究的逻辑框架	12
表 3-1 1991—2007 年跨国并购出售额占全球 FDI 流入额的比重	40
表 3-2 历年外资并购上市公司事件数	57
表 3-3 78 家目标上市公司的地区分布	58
表 3-4 外资并购我国上市公司的行业分布	60
表 3-5 并购我国上市公司居前九位的国家/地区(按外资并购事件数统计)	61
表 3-6 外资并购我国上市公司按并购动机的分类统计	61
表 3-7 外资并购我国上市公司的模式	65
表 3-8 并购后外资股东地位	70
表 3-9 以每股净资产为定价基础的外资并购支付溢价比例	73
表 3-10 以每股市价为定价基础的外资并购支付溢价比例	73
表 3-11 外资并购交易规模的统计特征	74
表 3-12 目标上市公司资产规模统计特征	75
表 4-1 外资协议并购支付溢价的统计特征	82
表 4-2 外资通过定向增发 B 股、定向增发可转换债券和认购 B 股并购支付的溢价	86
表 4-3 外资通过拍卖竞得上市公司股权支付的溢价	87

表 4-4	以市价为并购价格基础的外资并购溢价比例	90
表 5-1	外资并购和内资并购的平均日超额收益(MAR)	101
表 5-2	外资并购和内资并购在不同时间窗口的 MCAR 及其显著性检验结果	102
表 5-3	目标企业和竞争对手的平均日超额收益(MAR)	104
表 5-4	目标企业和竞争对手在不同时间窗口的 MCAR 及其显著性检验结果	104
表 5-5	三个时间阶段的样本在不同时间窗口的 MCAR	107
表 5-6	三个时间窗口上外资并购事件发生时间阶段对 MCAR 的影响	108
表 5-7	均值差异显著的外资并购事件发生时间阶段	109
表 5-8	各类外资并购在不同时间窗口的 MCAR	110
表 5-9	均值差异显著的相关性并购和非相关性并购	111
表 5-10	均值差异显著的相关性并购、私募股权基金并购和非相关性并购(剔除私募股权基金并购后)	112
表 5-11	均值差异显著的私募股权基金并购和相关性并购、私募股权基金并购和非相关性并购(剔除私募股权基金并购后)	112
表 5-12	控股并购和参股并购在各个时间窗口的 MCAR	113
表 5-13	目标企业为国企或民企的外资并购在各个时间窗口的 MCAR	115