

并购中的价值驱动指标体系

陈玉罡 著



经济科学出版社

感谢国家自然科学基金（71002055，70972074）、广东省哲学社会科学规划项目（090-04）、广东高校优秀青年创新人才培育项目（wym09013）、第39批中国博士后科学基金以及中央高校基本科研业务费专项资金的资助。

并购中的价值驱动 指标体系

陈玉罡 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

并购中的价值驱动指标体系/陈玉罡著.
—北京: 经济科学出版社, 2011. 4
ISBN 978-7-5141-0452-3

I. ①并… II. ①陈… III. ①企业兼并—
研究 IV. ①F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 033064 号

责任编辑: 文远怀 黄双蓉
责任校对: 杨 海 韩 宇
版式设计: 齐 杰
技术编辑: 王世伟

并购中的价值驱动指标体系

陈玉罡 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: 88191217 发行部电话: 88191540

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

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

固安华明印刷厂印装

880×1230 32 开 6.5 印张 170000 字

2011 年 4 月第 1 版 2011 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-0452-3 定价: 15.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

内 容 提 要

“并购能否创造价值”一直是一个热门的争论问题。尽管很多的研究都认为从整体上来看，中国的大部分并购并没有创造价值，反而是在毁损价值。但无论如何，其中有一部分并购是为企业创造了价值的。本书的作者就是期望弄清楚为企业创造了价值的并购其价值驱动因素是什么？而那些毁损了价值的并购其价值毁损因素又是什么？

本书在并购动因理论和价值管理理论的研究基础上，对经济增加值（Economic Value Added, EVA）、投资现金流回报率（Cash Flow Return on Investment, CFROI）等价值管理指标进行了比较研究，并以经济增加值为基础构建了价值驱动指标体系，通过实证分析研究了并购中的关键价值驱动指标，得到了以下主要结论：

1. 以经济增加值和杜邦分析法为基础设计的价值驱动指标体系如下：税后净营业利润/资本（ $NOPAT/I$ ）、资本（ I ）、加权平均资本成本率（ $WACC$ ）作为一级指标；税后净营业利润率（ $NOPAT/S$ ）、资本周转率（ S/I ）、债务资本（ K_d ）、股权资本（ K_e ）、资本结构（ D/E ）、税率（ t ）作为二级指标；主营业务利润、管理费用、税收调整、主营业务收入作为三级指标。

2. 以 2000 ~ 2004 年发生并购的 456 家主并公司和 372 家目标公司为样本进行了实证研究。按照经济增加值是否为正分成两组，或按照前后年度经济增加值的差值是否为正分成两组，通过独立样本 T 检验研究各驱动指标在两组样本之间是否存在显著差异来探索并购中的关键驱动指标。研究结果表明一级驱动指标中资本在区分并购（或剥离）当年和后一年能否创造正经济增加值时都成为

关键指标，二级驱动指标中资本周转率、债务与股权比在区分并购（或剥离）当年和后一年能否创造正经济增加值时都成为关键指标，三级驱动指标中管理费用在区分并购（或剥离）当年和后一年能否创造正经济增加值时都成为关键指标。

3. 如果将企业的经济增加值分解为五个不同关注层面：营业经济增加值、投资经济增加值、融资经济增加值、避税经济增加值、营业外经济增加值。实证研究的结果表明，营业经济增加值、投资经济增加值、融资经济增加值、避税经济增加值在经济增加值为正的主并公司样本和经济增加值为负的主并公司样本中的差异显著。在剥离当年经济增加值为正的目标公司样本和剥离当年经济增加值为负的目标公司样本中营业经济增加值、投资经济增加值、避税经济增加值这3个分解指标的差异显著；在剥离后一年经济增加值为正的目标公司样本和剥离后一年经济增加值为负的目标公司样本中除这3个指标外，融资经济增加值的差异也显著。

目 录

1 绪论	(1)
1.1 研究背景和意义	(1)
1.2 国内外研究现状	(2)
1.2.1 价值创造说	(2)
1.2.2 价值转移说与价值创造说的争论	(4)
1.2.3 对国内并购是否创造价值的 相关研究	(5)
1.2.4 价值创造的驱动因素	(5)
1.2.5 价值管理的相关研究	(8)
1.2.6 研究方法的讨论	(11)
1.2.7 对文献研究的一个总结	(13)
1.3 研究内容	(14)
1.4 可能的创新	(14)
1.5 本书的结构安排	(15)
2 并购动因理论	(16)
2.1 并购的概念辨析	(16)
2.2 并购的动因理论	(20)
2.2.1 差别效率理论	(21)

2.2.2	协同效应理论	(21)
2.2.3	税盾理论	(22)
2.2.4	市场势力理论	(22)
2.2.5	价值低估理论	(22)
2.2.6	委托—代理理论	(23)
2.2.7	过于自信假说	(23)
2.2.8	自由现金流量假说	(23)
2.2.9	交易成本理论	(24)
2.3	实证研究对动因理论的检验	(25)
2.3.1	国外实证研究	(25)
2.3.2	国内实证研究	(28)
3	价值管理理论	(30)
3.1	基于利润的管理	(30)
3.2	基于现金流的管理	(32)
3.3	基于价值的管理	(35)
3.4	价值管理工具	(36)
3.5	价值管理工具的应用	(39)
3.5.1	EVA 的应用	(39)
3.5.2	SVA 的应用	(49)
3.5.3	CFROI 的应用	(52)
3.6	国内对价值管理工具的应用研究和改进	(55)
3.6.1	国内的应用研究现状	(55)
3.6.2	对国内应用 EVA 的总结和评论	(61)
4	价值管理理论对并购理论与实践的影响	(63)
4.1	价值管理理论对并购研究方法的影响	(63)
4.1.1	会计研究法的不足	(63)
4.1.2	事件研究法的不足	(64)

4.1.3	价值管理理论对研究方法的改进	(65)
4.2	价值管理理论对并购理论的影响	(67)
4.3	价值管理理论对并购实践的影响	(68)
5	并购中的价值驱动指标体系设计和 实证研究设计	(74)
5.1	如何判断并购是否创造价值	(74)
5.2	并购中的价值驱动指标体系设计	(75)
5.3	实证研究设计	(78)
5.3.1	EVA 与驱动指标研究	(78)
5.3.2	EVA 与张小宁分解指标研究	(78)
5.3.3	价值驱动指标在判断并购是否创造 价值中的应用	(80)
6	数据来源与初步分析	(82)
6.1	主要数据来源	(82)
6.2	样本概况	(83)
6.3	数据初步分析	(87)
6.3.1	主并公司数据分析	(87)
6.3.2	目标公司数据分析	(88)
7	实证结果分析	(90)
7.1	EVA 描述性统计	(90)
7.1.1	主并公司 EVA 描述性统计	(90)
7.1.2	目标公司 EVA 描述性统计	(90)
7.2	EVA 与关键价值驱动指标	(93)
7.2.1	主并公司当年的 EVA 与 关键价值驱动指标	(93)

7.2.2	主并公司并购后第一年的 <i>EVA</i> 与 关键价值驱动指标	(98)
7.2.3	目标公司当年的 <i>EVA</i> 与 关键价值驱动指标	(102)
7.2.4	目标公司剥离后第一年的 <i>EVA</i> 与 关键价值驱动指标	(106)
7.3	<i>EVA</i> 与分解 <i>EVA</i> 指标	(110)
7.3.1	主并公司 <i>EVA</i> 与分解 <i>EVA</i> 指标	(110)
7.3.2	目标公司 <i>EVA</i> 与分解 <i>EVA</i> 指标	(111)
7.4	<i>EVA</i> 驱动指标在判断并购能否创造价值中的 应用	(120)
7.5	<i>EVA</i> 驱动指标在判断剥离能否创造 价值中的应用	(129)
7.6	小结	(138)
8	结论和政策建议	(143)
8.1	结论	(143)
8.2	政策建议	(144)
	附录：附表 1 ~ 附表 24	(147)
	参考文献	(189)
	致谢	(200)

绪 论

1.1 研究背景和意义

经过 10 多年的摸索，并购逐渐成为证券市场上配置资源的一种重要方式，并购的绩效也成为近年来国内金融和财务领域的研究热点之一。但由于对绩效的理解不同，选取的研究视角不同、研究方法不同、研究样本不同、研究的时间窗口不同，不同的研究得到了并不一致的结论，对“并购是否提升了上市公司绩效”并没有一致的答案。

笔者认为，随着价值管理逐渐取代传统的预决算成为财务管理甚至整个企业管理中一种先进的管理方式，企业的行为目标应从“增加利润”转移到“为股东创造价值”上来。基于传统会计指标对绩效的评价也应转向基于经济增加值（EVA）、投资现金流量收益率（CFROI）等指标对价值创造的评价。采用价值管理的标准，可以将多样化的目标最终统一到“是否为股东创造价值”这一终极目标上，便于识别实质性并购重组和非实质性并购重组。

笔者将在六年研究并购的基础上，从价值管理的视角再次审视并购，突破以往简单地从会计指标或股价来衡量并购绩效的局限，以“是否为股东创造价值”为基准，通过对价值创造指标的细致

分解,探索在并购中创造价值的驱动因素,并建立上市公司并购的价值驱动指标体系,从而为政府引导并购和企业参与并购提供理论支持和经验参考。

1.2 国内外研究现状

“并购能否创造价值”的讨论来自于詹森和鲁巴克(Jensen and Ruback, 1983)具有开创性的研究,他们运用事件研究法对13起并购重组事件进行了总结,认为目标公司股东在公司并购中获得了巨大收益(20%~30%)。他们的结论引起了经济学家的广泛争论。目标公司从重组中获得的收益是来自协同效应还是仅仅来自其他利益相关者的利益损失?于是一派支持“价值创造说”,另一派支持“价值转移论”。随后不少学者运用各种不同的数据来检验“价值创造说”和“价值转移论”孰是孰非。从基本的研究成果来看,多数金融经济学家的研究支持“价值创造说”。

1.2.1 价值创造说

继詹森和鲁巴克(1983)之后,更多的学者运用了事件研究法对目标公司的收益进行了实证研究。布拉德莱、德塞和吉姆(Bradley, Desai and Kim, 1983)指出即使接管并没有完成,但当接管宣布时目标公司仍能获得正的异常收益。他认为这种收益是股票市场对目标公司被成功标购的预期。布拉德莱、德塞和吉姆(1988)研究了1963年至1984年236起成功的并购后发现:1963年至1968年目标企业获得19%的收益率,1968年至1980年以及1981~1984年目标公司均获得35%的收益率。贾热尔和鲍尔森(Jarrell and Poulsen, 1989)研究了美国1962~1985年的663起成功的要约收购得到了类似的结论:六十年代,目标公司所获得的收购溢价为19%,七十年代为35%,八十年代为30%。Leeth和Borg(2000)检验了更早期的并购事件,他们发现1919年至1930年目

标公司的超常收益在公告前两日、前一日及公告当日分别为 2.89%、6.53%、6.74%，在公告前 60 个交易日可获得 34% 的累积超常收益，在从公告日到真正实施接管日的累积超常收益为 57%。宋和沃尔林（Song and Walkling, 2000）的研究发现目标公司在公告前日和公告当日两天内获得 16.7% 的显著超常收益。布鲁勒（Bruner, 2002）对美欧 1978~2001 年的 21 项研究进行总结也证实了不论交易类型和观测时期如何变化，目标公司都获得了显著正收益。

詹森和鲁巴克（1983）在运用事件研究法对 13 起并购重组事件进行研究时还发现收购公司获得的收益很小，在兼并中获得的超常收益为 0，而在接管中获得的超常收益仅为 4%。布拉德莱、德塞和吉姆（1988）发现 60 年代收购企业的超常收益率略高于 4%，70 年代为 1.3%，80 年代约为 -3%。贾热尔和鲍尔森（Jarrell and Poulsen, 1989）发现 60 年代成功收购者的超常收益为 4%~5%，70 年代跌至 2% 左右，80 年代跌至 -1%，但统计上不显著。安德拉德、米切尔和斯塔弗德（Andrade, Mitchell and Stafford, 2001）也用 90 年代中期以及 1998 年全部并购样本证实并购公司有较小的负收益。

由于目标公司被并购后不再存在，因此无法研究目标公司获得的长期超常收益，但并购公司仍继续存在，于是有些学者对并购公司并购后的长期超常收益进行了研究。拉夫南和韦吉（Loughran and Vijn, 1997）研究发现现金支付的并购，收购公司在并购后 5 年内具有显著正的超常收益，而股票支付的并购，收购公司 5 年内超常收益为负。乔治（Gregory, 1997）研究发现混合并购在公告日后 2 年内平均累积超常收益为 -11.33%，而同行业并购在相同时间内累积超常收益为 -31.48%，两者之间差异显著。安戈拉瓦尔和贾菲（Agrawal and Jaffe, 2000）回顾了 22 篇文献，这些文献分别计算了发盘收购、其他收购、购买资产等方式下收购公司的长期超常收益。时间段从发生后 11.4 个月（Asquith, 1983）至 70

个月 (Langetieg, 1978)。总的来说, 兼并 (merger) 的收购公司长期绩效为负, 而要约收购 (tender offer) 的收购公司长期绩效非负 (甚至为正); 现金支付方式的并购, 收购公司长期绩效为正; 股票支付的并购, 收购公司长期绩效为负。

总体来看, 国外的研究成果可以归纳为在大多数的兼并收购中目标公司股东得益, 而收购公司股东的收益很小甚至为零或负。

1.2.2 价值转移说与价值创造说的争论

迈克丹尼尔 (McDaniel, 1986) 提出在杠杆收购中, 目标公司股东的得益大部分是从债券持有人和优先股股票持有人转移过来的。罗尔 (1986) 则认为价值从收购公司转移到了目标公司, 因为收购公司的管理层由于野心、自大或过分骄傲而在评估并购机会时犯了过度乐观的错误, 对目标公司的竞价过高使收购公司陷入了“胜者的诅咒”。斯力菲和萨默 (Shleifer and Summers, 1988) 对 TWA - Icahn 的案例研究认为价值从劳动者手中转移到了股东。

罗尔 (1986) 的研究引起了学者们的兴趣, 他们更关注整个并购中是否创造了价值。从实证的角度看, 目标公司与并购公司所获得异常收益经加权平均之和若大于零, 则表明并购创造了价值; 若小于零, 则表明并购未能从整体上创造价值。布拉德莱、德塞和吉姆 (1988) 对 1963 ~ 1984 年的 236 起要约收购进行分析, 发现这段时间组合的异常收益显著大于零。穆尔海因和布恩 (Mullherin and Boone, 2000) 对 1962 ~ 1997 年的 116 起未完成的并购进行分析也发现组合的收益显著为正, 66% 的公司的组合收益为正。布鲁勒 (2002) 对 1973 ~ 2001 年的 20 项并购实证研究进行总结, 发现 20 项研究中有 11 项显著为正, 仅有 1 项为负而且不显著。卡帕和亨兰多 (Campa and Hernando, 2004) 也总结了 6 项研究, 发现有 5 项研究得出了正的异常收益。

总的来看, 价值创造说占据了主流。结合前面的分析可知, 目标公司股东在并购中获得了比收购公司股东更高的收益。

1.2.3 对国内并购是否创造价值的相关研究

国内的研究除了以传统会计指标来研究并购绩效以外（如冯根福和吴林江，2001；朱宝宪和王怡凯，2002；李善民等，2004；李增泉等，2005），也采用了“事件研究法”检验中国的并购是否能创造价值。洪锡熙和沈艺峰（2001）研究了三个公司多次收购同一个上市公司（申华股份）普通股的案例，结果发现并购并不能给目标公司股东带来显著的超额收益。李善民和陈玉罡（2002）对1999～2000年中国证券市场深、沪两市共349起并购事件进行实证研究，发现收购公司股东在并购中能获得显著的价值增加，而目标公司股东获得的价值增加不显著。张宗新和季雷（2003）在对并购进行了动态博弈分析后，又利用市场分析法对216个上市公司控制权转移样本的利益分配进行了实证分析，发现转移了控制权的公司股东收益不但没有显著增加，反而出现权益受损的状况。张新（2003b）结合事件研究法和会计研究法，对1993～2002年的1216个并购事件是否创造价值进行了全面的分析，得出并购重组为目标公司股东创造了价值而对收购公司却产生了负面影响，并提出我国经济的转轨加新兴市场的特征为并购提供了通过协同效应创造价值的潜力。除张新（2003b）一文采用了价值管理中的经济增加值指标外，其他研究都采用的是股票市场价格数据。上述有关“并购是否创造价值”的实证研究多数是对国外关于并购的理论或假说进行检验，所得出的结论能对并购现象作出较一般的抽象认识。但是却没能对并购创造价值或毁损价值的驱动因素作深入细致的分析。

1.2.4 价值创造的驱动因素

随着对并购的深入研究，国外学者逐渐发现了并购创造价值的一些条件或驱动因素。

（1）并购的整体战略价值驱动因素

梅耶斯和马吉鲁夫（Myers and Majluf, 1984）认为公司之间

资源与增长机会的契合能够降低目标公司投资的成本,从而增加股东价值。兰戈等(1989)对成功要约收购进行分析,发现当高 Q 值投标公司收购低 Q 值的公司时,投标公司、目标公司以及并购的总收益都最高。即管理好的公司接管管理差的公司时能获得管理上的协同效应,从而为股东创造价值。法热尔和萨皮罗(Farrell and Shapiro, 1990)发现当收购公司兼并前的联合市场份额相对于其他公司市场份额的加权平均值来说足够小,并且兼并对其自身是有利的时候,水平兼并能增加股东收益。而利文(Levin, 1990)证明在公司有不变的边际成本,但公司与公司之间的边际成本可以不同的模型里,任何对收购公司有利的兼并都可提高股东利益,其条件是联合市场份额不超过50%。热瓦斯(Servaes, 1991)利用704起并购和要约收购也证实了兰戈等(1989)的观点。麦克菲和威廉姆斯(McAfee and Williams, 1992)在法热尔和萨皮罗(1990)的基础上进一步证明在公司边际成本增加的模型,兼并增加利益的条件是兼并要导致更加对称的市场份额分配。他们发现,兼并涉及到产业中最大的公司或兼并导致了最大的公司都不能提高社会福利。苏达萨拉姆等(Sudarsanam et al., 1996)证实了并购公司与目标公司相对的 Q 比率与目标公司的异常收益成正比。拉帕波特和西罗尔(Rappaport and Sirower, 1997)对用现金收购还是用股票收购、股票收购中是固定股票数量还是固定股票价格进行了详细的分析,从而提供了一个模式来指导收购公司和目标公司的董事会如何进行收购决策来提高股东收益。马奎尔瑞阿、梅吉森和莱尔(Maquieria, Megginson and Nail, 1998)证实混合并购中并购方获得了显著的负收益,而在非混合并购中并购方获得了显著的正收益。德隆(Delong, 2001)发现集中经营活动和地理位置的并购比其他并购类型能增加并购方2%~3%的收益。戈德伯格和戈德文(Goldberg and Godwin, 2001)指出了企业增加并购价值的三种途径:增加投资的资本的经营回报、并购收益大于成本的业务以及剥离或出售收益小于成本的业务。阿默尔等(2004)回顾了过去20

年各国对金融机构合并的研究成果,发现小规模合并才能获益。娄易斯(Louis, 2004)发现兼并前是否进行了盈余管理是使用股票收购的公司兼并绩效的一个重要决定因素。

(2) 并购中的目标公司估价因素

劳和韦马伦(Rau and Vermaelen, 1998)发现收购公司购买较高的 B/M 比率(账面价值/市场价值)的目标公司通常获得了显著的负收益,而价值倾向型的购买能获得显著的正收益。戈德伯格和戈德文(2001)认为影响支付给目标公司的溢价主要受三个因素的影响:第一,收购公司管理者的持股比率。管理者的薪酬以及以后的就业机会通常与公司的规模正相关,按照詹森与麦克林(1976)代理理论的观点:当并购公司的管理者持股较低时,并购公司支付的溢价也就越高,而当并购公司的管理者持股比率较高时,管理者的利益与股东联系在一起,从而出价更谨慎,更能为股东创造价值。利韦能等(1985)和尤等(1986)检验了管理者持股对公司并购价值的影响,发现:收购公司的管理者持股水平与公司所获得的异常收益正相关。胡巴德和帕利阿(Hubbard and Palia, 1995)以1985~1991年172起并购案为样本发现:在管理者持股水平较低情况下,管理者持股同标购溢价负相关(即与收购公司的异常收益正相关);然而在管理者持股较高水平上,管理者持股与标购溢价正相关(即与收购公司异常收益负相关)。第二,并购所创造的协同效应的独特性。如果并购所创造的协同效应仅能由收购公司取得,而且这种协同效应收购公司也可通过市场投资进行复制时,这时收购公司支付的溢价也就越低。而当目标公司拥有收购公司所急需的资源时,并购的溢价也就越高。第三,目标方公司的反对以及是否存在标购竞争者。通常目标公司反对时,支付的溢价也就越高。同时标购竞争者的存在也使得并购的溢价较高。

(3) 并购后的整合驱动因素

整合是并购双方能否真正实现预期目标,从而为股东创造价值的一个关键环节。但对并购整合的研究非常有限。目前对这方面的

研究主要是从并购后的战略、资产、组织、人力资源、技术和文化整合等诸方面进行考察。高良谋（2003）从资产、管理、人员和结构 4 个方面对并购后的绩效进行考察发现：这些因素确实对并购后的绩效有影响，起负面影响的是：高管调离时间和经营方向的调整；另外，剥离劣质资产、建立合作过渡班子以及地方政府支持都对绩效有正的影响。

1.2.5 价值管理的相关研究

采用传统会计指标研究并购是否创造价值至少存在两个缺陷：首先，由于这些指标仅仅是基于单个历史经营期间的，所以无法确保它们能代表整个投资周期所创造的价值；其次，会计信息并没有包括权益资本的机会成本，这是会计指标相对于经济增加值等价值管理指标最明显的缺陷。而事件研究法虽然可以研究并购是否为股东创造了价值，却无法对创造价值的驱动因素进行剖析。因此，有必要从价值管理的角度来分析并购，以经济增加值等价值管理指标及通过对 EVA 等指标的分解来探索并购的价值驱动指标。

价值管理（Value Based Management, VBM）是财务实务界最近的一项创新，是对一系列能促进公司提高股东价值的管理工具的总称。价值管理将创造股东价值这一目标同折现现金流量（Discounted Cash Flow, DCF）估价模式结合起来，是评定持续经营成败的一种方法。应用最广泛的价值管理工具有以下几个：思腾思特提出的经济价值增加值法和市场价值增加法（EVA/MVA）以及波士顿咨询集团提出的投资现金流量收益率和总股东收益法（CFROI/TSR）。

对价值管理的研究主要集中于两方面：一是对价值管理所依赖的理论基础折现现金流量理论进行检验，研究折现现金流量能否可靠地预测股票价格；二是检验价值管理指标与股价的相关性。

（1）折现现金流量能否可靠地预测股票价格

卡普兰和鲁巴克（1995）对 1983 ~ 1989 年 51 个高杠杆交易公