

Investors Protection and Corporate M&A Performance

投资者保护与并购收益问题研究

陈 冬/著



人 民 出 版 社

Investors Protection and Corporate M&A Performance

投资者保护与并购收益问题研究

陈 冬/著

 人 民 出 版 社

策划编辑:郑海燕

封面设计:吴燕妮

责任校对:吕 飞

图书在版编目(CIP)数据

投资者保护与并购收益问题研究/陈冬 著. —北京:人民出版社,2013.11

ISBN 978-7-01-012417-9

I. ①投… II. ①陈… III. ①企业合并—研究—中国 IV. ①F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 181660 号

投资者保护与并购收益问题研究

TOUZIZHE BAOHU YU BINGGOU SHOUYI WENTI YANJIU

陈 冬 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京龙之冉印务有限公司印刷 新华书店经销

2013 年 11 月第 1 版 2013 年 11 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:12.75

字数:200 千字

ISBN 978-7-01-012417-9 定价:36.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

目 录

第一章 概述.....	1
第一节 研究内容.....	1
第二节 文献述评.....	5
第二章 投资者保护与并购收益理论分析	32
第一节 交易成本经济学、产权理论与企业边界.....	32
第二节 我国上市公司的制度环境与并购活动特征	38
第三节 投资者保护、法与公司财务.....	47
第四节 投资者保护与并购收益	56
第三章 地区投资者保护与异地并购的协同效应	61
第一节 理论分析和研究假设	62
第二节 研究设计	67
第三节 实证结果分析	72
第四章 目标公司地区投资者保护与并购地域选择.....	108
第一节 理论分析和研究假设.....	109
第二节 研究设计.....	112
第三节 实证研究结果分析.....	113
第五章 中小投资者法律保护变迁、并购行为与财富效应	124
第一节 制度背景分析:1998—2011 年中小投资者法律 保护变迁.....	125
第二节 理论分析与研究假设	127

第三节 研究设计	130
第四节 实证结果分析	137
第六章 现金流权与控制权的分离程度对并购收益的影响	149
第一节 理论分析和研究假设	150
第二节 研究设计	155
第三节 实证结果分析	158
第七章 主要结论和启示	169
第一节 主要研究结论和启示	169
第二节 政策建议和研究局限	174
参考文献	179
人名索引	195
后 记	200

第一章 概述

随着我国市场经济和资本市场的发展,企业间的并购活动日趋频繁。根据香港理工大学和深圳国泰安公司联合开发的国泰安数据库中的“中国上市公司并购重组研究数据库”数据显示,1998年,我国上市公司发生的并购事件为30余起,2011年则达4681起,2012年达4566起。是什么因素推动我国上市公司并购活动的发生和发展?并购是否创造了收益?这是并购研究关注的基本问题。在此种形势下,深入分析并购收益及并购收益的影响因素,对于深入理解促使企业并购活跃发生的原因,对于我国企业和资本市场健康发展,乃至市场经济的发展,都具有非常重要的意义。

第一节 研究内容

西方财务理论对于并购的动机和影响因素已有了较为成熟的分析。但是,这些分析是基于成熟的资本市场,而中国的市场经济环境和资本市场制度环境与西方发达国家的资本市场制度背景存在很大差异。即使和转型经济国家相比较,中国仍具有其特有的制度因素,与转型经济国家的制度环境仍存在诸多不同,例如,企业产权性质的复杂性、地区间制度环境的差异性、对中小投资者的法律保护不断变迁等。而且,我国企业并购的特点之一是关联并购和非关联并购并存。同时,上市公司多存在实际控制人。因此,我们必须置身于中国国情进行研究,建立适合中国国情的理论框架,作为理解日趋频繁的企业并购的理论指导。

具体而言,在对国内外并购收益研究文献进行回顾和评论的基础上,基于交易成本经济学、产权理论与公司边界的分析,指出交易成本经济学、产权理论关于公司边界分析的局限性;分析我国上市公司制度环境和上市公司并购活动特征;由此引申出并购研究的投资者保护视角。在此基础上,系统地就并购双方所在地的地区投资者保护程度、中小投资者法律保护的动态变迁、实际控制人现金流权和控制权的分离程度对上市公司各类并购活动的活跃程度、并购活动的地域选择、关联及非关联并购中收购方的并购收益的影响展开理论和实证分析,从而构建一个从投资者保护视角展开的“并购活动活跃程度—并购地域选择—并购收益”较为完整的、静态和动态视角相结合、公司外部视角和公司内部视角相结合、研究中国上市公司并购问题的分析框架。

2

第一,地区投资者保护、企业性质与异地并购的协同效应问题。主流并购理论认为协同效应是并购收益的主要来源。近期的文献从地区投资者保护角度研究跨国并购行为和并购收益,认为协同效应来自公司治理传递的外溢效应(spillover effect)和拔靴效应(bootstrapping effect)。我国31个省区市制度环境发展程度存在较大差距,各地区的投资者保护程度不尽相同,这为从投资者保护视角研究我国企业并购的协同效应提供了契机。同时值得注意的是,地区投资者保护程度,除了可能代表公司治理水平以外,还代表交易成本和市场摩擦。并购实现资源的重新配置,但是,市场摩擦会阻碍有效并购的发生,降低并购的效率,阻碍企业边界的扩张。在我国,并购双方地区投资者保护程度差异是否也为企业带来并购的协同效应?地区投资者保护程度对并购收益的影响是来自于公司治理的改善还是并购交易成本的下降?并购双方地区投资者保护程度差异与并购协同效应之间的关系在民企、地方国企和央企实施的并购中是否一致?本书拟通过同时检验公司治理的外溢效应、拔靴效应以及并购的交易成本效应展开分析。

第二,目标公司地区投资者保护与并购地域选择问题。我国31个省区市投资者保护水平地区间发展不平衡,地区投资者保护程度如何影响并购的地域选择?来自投资者保护程度高的地区的收购方公司是否倾向选择来自投资者保护程度低的地区的目标公司,抑或倾向选择同样来自投资者保护程度高的地区的目标公司?来自投资者保护程度低的地区的收购方公司是否倾向选择来自投资者保护程度高的地区的目标公司,抑或倾向选择同样来自投资者保护程度低的地区的目标公司?

第三,中小投资者法律保护程度的动态变迁与非关联并购、关联并购财富效应的关系。法与财务的研究文献从后果视角主张,对中小投资者的法律保护越强,损害中小投资者利益的行为将面临更严厉的处罚,因此利益侵害行为的成本更高。我国对中小投资者保护程度的纵向变迁表现为与中小投资者保护有关的法律法规不断健全和完善。中小投资者法律保护的变迁是否分别增加和降低非关联并购和关联并购

投资者保护与并购收益问题研究

的收益?

第四,实际控制人现金流权与控制权分离程度和并购收益问题。产权理论认为当权力面对的激励发生改变时,权力的运用会产生不同的后果,带来不同的收益。我国上市公司大多存在实际控制人(终极控股股东),现金流权和控制权的分离使实际控制人以较低的成本获得更多的控制权私利,两权的分离程度是否会降低并购收益?当地区投资者保护程度高时,地区投资者保护是否对公司治理与并购收益间的关系产生增量影响,抑制两权分离与并购收益的负向关系?公司治理的基本目标是保护投资者利益,内部公司治理因素如何影响并购收益?

全书的框架结构如图 1-1 所示。

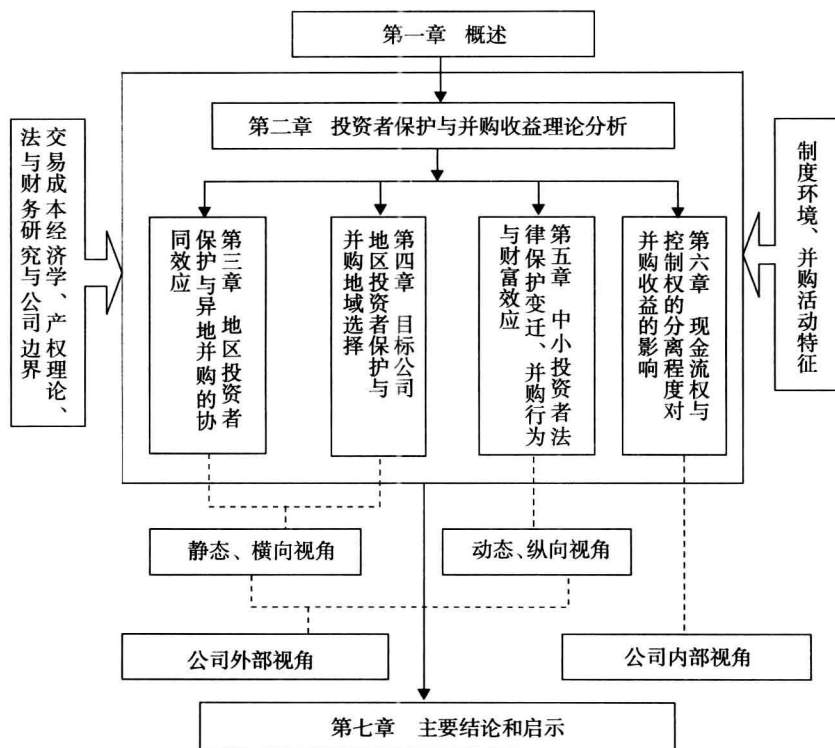


图 1-1 本书结构示意图

第二节 文献述评

对有关文献的回顾和梳理分为国外并购收益研究综述和国内并购研究述评两部分。在国外并购收益研究综述部分,回顾目标公司、收购方公司并购收益的相关文献和主要结论。在国内并购研究述评部分,以 1998—2012 年《中国社会科学》、《经济研究》、《管理世界》、《金融研究》、《会计研究》上刊登的将并购重组作为研究主题的文章为综述对象,回顾它们具体的研究问题、研究视角和研究结论,并进行简要评论。在此基础上引申出投资者保护与并购收益研究的思路。

一、国外并购收益研究综述

(一) 并购收益的研究方法比较

已有文献主要使用四种衡量并购收益的方法:事件研究法(event study)、会计研究法(accounting studies)、对高管进行调查研究(surveys of executives)、实地(案例)研究法(clinical studies)。

事件研究法又称为市场研究法,是用并购公告若干窗口期的累积超额收益率(cumulative abnormal return, CAR),以及购买并持有收益率(buy-and-hold)衡量股东回报,其中,个股的正常收益率多使用市场模型法进行衡量。这一方法认为股价是未来现金流的现值,从 20 世纪 70 年代起,该方法逐渐在并购研究中占据了主导地位,可用于研究并购的短期和长期收益。

会计研究法是通过比较并购前后的财务指标来判断并购收益,常用的财务指标包括净收益、净资产收益率、每股收益、资产流动性、负债率等。进行研究样本的匹配是会计研究法的运用关键,即把并购企业和未进行并购的企业进行配对,匹配样本的选择大多考虑同行业、企业规模相近这些因素,所以,会计研究法把并购收益定义为并购企业是否比未进行并购的匹配企业有更好的财务业绩表现。会计研究法多用于

调查研究法是通过设计标准调查问卷,向并购企业高管层进行调查,通过对调查数据的综合评价获得对并购收益的判断。

实地研究法是通过对小样本并购企业的深度研究,包括对高管层的访谈和实地观察了解等,对并购收益进行判断,这类研究多是探索性研究。

四种并购收益研究方法的优缺点如表 1-1 所示。

表 1-1 并购收益研究方法优缺点比较

	市场研究法 (事件研究法)	会计研究法	调查高管法	实地(案例)研究法
优点	1.直接衡量并购为投资者创造的价值 2.是对并购创造的价值前瞻性的衡量(根据财务理论,股价是预期未来现金流量的现值)	1.财务报告经过审计 2.财务指标常被投资者用于判断企业业绩,是对并购价值的间接衡量	与被调查者(并购公司高管层)直接接触,能够审视股票市场可能未察觉到的价值创造	1.重构并购过程 2.探索性研究,可能提出新的并购研究理念
缺点	1.要求股票市场有效、理性、无套利 2.对窗口期内的事件非常敏感,可能对并购累积超额收益率产生影响	1.不同年份的财务数据可能不可比;公司可能会改变其会计行为,会计准则可能发生改变 2.是历史的企业业绩;忽视无形资产带来的价值,由于历史成本使得财务数据受通胀或紧缩的影响 3.受信息披露程度影响 4.不同公司的会计政策不同,对公司间的比较带来噪音 5.各国会计准则不同,跨国并购研究受到限制	1.以管理层的立场看待价值创造,可能与股东价值不一致 2.依靠被调查者的回忆,易受到主观影响 3.调查结果缺乏普适性	1.无法进行假设检验 2.不同的研究报告具有独立性,阅读者难以从不同的报告中提出一致的研究启示

资料来源: Bruner, Robert F., "Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker", *Journal of Applied Finance*, Vol.12, No.1, 2002, pp.48-68.

(二) 并购收益研究文献回顾

詹森(Jensen)和鲁巴克(Ruback)(1983)对1980年以前的并购研究文献、吉里尔(Jarrell)等(1988)对20世纪80年代的并购研究文献、布鲁诺(Bruner)(2002)对20世纪70年代至20世纪90年代的并购研究文献、玛蒂诺娃(Martynova)和吕尼布格(Renneboog)(2008)对5次并购浪潮的研究文献分别进行了综述,均重点关注了对并购双方收益所做的研究。基本上认为,目标公司从并购中获得正的收益,这一结论非常稳健,不随样本规模、样本期间、交易方式(部分收购或要约收购)、并购时期而改变,这表明并购使价值传递给了目标公司的股东。但是,收购方是否获得并购收益结论仍是不确定。所以,数量众多的文献不仅未能给收购方“并购绩效悖论”一个答案,而且似乎更加支持了这一悖论的存在。

1. 目标公司短期并购收益

目标公司正的并购收益在几次并购浪潮中并无显著差异(安德雷德等,2001)(Andrade)。即使将市场的不完备考虑进去,斯瓦特(Schwert)(1996)发现由于小道消息(rumours)、信息提前泄露、内幕交易等,市场在并购公告前就已经有了反应,他发现在并购公告前42天,有关并购信息的提前释放就导致股价发生了变化。考虑可能存在公告效应提前,布莱德利(Bradley)等(1988)、巴格特(Bhagat)等(2005)以公告前2个月的累积超额收益率为研究对象,仍发现目标公司并购收益为正。

并购公告后的市场反应受到多因素的影响,如交易特征(是否恶意并购、支付方式、要约收购或协议收购等)。学者们将这些特征纳入并购收益的分析当中。在恶意并购中目标公司会获得更多溢价(弗兰克斯和梅尔,1996)(Franks, Mayer)。弗兰克斯等(1991)还发现,相对于部分收购和兼并,目标公司从要约收购中获得的收益更大;相对于股票支付,目标公司从现金支付中获取的收益更大。乔治恩(Goergen)和吕尼布格(2004)发现即使其他交易特征相同,纯股票支付为收购方带

针对不同行业的并购活动,目标公司短期并购收益的研究结论仍成立。例如,班尼施(Beneish)等(2008)对烟草行业发生的并购进行分析后,仍发现并购后目标公司的业绩显著提高,成本率显著下降。

目标公司短期并购收益研究情况见表 1-2。

作者及发表年份	累积超额 收益率	样本 量	样本 期间	并购收 益窗口 期
布莱德利 (Bradley), 迪塞 (Desai), 金 (Kim) (1988)	+31.77% ***	236	1963— 1984 年	(-5,5)
郎 (Lang), 斯图尔茨 (Stulz), 沃京 (Walking) (1989)	+40.3% ***	87	1968— 1986 年	(-5,5)
弗兰克斯, 哈里斯 (Harris), 悌特曼 (Titman) (1991)	+28.04% ***	399	1975— 1984 年	(-5,5)
希利 (Healy), 佩普 (Palepu), 鲁巴克 (1992)	+45.6% ***	50	1979— 1984 年	(-5,5)
卡普兰 (Kaplan), 温斯别克 (Weisbach) (1992)	+26.9% ***	209	1971— 1982 年	(-5,5)
史密斯 (Smith), 金 (1994)	+30.19% *** +15.84% ***	177	1980— 1986 年	(-5,5) (-1,0)
斯瓦特 (1996)	+26.3% ***	666	1975— 1991 年	(-42,126)

续表

作者及发表年份	累积超额 收益率	样本 量	样本 期间	并购收 益窗口 期
朗格莱恩 (Loughran), 维 京 (Vijh) (1997)	+29.6% ** (兼并)	419	1970— 1989 年	(-2, 1250)
	+126.9% ** (要约收购)	135		
	+47.9% ** (全样本)	554		
休斯顿 (Houston) 等 (2001)	+15.58% ** (兼并)	27	1985— 1990 年	(-4, 1)
	+24.60% ** (要约收购)	37	1991— 1996 年	
	+20.80% ** (全样本)	64	1985— 1996 年	
安德雷德等 (2001)	+20.1% ***	1494	1973— 1998 年	(-1, +1)
利 西 (Leeth), 伯 格 (Borg) (2002)	+15.57% ***	72	1919— 1930 年	(-1, 宣告 结束目)
格莱汉姆 (Graham) 等 (2002)	+22.51% ***	356	1980— 1995 年	(-1, 1)
恩 (Ang), 程 (Cheng) (2006)	+26.11% ***	848	1984— 2001 年	(-1, 宣告 结束目)
莱 吉 (Raj), 菲 西 斯 (Forsyth) (2003)	+29.22% **	22	1990— 1998 年	(-20, +5)
乔治恩, 吕尼布格 (2004)	+12.62% ***	41	1993— 2001 年	(-2, +2)
坎帕 (Campa), 赫内杜 (Hernando) (2004)	+3.86% **	182	1998— 2000 年	(-1, +1)
巴格特等 (2005)	+44.78% ***	214	1962— 2001 年	(-5, +5)

续表

作者及发表年份	累积超额收益率	样本量	样本期间	并购收益窗口期
格斯帕 (Gaspar), 马萨 (Massa), 马特斯 (Matos) (2005)	+21.5%	3814	1980—1999 年	(63, +126)
贝特 (Bates), 贝克尔 (Becher), 莱蒙 (Lemmon) (2008)	显著为正	20335	1990—2002 年	(-1, 1) (-42, 2)
贝特, 莱蒙 (2003)	显著为正	3533	1989—1998 年	(-1, 1)

资料来源:笔者根据相关文献整理。***、**表示在 1%、5%的水平上统计显著。

2. 收购方短期收益

收购方是否获得并购收益的结论是不一致的。对 20 世纪六七十年代的并购进行的研究,伊克伯 (Eckbo) (1983) 和阿斯奎斯 (Asquith) (1983) 报告了 0.2%—0.1% 的超额累积收益率。对 20 世纪七八十年代的并购进行的研究,莫克 (Morck) 等 (1990)、拜德 (Byrd) 和希克曼 (Hickman) (1991)、常 (Chang) (1998) 发现收购方的累积超额收益率为负。而西瓦 (Savor) 和陆 (Lu) (2009) 却发现并购未成功的收购方业绩低于并购成功的收购方,并购为收购方创造收益。

收购方是否获取并购收益结论的不一致性存在于多次并购浪潮中。史密斯和金 (1994) 对第四次并购浪潮的研究也有相似结论。

收购方并购收益受到并购方式、支付方式、并购战略的影响。善意并购的超额累积收益率大于恶意并购的累积超额收益率,恶意并购导致收购方公司价值下降;受股票流动性影响,收购上市公司的收购方收益更大一些 (欧非舍, 2007) (Officer); 全股票支付时收购方的收益为负。相关行业并购带来正的收益,而非相关行业并购收益不显著为正。收购方短期并购收益研究情况如表 1-3 所示。

表 1-3 收购方短期并购收益研究

作者及发表年份	累积超额收益率	样本量	样本期间	窗口期
A: 短期并购收益为负				
莫克, 施莱弗 (Shleifer), 维施尼 (Vishny) (1990)	-0.70%	326	1975—1987 年	(-1, 1)
弗兰克斯, 哈里斯, 梯特曼 (1991)	-1.45%	399	1975—1984 年	(-5, 5)
拜德, 希克曼 (1992)	-1.2% ***	128	1980—1987 年	(-1, 0)
希利, 佩普, 鲁巴克 (1992)	-2.2%	50	1979—1984 年	(-5, 5)
卡普兰, 温斯别克 (1992)	-1.49% ***	271	1971—1982 年	(-5, 5)
西罗尔 (Sirrower) (1994)	-2.3% ***	168	1979—1990 年	(-1, 1)
米歇尔 (Mitchell), 斯塔福德 (Stafford) (2000)	-0.14% ***	366 366	1961—1993 年	(-1, 0)
休斯顿等 (2001)	-4.64% *** (兼并)	27	1985—1990 年	(-4, 1)
	-2.61% (要约收购)	37	1991—1996 年	
	-3.47% ** (全样本)	64	1985—1996 年	
格莱汉姆等 (2002)	-0.78%	356	1980—1995 年	(-1, 1)
莱吉, 菲西斯 (2003)	-4.13% **	22	1990—1998 年	(-20, +5)
弗勒 (Fuller) 等 (2002)	-1.00% **	456	1990—2000 年	(-2, +2)
列恩 (Lehn), 赵 (Zhao) (2006)	-7.03% ***	61	1990—1998 年	(-5, +40)
恩, 程 (2006)	-0.48% *	848	1984—2001 年	(-1, 宣告结束日)

续表

作者及发表年份	累积超额收益率	样本量	样本期间	窗口期
贝特,贝克尔,莱蒙 (2008)	显著为负	20335	1990— 2002 年	(-1,1) (-42,2)
B:短期并购收益为 0 或为正				
多德,鲁巴克 (1977)	+2.83% ** (并购成功)	124	1958— 1978 年	(0,0)
	+0.58% (并购未成功)	48		
吉里尔,布莱德利 (1980)	+6.66% **	88	1962— 1977 年	(-40,+20)
布莱德利,迪塞,金 (1983)	+2.35% *** (并购成功)	161	1962— 1980 年	(-10,+10)
阿斯奎斯 (1983)	+0.2% (并购成功)	196	1962— 1976 年	(-1,0)
	+0.50% (并购未成功)	89		
伊克伯 (1983)	+0.07% (并购成功)	102	1963— 1978 年	(-1,0)
	+1.20% *** (并购未成功)	57		
布莱德利,迪塞,金 (1988)	+1% ***	236	1963— 1984 年	(-5.5)
郎,斯图尔茨,沃京 (1989)	0%	87	1968— 1986 年	(-5,5)
史密斯,金 (1994)	+0.50%	177	1980— 1986 年	(-5,5)
斯瓦特 (1996)	+1.4%	666	1975— 1991 年	(-42,126)
克舍斯(Kohers),克舍斯 (Kohers) (2000)	1.37% *** (现金支付)	961	1987— 1996 年	(0,1)
	1.09% *** (股票支付)	673		
	1.26% (全样本)	1634		