

并购重组是否创造价值?*

——中国证券市场的理论与实证研究

张 新

(中国证券监督管理委员会 100032)

内容提要:本文采用事件研究法和会计研究法,对 1993—2002 年中国上市公司的 1216 个并购重组事件是否创造价值进行了全面分析。实证研究表明,并购重组为目标公司创造了价值,目标公司股票溢价达到 29.05%,超过 20% 的国际平均水平;对收购公司股东却产生了负面影响,收购公司股票溢价为 -16.76%;对目标公司和收购公司的综合影响,也即社会净效应不明朗。理论分析表明,我国经济的转轨加新兴市场的特征为并购重组提供了通过协同效应创造价值的潜力,狂妄假说和代理问题等传统的并购动因理论有助于解释收购公司的价值受损,而本文提出的新的理论假说“体制因素下的价值转移与再分配”和“并购重组交易的决策机制”,更直接地解释了并购重组对目标公司、收购公司和社会总体的不同效应。

关键词:并购重组 价值创造 事件研究法 价值再分配 上市公司

一、引言

并购重组一直是各国证券市场上理论与实践的热点。目前我国必须加强研究并购重组问题,这是因为并购重组已经超越新股发行(IPO)市场而成为证券市场资源配置的最主要环节。从 2000 年开始,通过上市公司并购重组而产生的新的上市公司数量 已经超过当年 IPO 上市的数量。例如,在 2002 年新股只发行了 70 家,而该年度公开披露的上市公司控制权发生转移的股权收购数量达 122 家、主营业务发生变化的重大重组数量为 44 家。

“并购重组是否创造价值”是并购重组研究中的首要课题,因为正确认识并购重组的价值效应,有利于企业科学决策,并且是确立立法与监管的基本价值取向的基础。过去的 30 多年里,国际学术界做了大量关于并购价值效应方面的研究,但是,至今尚未形成一致看法。同样,在实践中,既有 GE 这样的成功例子也有安然和世界通信公司通过收购活动过分扩张而导致内部管理混乱的失败例子。在中国,对上市公司并购重组价值效应的认识也存在很大的差异。例如,对于目前以 ST 公司等绩差上市公司的重组为代表的并购重组市场,业界的主流看法认为,并购重组能够实现中小股东、收购方/重组方、债权银行与地方政府之间的“多赢”局面:中小股东能够避免“退市”带来的“血本无归”,收购方/重组方能够通过壳资源的重组得到向社会公众融资的通道,债权银行可以避免破产带来的损失,地方政府和监管机构则可以避免因上市公司“退市”导致的社会不稳定因素。而反方观点则认为,这样的并购重组只会导致社会资源流向低效企业的逆向配置,破坏市场规则,并增

* 作者感谢上海证券交易所上证联合研究课题的支持,感谢上海证券交易所和南开大学学术研讨会的同仁们,尤其感谢段盛华、许明、李修辞、祝红梅给本文提供的建议。当然,本文所反映的意见纯属个人观点,不代表任何机构和其他人的意见。

新的上市公司指控制人或者主营业务发生根本变化的公司。

加证券市场的系统性风险(余终隐,2003)。要回答我国上市公司并购重组究竟能否创造价值,需要全面深入的实证与理论研究。而这正是本文的目的所在。

本文的安排如下:首先,回顾国内外同类实证研究的结论;然后采用事件研究法与会计研究法,从实证的角度研究中国上市公司并购重组是否为股东创造了价值;之后,结合国外现有的理论假说与中国市场的实际情况,提出新理论来解释中国的情况;最后,根据本文的研究结果提出对中国并购重组市场健康发展和未来研究的建议。

二、实证研究综述

国际学术界经常引用的并购重组绩效的论文有 Meeks (1977), Mueller (1980), Ravenscraft & Scherer (1987), Healy, Palepu & Ruback (1992), 等等,他们的研究结果并不完全一致。Bruner (2002) 对包括这些论文在内的 1971—2001 年间 130 篇经典研究文献做了全面汇总分析,发现成熟市场上并购重组过程中目标公司股东收益要远远高于收购公司股东收益。具体来讲,目标公司股票价格显著上涨,一般有 10% 至 30% 的股票超额收益率(也即并购重组事件带来的溢价);收购公司股票收益率很不确定,且有负的趋向,同时收购公司的长期财务业绩会随着时间的推移呈现出递减趋势;目标公司与收购公司综合的股东收益同样具有不确定性。这些研究采用的方法主要包括基于股票价格变化的事件研究法,基于财务绩效的会计研究法,基于公司管理层的访谈调查研究,基于管理咨询界专家经验的案例研究;其中,前两种是典型的学术研究方法。

国内对上市公司并购重组绩效问题所做的零星的实证研究表明,并购重组在一定程度能够改善公司绩效、提升公司价值(如冯根福和吴林江,2001;郭来生,1999;檀向球,1998)。但是,这些研究都缺乏学术严谨性,主要有四个问题:(1)缺乏理论分析,没有说明我国上市公司并购重组创造或毁灭价值的理论依据;(2)只研究并购对目标公司的影响,忽视对收购公司的研究,所以无法判断并购对社会的整体价值创造;(3)样本代表性不强,样本太小,往往不到 200 个并购重组事件,样本覆盖的年份也比较短,往往只有 1 到 3 年,上述样本不足导致很难对分析结果作统计显著性检验,难以推广引申;(4)大部分文章在研究方法上局限于会计研究法,未能运用更为严谨的事件研究法来考察上市公司并购重组前后的二级市场表现。本文力求克服以上四个导致国内现有研究缺乏说服力的缺陷,对中国证券市场历年来的并购重组事件进行全面而系统的研究。

三、样本特征

本文将并购重组分为股权收购、资产重组与吸收合并 3 大类。根据证监会与交易所数据,本文收集整理了 1993—2002 年中国 A 股上市公司的并购重组事件,覆盖了“1993 年宝延事件”以来的中国证券市场并购重组的所有历史,总计 1216 个样本(表 1)。其中,股权收购、资产重组中的上市公司为目标公司,即为被收购或被重组的公司;而在 22 例吸收合并中,上市公司为收购公司,即上市公司吸收合并非上市公司;吸收合并样本是本研究中有限而珍贵的收购公司样本(分类方法的详细介绍见张新,2003)。

对全部样本的统计分析显示,中国的并购重组市场呈现以下显著特征:(1)并购重组市场逐年扩大,1999 年以来每年约有 1/3 左右的上市公司进行并购重组。(2)并购重组公司的规模接近市场平均水平,但净资产价值低于市场平均水平,重组公司中亏损企业占多数。(3)收购和吸收合并发生的数量和大盘指数相关程度高,而重组则没有明显的相关性。(4)并购重组事件的发生有明显的季节性。并购重组主要发生在第四季度,其中尤以 11 和 12 两月最突出。(5)并购重组事件的发生在周内的分布较均匀。事件披露基本均匀发生在周二至周六,而在周一和周日明显较少,尤其是周日,1216 个样本只有 17 个发生在周日。

表 1 研究样本的年度分布和种类构成

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	合计
股权收购类(目标公司)	1	6	0	9	33	65	139	136	213	122	724
资产重组类(目标公司)	—	—	—	—	—	—	206	47	173	44	470
吸收合并类(收购公司)	—	—	—	—	—	5	7	4	3	3	22
合计	1	6	0	9	33	71	351	187	389	169	1216

数据来源:证监会与沪深证券交易所的统计以及巨灵数据公司。

四、实证研究方法和结果

本文对并购重组创造价值与否的判断标准是考察对目标公司和收购公司股东的经济价值的影响,包括股东是否通过并购交易得到了正常或超额的股票收益率,以及从长远来讲并购交易是否改善了企业的财务业绩。具体的讲,本文依次分析并购重组前后的平均股价、累积平均收益率、累积超额平均收益率(事件研究法)以及并购重组披露前后各 3 年的财务指标(会计研究法)。

(一) 平均股价和累积平均收益率分析的结果

本文首先考察从并购重组信息披露前 60 个交易日到披露后 30 个交易日(-60,30)内所有样本每日平均股价(简单算术平均值)和累积平均收益率的变化情况,直接根据平均股价的走势来看是否存在价格异动情况。从理论上讲,股价的变化反映了投资者的预期;如果股价上涨,说明投资者认为并购事件为股东带来了价值。图 1 所示的研究结果表明:并购重组发生时,目标公司(股权收购与资产重组类事件)在平均股价和平均收益率上都表现出上升趋势,并且股权收购类事件所带来的股价升幅要高于资产重组类;收购公司(吸收合并类)却呈下降走势;全体样本呈上升趋势。

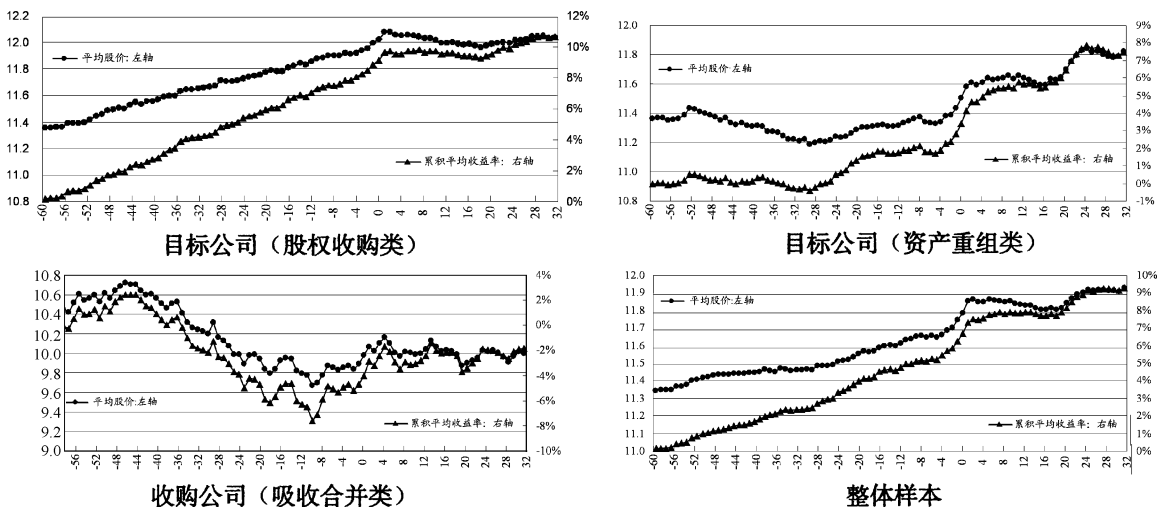


图 1 基于平均股价和累计收益率的实证结果

(二) 事件研究法的结果

然而,样本公司的平均收益率和股价变化可能并不是由并购重组事件本身引起的,比如可能是市场大盘上升带动的;因此,要想更科学地衡量这些上市公司自身的业绩表现,必须剔除这类因素的影响,用累计超额平均收益率(CAR, Cumulative Average Abnormal Return)就可以解决这一问题。累计超额平均收益率分析就是学术界称的“事件研究法”,事件研究法有着相对成熟的数理基础,在国际学术界已经成为并购重组绩效研究的主流方法(Caves,1989)。在中国,运用事件研究法有特别的

重要性。我国上市公司很可能进行财务报表式的重组,即使报表上的财务业绩有所改善,但是资产质量并无改进,这样的重组显然难以创造价值。在这种情况下,如果仅运用会计研究方法可能会得出与事实相反的结论,而事件研究法则能避免这个问题。由于股价是前瞻(Forward-Looking)的,如果市场意识到某一重组只是财务报表式的重组,该股票的价格是不太会上涨的。

我们运用标准的事件研究法计算 CAR 并检验其统计显著性。在具体计算中,超额收益率是指绝对收益率减去正常收益率。其中“正常”收益率是指如果事件不发生的话预计可以得到的收益率,其衡量方法同时用两种:市场调整法和市场模型法。其中,市场调整法假设市场指数的收益率就是每只股票在事件期内当天的正常收益率。市场模型法则根据证券资产定价的理论模型(例如 CAPM)来计算正常收益率。用大盘指数的收益率作为正常收益率最简单、直观,但是存在一定的问题。比如,不同公司所处的行业不同,有的公司股价增长一贯很快,能够超越大盘,因此即使这些公司在考察期内的收益率超越大盘,也不能肯定有异动发生。本文使用市场模型法调整的研究结果(与市场调整法得出的结果基本一致),估计期为(-180,-61),考察期为(-60,30),因为理论上这种方法更完整,同时目前各国的学术研究也多是采用此法,沿用此法便于进行国际对比。

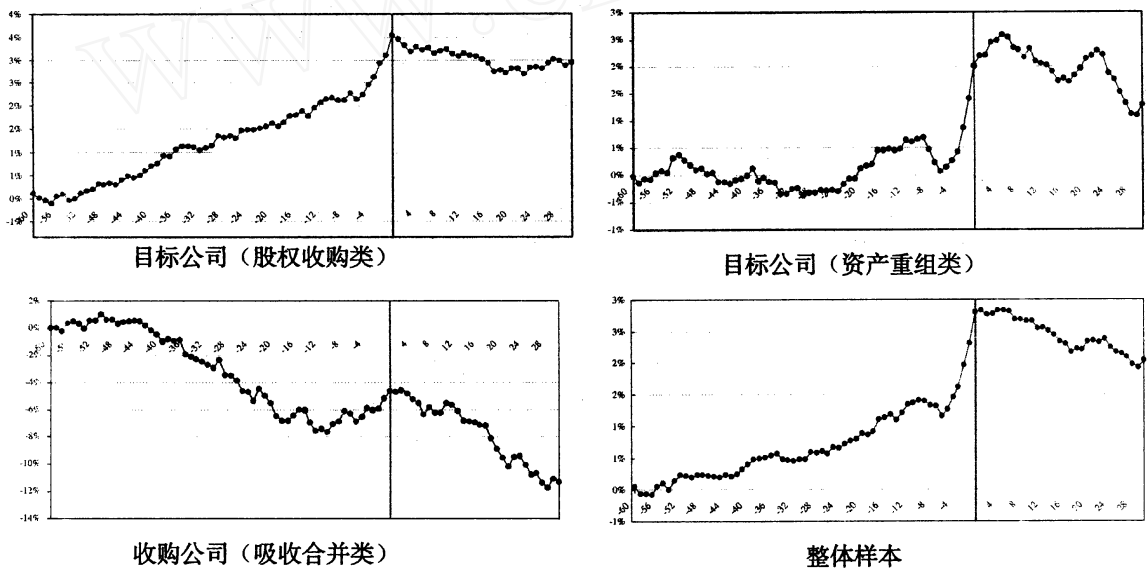


图2 基于事件研究的实证结果

关于 CAR 计算和统计显著性检验的详细步骤见张新(2003),这里说明从简。样本股票在(-60,30)内第 t 日的累计超额收益率 CAR 定义为

$$CAR_t = \sum_{i=1}^t AAR_i$$

其中 AAR_t 为每日样本股票超额收益率 AR_{it} 的算术平均值,而 AR_{it} 等于某样本股票 i 在 t 日的实际收益率减去当日正常收益率。

其次,关于统计显著性检验。根据市场模型,假设事件发生对股价无影响时的 AAR_t, CAR_t 均服从均值为 0 的正态分布,这样就可以对 AAR_t, CAR_t 是否显著异于 0(即事件发生对股价无影响)进行统计检验,其检验统计量服从自由度为 $n-1$ 的 t -分布,分别为:

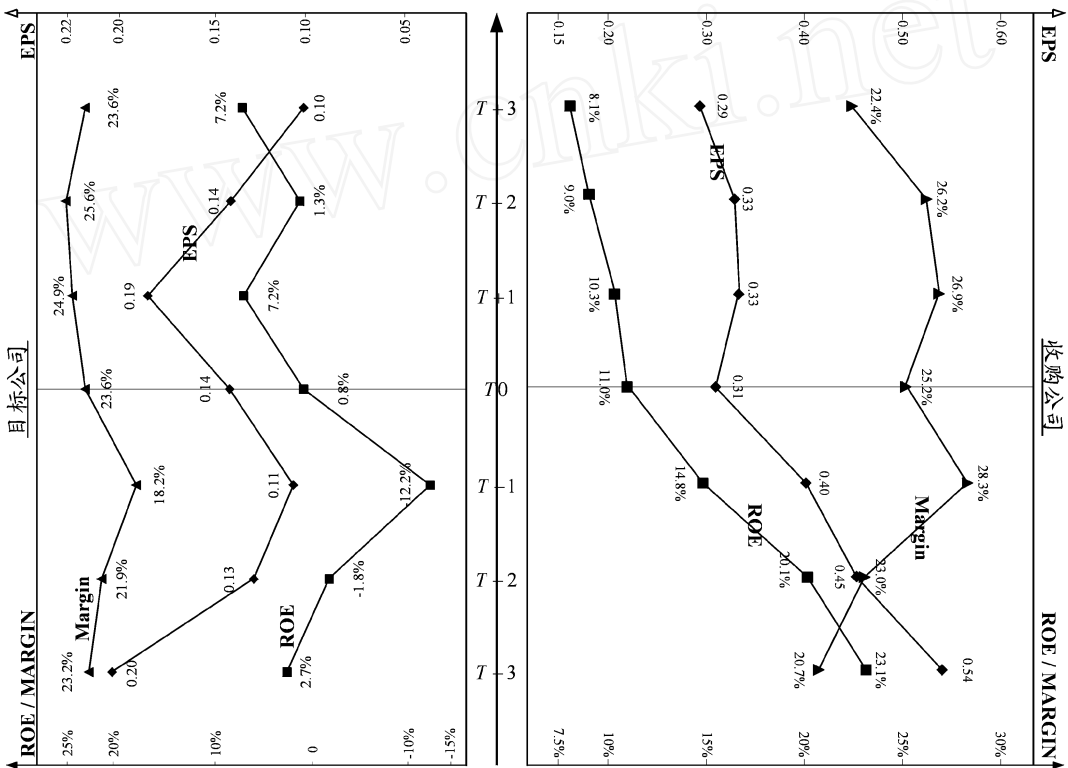
$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)/\sqrt{n}} \text{ 其中, } S^2(AAR_t) = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (AR_{it} - AAR_t)^2$$

$$t_{CAR} = \frac{CAR_t}{S(CAR_t)/\sqrt{n}} \text{ 其中, } S^2(CAR_t) = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (CAR_{it} - CAR_t)^2$$

实证结果(图2)表明,全部样本在(-17,30)区间有显著为正的CAR;目标公司中股权收购类在(-36,30)区间有显著为正的CAR;资产重组类在(0,10)区间有显著为正的CAR;吸收合并类的CAR为负,但统计上不显著。上述结果印证了基于平均股价和累积平均收益率的直觉分析。

(三) 会计研究法的结果

仅使用超额收益率分析也是不够的,因为在对中国上市公司有关数据进行分析时,应当考虑到二级市场操纵和内幕交易对股价走势所产生的重大影响。当并购重组事件发生时,投资者有可能认为股价将被操纵上升,所以无论上市公司的业绩是否因并购重组而有所提升,都会采取跟庄策略,即使业绩没有提高,也可能有显著的二级市场超额收益率。为此,本文还辅之以会计研究法,考察上市公司每股收益(EPS)、净资产收益率(ROE)和主业利润率(Margin)等3个指标在并购交易前



注:ROE代表净资产收益率平均值;MARGIN代表主营业务收益率平均值;EPS代表每股净资产平均值;T0指收购当年;T±n指收购后(前)n年。数据来源:作者分析。

图3 基于财务绩效的实证结果(目标公司(左)、收购公司(右))

后各3年的走势。研究结果表明(见图3),首先,目标公司(股权收购与资产重组类事件)业绩短期有明显好转,以上3个指标在并购重组的当年和第一年后有较大改观,但到第2年和3年后绩效改善缺乏持续性。其次,收购公司(吸收合并类)的业绩下降,收购公司净资产收益率和主业利润率在并购后有下降趋势。这些结果和前面二级市场股价走势分析的结果一致。

(四) 小结与比较

上述事件研究法和会计研究法的实证结果高度一致,互为补充,得出了以下可信度较高的结论:并购重组为目标公司创造了巨大价值,目标公司财务指标有所改善,股票溢价达到29.05%,超过20%的国际平均水平;而对收购公司股东收益和财务绩效却产生了一定的负面影响,收购公司股票溢价为-16.76%;总体样本的价值效应虽然为正,但由于收购公司的样本非常有限,在总体样本中占的比例很低,所以还难以确定并购重组的双边综合效应。由于上市公司在并购实践中多为

目标公司,并购重组提升了上市公司质量,但对全社会的净效应不明朗。

五、理论解释

如何解释以上结果呢?从宏观角度讲,并购重组能促进我国的经济转轨和上市公司结构调整,应该有潜力为股东创造巨大价值;具体到每一交易,并购重组的价值效应则具有很大的不确定性,除了不可控制的市场风险之外,还与交易的动机和决策机制密切相关。下面先探讨经典理论,然后提出适合中国国情的新的理论假说,共同解释实证结果。

(一)经典的并购动机理论对中国现象有一定的解释力

经典理论一般从并购动因角度解释并购重组价值效应,目前在国际学术界流行的并购动机的理论主要有三种:协同效应(Synergy Effect)、狂妄假说(Hubris Hypothesis)和代理动机(Agency Motives)。下面分别阐述其主要内容和对中国市场的解释能力。

1. 协同效应动机理论解释并购重组能在经济转轨中为社会创造价值的根源

以协同效应为代表的总价值增值理论假设收购目的是为了股东价值最大化,并购对目标公司和收购公司都是价值增值的投资,因而并购的总收益为正。总价值增值的源泉有多种,最常为引用的主要有经营协同效应、财务协同效应、替换不尽职的管理层带来的效率提高等(Weston, Siu & Johnson, 2001; DePamphilis, 2001)。中国经济的转轨特征和上市公司所处的历史背景决定存在着大量的通过协同效应等创造价值的源泉(张新, 2002, 2003)。目前的中国经济是处于全球化背景下的转轨中的新兴市场经济,中国经济需要通过并购重组来完成向市场经济的转轨(通过股权收购类完成产权的转轨),需要在并购重组的推动下从新兴市场经济走向成熟市场经济(通过重组完成产业的调整和成熟),也需要通过并购重组应对WTO带来的挑战和机会(通过外资并购中国企业和中资并购外资企业完成融入全球经济的新格局)。

2. 狂妄假说与代理动机解释收购公司为何受损

价值增值在收购公司与目标公司之间还有一个分配过程, Berkovitch & Narayanan (1993)认为,代理动机和狂妄假说则可能使收购公司甚至是双边综合价值创造为负。具体来说,代理动机假说指的是管理层发动并购重组主要是出于自身利益的考虑,包括 Amihud & Lev (1981)提出的“管理层个人利益组合的多元化”, Jensen (1986)提出的“管理层利用自由现金流扩大公司规模进而提高与公司规模正相关的个人利益”, 管理主义(Managerialism)以及 Shleifer & Vishny (1989)提出的“通过并购扩大公司规模进而提高公司对现任管理层的依赖程度”;狂妄假说指的是管理层的并购决策往往出于自身的狂妄和盲目乐观,充分相信自己目标公司的“错误”估价和对协同效应的“错误”估计,在大多数情况下,不会产生真正的协同效应,致使目标公司股东价值的提高以收购公司股东价值的下降和转移为代价。

这两个假说对中国的研究成果也有一定的解释能力。一方面,中国的企业家尚不成熟,喜欢炒概念,追求时髦,进入自己并不熟悉的领域,相信自己的“错误判断”,使得公司的并购重组带有很大的盲目性,最终的结果往往是摧毁收购公司的价值。另一方面,中国上市公司治理方面的缺陷导致内部人控制普遍,所以代理问题在中国尤其值得注意。

(二)“体制因素下的价值转移与再分配假说”能解释中国并购为何不创造社会净价值

鉴于中国并购重组的市场动机与利益机制的特殊性,本文提出以下“体制因素下的价值转移与再分配”的新假说:有些并购重组本身不应该发生,或发生后并不一定会创造价值,但是会由于体制因素,导致以转移其他利益相关方的利益为代价提高并购公司的价值,这实际上是利益/价值在并购公司股东和其他利益相关者之间的一种再分配或者转移。

下面具体考察一笔典型的面临财务困难的中国上市公司并购重组交易,从涉及的利益相关者

的角度来说明上述价值转移和再分配理论。在此交易中,上市公司是目标公司,收购方和重组方同属和上市公司不相关的第三方。有关当事人之间的关系见图 4。

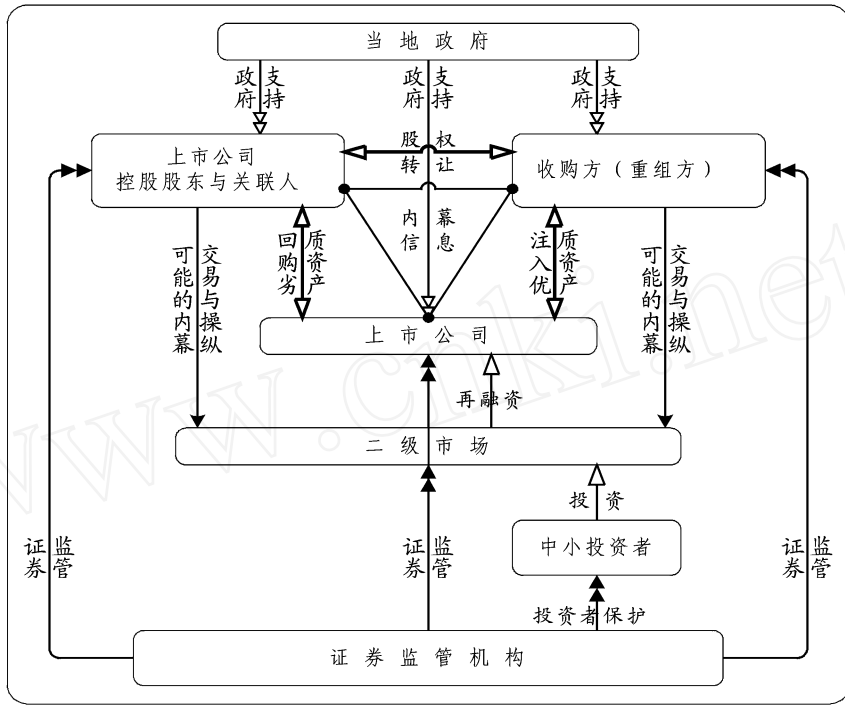


图 4 并购重组市场与利益机制简化图

目标公司控股股东及其关联人。目标公司控股股东及其关联人付出:(1)控制权,(2)可能要从上市公司回购劣质资产;得到:(1)通过出售股权实现壳价值,(2)一定程度上掩盖公司经营不当的问题,(3)可能利用内幕消息从二级市场获利。总的来说,目标公司控股股东得到的多于付出的。

收购方。收购方付出:(1)付出代价购买股权,(2)可能要注入优质资产;得到:(1)获取壳资源控制权利益,比如再融资利益,(2)可能利用内幕消息从二级市场获利。总的来说,短期内,并购重组会负面影响收购公司的财务状况,但收购方在中长期内,利用再融资和其他别的方式,依赖控股股东的地位,往往能收回最初的投资。

当地政府。在我国,当地政府在并购重组过程中常常扮演着极其重要的角色。它们付出的通常包括资金支援、资产(土地等)低价注入上市公司等等,而通过重组本地有实力的上市公司,得到的是确保本地区上市公司的数量(壳资源)及其再融资资格,增加本地就业和维护地方稳定。总的来说,短期内,地方政府付出较多。

监管机构。证券监管机构的首要任务是保护投资者的权益,为此,我国的证券监管机构对上市公司设置了相应的盈利要求。那些经营绩效很差、不能给投资者创造投资价值的上市公司,会面临证券监管和市场投资者的巨大压力。为了扭亏、重获配股资格、免除被 ST 或退市,上市公司自身也会积极配合并购重组。所以,监管机构得到的是上市公司质量得到一定提高,现有中小投资者利益得到保护以及证券市场得以安定;付出的是社会资源和监管力量流向低效企业,从长远来讲可能影响证券市场资源配置功能的有效发挥。

目标公司中小股东。在这场游戏中,被重组上市公司的原有中小股东(社会公众股东,或非控

股东)收益较大,他们避免了公司破产会导致的血本无归的命运,甚至还有股票升值的收获。当然,从中长期看,他们也面临某些风险,例如,由于重组方的利益补偿主要来自于一级市场再融资或二级市场股票炒作,如果重组后,重组方发现无法提升业绩达到再融资标准,或者二级市场价格没有充分上升,那么就可能通过掏空上市公司来补偿自己,这样会使上市公司质量进一步恶化,中小股东的处境将更加悲惨。

总之,正是在上述利益转移和再分配机制的驱动下,各利益相关方都积极推动上市公司的并购重组,因为并购重组确实能为交易各方带来价值。同时,上述理论分析表明,目标公司股东将会受益;对于收购公司,短期内财务状况会有一定的负面影响,但中长期内,一般均能收回投资,并有所获;双边综合的价值创造则为零。这在很大程度上解释了本文的实证研究结果。在上述交易中,似乎所有当事人都得到了价值,那么这些价值究竟来源于何处呢?本文认为主要有两个来源:(1)重组公司进行业务和管理层调整,通过改善经营管理效率、发挥协同效应等产生增量效益,提升了业绩,实实在在地为股东和利益相关方创造了价值;(2)新投资于这些被重组公司的中小股东。如前所述,收购/重组方从一级市场再融资或二级市场股票炒作寻求利益补偿,而这两种补偿方式的利益主要都来源于未来的中小股东,因为是这些中小股东高价购买这些并购重组公司的已发行股票或认购其新股。并购重组如果能够通过协同效应提升公司业绩,那么就会给整个社会就创造价值。否则,它可能只为目标公司的现有股东服务,将今天的重组成本转嫁给明天的中小投资者,致使未来中小股东的实际代价远远大于现有股东的损失,换句话说,这样的并购重组只是一场财富再分配游戏,只是现有的利益方得到了好处,真正支付代价的却是未来的中小投资者,总的社会净收益为零。而从长远来讲,考虑到社会资源向低效企业逆向配置和市场规则的可能破坏,社会总收益还可能为负。

(三) 并购交易的决策机制的不科学直接影响我国并购交易的质量

并购重组能否创造价值还与交易的微观决策机制关系密切。健全的微观决策机制可以否决不良动机驱使下的并购交易提案。中国上市公司治理中存在的内部人控制和一股独大问题比较严重,管理层的并购并不一定是为了提高股东利益(包括大股东和中小股东)。在这种背景下,(不管是目标公司还是收购公司)独立董事和中小股东在并购决策中的发言权需要得到加强,以便否决管理层和大股东的不良动机驱使下的并购交易。国外关于独立董事的研究也侧面验证了这一点,Byrd & Hickman(1992)和Cotter, Shivdasani & Zenner(1997)研究表明独立董事对公司的日常管理作用不大,但在公司做出重大决策时则会发挥关键的作用。例如,在公司收购或反收购中,如果独立董事对公司重大决议发表独立意见,参与决策,那么并购交易的收益和股价会有较好表现。

(四) 小结与比较

那么,从整体上来看,究竟哪一种解释或者理论假说更有说服力呢?从逻辑上来讲,并购活动本身的动机可能糅合在一起,并且非常复杂。不过,本文认为虽然协同效应、狂妄假说、代理动机等动机或理论假说在一定程度上能够解释中国上市公司并购重组的价值效应,但体制因素下的价值转移与再分配假说更有说服力,它既反映了中国现状,也可以看作是本文实证结果的主要原因与解释。同时,公司治理方面的重大问题又导致了交易决策机制不能改善交易的价值效应。结合本文的上述分析,我们可以得到图5所示的一个探索性的中外比较。

六、实践意义和未来研究设想

前述研究表明,要从整体上改变上市公司并购重组价值效应的现状,一方面要有效地形成和扩大并购重组价值创造的源泉,即扩大产业和股权结构的战略性调整带来的协同效应;另一方面,要抑制不利动机的影响,减少价值转移与再分配现象;抑制管理层的“错误”判断与代理动机对并购重

对西方成熟市场并购重组价值效应的解释程度	成熟市场				中国市场			对中国证券市场并购重组价值效应的解释程度	
	C 双边综合价值创造	B 目标公司价值创造	A 收购公司价值创造		C 双边综合价值创造	B 目标公司价值创造	A 收购公司价值创造		
效率/协同效应	+	+	+	交易动机	效率/协同效应	+	+	+	
狂妄假说	0	+	-		狂妄假说	0	+	-	
代理动机	-	+	-		代理动机	-	+	-	
价值转移与再分配	不确定	+	不确定		价值转移与再分配	+	++	--	
四因素综合效应	不确定	+	不确定	四因素综合效应	不确定但偏正	+	-		
两种决策力量较强	↑	↑	↑	决策机制	独立董事决策力量	↓	↓	↓	两种决策力量薄弱
	↑	↑	↑		中小股东决策力量	↓	↓	↓	
	不确定	+	不确定	全面综合效应	不确定	+	-		

+ : 价值效应表现为价值创造
 - : 价值效应表现为价值毁灭
 ↑ : 增强已有价值效应
 ↓ : 减弱已有价值效应

资料来源:国外部分来自于 BN(1993)、WSI (2001)、Byrd & Hickman(1992)、Cotter,Shivdasani & Zenner(1997);国内部分来自于本文的分析。

图 5 并购重组价值效应的理论解释之国际比较

组价值效应的负面影响(见图 6)。

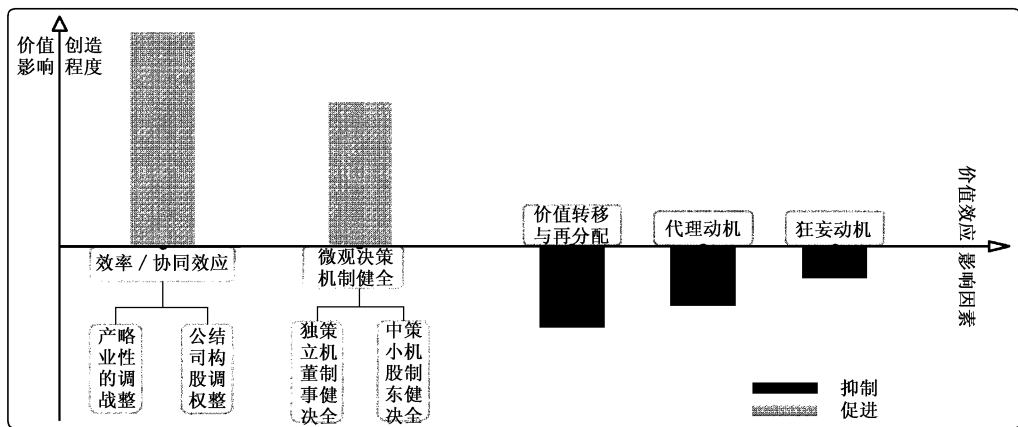


图 6 如何促进并购重组的价值创造

具体到立法和监管工作,鉴于我国并购重组是体制因素驱动型,所以立法和监管对并购重组的影响重大。在理念上,立法和监管应当鼓励和引导并购交易创造价值。立法和监管者应当致力于并购重组游戏规则的制定,让市场参与者有一个平等的平台进行竞争,而避免成为对市场参与者的利益再分配者。这样才能有效实现并购重组带来的证券市场优化资源配置的功能,产生正的净社会收益。同时,仍要大力鼓励并购重组,为证券市场中大量历史遗留难题的解决创造一个相对宽松的环境,因为并购重组至少在一定程度上,可以稳定社会,活跃市场,提高上市公司的质量。

在具体操作中,需要通过立法和监管,创造条件,从外部环境和内部机制两方面着手,使企业的并购重组朝创造价值的方向发展。在外部环境上,包括要建立良好的法规和监管环境,理顺并购重组的利益机制,使并购重组各方形成正确的并购动机,也包括要提供必要的定向增发和换股等并购

融资工具,要使并购重组走出以绩差上市公司为中心、以价值转移和再分配为主要方式的死胡同,形成以实质性资产重组为主,以产业整合为特征的战略性的并购重组的新格局。在内部机制上,完善并购重组交易的决策和批准机制,以抑制大股东和经理层的不良动机和错误判断。

本文希望通过严肃研究方式,为同类研究确立共同的研究语言,吸引更多学者来研究中国的并购重组市场。对于未来研究,我们首先要充分认识并购重组研究的重要性。并购重组的影响范围很广,不仅影响证券市场,而且还动用大量的社会资源,牵涉到全社会资源在各个相关利益团体之间的再分配。其次,要开拓研究样本空间,尤其收集更多的收购公司的数据,以便正确评价并购重组的对目标和收购公司的双边效应。第三,在研究方法上,要进一步完善本文中的事件和会计研究法,还有必要结合重要个案研究,来补充大样本学术研究,做到点面结合。最后,要从各个角度全面研究并购重组的影响,研究并购重组对收购双方、中小股东、银行、债权人、中央和地方政府等利益相关体的经济和非经济影响,以便综合评价并购重组的社会效应。

参考文献

- 冯根福、吴林江,2001:《我国上市公司并购绩效的实证研究》,《国研信息》12月27日。
- 郭生,1999:《1998年沪深上市公司资产重组绩效实证分析》,《大鹏证券研究》11月5日。
- 檀向球,1998:《沪市上市公司资产重组绩效实证研究》,《中国证券报》9月28日。
- 余终隐,2003:《“保T派”十宗罪来源》,《21世纪经济报道》2月20日。
- 张新,2002:《上市公司收购管理办法的价值取向和操作流程》,《新财富》第11期。
- 张新,2003:《并购重组是否创造价值》,上证联合研究课题出版,网站下载:www.zhangxin.org。
- Amihud, Y., and B. Lev., 1981, “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers”, *Bell Journal of Economics* 12 (Autumn), pp. 605—617.
- Berkovitch, E., & M. P. Narayanan, 1993, “Motives for Takeovers: An Empirical Investigation”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28 (September), pp. 347—362.
- Bruner, R. F., 2002, “Does M&A Pay: A Survey of Evidence for the Decision-Maker”, Working Paper.
- Byrd, J., and K. Hickman, 1992, “Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence From Tender Offer Bids”, *Journal of Financial Economics* 32 (No. 2 October), pp. 195—214.
- Caves, R., 1992, “Mergers, Takeovers, and Economic Efficiency”, *Int'l Journal of Industrial Organization* 7.
- Cotter, J., A. Shivdasani, and M. Zenner, 1997, “Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers?” *Journal of Financial Economics* 43, pp. 195—218.
- DePamphilis, D., 2001, *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases and Solutions*, Academic Press, A Harcourt Science and Technology Company.
- Healy, P., K. Palepu, and R. Ruback, 1992, “Does Corporate Performance Improve After Mergers?” *Journal of Financial Economics* 31 (No. 2, April), pp. 135—175.
- Jensen, M. C., 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economics Review* 76, May, pp. 323—329.
- Meeks, G., 1977, *Disappointing Marriage: A Study of the Gains From Merger*, Cambridge Univ Press.
- Mueller, D., 1980, *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*, Cambridge.
- Ravenscraft, D., and F. M. Scherer, 1987, “Life After Takeovers”, *Journal of Industrial Economics* 36.
- Shleifer, A., and R. Vishny, 1989, “Managerial Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments”, *Journal of Financial Economics* 25 (November), pp. 123—139.
- Weston, F. S., A. S., & Johnson, B., 2001, *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Prentice Hall.

(责任编辑:松木)(校对:金)

Abstracts of Papers in English

Financial Corruption in Transition : the Transaction Characteristics and Institutional Incentives for Gray Financial Activities

Xie Ping & Lu Lei
(The People 's Bank of China)

This paper studies the gray financial transactions in China 's economic transition , through lender-borrower dynamic game analysis. Main conclusions are following. First , financial corruption by loan allocation may be characterized as two-category rent-seeking activities. Second , the severity of rent-seeking depends on the marginal benefit from transfer for bad loans and the marginal cost from internal control. Third , borrowers optimally decide the financing proportion in formal and informal credit markets. Fourth , given the bad loan reimbursement mechanism , banks and borrowers share the transfer through gray financial transactions. Finally , price equilibrium can be seen between formal and informal markets.

Key words : financial corruption ; gray financing activity ; rent-seeking ; informal credit

JEL Classification :D730 ,E420 ,G180

Effective Accounting Supervision : an Equilibrium Model

Wu Liansheng & Wang Yaping
(Guanghua School of Management ,Peking University)

Accounting fraud has become one of the most serious economic problems because of its tremendous negative effect on the economy. Through solving a two-stage dynamic game , the paper shows that the government 's ex-post accounting supervision should aim to control the violation of accounting rule to an appropriate level rather than completely eliminating it. The ordinary ex-post accounting supervision system fails for those violators with high discount rate. The only effective method to this kind violation is to shorten the time lag. An effective accounting supervision system should consider the difference among executors first , then pay attention to their sensitivities to the penalty , and lastly determine the optimal accounting supervision level.

Key Words :accounting rule ;accounting supervision ;accounting fraud

JEL Classification :M410 ,M400 ,M490

Do Mergers and Acquisitions Create Value : Evidence from Chinese Listed Companies

Zhang Xin
(China Securities Regulatory Commission)

This paper studies whether M&A creates value in China. Using the event study method and accounting indicators ,it investigates 1216 cases covering all major M&A events related to listed companies from 1993 to 2002. The stock prices and financial performances of targeted companies are found to have both improved significantly after M&A deals ;the reverse impact is seen on purchasing companies ;and the net impact on purchasing and targeted companies as a whole is not statically significant. Therefore M&A creates value to Chinese securities markets since most listed companies are targeted companies ,but it is doubtful that M&A creates net value for the society as whole. Synergy effect explains why M&A is popular in China ,and hubris hypothesis and agency motives explain why purchasing companies lose value. We also propose two new theories —“ value redistribution hypothesis ” and “ internal decision mechanism hypothesis ”. We show that they explain best the empirical results in the Chinese market.

Key Words :mergers and acquisitions ; event studies ; value creation ;control premium ;China stock market

JEL Classification :G340 ,L320