

企业并购行为背后的财富效应分析

朱 熙 陈 祺

(中南财经政法大学会计学院 武汉 430074)

【摘要】在关于上市公司并购行为经济后果的研究文献中,被并购方的流通股股东是否能够通过股价变化获得一定收益是一个研究重点。本文通过对我国转轨时期的特殊制度背景进行分析,讨论了我国应该采用何种理论对我国上市公司并购行为财富效应进行分析。

【关键词】企业并购 财富效应 效率理论

在关于上市公司并购行为经济后果的研究文献中,出于计量方法不同、时间窗口的选择不同、并购行为主体的界定不同等原因,研究结论中出现了并购会提升上市公司价值和降低上市公司价值这两种相反的结论。那么,我国企业的并购行为是否会带来如西方信号传递理论和效率理论所说的财富效应呢?在当前制度背景下,应该如何从理论角度分析上市公司并购行为的经济后果呢?本文基于西方分析框架对我国的制度背景进行了讨论,进而对企业并购行为背后的财富效应进行了理论分析。

一、我国特殊的制度背景

所谓上市公司并购行为发生时的财富效应,是指当被并购方宣布自身将被收购时,此种信息的公布会影响并购方和被并购方的股票价格,也就产生了此种行为下并购方和被并购方股东财富的变化。在我国,证券市场并非经济高速发展的产物,而是为了国有企业改革而产生的一种创新制度。在国有企业上市过程中,普遍存在着具有非流通性的国有股在总股本中占较大比例的情况,从而使得上市公司之间的收购主要是通过协议收购的方式完成。且由于国有股在总股本中具有压倒性的优势地位,从而使得在控制权交易发生时,并购行为也会具有一定的非市场化特征。不仅如此,由于在我国证券市场的发展初期,公司上市采取的是审批制度,能够获得监管部门核准直接上市的公司数量有限,因此市场中存在着流通股股票供给和需求之间的不平衡,广大个人投资者的投资行为存在着一定的盲目性,从而在我国特殊的制度背景下,企业并购行为发生之后的财富效应有着特殊的内涵与计量方法。

具体而言,在西方发达国家中上市公司之间的并购经常采取要约收购的方式进行,因此关于并购行为的研究样本较多,可以从并购方和被并购方两个方面来衡量并购行为对双方财富变化的影响。不仅如此,在西方发达国家中,由于并购信息宣告之后,被并购方的股东是潜在的股票出售方,并购方虽然是某一公司,但是否进行并购还是由其股东决定。所以在这种情况下,并购的成功与否会受到并购方原有股东的影响。可见,在西方关于并购行为财富效应的研究中,由于西方发达

资本市场的制度因素,并购过程中的财富效应计量与并购双方股东的参与程度均存在着一定特殊性。而在我国的制度背景下,有关上市公司并购行为财富效应的研究中,存在着财富效应衡量的不完整性。这是由于我国上市公司股票中只有一部分是流通股,这部分股票可以用来衡量上市公司由于被并购而带来的股东财富的变化。但是在上市公司所签订的并购协议中,出售方为目标公司的非流通股股东,并且参与交易的并购者通常是非上市的国有集团公司,因此此时对并购方和被并购方股东财富效应的变化无法准确进行计量。不仅如此,在我国市场中还存在着财富效应的衡量对象与交易主体不一致的情况。参与市场交易的主体主要是非流通股股东,流通股股东不能有效参与到公司的决策活动之中,然而在上市公司并购行为财富效应的研究中主要的衡量对象是中小股东所拥有的流通股股票价格的变化。因此,这种情况下在衡量并购行为财富效应时,衡量对象和实际发生并购行为的交易主体存在着显著的差异。

二、西方理论中并购行为的财富效应

关于并购过程中目标公司财富效应的分析,研究结论比较一致,主要是认为目标公司的股票价格会在并购行为公告日显著上升。对于此种现象,西方研究中主要有以下几种解释理论:

1. 管理主义理论。Roll(1986)提出,企业的管理者由于自身存在野心、过度自大以及过分骄傲等原因,会在评估并购机会的时候犯过分乐观的错误,从而使得并购方对被并购方的出价与目标企业的实际价值相比偏大,使得支付给目标企业股东的财富偏大,导致在并购公告日附近的一个事件窗口内被并购方的累计超额收益显著大于零,也就是出现了并购的财富效应。可以发现,在管理主义论下,是通过对被并购方管理层心理活动的分析得出,在并购发生时目标公司股东财富的增加是因为并购方盲目乐观、支付过高价款而带来的。这种财富效应只是使得财富从并购方转移到被并购方股东之中,因此社会整体财富并没有增加。对于处于新兴加转轨时期的我国资本市场而言,此种理论不能有效地分析我国企业并购行

为的经济后果问题。因为在我国资本市场中,并购行为的交易双方多为非流通股股东,对流通股股东并没有支付相应的款项,因此也就不存在由于过度自信等原因使得对流通股股东支付的财富金额过大的问题。所以在我国制度背景下,对于企业并购行为背后的财富效应问题进行分析时,不能采用管理主义理论。

2. 信号传递理论。Desai和Kim(1983,1988)指出,并购活动会散布一种关于被并购方股票价值被低估的信息,从而促使市场对这些股票进行重新估价。此种理论认为,并购行为发生的前提常常是价值被低估的企业成为被并购的目标,因此在并购行为的公告日市场会修正前期估计,调整原先的错误估计,从而导致在并购公告日时间窗口内的累积收益显著大于零。由此可知,在我国的制度背景下这种理论是有一定适用空间的。因为当并购主体之间控制权发生转移时,流通股股东并没有直接参与并购交易,因此流通股股东可以通过并购行为所传递的信息对此并购行为进行分析,从而决定自身的投资决策行为。

3. 效率理论。这种理论认为,被并购方在并购中获得超额收益主要是由于并购行为发生后重新配置相关资源造成企业效率提高,产生协同效应。在我国的制度背景下,市场中的流通股股东有可能通过自身观察,发现效率高的企业并购效率低的企业,从而可能提高被并购方的效率,因此被并购方流通股股东财富会增加。不仅如此,如果流通股股东认为并购行为的发生将有助于公司达到一定的规模经济,那么此时这种并购行为就会增加流通股股东的财富,产生并购行为下的经营协同效应。而当被并购方存在一定代理问题时,其资产往往没有得到管理层的充分利用,那么并购行为的发生可以使得外部管理者进入被并购方的管理决策之中,取得对被并购方的控制权,或者让被并购方管理层因为并购事件的发生产生自身职务的任职危机而提高资产的使用效率,从而增加流通股股东的财富,解决被并购方的代理问题。

基于以上分析可知,可以运用信号传递理论和效率理论对我国企业并购行为背后的财富效应问题进行讨论。

三、信号传递理论及效率理论下我国企业并购行为的财富效应

由于在市场中社会公众股东可以通过已经发生的交易信号对上市公司的股票价值做出相应的判断,因此在并购行为发生之后,广大流通股股东可以通过对并购协议中的并购价格、款项支付期限、款项支付方式等内容进行判断,从而形成自身的价值判断。此时,如果流通股股东认为并购协议价格比公司的实际价值高,就会造成流通股股东通过企业并购获得自身财富的增加,产生正的财富效应;如果流通股股东认为并购协议价格比公司的实际价值低,那么会造成流通股股东在企业并购过程中获得自身财富的减少,产生负的财富效应。具体而言:①在支付价格方面,我国上市公司的并购实践活动中非流通股的转让价格主要是依据上市公司的每股净资产确

定。当并购协议中的并购价格低于上市公司每股净资产时,根据信号传递理论可知,此种情况对于不拥有完全信息的流通股股东而言是一种坏消息,导致负的财富效应。②在并购款项的支付期限方面,如果支付期限较短,可以发现并购方高度认可被并购方的价值低估情况,从而愿意在更短的时间内支付并购款项。因此可以预期,在并购支付期限较短的并购活动中,被并购方的流通股股东所获得的财富效应更大。③在支付方式方面,我国上市公司并购行为的支付方式有现金、股权抵押和资产托管等多种。当并购方采取支付现金的方式进行并购时,较采用股权抵押和资产托管等方式传递出一种被并购方价值被严重低估的信号,从而可以预期在现金支付方式下被并购方流通股股东会获得正的财富效应。

而在效率理论下,当上市公司之间发生并购交易时,交易双方由于并购行为的发生会产生管理层管理效率的变化。此时,拥有高管理效率的公司可以通过自身管理层富有水平的管理行为提升被管理单位的经营业绩。因此可以预期,当被并购方管理层的经营效率较差时,并购行为会给被并购方的流通股股东带来正的财富效应。沿着此种思路可以发现,较低的经营效率也意味着上市公司代理问题十分严重。那么此时,当被并购方的股权相对集中时,并购方通过并购行为的发生可以通过较为集中的控制权更换被并购方管理层,解决公司中原来存在的较为严重的代理问题。而当被并购方的管理层预期到自身可能遭到替换之时会勤勉工作,从而缓解公司的代理冲突,提升公司业绩。因此可以分析得出,并购行为发生前经营效率较差并且股权集中度较高的公司在并购行为发生之后,流通股股东会获得正的财富效应。

四、结论

本文通过分析我国特殊的制度背景发现,西方现有的关于企业并购行为发生之后流通股股东财富效应问题的研究结论不能直接在我国进行套用,应该结合我国实际情况进行分析,从而发现应该运用信号传递理论以及效率理论对我国资本市场中的并购行为进行分析。在这两种理论下,不同的并购价格、款项支付期限、款项支付方式、并购前被并购方的管理层经营效率以及企业股权集中度都会对并购行为发生之后流通股股东的财富效应造成影响。因此,在有关我国企业并购行为的经济后果方面的研究中,应该对这些因素加以考虑,从而得出符合我国实际制度背景的结论。

主要参考文献

1. 冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究.经济研究,2001;1
2. 朱宝宪,王怡凯.1998年中国上市公司并购实践的效应分析.经济研究,2002;11
3. 李善民,曾昭灶,王彩萍等.上市公司并购绩效及其影响因素研究.世界经济,2004;9
4. 方秩强,夏立军.上市公司收购的财富效应:基于信号理论和效率理论的解释.中国会计与财务研究,2005;2