

四类并购理论下财富效应预期分析

聂志萍(博士)

(河海大学商学院 南京 210098)

【摘要】现代并购理论可以划分为效率理论、代理理论、行为金融理论、再分配理论四大类,不同的并购理论可以推演出不同的预期财富效应。本文对并购理论预期的财富效应加以梳理,指出并购活动的收益及其分配的各种可能,说明了在并购实证研究中如何应用这种预期分析。

【关键词】 并购理论 财富效应 预期分析

有关并购的文献汗牛充栋,其中大部分对并购财富效应进行了探讨,即利用资本市场的股价数据分析并购双方公司股东在交易中的盈亏状况,以确定并购活动对企业价值和利益分配的影响。研究并购问题的学者为解释并购活动的动因及其市场表现提出了诸多理论。根据并购理论提出研究假设,测算财富效应,直至得出研究结论,是学者们常用的分析思路。本文拟对并购理论预期的财富效应加以梳理,分析并购活动的收益及其分配的各种可能,为其他学者的并购实证研究提供参考。

一、现代并购理论的具体内容

现有的并购理论研究围绕着并购的财富效应及其影响因素等主题展开(Bruner, 2003),故并购理论的重点是对并购动因及其市场表现给予解释。并购理论一般划分为效率理论、代理理论、行为金融理论、再分配理论四大类。

1. 效率理论。效率理论认为公司实施并购的目的是通过提高交易双方各自的效率,实现某种形式的协同效应,最终体现为社会整体福利的帕累托改进。效率理论又衍生出管理协同理论、经营协同理论、财务协同理论、多角化理论、价值低估理论、信息理论以及内部资本市场理论。

管理协同理论认为收购方可以通过并购活动,利用剩余的管理资源,提高目标企业的管理效率;经营协同理论指出,企业并购是通过企业资产(如机器设备、人力或经费支出等方面)的整合获得规模经济和范围经济(Arrow, 1975; 威斯通、郑光、苏, 2000);财务协同理论认为兼并将给企业在财务方面带来种种效益,这些效益主要产生于税收抵减优惠和现金流的重新配置(Nielsen, Melicher, 1973; Myers, Majluf, 1984);多角化理论是指靠多角化经营分散公司投资回报的来源、降低单一经营的风险;价值低估理论是指当目标公司的真实价值或者重置价值低于市场价值时,就有可能被其他公司收购;信息理论认为新信息是作为并购的结果而产生的,且股价重估后的上涨是永久性的(Dodd, Ruback, 1977; Bradley, 1980);内部资本市场理论认为企业通过并购活动可以形成内部资本市场,绕开外部资本市场的激励问题以及法律税收等方面的限

制,在更大范围内配置稀缺资源、提升企业价值(Myers, Majluf, 1984; Stein, 1997; Inderst, Muller, 2003)。

2. 代理理论。Jensen 和 Meckling(1976)提出了代理成本理论,阐释在所有权与控制权相分离的背景下,管理者会因为存在道德风险、逆向选择和不确定性等因素而出现代理问题。有的学者认为,并购活动可以解决代理问题。Manne(1965)首次提出了控制权市场理论,指出控制权市场中的并购实质上是不同经理团队对公司控制权的争夺,这种争夺成为监督企业经理人的有效机制,削弱了企业的代理问题。与之相反,另外一些学者提出了管理主义理论,认为并购活动不仅不能解决代理问题反而会产生代理问题。Mueller(1969)和 Morck、Shleifer、Vishny(1990)都论证过公司管理者因代理问题倾向于通过并购扩大公司规模,增加自身利益。Jensen(1986, 1988)在代理理论的基础上进一步提出了自由现金流理论,从自由现金流的派发和滥用角度论证控制权转移的活动既可能是对代理问题的反映,也可能是对代理问题的缓解。

上述关于代理问题的理论都是针对股权分散的企业的,而在一些欧亚国家,企业股权集中的特征十分明显,管理者往往由控股股东控制,因而产生的代理问题主要存在于控股股东和中小股东之间。掏空理论认为收购人之所以实施并购是想取得企业的控制权,从而将目标企业的资源重新分配,实现对其他股东的利益侵占(Johnson, 2000; 李增泉, 2002)。

3. 行为金融理论。应用于并购活动中的行为金融理论主要包括市场驱动理论与过度自信理论。这两种理论的假设刚好相反。市场驱动理论认为市场是非理性的,收购公司的经理人是理性的。当一个公司的股票市值被市场高估,该公司就可能收购其他公司,并以股票互换的方式支付被收购公司股东(Shleifer, Vishny, 2003)。而过度自信理论则认为市场是理性的,不理性的恰恰是收购公司的经理人,由于经理人在评估并购活动时会出现过于乐观的错误,这导致他们会支付过高的支付对价,参与并不能创造财富的并购活动,招致“赢家的诅咒”(Roll, 1986)。这两种理论可以看作是行为金融理论对控制权转移活动的解释。

4. 再分配理论。再分配理论认为控制权转移企业没有为社会创造新的价值,只是利益相关者之间的利益再分配,财富从债权人、消费者、企业员工或政府手中转移给了控制权转移企业的股东。再分配理论又涉及债券收益再分配理论、市场力量理论和我国学者提出的“保壳保配”等具有“中国特色”的并购理论。

二、并购理论预期的财富效应

在资本市场发展完善且信息充分的条件下,人们通常以股东财富的变化来研究并购的影响。不同的并购理论对股东财富变化预测的结果差异较大,具体预期情况如下表所示:

各种并购理论预期的财富效应

	总收益	目标公司收益	收购方收益
效率理论	+	+	+
代理理论			
目标企业存在代理问题	+	+	+
收购方存在代理问题	-	+	-
掏空理论	0	-	+
行为金融理论			
市场驱动理论	-	-	-
过度自信理论	0	+	-
再分配理论	+	+	+

效率理论的含义是由收购活动产生协同效应,带来总收益的增量,为股东创造新价值,因此总收益、目标公司收益和收购方收益三个收益项目均为正值。

代理理论中,如果是目标企业的管理层存在代理问题,那么并购交易将会缓解代理问题,为股东创造新财富。也就是说,由于目标企业的管理层因代理问题而经营不善,导致企业价值被低估,并购方通过并购交易提升了目标企业的价值。这与效率理论中价值低估理论的预期类似,因此总收益、目标公司收益和收购方收益三个收益项目也均为正值。

如果是收购方存在代理问题,即并购交易本身正是收购方代理成本的体现,那么收购方股东的价值会被降低,并且并购交易在总体上而言降低了股东价值。由于收购方的管理层收购交易实际上往往取得较低的投资收益,对目标公司而言,其股东则相当于取得成本较低的资金。因此在收购方存在代理问题时,总收益和收购方收益均为负值,目标公司收益则为正值。

掏空理论代表的是财富的转移,反映的是财富从中小股东向控股股东的转移,所以总收益并无变化(为零),目标公司股东的收益在减少(为负值),但是收购方(即控股股东)由于攫取财富增加了收益(为正值)。

市场驱动理论认为收购方的管理者意识到其股价被市场暂时高估,因此管理者会通过收购以相对廉价的方式(一般是换股方式)取得其他公司的资产,转嫁未来价值下跌的风险。由于未来收购方的股价会下跌,而目标公司的股价当前较为合理,所以长期来看双方企业的总收益将小于零(为负值)。目标公司由于为收购方分担了部分降价风险,所以未来收益会

小于零(为负值)。收购方的股价由于当前被高估,未来必定会下跌,其风险不太可能通过目标公司完全转嫁出去,因此收购方的收益一般也会小于零(为负值)。

过度自信理论认为经理人的决策本身就是一个错误,市场定价合理,所以收购交易不可能创造新财富,收购方会承担高估目标公司价值而产生的损失,因此其收益为负值;相反,目标公司价值由于被高估,所以其股东收益为正值。

再分配理论认为并购活动产生的股东财富是从其他利益相关者那里转移而来,所以总收益为正值。由于这种财富转移的路径并不清晰、直接,所以不太可能被目标公司或者收购方独享,应该会依据特定环境和条件在两者之间分配,即双方的股东收益均为正值。

三、财富效应预期分析的应用

1. 提出研究假设的基础。提出严谨的假设一般需要寻求已有理论的支持或者自行推演出新理论,绝大多数并购研究采取了前一种方式。既然各种并购理论预期的财富效应各不相同,那么依据某项并购理论提出的假设就会受到制约,尤其在对股价反应提出假设时,不能与相应的财富效应预期相违背,否则,可能得出与假设相反的研究结果而难于解释。

2. 检验实证研究结果的工具。并购理论的预期财富效应应当正确反映在研究假设中,但这并不能确保研究结果与财富效应的预期一致,即并购理论的财富效应预期为并购实证研究结果是否正确提供了一种有效的检验工具。研究的最终结果会受到多方面因素影响,如一开始选择的理论并不恰当,或者样本的筛选存在偏差,以及所选用的检验模型、检验方法和指标存在问题等。

3. 甄别并购理论的依据。虽然并购理论看似纷繁复杂,其实它们只是关注和侧重的方面不同。现实中企业并购的动机都会较为复杂,受到多种因素的影响,能够作出解释的理论可能不止一种,如效率理论中的管理协同理论与代理理论中的管理主义理论存在重合之处。但在进行研究时,一般需要对并购活动进行限定、筛选后才能找到较具解释力的对应的理论。随着实证检验的深入开展,并不排除原先选择的理论不适宜解释当下研究的问题,这时就可以借助预期财富效应的分析,判断、修正并购理论,如 Bradley, Desai 和 Kim (1983, 1988) 在对首次并购失败的目标公司后续并购的研究中发现,后续并购的市场反应与效率理论中的信息理论的预期财富效应不符,从而排除了用信息理论解释并购样本公司股价反应的可能。

【注】本文受霍英东基金项目“中国上市公司并购的财务绩效实证研究”(项目编号:101087)资助。

主要参考文献

1. Bruner R. F.. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision Maker. *Journal of Applied Finance*, 2002; 11
2. Arrow K. J.. Vertical Integration and Communication. *Bell Journal of Economics*, 1975; 6
3. J.弗雷德·威斯通, S.郑光, 胡安·A. 苏著. 李秉祥等译. 接管、重组与公司治理. 大连: 东北财经大学出版社, 2000