

中国人民大学经济学院以研究生毕业同等学力

申请硕士学位论文写作报告（初稿）

姓名：马艺宁（曾用名：马欣然）

资格证号：81040905

专业名称：企业经济学

拟定学位论文题目：公司治理结构对并购协同效应的影响研究

报告日期：2021.12.30

一、选题依据

|  |
| --- |
| 1.目的及意义（800字以内）  最近十年，国内企业并购现象已经十分普遍，已经成为企业资源整合、做大做强的重要途径。企业并购理论发展非常迅速，已经成为公司财务管理、企业经营管理以及当代经济学中最为重要的课题之一。西方学术界在并购的实践总结中形成了包括企业并购定义、动因、会计处理、价值评估、监管制度等内容的一套较为完整的理论体系。国外并购理论将企业并购作为创造价值的一种经济手段，并对并购所产生的协同效应给予高度的重视，协同效应成为研究的重中之重。  目前，已经有诸多学者认为企业的并购效应是一个复杂、动态的过程，影响因素包括宏观的环境、政治因素，也包括微观的公司治理要素。现阶段对并购协同效应的估值测算主要有三种：一是价值评估法，通过比较分析并购前后企业价值变化，测算协同效应；二是效率估价法，比较分析并购前后的效率变化；三是加总评估法，通过分别测算具体的协同效应并加总来估价企业并购协同总效应。  本文通过加入公司治理结构要素，来分析对企业并购协同效应有无影响、影响大小，可以丰富现阶段公司治理对于并购影响的理论研究，现实层面帮助企业结合自己公司内部治理情况，在并购前更科学的评估并购所带来的效果，帮助公司决策效应最大化。 |

|  |
| --- |
| 2.文献综述（3000字左右）**（备注：因提交本报告时间有限，后期继续补充相关文献，该文献综述将会相应丰富和调整，包括国外文献）**  一、企业并购协同效应的表现与影响因素  研究公司治理结构是否以及如何产生对企业并购协同效应的影响，首先应当分析企业的并购协同效应主要表现在哪些方面。关于协同效应的发展，主要经历了函数超加性协同效应、价值链协同效应和企业群协同效应（赵俊凯，刘青和郑茗心，2016）。目前国内外学者对于协同效应的分类还没有统一的定论，但是在理论和学术层面基本可分为管理协同效应、经营协同效应和财务协同效应等。  经营协同效应是指并购改善了公司的经营状况，从而提高了公司效益，包括产生规模经济、实现优势互补、降低企业成本、扩大市场份额、提供更全面的服务等。管理协同效应主要指的是并购给企业管理活动带来效率方面的变化及因管理效率的提高所产生的效益。财务协同效应指并购后企业的资金使用效益得到提高（顾晓敏和孙爱丽，2015）。  其次，在影响因素上，部分文献认为有宏观因素如政府介入行为，政府参与会直接或者间接干扰企业做出正确的决策；政策法规会使实际操作中并购成本急剧上升。微观因素如Jemison 教授与Haspeslagh教授20 世纪90 年代中期提出组织整合理论，和公司治理结构状况（赵俊凯，刘青和郑茗心，2016）。  也有文献从并购活动动态的角度表述协同效应的影响因素，分为并购前的准备、并购过程中和并购后的管理。这三个并购环节中都具有影响并购协同效应实现的关键因素。首先，并购前，与被并购方就业绩补偿承诺等并购条件进行约定。在并购过程中加上业绩补偿承诺，有助于刺激被并购公司的积极性，以此来提升并购的协同效应。然后，并购过程中，有诸多因素干扰企业并购事项以及并购协同效应的实现。目标公司所在地的投资者保护程度越高，收购方公司获得的并购收益越大。并购选择集群内的企业，其整合成本和风险更低，能够获得更好的并购业绩。最后，并购后的整合，又细分至财务整合、经营整合、管理整合三个方面。财务整合是并购整合过程中的关键环节和核心内容，进行财务整合有助于在企业将并购行为认为，资源是否能够从低效率企业向高效率企业流动比企业效率高低更重要（曾瑞兰，2018）。另外，部分文献认为估算并购中的协同作用是一个极其复杂的过程，因为实际情况总是千变万化。因此，研究应将更多的注意力放在主观判断准则和估值  方法的改进上，而不是建立一个“标准”的定量公式（杨荟茗，2017）。  二、公司治理结构对并购协同效应的影响  首先，现有文献来看，股权结构作为公司治理结构重要的衡量指标，与并购效应的关系密切。牟宇轩（2018）主要从股权集中度、股权性质和管理层持股比例这三个角度对两者关系研究发现，第一，股权集中度与并购效应之间一方面存在着正相关关系（并购表现是通过营运现金流来衡量的，其研究表明持股比例更为集中的上市公司在兼并收购活动中表现较好），另一方面也存在着负相关关系（受“堑壕防守效应”影响）；同时，部分学者认为股权集中度与并购绩效之间存在一个倒Ｕ型的关系，这可能是受“利益协同效应”和“壕沟防守效应”共同作用的结果，作者认为这可能是由于研究的时期不同、所选样本不同（有的样本属于不同国家，面临的经济环境不同；有的样本为某一时期市场中所有上市企业，有的则根据行业等因素筛选拟定条件的企业）、变量的衡量指标不同等原因造成的。第二，股权性质与并购效应的关系上，同样有正反两方观点存在，一方面部分学者认为企业的盈利水平在一定程度上和企业自身的政治关联有关，即政治关联强的公司其盈利水平要好于政治关联弱的公司；另一方面，也有学者认为政治关联更深的企业，将导致并购活动中资源配置，效应表现低。第三，管理层持股比例与并购绩效的关系，许多学者认为两者之间不存在线性关系。另外，部分文献（徐昭，2017）认为投资者法律保护对并购效率也产生影响。并购方和目标方的投资者法律保护程度的提高有利于并购方的长期业绩增加，且投资者保护差异度越大并购的协同效应越显著，并购的长期效率也越好。对股权集中度高的上市公司而言，投资者法律保护对并购效率的影响与前述结果一致，但国有企业的投资者法律保护对并购效率无影响，民企并购方投资者法律保护程度越高，并购效率越大。对于股权集中度低的上市公司而言，国企属性并购方的投资者保护水平越高越有利于提高异地并购效率; 对于民企属性的并购方，并购方的投资者法律保护越低，异地并购效率越高，由于这类民营企业往往并购投资者法律保护水平高的目标企业，因而形成的并购的协同效应更大，并购的长期效率更好。  其次，在公司内部治理结构上，有文献认为公司治理对并购绩效的促进在微观上就是公司治理要素对并购协同效应要素的促进作用，对于我国上市公司而言，就是董事会治理、监事会治理和经理层治理对生产协同效应、资本协同效应、营销协同效应和管理协同效应的促进作用。如果这些促进作用在公司并购过程中切实得到了发挥，就可以极大地提高公司并购的成效。该部分学者采用结构方程模型（SEM）对研究假设进行检验（即董事会治理、监事会治理和经理层治理与公司并购协同效应成正向相关关系），得到如下研究结论：从公司治理的视角来看，董事会治理对公司并购的生产协同效应、资本协同效应、营销协同效应和管理协同效应产生了明显的促进作用；监事会治理对管理协同效应产生了明显的促进作用，而对生  产协同效应、资本协同效应和营销协同效应缺乏促进功能；经理层治理对生产协同效应、营销协同效应和管理协同效应产生了明显的促进作用，而对资本协同效应缺乏促进功能。从并购协同效应改进的视角来看：管理协同效应得到了最为明显的改进，生产协同效应和营销协同效应的改进成效次之，而资本协同效应的改进效果最低（刘良灿，陈彪和张同建，2017）。  综合以上分析，现有研究关于公司治理结构对并购协同效应影响的研究，存在以下几个问题：第一，由于学者们都较少考虑股权和绩效的滞后效应，因此目前采用跨期研究的文章还处于起步阶段；而本期绩效可能会受到上期段股权结构的影响，上期绩效也可能会改变本期的股权结构，这难免会对实证结果的准确性造成影响。第二，目前针对两者关系的文献大多是基于代理问题的视角出发的实证类研究，理论分析类的研究较为少见。第三，目前的相关文献都较少考虑到调整成本对二者关系的影响作用。因此，本文欲研究公司治理结构中特别是股权结构带来的协同效应的估值影响。 |

二、研究方案

|  |
| --- |
| 1.论证方法及数据来源  数据来源：时间为2010年至2019年期间，A股上市企业中符合一定限制要求的上市企业做分析样本，数据主要从国泰君安金融数据库与锐思金融数据库整理获取，部分数据来源为东方财富和wind咨询。  论证方法：多元线性回归模型，假设数据样本中公司治理结构的因素，对协同效应的影响。描述型统计分析、相关性分析、回归分析及稳健性检验。 |
| 2.核心观点  股权集中度与协同效应正相关、股权性质与协同效应正相关，且调整股权集中度对并购效应的影响最大。企业在并购之前应当评估现有的股权结构，设计、调整不利于协同效应最大化的因素。 |
| 3.创新之处  提供股权结构对并购协同效应的影响程度对比，呈现结构调整影响力的边际效应。 |

|  |
| --- |
| 4.参考文献**（备注：因提交本报告时间有限，暂时收集以下文献，后期继续补充，包括国外文献）**  1.曾瑞兰，“企业并购协同效应分析”,《时代经贸》，2018年第十一期，61页~63页。  2.李倩，“企业并购协同效应及其案例研究”，《企业改革与管理》，2020年第一期，14-15页  3.赵俊凯，刘青，郑茗心，“企业并购协同效应与因素的研究”，《生产力研究》，2016年第一期，134-137页  4.徐昭，“投资者法律保护与国企属性对并购协同效应的影响“，《商业研究》，2017年第六期，115-123页  5.顾晓敏，孙爱丽，“并购重组与价值创造：目标公司的协同效应分析”，《财会月刊》，2015年第三十四期，10-17页  6.杨荟茗，“并购重组中的协同效应研究综述”，《黑龙江工业学院学报》，2017年第十期，67-71页  7.杨应辉，“并购中溢出与拔靴效应实证研究综述”，《现代商贸工业》，2019年第十九期，100-101页  8.王渃婷，“协同效应在企业并购的应用研究”，《北方经贸》，2018年第三期，122-123页  9.刘良灿1，陈彪2，张同建2，“公司治理对并购协同的促进效应解析——基于A股上  市公司  并购事件的数据检验”，《湖北工业职业技术学院学报》，2017年第三期，58-62页  10.闫红宇，“公司治理对并购绩效的影响”，《时代经贸》，2017年第二十一期，75-76页  11.牟宇轩，“公司股权结构与并购绩效关系的研究综述”，《现代商贸工业》，2018年第十九期，109-111页  …… |

|  |
| --- |
| 5.论文提纲  题目：公司治理结构对并购协同效应的影响研究  主题词：公司治理；股权结构；并购协同效应；……  摘要  第1章 绪论  1.1 研究背景和意义  1.2 研究思路和方法  1.3 本文的创新点与局限性  第2章 文献综述  2.1 关于企业并购协同效应的研究  2.2 关于公司治理结构的研究  2.3 关于公司治理结构对于并购协同效应的影响研究  2.4 文献评述  第3章 理论基础与研究假设  3.1 相关概念  3.2 理论基础  3.3 研究假设提出  第4章 实证分析  4.1 样本选取与数据来源  4.2 变量定义  4.3 研究设计  4.4 实证分析与结果  第5章 研究结论及建议 |