

理论探讨

《中国物价》2004. 06

传统经济学假设经济人是完全理性的，并在此基础上运用数学工具建立了精致恢弘的理论体系，但这受到了经济生活的严峻挑战。行为经济学因而对传统经济假设进行修正，从人内在的非理性出发，将人的心理、情绪、行为等融入经济研究中，对现实的经济现象做出了更加符合实际的分析。上市公司并购是在理性交易者和非理性交易者相互影响的金融市场中的复杂的经济行为，并购方和目标企业的决策者也必然会因信念上的偏差而导致非理性判断和决策。因此，借助行为经济学的思想分析企业并购的动因，我们将得到与传统理论截然不同的解释和有益的启示。

一、非有效市场驱动的并购

有效市场假说认为，投资者是理性的，市场是有效的，证券的市场价格等于基本价值，不存在因价格被高估或低估而产生的超额利益。即使存在部分非理性交易者的错误定价，也会被理性投资者的套利操作消除。实际上，由于投资者存在过度自信、损失厌恶、从众心理等认知偏差，他们的决策过程常常偏离了最优决策过程，导致对金融资产的错误定价和对金融资产的选择偏差。大量的实证研究也证明了市场的非有效性和非理性投资者的存在。

在非有效市场的前提下，股票市场主动并购企业、目标企业和整合后的企业价值的错误估计（misvaluation）会推动并购交易的进行。Brealey 和 Myers（2000）讨论“解鞋带”博弈，结论是 60 年代的多样化繁荣是基于天真的投资者对市盈率错误认识。Shleifer 和 Vishny

并购动因的行为经济学分析

□ 陈 硕

（2003）的价值错估假说也认为美国公司 20 世纪 60 到 70 年代不相关多元化并购、80 年代 LBO 和 90 年代后期相关并购都是受股票市场对企业价值错误估价驱动的。

投资者想象两家公司的合并会带来协同效应，因此高估了合并资产的

市场价值。这使得并购双方认为可以从中受益，从而推动并购的进行。对并购双方的错误估价还会影响交易方式和成功的可能性。现金收购源于并购公司可以用低于基本价值的价格收购目标公司；股票收购则是被高估的并购方以他们的资产作价来换取目标公司的高估程度相对较低的资产，从而获得有利的实际交换比率。如果目标公司也被高估，就易于接受并购，因为这给了目标公司管理者将流动性低的股票或期权变现的机会。一般而言，目标公司被高估的程度越高或被低估的程度越低，目标公司管理者就越愿意变现，并购成功可能性就越大。

我国的证券市场以中小投资者为主，非理性特征明显，低估或高估上市公司价值是常见的现象。而且，中小投资者普遍反映出“心理群体”的服从性，即对“权威”的崇拜，由此带来投资理念统一性及投资行为的一致性，“羊群效应”显著。这种错误定价的羊群行为极大地推动了股票市场驱动的并购活动。纵观这些年上市公司的并购重组，每一轮的高潮大多与某个“概念”相关，而且题材也在不断创新，从以前的科技股“买壳上市”或“借壳上市”，到 2004 年的外资并购概念、回购概念，以及要约收购、定向增发、吸收合并、整体上市与分拆上市等各种金融创新概念都成为市场追逐的热点，多样化的股票市场热点“概念”带动了上市公司并购。

二、公司管理者的非理性行为驱动的并购

公司的管理者不总是理性的。传

统的代理理论是通过激励相容的制度设计,控制并消除公司管理人员为寻求自身利益而导致的非理性,使其按照股东利益最大化原则行事。但是如果管理者对于自己的行为具有错误的信念,并且基于该错误信念导致非价值最大化行为,那么这种行为成本就无法通过激励机制的设计而消除。

1. 公司管理者的时间偏好是并购的主要驱动力之一。时间偏好是指人们倾向于推迟执行那些需要立即投入而报酬滞后的任务,而马上执行那些能立即带来报酬而投入滞后的事情,大量心理学的实验研究表明人们对短期利益的时间偏好比长期利益来得大,这实际上否认了传统经济学有关人们的偏好在时间变量上的一致性的假定,意味着在并购活动中双方都更倾向于短期利益的获取。时间偏好从某个意义上很好地解释了我国上市公司并购活动中普遍存在的短期行为。一些上市公司为了提高会计利润,通过资产交易获取巨额收益,进行所谓的“报表重组”,并购行为的短期性显而易见。

2. 公司管理者的过度自信是并购的另一主要驱动力。心理学研究发现,人们通常高估自己的能力,并且会将好的结果归功于自己的行动,而将坏的结果归于机遇或运气。管理者比普通人更易于表现出过度自信,尤其是对自我判断的过度自信。这可以解释并购价格过高,且并购没有增加并购方股东收益的异常现象。

并购方的管理者若过度自信,就可能高估并购的潜在价值,低估并购可能的破坏性,因为他相信自己的能力必定高于目标公司目前的管理者。同时还会认为外部投资者低估公司的价值,这使得他在发行股票为并购融

资之前,会耗尽他所能得到的所有内部(未稀释)资产。因此越是在现金充足、债务状况良好的公司,并购对原公司股东的损害效应越突出。目标公司管理者也会存在过度自信的倾向,他因此对并购产生敌意,并抵御并购的进行。二者博弈的最终结果是并购价格被进一步推高。

考察我国现已发生的上市公司并购活动,会发现大多数并购属于壳资源类的并购,这类并购的价格始终居高不下,甚至连ST、PT公司也“鸡犬升天”,一定程度上反映了并购双方的过度自信。目标公司认为上市公司的壳资源相对稀缺,特别是监管部门出台重大资产置换可以申请增发进行融资的规定后,进一步提高了壳资源的价值,因而在交易过程中往往要求更高的并购价格和更严格的支付条件。并购方出于对自身经营管理能力的过度自信,往往会忽视上市公司质量的真实性以及国有股减持政策等有关政策法律的限制,以过高的价格达成交易。此类交易对并购方而言风险大,成本高,并购的绩效和对股东的影响不容乐观。

三、政府非理性行为驱动的并购

在发达国家,企业并购基本上是一种市场行为,政府的主要职能是规范和稳定并购市场。在我国,由于正处于体制转轨的特殊时期,政府可以直接或间接地支配上市公司,所以政府人员的态度和偏好在很大程度上影响企业并购动机的强度,某些时候政府甚至直接承担了并购的主体。政府的非理性行为往往更加深了并购市场的非理性。

1. 政府的过度自信对并购的影

响。政府人员过度自信自身行政能力和经济调节能力,热衷于牵线搭桥和具体组织实施完成企业并购活动,让优势企业并购劣势企业,即所谓“拉郎配”;或者致力于组建本地区的大企业集团,忽视各企业不同的经营战略、组织结构等因素的区别,进行“强强联合”等。如深圳本地股的并购,由于深圳市政府的大力推进,约有61家上市公司进行了并购重组,但早期深圳本地上市公司并购效果不太理想,公司重组后并没有发生实质性变化,于是当地政府提出了并购重组要结合2005年基本完成市属国有企业战略性调整和改组目标,从2004年的情况来看,上市公司并购整体进展缓慢,目标也许难以完成。

2. 后悔厌恶(Regret aversion)与损失厌恶(Loss aversion)对并购的影响。后悔厌恶是指人们做出错误的决策后,为避免后悔而做出一些非理性行为。损失厌恶指人们面对同样数量的收益和损失时,感觉损失产生的情绪影响更大。在政府主导的公司并购活动中,并购方往往认为无须也无法完全掌握目标公司的财务等重要信息,当发现并购的决策错误、无力使目标公司的经营状况明显好转时,公司的并购仍然继续完成,导致大量非实质性并购重组的出现。

四、非理性并购行为的改进建议

从心理学的角度来看,非理性的并购行为是无法完全消除的,但是这种非理性行为又可能带来诸多弊端,如产业结构和组织架构没有实质性的完善、并购后整体经济效益没有显著的提高等。只有改进我国上市公司非理性并购动因,才能进一步提高并购

的质量。

1. 政府职能的转变。政府应当专注于行政职能的执行,一方面,通过制定和完善各项法律法规,监督企业并购行为,并为企业并购创造有利条件;另一方面充分利用行业并购的羊群行为,在产业政策上积极引导并购活动的进行,并且避免过度自信等非理性信念引发的对上市公司并购的不当干预。

2. 证券市场的作用。健全和完善我国的证券市场,积极培育理性投资者,弱化投资者过度自信、过度反应、反应不足等心理,发展良好的证券市场驱动的并购。

3. 上市公司行为的理性化。优化上市公司法人治理结构,形成理性的并购决策机制,避免管理层过度自信、时间偏好等信念对公司投资发展战略产生的不良影响,逐步淡化壳资源类的并购,发展战略性并购。

参考文献:

1. Malmendier, Ulrike and Geoffrey Tate, Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction, working paper, 2003.

2. Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, Stock market driven acquisitions (J), Journal of Financial Economics, forthcoming.

3. Brealey, R. A. and S. C. Myers, Principles of corporate finance (6th ed.), (McGraw-Hill, New York). 2000.

4. 杨胜刚、吴立源,非理性的市场与投资:行为金融理论述评(J),财经理论与实践,2003(1)

(作者单位:厦门大学金融系)

市场营销专业人才培养的有益尝试

□ 王晋卿

进入 21 世纪,世界经济一体化和市场竞争国际化的步伐加快,市场营销环境的变化,向营销人员提出了更多的挑战。以高素质人才整体创新性形成的企业核心竞争能力,将是未来企业竞争的关键。因此,如何按照国际化的要求培养高素质市场营销人才是高等院校的重要历史使命。

由哈尔滨商业大学王德章教授完成的《市场营销专业人才培养的研究》子课题(主课题是《国际高等商科教育比较研究》主持人:纪宝成、王晋卿,中国财政经济出版社 2002.7),从理论与实践结合上,全面研究了社会经济发展对市场营销专业人才培养的新要求,以培养面向世界、面向未来、面向企业的高素质人才为己任,从高等商科教育的新视角,研究探索了中外市场营销专业培养目标、课程结构、教学内容、师资队伍建设等问题。我认为,该课题所归结的问题具有很大的普遍性与客观性,提出的一些改革设想颇有新意,其创新性主要体现在以下几个方面:

一、以市场国际化为背景 提出多层次的培养目标

培养目标是高校通过有计划、有目的实施教育过程而使学生最终达到的人才规格。21 世纪的人类社会将进入信息化社会,社会分工日益精细化与协作化,科学技术发展高度专门化与综合化的双重趋势,对人才的知识结构和创造能力有新的更高要求。市场营销专业的培养目标是对所培养的 21 世纪高级商科人才规格和质量水平作出的规定。

“要培养能面向世界、面向企业、面向教学、科研和社会服务的复合型高级专门人才,具有良好的素质、坚实的市场营销专业理论基础,较宽的商