

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 15620141152116

UDC_____



廈門大學

碩 士 學 位 論 文

我国上市公司对保险公司的并购绩效研究

The Research on the Performance of Public Companies
Acquiring Insurance Companies

赵 均

指导教师姓名: 徐宝林助理教授

专 业 名 称: 保险硕士

论文提交日期: 2017 年 4 月

论文答辩时间: 2017 年 5 月

学位授予日期: 2017 年 6 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2017 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

近年来,随着我国保险法律制度的健全、保险监管体系的完善以及人民可支配收入的提高和保险意识的逐步增强,我国保险行业实现了较快的发展。同时,我国对保险市场的监管也逐步放松,保险行业逐步开放,越来越多的社会资本纷纷涌入保险行业,其中,并购保险公司就是进入保险行业的重要途径。各路资本纷纷进入保险行业,很大一部分原因正是因为看重保险业务所产生的大量现金流,企业通过收购保险资产,利用保险业务所产的大量现金流作为投资资本,再通过一系列的并购,将使得企业实现快速扩张与成长。但是对于那些收购保险资产的公司来说,并非每一个收购案例都能获得成功,在收购之后,能否实现资产、人员、业务等各项资源的有效整合,并使并购行为真正对公司的发展产生推动作用,这一问题值得我们思考和关注的问题。而长久以来,大家更多的是在关注社会资本收购保险资产对保险行业将会产生何种影响,很少会关注企业收购保险资产对收购企业本身经营产生的影响。对于企业来说,其收购保险资产的动机肯定是为了实现企业更好地发展,但这一结果到底如何,却没有受到足够的重视。

本文以我国近年来上市公司对保险公司的并购案例为样本,研究上市公司在对保险公司实施并购后的中短期绩效。通过搜集并购公司的历史股价数据以及市场和相关行业的指数数据,计算超额收益率和累计超额收益率,对上市公司并购保险公司的短期市场绩效进行分析。通过构建财务指标综合评价体系,运用实证的方法,研究我国上市公司对保险公司的并购的中长期财务绩效的变化,并在此基础上简要分析并购绩效的影响因素。由于并购的保险公司有不同的类型,本文除了从整体上对我国上市公司并购保险公司的财务绩效进行评价之外,还将所并购的标的保险公司分成不同的类型,对其并购绩效加以对比分析。并通过检验每一个财务指标的变化显著性,来对整体财务绩效进行更加细致的分析,以期能够更加全面准确的分析我国上市公司对保险公司的并购绩效,并为上市公司、监管部门以及投资者提供参考与借鉴。

关键词: 上市公司; 并购保险公司; 绩效

Abstract

With the perfection of the insurance legal system and the supervision system, the rise of the national disposable income and the increasing awareness of insurance, our insurance industry has achieved a remarkable improvement. In the meantime, the opening of the this industry allows the surge of social capital, which includes a major source from the acquisition. It is the cash flow emerged from the insurance services that draws the social capital's attention. Enterprises make use of the enormous amount of cash flows by acquiring insurance asset and through a series of mergers, they manage to achieve quick expansion and growth. However, not every acquisition can be successful, yet it is still unknown whether a successful acquisition can help with the effective integration of asset, human resources and services and the future development of the enterprises. According to the researches in the past, people pay more attention to the affection towards the insurance companies being acquired instead of the enterprises that started it. For the acquirers, its initial motive is to promote the future development, but does the acquisition really bring the anticipated results is still in question.

Using the public enterprises as samples, this paper studies the short term and long term performance of public companies acquiring insurance companies by establishing estimating systems and using empirical methods. On the basis of this research, this paper studies the factors those influence the performance. Because of the different types of insurance companies, the subjects vary in acquirers. Despite the total analysis of the financial performance, this paper tends to compare the results caused by the differences in types and subjects, hoping to have an overview of this field and provide information for future reference.

Key words: Public Companies ; the Acquisition of Insurance Companies ; Performance

目 录

摘 要	I
Abstract	II
1、绪 论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.2 研究方法.....	3
1.3 本文框架.....	4
1.4 创新与不足.....	6
2、文献综述	9
2.1 并购相关概念	9
2.2 并购绩效相关研究	10
2.3 关于保险并购的研究	14
3、我国上市公司并购保险公司概况.....	17
3.1 我国上市公司并购保险公司整体情况	17
3.2 我国上市公司并购保险公司的特点	19
4、并购保险公司的短期市场绩效研究.....	21
4.1 研究方案	21
4.2 数据来源	24
4.3 研究结果及分析	24
5、并购保险公司的中期财务绩效研究.....	29
5.1 研究方案.....	29
5.2 研究方法	30
5.3 样本选择与数据来源	32
5.4 指标体系的构建	33
5.5 数据的预处理	33
5.6 实证分析	34
5.7 实证结果讨论.....	38
6、结论及启示	47
参考文献	49

Contents

Abstract	II
1、 Introduction	1
1.1 Reaserch background	1
1.2 Reaserch methods	3
1.3 The framework	4
1.4 Innovation and weakness	6
2、 Literature review	9
2.1 Conceptions about M&A	9
2.2 Reaserch about M&A performance	10
2.3 Reaserch about M&A of insurance company	14
3、 Overview of public companies acquiring insurance companies .	17
3.1 The overall situation	17
3.2 The characteristics	19
4、 The reaserch on the short-term market performance	21
4.1 Reaserch plan	21
4.2 Data sources	24
4.3 Study results	24
5、 The reaserch on the mid-term financial performance	29
5.1 Reaserch plan	29
5.2 Reaserch methods	30
5.3 Data sources	32
5.4 Indicator system	33
5.5 Data processing	33
5.6 Empirical analyze	34
5.7 Study results	38
6、 Conclusions	47
References	49

1、绪 论

1.1 研究背景及意义

企业间的并购，是市场经济发展中非常普遍的现象。在市场经济中，优胜劣汰，适者生存，大企业兼并小企业、好企业兼并差企业、行业上下游企业之间的纵向收购、同行业企业之间的横向整合等多种并购形式也是屡见不鲜。尤其是随着全球资本市场的不断建立与发展，更是为企业之间的收购兼并提供了良好的平台和丰富的工具。近年来，随着改革的深入，我国各项经济管理制度逐步完善，如：现代企业制度、企业的法人治理制度、市场监督管理制度、独立第三方中介服务体系等，我国企业也实现了有小到大，由弱到强的跨越式发展。随着市场经济体系的建立，各行业企业之间的自由竞争，企业兼并收购这一资本运作手段在我国也逐渐得到了实践。早在上个世纪 80 年代，我国的海尔家电、青岛啤酒等大企业就已经通过并购这一方式实现了低成本、大规模的扩展。尤其是近年来我国多层次的资本市场体系的逐步成型，以及公司债、企业债、优先股等多种融资工具的推出，更加便利了我国企业之间收购兼并行为的开展与操作，近年来，我国企业间的并购行为日益频繁，2005 年，我国共发生并购行为 1022 起，到了 2015 年末，我国发生的企业间的并购数量达到了 6486 起，2005 年，我国企业间的并购总金额为 1,337.06 亿元，到了 2015 年，这一金额达到了 30,494.48 亿元（图 1-1）。对企业来说，通过兼并收购能够降低自身的成产经营成本，快速的实现扩张和规模经营，对整个社会来说，也能通过企业之间的兼并收购实现产业结构的调整和转型升级以及整个社会生产效率的提升。



图 1-1 2005-2015 年我国并购数量统计（单位：起）

数据来源：WIND 资讯

我国的保险业最早是全部由国家设立的保险公司来运营，近年来，随着市场经济制度的建立，金融行业的逐步开放，我国出现了数量众多的民营保险公司，保险行业也已经逐步实现了充分的市场竞争。尤其是随着我国保险法律制度的完善、保险监管体系的完善以及人民可支配收入的提高和保险意识的逐步增强，我国保险行业实现了较快的发展。近年来，我国保费收入实现了较快的增长，根据研究数据显示，我国的保费收入已经从 2003 年的 3,880.39 亿元增长到了 2015 年的 24,282.50 亿元，而相比之下，保险赔付却相对较少，这为保险公司提供了大量可供运用的自有资金，也即是巴菲特所谓的“浮存金”。保险公司的这一现金流优势，成为了吸引各种产业资本对其发起收购的重要因素。

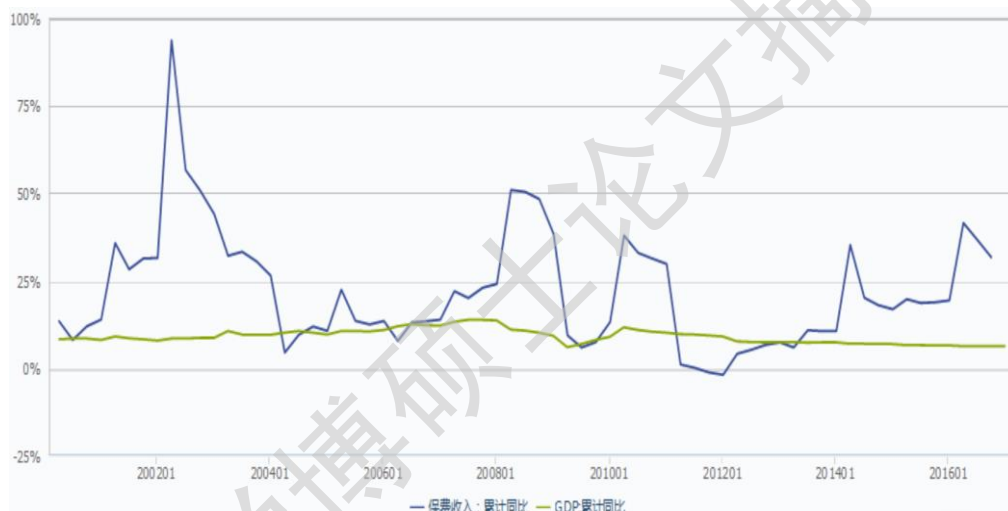


图 1-2 保险收入与 GDP 增长

数据来源: WIND 资讯

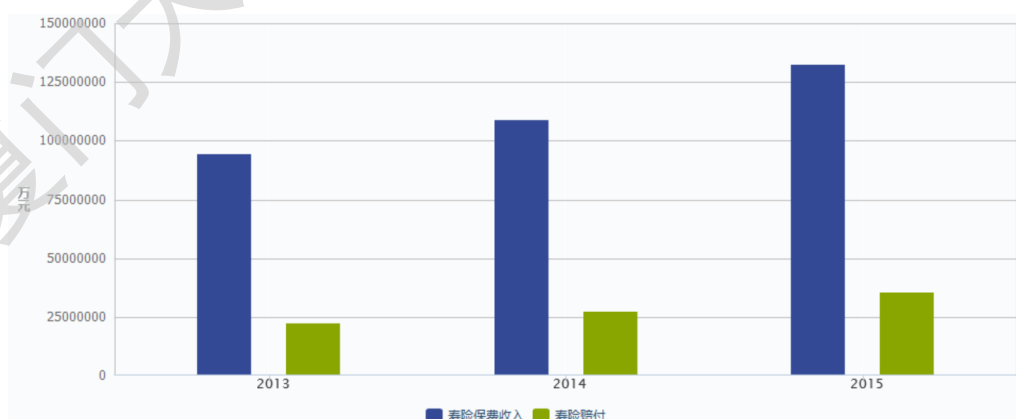


图 1-3 寿险保费收入与赔付

数据来源: WIND 资讯

近年来，各路资本纷纷通过入股、收购等方式进入保险行业，如华资实业增

资华夏人寿、西水股份增资天安财险、天茂集团收购国华人寿等。各路资本纷纷进入保险行业，很大一部分原因正是因为看重保险业务所产生的大量现金流，企业通过收购保险资产，利用保险业务所产的巨额现金流作为投资资本，再通过一系列的并购，将使得企业实现快速扩张与成长，这与巴菲特的“产业+保险+投资”的运作模式颇为相似。并且，如今的保险公司，不管是从政策环境还是市场环境来说，都面临着非常好的发展空间，国务院曾在 2014 年提出要将商业保险发展为我国社会保障体系的重要支柱。并且，国务院还提出，到 2020 年，保险深度和保险密度要分别达到 5%和 3500 元/人，但目前我国的寿险密度仅为 127 美元/人，财险密度为 109 美元/人。同时，保险监管也逐渐放松，保险资金所能够投资的渠道和品种都越来越多。面对如此广阔的发展前景以及良好的发展形势，各路资本自然争相竞相进入保险行业。

多元社会资本参与保险行业，对于保险业来说，将产生“鲶鱼效应”，有利于刺激传统保险公司转变发展观念，注重产品与业务创新。但是对于那些收购保险资产的公司来说，并非每一个收购案例都能获得成功，在收购之后，能否实现资产、人员、业务等各项资源的有效整合，并使并购行为真正对公司的发展产生推动作用，值得我们去进行思考和研究。而长久以来，大家更多的是在关注社会资本收购保险资产对保险行业将会产生何种影响，很少会对企业收购保险资产对企业本身经营产生的影响。对于企业来说，其收购保险资产的动机肯定是为了实现企业更好地发展，但这一结果到底如何，却没有受到足够的重视。以我国上市公司为样本，研究其对保险公司的收购在短期对其股价的市场效应以及中长期对其经营业绩的影响，并简要分析上市公司对保险公司并购绩效的影响因素，一方面将使我们认识到我国上市公司对保险资产收购的绩效究竟如何，另一方面也会对那些意图收购保险资产的企业、监管部门以及投资者提供一定的参考，这也正是本文研究意义所在。

1.2 研究方法

在我国，资本市场发展时间较短，各项制度也还处于逐步完善的过程中，企业之间的并购经验也相对较少。而保险行业由于以前长期不对社会资本开放，以保险资产为标的并购事件更是少之又少，随着近年来保险行业的逐步开放、保险

业的蓬勃发展以及保险监管的放松,各路社会资本纷纷通过并购等方式进入保险行业。现有的研究多是集中在在保险公司举牌的动机及其影响以及社会资本纷纷进入保险行业对保险行业的影响,而对上市公司对保险公司的并购绩效关注较少。本文在借鉴国内外有关研究基础上,以我国上市公司并购保险公司的案例为样本,研究上市公司对保险保险公司实施并购后在短期及中长期的影响。短期来看,通过搜集并购公司的历史股价数据以及市场和相关行业的指数数据,计算超额收益率和累计超额收益率,分析上市公司并购保险公司这一事件公告前后一段时间的市场绩效。中长期来看,通过构建财务指标综合评价体系,并利用 Wind、csmar、RESSET 等数据库资源搜集相关数据,借助有关计量分析软件,运用主成分分析方法进行实证研究,通过计算综合绩效得分,对企业并购前后的经营业绩进行评价,并根据并购标的不同类型分别考察其经营业绩的变化。同时从上市公司的角度对文中所研究的中长期并购绩效的影响因素进行简要的探究。

总的来说,本文的研究方法具有以下两个特点:一是短期与中长期研究相结合,一方面,本文通过搜集上市公司的历史股价数据以及其所在行业的行业指数,通过计算超额收益率研究并购事件前后的短期市场效应,以探究这一事件公布后市场对上市公司的预期,同时,本文还通过构建财务指标体系,采用主成分分析以及聚类分析的方法,计算上市公司在并购前后一段时间的综合财务绩效,进而分析对保险公司的并购在中长期的财务绩效水平;二是定性与定量的结合,本文既从定量的角度分析上市公司在并购保险公司前后短期市场反应和中长期的财务绩效变化,也通过查找相关资料定性的分析上市公司并购保险公司的部分原因、影响以及并购绩效的影响因素等,从而实现定性与定量的结合。

1.3 本文框架

近年来,随着保险业的蓬勃发展以及保险监管的放松,针对保险公司的收购越来越频繁,然而由于保险行业的特殊性以及对国民经济的巨大影响,社会对这一并购行为的关注点主要是在并购对保险行业的影响上,而企业并购保险资产之后市场反应究竟如何,并购后中长期内的经营绩效如何,有没有实现较为成功的整合,这一点并没有引起足够的重视。本文试图从并购事件前后股价的市场反应以及综合财务指标绩效的角度来研究我国上市公司在对保险公司实施并购后的

短期和中长期经营绩效。具体来看，本文主要由以下五个部分构成：第一部分：绪论；第二部分：文献综述；第三部分：我国企业并购保险公司概况；第四部分：我国上市公司并购保险公司的短期市场绩效研究；第五部分：我国上市公司并购保险公司的中期财务绩效研究；第六部分：研究结论与启示。

第一部分，绪论。作为本文的引言部分，本章主要是对本文的研究背景与意义、主要采用的研究方法以及本文的整体框架进行简要的说明。

第二部分，文献综述。在广泛查阅国内外有关研究资料的基础上，对相关概念、理论、研究方法以及研究结论等资料进行归纳总结，在此基础上展开本文的研究。

第三部分，我国企业并购保险公司概况。在进行实证研究之前，先对我国企业并购保险公司的大致情况进行简要的总结与说明，通过本部分的总结，可以对我国企业并购保险公司的情况有一个大致的认识和了解。

第四部分，我国上市公司并购保险公司的短期市场绩效研究。上市公司对保险公司的并购，作为上市公司生产经营中的重大事件，在事件公告前后必然会对公司的股票价格产生一定的影响，本文通过搜集各个上市公司的历史股价数据以及相关行业的行业股价指数，运用事件研究法，计算在事件公开前后一段时期上市公司股票价格的超额收益率，分析并购事件对市场的短期影响，从而说明市场对这一收购时间的看法和预期。

第五部分，我国上市公司并购保险公司的中期财务绩效研究。通过搜集 2007 年-2015 年所发生且已经完成的对保险公司的并购事件，从不同的角度构建综合财务指标体系，搜集各上市公司并购前后四期的财务数据，利用计量分析软件探究并购保险公司在中长期对上市公司经营发展的影响。同时还将并购标的分为寿险公司、财险公司、保险经纪商以及多元化保险公司等类型分别研究对其的并购绩效。并在这之后从上市公司的角度对文中所研究的中期并购绩效的影响因素进行初步的探究。

第六部分，结论及启示。在实证研究的基础上，本部分对本文的研究进行总结，以期能为正在计划或者将来计划收购保险资产的企业、监管部门以及投资者

提供一些参考与借鉴。

1.4 创新与不足

1.4.1 本文的创新点

本文以我国上市公司为样本,通过事件研究法计算超额收益率以及构建财务指标体系进行主成分分析,分析企业在并购保险资产后的短期市场效应以及在并购前后四期的综合财务绩效的变化,并分不同类型研究我国上市公司并购保险资产后的经营绩效的变化,相较于现有的研究,本文主要有以下几个方面的创新:

首先,现有的关于保险并购的研究主要集中于保险公司对其他公司的并购,如银行、产业资本等,关注点主要是在保险公司收购其他资产所面临的风险以及收益等问题。而关于以保险资产为标的并购的研究关注点主要是在这一并购行为所产生的背景、动机以及将会对整个保险行业带来怎么样的影响,或者是研究保险公司的反收购策略等,鲜有研究将注意力放在企业并购保险资产后,并购企业的股票价格以及经营绩效产生了什么样的变化,其是否能够做到资源的有效整合,是否能让这一并购行为更好的促进企业的发展,本文将关注点放在并购保险公司的并购一方的企业,从短期和中长期两个角度探究其并购前后的股票市价及经营绩效如何变化,具有一定的创新性。

其次,在对企业收购保险公司的绩效进行研究的时候,本文并不是简单地将所有的并购事件进行对比分析,考虑到对不同保险公司类型的并购,其并购方的动机、方法、并购后的整合能力等都有较大的差距,本文将搜集到的我国上市公司对保险资产的并购案例分为寿险公司、财险公司、保险经纪公司及多元化保险公司等四种形式,利用主成分分析的方法分别研究每一种并购类型的并购绩效,从而探究对不同类型的保险公司并购后的整合水平的差异,不但具有一定的创新性,对实践也更有参考价值。

1.4.2 本文的不足之处

本文通过搜集 2008 年以来我国企业并购保险公司的案例,通过事件研究法计算超额收益率,对并购保险公司的短期市场绩效进行分析,并构建财务指标体系,利用主成分分析的方法研究企业对保险资产并购的中长期绩效,归纳起来,

可能会存在以下两个方面有待改进的地方：

首先，样本量较小。虽然 2000 年以来，我国企业对保险资产的收购案例并不少，但在剔除未成功并购、未完成以及财务数据的可得性等因素之后，本文仅选取了 62 家在我国沪深股市的上市公司对保险资产的并购案例作为研究对象，虽已涵盖了所有上市公司对保险资产的并购案例，但总体来说，样本量不大，有待进一步改进。

其次，本文以构建财务指标体系的方式，通过主成分分析计算综合得分的方式来评价企业并购保险资产前后的经营绩效变化，虽然本文已经从不同的角度尽可能全面的构建评级企业综合绩效的指标体系，但某些指标仍可能会有所遗漏，且不同类型的企业可能需要构建不同的财务指标体系来衡量。同时，仅通过股票价格和财务数据来衡量公司绩效存在局限性，未能考虑诸如公司长远战略层面、员工层面、社会福利等方面的绩效，在后续的研究中将进一步完善。

厦门大学博硕士学位论文摘要库

2、文献综述

2.1 并购相关概念

2.1.1 国外企业并购相关概念

并购，通常是指兼并（Merger）与收购（Acquisition），也即是常见的 M&A，在国外，由于市场经济体系相对完善，资本市场发展较早，围绕并购这一资本运作形式的相关理论研究也相对成熟。《新大不列颠百科全书》（The New Encyclopedia Britannica）对兼并的解释为：“两家或更多的独立企业或公司合并成一家企业，通常由一家占优势的公司吸收另一家或更多的公司。一项兼并通常可以通过以下途径实现：购买被收购公司的资产、购买被收购公司的股票、向被收购公司发行本公司的新股，以换取被收购公司额股权，级所谓的换股”。《美国百科全书》（Encyclopedia America）对兼并的界定为：“在法律上，兼并是指两个或两个以上的企业组织合并成为一个企业组织，一个企业继续存在，其他企业丧失独立的地位”。《国际社会科学百科全书》（International Encyclopedia of the Social Science）将兼并定义为：“兼并是指两家或多家独立企业合并成一家企业，这种合并可以通过多种途径得以实现，最常见就是一家企业通过现金、股权等方式购买另一家企业的资产”。¹

收购（Acquisition）通常是指一家公司通过购买另一家公司一定比例的股权或者资产，实现对另一家公司的控制，但此时并不影响另一家公司的独立法人地位。《大不列颠百科全书》对收购的解释为：“收购是指获取特定财产所有权的行为，通过该行为，收购一方获得被收购方的部分财产所有权，包括通过任何方式获取的实质性的所有权”。同兼并一样，收购也包括用现金购买资产、用现金购买股票、用股票购买资产、用股票交换股票等多种形式。

2.1.2 国内企业并购相关概念

在国内，由于长期实行计划经济制度，市场经济制度体系尚不完善，资本市场起步较晚，并购这一市场竞争形式在近些年才逐渐受到越来越多的关注，对并

¹ 李善民，上市公司并购绩效及其影响因素研究，世界经济，2014（9）

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库