

公司治理与跨国收购中的“挑樱桃”现象

研究成果：Corporate governance reforms around the world and cross-border acquisitions

作者：E. Han Kim, 陆瑶

发表于 *Journal of Corporate Finance* (2013,22)

自从上世纪 90 年代以来，很多发达、发展中国家都经历了由官方（如股票交易所）主导的公司治理改革。公司治理水平的提升、对投资者保护的加强将对公司投资决策产生怎样的影响呢？基于 1991-2007 年间 33 个发达、发展中国家的企业数据，清华大学经济管理学院金融系陆瑶教授及其合作者对上述问题展开了研究，相应研究成果发表在顶级杂志《公司金融》（*Journal of Corporate Finance*）。

在跨国收购中，收购方（发达国家企业）倾向于选择业绩良好的公司（发展中国家企业）作为收购对象，这种现象被形象地称之为“挑樱桃”。陆瑶老师等人的研究发现，收购方/被收购方公司治理水平的提升会增强/削弱“挑樱桃”现象。当收购方为发达国家企业而被收购方为发展中国家企业时，收购方更倾向于选择将业绩良好的公司作为收购对象。其中的一个重要原因是收购成本。被收购公司的价值中包含控制股东可以攫取的私人利益，控股股东可以享受的私人利益越多，收购成本越大。当收购方来自法律法规完善、投资者保护程度高的发达国家时，收购方从被收购公司攫取私人利益的行为将会受到本国法律法规的约束，因此收购方对未来可攫取的潜在私人利益的估值会较低。

收购方与被收购方两国法律法规对投资者保护程度的差异越大，收购方为私人利益而愿意支付的溢价越低。为验证上述观点，陆瑶教授及其合作者基于 1991-1997 年间的跨国收购数据来研究发生在收购方和被收购方的公司治理改革是否会加强/削弱“挑樱桃”现象。

研究结果证实，如果公司治理改革发生在发达国家（收购方），那么发达国家（收购方）与发展中国家（被收购方）的公司治理水平差距会加大，收购方更倾向于选择发展中国家中业绩良好的公司作为收购目标。如果改革发生在发展中国家（被收购方），那么“挑樱桃”现象会有所缓解。

“挑樱桃”现象削弱了全球化给发展中国家带来的益处。一方面，其限制了发达国家资本流向发展中国家中业绩较差的公司，而这些公司往往是更需要外部资本。另一方面，“挑樱桃”现象也阻碍发达国家企业向发展中国家企业传播良好的公司治理机制。陆瑶教授及其合作者的研究表明发展中国家公司治理的改革有利于抵消“挑樱桃”现象所带来的不利影响。



供稿：科研事务办公室

采编：李 蕾

编辑：高晨卉

责编：孙荣玲