

国家公司治理水平与跨境 并购目标企业收益^{*}

张俊生¹, 曾亚敏²

(1. 中央财经大学 会计学院, 北京 100081; 2. 南开大学 商学院, 天津 300071)

摘要:文章分析了收购方所处国家公司治理水平对跨境并购目标企业收益的影响。数据显示,收购方所处国家对股东权利保护的程度与目标企业宣告期收益显著正相关,而其他指标,如法律起源、债权人权利、会计准则和执法效力则对目标企业的宣告期收益没有显著影响。

关键词:跨境并购;投资者保护;股东权利

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2009)09-0048-11

一、引言

在跨境并购文献中有一个著名的“国别现象”,即并购一方的收益会随着另一方国别的变化而变化。例如,当美国企业被英国企业并购时目标方收益较低(Cheng 和 Chan, 1995; Kiyamaz 和 Mukherjee, 2000),而当美国企业被日本企业或法国企业并购时,目标方收益较高(Kang, 1993; Kiyamaz 和 Mukherjee, 2000)。对于国别现象产生的原因,有一些研究从不同的视角进行了解释。这些文献认为,既然存在国别差异现象,就说明国家环境因素对跨境并购收益有着重要影响。一国环境不外乎由地理环境、经济环境、文化环境以及法律环境等构成。现有文献也证实,地理区域(Gregory 和 McCorriston, 2005)、汇率(曾亚敏、廖理, 2008)以及国家文化差异(Liao 等, 2008)等环境因素的确能部分解释跨境并购的国别现象。但是,究竟为什么收购方(目标方)收益会随着目标方(收购方)国别变化而变化至今仍是谜。

从 La Porta 等(1997, 1998, 2000)的系列研究开始,学术界越来越重视国家法律体系以及公司治理标准的重要性。La Porta 等的研究表明,一国的公

收稿日期: 2009-05-13

基金项目: 国家社会科学基金资助项目(08CJY049); 教育部人文社会科学基金资助项目(07JC790021)

作者简介: 张俊生(1975—), 男, 河北秦皇岛人, 中央财经大学会计学院讲师, 博士;

曾亚敏(1979—), 女, 湖南常德人, 南开大学商学院讲师, 博士。

司法和投资者权利取决于该国的法律起源和法律执行质量。与大陆法系相比,普通法法系国家中投资者受到更好的保护;而属于斯堪的纳维亚法系的国家拥有最有力的法律执行机制,其次是德国大陆法系和普通法法系。来自法国大陆法系的国家,其投资者保护程度包括法律条款及其执行力度则最弱。此后其他的研究进一步证实,一国的投资者保护程度能影响资本市场的特征与有效性,进而影响企业价值(Wurgler, 2000)。另有研究显示,法律环境和公司治理影响着代理成本的严重程度(La Porta 等, 2000)、所有权结构类型(La Porta 等, 1999)、报告盈余与企业业绩之间的关联度(Ball 等, 2000)。

在跨境并购研究领域, Rossi 和 Volpin(2004)使用横截面数据发现,跨境并购中大多数目标方来自投资者受保护程度较弱的国家,而大多数收购方来自投资者环境较为友好的国家。Martynova 和 Renneboog(2008)指出,跨境并购收益的来源之一就是并购双方所处国家的公司治理差异带来了协同效应,使得一方的公司治理得到改善。Bris、Brisley 和 Cabolis(2008)分析了1990—2001年间来自39个国家、41个行业的7 730次跨境并购事件。他们发现,当收购方国家的公司治理水平相对于目标方国家较高时,跨境并购发生之后目标企业所在行业的价值(托宾Q)提高。

那么,法律与公司治理环境差异能否解释跨境并购财富效应中的国别差异现象呢?为此,本文以1995—2007年间发生的外资企业并购中国上市公司事件为样本,分析了收购宣告期目标方公司股东的市场收益,并研究收购国(或地区)与中国之间公司治理环境差异对目标方市场超常收益的影响。本文的研究表明,不管收购方来自普通法系国家还是来自大陆法系国家,目标企业在并购宣告期都获得显著为正的超常收益,而且二者之间没有显著差异。收购方所处国家对股东权利保护的程度与目标企业宣告期收益显著正相关,而其他指标,如债权人权利、会计准则和执法效力则对目标企业的宣告期收益没有显著影响。

本文的理论意义在于从国家公司治理水平角度解释跨境并购财富效应中的国别差异现象。在已有研究证实了国别差异现象普遍存在以及个别文献从经济环境、文化环境角度予以解释的基础上,本文着重分析国家公司治理水平,即一国法律环境对投资者保护程度,对跨境并购财富效应的影响。此外,本文选用五个维度数据:法律起源、股东受保护程度、债权人受保护程度、会计标准以及执法效力,更加全面地度量了一国法律环境与公司治理水平。

本文余下部分安排为:第二部分介绍本文的核心变量度量与样本选取;第三部分是实证分析结果与讨论;最后一部分是结论。

二、核心变量度量与样本选取

(一)核心变量度量

本文分析收购方国家公司治理水平对目标企业收益的影响。因而,研究

的因变量是中国企业在被外资企业并购期间的市场收益,而自变量则是外资收购方的国家公司治理水平。

1. 因变量

本文的因变量是在外资并购首次宣告期目标方的超常收益(AR)和累积超常收益(CAR)。度量超常收益的首要问题是度量正常收益率。本文使用的模型如下:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (1)$$

其中, $E(R_{it})$ 表示第*i*家公司股票在时间*t*的预期收益率, R_{mt} 表示市场在时间*t*的实际收益,为获得稳定的系数估计值,第*i*家公司股票的 α_i 和 β_i 值通过(-210,-30)共180个交易日的该股票日收益与市场日收益回归估计得到。各天超常收益率以如下方法度量:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

其中, AR_{it} 表示股票*i*在第*t*日的超常收益率, $E(R_{it})$ 表示股票*i*在第*t*日的预期收益率, R_{it} 表示股票*i*在第*t*日的实际收益率。相应的,累积超常收益率的计算方法如下:

$$CAR_i = \sum AR_{it} \quad (3)$$

2. 解释变量

本文的解释变量是收购方国家的公司治理水平。本文从如下角度度量一国的公司治理水平:法律起源、股东受保护程度、债权人受保护程度、会计标准以及执法效力。数据来自LLSV(1998,2002)的研究。LLSV(1998,2002)这两篇经典文章分别研究一国投资者法律保护程度对该国金融发展和公司价值的影响,利用各国有关证券投资者权利的法律规定及执法效率对投资者法律保护水平进行了量化,建立了完善的数据库,为其他学者研究投资者保护提供了很好的数据和参考资料。据EBSCO数据库统计,这两篇文献被多次引用。鉴于LLSV研究数据的权威性与广泛接受度,本文直接引用该数据度量收购方国家的公司治理水平。

第一个变量是一国的法律起源(LO)。LLSV的系列研究显示,一国的投资者受保护程度取决于该国的法律起源和法律执行质量。与大陆法系相比,普通法系国家中投资者受到更好的保护;而在法国大陆法系的国家,投资者受到的保护程度最弱。由于样本数量有限,本文只区分普通法系和大陆法系。我们构建哑变量“普通法系”,如果收购方来自普通法系国家,哑变量取1;如果来自大陆法系国家,哑变量取0。

第二个变量是股东权利指标(SR)。LLSV(1998)用“对抗董事权”来综合反映股东受保护程度。对抗董事权包含6个子项,因而该指数的取值范围为0至6。分数越高,代表股东权利越大。

第三个变量是债权人权利指标(CR)。LLSV(1998)对债权人权利也提出

了量化指标。该指标由 4 个子项构成,相应的该指标的分值在 0 至 4 之间。分数越高,表明该国债权人的权利也就越高。

第四个变量是会计准则(AS)。LLSV(1998)指出,会计准则的质量是衡量投资者受法律保护程度的关键指标。LLSV(2002)以及后来的很多研究都以一国会计标准的质量来衡量股票市场的信息质量,其中隐含的含义是会计信息是投资者所需要的主要信息。LLSV 根据 1990 年样本公司的年报中披露的 7 类 90 个会计指标得出各国的会计标准指标。得分高就意味着该国的会计准则较为完善。

最后一个变量是执法效力指标(LE)。该指标反映司法的有效性和执法力度。强有力的法律执行可以替代较弱的公司治理准则,因为有效的法庭可以有效解决企业法人之间的争端(LLSV, 1998)。在 LLSV(1998)研究中,执法效力为司法效率、法律规则、腐败水平、侵占风险以及赖账风险的平均值,分值在 0 至 10 之间。分数越高,表示该国的法律执行力越强。

3. 控制变量

在分析国家公司治理水平对目标方收益影响时,需要控制其他变量的影响。除了法律环境之外,影响跨境并购收益的还有国家经济环境和文化环境。在经济环境中,汇率是一项重要指标,它反映了收购方国家货币相对于人民币的强弱程度,其计算方法为收购方货币在收购当年的汇率与分析期平均汇率之差除以平均汇率。其中,收购方货币的汇率,用每一元人民币兑换的收购方货币表示。分析期为 1996 年至 2006 年。如果汇率变量(用 EXR 表示)为正,表示收购方货币相对于人民币较为强势;变量为负,则说明收购方货币相对于人民币较为弱势。本文使用 Hofstede 度量国家文化的方法和数据,计算收购方国家与中国的文化差异。本文计算国家文化差异的公式为:

$$CD_j = \sum_{i=1}^5 \frac{[(I_{ij} - I_{jc})^2 / V_i]}{5} \quad (4)$$

其中, CD_j 表示第 j 个国家与中国的文化差异, I_{ij} 表示第 j 个国家在第 i 个文化维度上的得分, I_{jc} 表示中国在第 i 个文化维度上的得分, V_i 表示第 i 个文化维度的方差。Hofstede 将国家文化分为五个维度:权力距离、个人主义、男子汉气、不确定规避以及长期目标导向,并通过问卷调查对多个国家的文化维度进行了量化。本文使用 Hofstede 个人网站(http://www.geert-hofstede.com/hofstede_dimensions.php)提供的最新数据,根据上述公式度量国家文化差异。

另外,现有研究发现,当跨境并购中存在多个竞价方时(Harris 和 Ravenscraft, 1991),目标方股东的财富效应较高。因此,本文设计了“多个竞价方”哑变量(Bidder)。最后,由于本文样本各收购方收购的股权比例相差较大,可能会对目标方财富效应产生重大影响,因此本文设计了“股权收购比例”变量(Share)。

(二) 样本选取

本文对跨境并购的定义为:境外投资者通过一次或连续多次股权收购,成为中国大陆境内企业前五大股东的并购行为。

需要指出的是,本文判断境外投资者的标准采用“资本来源地标准”,而非注册地标准。譬如,法国达能集团对光明乳业的收购是通过达能亚洲有限公司完成的,而达能亚洲有限公司则是法国达能集团在新加坡注册设立的子公司。按照资本来源地标准,该收购方来自法国而非新加坡。通过清华金融研究数据库(THFD)以及深沪交易所网站的上市公司公告数据库本文共搜集到 103 次外资并购宣告事件,发生在 1995 年 1 月至 2007 年 5 月之间。扣除相关数据无法获取的样本后,本文最终得到 89 次外资并购宣告事件。

从图 1 可以看出,89 次外资并购事件的收购方来自 14 个国家或地区。接近样本一半比例的收购方来自于中国香港,虽然香港已回归中国,但中国香港对华投资在商务部统计中仍属利用外资的范畴,而且构成对华投资的重要地区。除了中国香港之外,较为频繁并购中国企业的国家为美国、法国、日本和新加坡,次之是荷兰、德国、加拿大和韩国。

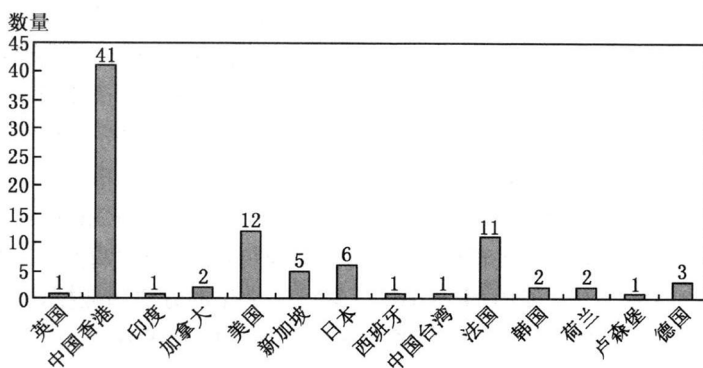


图 1 外资收购方的国别或地区分布

(三)描述性统计

表 1 给出了本文所用变量的描述性统计。法律起源(LO)是个 1—0 哑变量,从其均值来看,约有 70 次收购事件的收购方来自普通法系国家,剩下 19 次事件的收购方来自大陆法系国家。本文曾比较了两类法系国家的投资者保护程度,发现普通法系国家的各项投资者保护指标都高于大陆法系国家。尤其是股东权利指标和会计准则两项的差异非常显著,显著水平分别为 1%和 5%(因篇幅限制,该比较结果没有列示)。

股东权利(SR)的最小值和最大值分别为 1 和 5,均值为 4.32。对股东权利保护程度较高的国家或地区都来自普通法系,最低分 1 分是来自大陆法系的德国。债权人权利(CR)最高分为 4 分,全部来自普通法系,最低分 0 分是来自大陆法系的法国。会计准则(AS)的最高分 78 来自普通法系的英国,最低分 57 分

来自同为普通法系的印度,该变量的均值为 68.98 分。执法效力(LE)的最高分 9.87 来自大陆法系的荷兰,最低分 6.12 来自普通法系的印度。

股东权利、债权人权利、会计准则和执法效力这四个公司治理水平变量不仅在普通法系与大陆法系之间存在差异,而且在同一法系之内,它们亦存在明显差异。如英美同属普通法系,而且对股东权利的保护程度相同、会计准则和执法效力也不差上下,但英国对债权人权利的保护程度为满分 4 分,而美国对债权人权利的保护程度只有 1 分。印度虽然对股东和债权人的保护都很充分,但该国的会计准则和执法效力都明显低于其他普通法国家。在大陆法系国家中,日本的各项公司治理指标较高。与日本相比,西班牙的执法效力较低。韩国和德国虽然对债权人保护的程度在大陆法系国家中位列前茅,但他们对股东权利的保护程度却很低。尤其是德国,股东权利指标得分只有 1 分。既然不同法系之间以及不同国家之间的公司治理水平千差万别,本文预期,收购方国家公司治理水平的差异会影响目标方市场收益的变化。

表 1 变量的描述性统计

	最小值	最大值	均值	标准差
LO	0	1	0.70	0.46
SR	1	5	4.32	1.09
CR	0	4	2.74	1.54
AS	57	78	68.98	3.65
LE	6.12	9.87	8.93	0.58
EXR	-1.30	0.98	0.08	0.33
CD	0.27	5.33	2.17	2.02
SHARE	1.08%	75.00%	23.08%	17.93%

除了公司治理水平变量外,表 1 还给出了其他变量的描述性统计。汇率(EXR)的均值为 0.08。与中国文化差异最小的地区为中国香港,文化差异值(CD)只有 0.27;差异最大的是荷兰,文化差异值高达 5.33。股权收购比例变量(Share)的均值为 23%,最大值为 75%,最小值为 1.08%。

三、实证分析与结果讨论

(一)单变量比较分析

本文计算了在外资并购宣告日前后共计 21 天目标方的市场超常收益 AR 和累计超常收益 CAR(见表 2)。从表 2 的数据可以看出,从外资并购首次宣告日前第 4 天开始,目标方开始获得稳定的正累计超常收益。在宣告当天,目标方获得 0.98%的 AR 和 1.55%的 CAR,分别在 5%和 1%水平显著。自宣告当天开始,目标方的累计超长收益逐步增加,到第 5 天达到最高 5.25%,显著水平为 1%。到宣告后第 8 天,目标方的累计超长收益有所下降,但仍保持在 3%左右,在 5%水平显著为正。本文数据与现有研究一致:目标方在外资并购宣告期间获得显著为正的市場超常收益。

表 2 并购宣告期目标企业的 AR 与 CAR

日期 t	AR(%)	显著性 p 值	CAR(%)	显著性 p 值
-10	-0.24	0.449	-0.06	0.449
-9	0.07	0.761	-0.15	0.627
-8	-0.24	0.495	-0.24	0.994
-7	0.07	0.450	-0.16	0.714
-6	0.16	0.120	0.00	0.617
-5	-0.24	0.039	-0.16	0.168
-4	0.40	0.156	0.24	0.427
-3	0.50	0.499	0.74	0.344
-2	-0.30	0.001	0.44	0.016
-1	0.13	0.105	0.57	0.007
0	0.98	0.018	1.55	0.001
1	0.45	0.023	2.01	0.000
2	0.84	0.135	2.84	0.000
3	0.97	0.237	4.02	0.000
4	0.50	0.210	4.52	0.001
5	0.73	0.913	5.25	0.001
6	-0.32	0.484	4.94	0.005
7	-0.03	0.549	4.91	0.005
8	-0.16	0.056	3.63	0.013
9	-0.13	0.744	3.50	0.018
10	-0.62	0.514	2.88	0.028

本文再针对五个国家公司治理水平变量对超额收益率的影响进行分组比较分析,结果见表 3。为了使结果稳健,本文选用了多个时窗。根据表 3 显示的结果可知,当收购方来自普通法系或大陆法系时的目标方市场收益的差异在统计上并不显著。

表 3 单变量均值比较结果

	CAR[0,1]	CAR[-1,1]	CAR[-5,2]	CAR[-7,3]
所有样本	0.015** (2.516)	0.021*** (3.002)	0.043*** (4.365)	0.053*** (4.180)
普通法系 VS. 大陆法系组	-0.010 (-0.799)	-0.010 (-0.754)	-0.006 (-0.353)	-0.019 (-0.711)
股东权利较高组 VS. 较低组	-0.013 (-0.936)	-0.011 (-0.688)	0.004 (0.233)	-0.015 (-0.444)
债权人权利较高组 VS. 较低组	-0.001 (-0.078)	-0.012 (-0.784)	-0.022 (-1.066)	-0.038 (-1.386)
会计准则较高组 VS. 较低组	0.014 (1.101)	0.017 (1.327)	-0.000 (-0.021)	0.000 (0.018)
执法效力较高组 VS. 较低组	0.013 (0.942)	0.019 (1.504)	-0.023 (-0.936)	0.000 (-0.010)

注:括号内为 t 检验值。表中“较高”、“较低”的意思是指相应的公司治理水平变量得分高于、低于该变量均值。如股东权利较高组是指该组并购事件的收购方国家的股东权利得分高于股东权利的均值。

考虑到同一法系之内不同国家的四个公司治理指标亦存在较大差异,于是本文根据各个指标是否大于均值,将样本一分为二。如果公司治理指标高于均值,则列为“公司治理水平较高的组”,否则,便列为“公司治理水平较差的

组”。本文发现,当收购方来自股东权利和债权人权利较高的国家时,目标方获得显著为正的收益,但比较结果显示其数值仍低于“公司治理水平较差”的组。当收购方来自会计标准和执法效力较高的国家时,目标方的市场收益略高于“公司治理水平较差”的组。但不管根据哪个指标进行分类比较,两组之间的差异在统计上都不显著。

(二)多变量回归分析

描述性统计没有发现不同的公司治理指标对跨境并购目标方市场收益的一致影响。但准确分析国家公司治理水平对跨境并购目标方财富效应的影响,需要控制其他变量。为此,本文使用如下公式进行回归分析:

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_1 CG_i + \beta_2 EXR_i + \beta_3 CD_i + \beta_4 Share_i + \beta_5 Bidder_i + \epsilon_i \quad (5)$$

其中,CAR_i表示目标方在并购宣告期的收益。CG_i表示收购方所在国的公司治理水平,具体使用法律起源(LO)、股东权利(SR)、债权人权利(CR)、会计准则(AS)和执法效力(LE)来表示。这几个指标都为哑变量。如果收购方来自普通法系或者其他四个指标大于均值的国家,那么哑变量取1,否则取0。控制变量有汇率(EXR)、文化环境差异变量(CD)、股权收购比例(Share)和是否多个竞价方哑变量(Bidder)。回归结果见表4。

表4 多元回归分析结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	-0.068** (-2.142)	-0.082** (-2.318)	-0.020 (-0.451)	-0.026 (-0.905)	-0.009 (-0.198)	-0.095 (-1.120)
LO	0.040 (1.552)					
SR		0.049* (1.774)				0.062* (1.906)
CR			-0.008 (-0.238)			0.026 (0.597)
AS				-0.004 (-0.157)		-0.006 (-0.217)
LE					-0.021 (-0.507)	-0.023 (-0.462)
EXR	0.040 (1.378)	0.041 (1.361)	0.033 (1.100)	0.032 (1.071)	0.032 (1.050)	0.040 (1.306)
CD	0.014** (2.361)	0.015** (2.498)	0.007 (0.713)	0.008* (1.705)	0.008* (1.756)	0.021* (1.705)
Share	0.002*** (4.512)	0.002*** (4.591)	0.002*** (4.354)	0.002*** (4.330)	0.002*** (4.323)	0.002*** (4.452)
Bidder	-0.049** (-2.025)	-0.046* (-1.955)	-0.038* (-1.660)	-0.039* (-1.660)	-0.037 (-1.572)	-0.047*** (-1.933)
调整 R ²	0.230	0.231	0.197	0.197	0.200	0.218

注:***、**和*分别表示回归系数在1%、5%和10%水平显著。

受篇幅限制,表4只报告了CAR窗口为[-5,2]的回归结果。模型1至模型5是将五个公司治理水平指标(普通法系、股东权利、债权人权利、会计准

则和执法效力)分别放入回归模型,模型 6 则是将股东权利、债权人权利、会计准则和执法效力四个治理指标同时纳入模型。从前五个模型可以看出,不管是放入普通法系、债权人权利、会计准则还是执法效力指标,公司治理水平对目标方市场收益的解释都不显著。只有股东权利指标显著为正,显著水平为 10%。模型 6 的回归结果依然显示,其他公司治理指标对目标方市场收益没有显著影响,只有股东权利的影响显著为正。

上述结果表明,当收购方来自对股东权利保护较好的国家时,目标方的市场反应较为积极。产生这一结果的原因在于,当收购方国家对股东权利保护程度较高时,目标企业股东预期企业将接受更为严格的公司治理标准,增加对股东价值的关注,因此市场会出现积极的反应。这一结论支持了公司治理环境差异的正“溢出效应”:收购方对股东权利较好的保护提高了目标方的市场收益。但是,收购方国家的债权人权利、会计准则和执法效力指标水平的高低对目标方的市场收益没有明显影响。

再看控制变量。本文结果显示,汇率的系数为正,但统计上不显著。国家文化差异的系数显著为正,即收购方国家与中国的文化差异越大,目标方的市场收益就越高。这说明全新的收购方文化为目标方带来了学习并吸收更多新的、有价值的组织习惯或管理方法的机会,这种学习机会以及资源互补优势提高了跨境并购中目标方的收益(Liao 等,2008)。另外,股权收购比例越高,目标方超常收益越明显。可以看出,投资者对外资大比例收购上市公司的反应更加积极。这可能是因为投资者更信任外资收购方的治理方式与管理经验,希望收购方在大举收购目标方股权之后能提高目标方的治理效率与管理水平。而多个竞价方哑变量的系数显著为负,即当目标方只有一个潜在收购方时,目标方的超常收益较高。多家收购方对目标方控制权的争夺反而降低了目标方的超常收益。

四、研究结论

大量研究证实,跨境并购中的目标方收益会随着收购方国别的变化而变化,即国家环境是影响跨境并购收益的重要因素。国家环境由经济环境、文化环境和法律环境等构成。现有研究曾尝试从汇率以及国家文化差异角度分析国别差异现象产生的原因,且发现收购方货币相对于目标方货币的强弱以及收购双方的国家文化差异都对目标方收益有着显著的影响。除了经济环境和文化环境之外,一国法律环境,包括法律起源、投资者保护、会计准则以及执法效力,亦可能是影响目标方收益的因素之一。

本文以外资并购中国上市公司的事件为样本,从国家公司治理水平角度分析了跨境并购目标方收益的国别差异。本文使用法律起源、股东权利、债权人权利、会计准则以及执法效力等来反映一国的公司治理水平。本文研究发

现,不管收购方来自普通法系国家还是来自大陆法系国家,目标企业在并购宣告期都获得显著为正的超常收益,而且二者之间没有显著差异。回归分析显示,收购方所处国家对股东权利保护的程度与目标企业宣告期收益显著正相关,而其他指标,如债权人权利、会计准则和执法效力则对目标企业的宣告期收益没有显著影响。本文研究结论有助于解释跨境并购目标方收益的国别差异现象,而且对中国企业选择外资收购方有着积极指导意义。中国企业在接受外资并购时应更倾向于选择那些来自公司治理比较完善、对投资者保护力度好的国家的企业。

* 本文得到中国博士后特别基金资助(200801088)

参考文献:

- [1]曾亚敏,廖理. 外资并购、人民币汇率波动与外资并购上市公司的价值效应[J]. 证券市场导报,2008,(3):24—30.
- [2]Ball R,P Kothari, A Robin. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings [J]. Journal of Accounting and Economics,2000,29: 1—51.
- [3]Bris A, N Brisley, C Cabolis. Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers [J]. Journal of Corporate Finance,2008,14: 224—240.
- [4]Cheng LT W,K C Chan. A comparative analysis of the characteristics of international takeovers [J]. Journal of Business Finance & Accounting,1995,22: 637—657.
- [5]Gregory A,S McCorriston. Foreign acquisitions by UK limited companies: Short-and long-run performance [J]. Journal of Empirical Finance,2005,12: 99—125.
- [6]Harris R S,D Ravenscraft. The role of acquisitions in foreign direct investment: Evidence from the U. S. stock market [J]. Journal of Finance,1991,46: 825—844.
- [7]Hofstede G. Culture's consequences: International differences in work-related values [M]. Sage Publications,Beverly Hills,CA. 1980.
- [8]Kang J. The international market for corporate control: Mergers and acquisitions of U. S. firms by Japanese firms [J]. Journal of Financial Economics,1993,34: 345—371.
- [9]Kiymaz H,T K Mukherjee. The impact of country diversification on wealth effects in cross-border mergers [J]. The Financial Review 2000,35: 37—58.
- [10]La Porta R, F Lopez-de-Silanes, R W Vishny. Corporate ownership around the world[J]. Journal of Finance,1999,54: 471—517.
- [11]La Porta R,F Lopez-de-Silanes, A Shleifer,R W Vishny. Legal determinants of external finance [J]. Journal of Finance,1997,52: 1131—1150.
- [12]La Porta R,F Lopez-de-Silanes, A Shleifer, R W Vishny. Law and finance [J]. Journal of Political Economy,1998,106: 1113—1155.
- [13]La Porta R, F Lopez-de-Silanes, A Shleifer, R W Vishny. Agency problems and dividend policies around the world [J]. Journal of Finance,2000,55: 1—33.
- [14]La Porta R, F Lopez-de-Silanes, A Shleifer, R W Vishny. Investor protection and corpo-

- rate valuation [J]. Journal of Finance, 2002, 57: 1147—1171.
- [15] Liao L, Y Zeng, J Zhang. Foreign acquisitions, culture distance and shareholder's return in target firms [J]. China Finance Review, 2008, (2): 53—68.
- [16] Martynova M, L Renneboog. Spillover of corporate governance standards as a takeover synergy in cross-border mergers and acquisitions [J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 14: 200—223.
- [17] Rossi S, P Volpin. Cross-country determinants of mergers and acquisitions [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 74: 277—304.
- [18] Wurgler J. Financial markets and the allocation of capital [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 187—214.

Corporate Governance Level and the Return of Target Enterprises in Cross-border Mergers and Acquisitions

ZHANG Jun-sheng¹, ZENG Ya-min²

(1. School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China; 2. Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: The paper analyzes the effect of the corporate governance level of the countries that the bidders belong to on the return of target enterprises in cross-border mergers and acquisitions. The data show the investor protection degree in the countries that the bidders belong to positively affects the return of target enterprises during the announcement period, but other indicators such as legal origin, the rights of creditors, accounting standards and law enforcement, have no significant effects on the return of target enterprises.

Key words: cross-border mergers and acquisitions; investor protection; shareholders rights

(责任编辑 金 澜)