

案例编号：_____

全国保险专业学位研究生教育指导委员会 教学案例

复星国际保险收购战略受到金融市场欢迎吗？
——运用事件研究方法开展保险投资规划的案例分析

姓名：_____

学校：_____

学院：_____

专业领域/方向：保险资金运用

适用课程：保险资产管理

提交日期： 2017 年 10 月 30 日

摘要：2014年，复星集团在“保险+投资”的核心战略指导下，先后进行了三次重大海外保险企业并购，获得了重要的融资渠道。但是对于保险收购战略产生的影响却褒贬不一。一方面保险并购使复星能够享受欧美市场的便利条件、获得低成本的融资渠道、有能力开拓潜力市场；另一方面复星也面临着浮存金的获取成本、监管成本和忽视主营业务带来的机会成本等压力。本案例站在复星国际内部的保险发展战略规划部负责人的视角，运用资本资产定价模型，以事件研究方法研究金融市场对保险并购事件是否做出积极响应。

关键词：跨国并购；保险投资；事件研究方法

英文摘要：In 2014, Fosun carried on three major Cross-border M&A under the guidance of the "insurance + investment" core strategy, obtaining important source of finance. Opinions differ in whether the insurance M&A strategy had a positive impact. On one hand, insurance M&A gives Fosun access to convenience in European and American markets, low-cost source of finance and the ability to exploit potential market. On the other hand, Fosun is faced with pressure resulted from the cost of obtaining insurance float, regulation cost and opportunity cost of ignoring the main business, etc. Based on the perspective of head in the insurance development strategy planning department of Fosun, this case uses CAPM model and event study method to analyze whether the financial markets made positive response to the insurance M&A strategy.

Key Words：Cross-border Merger and Acquisition; Insurance investment; Event study method

编写目的：增强对金融研究中的事件研究方法的运用和熟悉。有助于深入了解金融机构投资活动，尤其是理解保险机构的资金运用及管理优势与特点、国际金融机构并购发生过程等。

知识点：有效金融市场理论；行为金融理论；保险资金投资的基本理论；事件研究方法

复星国际保险收购战略受到金融市场欢迎吗？

——运用事件研究方法开展保险投资规划的案例分析

0、引言

复星国际及其董事长多次在公司公告中表明学习巴菲特的保险投资模式，具体表现在近年来复星国际积极开展的跨国保险公司并购。巴菲特倚重保险浮存金进行投资的方法成为了复星立志学习的原动力，但难以找到可供长期使用且成本低廉的资金是复星一直以来的困扰。

在 2014 年，复星集团在“保险+投资”的核心战略指导下，通过收购海外保险公司等一系列投资活动，获得了融资渠道，同时有能力进行下一轮实体经济的投资。复星一直将发展保险业视为其投资能力对接长期优质资本的上佳途径。保险收购战略是否受到金融市场欢迎？能否引发投资者对企业价值的积极判断？能否提高企业价值？这是本案例希望探讨的问题。

一、复星国际保险收购背景描述

1. 三次并购海外保险企业

复星国际有限公司（简称“复星国际”，股份代码：00656）是 2007 年在香港联交所主板整体上市的大型综合类民营企业。复星国际内部的保险发展战略规划部负责人李然在 2014 年先后参与了三次重大海外保险企业并购。

第一，2014 年 1 月，复星国际以 10 亿欧元击败美国基金阿波罗全球管理公司，获得葡萄牙最大保险公司 Caixa Seguros 旗下三大全资附属公司 Fidelidade、Multicare、Cares 各 80%股本及投票权。CSS 成立于 1835 年，是葡萄牙最大的保险控股公司，管理着约 130 亿欧元的资产，占有该国保险市场近 30%的份额。复星此项收购完成后，可控制 CSS 核心资产 Fidelidade。而在收购完 Fidelidade 之后，复星集团明确提出了“保险+投资”的模式，希望以复星葡萄牙保险为契机，以更大的力度寻找投资海外保险公司的机会。李然所负责的保

险发展战略规划部投入了下一轮并购保险公司的业务中。

第二，2014年8月中旬，复星国际宣布以4.64亿美元收购美国保险商Ironshore 20%股权，开启了收购美洲保险巨头的新征程。2015年5月4日，复星国际再次出乎市场意料，宣布要买断Ironshore全部股权。但如果并购未能于2016年3月31日之前完成，各方可终止并购协议。公司与Ironshore订立了并购协议，拟在2016年3月底前以不超过20.98亿美元的价格收购其余下全部股权。此次复星国际的一家间接全资附属公司将并入Ironshore，最终保留Ironshore公司，从而完成Ironshore剩余权益的收购。合并生效后，Ironshore将作为复星国际有限公司间接持有的一家全资附属公司。

第三，2014年12月31日，复星国际公告，公司连同其子公司将以合并方式收购美国专业财险及保险管理服务商——Meadowbrook Insurance Group, Inc (MIG, NYSE)，交易总额约4.33亿美元。总部位于密歇根州的Meadowbrook是一家风险管理机构，专门为代理商、专业及贸易组织以及中小型投保人提供特殊风险管理解决方案。Meadowbrook包括多家代理商、索偿及防止损失组织、自理保险管理机构、以及6家财险承保公司，在美国有28个经营点。公告显示，截至2014年9月30日，Meadowbrook除税后净利润为2109万美元，未经审核净资产约4.48亿美元。以当时汇率换算，上述4.33亿美元收购Meadowbrook交易折合人民币约27亿元。根据12月30日（美国时间）就收购Meadowbrook订立的合并协议，收购MIG的每股作价为8.65美元，较Meadowbrook12月29日（周一）收盘价溢价24%，也就是Meadowbrook于截至12月29日期间的三个月平均收市价溢价39%。据悉，此次交易相当于截止2014年9月30日该公司每股有形资产账面值约1.04倍。

复星还先后参股了永安财险、合资成立复星保德信人寿，并在香港投资成立鼎睿再保险公司。收购Ironshore后，复星的保险业务也从财险、寿险、再保险延伸至特种险。截至目前，复星逾三分之一的总资产为保险业务，包括Ironshore、永安财险、复星保德信人寿、鼎睿再保险及葡萄牙最大的保险公司Fidelidade集团。李然召集保险发展战略规划部开会，评价“保险+投资”的模式是否取得了预期的效益并受到金融市场欢迎，并决定运用事件研究方法进行决策。

2. 保险资金运用财务数据分析

复星集团的投资业务主要分为三部分，分别是战略投资、私募股权投资、风险投资及作为有限合伙人对本集团资本管理业务的出资（PE/VC/LP 投资）、二级市场投资。

（1）战略投资

分众传媒：是复星集团在文化传媒行业的一项重要投资。2015 年 12 月底，分众传媒借壳七喜控股股份有限公司（股份代号：002027.SZ）成功登陆 A 股资本市场，成为中概股回 A 首批成功案例，本集团在上市公司中占有 8.09% 的权益，并获得一个董事会席位，继续成为分众传媒的重要股东之一。同时在移动互联网时代，分众传媒利用其对广告的深刻理解和对消费形态的深刻洞察，结合线上线下的移动互联网技术，锁定商业价值最高的 2 亿主流人群作品牌营销爆破点，建立配有线下大数据的 O2O 入口，以成为移动互联网的重要端口。

伦敦金融城：2013 年 10 月，复星集团联合合作伙伴以英镑 64.5 百万元收购伦敦金融城 Lloyds Chambers 大楼。项目位于伦敦金融区 E1 区 Portsoken 街 1 号。伦敦金融城 Lloyds Chambers 大楼的财务资金、税务、物业管理及公司治理等情况良好。2014-2015，租金收入为英镑 7.1 百万元。项目资产管理按照商业计划推进中，价值提升工作取得进展。

28 Liberty：2013 年 12 月，复星集团以美元 725 百万元完成 28 Liberty 收购以作投资之用，持有永久业权。位于纽约曼哈顿下城（金融区）北区的 28 Liberty 为标志性甲级办公楼，共 60 层，可出租面积达 2,215,000 平方尺。2014-2015，纽约大楼项目租金收入为美元 47.5 百万元。

招金矿业：招金矿业是一家集勘探、开采、选矿及冶炼于一体，专注于开发黄金产业的综合性大型企业，以矿产黄金为主要产品。招金矿业致力于同当地政府、大型地勘单位和大企业保持战略合作，通过股权并购，实施整装开发，掌握优质资源，发挥山东、新疆、甘肃产业基地的辐射带动作用，加大产业集群外围的资源整合力度，进一步增强了公司的资源实力。招金矿业 2015 年矿产黄金量为约 20 吨（2014 年为 20 吨）；黄金资源量注 1,228 吨（2014 年为 811 吨）；黄金销售收入人民币 5,886.85 百万元，同比上升 5.01%。

（2）PE/VC/LP 投资：

PE 投资：复星在 PE 方面的投资涉及国际时尚、大众消费、先进制造等多个行业领域。2015 年度新增投资金额约人民币 68.9 百万元，退出投资金额约人民

币 623.2 百万元。截至 2015 年 12 月 31 日止，存量 PE 投资项目有 24 个，剩余投资总金额约人民币 1,586.1 百万元。

VC 投资：复星昆仲 VC 团队专注于移动互联网相关的高潜能早期项目投资（包括互联网金融、互联网健康、互联网相关房产与汽车、O2O、互联网教育、在线旅游，以及中小企业服务等），希望借助复星的产业背景以及资源，致力于推动被投资企业迅速发展。截至 2015 年 12 月 31 日止，复星昆仲 VC 团队共投资了 35 个项目，投资总金额约港币 1,452.4 百万元。

LP 投资：复星在积极发展资本管理业务之际，也以有限合伙人出资的方式进行投资。截至 2015 年 12 月 31 日止，复星共承诺出资人民币 7,684.4 百万元（其中复地承诺出资人民币 691.2 百万元），实际已经出资人民币 6,020.3 百万元（其中复地向复地房地产系列基金出资人民币 691.2 百万元）。

（3）二级市场投资

本集团在二级市场的主要投资有 Folli Follie，截至 2015 年 12 月 31 日止，复星持有 Folli Follie 9.96% 的权益，复星管理之复星-保德信中国机会基金持有 3.89% 的权益，合并持有 13.85% 权益。于 2016 年 2 月，复星增持 Folli Follie 至 10% 的权益，因此复星及其基金合共持有 13.89% 权益。Folli Follie 2015 财政年度前三季度实现销售收入为欧元 875.5 百万元，较 2014 年同期增长 20.9%；EBITDA 欧元 175.1 百万元，较 2014 年同期增长 8.5%；营业利润欧元 154.6 百万元，较 2014 年同期增长 5.4%。其自有核心品牌业务销售较 2014 年同期增长 22.6%，EBITDA 增长 10.3%，营业利润增长 7.7%。Folli Follie 其他两个业务板块—批发/零售、百货店分别实现销售收入较 2014 年同期增长 20.6% 和 13.3%。自 2011 年投资以来，复星凭借在中国所拥有的深厚产业基础和广泛的线上及线下渠道资源，在销售渠道拓展、品牌建设等方面协助 Folli Follie 在大中华区的发展，Folli Follie 中国区的销售业绩持续稳定增长，销售网点拓展速度明显加快。

二、复星国际保险收购的影响分析

1. 保险收购的支持者

此前一直以产业收购和整合见长的复星集团，近年来却对保险业务频频出

手。业界分析是由于投资保险公司与复星的其他海外投资标的不同，不仅需要盈利能力，还看中了保险公司的融资渠道。并购带来的巨大效益不仅包括这些公司本身的保险存量资金等直接效益，更包括其带来的保险市场，融资渠道和对公司资金结构的积极影响等间接效益。

作为专业的投资集团，复星一直在思考三件事：一是如何在融资端不断优化创新，持续获得稳定、长期和低成本资金；二是如何在投资端继续加强，在坚持价值投资的基础上通过发掘全球市场中各类资产的错配机遇，不断提升资产收益率；三是平衡好风险与成长，以长期稳健持续成长为惟一目标。复星长期以来致力于将保险打造成核心业务，将发展保险业视为其投资能力对接长期优质资本的上佳途径。“保险+投资”双轮驱动的核心战略促使复星集团在保险业多加关注。

具体的原因如下：

(1) 利用欧美市场的优势条件

在 2015 年 3 月末发表的致股东信中，郭广昌指出复星保险业务的资产收益增长并不是因为做了更多的激进资产配置，实际上现在的资产配置还显得有点保守。他表示，当前欧美的持续低利率环境使得保险机构的负债端总体上仍比较安全。比如收购 Ironshore 就将在防范汇率风险、资产配置扩张以及再保险业务上给双方带来协同增效效应。依托复星已经拥有的全球化的、专业的保险经营和投资团队，未来数年中复星集团还会有更多地以合理价格投资当地市场强势保险机构、扩大保险资产的机会。而且投资方式还会创新，除了投资整体保险公司之外，预计在不久的将来还会投资保险分拆资产包资产、更专注发挥投资优势的轻资产投资等方式。

(2) 获得低廉的融资渠道

在开始收购海外保险公司之前，因为复星集团的保险金还很少，保险资产占整个集团总资金的比重不超过 5%，一般认为海外投资就是中国动力嫁接全球资源。但是收购完 Fidelidade 之后，保险板块资产则占到了集团总资产的 37%。复星集团在“保险+投资”的核心战略指导下，通过收购海外保险公司等一系列投资活动，获得了长期稳定低成本的融资渠道，提高了企业整体利润率，同时有能力进行下一轮的投资。

以投资 Fidelidade 为例，复星最看重的还是其占据的保险市场——其保费存量资金约达 130 亿欧元。之前，复星国际自有资金加权平均资本成本（WACC）

大概是 8%左右，如果用旗下保险公司 Fidelidade 的浮存金来投资，后者的资金成本将降至 3.2%。和前面相比，保险资金的成本优势显而易见。用保险资金不仅可以为投资提供长期低成本的资金，而且还可以优化集团的债务结构。2014 年上半年，复星集团的净债务和净资本的比例都有所下降，未来公司的债务比例还会进一步优化。

复星一直将发展保险业视为其投资能力对接长期优质资本的上佳途径。在控制风险的前提下，形成了良性循环，使得复星有能力在全球经济疲软的背景下在相对较短的时期内构建出包括永安财险、复星保德信人寿、鼎睿再保险、美国 Meadowbrook 保险集团以及葡萄牙 Fidelidade 保险集团及美国保险公司 Ironshore 等在内的保险集团。

(3) 开拓潜力市场

以 Ironshore 为例，资料显示，Ironshore 的主要市场是美国、百慕大和国际市场，客户绝大部分是企业并由经纪人提供渠道服务。由于细分市场竞争对手较少，而且特殊险的定价权掌握在一些专业保险公司手里，因此盈利能力会比普通的财险(例如车险)更高。2008 年到 2014 年，Ironshore 在七年之间保费总收入增长了 5.8 倍(增长率 33.9%)，2014 年保费总收入约为 22.11 亿美元，较 2013 年增长 10.9%。相比在此之前的欧洲保险业投资，对 Ironshore 的投资意味着增加了在美洲市场的保险投资资金。虽然 Ironshore 每年的保费收入与葡萄牙保险相比还有一段距离。但这家注册在百慕大的保险公司的优势在于其投资范围不受限制，税收成本也更低。

(4) 服务于全球投资战略

在收购完 Fidelidade 之后，复星集团国际业务不断扩张。复星集团借助 Fidelidade 收购了葡萄牙国家能源网公司 REN3.97%的国有股份，另外还协助 Fidelidade 完成了投资德国时尚生活品牌公司 TOM TAILOR23.16%的股权等项目。10 月，复星集团又通过 Fidelidade 竞争性收购投标，以每股 5.01 欧元、总计 4.6 亿欧元的报价，收购了葡萄牙医疗保健服务商 ESS96.07%的股权。从长期来看，这几家并购的保险公司保费收入和资产回报率也都在健康快速增长。2014 年，复星葡萄牙保险的综合投资收益率从 2013 年的 4.3%增长到 8.4%；国内永安保险的综合投资收益率也从 2013 年的 5.4%增长到 12.6%。可以说复星集团在保

险业的投资活动不光带来了目前的利润，更为有利的是这些公司的潜力巨大。沿着“保险+投资”双轮驱动的核心战略，在夯实保险板块的基础上，复星也有能力不断将触角伸向海外各个产业。

(5) 增强企业的风险控制与战略规划意识

复星集团的经营范围很广，涉及房地产，医药，保险等很多不同的领域，这在一定程度上可以分散风险。目前复星集团在风险控制上给予了高度重视，每一次投资决策前都会进行系统全面的评估。在郭广昌的计划中，地产、医疗、保险和基金板块通过养老地产都可以被有序整合在一起：“复星地产可以投资建设养老地产，依托着养老地产复星旗下的保险公司可以进行投资，并设计出符合中产阶级需要的保险产品。而这种保险产品不仅可以为顾客提供一些养老服务，同时也包含了一些医疗服务。”复星内部做过一个划分：1992-2010年复星将自己定位于一个有产业基础的投资集团，投资资金的来源几乎全部是自有资金，或通过债务方式募集；从2011年起，复星资金来源将包括自有资金与筹集资金两部分，后者不再局限于债务，更多是引入股权性质的资金；第三个阶段，则是在一个中长期的范围内，开始打造出比较大的保险浮存金规模。几乎各个行业的外国公司，无论是上市与否，都可能成为复星的目标——前提是这些企业符合复星“中国动力嫁接全球资源”的共赢战略。复星并非只对奢侈时尚品牌感兴趣，中国消费扩张是全方位的，覆盖高端到低端。复星集团更习惯聚焦于已经熟悉的领域，比如医药、时尚和旅游。

对比我国2015年保险业综合投资收益率9.2%，固定收益类投资居高不下，复星的投资收益率最高曾达到24%，投资范围也较广，在未来的几年内，复星集团应对风险的能力应该还是比较高的，来自保险业的大量资金保证了企业现金流的良好运行，最小化了现金回收周期较长的业务资金投入对企业整体现金流的影响。

2. 保险收购的反对者

从整体上来说，复星公司2014-2015年的现金流量发展态势较好，用于投资活动的现金流出净额始终较大，说明复星集团始终保持对外投资，把投资作为企业利润增长的一个带动点，且对外投资力度较大。预计在未来的一段时期内，复

星集团仍会保持“保险+投资”的战略，投资活动的现金流依然会居高不下。这一模式也存在一些风险。

具体的原因如下：

(1) 国内外监管环境和政策的差异

不同监管环境使得复星和巴菲特在选择投资对象及保险资金运用模式方面有所差异。巴菲特对保险资金的成功运用除得益于本人的聪明才智外，还脱离不了美国成熟的金融市场环境。目前，美国各州保险监管的重心正从最初的对保险资金运用的严格限制逐步调整为对偿付能力和保险基金的管理，在重要方面监管毫不松懈。这不仅降低了对保险公司具体运营的限制，对保险公司资金运用的良性发展也具有很好的促进作用。而我国的金融市场开放时间晚，投资经验少，实际投资渠道少，资金运用效率不高，这使得在监管层面，复星的投资战略会被限制在一定范围之内，其更注重海外投资也与国内严格的监管限定有一定关系。2011-2013年，我国保险业的投资收益分别为4.84%、3.49%和3.39%，这与复星过去几年高达24%的投资收益率相差甚远。

同样的不可比拟还体现在浮存金使用成本上。在国内，保险行业由于既有的种种沉痾，比如要向资金托管银行付出的规则外成本，不仅不可能实现巴菲特式“负利率的浮存金”，且使用浮存金的平均成本高达5%左右。与国内逐渐放开投资领域相伴的，是若干与保险资金运用相关的刚性标准。而这对于复星来说，就意味着头上多了重重天花板。现实是复星旗下的复星医药、复地、南京南钢及海南矿业四大资产，都不能在保险资金体系下实现现有的模式。在复星公布的年报中，复星特意点明的保险投资方向只有“推动保险公司在养老地产和医疗领域的合作”，因为这两个领域属于保监会此前点头通过的“与保险相关的控股权投资”。如今包括泰康、新华以及合众人寿等在内的保险大佬们都已进军养老地产领域，纷纷出手圈地。总而言之，监管标准林林总总，风险监控的标准围绕着保险资金某一项目中所占比例、投资标的在保险公司总资产中所占比例两条主线同时延展，而这样的限制无疑会让复星面临亏损的风险。

公开数据显示，2014年，中国保险业共实现保费收入20233.6亿元，保险深度为3.18%，保险密度为1479.3元。而美国2010年的数据就为3.5%和1632美元。这两组数据背后当然有两国不同经济发展水平的影响，但不可否认的是，抵税、延迟纳税以及规避遗产税功能，也在过去的数十年中将美国寿险业务推向了顶峰。长城证券的分析师陈雯表示，相对于利润高、资金周期短的财产保险业

务，寿险业务提供的浮存金更方便长期的投资应用。美国的寿险业务发展占尽了天时。美国个性化设计的寿险产品还具有规避遗产税的功能。但是这些积极的市场因素在国内全无。

(2) 容易引起对主营业务的忽视

从复星集团 2014-2015 年的现金流（见附件 2015 年报）来看，复星集团经营活动产生的现金流量减小了 45.94%，结合之前对复星集团业务的分析，可以看出复星集团的重心逐渐从经营活动向投资活动转变。这一改变减小了现金回收周期较长的业务资金投入对企业整体现金流的影响，但也同时带来了复星主营业务的某种忽视，从前的一些业务如钢铁板块，虽然利润率有所增加，但增长势头已不如前。

在“保险+投资”的战略指引下，复星集团投资活动现金流出净额增加了 33.4%，其中用于收购的资金大量增加，从企业用于建造厂房、购买设备的资金大幅下降，同时由上表经营活动的现金流减少，这与在复星集团进军保险业之前的现金流量是相反的。

(3) 获取浮存金的成本收益问题

2012 年永安保险保费收入为 70.25 亿元（在保险行业协会公布的 41 家内资保险公司中排第 12），较 2011 年增长 8.5%；公司当期的净利润虽达 1.81 亿元，却较 2011 年下滑了 36.1%。而 2012 年 12 月才开始运营的复星保德信人寿，2013 年 1-2 月的保费收入仅为 104.64 万元，在保险行业协会公布的 69 家寿险公司保费收入中，除却数据显示为 0 的国寿养老、泰康养老及长江养老，复星保德信的保费收入排名最末。而复星为自己设计的职场销售模式也有惨淡的前车之鉴。这种模式是自保公司与利用股东关系承保的结合，此前中石油、中海油都建立了自己的自保公司，依托国家电网资源的英大人寿应该是对复星最具参考价值的对象。但至今英大人寿仍是亏损，而复星依托的企业资源恐怕和国家电网公司还远不在一个重量级上，复星能获得多高的保费及由此产生的浮存金仍不确定。除却保险业务需要经历的锤炼探索，复星还要面对的另一个现实问题是，在可获取的浮存金金额与成本上，伯克希尔公司有着复星无法比拟的先天优势。

现在的复星还不能提供有说服力的保费或承保利润答卷。即使在美国，保险市场上的浮存金也不是那么容易分得的。在 1967 至 2011 年的 45 年间，其中有

37 年美国保险业经历了保费不足以覆盖行业的债务及费用之和的困境，该行业有形资产的整体回报已经几十年来落后于美国工业的平均回报。这给复星利用浮存金进行投资的计划蒙上了一层阴影。

(4) 对风险应对能力提出了更高要求

在并购几家海外保险公司之后，复星集团的新增银行借款迅速增加到 9774431 万元，虽然现在这些保险公司盈利能力有所上升，但是在美国、欧洲等地区保险市场趋于饱和，金融业疲软依然是现实问题，复星同样面临着违约风险。

通过并购 Ironshore 等保险公司，复星集团由融资活动产生的现金流入净额占总现金流入的比例大幅提升了 47.68%。这一方面说明这些并购活动的确带来了重要的融资途径，另一方面也体现了对投资活动现金流入的依赖性增大。复星集团对房地产等行业依然有较强的依赖性，在中国政府宏观调控房价以及房地产行业存在泡沫的前提下，复星集团面临的风险依然较高。有中国平安海外投资的巨亏案例在前，复星集团越来越依赖投资活动带来的利润有着极大的不确定性。

2016 年 6 月 12 日，陈文辉在陆家嘴论坛发出警示称，近期的一些并购行为，可能会急剧加大险企的战略风险和操作风险。除了跨界并购，陈文辉在会上提到了保险业长钱短用和短钱长用的问题。寿险业碰到最大的问题是长钱短用。近年来很多公司进入了一些中短期的业务，这些业务负债比较短，但是又投到比较长的业务上，带来了潜在的风险问题。另外还有资产荒的问题，找不到好的资产也令人十分头疼。这些也无异于从风险监管层面又给了复星压力，使得复星的未来难以预测。

三、事件研究方法决策框架

事件研究方法(event study)的原理是根据研究目的选择某一特定事件，研究事件发生前后样本股票收益率的变化，进而解释特定事件对样本股票价格变化与收益率的影响，主要被用于检验事件发生前后价格变化或价格对披露信息的反应程度。事件研究法基于有效市场假设，即股票价格反映所有已知的公共信息，认为投资者是理性的，因此投资者对新信息的反应也是理性的。所以，在样本股票实际收益中剔除假定某个事件没有发生而估计出来的正常收益(normal return)就可以得到异常收益(abnormal return)，异常收益可以衡量股价对事件

发生或信息披露异常反应的程度。

运用事件研究方法进行决策的方法步骤有：

1. 确定研究假说：在研究过程中，首先决定研究假说为何，并确定事件的种类、事件日及事件期。

2. 定义与估计正常与异常收益：运用资本资产定价模型（CAPM 模型）以市场收益率计算预期收益率，并将其作为正常收益率的估计，再研究其与预期收益率之间的差额，观察于宣告期间是否产生异常收益。

3. 对异常收益的检验：根据上一步估计出的异常收益率计算出累积异常收益率，对异常收益率进行统计显著检验。根据 CAPM 理论的假设，回归残差服从正态分布，定义异常收益 t 检验统计量为异常收益率与估计方程标准误差的比值。

4. 对结果的分析：根据检验结果评价该事件对企业价值的影响，并对结果进行解释。

四、事件研究方法的分析结果

李然所在的保险发展战略规划部决定采用事件研究方法验证“保险+投资”战略是否受到金融市场欢迎，并按照事件研究方法的四个步骤进行决策分析。

为研究保险收购战略能否赢得金融市场认可，保险发展战略规划部确定事件日为并购事件披露公告日（具体事件描述见附件）。在采用资本资产定价模型（CAPM 模型）估计预期收益率时，为了使市场模型的参数可以真实、稳定地体现股价的变动，估计窗口的长度确定为并购公告发生前一年。李然通过收集分析历史数据，得出了适用于各个事件日的 α 、 β 值和相应的预期收益率，并计算出异常收益率。表 1 中给出了具体数据。

表 1 并购事件披露公告日复星国际股价异常变动一览

事件	CAPM 模型估计参数		实际收益 率 (%)	恒生指数 (%)	预期收益 率 (%)	异常收益 率 (%)	t 检验统计 量
	α	β					
1	0.199	1.017	0.141	-0.565	-0.375	0.516	0.224
2	0.174	1.057	-0.412	-0.910	-0.788	0.376	0.163
3	0.241	1.062	-0.119	-1.809	-1.680	1.560	0.659

4	0.262	1.061	1.973	0.283	0.562	1.411	0.615
5	0.287	1.088	-0.204	0.656	1.000	-1.205	-0.524
6	0.193	1.141	-0.103	-1.145	-1.113	1.010	0.539
7	0.131	0.972	0.592	-1.145	-0.981	1.573	0.910
8	0.093	0.886	-1.379	0.441	0.483	-1.862	-1.163
9	0.202	1.208	3.192	0.441	0.734	2.457	1.333
10	0.154	1.406	-8.948	-1.034	-1.300	-7.649	-3.723***
11	0.259	1.719	0.712	1.131	2.203	-1.491	-0.606

注：*** 表示在 1% 的显著性水平下显著。

资料来源：Wind 数据库。

对异常收益率的显著性检验结果说明在事件日没有出现异常收益，在事件 10(复星国际与 Meadowbrook Insurance Group, Inc 完成合并收购)发生当日，甚至发生了显著的异常亏损，说明在事件日金融市场并没有对“保险+投资”战略做出积极反应。

这一结果与保险发展战略规划部的预期相反。为了进一步验证金融市场对保险并购战略的反应程度，保险发展战略规划部将事件研究的窗口期延长至为事件日及其前后各三个交易日。表 2 中给出了运用事件研究方法对事件窗口期股票收益率的分析结果。

表 2 事件分析法研究事件窗口期股票复星国际股票收益率

事件	日期	预期收益率 (%)	异常收益率 (%)	累计异常收益率 (%)	t 检验统计量
1	2013-12-11	-1.539	1.261	1.261	0.547
	2013-12-12	-0.324	-1.901	-0.640	-0.824
	2013-12-13	0.321	0.675	0.035	0.292
	2013-12-16	-0.375	0.516	0.550	0.224
	2013-12-17	-0.001	-0.843	-0.293	-0.366
	2013-12-18	0.528	-0.528	-0.821	-0.229
	2013-12-19	-0.921	-0.639	-1.460	-0.277
2	2014-01-06	-0.443	0.306	0.306	0.132
	2014-01-07	0.308	-0.855	-0.549	-0.370

	2014-01-08	1.495	-1.357	-1.906	-0.588
	2014-01-09	-0.788	0.376	-1.530	0.163
	2014-01-10	0.447	4.518	2.988	1.956*
	2014-01-13	0.371	0.023	3.011	0.010
	2014-01-14	-0.276	1.323	4.334	0.573
3	2014-01-28	0.166	1.522	1.522	0.643
	2014-01-29	1.116	-0.523	1.000	-0.221
	2014-01-30	-0.268	-0.911	0.089	-0.385
	2014-02-07	-1.680	1.560	1.649	0.659
	2014-02-10	-0.042	0.042	1.690	0.018
	2014-02-11	2.129	3.247	4.938	1.371
	2014-02-12	1.802	-1.121	3.816	-0.473
4	2014-04-14	0.424	-0.727	-0.727	-0.317
	2014-04-15	-1.430	0.691	-0.036	0.301
	2014-04-16	0.378	-1.912	-1.948	-0.833
	2014-04-17	0.562	1.411	-0.537	0.615
	2014-04-22	0.124	0.894	0.357	0.390
	2014-04-23	-0.769	-0.541	-0.184	-0.236
	2014-04-24	0.513	-0.002	-0.186	-0.001
5	2014-05-12	2.271	1.554	1.554	0.676
	2014-05-13	0.730	-0.414	1.140	-0.180
	2014-05-14	1.408	1.320	2.460	0.574
	2014-05-15	1.000	-1.205	1.255	-0.524
	2014-05-16	0.201	-3.578	-2.323	-1.556
	2014-05-19	0.246	2.084	-0.239	0.907
	2014-05-20	0.911	-3.085	-3.324	-1.342
6	2014-08-13	1.122	-0.916	-0.916	-0.489
	2014-08-14	-0.215	-0.196	-1.111	-0.104
	2014-08-15	0.899	-1.003	-2.114	-0.535
	2014-08-17	-1.113	1.010	-1.104	0.539

	2014-08-18	0.195	-2.053	-3.157	-1.096
	2014-08-19	0.959	-2.536	-5.693	-1.353
	2014-08-20	0.360	1.670	-4.023	0.891
7	2014-12-23	-0.180	-1.011	-1.011	-0.585
	2014-12-24	0.197	-0.899	-1.910	-0.520
	2014-12-29	1.896	0.632	-1.278	0.366
	2014-12-30	-0.981	1.573	0.294	0.910
	2014-12-31	0.561	-0.953	-0.659	-0.552
	2015-01-05	0.610	4.705	4.046	2.722**
	2015-01-06	-0.835	1.770	5.816	1.024
8	2015-02-09	-0.476	1.353	1.353	0.845
	2015-02-10	0.118	-0.988	0.365	-0.617
	2015-02-11	-0.677	2.431	2.796	1.518
	2015-02-12	0.483	-1.862	0.933	-1.163
	2015-02-13	1.037	1.935	2.868	1.208
	2015-02-16	0.251	0.768	3.636	0.480
	2015-02-17	0.302	1.715	5.351	1.071
9	2015-04-28	0.241	-0.872	-0.872	-0.473
	2015-04-29	0.022	-0.551	-1.423	-0.299
	2015-04-30	-0.935	4.127	2.704	2.238**
	2015-05-01	0.734	2.457	5.162	1.333
	2015-05-04	0.163	10.662	15.824	5.783***
	2015-05-05	-1.380	-2.573	13.251	-1.396
	2015-05-06	-0.297	-2.124	11.127	-1.152
10	2015-07-02	0.327	-2.740	-2.740	-1.333
	2015-07-03	-1.013	-4.942	-7.682	-2.405**
	2015-07-06	-4.311	-3.574	-11.256	-1.740*
	2015-07-07	-1.300	-7.650	-18.905	-3.723***
	2015-07-08	-8.058	0.935	-17.970	0.455
	2015-07-09	5.393	14.852	-3.118	7.229***

	2015-07-10	3.085	5.461	2.343	2.658***
11	2015-11-17	2.238	-1.364	-1.364	-0.554
	2015-11-18	-0.328	1.340	-0.024	0.544
	2015-11-19	2.676	-2.247	-2.271	-0.913
	2015-11-20	2.203	-1.491	-3.762	-0.606
	2015-11-23	-0.412	1.403	-2.359	0.570
	2015-11-24	-0.335	1.316	-1.044	0.534
	2015-11-25	-0.424	0.701	-0.343	0.285

注：* 表示在 10%的显著性水平下显著，** 表示在 5%的显著性水平下显著，*** 表示在 1%的显著性水平下显著。

资料来源：Wind 数据库。

根据 t 统计量，在 11 个事件窗口期中只有 4 个出现过显著的异常收益，其中事件 10 的窗口期中观测到了异常损失后紧接着发生异常收益的现象。总体来看，保险并购事件的发生并不能带来确定的异常收益，甚至有可能伴随着股票收益率的剧烈波动。对事件窗口期的研究也得出保险并购战略未完全得到金融市场欢迎的结论。可能的原因有市场对并购信息反应滞后导致事件期的股价没有体现并购信息的影响，或者是消息提前泄露导致事件期的股票市场已经消化了并购信息。当然还有一个可能性，就是金融市场对保险收购的战略并不买账，市场认为并购的成本和风险使得其不能对公司价值产生正向影响。

保险发展战略规划部从外部原因和内部原因对检验结果进行了分析。大家认为，这个结果也不是完全出乎意料。保监会的数据显示，到 2012 年底，我国保险资金运用余额达万亿，但是国内保险业的总体投资状况可谓哀鸿遍野。在中国人寿、中国平安、中国太保、中国人保、新华保险等五大保险巨头披露的 2012 年年报中，其年度总投资收益率分别为 2.79%、2.9%、3.2%、4.2%、3.2%。2012 年中国保险业的大部分年收益率都低于五年期定期存款利率。这可能是导致金融市场对保险投资失去信心的一个原因。

虽然保险业前景不甚明朗，但是李然认为投资模式仍是复星的一大优势。复星拥有非常强的盈利能力和盈利表现投资能力，可以把集团现有的投资人才、投资经验、数据库、行业分析模式与保险公司共享，帮助保险公司提升其投资收益。而这些都是国内保险公司难以企及的积累。保监会副主席陈文辉将保险公司人才储备和经验不足，缺乏完整的运作思路，相关制度和机制尚不健全等等因素，皆列

为保险资金运用的挑战。李然认为如果复星继续发挥投资方面的优势，随着投资模式的成熟和应对风险能力的提升，将会得到金融市场的积极响应。

五、结论

相比我国保险业整体运作状况，复星认为自身“保险+投资”的战略优势并不在于资金的数量，而在于投资模式。回顾 1994 年至 2011 年的 18 年投资经历中，复星所投资项目的内部收益率（IRR）均值达到了 38%。对于保险板块来说，虽然复星拥有非常强的投资收益能力，但是承保业务前景尚且不是很确定。

会议过后，大家对保险收购战略未在金融市场受到欢迎感到失望之余，也在思考今后保险发展战略的走向。在种种风险因素的影响下，怎样保证获得充足的浮存金和可观的投资收益、提高公司价值并获得金融市场的认可，成为了复星国际内部的保险发展战略规划部必须面对和思考的问题。

案例说明书

复星国际保险收购战略受到金融市场欢迎吗？

——运用事件研究方法开展保险投资规划的案例说明书

一、教学目的与用途

1. 本案例主要适用于《保险资金运用》课程，也适用于《金融市场与机构》、《金融机构战略管理》、《投资学》等课程。

2. 本案例的教学目的：

(1) 增强对金融研究中的事件研究方法的运用和熟悉。采取初步的事件研究方法观察上市公司并购等重大事项发布时的股价变动及如何对异常收益率进行估算与解读。

(2) 本案例研究的开展有助于对金融机构投资活动的深入了解，尤其是对于保险机构的资金运用及管理优势与特点有深入认识，有助于对跨国金融机构并购发生过程的认识，有助于理解在跨国金融并购发生过程中收购方的股价变动认识。

二、启发思考题

1. 你如何看待保险公司相对于其他金融机构组织形式诸如商业银行、基金公司及投资银行的独特投资模式？

2. 复星国际分别选择了哪些收购目标，在收购的各阶段分别向市场发布了哪些公告，发布这些公告后的市场股价反应如何？

3. 从有效市场假说出发如何认识股票市场对上市公司收购公告的股价反应，尝试对这些反应进行对比分析，看看是否能够得到一些有意思的结论。

4. 介绍并讨论一下你所知道的其他上市公司收购公告，及股票市场的股价反应。这些收购案例中哪些是成功的，哪些是失败的，为什么？

三、理论依据及分析思路

教师可以根据自己的教学目标（目的）来灵活使用本案例。这里提出本案例的分析思路，仅供参考。

1、有效金融市场

事件研究方法是评估上市公司并购等重大事项对公司价值影响的有效方法吗？需要思考金融市场的有效性程度对于事件研究方法得出结论的影响。（此处可以组织学生对金融市场有效性的认识从而对事件研究方法有效性的认识进行正反观点辩论，教师也可根据对此案例的认识进行相应阐述）。

尤金·法马于 1965 年在其博士论文中正式提出的有效市场假说（EMH）理论¹，一定程度上对资本市场资产价格确定的效率问题进行了总结。按照有效市场假说，资本市场具有根据新信息迅速调整证券价格的能力，因此，高度有效的资本市场可以迅速传递所有相关的真实信息，使价格反映其内在价值。

2 . 行为金融理论

市场参与者也并不是完全理性的，因而在进行金融投融资决策时存在系统性的偏差。首先，现代金融学理论分析基础即经济主体决策基于理性预期、风险回避和效用函数最大化等假设存在问题，例如投资者具有倾向于过分自信和乐观的心理特征，此外，投资者会有回避损失和存在心理账户的系统性偏差。第二，无套利均衡是现代金融学理论分析的基础，即使市场存在非理性的投资者，但是，理性投资者的套利行为会使资产价格回到均衡水平。然而，由于存在基本面风险和执行成本以及噪声交易者风险（De Long et al(1990)和 Shleifer & Vishny(1997)），投资者至多只能进行有限套利。因此，现代金融理论面对一系列金融异象实证证据时并不能提供有力的理论解释，这些金融异象包括：公司规模效应、日历效应、市场过度反应、股价过度波动、股票收益的均值回归以及新信息在股票价格中的反映不足等等。

3.保险资金投资的基本理论——浮存金的概念与功能

保险公司投资的核心在于“浮存金”的管理。简单来说，浮存金是在保险公司中，虽然不具所有权、但却可以用来投资的资金。浮存金是怎样增加的呢？首

¹ EMH 理论的正式发表是在 1970 年，Fama, E. F. (1970), EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK. The Journal of Finance, 25: 383-417.

先，保费通常在提供保险和理赔服务之前就先预缴。其次，因为损害有时要在发生几年后才被发现，因而损失和赔偿之间有一定的时间差，从而使资金池里的钱进一步累积增加。

承保业务的质量直接影响了浮存金的规模和质量。在观念中，浮存金的规模是衡量保险投资时最为关键的因素，但需要强调的是，浮存金的成本同等重要。取得浮存金固然很好，但更重要的是以低成本取得浮存金，而其成本取决于保险业务的绩效，也就是损失与费用占保费收入的比例。对于在核保业务中有利润的保险公司来讲，浮存金的取得几乎没有成本，也就是说意味着消费者付费来请保险公司帮他们保管资金。然而如果保险业务损失过大时，就代表浮存金的成本过高。保险公司对于保险资金投资增值的能力，直接影响到保险公司偿付能力的高低，进而影响到保险公司业务量扩张的潜力。可以说，投资业务在一定程度上决定了保险公司生存发展的基本能力。

四、案例背景信息与主要分析数据

此处的分析信息原则上应该由学生根据对案例材料的阅读进行独立整理获得，允许具体数据上存在细微差异，但是收集的主要内容应该大体一致。

表 1 收购时间表

时间	收购进程
2013 年 6 月 12 日	国际货币基金组织、欧洲央行和葡萄牙政府批准 CSS 保险公司的股权可以进行私有化
2013 年 12 月 16 日	复星国际就收购葡萄牙 CaixaSeguros e Saúde 保险公司递交有约束力的竞标方案
2014 年 1 月 9 日	复星国际赢得葡萄牙 CaixaSeguros e Saúde 保险公司竞标，方案中预计将以合计 10 亿欧元的对价收购葡萄牙 CSS 三家全资附属保险公司 80% 的股本和投票权，此外，作为中标方案的一部分，上述三公司之一的 Fidelidade 剩余的 20% 股权当中，15% 仍然由葡萄牙 CSS 持有，另外 5% 股权 CSS 的雇员有权参与优先购买，如果雇员放弃的话，则复星国际将以上述收购其股份同等的对价收购 Fidelidade 最高 5% 股本及投票权
2014 年 2 月 7 日	复星国际和 CSS 保险公司就收购事项订立正式协议
2014 年 4 月 17 日	复星国际收到葡萄牙保险监管机构的通知，不反对收购事项
2014 年 5 月 15 日	交易双方就收购事项完成交割，交易对价由 10 亿欧元调整至 10.38 亿欧元

2015年1月	复星国际进一步增持 Fidelidade 的股权至 84.986%
---------	-----------------------------------

资料来源：复星国际公告

表 2 详细交易记录

买方	Millennium Gain Limited (复星国际全资子公司)	
卖方	CSS 保险公司	
标的资产	CSS 三家全资附属保险公司 Fidelidade、Multicare 及 Cares 各自 80%股本及投票权	
收购总价格	10.38 亿欧元	
具体标的票面价值 (截至 2013 年 12 月 31 日)	Fidelidade - Companhia de Seguros, S.A	3.8 亿欧元
	Via Directa - Companhia de Seguros, S.A	0.23 亿欧元
	Multicare - Seguros de Saúde, S.A	0.27 亿欧元
	Cares - Companhia de Seguros, S.A	0.075 亿欧元
	Companhia Portuguesa de Resseguros, S.A	0.075 亿欧元
	Universal Seguros, S.A	0.04312 亿欧元
	EPS - Gestão de Sistemas de Saúde S.A	0.005 亿欧元
	Fidelidade - Investimentos Imobiliários, S.A	0.182 亿欧元
	E.A.P.S. - Empresa de Análise, Prevenção e Segurança, S.A	0.0005 亿欧元
	Cetra, Centro Técnico de Reparação Automóvel, S.A	0.0075 亿欧元
	GEP - Gestão de Peritagens Automóveis, S.A	0.001 亿欧元
	Cares RH - Companhia de Assistência e Representação de Seguros, S.A	0.0005 亿欧元
	Cares Multiassistance, S.A	0.001 亿欧元
	Audatex Portugal - Peritagens Informatizadas Derivadas de Acidentes, S.A	0.0225 亿欧元
Highgrove - Investimentos e Participações SGPS, S.A	0.0131 亿欧元	
付款方式及时间	(1) 协议签订时 1 亿欧元的定金，并对余下资金的到位提供了银行的担保证明； (2) 交割完成时已将余下 9 亿欧元交付卖方； (3) 交割完成之后 45 日内根据对价金额的调整，另完成付款 3800 万欧元	

资料来源：复星国际公告

第二，复星收购美国 Ironshore 的收购时间表及详细交易记录表格整理；

表 3 复星收购美国 Ironshore 时间表

时间	收购进程
2014 年 8 月 17 日	复星国际与美国 Ironshore 订立股权买入协议，复星国际以 4.6 亿美元的价格买入 Ironshore 基于完全稀释后的占全部流通股 20%的每股面值 0.01 美元 A 类普通股股份
2015 年 2 月 12 日	复星国际完成收购 Ironshore 20%基于完全稀释的全部流通普通股股份；Ironshore 将使用发行及销售予复星国际目标股份的所有收益完成股份回购交易，回购交易后，复星国际将成为 Ironshore 的最大股东
2015 年 5 月 1 日	复星国际与 Ironshore 订立并购协议，复星国际决定通过并购方式收购 Ironshore 剩余股权
2015 年 11 月 20 日	复星国际完成对 Ironshore 剩余股权的并购，Ironshore 成为复星国际的间接全资附属子公司

资料来源：复星国际公告

表 4 复星收购美国 Ironshore 股权买入详细交易记录

买方	Mettlesome Investments Limited (复星国际全资子公司)
卖方及发行人	Ironshore
标的资产	Ironshore 基于完全稀释后的占全部流通股 20%的每股面值 0.01 美元 A 类普通股股份
单价	每股 16.62 美元
总价格	4.67 亿美元
特殊要求	买方有权提名两名董事加入 Ironshore 董事会
付款方式	复星国际自有资金直接支付

资料来源：复星国际公告

表 5 复星收购美国 Ironshore 详细交易记录

买方	Mettlesome Investments (Cayman) III Limited (复星国际全资子公司)
并购附属公司	Mettlesome Investment 2 (复星国际全资子公司)
并购后存续公司	Ironshore
目标公司股权持有人代表	IS Equityholder Rep, LLC
总价格	19.87 亿美元
付款方式	(1) 买方、复星国际及股权持有人代表共同为人一名独立支付代理，并购成功前，买方将向支付代理转账相关费用，并购成功

	后，支付代理将费用支付给股权持有人代表； (2) 并购费用由复星国际自有资金与外部融资组合支付
--	--

资料来源：复星国际公告

第三，复星收购美国 MIG 的收购时间表及详细交易记录整理；

表 6 复星收购美国 MIG 时间表

时间	收购进程
2014 年 12 月 30 日	复星国际与 Meadowbrook Insurance Group, Inc 签订合并收购协议
2015 年 7 月 7 日	完成此次合并收购

资料来源：复星国际公告

表 7 复星收购美国 MIG 详细交易记录

合并母公司	Miracle Nova II (US), LLC (复星国际间接全资附属公司)
合并附属公司	Miracle Nova III (US), Inc (合并母公司全资附属公司)
被合并方	Meadowbrook Insurance Group, Inc
单价	每股8.65美元
总价	4.33亿美元
付款方式	现金支付

资料来源：复星国际公告

第四，收购前后的财务数据变动影响；

1、复星国际于 2014 年 5 月完成收购葡萄牙 CSS 保险公司 80%的股本和投票权后，CSS 保险公司已成为复星国际的间接附属公司，其业绩也将并入复星国际的合并财务报表中。其对复星国际的财务数据变动影响如下：

(1) 资产

截至 2013 年 12 月 31 日，复星国际的综合资产总额约为人民币 1831 亿元，完成收购 CSS 保险公司后，集团的综合资产总额已增长至约人民币 2869.1 亿元。

(2) 负债

截至 2013 年 12 月 31 日，复星国际的综合负债总额约为人民币 1218 亿元，完成收购 CSS 保险公司后，集团的综合负债总额已增长至约人民币 2233.7 亿元。

(3) 总权益

截至 2013 年 12 月 31 日，复星国际的总权益约为人民币 613 亿元，完成收购 CSS 保险公司后，集团的总权益已增长至约人民币 635 亿元。

(4) 盈利

截至 2013 年 12 月 31 日，复星国际的综合净利润约为人民币 78.5 亿元，完成收购 CSS 保险公司后，集团的综合净利润已增长至约人民币 88 亿元。

2、复星国际并购美国 Ironshore 保险公司和合并美国 MIG 保险公司均于 2015 年下半年完成后，MIG 成为合并母公司的全资附属公司及复星国际的间接全资附属公司，美国 Ironshore 保险公司成为复星国际全资附属子公司，两者业绩都将并入复星国际的合并财务报表中。其对复星国际的财务数据变动影响如下：

(1) 资产

截至 2015 年 6 月 31 日，复星国际的综合资产总额约为人民币 3535.3 亿元，完成收购美国 Ironshore 保险公司和 MIG 保险公司后，集团的综合资产总额已增长至约人民币 4053.4 亿元。

(2) 负债

截至 2015 年 6 月 31 日，复星国际的综合负债总额约为人民币 2592.7 亿元，完成收购美国 Ironshore 保险公司和 MIG 保险公司后，集团的综合负债总额已增长至约人民币 3071.8 亿元。

(3) 总权益

截至 2015 年 6 月 31 日，复星国际的总权益约为人民币 942.5 亿元，完成收购美国 Ironshore 保险公司和 MIG 保险公司后，集团的总权益已增长至约人民币 981.5 亿元。

第五，公告时间点的复星及被收购方的股价异常变动。（股价数据看任何一个财金网站例如同花顺财经、新浪财经等，算异常收益率的时候减去同期港股收益率就可以）

表 8 公告时间点的复星及被收购方的股价异常变动

日期	事件	当日涨跌幅(%)				超额收益率(%)	
		复星国际	恒生指数	被收购方	纽交所综指	复星国际	被收购方
2013 年 12 月 16 日	复星国际就收购葡萄牙 CaixaSeguros e Saúde 保险公司递交有约束力的竞标方	0.1408	-0.5648	-	-	0.7056	-

	案							
2014年 1月9日	复星国际赢得葡萄牙 CaixaSeguros e Saúde 保险公司竞标	-0.4121	-0.9100	-	-	0.4979	-	
2014年 2月7日	复星国际和 CSS 保险公司就收购事项订立正式协议	-0.1193	-1.8088	-	-	1.6895	-	
2014年 4月17日	复星国际收到葡萄牙保险监管机构的通知, 不反对 CSS 保险公司收购事项	1.9730	0.2830	-	-	1.69	-	
2014年 5月15日	交易双方就 CSS 保险公司收购事项完成交割	-0.2043	0.6558	-	-	-0.8601	-	
2014年 8月17日	复星国际与美国 Ironshore 订立股权买入协议	-0.1031	-1.1445	-	-	1.0414	-	
2014年 12月30日	复星国际与 Meadowbrook Insurance Group, Inc 签订合并收购协议	0.5917	-1.1445	2.2956	-0.5007	1.7362	2.7963	
2015年 2月12日	复星国际完成收购 Ironshore 20%基于完全稀释的全部流通普通股股份	-1.3793	0.4406	-	-	-1.8199	-	
2015年 5月1日	复星国际与 Ironshore 订立并购协议, 复星国际决定通过并购方式收购 Ironshore 剩余股权	3.1915	0.4406	-	-	2.7509	-	
2015年 7月7日	复星国际与 Meadowbrook Insurance Group, Inc 完成合并收购	-8.9484	-1.0341	0.1159	0.4325	-7.9143	-0.3166	
2015年 11月20日	复星国际完成对 Ironshore 剩余股权的并购, Ironshore 成为复星国际的间接全资附属子公司	0.7123	1.1311	-	-	-0.4188	-	

五、关键点

风险与收益的平衡才是解决问题的根本，解决方案必须围绕何等程度的预期收益值得承担何等程度的风险水平开展。在本案例分析中，这是一个至关重要的关键点。

马科维茨“均值方差理论”贡献的核心是第一次对风险提出了科学的系统的度量，其最有名的观点是“在考虑收益的同时一定要考虑风险”，这一现代金融理论的常识在 1952 年则是划时代的创新。CAPM 模型的贡献则是改用更易计算的贝塔值度量风险，并且明确推导出资产的预期回报是贝塔系数即系统性风险的函数。MM 定理则指出，决定公司价值的变量只有公司商业活动的收益和风险，公司的资本结构只是改变收益与风险在不同主体之间的分配。布莱克——斯柯尔斯期权定价公式则直接研究如何对风险进行动态套期保值。因此，现代金融理论的每一个模型，“都是关于如何管理各种变量的风险”²。现代金融理论的重要推动者默顿更指出，所有现代金融理论都将风险作为核心，“它贯穿着思维的整个主体”。因此，在现代金融理论指导下，金融机构才有可能对风险进行准确度量，在度量的基础上对其有能力承担的风险进行锁定，对超出其能力之外的风险实施对冲交易，使风险流动并有效转移。

在本案例讨论中，可以结合复星国际跨国收购活动的预期收益与潜在风险结合起来开展讨论。

六、建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行。如下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在 80--90 分钟。

课前计划：提出启发思考题，请学员在课前完成阅读和初步思考。

课中计划：简要的课堂前言，明确主题（2-5 分钟）

分组讨论（30 分钟），告知发言要求

小组发言（每组 5 分钟，控制在 30 分钟）

引导全班进一步讨论，并进行归纳总结（15-20 分钟）

课后计划：如有必要，请学员采用报告形式给出更加具体的解决方案，包括具体的职责分工，为后续章节内容做好铺垫。

²Peter L. Bernstein, *Capital ideas evolving*, 2007, John Wiley & Sons, Inc.

七、相关附件

本案例包含如下附件，附件内容虽然较为庞大，但并不需要全文阅读，而是可以从中快速阅读并迅速提取对于本案例分析直接相关的信息。

1. 复星国际的近三年年报（2013、2014、2015）
2. 复星国际完成相关跨国保险收购的公告
3. 关于事件研究的经典论文