

并购的长期财富效应

——经验分析结果与协同效应解释

朱红军¹, 汪辉²

(1. 上海财经大学会计与财务研究院, 上海 200433;

2. 上海财经大学会计学院, 上海 200433)

摘要:文章分析了并购对目标公司的长期财富效应,认为目标公司在并购后5年获得了巨大的超额收益。并购溢价可以解释目标公司的长期财富效应,并购溢价越高,并购产生的协同效应越大,目标公司的长期财富效应也越大。另外,并购后目标公司在组织形式和产权性质上的变化也会提高公司治理效率,从而增加目标公司的长期财富效应。

关键词:长期超额收益;购买并持有超额收益;并购溢价

中图分类号:F230 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2005)09-0102-12

一、并购与目标公司价值

1993年的“宝延事件”拉开了我国上市公司并购浪潮的序幕,证券市场逐渐成为上市公司与非上市公司之间收购兼并的一个舞台,大比例股权转让、控股合并、吸收合并等并购行为层出不穷。但并购行为能否增加股东的财富?已有的研究主要集中在公司并购给目标公司投资者带来的短期财富效应,却忽略了并购的长期影响。例如,李善民和陈玉罡(2002)发现,并购能给收购公司的股东带来显著的财富增加,而对目标公司股东的财富并不能产生显著影响;而洪锡熙、沈艺峰(2001)却发现目标公司财富在并购日后有所减少。这些研究结果之间的互相矛盾说明了学术界对这一问题尚无定论,此外,并购对目标公司股东财富的长期效应也尚未有人涉及,为此,需要我们对这一研究领域做进一步的探讨。

从现有的文献来看,我国并购对目标公司价值的影响恰恰与西方相反,西方大量的研究成果发现,并购通常能给目标公司在短期内带来巨大的超额收益(Jensen和Ruback,1983;Franks和Harris,1989等)。而我国对并购行为

收稿日期:2005-04-07

基金项目:上海市哲学社会科学规划项目(2004BJB007)

作者简介:朱红军(1976—),男,浙江新昌人,上海财经大学会计与财务研究院副教授;

汪辉(1979—),男,安徽芜湖人,上海财经大学会计学院博士生。

的研究却有截然不同的结果,原因在于我国已有的研究文献至少存在以下两个方面的缺陷:

首先,现有文献只研究了并购日前后短时间窗口的超额收益。由于我国的资本市场与西方相比有着巨大的差异,仅仅考察并购日前后短时间窗口的超额收益并不能反映出并购对公司价值的影响。

其次,我国现有文献常将股权转让与并购混同起来。实际上,大部分的股权转让只是转让很小一部分的股份(1%~2%),与“并购”一词的涵义有很大差距。若将这种类型的股权转让也视同并购,就会导致并购价值被低估。因此,恰当选择并购样本,并研究其长期的超额收益是很有必要的。

随着时间的推移和研究样本的逐渐积累,我国已具备研究并购对公司股东财富长期效应的条件。在研究过程中,我们将重点放在并购对目标上市公司价值的长期影响上,并提出了与已有文献完全不同的研究长期超额收益的方法,并在此基础上检验了并购对目标公司价值的长期影响,最后用代理理论对影响长期超额收益的因素进行解释。

二、样本选取

本文选取在上海证交所和深圳证交所上市、发行 A 股、在 1996~1998 年间发生并购,并持续经营至 2003 年 12 月 31 日的公司作为研究对象,研究这些上市公司在并购后 5 年中股东财富的变化情况。选取这一时段的原因是 1995 年以前并购活动还不频繁,样本数量太少,而在 1999 年之后发生并购的公司其 5 年后的价格数据已至 2004 年,目前仍无法获得。本文研究样本为 62 个,分别为 1996 年、1997 年、1998 年的 3 个样本、21 个样本、38 个样本。本文的数据来自深圳市国泰安信息技术有限公司开发的 CSMAR 数据库。

三、研究方法

1. 长期超额收益的计算

计算长期超额收益通常有两种算法:累积超额收益(CAR, cumulative abnormal return)和购买并持有超额收益(BHAR, buy-and-hold abnormal return)。其中, CAR 的计算公式为: $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$, $CAR_{it} = \sum_{t=1}^{\lambda} AR_{it}$; 而 BHAR 的计算公式为: $BHAR_{it} = \prod_{t=1}^{\lambda} [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^{\lambda} [1 + E(R_{it})]$ 。

上述公式中, R_{it} 表示第 t 月样本公司的股票收益率, $E(R_{it})$ 表示样本公司的期望收益率,而 AR_{it} 则表示月超额收益率, CAR_{it} 为累积超额收益率。

用 CAR 衡量超额收益与用 BHAR 衡量超额收益的区别在于, CAR 未考虑复合效应(compounding effect)的影响。例如,如果某股票月收益率为 5%, 月期望收益率为零,那么该股票年度累积超额收益 CAR 值为 $5\% \times 12$

=60%，而购买并持有超额收益 BHAR 则为 $(1+5\%)^{12}-1=79.6\%$ ，若计算时间加长，这个差距还将增大。实际上，用 CAR 衡量超额收益时，假设投资者在每期期末将手中资金重新平衡，即若本期亏损，投资者在期末会将亏损金额补进其投资金额；若本期盈利，则会将盈利部分拿出，保证投资额不变。因此在计算长期超额收益时，用 CAR 衡量会产生较大偏差，用 CAR 衡量的超额收益可能与股票的真实收益（指简单收益，simple return，用最后一期价格减去第一期价格后，再除以第一期价格）有较大差距，并且在实际投资过程中，投资者也不可能每期期末都调整其资金额，否则将增加其交易成本，如缴纳过多税金等。因此，本文用 BHAR 计算并购对目标公司价值的长期影响，同时我们也将给出用 CAR 衡量的超额收益，以增加结论的说服力。

2. 期望收益的计算

上述计算公式中还存在一个问题，就是期望收益 $E(R_{it})$ 的算法。期望收益通常有两种算法^①：投资组合收益率法（一般采用市场收益率）和控制样本收益率法。Barber 和 Lyon(1997)对这两种方法进行分析后发现，用市场收益率作为期望收益率会给长期超额收益的计算带来偏差。最主要的原因是新上市公司数不断增加，如果这些新上市公司市场表现优于市场整体平均水平，那么就会低估样本公司的超额收益，反之会高估样本公司的超额收益。这个问题在我国更显重要，因为从 1997~2003 年，我国上市公司的数量增加了约 1 倍，新增的上市公司会给长期超额收益的计算带来巨大影响。此外，用市场收益率计算期望收益率还会产生重新平衡偏差(rebalancing bias)和偏度偏差(skewness bias)，也会影响到超额收益率的计算和检验^②。因此，Barber 和 Lyon(1997)建议使用控制样本的超额收益计算期望收益。本文也使用控制样本计算期望收益，同时，基于 Fama 和 French(1992,1993)的文章^③，我们控制了公司规模和市净率的影响。大多数研究在计算长期超额收益的过程中不再放入衡量公司风险的 β 值，主要因为：第一， β 对股票收益率的解释能力有限；第二，在长期检验中公司的 β 值处于不断变化之中，因此，也难以计算出一个恰当的 β 值来估计股票的期望收益率。

在本文中，我们首先将所有发行 A 股的上市公司分年度按下式回归：

$$YR = \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE} + \beta_2 \text{BTMR} + \epsilon$$

其中，YR 为公司的年股票收益率；SIZE 是公司规模，根据 Fama 和 French(1992,1993)的方法，用公司净资产的市值的自然对数表示，而公司净资产的市值为年末流通股市值与非流通股市值之和，流通股市值为年末股价与流通股股数之积，非流通股市值为每股净资产与非流通股股数之积；BTMR 为市净率，用前述方法计算得到的净资产市值除以净资产的年末账面价值。通过该回归方程，我们得到 β_0 、 β_1 、 β_2 的估计值记为 $\hat{\beta}_0$ 、 $\hat{\beta}_1$ 、 $\hat{\beta}_2$ ，这样，我们可以

估计出各公司的 H 值:

$$H = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \text{SIZE} + \hat{\beta}_2 \text{BTMR}$$

寻找出与样本公司 H 值最接近的公司,我们将其作为控制样本,从而控制了规模和市净率的影响。在回归过程中我们发现,规模和市净率的确对股票价格变动具有很强的解释力,不仅系数十分显著,而且有的年份回归方程的 R^2 高达 40%。

四、实证检验

1. 目标公司的长期超额收益

我们考察了并购后 5 年中目标公司获得的超额收益情况,并购的起始月份设定为公司并购完成后的第一个月。为了方便比较,本文同时计算出并购前两个月至并购当月的 BHAR。计算结果见表 1 所示。

表 1 目标公司并购后 5 年中的 BHAR(样本公司数为 62,即 $n=62$)

期限	目标公司 收益率(%)	控制样本 收益率(%)	BHAR (%)	BHAR 的 t 值	BHAR 的 p 值
(-2,0)	16.6	10.5	6.1	1.07	0.29
(1,6)	20.4	14.4	6.0	0.95	0.38
(1,12)	41.9	19.9	22.0	1.96	0.05
(1,18)	86.7	39.4	47.3	2.61	0.01
(1,24)	114.7	72.4	42.3	1.94	0.06
(1,30)	151.2	94.8	56.4	2.17	0.03
(1,36)	152.4	101.4	51.0	1.70	0.09
(1,42)	138.8	77.0	61.8	2.10	0.04
(1,48)	113.7	55.5	58.2	1.98	0.05
(1,54)	114.8	42.4	72.4	2.18	0.04
(1,60)	98.8	29.5	69.3	1.94	0.06

注:期限中(-2,0)指并购前两个月至并购当月的期间,余下类推;目标公司收益率与控制样本收益率均以股票月收益率计算;BHAR 为目标公司收益率减去控制样本收益率。

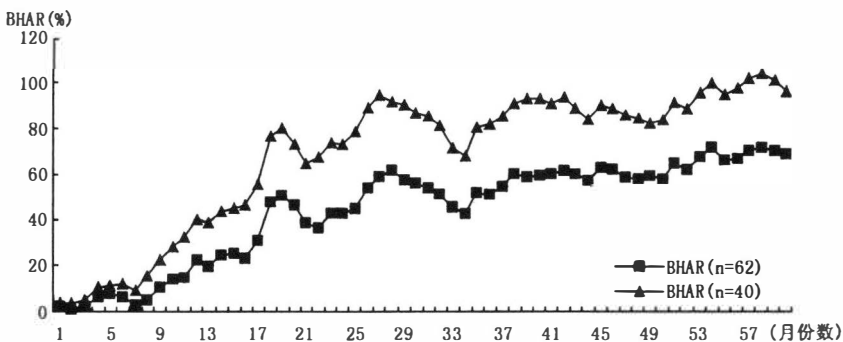


图 1 目标公司并购后 5 年的 BHAR

由表 1 和图 1 可见,在并购前两个月至并购当月,以及从并购后的第一个月至并购后半年,目标公司的 BHAR 虽然为上升趋势,但并不明显,而在并购发生半年后,BHAR 呈显著上升趋势。目标公司的收益率在各个时间段都比控制样本收益率高出许多。目标公司在 5 年内的收益率为 98.8%,而控制样本公司仅为 29.5%。也就是说,若目标公司股东在并购后仍继续持有公司股票而不抛售,那么在 5 年后他将获得比持有其他公司股票高出近 70% 的超额收益。

在 62 个样本公司中,有 22 个在并购后的 5 年中又发生了并购事件。下面将这 22 个样本剔除,仅保留只发生一次并购的样本共计 40 个,并研究这些目标公司在并购后 5 年中的超额收益,结果见表 2。

表 2 目标公司并购后 5 年中的 BHAR(样本公司数为 40,即 n=40)

期限	目标公司 收益率(%)	控制样本 收益率(%)	BHAR (%)	BHAR 的 t 值	BHAR 的 p 值
(-2,0)	15.9	9.9	6.0	0.94	0.36
(1,6)	21.6	10.3	11.3	1.46	0.15
(1,12)	54.2	14.6	39.6	2.59	0.01
(1,18)	113.3	36.7	76.6	3.00	0.00
(1,24)	140.9	68.0	72.9	2.42	0.02
(1,30)	174.6	87.2	87.4	2.38	0.02
(1,36)	176.0	93.6	82.4	1.93	0.06
(1,42)	152.9	58.8	94.1	2.24	0.03
(1,48)	130.2	45.2	85.0	1.96	0.05
(1,54)	131.0	29.9	101.1	2.01	0.05
(1,60)	116.3	18.9	97.4	1.83	0.07

注:期限中(-2,0)指并购前两个月至并购当月的期间,余下类推。

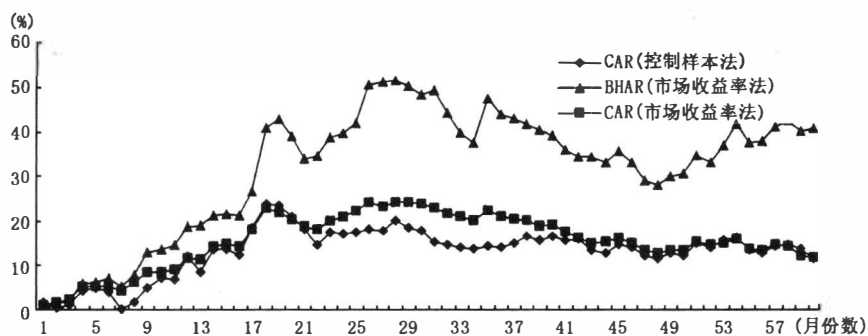
表 2 的计算结果表明,只发生一次并购的公司比总体样本可以获得更高的超额收益。图 1 中也清晰地显示出在每个时间段,只发生一次并购的 BHAR 都高于总体样本。一个可能的原因是,发生两次或两次以上并购将导致公司处于不稳定的状态中,从而对公司价值造成负面影响。

为了检验上述结论的可靠性,我们以其他计算超额收益方法进行验证。第一种方法是以控制样本的收益率为期望收益率计算 CAR 值,第二和第三种方法则以市场收益率作为期望收益率计算 BHAR 值和 CAR 值。虽然这三种方法都有缺陷,比如当目标公司普遍能获得正超额收益时,用 CAR 计算的超额收益将会导致超额收益的低估,但作为敏感性分析,我们仍计算出他们各自的超额收益,这也能和前面的结果做一对比。计算结果见表 3 和图 2。

表 3 目标公司并购后 5 年的 CAR 和 BHAR(n=62)

期限	CAR(控制样本收益率调整)	t 值	BHAR(市场收益率调整)	t 值	CAR(市场收益率调整)	t 值
(-2,0)	5.9%	1.23	12.4%	3.27***	11.5%	3.56***
(1,12)	12.2%	1.62	18.7%	2.02**	11.8%	2.10**
(1,24)	17.3%	1.67*	39.6%	1.98**	21.0%	2.67***
(1,36)	14.0%	1.31	43.9%	1.71*	21.0%	2.81***
(1,48)	11.3%	1.10	27.9%	0.99	12.6%	1.61
(1,60)	11.6%	1.02	40.6%	1.21	11.9%	1.32

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



注: 纵坐标表示 BHAR 或者 CAR 值。

图 2 目标公司并购后 5 年的 CAR、BHAR

表 3 和图 2 表明,无论以何种方法计算超额收益,目标公司股东均在并购后 5 年内获得正的超额收益,但是并购后的 5 年中,累积超额收益 CAR 约为 12%,以市场收益率计算的购买并持有超额收益 BHAR 则约为 41%,两种方法计算的结果相差约 29%。该结果也说明用 CAR 计算长期超额收益时,会产生较大偏差,在本文目标公司超额收益普遍为正的情况下,严重低估了并购给目标公司带来的长期超额收益。即便如此,这个结果与表 1、表 2 的计算结果仍是一致的,即目标公司从并购中获得长期超额收益。本文也用只发生一次并购事件的 40 个样本按上述三种方法做了可靠性测试,结果类似,此处不再赘述。

2. 长期超额收益的影响因素:基于协同效应的解释

目标公司在 5 年中获得了 69.3% 的 BHAR,而只发生一次并购的公司甚至获得 97.4% 的 BHAR,究竟是何种因素引起了如此巨大的超额收益呢? 我们认为,这些因素可以分为两类,一类是收购公司的并购目的,一类是并购对目标公司的实质影响。具体包含以下几种因素:

(1) 并购溢价(PC)。并购溢价 (premium) 在国外指收购公司支付给目标公司股东超过目标公司在市场上股票价格的部分。在我国,由于上市公司的

股份被分为流通股和非流通股,非流通股价值往往低于流通股价值,而通常所指的并购往往表现为非流通股的转让。因此,在我国一般以收购公司支付给目标公司价格超过每股账面净资产的部分来衡量并购溢价。国内外有的学者认为并购溢价代表了控制权收益(Barclay 和 Holderness, 1989; 唐宗明和蒋位, 2002),也就是说,收购方之所以愿意支付较高的价格是因为在并购后能利用对公司的控制权剥削其他中小股东利益,所以并购溢价反映了大股东的侵害效应(entrenchment effect)。然而,实际上并购溢价包含了许多因素的影响,而不仅仅是控制权收益。并购作为一种重要的外部公司治理机制,能极大地提高公司效率,因此收购公司支付的溢价很可能反映了收购方认为其能改善目标公司治理的现实情况提高目标公司价值,若如此,则并购溢价恰恰反映了并购双方的利益协同效应(synergy effect)而不是大股东对中小股东的侵害。再者,证券市场上有些公司的价值可能被低估,收购方愿意支付溢价可能是因为他们认为目标公司被市场低估了^④。我们采用唐宗明和蒋位(2002)的方法度量并购溢价: $PC = (P_A - P_B) \times N / S$,其中 P_A 指股权转让价格, P_B 指目标公司每股净资产, N 为转让的总股数, S 表示公司总资产。综上所述,并购溢价与目标公司长期超额收益之间的关系不能确定,如果两者关系为负,则反映了大股东侵害效应;若为正,则反映了利益协同效应。那么,并购溢价是否能反映大股东对并购收益的长期预期呢?我们认为,可以将大股东看作是资本市场中的投资主体,而在一个理性的投资环境中,投资人对未来的收益可以形成理性的预期,20 世纪 90 年代末期的研究文献则普遍认为我国资本市场已达弱市有效,如范龙振等(1998)、胡畏等(2000)。同时,不少学者发现我国资本市场有效性是随着时间的推移不断增强的,如高鸿桢(1996)、李凯等(2000),所以,我们认为并购溢价可以反映大股东对并购收益的长期预期。

(2)配股动因(SEO)。如果收购公司并购目标公司的目的是为了取得股权融资资格,通过增发或配股捞取资金,那么我们难以期望这种并购会给公司的长期运营带来好处,目标公司的长期超额收益也会比较小。本文通过设置哑变量 SEO 反映这个因素对长期超额收益的影响,若目标公司在被并购后一年之内就增发或配股,那么 SEO 的值为 1,否则为 0。国外的文献对并购的动因有较多的探讨,如协同效应、节税、节约成本、降低风险等。这些因素在我国现实的制度背景下并不是一个普遍的并购动因,加上度量有一定难度,所以我们在加入控制变量时只考虑配股这个并购动因。

(3)组织形式变动(COM)。大量研究表明公司法人控股公司治理效率要优于国家直接控股的公司,如徐晓东、陈小悦(2003)。本文通过设置哑变量 COM 以考察组织形式变动对长期超额收益的影响,若控股权由国家直接控股的机构转移给法人控股公司(国有法人或民营控股的公司^⑤),则 COM 的值为 1,否则为 0。

(4)终极产权性质变动(COP)。刘芍佳等(2003)认为,产权的最终归属会影响到公司的效率,并认为国家直接控股公司效率较低。我们设置哑标量 COP 研究产权变动对长期超额收益的影响,若控股权由终极产权为国家股权(国家直接控股和国有法人控股)转变为私有股权,则 COP 的值为 1,否则为 0。

(5)股权集中度(LSP)。集中的股权能增强委托人对代理人的监督,并且随着大股东在公司中占有的股份增多,也能相应地增加其个人利益与公司整体利益的一致性。另一方面,大股东较高的持股比例保证了他对公司的控制权,也相应增加了其对中小股东剥削的能力,因此股权集中度与公司价值的关系可能为正,也可能为负。

除了上述五个因素外,我们还加入目标公司规模(SIZE)、资产负债率(LEV)这两个变量,以控制公司规模和公司资本结构对公司价值的影响。规模用目标公司净资产市值的自然对数表示,资产负债率通过目标公司负债的账面值除以总资产的账面值计算得到。表 4 中列示了回归模型中所用解释变量的定义。

表 4 解释变量定义

变 量	符 号	定 义
并购溢价	PC	转让价格与每股净资产之差乘以转让的总股数再除以总资产
配股动因	SEO	若目标公司被并购后一年之内增发或配股,则值为 1,否则为 0
组织形式变动	COM	控股权由国家直接控股的机构转移给法人控股公司时,值为 1,否则为 0。
终极产权性质变动	COP	控股权由终极产权为国有转变为私有时,值为 1,否则为 0。
股权集中度	LSP	并购后第一大股东的持股比例
目标公司规模	SIZE	规模用目标公司净资产市值的自然对数来表示
资产负债率	LEV	目标公司负债的账面值除以总资产的账面值

本文用下面的模型考察长期超额收益的影响因素:

$$BHAR = \beta_0 + \beta_1 PC + \beta_2 SEO + \beta_3 COM(\text{或 } COP) + \beta_4 LSP + \beta_5 SIZE + \beta_6 LEV$$

回归结果见表 5 所示。表 5 中模型 1 和模型 2 是基于总体 62 个样本的 BHAR 与解释变量之间的回归分析,模型 3 和模型 4 的回归分析则包含 5 年中只发生一次并购的 40 个样本。四个回归方程中并购溢价(PC)、组织形式变动(COM)、产权结构变动(COP)的影响都非常显著,其他解释变量不显著。上述这些变量在模型 3 和模型 4 中的回归系数比模型 1 和模型 2 大,主要是因为只发生一次并购公司 5 年内的 BHAR 比总体样本要高。

表 5 目标公司长期超额收益 BHAR 的影响因素

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
截距	8.847 (1.30)	10.945 (1.56)	20.992* (1.79)	18.809 (1.50)
PC	15.158*** (2.84)	14.269*** (2.58)	15.564** (2.05)	15.536* (1.90)

续表 5 目标公司长期超额收益 BHAR 的影响因素

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
SEO	1.129 (1.16)	1.355 (1.34)	2.311 (1.57)	2.553 (1.62)
COM	2.591*** (3.05)		3.652*** (3.19)	
COP		1.701** (2.17)		2.300** (2.16)
LSP	-2.348 (-0.84)	-2.342 (-0.80)	-4.137 (-1.26)	-3.259 (-0.93)
SIZE	-0.688 (-1.13)	-0.882 (-1.40)	-1.776* (-1.70)	-1.599 (-1.43)
LEV	-0.102 (-0.05)	-0.146 (-0.06)	-0.447 (-0.13)	-0.329 (-0.09)
Adj-R ²	0.232	0.167	0.298	0.194
F	3.91	2.67	3.75	2.57
N	62	62	40	40

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

表 5 中 PC 系数均为正且显著，这表明并购溢价与并购的长期超额收益呈正向关系，并购溢价越大，长期超额收益也越大。这一结果验证了作者的观点，即收购公司的并购行为有利于目标公司价值的增加，收购公司支付较高溢价的目的在于并购能带来双方利益的协同效应，促进价值增长，而不是为了剥削中小股东才支付较高溢价的。

通过模型 1 和模型 3 可以发现，组织形式变动影响目标公司长期超额收益，国家直接控股变为法人控股的并购在长期中获得了较高的超额收益，这个结果与大部分学者的研究结论一致，即法人控股公司效率要高于国家直接控股公司的效率。而通过模型 2 和模型 4 则发现，终极产权性质变动影响目标公司长期超额收益，民营控股公司效率比终极产权为国家控股公司要高。综合 COM 和 COP 的检验结果表明，民营控股公司效率最高，其次是国有法人企业，国家直接控股公司的效率则最低。

以上检验结果表明目标公司长期超额收益来源于利益协同效应，因此我们进一步检验并购后目标公司的业绩情况，分析并购后公司业绩是否比并购前有所提高。本文选择经行业调整后的资产收益率(Adj-ROA)^⑥，考察目标公司并购前后的业绩变化和增长情况。统计结果见图 3。

图 3 表明，在并购前，只发生一次并购的目标公司 ROA 低于行业平均水平 5% 左右，在并购当年和并购后一年业绩有大幅度提高，随后呈一定下滑趋势，但仍比并购前业绩有明显的提高。总体样本的检验也呈类似的特征。并购后 5 年的平均 Adj-ROA 比并购前一年提高了 4.8% (总体样本为 2.9%)。

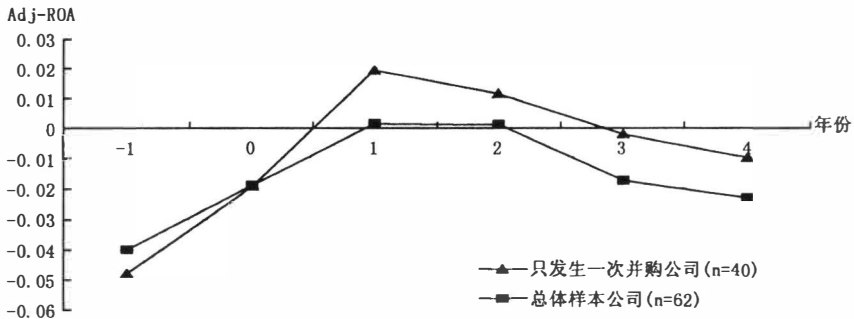


图3 目标公司并购前后 Adj-ROA 变化情况

计算出 Adj-ROA 后,我们进一步分析了并购溢价 PC 中是否包含有业绩提升因素的影响。回归的结果为:

$PC = 0.220 + 0.174Adj-ROA + \text{控制变量}$ ($n=62$, 调节的 $R^2 = 0.257$, $F=4.59$, $t=3.29$, $p=0.002$, 参数 0.174 以 1% 的显著水平检验为依据)

$PC = 0.248 + 0.223Adj-ROA + \text{控制变量}$ ($n=40$, 调节的 $R^2 = 0.334$, $F=4.60$, $t=3.61$, $p=0.001$, 参数 0.2231 以 % 的显著水平检验为依据)

其中的控制变量包含影响并购溢价的其他因素,如流通股比例、并购后第一大股东持股比例^⑦、规模、负债率等。上述回归结果表明,目标公司并购后经营业绩对并购溢价产生了显著为正的作用,也就是说收购公司在收购目标公司时充分考虑了目标公司并购后业绩提升所带来的利益,即并购后的协同效应影响了并购溢价。

五、研究结论

本文首先讨论了检验长期超额收益的方法,并采用控制样本计算购买并持有的超额收益 BHAR 作为长期超额收益的度量指标。通过计算目标公司在并购后 5 年的 BHAR 后,我们发现目标公司在并购后 5 年所获得的超额收益为 69.3%,而只发生一次并购的目标公司长期超额收益则高达 97.4%。我们还用 CAR 值、市场收益率指标进行了测试,同样发现目标公司在长期中获得了巨大的超额收益。

在考察了影响目标公司长期超额收益的因素后,我们发现并购溢价、组织形式变动、产权结构变动对长期超额收益有十分显著的影响。并购溢价与目标公司长期超额收益呈显著正相关关系,这与以往对并购溢价的想法恰恰相反。通常,并购溢价被作为大股东侵害的证据,即大股东支付高溢价的目的是为了获得控制权收益,剥削中小股东利益。而本文的结果则表明收购公司愿意支付较高的溢价是出于利益协同的考虑,增加了目标公司的长期超额收益,

而不是剥削中小股东利益。并购溢价反映了目标公司在并购后经营业绩的大幅提升的事实也符合协同效应理论。本文同时还发现控股权由国家直接控股机构转移至法人控股公司,或者由终极控股权为国有股权转变至私有股权,均会提高公司治理效率,并增加目标公司的长期超额收益。

* 本论文是朱红军主持的上海市哲学社会科学规划课题《控股股东性质、企业组织形式与公司治理有效性》和汪辉主持的上海市哲学社会科学青年课题《企业并购中的控制权安排、并购溢价与资源配置效率》的阶段性成果,并得到上海财经大学会计与财务研究院的资助。

注释:

- ①估计期望收益还有一种方法,即 Fama 和 French(1993)提出的三因素模型法,但鉴于用这种方法的弊病,在计算期望收益时并不常用,Barber 和 Lyon(1997)也不建议采用此法,故本文不讨论该方法。
- ②比如某股票的超额收益率在一段时间内可能会超过 100%,而市场指数波动却不会那么大。在这种情况下计算出的超额收益率呈正偏态,会影响到超额收益率的显著性检验。
- ③Fama 和 French(1992,1993)发现公司规模和市净率(市值与面值比,book-to-market ratio)对股票收益率有很高的解释力,而 β 对股票收益率的解释力却十分有限。
- ④收购公司的这种行为类似于有些中小投资者的投资行为。有些投资者喜欢购买市价接近于每股净资产的公司的股票,因为他们认为这些股票的实际价值很可能被市场低估。
- ⑤国家直接控制的机构指国资委、国有资产管理公司及其下属的专职资产经营公司。国有法人指除了国家直接控股公司之外的、终极控股权属于国家的企业。民营控股公司指除了以上两类之外的一般企业法人、自然人控股的公司。
- ⑥Adj-ROA 为目标公司 ROA(资产收益率)减去当年行业平均 ROA。本文不选择净资产收益率(ROE)指标是因为若公司净资产为负则 ROE 无法计算,并且如果公司净资产很低时计算的 ROE 将非常高,缺乏实际意义。
- ⑦唐宗明、蒋位(2002)采用股权转让比例,但有的收购公司在股权转让前已持有目标公司一部分股份,因此仅采用股权转让比例难以衡量大股东的实际控制权。

参考文献:

- [1]洪锡熙,沈艺峰.公司收购与目标公司股东收益的实证分析[J].金融研究,2001,(3): 26~33.
- [2]范龙振,张子刚.深圳股票市场的弱有效性[J].管理工程学报,1998,(3): 35~38.
- [3]高鸿桢.关于上海股市效率性的探讨[J].厦门大学学报,1996,(4): 13~18.
- [4]胡畏,范龙振.上海股票市场有效性实证检验[J].预测,2000,(2): 61~64.
- [5]李凯,路迹,杨丽琴,等.我国证券市场有效性实证分析[J].东北大学学报,2000,(3): 20~23.
- [6]李善民,陈玉罡.上市公司兼并与收购的财富效应[J].经济研究,2002,(11): 27~35.
- [7]刘芍佳,孙霏,刘乃全.终极产权论、股权结构与公司绩效[J].经济研究,2003,(4): 51~62.
- [8]唐宗明,蒋位.中国上市公司大股东侵害度实证分析[J].经济研究,2002,(4): 44~50.

- [9]徐晓东,陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J]. 经济研究, 2003, (2):64~74.
- [10]Barber B M, J D Lyon. Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics[J]. Journal of Financial Economics, 1997, 43: 341~372.
- [11]Barclay Michael J, Holderness, Clifford G. Private benefits from control of public corporations[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25:371~396.
- [12]Fama Eugene F, French Kenneth. The cross-section of expected stock returns[J]. Journal of Finance, 1992, 47:427~466.
- [13]Fama Eugene F, French Kenneth. Common risk factors in returns on stocks and bonds [J]. Journal of Financial Economics, 1993, 33:3~56.
- [14]Franks Julian R, Harris Robert S. Shareholder wealth effects of corporate takeovers: The U. K. experience 1955~1985[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 23:225~245.
- [15]Jensen Michael C, Ruback R S. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. Journal of Financial Economics, 1983, (11):5~50.

Long-run Abnormal Returns of Takeovers: Empirical Results and Synergy Effect Analysis

ZHU Hong-jun¹, WANG Hui²

(1. *Research Institute of Accounting and Finance, Shanghai University
of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;*

2. *School of Accountancy, Shanghai University of Finance
and Economics, Shanghai 200433, China)*

Abstract: This paper calculates the target's buy-and-hold abnormal returns (BHAR) of five years after takeover is finished. We find that the targets had significant abnormal returns. We also examine the factors that affect the long-run abnormal returns and find that takeover premium can contribute to the explanation of BHAR. The higher the premium, the higher the synergy effect, which leads long-run wealth effect to the targets. Furthermore, we find that the change of targets organization form and property rights can also enhance the corporate governance efficiency, which therefore increases the target's long-run abnormal returns.

Key words: long-run abnormal return; BHAR; takeover premium

(责任编辑 金 澜)