

中国上市公司并购的市场评价

韩立岩 王晓萌 熊菲 著



中国财政经济出版社

中国上市公司并购 的市场评价

韩立岩 王晓萌 熊菲 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司并购的市场评价/韩立岩, 王晓萌, 熊菲著. —北京: 中国财政经济出版社, 2006.12

ISBN 7-5005-9485-2

I. 中… II. ①韩…②王…③熊… III. 上市公司-企业合并-经济评价-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 131978 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 960 毫米 16 开 16.5 印张 296 000 字

2006 年 12 月第 1 版 2006 年 12 月涿州第 1 次印刷

印数: 1—1 500 定价: 32.00 元

ISBN 7-5005-9485-2 / F·8236

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

写在前面

企业总是在寻找新的利润冲动。当一项业务如日中天的时候，决策者已经在寻找新的增长方向了。因此，相关多元化与无关多元化就是企业发展的常规道路。但是，市场的公正不允许垄断的发生，而越来越逼近计划经济形态的超大型企业集团也就面临人浮于事、成本虚高和资源浪费的困境，集团的分拆和业务的出售就自然发生了，如此企业发展的生命新周期也就开始了。如此往复，兼并、重组、收购就是市场经济条件下的一曲高过一曲的咏唱。中国正在企业并购的高潮中，而并购又是在现代企业制度建立和新兴资本市场的发育过程中进行的，并购绩效与战略价值是业界和学界都十分关心的问题；与此同时，并购中不规范的行为也十分突出，掏空、侵占和关联交易更是企业界和社会关注的话题。

我们的研究群体近年开展公司金融研究，将重点放在购并的动因、并购绩效评价、无形资产并购以及并购中的掏空和侵占等方面，取得了有说服力的进展。除了发表学术论文与商业论文之外，我们将陆续以专著出版，为业界提供学术参考，与同行交流，听取批评指正。

本书是国内第一次系统论述中国上市公司并购的规模效应和无形资产效应。作者运用研究型数据库和大量第一手数据，给出严谨的应验分析，从资本市场的短期与长期财富效应评价并购的规模效应；从行业层面的经营绩效评价以无形资产为主要标的物的并购绩效。所得结论为学术研究和实际工作提供参考。基本素材来源于作者的研究论文、王晓萌的博士学位论文和熊菲的硕士学位论文。

作者衷心感谢北京航空航天大学经济管理学院经费支持，感谢经管学院常务副院长刘志新教授和北航金融研究中心常务副主任王福重博士的关心与支持，感谢责任编辑肖蕾同志的精心组织。

韩立岩

2006年9月于北京航空航天大学新主楼

目 录

第 1 章 中国上市公司并购历程	(1)
1.1 并购历程	(1)
1.2 并购的商业研究	(4)
第 2 章 并购评价理论与文献综述	(8)
2.1 并购的基础知识	(8)
2.2 并购绩效的评价	(9)
2.3 并购规模效应的评价	(10)
2.4 并购协同效应的评价	(16)
2.5 并购绩效评价的主要方法	(19)
第 3 章 并购的短期财富效应	(23)
3.1 数据及方法	(23)
3.2 中国上市公司并购的短期财富效应	(25)
第 4 章 并购的长期财富效应	(40)
4.1 数据及方法	(40)
4.2 中国上市公司并购的长期财富效应	(41)
第 5 章 并购的规模效应	(48)
5.1 国内外研究成果	(48)
5.2 相关理论回顾	(49)
5.3 规模的描述性统计	(50)
5.4 短期规模效应——一元回归分析	(51)
5.5 不同时间下的规模效应分析	(53)
5.6 不同产业下的规模效应分析	(66)

5.7	不同支付方式下的规模效应分析	(78)
5.8	不同并购类型下的规模效应分析	(90)
5.9	不同关联性下的规模效应分析	(103)
5.10	不同股权结构下的规模效应分析	(114)
5.11	不同控制权下的规模效应分析	(125)
5.12	短期规模效应——多元回归分析	(137)
5.13	短期规模效应总结	(144)
5.14	长期规模效应	(146)
5.15	成因分析及国际比较	(157)
第 6 章	基于并购规模效应的市场反应	(162)
6.1	完全信息动态博弈模型	(162)
6.2	不同年份偏好下的完全信息动态博弈模型	(166)
6.3	不同期限下的完全信息动态博弈模型	(169)
6.4	不同期限下的不完全信息动态博弈模型	(172)
6.5	多期不完全信息动态博弈模型	(175)
6.6	小结	(181)
第 7 章	并购的协同分析	(183)
7.1	协同效应的内涵	(183)
7.2	协同效应的分类	(190)
7.3	协同效应的陷阱	(196)
第 8 章	无形资产并购的协同效应	(199)
8.1	无形资产并购协同效应的定量评价	(199)
8.2	无形资产并购协同效应的定性评价	(201)
8.3	无形资产并购案例分析	(201)
8.4	小结	(227)
附 录		(229)
参考文献		(244)
后 记		(256)

第1章 中国上市公司并购历程

改革开放以来,企业重组成为企业改革最突出的亮点,备受业界与理论界的关注。人们的实践更是不受规则的束缚而每每做在前面,这为学者的工作提供了不尽的论题。中国企业的重组在最初的阶段是以行政主导的方式展开的,被人们戏称为“拉郎配”。随着改革在所有制上的深入,尤其是证券市场的发展,市场化的并购很快成为主角。

并购作为一种资本运营方式最早起源于美国。许多学者曾以美国经济转型期经历的五次并购浪潮为例,分析总结了每次并购浪潮的特点和对美国经济格局的影响,描绘并购在美国曾是如何地突飞猛进,造就了许多大型和超大型的国际集团公司,极大地推动了美国经济的发展。

1.1 并购历程

中国大陆证券市场重新建立不过短短的16年,而中国的企业并购已经历了两次浪潮(王一,2001)。第一次企业并购浪潮始于1984年。第一起并购事例是1984年7月保定市纺织机械厂以承担被兼并方全部债权债务的形式,兼并了保定市针织器材厂这家连年亏损、几乎处于停业状态的企业,开创了中国国有企业间企业并购的先河。随后,武汉、北京、南京、沈阳、无锡、成都、深圳等地陆续出现了企业并购。据有关部门统计,在整个20世纪80年代,全国有6966家企业被兼并,转移资产82.25亿元,减少亏损企业4095家,减少亏损金额5.22亿元。1992年,中国的第二次并购浪潮出现了。随着证券市场的发展,上市公司的并购成为这次并购浪潮中的又一热点,另一个特征就是跨国收购开始出现。相比较来看,第一次浪潮中的企业并购目标单一,就是为了消灭亏损企业,实施财务上的并购重组,因此绝大多数企业并购往往是同一行业内的横向并购。第二次并购浪潮中的优势企业市场意识大为增强,已不再局限于扩大自身规模的横向并购而开始重视旨在优化纵向生产要素搭配的纵向并

购和降低市场风险的混合并购。在此时期，人们对无形资产，特别是技术资产的认识已从计划经济时代的忽视位置转变为市场经济时期的重视位置，并应用其进行资本运营。上市公司纷纷利用自己的有力地位兼并国有的非上市公司，造就许多我国国内的大型企业。企业并购由财务重组演变为战略重组，企业规模的扩大成为并购的目标之一，同时要把企业的竞争力输入到新的企业当中，达到资源的重新合理配置，实现公司各部门的协同发展。

从2001年起，中国投资者经历了股市持续的震荡调整，开始逐渐认同价值投资。同时，国家相关部门的法规、条例相继出台，监管力度不断加强，我国证券市场逐步走向规范化。2002年中国正式加入了WTO（世界贸易组织），中国经济与世界经济全面接轨，这既是全球经济给予中国企业的重大发展机遇，同时也是提出的巨大挑战。上述富有历史意义和挑战意义的背景，为中国企业的并购活动提供了广阔的舞台。旨在增强企业经营发展能力、满足企业发展内在需求的实质性并购于2001年初露端倪，在2002年方兴未艾，从2003年起日益繁荣，而以前的以融资、保壳为主要目的的财务报表重组则逐渐淡化。可以说，中国企业面对全球化浪潮的冲击，已经开始运用并购手段来增强自身实力、降低经营风险，以全面提高企业竞争力，尽快融入全球化竞争当中。

2004年，在多年与通缩奋战之后，以控制经济过热为主调的宏观调控成为了当年中国经济的主旋律。面对国内银根紧缩，对于基础原材料行业投资的压制以及土地供给的严控，有扩张实力与冲动的中国企业在海外的发展就成为具有比较优势的选择，因此，2004年就成为中国企业实施跨国并购的标志年。据商务部统计，我国企业2004和2005年通过收购兼并实现的对外直接投资分别为38.1亿美元和69.3亿美元，各占当年全部对外直接投资的62.3%和56.5%。而一些国际民间组织的数据则显示出中国跨国并购的规模更大。例如，里昂证券统计，2003年中国公司的海外并购额达28.5亿美元，2004年则接近70亿美元，而2005年约为140亿美元。2004年年末，联想以17.5亿美元的价格并购了美国IBM公司的PC分部，震惊了国内外经济界；中国上海汽车工业（集团）总公司成功收购了韩国双龙汽车公司48.9%的股权，以进一步开发包括韩国、中国和欧洲在内的汽车市场。2005年，中国石油天然气集团公司通过中油国际以每股55美元现金，总价约41.8亿美元成功收购了哈萨克斯坦石油公司。这次迄今为止中国公司进行的最大一起跨国并购，再次引起了世界性的轰动。难怪2004年美国《商业周刊》撰文指出，未来10年中国企业将进行大规模的跨国并购，从而将改变世界企业竞争的整体格局。

相对中国经济的高速增长，西方的经济增长缓慢，资本相对过剩，巨额国

际资金急需寻找投资方向,因而吸引了众多大型跨国企业和外国资本关注并积极进入中国市场。同时,随着中国加入WTO,对外开放不断深入,全球跨国并购浪潮也得以有更多的机会渗透入中国市场。而且利用并购方式进入中国市场比其他投资方式更迅速,收效更快。因此,出于全球化战略的考虑,外资纷纷通过并购我国企业开拓中国市场。从长远考虑,汇率机制的改革将推动外汇市场的发展,进而促进人民币资本项目可兑换,并在一定程度上增强了内地市场与国际市场的联动机制,有利于提高金融市场运行效率。这将为跨国并购的运作提供一个更为高效的市场环境。事实上,2005年中国并购市场延续了2003、2004年的发展势头,成为世界并购市场上最为活跃的亮点之一。

2005年中国的并购业务占到全球并购业务的11.2%。其中,在金融行业,2005年8月,苏格兰皇家银行集团宣布与中国银行签订战略性投资与合作协议,由苏格兰皇家银行牵头的财团决定收购中国银行10%的股权,此项收购耗资31亿美元,是中国银行业内最大的一笔。2005年9月,新加坡磐石基金以每股3.50元的收购价格成功竞拍购入华夏银行2.89亿股,使得该基金成为华夏银行新的第四大股东。同期,华夏银行、德意志银行正式启动股权转让与技术合作事项,德意志银行拟受让2.95亿股。2005年9月,凯雷集团和太保集团达成初步合作协议,凯雷将联合美国保德信金融保险斥资4.1亿美元,购入太保集团下属的太保人寿24.975%股份。在钢铁行业,产能规模全球排名前两位巨头之一的——米塔尔于2005年7月,以26亿元收购华菱钢管37%以上的股份。在机械行业,2005年10月,徐工集团与美国投资公司凯雷集团签署“战略投资协议”,凯雷出资3.75亿美元,购买徐工集团全资子公司徐州工程机械有限公司85%的股权。这是国际投资基金收购中国大型国企绝对控股权的第一例。在水泥行业,2005年11月,世界水泥巨头拉法基瑞安水泥宣布以3800万美元的价格购入四川双马投资集团100%的股份,从而间接控股上市公司四川双马,这意味着拉法基集团在中国西南水泥市场的霸主地位进一步确立。在流通业,2005年商务部共批准流通业外资企业并购项目24个。其中,上海永乐电器公司一次性向外商转让61个店铺;英国TESCO公司在境外收购了国内“乐购”25个大型超市50%的股份。上述种种迹象表明在中国外资并购盛行的年代已经来临。

总而言之,2004年成为中国大陆企业并购发展的一个新的起点,跨国并购与国内并购一起成为主旋律。

1.2 并购的商业研究

对于并购的研究，最有生命力也最有实质意义的不是理论界的讨论，而是业界围绕并购业务的专业研究，第三方传媒的介入标志着现代服务业在咨询服务方面的历史性进展。目前中国独立研究机构、商业咨询和网络传媒在并购业务的开展使最引人注目的。关于并购的研究与发布，形成了国务院国有资产监督管理委员会编写的《中国企业并购年鉴》和全球并购研究中心编写的《中国并购报告》两个权威文献，前者具有官方色彩，后者则更具商业色彩。

特别值得一提的是全球并购中心与“中国并购交易网”合作研制，联合推出的“中国并购指数”，这是一组指示中国并购态势的综合性指标，也是市场晴雨表。其中“并购趋势指数选取上市公司并购交易规模指标和活跃程度指标，以2002年7月作为基期，统计整理一定时期内的信息数据，经过技术处理后，计算综合指数，以月为单位制作发布，反映上市公司并购交易的趋势概况”（全球并购中心网站，2006）。比较一下2003年至2006年的指数，可以看到2003年保持了比较平稳的变化态势，经过2004年由低至高的调整，2005年的并购指数回到了相对稳定的水平，目前中国上市公司并购活动正处于上升态势。

全球并购中心还给出了当前并购的行业分布。表1.1展示了近年来不同行业的并购交易数量及其所占比例，图1.2和图1.3则描述了2002年和2003年并购前十位行业的交易金额^①。

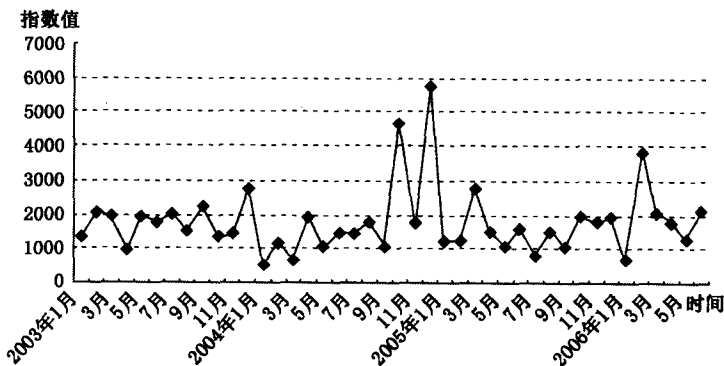


图 1.1 并购趋势指数图

^① 数据来源：全球并购研究中心（www.online-ma.com.cn）及《中国并购报告》，2003年和2004年。

表 1.1

2002-2005 年并购交易数量的行业分布汇总

代码	行 业	2002 年		2003 年		2004 年		2005 年	
		笔数	比例	笔数	比例	笔数	比例	笔数	比例
A	农业	19	2.91%	11	1.43%	26	4.19%	11	2.17%
B	采掘业	3	0.46%	2	0.26%	3	0.48%	3	0.59%
C0	食品、饮料	33	5.05%	24	3.13%	24	3.86%	19	3.74%
C1	纺织、服装、皮毛	36	5.51%	34	4.43%	37	5.96%	25	4.92%
C3	造纸、印刷	6	0.92%	10	1.30%	6	0.97%	7	1.38%
C4	石油、化学、塑胶、塑料	50	7.66%	66	8.59%	39	6.28%	37	7.28%
C5	电子	10	1.53%	21	2.73%	57	9.18%	62	12.20%
C6	金属、非金属	44	6.74%	50	6.51%	20	3.22%	7	1.38%
C7	机械、设备、仪表	81	12.40%	120	15.63%	51	8.21%	39	7.68%
C8	医药、生物制品	36	5.51%	44	5.73%	61	9.82%	37	7.28%
C99	其他制造业	15	2.30%	5	0.65%	23	3.70%	38	7.48%
D	电力、煤气及水的生产和供应业	32	4.90%	33	4.30%	42	6.76%	23	4.53%
E	建筑业	10	1.53%	5	0.65%	20	3.22%	20	3.94%
F	交通运输、仓储业	12	1.84%	32	4.17%	15	2.42%	14	2.76%
G	信息技术业	64	9.80%	44	5.73%	11	1.77%	25	4.92%
H	批发和零售贸易	53	8.12%	65	8.46%	36	5.80%	44	8.66%
I	金融、保险业	1	0.15%	2	0.26%	5	0.81%	7	1.38%
J	房地产业	21	3.22%	35	4.56%	34	5.48%	40	7.87%
K	社会服务业	37	5.67%	12	1.56%	5	0.81%	1	0.20%
L	传播与文化产业	4	0.61%	5	0.65%	10	1.61%	12	2.36%
M	综合类	86	13.17%	148	19.27%	96	15.46%	51	10.04%

从交易数量的行业排名比较可以看出，综合类行业并购一直位居前列，这主要由于加入 WTO 后竞争的加剧，致使主营业务不清晰的综合类公司进行一系列的并购和剥离，从而明确并增强公司主业的竞争能力。房地产行业的并购交易数量稳步上升，这与近年来商品房价格升温使得房地产公司利润攀高不无关系。电子行业一直是我国市场竞争最充分、最激烈的行业，使得该行业的格局不断发生着变化，并购也愈加活跃。然而，机械制造、信息技术、社会服务等行业的并购数量却呈逐年下降的趋势。

并购交易数量的行业分布更为广泛。并购前十位行业所占比重由最高值——2003 年的 83.21%，降低到 2005 年的 78.33%，降低了近 4 个百分点。其中，前五位行业所占比重的降低幅度达到 12 个百分点，由 2003 年的

58.46%，减少到2005年的46.45%。这体现出越来越多的行业企业参与到并购重组大潮之中，以适应国民经济的整体战略调整。

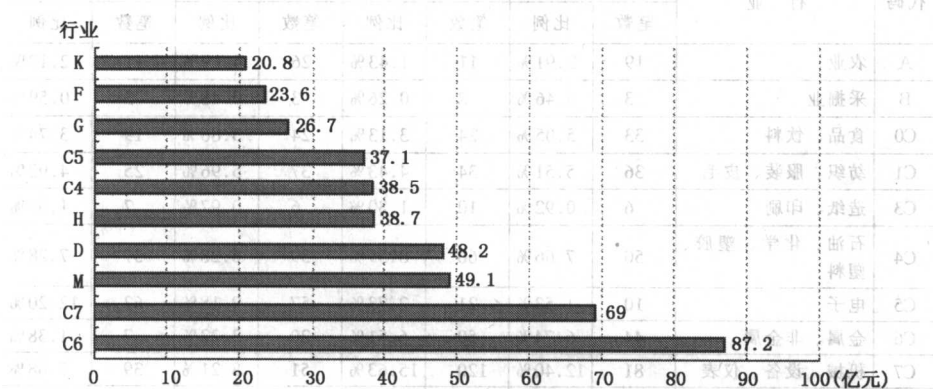


图 1.2 2002 年并购交易金额行业排名

2003年上市公司完成并购交易总金额744.39亿元，比2002年增长了44.69%，其中前十位的行业并购交易金额为657.59亿元，较2002年增长了49.8%，占总金额的比重由2002年底82.1%增加到84.92%^①；排名前五位的行业交易金额所占比例由2002年的54.60%增加到2003年的61.47%。这表明多数主要行业虽然在并购交易次数上有所减少，但是每次并购的力度却得以加强，说明企业的战略调整目标更着重于“质”的提高。

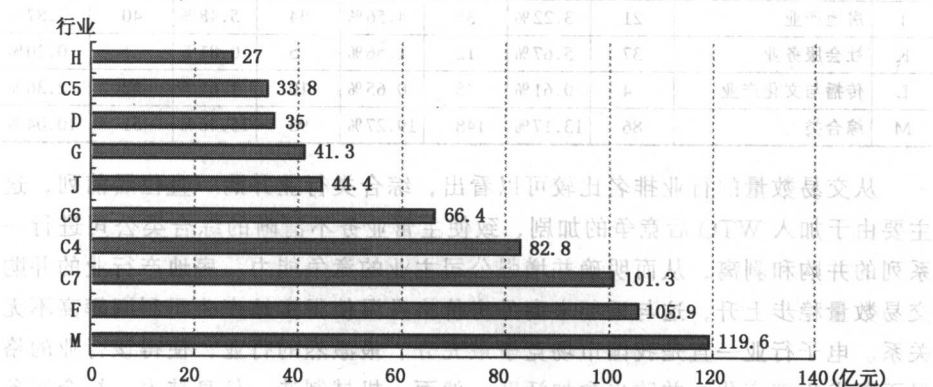


图 1.3 2003 年并购交易金额行业排名

从并购交易金额的行业排名比较可以看出，交通运输及仓储业、房地产

① 数据来源：《中国并购报告》，2004年版。

业、综合类、石油化工业等行业高速增长，增幅均达到100%以上，尤其是交通运输及仓储业的交易额从2002年的23.6亿元增加到2003年的105.9亿元。这表明除了交通运输及仓储业处于大规模格局调整阶段外，房地产业和石油化工业等高利润行业正在增加并购重组力度，扩大规模以谋求更多的赢利。而随着我国经济结构的不断调整，传统行业金属、非金属、电子、批发和零售以及第三产业中的公用事业、社会服务业的企业并购力度减弱，交易金额均有一定程度的减少。

综上所述，近年来我国的并购重组呈现出重点行业并购力度大、其他行业并购数量多的特点。在我国并购重组的舞台上，房地产业无论从交易数量还是交易金额来讲，都扮演着越来越重要的角色，而一些传统的、高科技附加值低的行业并购，则将逐步淡出被关注的视野。

上述的商业研究主要是在事中对发生的现象进行较为及时的分析，而学术研究则是在事后对已发生的各种相关现象进行规范的经验归纳和严谨的逻辑分析与推理，从而形成新的知识和科学结论。本书旨在对中国并购活动中的财富效应、规模效应和协同效应等方面进行规范严谨的学术研究。

第2章 并购评价理论与方法与文献综述

2.1 并购的基础知识

并购的定义,有狭义和广义之分。狭义的并购是指兼并(Merger)和收购(Acquisition)。兼并(Merger)又称吸收合并,指两家或更多的独立企业合并组成一家企业,通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司,且前者保留其名称及独立性,而后者则不再是一个独立的商业团体。收购(Acquisition)指一家企业用现金或有价证券购买另一家企业的股票或资产,以获得对该企业的全部资产或某项资产的所有权,或获得对该企业的控制权。广义的并购不仅包括狭义的并购,而且涵盖了任何企业形式上和实质上的经营权的转移。本书中提及的并购为狭义的并购。

按照并购双方的所在行业,并购可以分为横向并购、纵向并购和混合并购。横向并购又称水平并购,是指为了提高规模效益和市场占有率,生产或经营同类或相似产品的企业之间发生的并购行为。纵向并购又称垂直并购,是指为了业务的前向或后向的扩展而在生产或经营的各个相互衔接和密切联系的公司之间发生的并购行为。混合并购是指在生产技术和工艺上没有直接的关联关系,产品也不完全相同的企业间的并购行为。

按照并购的支付方式,并购可以分为现金收购、股权收购、综合证券收购。现金收购,包括以现金、债权及其混合方式进行收购。现金收购是最简单、迅速的一种并购方式。股权收购,通常认为即换股并购,指收购公司用本公司的股权按一定比例置换目标公司的股权,目标公司被终止,或成为收购公司的子公司。综合证券收购,是以现金、股权、债权、认股权证、可转换债券的混合方式为支付手段进行的收购。此种方式可将多种支付工具组合在一起,通过选择各种融资工具的种类结构、期限结构以及价格结构,避免前述两种支付方式的缺点,既可使收购方避免支出更多现金,以造成企业财务结构恶化,

亦可防止收购企业原有股东的股权稀释。

2.2 并购绩效的评价

大量的国外文献指出,在美国、英国等发达国家证券市场中,目标公司的股东在并购公告日附近获得了显著的正收益,而对收购公司的股东而言,其财富效应或为负或为零(Travlos, 1987; Servaes, 1991; Cornett, Hovakimian, Palia, et al., 2003; Fee 和 Thomas, 2004; Desai, Kroll 和 Wright, 2005)。近年来,一些研究结果指出在亚太国家证券市场中,收购公司的股东在并购公告日前后获得了显著的非正常收益。Bae, Kang 和 Kim (2002) 对 1987 - 1997 年韩国证券交易所非金融机构上市公司的 107 起收购进行了分析,指出收购方股东获得了显著的非正常收益。Cheng 和 Leung (2004) 研究了 1986 - 1994 年香港联交所的 36 起收购,发现在公告日前两天至公告日后一天的期间内,收购公司的股东财富效应为 1.55%。日本的情况也类似。Higgins 和 Beckman (2005) 指出,1990 - 2000 年日本公司的国内并购中,公告日前后 20 天内收购方股东财富效应显著为正。在 1990 - 2000 年澳大利亚公司的跨国并购中,公告日附近竞标者的股东非正常收益也显著为正 (Otchere 和 Ip, 2006)。

国外学者对收购公司长期股东财富的研究也已经取得了丰富的成果。然而,与上述短期成果不同,这些长期成果并未形成一个统一的结论。Agrawal, Jaffe 和 Mandelker (1992) 指出收购公司采用兼并方式时长期绩效为负。Megginson, Morgan 和 Nail (2004) 发现并购后两年内,收购方股东的买入持有非正常收益 (Buy - and - Hold Abnormal Returns, BHAR) 显著为负, Gaspar, Massa 和 Matos (2005) 也指出了美国的收购公司在三年内给其股东带来了每月 0.2% 的损失。但是, Moeller, Schlingemann 和 Stulz (2004) 对 1980 - 2001 年美国所有已完成的并购进行分析,发现收购公司股东获得了正的但统计上不显著的非正常收益。

国内学者应用事件研究法对我国上市公司收购公告的财富效应研究进行了一定的探索。陈信元和张田余 (1999) 以 1997 年沪市 45 家公告兼并收购的上市公司为样本,发现在公告日及以后的累积非正常收益有所增加,但统计检验结果并不显著,即股价未出现明显的异常波动,继而得出市场对公司的兼并收购没有反应的结论。但是,李善民和陈玉罡 (2002) 对 1999 - 2000 年深、沪两市共 132 起收购股权事件进行研究得到了与上述观点相反的结论。他们认为

作为股权收购方的上市公司的股东在公告日前获得了正的非正常收益,其财富显著增加,但公告日后却增加得很少。张新(2003)对1993-2002年上市公司的并购重组事件进行了全面的分析,然而上市公司作为收购方进行的吸收合并样本数较少,从1999年开始共计22次。实证结果表明,上市公司的股东财富在事件期为负,但统计上不显著。

对于并购后长期绩效的研究,国内学者多采用会计研究法,而事件研究法应用得较少。李善民、曾昭灶、王彩萍等(2004)以1999-2001年发生并购的84家中国A股上市公司为样本,以经营现金流量总资产收益率来衡量和检验上市公司并购后的绩效,指出并购公司当年绩效得到提高,但其后续效下降,绩效下降的程度甚至抵消之前的绩效提高,总体上说明中国上市公司的并购活动没有创造价值或提高企业的经营绩效,但也没有损害公司的价值,由此推断出中国上市公司的并购有报表性重组的倾向。但是,李善民和朱滔(2005)使用收购公司流通股的连续持有超长收益(Buy and Hold Abnormal Return, BHAR)来评价1998年1月至2003年9月间公告并购的上市公司长期绩效,结果指出大多数收购公司股东在并购后1-3年内遭受了显著的财富损失。

2.3 并购规模效应的评价

国外对并购规模效应研究的范围覆盖了并购研究的大部分领域,主要集中在并购绩效、并购动机、并购规模经济、并购后银行贷款等几大方面。

2.3.1 并购绩效的规模效应

并购绩效的规模效应研究是并购规模效应研究中的重要组成部分,主要表现为规模因素对并购绩效的解释力和影响力(Asquith, Bruner 和 Mullins, 1983; Travlos, 1987)。

Banz(1981)著名的“小公司效应”(small-firm effect)理论在规模效应的研究中具有重要的地位。他将小公司规模作为变量引入资产定价模型,发现随着公司规模(以公司股票的市场价值来衡量)的增长,无论总收益率还是经风险调整过的收益率都会下降。

“小公司效应”理论使学者们意识到市场收益的规模效应的存在和意义,引发了关于企业规模对并购双方股东收益的影响的广泛讨论。

国外学者对并购绩效的规模效应实证研究主要从收购企业和目标企业两方

面进行讨论,其中绝大多数结果表明股东收益与并购企业的规模具有明显的相关关系。

一些研究表明股东收益随着规模的增大而增加。Schipper 和 Smith (1983) 发现母公司在分立的宣布日可获得正的 2.84% 的超常收益率,并且宣布影响的大小与分离出的子公司相对于母公司的规模大小正向相关(分立的子公司的平均规模约为最初母公司的 20%)。Asquith, Bruner 和 Mullins (1983) 以及 Jarrell 和 Poulsen (1989) 研究美国国内并购表明,收购公司的非正常收益随着相对规模的增加而增加,并且结果在统计上是显著的。Comment 和 Jarrell (1987)、Bradley, Desai 和 Kim (1988)、Loderer 和 Martin (1990)、Bae, Kang 和 Kim (2002) 也得出了相同的结论。Erickson 和 Wang (1999) 发现在换股方式的并购中,从股价上涨中获得的收益与并购的相对规模正向相关。他们使用 DR (the deal ratio, 为交易额与收购企业权益的市价之比) 代表相对规模进行回归分析,得出了统计检验显著的正回归系数,表明随着相对规模的增大,宣布日前股票的非正常收益 G 将增加。Moeller, Schlingemann 和 Stulz (2004) 以及 Moeller 和 Schlingemann (2005) 的研究也得到了相似的结论。有些学者虽然也指出收购公司股东财富与相对规模正相关,但是结果在统计上不显著 (Servaes, 1991; Duggal 和 Millar, 1999; Cheng 和 Leung, 2004; Shahrur, 2005; Otchere 和 Ip, 2006; Desai, Kroll 和 Wright, 2005; 等等)。Switzer (1996) 在对协同效应的研究中虽然发现要约的金额规模对并购后企业的绩效具有统计显著的正作用,这一点与 Healy, Palepu 和 Ruback (1992) 得出的大企业间的并购能创造出正的超常收益的结论相一致,但是,Switzer (1996) 还发现并购前后的绩效改变,即并购的协同效应却对要约的金额规模不敏感。Kiyamaz (2004) 对 1989-1999 年间发生的 391 次美国金融机构跨国并购进行研究,指出收购方总资产对数值对收购方股东财富具有显著的正效应。

但是,另一些研究表明目标公司的规模对收购企业的非正常收益具有负影响。McConnell 和 Nantell (1985) 对企业联营的收益分配进行了研究。他们根据联营宣布日前 61 个交易日的普通股市值将联营企业的母公司分为大型公司与小型公司两组,检验表明小型企业获益 1.10%,大型企业获益 0.63%,上述结果在统计上都是显著的,由此得出了小企业的相对收益较高的结论。Scanlon, Trifts, Jack, et al. (1989) 指出,在收购相对规模较大的公司时收购公司的股东将遭受统计上显著的损失。Bharadwaj 和 Shivdasani (2003) 对 1990-1996 年 115 次现金投标收购进行研究,也得出了类似的结论。Travlos (1987)、Bhagat, Dong, Hirshleifer, et al. (2005) 虽然也指出相对规模与收