

并购中目标公司的财富效应海信并购科龙个案实证分析 PDF  
转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/42/2021\\_2022\\_\\_E5\\_B9\\_B6\\_E8\\_B4\\_AD\\_E4\\_B8\\_AD\\_E7\\_c33\\_42069.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/42/2021_2022__E5_B9_B6_E8_B4_AD_E4_B8_AD_E7_c33_42069.htm)

摘要：本文采用事件分析法对海信并购科龙案例中目标企业科龙公司在并购中是否具有财富效应进行了实证分析，结果表明海信对科龙的并购给科龙公司带来相当明显的财富效应。这一结果与国内的大多数相关研究有较大差别，本文对此进行了探讨。关键词：财富效应 并购 目标公司 事件分析法

### 1 引言

翻开中国历史的巍巍长卷，最惊心动魄的一篇便是秦王13岁即位，17年灭韩，19年灭赵，22年灭魏，24年灭楚，25年灭燕，26灭齐，39岁的秦王嬴政便一统天下的宏伟画面。当前，我国资本市场已经经历了一轮又一轮的并购浪潮，运用的武器是货币和股份，没有秦始皇冷武器时代的刀光剑影，追求的效果却是相同的，那就是通过并购整合增加新的财富累计。在此，我们引入了“财富效应”这个概念。财富效应（Wealth Effect）到目前为止，并没有一个统一的固定释义。其实，财富在一定时期内实现增值本身就是一种财富效应。在金融经济学范畴中，股市的财富效应侧重于从宏观层面分析整个社会财富与股市的变动关系，而上市公司并购的财富效应则主要是指市场对并购的反应导致股票价值的变化，从而引起股东财富效应的变化，即上市公司并购引起股价上升和收益率提高所产生的效应。在众多的并购案例中，我们关注的是由上市公司并购带来的财富效应，并侧重于从微观层面研究并购对目标公司股东的财富影响。由于上市公司并购是导致股票市值发生变化的重要因素之一，每一次并购事件的发生都伴随着交

易双方股价的大幅波动，所以研究上市公司并购的财富效应具有重要意义。目前，国内对上市公司的研究远没有国外丰富，对影响上市公司并购财富效应的讨论则更少。本文选定了近几年内，处于并购浪尖上的科龙公司，拟用国外的事件分析法，通过对海信并购科龙个案中目标企业科龙电器在并购宣告日前后所选择的窗口期的股价分析，着重研究并购中目标企业的财富效应变化，并进一步分析此个案中影响目标企业并购财富效应的因素。企业并购的财富效应作为企业并购理论中的热点问题之一，吸引了众多的国内外学者进行分析研究。但是由于资本市场的成熟度、样本选择的主观性等原因，导致并购的财富效应的研究结果在各国间存在着差异，甚至在同一个国家内的研究结果也不尽一致。

## 2 文献回顾

关于并购财富效应的研究方法主要有两种：一种是计算并购前后股价变化的非正常收益（Abnormal Return）的基于事件法；另一种是用并购前后财务指标的变化来评价并购绩效的财务指标法。国外的许多经济学家利用事件分析法对收购企业和目标企业股票进行实证研究，尽管他们所选取的样本数量不同以及测量的时间窗口也不尽一致，但都得出一个相近的结论：目标企业股东在并购公告前后可得到相当可观的累计非正常超额收益CAR (Cumulative Average Abnormal Return)，而收购企业股东的超额收益则不明显甚至为负。以Jensen和Rubeck (1983)为代表的研究人员在80年代就开始研究公司接管与兼并对股东财富效应的影响。他们的研究发现，在公告期间，成功的兼并能给目标公司股东带来约20%的非正常收益率，而收购方公司股东却无法享有显著的超额报酬；成功的收购给目标公司股东带来的收益率则达30%，但收购方

公司股东则仅能享有4%的超额报酬。他们的研究结果引起了经济学家对财富效应的关注和争论。经济学家用过度支付假说（Overpayment Hypothesis）（对并购活动中目标企业股东获得超额收益的一种解释，即这种超额收益部分来源于并购企业对目标企业的支付超出其实际价值）和过度自信假说（Hubris Hypothesis）（参见Richard Roll The, “ Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers ”, Journal Of Business, Vol.99(1986),pp,197-216)等给予了解释。另一个颇受关注的问题是上市公司并购中，哪些因素对收购公司和目标公司的财富产生明显的影响。国外学者的研究主要集中在并购类型、行业、收购方式、并购成功性和并购相关性等方面。Mulherin 和Boone（2000）研究了1990~1999年59个行业中1305家公司的收购和剥离活动，发现收购和剥离有显著的行业集中性，并且财富效应和重组的相对规模直接相关。Shelton(2000)用目标公司股份的供求模型来分析和探讨收购公司和目标企业的收益问题，并对影响目标公司股份供求关系的因素进行了综合分析。认为目标公司的需求和供给量是决定收购公司和目标公司收益的关键因素，而在影响供求的诸多因素中，战略相容性、兼并周期、机构投资者、相对规模、管制和收购方式等可能对收购公司和目标企业股东的收益产生明显的影响。以上结论大多是以美国和英国的数据进行实证研究而得出的，国内对上市公司并购的财富效应研究刚刚起步。国内现有的研究成果大多是定性分析，只有少数学者采用了定量方法来研究上市公司的并购问题。陈信元和张田余（1999）以1997年上海证券交易所挂牌的有重组活动的全部公司为样本，分析了重组对公司价值的影响，发现股

权转让、资产剥离和资产置换类公司的股价在公告前呈上升趋势，随后逐渐下降，而市场对兼并收购类的公司重组则没有明显的反应。高见和陈歆玮（2000）研究了1997～1998年深沪两市发生资产重组的上市公司后发现，资产重组在公告前被视为利好消息，公告后则迅速出现分化局面。一般而言，在公告前或公告后的较长时间里，目标公司比非目标公司的超常收益率略高，但统计上并不存在显著的差异。洪锡熙和沈艺峰（2001）研究了三个公司多次收购同一个上市公司（申华股份）普通股的案例，发现并购并不能给目标公司带来显著的超额收益。应该注意到的是：事件分析法是建立在资本市场有效性假设基础上的，而中国资本市场的有效性尚存在争议（骆祚炎，2003）。更为现实的情况是，中国股票有流通股与非流通股之分，其中非流通股的价值与流通股价格之间没有相关性，而运用事件分析法仅考虑了流通股价值的变化，其在说明股东财富的变化方面还存在一定的局限性。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)