

资本市场有效性与企业并购绩效研究方法选择

——基于中国上市公司的实证分析

王宋涛¹, 温宪元²

(1. 华南师范大学 经济与管理学院, 广东 广州 510006; 2. 广东省社会科学院, 广东 广州 510610)

[摘要]对上市公司并购绩效研究结论的不一致源于研究方法的不同,研究方法的有效性则依赖于资本市场有效性。采用事件研究法和会计研究法综合分析上市公司并购绩效并对不同研究方法和分析指标所得结果进行比较后发现:并购能给并购企业股东带来超额收益、提升企业价值,但盈余指标提升不明显,研究方法不同导致研究结果迥异;我国资本市场是不完全的半强式有效,研究并购绩效事件研究法局部适用,盈余指标不适用;对于总体并购事件以及不同类型并购,事件研究法和会计研究法中的自由现金流与EVA指标分析结果一致,事件研究法可以被使用;对于是否关联交易的并购绩效研究结论则相反,市场存在“关联交易恐惧”,事件研究法不适用。

[关键词]资本市场有效性;企业并购绩效;上市公司并购绩效;会计研究法;事件研究法;超额平均收益率;自由现金流;EVA指标

[中图分类号]F271.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2012)05-0071-10

一、引言

企业并购已成为中国上市公司战略实施和资源配置的重要手段,据统计,2009年中国上市公司发生的并购事件为212件,并购金额达315.4亿元;2005年至2009年共发生并购事件565件,并购金额达1171.8亿元。那么上市公司的并购是否实现了战略目标,是否增强了企业的盈利能力或者提升了企业价值呢?这就需要对企业的并购绩效进行客观公平的评价。近十多年来,已有相当多学者对我国上市公司并购绩效评价进行了研究,采用的主要方法是事件研究法和会计研究法,会计研究法主要采用盈余管理类指标、费用指标、自由现金流指标以及EVA指标等一系列评价指标,但不同的评价方法和指标所得出的研究结果有所不同。那么到底如何判断这些研究结果的有效性呢?实际上企业并购绩效研究方法的有效性依赖于资本市场的有效性。由于我国资本市场发展时间不长,相关法律法规及监管措施都不够健全和完善,市场有效性较差,因此,一方面企业的股票价格难以针对各种事件做出有效反应,另一方面企业的各种公开财务指标存在不同程度上被粉饰、甚至被操纵的现象,故采用基于股价变化的事件研究法或采用基于公开财务指标变化的会计研究法能否真正有效反映我国上市公司的并购绩效就很值得商榷。相对而言,一些非公开的价值类评价指标(如自由现金流指标和EVA指标)的变化更能反映上市公司的并购绩效。

由此可见,要研究我国上市公司的并购绩效,首先要对我国资本市场的有效性有一个基本的判

[收稿日期]2012-03-21

[基金项目]国家社科基金青年项目(11CGL099);教育部人文社会科学研究规划基金(11YJA790163)

[作者简介]王宋涛(1978—),男,广东澄海人,华南师范大学经济与管理学院博士生,主要研究方向为宏观经济理论、资本市场理论;温宪元(1954—),男,广东梅州人,广东省社会科学院副院长,研究员,硕士生导师,主要研究方向为科技哲学、企业战略。

断,根据资本市场的有效性程度来选择合适的研究方法和研究指标有针对性地进行研究,这样得到的研究结果才更有说服力。本文采用不同的研究方法及多种评价指标对我国上市公司的不同并购事件进行研究,通过综合比较判断目前我国资本市场的有效性并确定当前适合评价我国上市公司并购绩效的研究方法和研究指标,这对进一步深化我国上市公司并购绩效的研究和准确判断我国上市公司的并购绩效具有一定的理论价值和现实意义。

二、文献述评

(一) 企业并购绩效研究方法

国外关于并购绩效的研究起步较早,Meeks采用会计研究法的盈余类指标研究了1964年至1971年英国233个企业的并购绩效,结果表明并购后收购公司的总资产收益率呈现递减趋势,并在并购后第五年达到最低点,且三分之二收购公司的业绩低于行业平均水平^[1]。Mueller采用会计研究法的盈利指标研究了7个国家的企业并购绩效,结果显示不同国家的企业并购绩效结果并不一致,但从总体上看,并购对企业在并购后3年到5年内的盈利水平影响甚微^[2]。Ravenscraft和Scherer也采用了会计研究法的盈利指标研究了1950年至1977年471家并购企业的绩效,结果发现并购能系统地提高被收购企业的经营业绩,但收购公司的盈利水平要低于相应企业1到2个百分点^[3]。Healy、Palepu和Ruback运用“截距模型法”检验了1979年至1984年美国50起最大兼并事件的企业绩效,发现兼并企业经行业调整后的经营业绩在并购后得到显著提高^[4]。Schwert采用事件研究法对1975至1991年1814个并购事件进行研究后发现,事件窗内目标公司的累计平均反常收益为35%,而收购公司的超额收益则停留在近乎零的水平^[5]。Brune对1971年至2001年130篇经典文献进行分析后发现,成熟市场上并购过程中目标公司股东收益要远远高于收购公司股东收益^[6]。总的来说,国外学者对企业并购绩效研究所采用的常用方法是事件研究法和会计研究法,而且由于发达国家的资本市场相对有效,因此这两种研究方法存在一定程度上的可替代性。

随着我国资本市场的不断发展完善,学术界对我国上市公司并购绩效的研究日渐增多。原红旗和吴星宇采用会计研究法进行研究后发现,重组的公司当年每股收益、净资产收益率和投资收益占总利润的比例均比重组前一年有所上升,而资产负债率则有所下降^[7]。陈信元和张田余采用事件研究法考察了45起并购事件的超常收益,发现并购企业在并购公告日及之后的累计超常收益呈上升趋势^[8]。余光和杨荣采用事件研究法对沪深两市1993年至1995年发生的并购事件进行研究后发现,目标公司股东可以在并购事件中获得正的累计超常收益,收购公司股东则难以在并购中获利^[9]。冯根福和吴林江采用会计研究法,以多个财务指标构造综合评价函数研究了1994年至1998年发生的并购事件,认为并购当年公司业绩变化不大,第二年公司业绩有所提升,但从第三年起公司业绩呈现逐年下降趋势^[10]。张新分别采用事件研究法和会计研究法对1993年至2002年1261个并购样本的并购绩效进行研究后发现,并购后收购公司的累计超常收益、净资产收益率和主营业务利润率呈下降趋势,而目标企业价值则得到提升^[11]。

从上述研究可以看出,国内外学者主要采用基于股价变化的事件研究法或基于公开财务指标变化的会计研究法对企业并购绩效进行了研究。但近年来,学者们倾向于采用非公开的价值类财务评价指标(如经过调整的现金流量收益率或自由现金流)来衡量并购绩效,认为这样可以避免盈余管理和会计政策变更带来的信息失真和不一致问题。另外,更多被用来衡量企业并购绩效的非公开的价值类评价指标还有经济增加值(EVA),它是指上市公司在扣除了投资者的机会成本后所创造的价值,其最大的特点就是能够更准确的反映企业的真实价值。Uyemura等和Biddle等的研究表明,在一个较长的时段里,EVA与股价变化和 company 价值有着较强的相关性,EVA指标解释股票价格变化的能力要优于传统指标^[12-13]。宋秀珍、谭中明和周洁使用EVA指标分析了60家并购企业2002年至2005年的绩效变化,认

为并购并没有提升企业价值^[14]。肖翔和王娟采用 EVA 指标分析 40 家并购企业 2001 年至 2006 年的绩效变化,发现并购后的短期内企业绩效得到改善,而从长期来看这一效果并不显著^[15]。李善民等采用经营现金流这一指标分析了 1999 年至 2001 年 84 个并购样本的绩效,认为并购能给收购公司带来短期的绩效(指标)改善,且没有损害收购企业的价值^[16]。丁丽华采用自由现金流指标分析了 2000 年 68 家上市公司的并购绩效,发现有较好现金流的企业并购后绩效变差^[17]。

笔者认为,在我国会计信息披露制度不够完善和有关政策变动较频繁的情况下,相对于容易通过公开报表获得的盈余指标,采用一些非公开的现金流相关指标或 EVA 指标来衡量企业并购绩效具有一定的合理性,因为计算这些指标的部分数据难以通过公开渠道获得,所以其被粉饰或操纵的几率较小。

(二) 资本市场有效性与企业并购绩效研究方法

根据 Roberts 和 Fama 对有效市场假设的分类,市场有效性被分为弱式有效、半强式有效和强式有效^[18]。发达国家资本市场普遍达到弱式有效,部分达到半强式有效。而我国资本市场发展相对比较落后,关于我国资本市场有效性的研究尚未达成统一认识。多数学者认为我国股市已达到弱式有效,但吴世农的研究指出,我国股市发育时间不长,信息的完整性、分布均匀性和时效性与发达国家存在较大差距,股价容易被人为操纵,所以中国股市已达弱式有效的结论值得怀疑^[19]。

经过十多年的发展,我国资本市场的弱式有效特征得到了大部分学者的承认,国内很多采用事件研究法研究并购绩效的文献都是基于资本市场弱式有效性这一假设。但根据弱式有效和半强式有效的定义,弱式有效指的是当前股价已反映了历史股价信息,而并不能反映公开披露事件的信息^[18]。因此,弱式有效并不是采用事件研究法的充分条件,基于弱式有效假设而认为事件研究法有效的观点值得探讨。目前对我国资本市场是否已达到半强式有效(即当前股价是否能够完全反映所有公开事件的信息)的研究较少。虽然沈艺峰和吴世农检验了 1995 年深市配股时间对股价的影响,并得出了深市已达到半强式有效的结论^[20],但其研究只是针对一个单独事件而进行,无法完全证明整个资本市场是否达到半强式有效。从股市整体表现来看,我国股市离完全的半强式有效尚有一定距离,但半强式有效市场并不是事件研究法的必要条件,我们仍然可以采用事件研究法对企业并购绩效进行研究,只是不能单独针对这一研究结果得出结论,而是要与其他更直接反映企业并购绩效的指标进行比较分析。由于其他指标数据的难获得性和计算复杂性,当事件研究法和其他研究方法所得结论一致时,事件研究法是可以替代和优先使用的方法。

研究企业并购绩效的另一常用方法是会计研究法,它研究的是并购企业会计指标的变化,该方法并不要求资本市场达到半强式有效,但具体指标的选择也跟资本市场有效性相关。目前常用的评价指标主要以财务指标(如盈余指标)为主,蔡祥等和耿建新等认为,配股资格对基于会计利润的净资产收益率有法定要求,上市公司存在利润粉饰行为^[21-22]。陈晓等和陆桂贤的实证研究表明,尽管会计利润指标经常会受到操纵,但中国上市公司会计报表中的盈余数字仍然具有很强的信息含量^[23-24]。

综上所述,国内外学者关于上市公司并购绩效的研究尚未得到一致结论,究其原因,除了样本数量和时间选择方面存在不同之外,主要源于研究方法的差异。目前国内学者主要采用事件研究法和会计研究法研究企业并购绩效问题,这两种方法在适用条件上存在较大不同,尤其是对资本市场有效性的要求不同:事件研究法主要在于选取的时间窗口不同,而会计研究法则在于选取的指标不同。也就是说,研究方法的选择对并购绩效研究结论的准确性至关重要,而并购绩效研究方法的选择与资本市场有效性高度相关。因此,研究上市公司并购绩效,首先要对资本市场有效性和并购绩效研究方法的关联性进行分析,根据不同的资本市场特征选取合适的研究方法,才能得出更为准确的结果。

基于以上分析,本文同时采用并购绩效研究的两个主要方法——事件研究法和会计研究法对上

上市公司并购中收购方的并购绩效进行研究,事件研究法中采用累计超额平均收益率(CAR)指标,会计研究法中分别采用综合盈余指标、综合自由现金流指标和综合EVA指标对上市公司并购绩效进行对比分析。同时,本文将从总体并购事件、是否关联交易的并购和不同类型并购这三个角度研究上市公司并购绩效的变化。通过对多个事件的不同效应指标进行比较分析,综合判断上市公司并购绩效和不同研究方法、研究指标的优劣及其适用性,由此推断资本市场的有效性程度。

由于自由现金流和EVA是非公开的指标,其被操纵和粉饰的可能性较小,我们假定这两种研究方法的研究结果是有效的,可以提出判断并购事件资本市场及盈余指标有效性的假设。

假设1:我国资本市场是半强式有效市场

对于各种并购事件,采用事件研究法与用会计研究法中自由现金流和EVA指标所得出的上市公司并购绩效结果一致,则认为我国资本市场是半强式有效,事件研究法应用于分析任何上市公司并购绩效都是有效的。

假设2:我国资本市场是不完全的半强式有效市场

如果对于某几类并购事件,事件研究法与会计研究法中的自由现金流和EVA指标得出的上市公司并购绩效分析结果一致,而对另外某几类并购事件分析结果不一致,则认为我国资本市场是不完全的半强式有效,事件研究法仅对特定类别并购事件是有效的。

假设3:我国资本市场不是半强式有效市场

如果对所有类别并购事件,事件研究法与会计研究法中的现金流或EVA指标分析结果不一致,则认为我国资本市场不是半强式有效,事件研究法用于研究我国上市公司并购绩效是无效的。

假设4:盈余指标用于分析我国上市公司并购绩效是无效的

如果盈余指标用于分析并购绩效与自由现金流指标或EVA指标所得结果不一致,则盈余指标在分析我国上市公司并购绩效方面是无效的。

三、样本选择和研究设计

(一) 样本选择和数据来源

由于会计指标的选取需要延迟到并购后两年,并且考虑到本文的一个目标是分析资本市场有效性对不同并购绩效研究方法的影响,故本文选取《证券法》(2005年)修订前的三年(2002年至2004年)的并购样本,分析并购当年上市公司的股价变化及并购前一年到并购后两年的会计指标变化。

2002年至2004年我国深市、沪市A股和B股发生的并购案例中,公告中的方案进度为“实施”的样本共326个。为了与会计研究法选取的样本保持一致,以便于不同研究方法之间的比较分析,本文对不符合会计研究法的并购样本按照以下条件进行了剔除:(1)剔除重复公布的并购事件。(2)剔除会计信息有可能失真的ST上市公司;(3)剔除收购后控制权没有发生转移的样本;(4)剔除大部分并购金额较小的样本(并购金额小于1000万元的,属于企业兼并的除外);(5)剔除在并购发生年的前1年还没有上市的样本以及并购后两年退市或注销的样本;(6)A、B股同时上市的公司,以A股公布的公告样本为主。经过筛选,得到有效并购样本共156个,样本特征如下页图1所示。

(二) 事件研究法

事件研究法主要通过计算并购企业在并购发生的窗口期^①的累计超额平均收益率(CAR)来分析企业的并购绩效,超额收益率是绝对收益率减去正常收益率。正常收益率指并购事件不发生时持有股票预计可以得到的收益率。本文使用市场模型法,即根据证券资产定价的理论模型(CAPM)来计算正常收益,计算公式为: $R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$, $R_{i,t}$ 代表样本*i*在*t*天内的收益率,用该股票在*t*天内

^①并购发生或公告当日的前后一段时间。

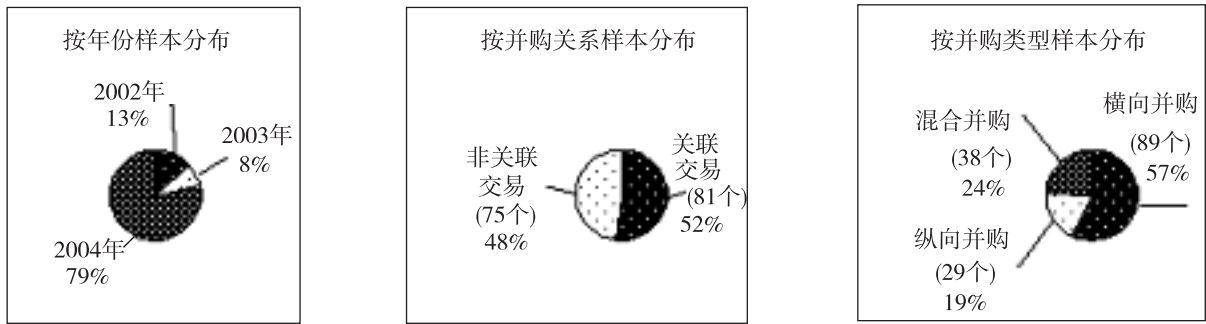


图 1 并购样本特征分布

的涨幅来表示; $R_{m,t}$ 代表 t 天市场的综合收益率,分别用该指标所在股市(沪市或深市) t 天内的涨幅来表示。

本文将正常收益率的估计期设定为 $(-150, -20)$,事件考察期设定为 $(-20, 20)$ 。CAR 计算步骤和统计显著性检验方法在此省略。样本股票在 $(-20, 20)$ 内第 t 日的累计超额收益率定义为 $CAR_t = \sum_{-20}^t AAR_t$, AAR_t 为每日样本股票超额收益率(样本股票在第 t 日的实际收益率减去当日正常收益率)的算术平均值。

(三) 会计研究法

本文分别采用会计研究法中的盈利指标、自由现金流量指标和 EVA 指标对上市公司并购绩效进行研究及比较分析,指标分类及计算公式如表 1 所示。

表 1 指标设置及计算公式

一级指标	二级指标	计算公式
盈余类指标	每股收益 (EPS)	每股收益 = 净利润 / 总股份数
	总资产回报率 (ROA)	总资产回报率 = 净利润 / 总资产
	净资产回报率 (ROE)	净资产回报率 = 净利润 / 净资产
	主营业务利润率	主营业务利润率 = 主营业务利润 / 主营业务收入
自由现金流指标	股权自由现金流 (FCFE)	股权自由现金流 = 息前税后营业利润 + 折旧与摊销 - 营业流动资产增加 - 资本支出 - 税后利息费用 + 债务净增加
	每股股权自由现金流	每股股权自由现金流 = 股权自由现金流 / 总股份数
经济增加值 (EVA) 指标	EVA	EVA = 税后净营业利润 (NOPAT) - (债务资本 + 股本资本) × 加权资本成本率 (WACC)
	每股 EVA	每股 EVA = EVA / 总股份数

注:① 股权自由现金流公式参考中国注册会计师协会编写的《财务成本管理》。

② EVA 指标使用 sternstewart 公司的计算模型,根据财务报表中的指标进行调整,计算过程较为复杂,限于篇幅在此略去。

会计研究法分别分析企业并购前一年、当年和后两年指标的变化,并进行显著性统计检验。由于三类会计指标都含有多个相关性较强但量纲不完全一致的指标,因此需要对每类指标进行标准化处理及主成分分析。下面以盈利指标为例,处理步骤如下:设第 i 个并购样本第 j 个盈利指标在第 k 年的值为 $x_{(i,j,k)}$ ($i = 1, 2, \dots, n$, 表示样本; $j = 1, 2, 3, 4$, 表示盈利指标; $k = -1, 0, 1, 2$, 表示年份)。(1) 首先进行标准化处理,同一个指标在并购前后四年的值合成一组^①, $x_{(i,j)} = \{x_{(i,j,-1)}, x_{(i,j,0)}, x_{(i,j,1)}, x_{(i,j,2)}\}$, 即每个指标样本数量为 $4n$; (2) 对四组数据进行标准化,公式为 $\bar{x}_j = (1/4n) \sum_{k=1}^{4n} x_{kj}$, $s^2 = 1/(4n-1) *$

①之所以进行合并,是为了在做主成分分析的时候得到相同的主成分以及同一组方差贡献率,若分开各年分别做主成分分析,则各年样本的主成分均值都为 0,无法进行均值的比较。另外,同一个指标本身就具有相同的属性,合并在一起更能增加模型的准确性。

$\sum_{k=1}^{4n} (\bar{x}_j - x_{kj})^2$; (3) 对四个指标的数据进行主成分分析, 得到四组主成分 $f(i,1), f(i,2), f(i,3), f(i,4)$, 同时得到四个主成分的方差贡献率 a_1, a_2, a_3, a_4 ; (4) 把四组主成分数据按照年份进行拆分, 得到每个样本在不同年份不同主成分的值 $f(i,j,k)$; (5) 计算各个样本在并购前后四年的盈利能力得分 $W_{ik} = \sum_{j=1}^4 a_j \times f(i,j,k)$; (6) 求出所有样本每年的得分均值 $\bar{w}_k = (1/n) \sum_{i=1}^n w_{ik}$; (7) 求出不同年份的均值之差 $\bar{w}_0 - \bar{w}_{-1}, \bar{w}_1 - \bar{w}_0, \bar{w}_2 - \bar{w}_1, \bar{w}_1 - \bar{w}_{-1}, \bar{w}_2 - \bar{w}_{-1}$, 最后对各个得分均值之差进行分析。

四、实证结果及分析

(一) 全部样本的综合实证结果及分析

1. 事件研究法的实证结果。从表 2 和图 2 可以看出, 每日累计超额收益 CAR 除第 -19 天为正值外, (-20, -7) 窗口期的每一天累计超额收益都为负值, 而且在第 -9 天负值达到最大, 从第 -6 天开始, 在 (-6, 20) 期间每日累计超额收益都为正值。由此可见, 从第 -8 天起, 市场开始对并购事件有正的预期, 并购事件有正的效应。在窗口期 (-20, 20) 并购企业平均每日累计超额收益率为 0.536%, 平均超额收益率在第 17 天达到最大, 累计超额受益为 0.920%, 在第 -8 天达到最低为 -0.487%。因此, 在整个窗口期, 累计超额收益最大的时间段是 (-8, 17), 此窗口期的累积超额收益为 1.5%。综合考虑 (-20, 20) 和 (-8, 17) 两个窗口期, 可以得出这样的结论: 并购行为给并购公司带来了超额收益, 最大超额收益率可达到 1.5%。从 (-8, 17) 窗口期的每天累计收益显著性检验结果可以看出, 在窗口期内的大部分时间, 累计超额收益都通过了 5% 水平的显著性检验。

表 2 (-8, 17) 窗口期每日累计超额收益的显著性检验

日期	CAR-7	CAR-6	CAR-5	CAR-4	CAR-3	CAR-2	CAR-1	CAR0	CAR1
T 值	0.884	2.260 **	2.148 **	2.132 **	2.859 ***	2.836 ***	2.572 **	2.257 **	2.023 **
日期	CAR2	CAR3	CAR4	CAR5	CAR6	CAR7	CAR8	CAR9	CAR10
T 值	2.105 **	2.095 **	1.357	1.522 **	1.831 *	1.846 *	1.649 *	1.462	1.751 *
日期	CAR11	CAR12	CAR13	CAR14	CAR15	CAR16	CAR17	—	—
T 值	1.958 *	1.735 *	1.699 *	1.940 *	1.995 *	1.839 *	1.953 **	—	—

注: *, **, *** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平。

2. 并购对盈利能力指标影响的实证结果。从表 3 可以看出, 并购当年样本企业的盈利能力有所上升, 但次年又下降同样的水平, 并购后 2 年又有所恢复。从累计值来看, 并购前后几年都略有上升, 但较为微弱; 从指标变化的正值比率看, 并购前后几年这一比率都在 0.5 左右, 这表明并购后盈利能力得到提升的企业占一半左右。显著性检验结果表明, 所有的均值差值和正值比率都没通过 10% 水平的显著性检验。综合分析, 笔者认为并购并不能给企业的盈利能力(指标)带来显著改善。

3. 并购对自由现金流指标影响的实证结果。从表 4 可以看出, 在企业并购后的 1 年和 2 年, 并购企业的自由现金流都发生了显著性变化(显著性 $\text{sig} < 5\%$), 样本的差值均值都为正; 从样本的正值比率看, 并购各年这一比率呈现正向变化的样本都超过 50%, 并且都通过显著性检验 ($\text{sig} < 5\%$)。

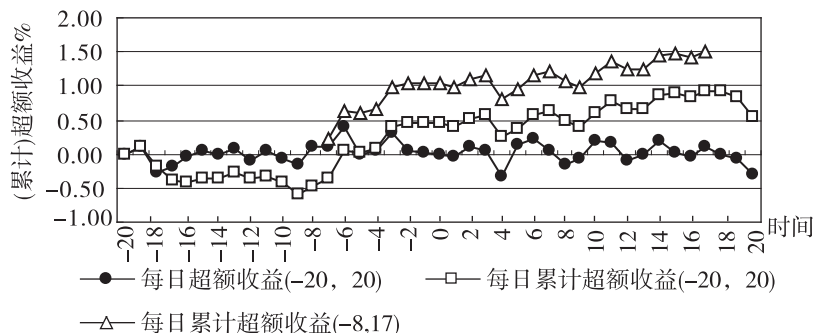


图 2 每日(累计)超额收益

据此可以得出结论:企业并购能够显著提高企业的自由现金流。

4. 并购对 EVA 指标影响的实证结果。从表 5 可以看出,在企业并购后的 1 年和 2 年(单年、累积),并购对企业的 EVA 指标有显著性影响;从正值比率看,在并购后的每一年,并购对企业 EVA 都有显著性影响。从并购后企业的 EVA 变化可以发现,并购后各年企业的 EVA 都有不同程度的提高,正值比率也都显著性大于 0.5。从各年的差异来看,并购当年企业的 EVA 有所上升,并购后 1 年企业的 EVA 上升幅度最大,并购后 2 年上升的幅度有所回落。由于每年 EVA 都有所上升,因此累积值呈现逐步上升的趋势。可见,企业的并购行为能够显著地提高企业 EVA。

综上所述,事件研究法实证结果表明,并购能给企业带来显著性的累计超额收益,而会计研究法研究结果则有所不同。并购对企业的盈利(指标)提升总体上不明显,但对提高企业的自由现金流水平和 EVA 水平却有显著性影响。由于盈利指标是公开指标,存在被粉饰的可能,而自由现金流指标和 EVA 指标是非公开指标,两者更能体现企业的价值。因此,企业并购能够给企业带来价值,事件研究法的结果跟会计研究法的结果基本相同。也就是说,对于我国股市总体并购事件来讲,可以采用事件研究法进行并购绩效研究,我国股市表现出一定的半强式有效特征。

表 3 盈利能力指标综合得分差值均值及检验

	w(0, -1)	w(1,0)	w(2,1)	w(1, -1)	w(2, -1)
均值	0.064	-0.062	0.073	0.002	0.011
T 值	1.275	-1.032	1.201	0.032	0.181
显著性水平	0.204	0.304	0.232	0.974	0.857
正值比率	0.561	0.520	0.541	0.520	0.520
Z 值	-1.397	-0.411	-0.904	-0.411	-0.411
显著性水平	0.162	0.681	0.366	0.681	0.681

注:w(0, -1)表示并购当年与并购前一年盈利得分的差值。

表 4 自由现金流量指标综合得分差值均值及检验

	w(0, -1)	w(1,0)	w(2,1)	w(1, -1)	w(2, -1)
均值	0.019	0.058	0.022	0.076	0.098
T 值	1.168	2.679***	1.112	2.427**	2.22**
正值比率	0.581	0.676	0.601	0.642	0.669
Z 值	-1.891*	-4.192***	-2.384**	-3.370***	-4.028***

注:*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平。

表 5 EVA 指标综合得分差值均值及检验

	w(0, -1)	w(1,0)	w(2,1)	w(1, -1)	w(2, -1)
均值	0.022	0.036	0.023	0.058	0.081
T 值	0.858	2.219**	2.446**	2.189**	3.241***
正值比率	0.662	0.723	0.574	0.730	0.784
Z 值	-5.343***	-3.863***	-1.726*	-5.507***	-6.823***

注:*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平。

(二) 不同并购关系(是否关联交易)的实证结果及分析

1. 事件研究法实证结果。从表 6 可以看出,是否属于关联交易对并购的累积超额收益率影响有很显著的差异性。观察两组样本的均值可以发现,关联交易样本的累积超额收益率均值为 -0.1555%,而非关联交易的累积超额收益均值为 3.2868%,非关联交易的累积超额收益率不但为正值,而且绝对水平也较高,而关联交易是负值。由此可见,投资者对关联交易普遍持不乐观态度,认为关联交易不能给企业带来价值,甚至有损企业价值。因此,仅基于事件研究法的结果而言,关联交易有损企业价值,而非关联交易则能给企业带来价值。

2. 会计研究法实证结果。无论采用盈利指标、自由现金流指标还是 EVA 指标,对并购绩效进行实证分析的结果都表明,是否关联交易对并购企业的绩效没有显著性影响。

总之,事件研究法实证结果表明是否关联交易对企业并购绩效的影响有显著性差异,关联交易有损企业价值,而非关联交易能提升企业价值;但会计研究法实证结果表明,是否关联交易对并购企业各个指标的影响都没有显著性差异。由此可见,事件研究法和会计研究法在分析关联交易影响并购绩效方面存在显著不同。相对而言,会计研究法更能反映事实,即事件研究法并不适合分析我国股市的关联交易并购绩效,投资者普遍存在“关联交易恐惧”。本文认为,出现这种现象的原因在于中国的股市还不够规范,法律不够健全,违法违规事件较多,政府监管不力,这造成了投资者对市场的不信任和对关联交易的高度敏感性并对其持负面评价。本文的分析也说明,就关联交易而言,我国股市还没表现出半强式有效特征,事件研究法不是分析并购绩效的有效方法。

表 6 是否关联交易对并购企业的累积超额收益影响差异方差分析

	均值	样本数	标准差	F 值	sig
关联交易	-0.1555	81	8.192	5.154	0.025
非关联交易	3.2868	75	10.665	—	—
合计	1.4995	156	9.58745	—	—

(三) 不同并购类型的实证结果及分析

1. 事件研究法实证结果。不同并购类型(横向、纵向、混合并购)对并购企业的超额累计收益影响没有显著性差异(F 值为 0.751,显著性水平 sig 为 0.474)。

2. 会计研究法实证结果。如表 7 所示,在并购当年不同并购类型在盈利能力变化上呈现显著的差异性(sig = 0.069)。其中横向并购在并购当年盈利能力呈现微弱的正向变化,而纵向并购和混合并购在并购当年盈利能力都有所下降,混合并购下降的幅度最大。因此,混合并购在对企业盈利能力的提升方面远劣于横向并购。进一步的方差分析表明,不同并购类型对自由现金流指标和 EVA 指标变化的影响不存在显著性差异。

表 7 不同并购类型企业盈利变化差异

	w(0, -1)	w(1, 0)	w(2, 1)	w(1, -1)	w(2, -1)
横向	0.011	0.022	0.059	0.033	0.092
纵向	0.185	-0.006	0.039	0.179	0.218
混合	0.093	-0.309	0.134	-0.215	-0.081
合计	0.064	-0.062	0.073	0.002	0.075
F 值	0.915	2.725*	0.164	2.386*	2.129

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平。

总体而言,不同类型并购对并购企业绩效的影响没有表现出显著性差异,事件研究法和会计研究法中的自由现金流指标分析和 EVA 指标分析都支持了这个结论,但从盈利指标看,并购类型短期内对并购绩效的影响表现出一定的差异性,横向并购相对能提高企业的盈利能力,这表明横向并购存在协同效应,能在短期内改善盈利指标,而其他类型并购的价值则体现在其他方面,对并购业绩的影响可能是长期的。也就是说,对不同类型并购的绩效,事件研究法和会计研究法的研究结论基本一致,就该事件而言,我国股市表现出一定半强式有效特征,因此在研究方法使用上更适合采用事件研究法。

(四) 我国资本市场半强式有效性实证结果

综合不同并购(类型)样本和不同研究方法所得结论得到表 8。由表 8 可以看出,对于总体并购和不同类型事件而言,事件研究法与会计研究法的自由现金流指标和 EVA 指标所得结果一致,而对

于关联交易事件而言,事件研究法与自由现金流指标和 EVA 指标所得结果不一致,因此假设 2 成立,假设 1 和假设 3 不成立。由于盈利指标与自由现金流和 EVA 指标的研究结果不一致,因此假设 4 成立。也就是说,对于并购而言,我国资本市场是不完全的半强式有效,对于总体并购事件及不同类型并购事件,事件研究法研究并购绩效是有效的,而对于关联交易并购事件,事件研究法研究并购绩效是无效的;盈余指标在分析上市公司并购绩效方面是无效的。

表 8 不同并购样本绩效与不同研究方法实证对比

	事件研究法		会计研究法					
			盈利指标		自由现金流量指标		EVA 指标	
	显著性	绩效	显著性	绩效	显著性	绩效	显著性	绩效
总体并购	显著	正	不显著	—	显著	正	显著	正
是否关联交易	显著	差异	不显著	—	不显著	—	不显著	—
不同类型并购	不显著	—	显著	差异	不显著	—	不显著	—

五、结论

根据前文的实证结果,本文得出关于我国资本市场有效性及并购绩效研究方法的若干结论:第一,对于总体并购事件(样本)和不同类型并购事件,事件研究法与会计研究法中的自由现金流量指标和 EVA 指标所得结论一致,因此就该两类并购事件而言,我国股市具有半强式有效特征。第二,对于关联交易,事件研究法与会计研究法的自由现金流和 EVA 指标所得结论则完全不同,因此仅就该类型并购事件而言,我国股市还不具备半强式有效特征。第三,对于所有并购事件,盈利指标与自由现金流和 EVA 指标分析所得结果完全不同,这说明盈利指标在分析上市公司并购绩效上是无效的。第四,从本文选取的三类并购事件的研究结果看,两个结果支持市场半强式有效特征,一个结果不支持半强式有效特征,因此我国资本市场尚未达到半强式有效,但具有不完全的半强式有效特征。

同时,本文还可以得出关于我国上市公司并购绩效的若干结论:第一,就总体并购而言,我国上市公司的并购行为能够给并购企业带来正向绩效,不但能给股东带来超额累计收益,而且可以提升企业的内在价值——自由现金流水平和 EVA 水平。第二,是否关联交易在提升并购企业的价值方面没有显著差异。第三,不同类型并购在提高并购企业的盈利(指标)方面存在显著差异,横向并购短期内能显著提高并购企业的盈利(指标)水平。

基于以上结论,本文认为可以采用简便的事件分析法对总体并购和不同类型并购的绩效进行研究,对关联交易的并购绩效分析则可以采用会计研究法中的自由现金流或 EVA 指标。此外,政府需要进一步完善法治建设、加强市场监管力度,以提高证券市场的有效性,避免“关联交易恐惧”现象。

参考文献:

- [1] Meeks G. Disappointing marriage: a study of the gains from merger[M]. Cambridge: Cambridge Univ Press, 1977.
- [2] Mueller D. The determinants and effects of mergers: an international comparison[M]. Cambridge: Oelgeschlager, Gunn & Hain, 1980.
- [3] Ravenscraft D, Scherer F M. Life after takeovers[J]. Journal of Industrial Economics, 1987, 11: 111 - 147.
- [4] Healy P, Palepu K, Ruback R. Does corporate performance improve after mergers? [J]. Journal of Financial Economics, 1992, 31: 135 - 175.
- [5] Schwert G W. Markup pricing in mergers and acquisition[J]. Journal of Financial Economics, 1992, 41: 153 - 162.
- [6] Bruner R F. Does M&A pay: a survey of evidence for the decision-maker[R]. Working Paper, 2002.

- [7]原红旗,吴星宇.资产重组对财务业绩影响的实证研究[N].上海证券报,1998-08-16(F07).
- [8]陈信元,张田余.资产重组的市场反应[J].经济研究,1999(9):47-55.
- [9]余光,杨荣.企业购并股价效应的理论分析和实证分析[J].当代财经,2007(7):70-74.
- [10]冯福根,吴林江.中国上市公司并购绩效的实证研究[J].经济研究,2001(1):54-68.
- [11]张新.并购重组是否创造价值[J].经济研究,2003(6):20-29.
- [12]Uyemura D G, Kantor C C, Petti J M. EVA For banks: value creation, risk management, and profitability measurement [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1996, 9:94-109.
- [13]Biddle G C, Bowen R M, Wallace J S, Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values[J]. Journal of Accounting and Economics, 1997, 24:301-336.
- [14]宋秀珍,谭中明,周洁.基于EVA的并购方并购绩效实证分析[J].财会通讯(学术版),2008(3):10-11.
- [15]肖翔,王娟.我国上市公司基于EVA的并购绩效研究[J].统计研究,2009(1):108-110.
- [16]李善民,曾昭灶,王彩萍,等.上市公司并购绩效及其影响因素研究[J].世界经济,2004(9):60-67.
- [17]丁丽华.自由现金流和并购绩效的相关性研究[J].财会通讯,2010(1):128-129.
- [18]Fama E F. Efficient capital markets:II[J]. Journal of Finance, 1991, 46:1575-1617.
- [19]吴世农.我国证券市场效率的分析[J].经济研究,1996(4):13-19.
- [20]沈艺峰,吴世农.我国证券市场过度反应了吗? [J].经济研究,1999(2):21-26.
- [21]蔡祥,李志文,张为国.中国证券市场中的财务问题:实证研究述评[J].中国会计评论,2003(00):1-23.
- [22]耿建新,林春雷.上市公司收购境内企业外资股权的财务绩效研究[J].南京审计学院学报,2012(1):63-70.
- [23]陈晓,陈小悦,刘钊.A股盈余报告的有用性研究——来自上海、深圳股市的实证证据[J].经济研究,1999(6):21-28.
- [24]陆桂贤.我国上市公司并购绩效的实证研究——基于EVA模型[J].审计与经济研究,2012(2):104-109.
- [责任编辑:王丽爱,许成安]

On the Effectiveness of the Capital Markets and M & A Performance Study Methods: Evidence from Chinese Listed Companies

WANG Song-tao, WEN Xian-yuan

Abstract: The inconsistency in findings in M & A performance of listed companies is mainly due to the different research methods. The effectiveness of the method depends on the effectiveness of the capital market. This paper uses event study and accounting research method to analyze the M & A performance in listed companies and compare the results obtained through various research methods and indicators. The results show that: acquisitions give excess returns to shareholders and increase the corporate value, but the increase of surplus indicators is not obvious, and the different methods lead to different results; Chinese capital market cannot fully meet the semi-strong form efficiency yet, and the event study is partly applicable and the surplus indicators are not applicable; as for the overall M & A events, as well as different types of mergers and acquisitions, when the results of event study comply with those of free cash flow and EVA index analysis in accounting research method, the event study methodology can be used; as for related transactions, since there is a “fear of related transactions”, the event study method is not applicable.

Key Words: the capital market efficiency; acquisition performance of corporations; M & A performance of listed companies; accounting research methods; event study; over-average rate of return; free cash flow; EVA Indicators