

股票市场超额回报、参考机制与企业并购

——来自制造业上市公司的经验证据

吴超,施建军

(南京大学 商学院,江苏 南京 210093)

[摘要]利用中国沪深两地制造业上市公司2001—2016年并购事件为样本,探究企业先前并购事件的股票市场超额回报对后续并购行为的参照作用。研究发现,超额亏损与企业并购可能性呈显著负相关关系,超额收益与企业并购可能性呈显著正相关关系。进一步研究发现,超额收益较高时,超额收益与并购可能性的正相关关系并不显著。此外,并购绩效变动性与环境不确定性有重要的调节作用,较高的历史并购绩效变动性削弱了市场超额回报对后续并购行为的影响作用,较高的环境不确定性增强了两者之间的关系。

[关键词]股票市场超额回报;并购可能性;绩效变动性;环境不确定性;制造业;企业并购

[中图分类号]F275.6 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2018)04-0072-09

一、引言

哪些因素推动了企业的并购行为?传统的经济学领域主要从并购为企业带来的管理、财务、经营等方面的协同效应展开研究,强调企业为了实现经济收益实施并购^[1-3]。随着研究的深入,有学者发现大部分企业并购并未达到理想的收益水平^[2]。近年来研究者将参考机制引入并购领域,认为管理者在做并购决策时会参考过去的并购经验,并指出并购事件之间存在内在的联系^[4-5]。在并购事件中,股票市场超额回报作为高调且公开透明的信息,通常会引起管理者和利益相关者的高度重视。作为企业重要的战略决策主体,管理者对并购事件中股票市场超额回报的重视,是否会影响到其后续的战略决策,具体说来,企业在做后续并购决策时,是否会参考以往并购事件的股票市场超额回报,股票市场超额回报如何影响企业并购行为,这将是本文主要探讨的问题。

现有对股票市场反应与企业并购行为的研究主要集中于探究目标企业股票市场峰值与企业并购谈判过程的影响。Fanto 研究证明,企业并购过程中,决策者会参照近期相似的并购交易成交价格进行谈判^[6]。Baker 等人也指出,主并方在进行交易谈判时会参考目标企业的股票市场峰值拟定支付价格^[4]。但现有研究未能实证探究先前并购事件的股票市场超额回报对后续并购可能性的影响。并购事件的股票市场超额回报是衡量企业并购绩效好坏的重要指标,包括超额收益和超额亏损两部分。已有研究发现,先前并购事件的股票市场超额回报与后续并购风险呈 V 型关系^[7]。本文拟基于参照机制,以沪深两市制造业上市公司为样本,实证探讨企业先前并购事件的股票市场回报与后续并购可能性之间的关系,以丰富现有研究成果。

此外,过去的研究忽视了历史并购绩效变动性的作用,而并购绩效的变动性影响了管理者对后续

[收稿日期]2017-12-09

[基金项目]国家社会科学基金重大项目(11&ZD004)

[作者简介]吴超(1992—),女,江苏盱眙人,南京大学商学院博士生,主要研究方向为企业风险承担与战略,邮箱为 xinhuaichunyu@126.com;施建军(1955—),男,安徽无为,南京大学商学院教授,博士生导师,主要研究方向为统计学与商业模式创新。

并购收益的预测。绝对的绩效好坏并不能代表企业能力,一次较高的并购超额收益极有可能是由于幸运^[8]。“较低的变动性”表示企业先前并购市场回报并未剧烈变动,管理者可根据企业先前并购的市场回报较为准确地预测后续的并购收益;反之,“较高的变动性”使得管理者面临较大的不确定性,管理者无法对当前并购市场回报做出准确的判断和归因。管理者在做并购决策时,极有可能综合考虑以往发生的所有并购事件的绩效变动水平。尽管绩效变动性被广泛应用于测量企业风险承担^[9-10],但以实证研究探究其对并购行为预测作用的较少。外部环境因素是企业组织战略制定、资源整合的重要影响因素,随着技术更新的日益加快和企业国际化进程的推进,企业面临着更为严峻的外部环境不确定性。环境不确定性作为企业外部环境的重要特征,也会对先前市场回报与后续并购行为之间的关系产生重要影响作用。针对以往研究的不足,本文试图从以下两个维度进行创新:一是讨论股票市场超额回报对管理者决策的参考作用,并实证研究超额回报与企业后续并购行为之间的关系;二是引入历史并购绩效变动性,并结合企业所处的环境,实证探究历史并购绩效变动性和环境不确定性的调节作用。随着中央经济会议对企业转型升级信号的强化,政策变动性对企业并购决策的影响越来越大,而政策的变化直接作用于环境不确定性,因此,综合考虑企业历史并购绩效的变动性和环境不确定性的调节效应具有一定的现实意义。

二、理论分析与研究假设

(一) 股票市场超额回报和企业并购

企业会从过去的行为中吸取经验,并参考以往的类似决策调整将来的战略方向^[11]。以往决策的盈亏状况会影响管理者风险承担意愿,进而对企业后续决策产生影响。展开来说,当以往决策为企业带来收益时,管理者满足于企业当前状况,表现出较强的风险规避倾向,在战略决策中更倾向于坚持已被证明的“正确”的战略决策;当以往决策造成企业亏损时,管理者有较强的风险承担意愿,通过风险决策改善决策亏损的现状。并购是一种高风险、高收益的战略决策,企业并购事件的股票市场超额回报会引起诸多利益相关者的注意,这使得管理者对并购事件的市场超额回报尤为敏感。并购事件的股票市场超额回报为正,意味着并购事件带来的收益高于正常收益,管理者和利益相关者通常将其视为超额收益;相反,并购事件的股票市场回报为负,意味着并购事件带来的收益低于正常收益,并购事件造成了超额亏损。

前景理论认为,人们对于“失”比“得”更为敏感^[12],管理者对超额亏损的不满会刺激其变得风险喜好和冒险激进。较大的市场亏损会降低管理者所持股票的价值;而且利益相关者对亏损的不满会刺激其对管理者实施惩罚措施,如薪酬调整、高管更迭等,正如 Lehn 等人的研究表明,并购亏损的企业,更有可能在未来五年内辞退现任 CEO 和高管团队^[13];同时,较大的并购市场亏损会降低同行和利益相关者对管理者能力的评价,为挽回声誉,经历较大亏损的管理者通常会采取冒险的战略决策^[14]。这些负面效应会刺激管理者为挽回财富地位和声誉投身于更为冒险的战略行为,以在短期内快速改变亏损的现状。并购是企业短时间内扩大规模、获取知识和资源的重要手段^[15]。此时的管理者往往刻意忽视并购的负面效应,对企业后续并购收益过于乐观。鉴于此,本文提出假设 1a。

假设 1a:当市场回报为损失时,超额亏损越大,越可能推动企业并购。

相对的,当企业面临收益时,管理者会满足于当前的情况,认为企业目前所实施的战略是正确的,从而坚持现有的战略决策。Jackson 和 Dutton 证实,经历高收益的企业会认为自己“什么都可能失去”,从而将新战略和新事物视为“威胁”^[16]。当面临“威胁”时,管理者会警惕信息流动,严格地实施已被证实的正确战略^[17]。较高的并购收益暗示了企业并购战略的正确性,进而推动了后续并购战略的实施步伐。此外,较高的并购收益也会影响管理者对个人能力和企业能力的认知和评估。在个人层面,管理者极有可能将高并购收益归因于个人能力,认为自己具备较强的并购能力,在后续的并购

决策中也能取得较好的市场回报,从而更愿意实施并购交易;在企业层面,较高的并购收益意味着企业具备较强的并购实力和更多缓冲余地,足以应对后续并购失败带来的可能损失。因此,当并购市场收益很高时,企业倾向于进一步采取并购战略。鉴于此,本文提出假设 1b。

假设 1b:当市场回报为收益时,超额收益越高,越可能推动企业并购。

(二) 市场回报、并购绩效变动性与企业并购

股票市场超额回报与后续并购可能性之间的关系受历史并购绩效变动性的影响。历史并购绩效变动性的程度反映了企业的并购能力。较低的变动性意味着企业具有稳定的并购能力,本次并购事件的市场回报可以作为后续并购成功与否的准确信号;当企业历史并购绩效的变动性很高时,企业无法通过当前并购事件的市场回报评估企业的并购能力,更无法确定当前的市场回报是否能持续到下一次^[18]。较高的历史并购绩效变动性使得并购事件市场回报的预测作用变得不稳定,减弱了股票市场超额回报的预测作用。展开来说,本次市场收益较高,并不意味着管理者有能力维持本次高水准的并购绩效;本次市场亏损较大,也不意味着下次可以避免出现类似情况。而并购的高调性往往会引起利益相关者的高度重视,一旦并购失败,管理者的声誉、财富地位等都会受到极大的影响^[19]。管理者和其他个体一样,倾向于维持积极正面的自我形象,较高的变动性降低了管理者对后续并购成功可能性的自信心^[14]。为了维持声誉和财富地位,管理者在做后续并购决策时会更加谨慎小心,在并购目标选择、信息收集和市场调研等方面花费更多的时间和精力,从而放慢并购的速度。鉴于此,本文提出假设 2。

假设 2:较高的绩效变动性削弱了股票市场超额回报推动企业并购的可能性。

(三) 市场回报、环境不确定性与企业并购

企业的经营管理过程以及战略决策受诸多环境因素的影响,不确定性作为环境的重要特征,对企业战略决策有显著作用。Milliken 将环境不确定性定义为“个体或组织因信息匮乏、信心缺失导致对组织未来的预测无能”^[20]。环境不确定性对市场回报与企业并购的影响路径主要体现在以下两个方面:第一,在高度不确定的市场环境中暗含着市场需求多变和技术发展较快的特征,而并购是企业获取外部资源和技术的重要手段。在这样的环境中,如果管理者一味保守,则很有可能无法把握新的商业机会和市场趋势,从而被市场淘汰^[21]。第二,在环境不确定性较高的情况下,外部利益相关者很难获得对企业并购事件的盈亏做出准确归因需要的足够信息。当并购造成超额亏损时,管理者很大程度上可能将责任归咎于环境的不确定性,以免遭利益相关者的惩罚;当并购带来超额收益时,管理者可能将其归因为个人能力,以为自己带来更高的声誉和财富收益,较高的环境不确定性无异于为管理者展开后续并购行为提供了通行证。另外,由于外部环境高度不确定,管理者在做并购决策时很难获取外部信息,此时管理者更依赖于过去的并购经验制定战略决策,从而增强先前并购事件市场回报的影响作用。鉴于此,本文提出假设 3。

假设 3:较高的环境不确定性削弱了股票市场超额回报推动企业并购的可能性。

三、研究设计

(一) 研究样本选取

本文选取 2001—2016 年间沪深两地制造业上市公司为样本,并按以下标准进行筛选:(1)选取中国证券监督管理委员会公告[2012]31 号分类标准中隶属于生产制造业的企业;(2)剔除并购交易不成功的样本;(3)因计算环境不确定性需要 5 年的销售收入数据,故剔除销售数据不足 5 年和销售收入小于 0 的样本;(4)将分次股权收购以实现并购视为一次并购事件;(5)剔除财务数据缺失的样本。最后共获得 7588 个有效观测值。本文的初始数据来自于 CSMAR 金融数据库和 Wind 数据库,我们对连续变量进行了上下 1% 的 winsorize 处理。

(二) 变量的定义

1. 被解释变量

并购可能性 ($Merger_{r(t)}$): 本文采用并购冒险率作为企业并购可能性的测量指标^[17]。计算公式为:

$$r(t) = \lim_{t' \rightarrow 0} \left[\frac{Pr\left(t, \frac{t'}{t}\right)}{t'} \right]$$

其中, $Pr\left(t, \frac{t'}{t}\right)$ 表示企业在时间段 (t, t') 中发生并购行为的可能性。根据事件历史

分析法(Event Study)^[17], $r(t)$ 包含企业是否发生并购以及并购的频率两部分, 我们认为一年中发生多次并购的企业其冒险率要大于只发生一次并购的企业。 $r(t)$ 越大, 表示企业采取并购行为的可能性越大。

2. 解释变量

市场超额回报 ($CARD$): 事件历史分析法认为, 在有效的资本市场中, 股票价格可以准确地反映出企业内部经营和财务状况, 并购情境中可以通过股票价格的变动考察市场对企业并购事件的反应^[17]。本文用超额累积收益率 (*cumulative abnormal return*, CAR) 与企业市值的乘积来衡量并购事件

的市场回报, CAR 的计算公式为: $CAR_i(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} \{R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})\}$ 。其中, R_{it} 表示企业 i 在 t 天的实际收益; R_{mt} 表示市场回报率; T_1 和 T_2 分别表示事件观测窗口期的上下限。本文以并购公告日前 250 至 50 个交易日作为评估窗口, 根据市场调整模型估计 α_i 与 β_i ; 再以 $[-5, +5]$ 作为事件观测窗口计算并购事件的超额累积收益率 (CAR)。参考 Kumar 等的研究方法, 用 CAR 与并购企业市值的乘积衡量并购事件市场回报 (CAR dollar value, $CARD$), $CARD$ 的正负性与 CAR 保持一致^[7]。当 $CARD \geq 0$ 时, 表示超额收益 ($CARD_{gain}$), 此时 $CARD_{gain}$ 绝对值越大市场收益越高; 当 $CARD < 0$, 表示超额亏损 ($CARD_{loss}$), 此时 $CARD_{loss}$ 绝对值越大市场亏损越大。

3. 调节变量

(1) 历史并购绩效变动性 (*Variability*): 表示企业以往并购绩效的变动程度, 借鉴 Denrell^[8] 以及 Kim^[17] 等的研究结果, 本文采用样本企业在核心观测事件之前并购市场回报的标准差来测量。

(2) 环境不确定性 (*EnvUncer*): Dess 和 Beard 认为, 外部环境的变化将导致企业核心业务的变动, 从而导致企业销售收入的波动^[22]。本文用样本企业销售收入的标准差衡量环境不确定性^[22], 并剔除其中由企业稳定增长带来的正常销售收入部分。

本文还加入了成交价格 (*Value*)、并购经验 (*Rank*)、冗余资源 (*Slack*)、企业规模 (*Size*)、企业年龄 (*Age*)、资本结构 (*Lev*)、产权性质 (*Property*)、第一大股东持股比例 (*Ownership*)、行业集中度 (*HHI*) 作为控制变量。所有变量的具体定义和衡量方法如表 1 所示。

(三) 模型的设定

为检验假设 1, 本文首先建立如下模型来探究超额收益与企业后续并购行为之间的关系:

$$Merger_{r(t)} = \alpha_0 + \alpha_1 \times D_1 \times CARD_{gain} + \alpha_2 \times D_2 \times CARD_{loss} + \sum Controls + \varepsilon \quad (1)$$

其中 D_1 和 D_2 为指示变量, 当并购市场回报为收益时 D_2 为 0, 否则为 1; 当并购市场回报为损失时, D_1 为 0, 否则为 1。

表 1 变量设置与定义

变量名称	变量代码	变量定义
并购可能性	$Merger_{r(t)}$	$r(t) = \lim_{t' \rightarrow 0} \left[\frac{Pr\left(t, \frac{t'}{t}\right)}{t'} \right]$
超额收益	$CARD_{gain}$	当超额收益大于等于 0 时, 取该回报率, 绝对值越大, 收益越大
超额亏损	$CARD_{loss}$	当超额收益为负时, 取该回报率, 绝对值越大, 亏损越大
并购绩效变动性	<i>Variability</i>	主并购企业历史并购绩效标准差
环境不确定性	<i>EnvUncer</i>	近五年非正常销售收入标准差
成交价格	<i>Value</i>	并购实际成交价格的对数
并购经验	<i>Rank</i>	企业历史并购总次数
冗余资源	<i>Slack</i>	企业现金流的对数
企业规模	<i>Size</i>	企业总资产对数
企业年龄	<i>Age</i>	企业上市年限加 1 后的对数
资本结构	<i>Lev</i>	企业期末总负债与总资产的比值
产权性质	<i>Property</i>	国有企业取值为 1, 否则为 0
第一大股东持股比例	<i>Ownership</i>	企业第一大股东的持股比例
行业集中度	<i>HHI</i>	赫尔芬达指数

为检验假设 2 和假设 3,本文引入并购绩效变动性和环境不确定性的调节作用构建模型(2):

$$Merger_{r(t)} = \beta_0 + \beta_1 \times CARD_{gain} + \beta_2 \times CARD_{loss} + \beta_3 \times Variability + \beta_4 \times EnvUncer + \beta_5 \times CARD_{gain} \times Variability + \beta_6 \times CARD_{gain} \times EnvUncer + \beta_7 \times CARD_{loss} \times Variability + \beta_8 \times CARD_{loss} \times EnvUncer + \sum Controls + \varepsilon \quad (2)$$

上述模型中 *Controls* 为全部的控制变量。

四、实证分析

(一) 描述性统计与相关性分析

描述性统计结果显示^①,并购事件在我国制造业上市公司中广泛发生,并购事件的市场收益和亏损并存,样本企业并购事件的市场回报存在一定的差异,探究企业并购事件市场回报对后续并购可能性的影响符合现实需求。

表 2 为 Pearson 相关性分析结果。表 2 显示,超额亏损与并购可能性的相关系数显著为负,超额收益与并购可能性的相关系数显著为正,这初步支持了前文假设 1a 和假设 1b。在调节变量方面,历史绩效变动性和并购可能性的相关系数显著为正,环境不确定性与并购可能性的相关系数为正。若要进一步探究历史并购绩效变动性和环境不确定性的调节作用,还需要做进一步的回归检验。此外,产权性质和并购交易成交价格与后续并购可能性之间的相关系数显著为负,说明不同的产权归属最终导致的企业并购行为也存在差异,企业先前并购交易的成交价格也是后续并购决策的重要参考。企业规模和第一大股东持股比例与后续并购可能性之间的相关系数显著为正,其他变量和并购可能性之间不存在相关关系。本文各变量之间 VIF 最大值小于 2,平均值为 1.16,不存在严重的共线性问题。

表 2 Pearson 相关系数矩阵

变量	$Merger_{r(t)}$	$CARD_{gain}$	$CARD_{loss}$	$Variability$	$EnvUncer$	$Value$	$Rank$	$Slack$	$Size$	Age	Lev	$Property$	$Ownership$	HHI
$Merger_{r(t)}$	1													
$CARD_{gain}$	0.04 ***	1												
$CARD_{loss}$	-0.13 ***	0.02 *	1											
$Variability$	0.10 ***	0.03 ***	-0.02 *	1										
$EnvUncer$	0.00	-0.01	-0.03 ***	0.11 ***	1									
$Value$	-0.04 ***	0.07 ***	-0.01	0.03 **	0.04 ***	1								
$Rank$	0.22 ***	0.09 ***	-0.03 **	0.40 ***	-0.02 *	0.06 ***	1							
$Slack$	0.02	-0.01	0.00	-0.03 ***	0.01	-0.01	-0.09 ***	1						
$Size$	0.11 ***	0.05 ***	-0.01 ***	0.07 ***	0.02 **	0.09 ***	0.19 ***	-0.12 ***	1					
Age	-0.02	0.03 **	0.10 ***	0.22 ***	0.15 ***	0.09 ***	0.36 ***	-0.21 ***	0.10 ***	1				
Lev	-0.01	-0.00	-0.00	-0.01	0.05 ***	0.04 ***	0.02	-0.05 ***	0.01	0.03 **	1			
$Property$	-0.09 ***	0.02 *	-0.04 ***	-0.01	-0.05 ***	0.08 ***	0.05 ***	-0.12 ***	0.15 ***	0.27 ***	0.02	1		
$Ownership$	0.04 ***	-0.01	-0.01	0.01	0.02	0.06 ***	0.02	-0.04 ***	0.04 ***	-0.08 ***	-0.00	0.20 ***	1	
HHI	0.02 **	-0.09 ***	-0.09 ***	0.02	0.09 ***	0.04 ***	0.04 ***	0.03 **	-0.05 ***	-0.01	0.02 *	0.01 ***	0.03 ***	1

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。下同。

(二) 多元回归分析

1. 股票市场超额回报与企业并购的关系检验

作为更正式的检验,表 3 汇报了本文的多元回归分析结果。表 3 的模型 1 只包含所有的控制变量。模型 2 加入了超额收益和超额亏损两个变量。回归结果显示:超额收益与企业并购可能性之间的回归系数显著为正($t = 1.77, p < 0.1$),说明当企业先前并购事件的市场回报为收益状况时,收益越大,后续并购的可能性越大;超额亏损与企业并购可能性之间的回归系数显著为负($t = -6.00, p < 0.01$),说明当企业先前并购事件的市场回报为亏损状况时,亏损越大,越能推动后续并购行为。这一回归结

^①因篇幅所限,此处未列示,读者如有需要,可以向作者索取。

果与前文假设1a和1b的预测一致,说明企业在做并购决策时会将先前并购事件的股票市场超额回报视为决策参考。超额收益或超额亏损通过影响管理者风险承担意愿进而对企业并购行为产生影响。当并购事件的市场回报为超额收益时,良好的收益状态暗示了企业并购战略的正确性,管理者更倾向于继续实施已被证实的“正确”的战略决策,从而推动后续并购的实施;当并购事件的市场回报为超额亏损时,管理者为挽回声誉和个人财富收益,倾向于通过实施高风险的并购战略快速挽回亏损现状。股票市场反应作为高调且公开的企业信息通常会引起外部利益相关者的高度重视,管理者基于股票市场回报制定并购战略具有一定的现实意义。此外,研究发现,企业先前并购的交易价格与后续并购可能性显著负相关($t = -4.90, p < 0.01$),侧面验证了先前并购交易对企业后续并购战略的参照作用。

2. 历史并购绩效变动性和环境不确定性的调节效应

表3的模型3和模型4是将历史并购绩效变动性和环境不确定性的调节作用引入模型1的情况。回归结果显示:市场收益和历史并购绩效变动性交互项($CARD_{gain} \times Variability$)的回归系数显著为负($t = -2.30, p < 0.05$),说明较高的历史并购绩效变动性削弱了市场收益与后续并购可能性之间的正相关关系;市场亏损与历史并购绩效变动性交互项($CARD_{loss} \times Variability$)的回归系数显著正($t = 1.69, p < 0.1$),说明较高的历史并购绩效变动性削弱了市场亏损与后续并购可能性之间的负相关关系。这些与前文假设2的预测相吻合。绩效变动性被广泛用于测量企业风险承担水平,鲜少有研究探究其对企业并购行为的影响。企业历史并购绩效的变动性反映了企业并购能力的稳定性,若企业并购绩效变动性很高,则管理者很难评价本次较高的市场收益是否能持续到下次,或是本次较高的市场亏损是否会再次发生。因此,当历史并购绩效变动性很高时,并购事件市场超额回报的参照作用被减弱,使管理者

表3 市场回报、绩效变动性与环境不确定性对并购可能性影响的回归分析

变量	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
$CARD_{gain}$		6.26* (1.77)	2.58** (2.47)	6.31* (1.78)	2.52** (2.40)
$CARD_{loss}$		-2.15*** (-6.00)	-2.18*** (-6.09)	-9.82 (-1.59)	-9.67 (-1.56)
$Variability$			0.54* (1.95)	0.32 (1.20)	0.51** (1.77)
$EnvUncer$			-0.09 (-1.06)	-0.11 (-1.18)	-0.16* (-1.73)
$CARD_{gain} \times Variability$			-5.13** (-2.30)		-5.10** (-2.29)
$CARD_{gain} \times EnvUncer$			8.14** (2.02)		9.17** (2.27)
$CARD_{loss} \times Variability$				2.48* (1.69)	1.74 (0.15)
$CARD_{loss} \times EnvUncer$				-7.68** (-2.52)	-8.18*** (-2.67)
Value	-3.32*** (-4.90)	-3.36*** (-4.95)	-3.46*** (-5.10)	-3.21*** (-4.74)	-3.43*** (-5.04)
Rank	0.07*** (14.48)	0.07*** (14.01)	0.07*** (12.74)	0.07*** (12.95)	0.07*** (12.84)
Slack	0.02*** (2.81)	0.02*** (2.91)	0.02*** (2.99)	0.02*** (2.90)	0.02*** (2.93)
Size	0.09*** (6.74)	0.09*** (6.19)	0.08*** (6.13)	0.08*** (6.01)	0.08*** (5.87)
Age	-0.14*** (-6.18)	-0.13*** (-5.62)	-0.13*** (-5.55)	-0.13*** (-5.50)	-0.13*** (-5.49)
Lev	0.00*** (4.74)	0.00*** (4.82)	0.00*** (4.96)	0.00*** (4.83)	0.00*** (4.89)
Property	-0.28*** (-9.11)	-0.29*** (-9.40)	-0.29*** (-9.32)	-0.29*** (-9.33)	-0.29*** (-9.35)
Ownership	0.00*** (4.45)	0.00*** (4.25)	0.00*** (4.32)	0.00*** (4.40)	0.00*** (4.33)
HHI	0.43*** (2.84)	-1.37*** (-4.58)	0.33** (2.17)	0.37** (2.43)	0.34** (2.23)
Constant	-1.51*** (-5.04)	-1.37*** (-4.58)	-1.36*** (-4.53)	-1.32*** (-4.39)	-1.28*** (-4.26)
R ²	0.08	0.08	0.08	0.08	0.09
调整后 R ²	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
F值	49.88***	45.02***	34.35***	34.36***	30.96***

在做后续并购决策时变得小心谨慎,在市场信息收集、目标选择等方面投入更多的时间和精力,从而放缓了企业并购的速度。

市场收益与环境不确定性交互项($CARD_{gain} \times EnvUncer$)的回归系数显著正($t = 2.02, p < 0.05$),说明较高的环境不确定性增强了市场收益与后续并购可能性之间的正相关关系;市场亏损与环境不确定性交互项($CARD_{loss} \times EnvUncer$)的回归系数显著为负($t = -2.52, p < 0.05$),说明较高的环境不确定性增强了市场亏损与后续并购可能性之间的负相关关系。前文假设3得到支持。在较高的

环境不确定性下,管理者很难通过外部市场获取并购所需的信息,此时的管理者更依赖于以往的并购经验制定战略决策。尽管较高的环境不确定性给企业带来了经营风险,但同时也暗含了新的商业机会和市场趋势,为了把握机会实现企业快速增长,管理者有较大的通过风险决策获取外部技术和新资源的意愿,而并购是企业快速获取资源和技术的有效手段。高度不确定性环境下,外部利益相关者很难获取足够对企业并购事件的盈亏情况准确归因所需的信息。即便是在超额亏损的情况下,管理者也可将责任推诿于环境的不确定性。由此可见,环境不确定性为管理者实施并购战略提供了保障,从而增强了管理者通过并购战略实现企业快速增长的意愿。

综上所述,本文的全部假设均得到了支持。

(三) 进一步的分析

如前文所述,企业以往决策的盈亏状况会通过影响管理者风险承担意愿进而对企业后续决策产生影响。并购事件的股票市场超额回报为并购的盈亏提供了划分依据,超额回报为正即为市场收益,超额回报为负即为市场亏损。Schneider 等研究指出,管理者在做决策时通常设置“令人满意的最小绩效水平”,并将其与实际绩效水平进行比较^[23]。当实际绩效高于最小绩效水平时,管理者会将其视为收益,反之则为亏损。此外,由于并购的高风险性,管理者在做并购决策时通常会对可能的损失情况进行判断,如果亏损状况较小,管理者会认为此次的亏损是在预期范围内的、可以接受的。由此可见,管理者对超额收益和超额亏损的判断可能存在差异,因此本文在现有研究的基础上,又分别选取 10% 和 20% 作为比较参照点。当并购事件的股票市场超额回报为正时,大于 20% 视为超额收益($CARD_{gain}$),否则视为正常收益($Normal_{gain}$);当并购事件的股票市场超额回报为负时,小于 -20% 视为超额亏损($CARD_{loss}$),否则为正常亏损($Normal_{loss}$)。本文分别探究超额收益、正常收益、超额亏损和正常亏损对企业并购可能性的影响,选取 10% 为参照点。

表 4 汇报了分别选取 10% 和 20% 作为比较参照点的回归结果。表 4 的模型 1 和模型 2 选取 10% 为比较参照点,模型 3 和模型 4 选取 20% 作为比较参照点。模型 1 和模型 3 分别检验了主效应,模型 2 和模型 4 分别加入了历史并购绩效变动性和环境不确定性的调节作用。通过比较模型 1 和模型 3 的回归结果可以发现,当选取 10% 为参照点时,四个主效应与后续并购可能性之间的关系均显著,且作用方向与前文预测一致;当选择 20% 作为参照点时,超额收益与后续并购可能性间的回归系数并不显著。这一结果表明,市场收益与企业并购可能性之间的正相关关系存在一定的临界点,当并购的超额收益较高时,企业并不主张继续实施并购战略,挑战了本文的假设 1b。造成这一现象的原因可能在于,尽管较高的市场回报暗示了企业并购战略的正确性,但同时也提高了利益相关者对于企业后续并购收益的期望,收益越高,期望越大,管理者在后续并购战略中实现利益相关者期望收益的可能性越低。为此,当并购事件的市场收益很

表 4 不同参照点的回归结果

变量	10% 组		20% 组	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
$CARD_{gain}$	1.87* (1.73)	1.86* (1.87)	2.48 (1.31)	2.47 (0.16)
$Normal_{gain}$	1.34*** (4.41)	1.06*** (4.22)	4.29** (2.96)	4.35*** (3.41)
$Normal_{loss}$	-1.63** (-2.94)	-2.05*** (-4.71)	-2.12*** (-4.07)	-2.09*** (-4.12)
$CARD_{loss}$	-9.09*** (-3.69)	-7.20*** (-3.53)	-5.76*** (-4.42)	-5.01*** (-4.38)
$CARD_{gain} \times Variability$		-3.54* (-1.69)		-2.49 (-0.94)
$Normal_{gain} \times Variability$		-1.77*** (-3.71)		-9.56*** (-3.50)
$CARD_{gain} \times EnvUncer$		6.05 (1.52)		2.66 (0.55)
$Normal_{gain} \times EnvUncer$		5.11 (0.61)		1.61* (2.47)
$Normal_{loss} \times Variability$		6.12 (1.58)		4.11 (1.05)
$CARD_{loss} \times Variability$		9.11*** (2.79)		7.08*** (3.61)
$Normal_{loss} \times EnvUncer$		-1.11 (-0.77)		3.07 (0.02)
$CARD_{loss} \times EnvUnce$		-3.15 (-0.38)		-9.99** (-2.96)
控制变量	控制	控制	控制	控制
R ²	0.09	0.09	0.09	0.09
调整后 R ²	0.09	0.09	0.09	0.09
F 值	24.03***	29.37***	35.56***	30.09***

高时,管理者更倾向于实施多元化的战略决策,而非继续进行并购行为。

(四) 稳健性检验

前文采用 $[-5, +5]$ 作为事件窗口计算并购事件的超额回报,现在参照其他学者的普遍做法^[7],选取对称窗口期 $[-1, +1]$ 和 $[-3, +3]$ 计算累积超额收益率CAR,并以此计算并购市场超额回报,当市场回报为正时为超额收益,当市场回报为负时为超额亏损。回归结果发现,无论选择哪一个窗口期,假设1a和1b总是得到支持。当选取 $[-1, +1]$ 为事件窗口时,并购绩效的变动性和环境不确定性对积极市场回报的调节作用不显著,其他调节作用显著;当选取 $[-3, +3]$ 为事件窗口时,并购绩效变动性的调节作用不显著,环境不确定性的调节作用均显著。虽然选取不同窗口期有部分调节效应不显著,但作用方向和前文预测完全一致,并未改变前文的实证结果。

五、研究结论

本文基于参照机制,以2001—2016年沪深两市制造业上市公司为样本,讨论了企业先前并购事件的市场超额回报对后续并购行为的预测作用,以及并购绩效变动性和环境不确定性的调节效应。研究发现,市场亏损能推动企业后续的并购行为;而当企业市场收益过高时,市场收益与后续并购可能性之间的关系并不显著。此外,企业的内部情况(如并购绩效变动性)和所面临的外部环境特征(如环境不确定性)显著调节股票市场回报对并购的预测作用。这一研究结果说明,股票市场回报作为公开透明的企业信息往往引起管理者的过分重视,管理者对股票市场的过度关注,使其在做决策时会参照过去的市场回报,而不是结合企业现有的资源能力。基于此,本文提出如下政策建议:政府必须加强对制造业上市公司重大并购重组事件的市场监管,进一步完善和加大监管审核力度;强化并购的信息披露制度,将并购重组的监管、审核和信息披露上升到法律层面。应努力避免上市公司管理者因盲目决策造成的无效或投机性并购行为。

参考文献:

- [1] BRADLEY M, DESAI A, KIM E H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms[J]. *Journal of financial Economics*, 1988, 21(1): 3-40.
- [2] 唐建新, 陈冬. 地区投资者保护, 企业性质与异地并购的协同效应[J]. *管理世界*, 2010(8): 102-116.
- [3] 唐建新, 贺虹. 中国上市公司并购协同效应的实证分析[J]. *经济评论*, 2005(5): 93-100.
- [4] GOH L. Mergers and executive pay[M]. Department of Accounting and Finance, London School of Economics and Political Science, 2006.
- [5] BAKER M, PAN X, WURGLER J. The effect of reference point prices on mergers and acquisitions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 106(1): 49-71.
- [6] FANTO J A. Braking the merger momentum: Reforming corporate law governing mega-mergers[J]. *Ssrn Electronic Journal*, 2000, 49(1): 249-358.
- [7] KUMAR M V, DIXIT J, FRANCIS B. The impact of prior stock market reactions on risk taking in acquisitions[J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(13): 2111-2121.
- [8] DENRELL J. Should we be impressed with high performance? [J]. *Journal of Management Inquiry*, 2005, 14(3): 292-298.
- [9] BOWMAN E H. A risk/return paradox for strategic management[J]. *Sloan Management Review*, 1980, 21(3): 17-31.
- [10] BROMILEY P. Testing a causal model of corporate risk taking and performance[J]. *Academy of Management Journal*, 1991, 34(1): 37-59.
- [11] FIEGENBAUM A, HART S, SCHENDEL D. Strategic reference point theory[J]. *Strategic Management Journal*, 1996: 219-235.
- [12] KAHNEMAN D, TVERSKY A. Prospect theory: An analysis of decision under risk[M]//*Handbook of the fundamentals*

- of financial decision making; Part I. Singapore; World Scientific Books, 2013: 99 - 127.
- [13] LEHN K M, ZHAO M. CEO turnover after acquisitions; are bad bidders fired? [J]. The Journal of Finance, 2006, 61(4): 1759 - 1811.
- [14] AVERY C, CHEVALIER J A, SCHAEFER S. Why do managers undertake acquisitions? An analysis of internal and external rewards for acquisitiveness[J]. Journal of Law, Economics & Organization, 1998, 14(1): 24 - 43.
- [15] MUELLER D C. A theory of conglomerate mergers[J]. Quarterly Journal of Economics, 1969, 83(4): 643 - 659.
- [16] JACKSON S E, DUTTON J E. Discerning threats and opportunities [J]. Administrative Science Quarterly, 1988, 33(3): 370 - 387.
- [17] KIM J Y J, FINKELSTEIN S, HALEBLIAN J J. All aspirations are not created equal: The differential effects of historical and social aspirations on acquisition behavior[J]. Academy of Management Journal, 2015, 58(5): 1361 - 1388.
- [18] DENRELL J, ARVIDSSON N, ZANDER U. Managing knowledge in the dark: An empirical study of the reliability of capability evaluations[J]. Management Science, 2004, 50(11): 1491 - 1503.
- [19] LUO Y. Do insiders learn from outsiders? Evidence from mergers and acquisitions [J]. The Journal of Finance, 2005, 60(4): 1951 - 1982.
- [20] MILLIKEN F J. Three types of perceived uncertainty about the environment: State, effect, and response uncertainty [J]. Academy of Management Review, 1987, 12(1): 133 - 143.
- [21] JUSTIN TAN J, LITSSCHERT R J. Environment-strategy relationship and its performance implications: An Empirical Study of the Chinese Electronics Industry [J]. Strategic Management Journal, 1994, 15(1): 1 - 20.
- [22] DESS G G, BEARD D W. Dimensions of organizational task environments [J]. Administrative science quarterly, 1984, 29(1): 52 - 73.
- [23] SCHENDEL D, PATTON G R, RIGGS J. Corporate turnaround strategies: A study of profit decline and recovery [J]. Journal of General Management, 1976, 3(3): 3 - 11.

[责任编辑:黄 燕]

Excess Return in Stock Market, Reference Mechanism and Merger and Acquisition: Empirical Evidence from the Listed Manufacturing Companies

WU Chao, SHI Jianjun

(Business School, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

Abstract: Using the M & A events of manufacturing firms in Shanghai and Shenzhen from 2001 to 2016 as a sample, this paper explores the reference impact of the excess return in the stock market of the previous merger and acquisition event on the subsequent acquisition behaviors. It is found that abnormal loss is negatively correlated with the possibility of M & A, and the excess return has a significant positive correlation with the possibility of M & A. Further studies show that when the abnormal gains become extremely high, the significant positive relationship disappears. Moreover, M & A performance variability and environmental uncertainty play an important regulating role. Higher performance variability in the previous acquisition weakens the impact of market excess returns on subsequent mergers and acquisitions, while higher environmental uncertainty enhances the relationship between the two.

Key Words: excess return in stock market; acquisition possibility; performance variability; environmental uncertainty; manufacturing industry; merger and acquisition