

学校编码: 10384
学号: 27820121150078

分类号____密级____
UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

目标公司的股价对并购影响仅是心理效应吗?

Is the effect of target firm's pre-acquisition stock prices
on mergers and acquisitions simple psychological
phenomena?

王新源

指导教师姓名: 崔展文

专 业 名 称: 财务学

论文提交日期:

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席:

评阅人:

2015 年 3 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

为探究目标公司股价的历史极端值对收购对价的影响及其市场反应,本文通过实证分析主要得出三条结论。第一,根据汤姆森金融(Thomson Financial)、国际标准数据库(Compustat)以及美国证券价格研究中心(CRSP)的数据,选取 1984 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日期间,目标公司是上市公司且交易价格明确的并购事件(共 12780 个样本),分析得出,目标公司的 52 周内历史股价最低点对并购对价的影响相比于 52 周内历史股价最高点更为强烈;第二,拉长时间窗口,研究并购对价对于并购公司 30 天异常回报的影响,非理性因素被理性因素的影响覆盖,遵循新古典经济学预测;第三,以目标公司股价的历史峰值与历史低值作为工具变量,对于 3 天异常回报,市场反应对于极端值差别对待,对于峰值反应更为理性,对于低值心理因素占主导;对于 30 天异常回报,目标公司股价的历史极端值与市场反应呈稳定地正相关关系,符合新古典经济学的预测。因此,目标公司股价的历史极端值对收购对价的影响及其市场反应的影响不仅仅来源于投资者的心理作用。其内在逻辑是,目标公司并购前的高股价包含较好的财务状况、管理水平、市场潜力及发展能力等信息。因而,具有高股价良好基本面的目标公司可以给收购方提供较好的财务条件、管理水平、市场潜力及发展能力,从而形成量大质高的协同效应。更具优势的协同效应也给并购后的企业发展提供有利条件,基本面呈更优质的状态,从而使投资者趋向获得正向异常回报。本文的创新之处体现在纠正了马尔科姆·贝克等因忽略目标公司股价历史低值而产生的内生病偏差问题,并在研究收购异常回报时考虑了传言效应的影响。

关键词: 股价; 新古典经济学; 并购

ABSTRACT

To explore the effects of target's previous extreme stock prices on bid premium and how market reacts to it, this paper draws three main conclusions through empirical analysis. Firstly, Data we adopt are from Thomson Financial, Compustat and CRSP. We filtrate deal type belongs to merger and acquisition, and then retain deals announcement date between Jan 1 1984 and Dec 31 2012, exclude targets are limited companies and deals without known values. According to this filter process, we get 12780 deals as final example. Bottom stock prices have much stronger effect on bid premium comparing to peak stock prices as bidders get more bargaining power aiming at using extreme prices in determining offer price. Secondly, the effect of bid premium on 30 days announcement return is explained by neoclassical theory. Finally, using targets' historical peak and bottom prices as instrumental variables, market react differently to historical extreme stock prices when comes to three days' announcement return; investors' behave in accordance with Neoclassical Theory for the effect of targets' historical extreme stock prices on thirty days' announcement return. This means the effect of target firm's pre-acquisition stock prices on mergers and acquisitions is not solely explained by psychological phenomena. Instead, they contain information about the quality of the target which can affect synergy resulting from merger and acquisition. This means that bidders are actually rational when making merger and acquisition decisions and setting offer prices and shareholders of bidders react rationally to the effects of target's previous extreme stock prices. Differing from Baker et.al, endogenous problem generated by omitting targets' historical bottom prices and rumor effect are considered in this paper.

Key words: Stock Price; Neoclassical Theory; Merger and Acquisition

目 录

第一章 研究问题	1
第二章 主要假设及内涵	4
2.1 新古典经济学及相关假设	5
2.2 行为金融学及相关假设	6
2.2.1 管理者过度自信假说.....	6
2.2.2 前景理论及相关假说.....	7
第三章 数据来源与描述性统计	12
3.1 汤姆森金融	12
3.2 国际标准数据库	13
3.3 美国证券价格研究中心	14
3.4 描述性统计	15
第四章 回归结果分析	18
4.1 目标公司股价的历史极端值对收购对价的影响	18
4.2 子样本回归	21
4.3 市场反应	22
4.4 稳健性检验	24
第五章 局限性	29
第六章 结 论	31
参考文献	33
附录.....	35
致 谢.....	39

CONTENTS

Chapter 1 Introduction.....	1
Chapter 2 Main hypothesis and implications.....	4
2.1 Neoclassical theory and hypothesis	5
2.2 Psychological factors and hypothesis.	6
2.2.1 Hubris hypothesis.....	6
2.2.2 Investor sentiment factors	7
Chapter 3 Data source and statistic summary	12
3.1 Thomson Financial.....	12
3.2 Compustat.....	13
3.3 CRSP	14
3.4 Summary Statistics	15
Chapter 4 Analyse on outcomes.....	18
4.1 Effect of extreme stock price on bid premium	18
4.2 Subsamples	21
4.3 Market reaction.....	22
4.4 Robustness test	24
Chapter 5 Limitations	29
Chapter 6 Conclusion	31
Reference	33
Appendix.....	35
Acknowledge.....	39

第一章 研究问题

随着世界经济的稳步发展及资本市场的逐步完善,并购已成为企业优化资源配置和寻求扩张机遇的重要途径之一。然而,关于并购中目标公司股价的历史极端值对收购对价的影响及其市场反应的文献却非常少见。基于此,本文认为有必要对目标公司在股票市场的表现对收购公司的异常回报进行深入考察,获得对投资者决策选择和投资行为的准确预期。并购方的管理者就可以从中掌握投资者的行为规律,挖掘有效的信息,并据此修正后来的并购交易决策,以达到决策的最优化;投资者可以从中寻求超越市场的投资机会,从而获取超额收益。

在并购活动中,目标公司在股票市场的表现对收购公司的异常回报有何影响?马尔科姆·贝克等检测了目标公司在近并购公告日期期间的历史峰值对要约价格、并购交易达成度、市场反应以及兼并浪潮四个维度的影响,得出结论即目标公司历史峰值与并购价格间存在显著正相关关系。(Baker, M., et al(2012))^[1]也就是说,收购公司会因目标公司的历史峰值而支付过高对价,因此,收购方股东会产生产消极市场反应。马尔科姆·贝克等将这一现象归因于投资者主观心理因素,应用谈判中初始锚定位置的显著性、锚定与微调估算方法(Kahneman and Tversky (1982))^[2]及前景理论进行解释。他们提出并购活动中的异常回报会受心理的参考点影响,这些参考点是指目标公司在历史不同区间内达到的峰值,比如目标公司在并购前 13 周内、26 周内、39 周内、52 周内等达到的股价最高点,并提出目标公司并购前的股票价格对于并购的影响仅仅是心理现象,符合前景理论的预期。

然而在马尔科姆·贝克等的研究工作中,其理论依据及结论是值得质疑的。在经济现象中,若消费者购买的商品物有所值,则购买者的这种消费行为自然被认为是明智的。在并购市场中遵循同样的逻辑,当收购公司兼并或收购被看涨的公司,即股价较高的目标公司,同时投资者认为目标公司质量较好,收购公司的这种决策可以增加股东的权益。这是由于投资目标公司被视为具有盈利性的策略,否则,目标公司的股价不会达到最高点,并购行为也就是收购公司大规模执行这一策略必将使得投资者对于并购公司的前景更加看好。综上,收购公司在并购了股价表现较高的目标公司后,市场会产生积极的反应,收购方会得到正向异

常回报，也就是说投资者在这系列的并购活动中是理性的，服从新古典经济学理论的预测。这与马尔科姆·贝克等的研究不同。他们强调目标公司并购前股价对于并购效应的影响动因仅仅是行为因素，仅关注投资者心理层面并应用前景理论去解释目标公司股价的历史峰值对于并购异常回报率的影响。此外，他们在实证分析中并没有细分投资者差异而是将他们合并至一组进行回归，然而根据 List (2011)^[3]忽略投资者内部个体差异检验其行为效应的做法本身在产生心理效应的过程中并不合理，因而他们结论的可靠性也值得推敲。

将本文与马尔科姆·贝克等的文章相比较，可以发现主要以下三点不同与创新。第一，马尔科姆·贝克等的样本只对目标公司的属性进行限制，具体来说，只要求并购中目标公司是上市公司。然而，本文对于并购双方的财务状况均进行控制，要求收购公司和目标公司均为上市公司。虽然对于收购公司的属性进行了限制，但通过延长取样年限保证了足够大的样本量。同时，考虑到相比于非上市的收购方，上市的收购方在并购谈判中的议价能力更强，如此控制了收购方为上市公司，导致回归结果也会产生差异。第二，从回归分析结果来看，目标公司股价的历史低值对并购对价及并购方异常回报的影响无论在统计上还是经济意义上都更为显著。而在马尔科姆·贝克等的回归分析中，只研究了历史峰值，遗漏了变量目标公司股价的历史低值，因而使得回归结果存在内生性偏差。第三，在马尔科姆·贝克等的研究中，传言效应只在第一阶段即讨论目标公司股价的历史峰值对并购对价的影响上面做了考量，在观察第二阶段市场反应的回归中并没包括。本文考虑传言效应对并购方异常回报的作用，重点解释了目标公司股价的历史极端值对并购方 30 天异常回报的效应。本文的实证结果质疑了马尔科姆·贝克等的研究结论，目标公司股价的历史极端值对并购的影响并不只是心理现象，不完全服从前景理论。

为探究目标公司并购前股价对于并购效应即收购对价及异常回报率的影响，本文分别从新古典经济学及行为金融学两个角度进行预测。若服从新古典经济学，目标公司并购前股价对于并购效应即收购对价及异常回报率均有正向影响，目标公司并购前股价越高，收购对价越高，收购方产生正异常回报率。因为目标公司股价包含财务质量信息，股价越高，目标公司质量越好，协同效应越大，并购决策获得市场的肯定，异常回报率为正。若服从行为金融学的前景理论，目标

公司并购前股价越高，收购对价越高，收购公司股东会因支付过高对价而认为并购活动不划算从而产生负面市场反应，异常回报率为负。若实证检验异常回报率不显著，则目标公司并购前股价对于并购效应无显著影响，新古典经济学与行为金融学对于此问题均不适用。

通过实证分析，本文得出目标公司股价的 52 周历史最低点在决定并购对价的程度上影响更为强烈；拉长时间窗口，研究并购对价对于并购公司 30 天异常回报的影响，非理性因素被理性因素的影响覆盖，遵循新古典经济学预测；以目标公司股价的历史峰值与历史低值作为工具变量，对于 3 天异常回报，市场反应对于极端值差别对待，对于峰值反应更为理性，对于低值心理因素占主导；对于 30 天异常回报，目标公司股价的历史极端值与市场反应呈稳定地正相关关系，符合新古典经济学的预测。

本文分为六部分，第一部分，引出研究问题并对实证结果及结论进行预览，阐述研究贡献。第二部分，进行文献回顾并提出原假设目标公司并购前股价对于并购效应服从新古典经济学理论。第三部分，介绍实证分析的数据来源，指标选择并做统计性描述。第四部分，报告目标公司并购前股价对于并购效应即收购对价及异常回报率的检验结果，进行稳健性检验。第五部分提出研究的局限性。第六部分揭示研究结论。

第二章 主要假设及内涵

为研究目标公司并购前股价对于并购的影响，首先应讨论二者的内在联系。罗兹和维斯瓦纳坦发现企业微观层面及市场中观层面的价值错估均会引发并购浪潮。Jovanovic and Peter (2002)^[4], Rhodes-Kropf and Viswanathan(2004)^[5]证实市场估值与并购活动间存在正相关关系。施莱佛和维什尼进一步研究了股票市场对于并购中具体项目的影响。(Shleifer and Robert (1997))^[6]他们就市场估值与并购决策、对价支付方式、收购方经营状况及并购浪潮的发生四者的关系建立模型。罗斯定义了并购动量，发现市场反应与并购公告及公告期间市场条件存在正向关系。(Rosen(2006))^[7]

施莱佛、维什尼，罗斯的研究均从市场中观层面探讨股价对并购的影响，本文主要讨论企业微观层面的股价与并购间的联系。系统风险的存在使企业的股价受市场整体表现的影响，但由于非系统风险的存在使企业个体的股市表现对于收购对价及异常回报率的作用与股票市场并不等同。

安东尼奥按照短期和长期进行划分观测异常回报率，并检测并购动量对于收购方异常回报的短期效应与长期效应。(Antoniou(2008))^[8]他的结论支持投资者情绪在并购动量对于收购方回报方面起到主要作用，短期会使得收购方获得显著正回报，长期则会反转。当并购市场过热，尤其是高估值时期，由于投资者从整体上容易受并购公告的影响呈过度乐观倾向，并购市场会出现强烈的并购动量趋势。正因为安东尼奥的研究揭示了投资者情绪在并购的短期效应中的显著作用，马尔科姆·贝克的理论依据在一定程度上得到了支持。然而，在投资者情绪通过以市场估值作为桥梁从而对于收购方回报的影响层面，安东尼奥得到的结论是短期正效应，这与马尔科姆·贝克的负效应是相矛盾的。因此，通过投资者心理因素这一相同研究理论基础得到的却是相悖的结论，投资者心理因素这种因素论对于并购回报效应的可靠性值得再次探讨。接下来在本部分，我将分别就新古典经济学及行为金融学（管理者自负假说及投资者心理假说）在目标公司并购前股价对于并购效应的有关问题进行论述。

2.1 新古典经济学及相关假设

根据新古典经济学,管理者的行为旨在股东权益的最大化。(Salter and Weinhold(1979))^[9]所以,并购行为的产生本身就蕴含着此行为可以提高股东的权益的目的,其中并购产生的协同效应起着主要作用。一般来说,一家公司并购另一家公司意味着主并公司是为了追求更高的经济价值,而这种经济价值通常通过主并公司和目标公司的协同效应得以实现。协同效应的获得主要有以下两种途径:(1)通过并购增加公司规模、拓展经营范围以提高经营效率,主要指经营协同;(2)获取目标公司的技术或资源,主要指管理协同和财务协同。通过协同效应,合并后的公司创造的价值往往高于两个独立公司创造的价值之和。

当个体因协同效应形成的并购行为扩大到群体,并购市场被看好,同时产生一系列的并购,形成并购动量。并购动量冲击下的并购公告引发的异常回报要更高。在新古典经济学中,投资者是理性的。目标公司并购前的高股价包含较好的财务状况、管理水平、市场潜力及发展能力等信息。否则,大部分理性投资者将不会买入或放弃持有该公司的股票,结果将变成这支股票的需求下降,股价下跌。因而,具有高股价良好基本面的目标公司可以给收购方提供较好的财务条件、管理水平、市场潜力及发展能力,从而形成量大质高的协同效应。更具优势的协同效应也给并购后的企业发展提供有利条件,基本面呈更优质的状态,从而使投资者趋向获得正向异常回报。

另外,并购动量的存在使得收购方在并购中引入乐观的投资者,这部分投资者可以被划作两部分。一部分是原始投资目标公司的投资者,收购方通过并购行为引入了市场上仍继续持有目标公司股票的部分投资者;另一部分是新增的对于并购后收购方有良好预期的投资者。随着这两部分投资者的引入,收购方的投资者数量增加,股票需求量走高,收购公司的企业市价也将提高,收购方的原始投资者会因此获得正向异常回报。

综上,可以推断一个高股价的目标公司可以带来更好的协同效应,提高投资者对并购后公司的信心,刺激股票需求,最终为收购方股东带来正向异常回报。因此,提出原假设,目标公司并购前股价对于并购效应不仅仅是心理层面的作用,因为新古典经济学在目标公司并购前股价对于并购效应问题中发挥显著正向作用。若并购前高股价的目标公司使得并购产生显著负异常回报,则原假设。

2.2 行为金融学及相关假设

行为金融学中有关并购领域的心理层面因素，可以进一步划分为管理者心理因素及投资者情绪因素，相关理论支持分别为管理者过度自信假说与前景理论。

2.2.1 管理者过度自信假说

在并购中，管理者在以下两种情况下并没有传递出关于协同潜力的认知。第一，当管理者处于有利位置时往往会滋生自大情绪，特别是在他们的公司业绩比较突出的时候，这种情绪会更明显。(Hayward and Hambrick(1997))^[10]第二，管理者自私的动机也会导致主并公司支付过高的价格。(Jensen(1986))^[11]因为大多数管理者都渴望管理大公司，更重要的是，他们的薪酬与公司规模相关因此，他们会想方设法扩大公司规模，而不管是否支付了过高的价格。

该假说认为市场是效率的，可以反应股票真实价值，管理者对目标公司估价超过市场价格，会导致支付过高对价，因而不可能通过并购来实现企业价值的提升，管理者过度自信情况下实行并购的结果是使企业价值减损。然而，过度自信的管理者看来，即便短期来讲并购会使市价下跌，但长期他们对目标公司的预期会得以证实。由于代理问题的存在，大部分在公开市场的投资者无法阻止管理者的过度并购行为，因而会相应的对并购后企业的预期打折扣。同时，投资者预期的降低传导至股市，将会使得股价下跌，企业价值减损，长期上也无法实现管理者预期的反转。罗尔在 1986 年首先提出了过度自信的概念。(French and Roll(1986))^[12]马尔门迪尔和塔特通过实证发现过度自信的首席执行官通常会执行价值毁灭的并购，给目标公司支付过高对价。(Malmendier and Tate(2008))^[13]他们在检验首席执行官是风险规避者还是过度自信者时采用的方法是十分巧思的。他们用首席执行官是否会对持有的公司股票期权行权的决策数据来检验他们对公司将来的预期。如果首席执行官是风险规避者，他们应该在期权有效期内对价内期权行权以减少承受公司个体风险。如果首席执行官会一直等到期权到期再行权，而且他们大部分蒙受损失，那这部分首席执行官就是过度自信的管理者。过度自信会削弱股票及股票期权作为激励机制的有效性。这篇文章的先进性主要体现在两个方面。一方面，研究的前提得以放松，首席执行官的过度自信与否的判

定可以随时间随行为变化。另一方面，马尔门迪尔和塔特构建了相对投资组合决策来说更为简单的方法，用期权的行权决策作为媒介来界定过度自信的管理者。如果以投资组合决策为基础进行判断，则还需要控制比如内部信息、信号传递、董事会压力、风险承受能力、税收及递延税等复杂的因素。

2.2.2 前景理论及相关假说

2.2.2.1 前景理论简述

前景理论是描述性范式的一个决策模型，它假设风险决策过程分为编辑和评价两个过程。在编辑阶段，个体凭借“框架”、参照点等采集和处理信息，在评价阶段依赖价值函数和主观概率的权重函数对信息予以判断。在价值函数是经验型的，它有三个特征，一是大多数人在面临获得时是风险规避的；二是大多数人在面临损失时是风险偏爱的；三是人们对损失比对获得更敏感。（Kahneman and Tversky(1979)）^[14]

2.2.2.2 处置效应

在前景理论中，由于价值函数是 S 型，股票的盈利和亏损可以用参考点来判断：当股票价格高于参考点价格时（主观判断为盈利），价值函数是凹函数，因此投资者是风险回避者；当股票价格低于参考点价格时（主观判断为亏损），价值函数是凸函数，因此投资者又成为风险偏好者。如果投资者用以前所买股票的买入价格作为参考点，当股票市场价格上升高于买入价时投资者面临两个选择，即出售股票获取少量盈利和冒亏损风险继续持有以期望价格进一步上升，这时大多数投资者都是风险回避者，趋于较早卖出盈利股票。相反，如果市场价格低于买入价格，投资者将回避实现损失从而继续持有亏损股票。谢夫瑞和斯特曼将投资者趋于过长时间地持有正在损失的股票，而过快地卖掉正在盈利的股票的行为定义为处置效应，并提出后悔理论进行解释。（Shefrin and Statman(1985)）^[15]

2.2.2.3 后悔理论

他们认为投资者在投资过程中常出现“害怕后悔”的心理状态，由于害怕后

悔而想方设法尽量避免后悔的发生。投资者延迟卖出下跌的股票是为了不想看到已经亏损（失误）这一事实，从而不感到后悔。投资者及时卖出已上升的股票是为了避免随后股价可能降低而导致的后悔感，而不管股票价格进一步上涨扩大盈利的可能性。在该理论下，泰勒提出心理账户框架为处置效应提供了支持并设置了心理账户的参考点以判断收益和损失。（Thaler(1985)）^[16]

此外，均值回归理念和认知不和谐理论也对投资者处置效应进行了解释。

2.2.2.4 均值回归理念

Odean 和 Terrance 认为处置效应的产生在于投资者持有强烈的均值回归理念。投资者卖出盈利股票持有亏损股票不是因为他们不愿意实现亏损，而是因为今天的亏损股票（盈利股票）不久将成为明天的盈利股票（亏损股票），他们认为价格将会反弹，收益将会回归均值。价格的均值回归意味着收益是负自相关的：当收益高于一定时期的平均收益时，随后的预期收益会低于平均水平，反之会高于平均水平。因此，当股票收益较高时，投资者认为未来预期收益会降低，于是卖出盈利股票；当收益较低时，投资者认为预期的收益会上升，促使他们继续持有亏损股票，这样形成了处置效应。（Odean and Terrance(1998)）^[17]

在均值回归理念的应用方面，韩和格林布莱特阐释资产定价过程中的偏离理性行为，描述了处置效应和并购动量间的关系。（Grinblatt and Han(2005)）^[18] 研究表明在处置效应的影响下，股价对于信息反应不足。另外，基本面价值与均衡价格会收敛，股价动量效应因此产生。通过有效利用动量策略及未实现的资本利得可获得收益。他们发现投资者服从前景理论与心理账户行为的前提下，需求的失真与未实现的资本利得呈负相关关系。韩和格林布莱特使用投资者个体差异模型将价格扭曲转化成反常回报。在这个模型中，由于投资者存在个体差异，因而个体间需求函数不同，所以不同个体在处置效应作用下的交易发生。这一动态过程可以说明聚集成本基础和市场价格间的绝对差异。个体差异模型相比于有限交易下平仓模型可以避免无法定量检测的障碍。

类似地，贾斯汀发现处置效应可以解释很多市场异常现象并可能是动量的一个但并不是唯一的驱动因素。（Justin(2009)）^[19] 投资者对于损失或利得有不同程度的偏好，他们对于信息反应不足，因而可以导致回报的可预测性，产生回报异

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫