

国泰君安证券与海通证券并购分析

李雪茹¹ 刘鹤同² 罗全蒙³

1 济南大学, 山东济南, 250000;

2 澳门大学, 中国澳门, 999078;

3 广东培正学院, 广东广州, 510800;

摘要: 国泰君安证券与海通证券合并重组可以称得上是近几年来行业内的重大事件, 这意味着国内将涌现一家规模庞大的证券公司, 该公司将有望超越当前国内排名第一的券商, 跻身行业首位。本文针对此次合并事件, 对合并动因及市场影响进行深入剖析。本文基于协同效应理论与事件研究法, 对合并公告日前后 3 个交易日及 5 个交易日的异常收益率和累计异常收益率展开分析, 进而探究短期内市场对此次合并事件的反馈。

关键词: 企业并购; 协同效应; 事件研究法

DOI: 10. 64216/3080-1486. 25. 07. 020

引言

国泰君安证券与海通证券的并购交易是中国金融行业的一件大事。双方于 2024 年 9 月 5 日联合宣布停牌公告, 将筹划其重大资产重组合并为一家公司, 同时宣布股票于 2024 年 9 月 6 日停牌, 并于 10 月 10 日复牌, 2025 年 2 月 26 日, 海通证券股份有限公司发布公告, 公司 A 股股票将于 2025 年 3 月 4 日终止上市。国泰君安将通过换股方式收购海通证券, 海通证券股份有限公司的股东可将其持有的股份转换为国泰君安的股份, 或选择获得现金。合并后公司名称确认为国泰海通证券, 此次并购是中国提升金融市场地位、打造具有全球竞争力投资银行这一整体战略的组成部分。合并后的公司旨在吸纳两家公司的优势, 增强在资本市场的创新能力与竞争力。

1 文献综述

协同效应理论认为, 企业并购会产生“协同效应”, 即所谓的“1+1>2”效益。该理论包含两个基本观点: 一方面, 并购活动能提升管理绩效; 另一方面, 并购会催生某种形式的协同效应。

首先, 实现协同效应的方法之一是通过改善目标公司实现的并购整合, 这会提升目标公司的价值并实现并购协同效益 (Servaes, 1991)。这不仅会给个别企业带来效率提升, 而且会给整个社会带来福利的改善, 这是一种帕累托式的改善。

其次, 通过纵向并购可降低生产经营环节间的沟通与谈判成本 (Arrow, 1975; Klein, Crawford, and Alchian, 1978)。Slusky 与 Caves (1991) 提出, 同行业企业可基于经营协同效应实现协同收益, 且同行业企业更有可能出于经营协同动机实施并购。

Bradley, Desai and Kim (1988) 的研究表明, 成功的收购要约能产生显著的协同增益效应, 从而实现企业资源的更高效配置。虽然目标公司和收购方的股东都能获得显著的正向超额收益, 但大部分收益最终被目标公司的股东所获取。从长期来看, 目标公司的回报率和货币收益持续攀升, 而收购方的收益却在不断缩水。

2 研究方法

2.1 数据收集方法

本报告的数据来源主要为中国股票市场交易及会计研究数据库 (SMAR) 和 Wind 数据库, 部分财务数据来自两家公司在上海证券交易所网站披露的公告以及公司的年度报告。此外, 还对同行业的一些发展趋势做了进一步的了解。

2.2 数据分析

本报告基于有效市场假设, 简要介绍了两家公司的基本情况、大致的合并过程, 并通过聚焦并购公告前后的股票收益变化, 详细分析了国泰君安证券与海通证券的并购动机及短期绩效。在短期绩效分析方面, 将采用事件研究法。本文将首次公告日定义为事件日, 并确定

事件日前后的事件窗口期，且这两个时间段互不交叉。同时，本文将国泰君安证券命名为收购方公司，海通证券为目标公司。

首先，本文获取了上海证券交易所指数的市场收益率以及收购方公司和目标公司每个交易日的收益率；其次，分别计算收购方公司和目标公司的异常收益率；最后，由异常收益率推导出累计异常收益率（CAR）。如果累计异常收益率大于 0 且呈上升趋势，则表明并购对公司股价产生了积极影响，且促进了公司的短期业绩，反之则不然。

总体而言，目标公司的异常收益率通常显著为正，而收购方公司的异常收益率通常为 0。

3 公司概况及发展历程

3.1 国泰君安证券概况

国泰君安由原国泰证券与原君安证券于 1999 年 8 月 18 日通过新设合并及增资扩股组建而成。该公司于 2015 年 6 月在 A 股市场上市（股票代码：601211），2017 年 4 月在 H 股市场上市（股票代码：2611.HK），从而形成了 A+H 股的国际化资本架构。

国泰君安业务范围广泛，涵盖多个领域，包括证券及期货经纪、投资银行、自营交易、股票及 FICC（固定收益、货币与商品）交易、信贷业务、资产管理、公募基金管理、私募股权投资、另类投资以及国际业务等。

国泰君安证券在国内设有 37 家证券分公司、345 家证券营业部及 25 家期货分公司。同时，公司直接控股国泰君安金融控股股份有限公司，间接持有国泰君安国际（1788.HK），并在中国香港、中国澳门、美国、英国、新加坡、越南等地设有境外机构。

3.2 海通证券概况

海通证券成立于 1988 年，1994 年 2 月 24 日在 A 股市场上市（股票代码：600837.SH），2012 年 4 月 27 日在 H 股市场上市（股票代码：06837.HK）。作为中国证券市场具有重要影响力的综合性金融服务集团，海通证券业务范围涵盖证券经纪、自营交易、证券承销与保荐、证券投资咨询、财务顾问、直接投资业务、证券投资基金代销、期货公司中间介绍业务、证券融资、金融产品代销、股票期权做市等中国证监会批准的其他业务。

海通证券业务网络覆盖纽约、伦敦、新加坡、中国

香港、上海和东京六大国际金融中心，在全球 5 大洲 15 个国家和地区设有分支机构、子公司或代表处。在中国境内，海通证券拥有 345 家证券期货营业网点，服务超过 2500 万境内外客户。

3.3 国泰君安证券与海通证券的并购过程

本次交易通过国泰君安证券以换股吸收合并的方式收购海通证券实现。同时，国泰君安通过向国有企业发行 A 股股票，募集不超过 100 亿元人民币的配套资金。本次换股并购的定价基准日为合并双方就本次交易首次发布董事会决议公告的日期。在本次交易中，国泰君安证券与海通证券的 A 股换股价格以定价基准日前 60 个交易日内 A 股平均交易价格为基础，并经除权除息调整后确定。每股海通证券股票可兑换的国泰君安证券股票数量计算公式为：

$$\frac{\text{海通证券 A 股换股价格}}{\text{国泰君安证券 A 股换股价格}} \quad (\text{计算结果保留两位小数})$$

国泰君安证券的 A 股交换价格为每股 13.83 元人民币，海通证券的 A 股交换价格为每股 8.57 元人民币。根据上述公式，海通证券与国泰君安证券之间的换股比例为 1:0.62，即每股海通证券股票可兑换 0.62 股国泰君安证券股票。

4 并购动机

4.1 提高市场地位与竞争力

2024 年 4 月，中华人民共和国国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，强调全面贯彻二十大和二十届二中全会精神，推动金融强国的建设，推动证券基金机构高质量发展，支持头部公司通过并购重组和组织创新提升核心竞争力，鼓励并引导头部企业立足主业，加大对产业链上市公司的整合力度。我国资本市场拥有着全球规模最大、交易最活跃的投资者群体，蕴藏着巨大的市场潜力。行业头部机构通过合并重组实现优化扩张，将推动行业竞争格局的重塑，提升中国证券机构在国际舞台的竞争力，并在国际竞争中占据一席之地。

4.2 企业并购中的规模效应

所有企业合并的一个共同特征在于扩大公司规模。因此，并购行为最常见到的理由是两家企业的联合将产生规模效应或协同效应。2024 年 11 月 20 日晚间，该公

司重大资产重组方案获上海市国资委批准并通过反垄断审查。通过资源整合，合并后的实体能够实现成本效益提升和运营效率改善。

截至 2024 年 9 月末，国泰君安证券总资产达 9319.48 亿元人民币，根据国泰君安 2024 年年报披露显示，截至 2024 年 12 月 31 日，国泰君安的总资产升至 1.05 万亿元人民币，增长了约 12.67%。2025 年 7 月 15 日，合并后公司国泰海通证券发布 2025 年上半年度业绩预增公告，预计 2025 年上半年归属于母公司所有者净利润将实现 152.83 亿元到 159.57 亿元人民币，同比将增加 205%到 218%，同时预计归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 69.12 亿元到 73.96 亿元人民币，同比会增加 52%到 62%。

4.3 财务动机

在合并前，海通证券正面临多重挑战：2024 年上半年利润同比骤降 75.11%，营业收入同比下降 47.76%，包括原副总经理蒋成俊因涉嫌职务犯罪被逮捕等事件。尤其值得注意的是，海通证券的境外子公司海通国际深陷亏损泥潭——2023 年亏损额高达 81.56 亿港元，2024 年上半年继续亏损 28.73 亿港元，这对海通证券的整体业绩造成了严重的负面影响。

5 并购后短期绩效表现

5.1 事件研究法概述

本节采用事件研究法进行分析。该方法基于三个核心假设：

企业所处市场是有效的，所有公开信息（过去、现在及未来）均能充分反映在股价中。

特定事件的发生未被市场预期，投资者难以提前作出反应，因此异常收益率可有效衡量股价对特定事件的敏感程度。

事件窗口期内仅存在当前研究事件，不受其他事件的混合干扰影响。

基于此，本节可通过观测国泰君安证券与海通证券并购前后股票收益率的变化，探究并购对其短期绩效的影响机制。

5.2 窗口期界定

采用事件研究法前，第一步是明确研究对象及事件时点，这是判定并购对股价及经营绩效影响的关键步骤。

通常将证券交易所或公司的首次公告日作为事件基准日。本文设定 2024 年 9 月 5 日为事件日（记为 $t=0$ ），分别选取并购事件前后 3 个交易日与 5 个交易日构成事件窗口，即 $[-3, 3]$ 与 $[-5, 5]$ 区间。经剔除非交易日，实际窗口期分别为 2024 年 9 月 2 日至 10 月 14 日，以及 2024 年 8 月 29 日至 10 月 16 日。

5.3 异常收益率与累计异常收益率的计算

基于国泰君安证券与海通证券的日收益率，本文计算了并购公告前后收购方与目标公司股票的异常收益率（AR）及累计异常收益率（CAR）。计算公式如下：

$$RB_t = (PB_t - PB_{t-1}) / PB_{t-1} - \text{市场收益率}$$

其中：

RB_t 表示收购方在时间 t 的异常收益率。

PB_t 表示收购方在时间 t 的股价。

PB_{t-1} 表示收购方在时间 $t-1$ 的股价。

$$RT_t = (PT_t - PT_{t-1}) / PT_{t-1} - \text{市场收益率}$$

其中：

RT_t 表示目标公司在时间 t 的异常收益率。

PT_t 表示目标公司在时间 t 的股价。

PT_{t-1} 表示目标公司在时间 $t-1$ 的股价。

$$CAR(t1, t2) = \sum_{t=t1}^{t2} Ri_t$$

其中：

$CAR(t1, t2)$ 表示在时间区间 $(t1, t2)$ 内的累计异常收益率。

Ri_t 表示在时间 t 的异常收益率（ i 可以是收购方或目标公司）。

$t1$ 和 $t2$ 是时间区间的起始和结束时间。

基于计算得出的收益率以及上证综合指数，计算收购公司与目标公司股票的异常收益率（AR）和累计异常收益率（CAR）。在此种情况下，异常收益率是指个股实际收益率与市场收益率之间的差值：若计算结果为正，表明事件窗口期内实际收益率高于市场收益率；反之则表明低于市场收益率。累计异常收益率则是事件窗口期内所有异常收益率的加总，收购公司和目标公司的具体数据详见表 1 至表 4。累计收益率为正值意味着价值创造效应。

5.4 结果分析

5.4.1 窗口期 $[-3, 3]$

在事件前期（窗口期内事件发生前），国泰君安证券的异常收益率（AR）相对较小且接近于0，这表明国泰君安证券的表现与市场预期相符，未出现显著异常波动。

事件发生后的首日，国泰君安证券的收益率大幅攀升至10.00%，异常收益率（AR）达8.68%，累计异常收益率（CAR）增至10.21%，这表明此次并购对其个股产生了显著的正向影响；事件发生后的第二个交易日，尽管市场收益率下跌，个股收益率仍维持在10.02%的水平，异常收益率进一步上升至12.57%，累计异常收益率达到22.78%，说明事件对个股的积极影响仍在持续；事件后第三个交易日，个股收益率为6.86%，异常收益率为4.79%，累计异常收益率为27.57%。虽然异常收益率较前日有所回落，但累计异常收益率仍显示出该事件对股票产生的长期正向效应。

就海通证券而言，事件发生前三个交易日内的异常收益率为-1.46%，表明其股票表现弱于市场预期。事件发生前两天，该股异常收益率为1.72%，显示出股价开始逐渐高于市场预期。事件前一日，异常收益率接近零值，表明股价表现与市场预期基本吻合。

事件发生后首个交易日，海通证券个股收益率大幅跃升至10.03%，异常收益率达8.71%，累计异常收益率攀升至12.46%，这显示事件对个股产生了显著正向影响。次日尽管大盘指数下跌，但其个股收益率仍维持在10.05%，异常收益率进一步增至12.60%，累计异常收益率达到25.06%，表明事件对个股的积极影响持续存在；事件后第三日，个股收益率为9.98%，异常收益率为7.91%，累计异常收益率达32.97%，这证实事件对个股的积极影响仍在延续。

通过对比两组数据可以发现，目标组合在事件前（ $t=-3$ ）的累计异常收益率较低，这可能意味着相关个股在事件前表现较弱。但事件发生后，两家公司的数据均呈现出显著的正向影响。

5.4.2 窗口期[-5,5]

在事件发生前的窗口期，收购方股票的累计异常收益率（CAR）呈现逐步上升态势，从1.29%增长至5.54%。这表明在事件前期，该公司股票的表现逐渐优于市场预期。

事件发生首日，收购方股票收益率显著攀升至

10.00%，超额收益率（AR）达8.68%，累计超额收益率（CAR）增至15.73%。这表明该事件对其个股产生了极为积极的影响。次日，尽管大盘指数下跌，该股票的收益率仍维持在10.02%，AR进一步上升至12.57%，CAR达到28.30%，显示事件对个股的积极影响持续存在。事件发生后的第三个交易日，个股实现6.86%的收益率，AR为4.79%，CAR攀升至33.09%，再次印证事件对个股的积极效应仍在延续。至第四个交易日，市场大盘指数与个股收益率双双出现下跌趋势，该公司个股AR降至-2.78%，CAR降至30.31%，这可能预示着市场对该事件的积极反应开始减弱，或整体市场情绪发生转变。

事件后第五个交易日，个股收益率回升至3.22%，AR为3.17%，CAR升至33.48%，此现象表明个股在经历一日回调后，重新回归增长态势。总体而言，这组数据表明所研究事件对收购方个股产生了显著正向影响，特别是在事件发生后的几个交易日内，这些股票的累计异常收益率（CAR）显著上升。然而在事件后第四天，CAR出现回落，这可能需要进一步分析以确定原因。

在事件前期阶段，目标公司个股的CAR从-1.80%逐渐收窄至-0.48%，这表明在事件发生前，该公司股票的表现逐渐弱于市场预期。

事件发生后的首个交易日，目标股票收益率显著攀升至10.03%，超额收益率（AR）达8.71%，累计超额收益率（CAR）增至11.87%，这表明该事件对个股产生了正向积极影响。次日，尽管市场指数下行，个股收益率仍维持在10.05%水平，AR进一步上升至12.60%，CAR达到24.47%，印证了个股积极效应的持续发酵。事件后第三日，股票收益率为9.98%，AR为7.91%，CAR攀升至32.38%，持续验证事件对个股的正面推动作用。至第四日，市场指数与个股收益双双回落，个股AR降至-4.75%，CAR收缩至27.63%，这或预示着市场对该事件的积极反应开始减弱，亦或反映整体市场情绪转变。第五个交易日，个股收益率回升至7.57%，AR达7.52%，CAR至35.15%，显示个股经历一日回调后重拾增长动能。这组对比数据表明，所研究事件对目标个股产生了显著的积极影响，特别是在事件后续数日内，个股CAR呈现大幅增长。不过，事件发生后第四个交易日CAR的回落现象，可能需要进一步分析其成因。

6 竞标公司与目标公司的综合分析

结合图 1 和图 2 可知,在事件发生前窗口期,国泰君安证券与海通证券的 CAR 均接近市场预期,未出现显著异常波动,表明在事件发生前市场对两者股票的预期相对稳定。事件发生后,国泰君安证券与海通证券的 CAR 均显著上升,这也显示了该事件对这两只股票产生了较强的正向的影响。

具体而言,国泰君安证券在事件后首个交易日收益率提升至 10.00%,异常收益率(AR)为 8.68%,累计异常收益率(CAR)达 10.21%。海通证券在事件后首日收益率升至 10.03%,异常收益率(AR)为 8.71%,累计异常收益率(CAR)为 12.46%。通常情况下,目标公司的 CAR 通常高于目标公司,这一现象在此处得到了体现。尽管国泰君安证券与海通证券的股价在事件发生后短期内表现强劲,但从第四天开始 CAR 呈现下降趋势,这可能意味着市场对该事件的积极反应开始减弱,或整体市场情绪发生了变化。

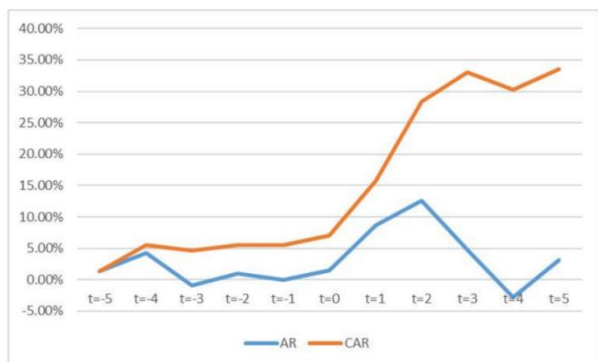


图 1: 国泰君安证券的 AR 与 CAR 趋势

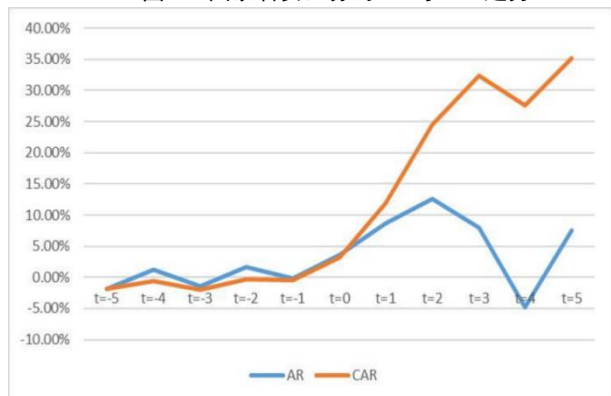


图 2: 海通证券的 AR 与 CAR 趋势

7 结论

投资者与市场普遍认为,国泰君安与海通证券的并购是一项优质的战略举措,这将提升收购方的长期价值,并使双方从此次并购中获益。预计两家公司均能在此次交易中获利,其中目标公司将获得略高的即时收益。两家公司呈现的正向累计超额收益率(CAR)表明市场很可能认为并购产生的协同效应将为两家公司创造价值,但目标公司被认为能获得更显著的即时财务收益。从长期视角来看,股票投资不仅提供了更高回报,在经通胀调整后仍保持收益优势,这凸显了权益资产作为长期投资工具的价值。

参考文献

- [1]Servaes, H. (1991). Tobin's Q and the Gains from Takeovers. *The Journal of Finance*, 46 (1). 409-419.
- [2]Arrow, K. J. (1975). Vertical Integration and Communication. *The Bell Journal of Economics*, 6(1), 173-183.
- [3]Klein, B., Crawford, R. G., & Alchian, A. A. (1978). Vertical Integration, Appropriable Returns, and the Competitive Contracting Process. *Journal of Law and Economics*, 21(2), 297-326.
- [4]Slusky, A. R., & Caves, R. E. (1991). Synergy, Agency, and the Determinants of Premiums Paid in Mergers. *The Journal of Finance*, 39(3), 227-296.
- [5]Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1988). Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 21(1), 3-40.

作者简介:李雪茹(1998—),女,汉族,山东聊城人,济南大学硕士研究生,研究方向:财务会计。