

中国上市公司并购绩效的实证分析

余力, 刘英

(西安交通大学 经济与金融学院, 陕西 西安 710061)

摘要: 西方经典企业并购理论可主要归结为使总价值增加的效率理论、自大理论、代理问题和再分配理论。为检验这些理论在中国的适用性, 本文分别采用会计研究法和事件研究法, 对中国上市公司 1999 年发生的 85 起控制权转让案和 2002 年 55 起重大资产重组案的并购绩效进行了全面分析, 兼顾了并购绩效产生所需的时间因素和实证研究的实效性, 从而揭示中国企业并购之动机及其绩效。研究表明, 并购重组给目标企业带来了收益, 其 CAR 为 24.502%, 超过 20% 的国际水平; 而收购企业收益不大且缺乏持续性。同时本文结合个案分析补充大样本研究的不足, 得出并购理论在中国具有一定适用性。最后, 本文从并购动机、并购方式等不同角度分析了我国并购失败率高的原因。

关键词: 并购动机 并购绩效 会计研究法 事件研究法 个案分析

有人称 2002 年为中国公司并购“元年”, 即无论从并购主体的造就、企业交易的盛行亦或是并购群雄的秣马厉兵, 都显示中国资本市场正在经历新一轮的并购浪潮。

研究表明, 企业并购不仅会推动企业技术进步和制度变革, 而且有利于产业结构优化和社会资源合理配置。目前, 我国产业结构不尽合理, 规模经济效益低下, 专业化协作水平低, 只有实施企业并购重组等具体措施才能优化产业结构和提高生产效率。并且, 通过外资和民营企业参与并购, 将外资和民营资本引入可使上市公司股权多元化, 实现国退民进, 优化公司治理结构。

然而, 反观当前我国企业的畸形的并购模式, 使得并购重组非但没有实现上述的经济效应, 反而导致社会资源逆向配置流向低效企业, 破坏了市场规则并增加了证券市场的系统性风险。那么, 究竟我国企业并购的动机和绩效如何, 能否真正创造价值? 这是研究企业并购行为的首要问题。要回答这个问题, 需要全面深入的实证分析与理论研究。

需要说明的是, 由于搜集非上市公司的财务数据等相关资料存在一定困难, 考虑到研究的可行性, 本文仅以上市公司为代表作为研究对象, 对上市公司并购的绩效进行实证分析, 然后通过演绎归纳, 将结论推广到其他非上市公司, 从而验证中国企业并购的动机并揭示其中存在的问题, 以规范和推动中国企业的并购行为, 使之真正发挥应有的经济效应。

一、相关文献回顾与评论

伴随着此起彼伏的公司并购浪潮, 是一波又一波的理论争鸣。这些有益的探讨, 虽然尚未形成一个公认的分析系统, 但西方各种企业并购理论和假说研究的基点是相同的——并购的动机和绩效分析。本文依据美国学者威斯通 (J. Fred Weston) 等人的研究, 对并购理论作一简要的回顾与评介。

I. 总价值增加理论 (效率或协同效应理论 [Arrow, 1975; Williamson, 1975; Nickell, 1978] 和信息信号理论 [Bradley-Desai-Kim, 1983, 1988 等])。该理论认为并购对目标公司和收购公司都是价值增加的投资, 所以总收益为正。当然这可能是价值增加在某种程度上被分享, 即上述双方收益均为正, 但也可能是竞价者支付的溢价大于总收益, 从而导致竞价者获得负收益。但是支付过多就会推入第二种理论——自大。

II. 自大理论 (Hubris Hypothesis) [Roll, 1986]。该理论假设总收益为零, 且收购者对目标公司支付过多。Roll 实证表明目标企业股东从中获益, 但收购方股东却遭损失, 这是由于收购管理者过于骄傲, 从而在评估并购机会时犯了过分乐观的错误, 此即自大假说。

III. 代理问题 (Agency Problem) [Jesen 和 Meckling, 1976]。该理论对并购行为的解释有: 企业被兼并是代理问题的外部控制手段 [Manne, 1965]; 管理主义 [Muller, 1969] 认为兼并只是与企业管理者低效率外部投资相关的另一种表现形式; 自由现金流量假说 [Jesen, 1986, 1988] 则认为接管将有助于降低代理成本。代理问题或错误导致总价值减少, 而目标企业收益为正, 收购者收益必为负。

本文已发表于《当代经济科学》2004 年第 4 期, 中图分类号: F830.91, 文献标识码: A, 文章编号: 1002-2848 (2004) 04-0068-07
作者简介: 余力 (1948-), 男, 陕西西安人, 西安交通大学经济与金融学院教授, 博士生导师, 主要研究方向: 金融理论与货币政策、投融资创新与金融国际化等。刘英 (1979-), 女, 陕西神木人, 西安交通大学经济与金融学院硕士研究生, 研究方向: 金融学——投融资创新与金融国际化, 通讯地址: 西安交通大学财经西区 0130#, 邮编: 710061, 13032922548, E-mail: ying1979@sina.com

IV. 再分配理论。即税赋理论（来自政府的再分配）、市场力量理论（来自消费者的再分配）、来自债券持有人的再分配[McDaniel, 1986; Warga 和 Welch, 1993]、来自劳动者的再分配[Shleifer、Summers, 1988]及养老金反转[Pontiff、Shleifer 和 Weisbach, 简称 PSW, 1990]。该理论认为企业并购行为对总收益的影响不确定。

可见，企业并购的动机与绩效往往是联系在一起的，西方学者对此的实证研究结果可总结如下表（表 1）。显然，对并购动机四组理论的任何一来讲，目标企业均获得正收益，而收购者则不确定。

表 1：西方经典企业并购动机理论一览表

并购动机	并购绩效		
	(1)总收益	(2)目标企业收益	(3)收购者收益
I. 效率或协同效应	+	+	+
II. 自大理论	0	+	-
III. 代理问题或错误	-	+	-
IV. 再分配	不确定	+	不确定

对此国内许多学者也作了大量实证研究[如张新（2003）“并购重组是否创造价值？”；王苏生（2002）“要约收购的财富效应的理论与实证研究”；冯根福和吴林江（2001）“我国上市公司并购绩效的实证分析”等]。

总体来说，我国对于企业并购动机与绩效的实证研究还比较少。目前还处于对企业并购理论的相关因素进行相关分析的初级阶段，很少对国外的行为动机假设在中国的适用性加以检验，研究方法也嫌不足。考虑到中国的目标企业在被收购前通常亏损严重，本文修正了以往以公告日为中心前后相对称的事件期的研究方法，以公告前 2 个月到公告后 10 个月的非对称区间为事件期进行绩效分析，从而更适合中国的现实。在采用会计研究法和事件研究法的基础上，本文结合重要个案研究，来补充大样本研究的不足，做到点面结合，从而较全面地对我国的企业并购绩效进行了实证研究，检验上述四大西方并购动机理论在中国的适用性，进而分析中国存在的一些特殊性问题和发展企业并购的必要性。

二、 样本数据的选择和特点

1. 数据来源

本文所用的上市公司的净资产收益率（NROA）和每股收益（EPS）等财务数据来源于“天同理财在线”（www.ttstock.com）；上市公司股票价格、市场指数等来源于“巨潮”信息系统（www.cninfo.com.cn）、全景网络（www.p5w.net）和证券之星（www.stockstar.com）。

2. 数据的选择及特点

考虑到研究的充分性、现实的可行性及信息的及时性，本文包括了从 1996 年到 2003 年中期的所有数据，并据分析的科学性和具体需要作如下考虑：（1）将发生并购重组事件的上市公司分为目标公司（即被收购或重组的公司）和收购公司；（2）选取了 1999 年发生的包括西安旅游、太极集团、辽河油田等全部 85 起上市公司控股权转让的案例作为会计研究法的样本。之所以选 1999 年，主要是想利用并购前后 3 年（包括并购当年）的业绩数据来对并购的效果进行评估，并购后 3 年半（包括最新的 2003 年中期）的财务数据可以更充分地显示并购的实际效应，从而考虑了并购绩效产生所需的时间因素。因此，1999 年是可以评估的最近的一年；（3）选取了作为中国并购元年的 2002 年的 55 起上市公司重大资产重组事件如一汽并购天汽、新疆屯河收购天山股份以及“新桥”控股深发展等作为事件研究法的样本，从而使实证研究更具时效性和现实性；（4）选取了 2002 年 3 月 5 日公告的格林柯尔收购 ST 科龙进行个案分析，从而弥补大样本研究的不足（详见表 2）。

表 2：样本数据的特点

研究方法	研究对象	并购数量			数据信息
		整体公司	目标公司	收购公司	
会计研究法	1999 年上市公司控制权转让事件	85	72	13	1996-2003 年中期上市公司的 NROA 和 EPS 指标
事件研究法	2002 年上市公司重大资产重组事件	55	48	7	2001.3-2003.10 上市公司的月股价信息
个案研究法	2002 年 3 月 5 日格林柯尔收购 ST 科龙	-----			2001.9.30-2003.9.30 ST 科龙的财务指标及股价信息

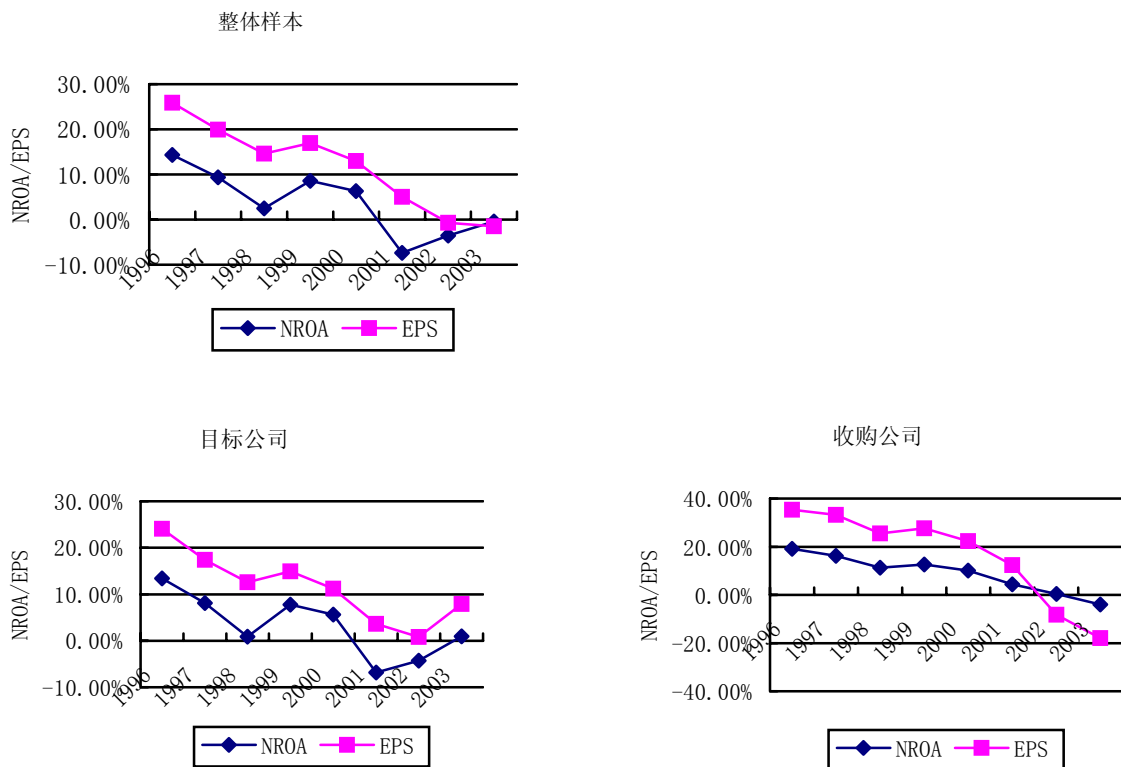
三、对中国上市公司并购绩效的实证分析

本文对中国上市公司的并购绩效的分析依次采用了会计研究法和事件研究法,这样不仅考虑了企业并购绩效产生所需的时间因素(长期分析),而且分析了短期内并购重组对上市公司在二级市场上的影响,即股价变动及CAR的变化情况,从而较全面地分析近年中国上市公司并购重组的绩效。

(一) 会计研究法的分析结果

本文在采用会计研究法时依据的指标主要是上市公司并购前后的NROA和EPS等2个财务数据,而分析的对象选择了1999年发生的全部85起上市公司控股权转让的案例作为样本。

研究表明(见图1),与前述经典的动机理论基本吻合:总价值在并购后有所增加,NROA从1998年的2.49%上升至1999年的8.55%,增加了243.37%,可见并购的确创造了价值,但在随后的2000年开始下降直到2003年才开始回升;目标公司业绩短期有明显好转,并购当年的NROA和EPS分别为7.78%和0.149元/股,比上年同期增加了804.65%和18.25%,但第2和第3年后绩效改善缺乏持续性,到2001年NROA降至最低点-6.80%;而收购公司的业绩虽然在并购后有微小上升,但之后呈现出不断下降的趋势,2002年的NROA仅为0.34%,比并购当年的12.64%下降了97.31%。这说明在我国,收购公司缺乏长远战略考虑、评价体系不完善、盲目并购扩张而疏于并购后的整合管理,从而导致业绩下降,并购失败率高。对此,收购企业应加强并购前的分析评价和并购后的整合管理,使企业并购不仅带来短期绩效,而且具有长期持续性。



(注: NROA: 净资产收益率的平均值; EPS: 每股收益的平均值; 数据来源: 据“天同理财在线”的数据加工整理)

图1: 基于财务绩效的实证结果

(二) 平均股价的分析结果

其实,国外在研究并购绩效时通常采用的是并购前后股价情况的比较,认为股价能更及时、准确地反映公司的现状与前景,股价变化是公司业绩和价值变化的最好表达,人为操纵的难度很大。在中国,股价与公司业绩的相关性较低,但其变化仍是观察公司经营与业绩的合适窗口。因此,并购前后股价变化的情况也是本文分析所要依据的指标。

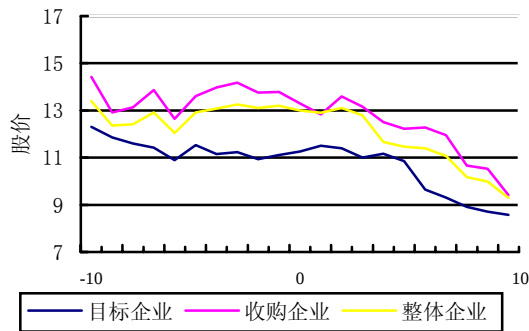
本文首先考察了2002年55起上市公司重大资产重组事件的消息披露前后10个交易日(-10, 10)内所有样本每月平均股价的变化情况,从而较为直观地考察并购对上市公司二级市场的股价变动的影响。从理论上讲,目标公司的股价在收购公告后会上升,而收购公司则相反。从本文实证资料看,2002年有重大资产重组的上市公司二级市场的总体表现为公告当日有37.73%的公司股价下跌,占比最大,而股价上升的占26.41%,但缺乏持续

性，公告后 3 个月便降至 16.98%，更多股票转向盘整状态（见表 3）。

表 3：2002 年重大资产重组上市公司二级市场的总体表现

二级市场 时期表现	上升	盘整	下跌	停牌或其他情况
公告前 3 个月	20.75%	39.62%	33.96%	5.66%
公告当日	26.41%	5.66%	37.73%	30.19%
公告后 3 个月	16.98%	32.08%	33.96%	16.98%

而基于平均股价的研究结果表明（见图 2）：无论整体企业、目标企业还是收购企业的股价均未呈现明显上升，这可能与整个市场处于下跌通道有关。但从三者的相对比看，公告后 1 个月，收购企业股价下降 3.39%，而目标企业股价上升 2.13%，相对收购企业上升了 5.52%。可见，平均股价的分析结果与基本理论相一致，即目标企业的股价在收购公告后上涨，而收购企业则相反。



数据来源：据“巨潮”信息系统、全景网络和证券之星的数据加工整理（下同）

图 2：基于平均股价的实证结果

（三）事件研究法的分析结果

本文在直观地运用了平均股价分析之后，采用“事件研究法”，即主要用累计超额平均收益率(CAR, Cumulative Average Abnormal Return)对 2002 年 55 起上市公司重大资产重组事件的绩效进行实证研究，既考虑了二级市场上股价的表现，又剔除了一些市场因素，从而较为科学。具体分析过程如下：

1. 超额收益率（AR）作为评价并购收益的价值基准，是指企业在正常运行期间收益与合并宣布前后的兼并与被兼并企业股东收益的差异，即 $AR=R-E(R)$ ，其中 R 为实际收益率，E（R）为“正常”收益率，本文采用较简便的“市场调整法”进行衡量，即 $E(Rit)=Rmt$ （与市场模型法得出的结果基本一致）。其中 $Rit=[Pit-Pi(t-1)]/Pi(t-1)$ ，指 i 公司在 t 月的收益率；Rmt 为市场在 t 月的总体收益率（采用上证和深证综合指数计算）。本文选择公告月两侧各 10 个月（-10，10）为事件期，从而得出各公司每月的 ARit；
2. 对事件期内每月各公司的 ARit 进行计算平均，得到当月的平均超额收益率（AARt）；
3. 计算 CAR，即为整个事件期内每月的 AARt 总和，它代表了并购事件对所有公司的总体平均影响，本文得出总体 CAR 为 24.072%，目标企业 CAR 为 13.353%，而收购企业 CAR 为 32.179%。

实证结果表明（见图 3）：从 AARt 看，整体企业和收购企业在并购公告后均呈明显下降趋势，分别从公告前 1 个月的 6.172%和 9.92%降至公告后 1 个月的 4.62%和-1.948%，而目标企业则表现为急剧上升，但也缺乏持续性，1 个月后便开始下落，至公告后 7 个月降到最低点-1.359%，比公告当月的 6.564%下降了 120.70%。这再次说明我国企业的并购绩效总体上缺乏持续性，存在许多诸如文化融合、业态整合、战略整合等整合难关，从而导致并购失败率高，难以实现应有的经济绩效。但基本符合理论假设，这也验证了上面分析的股价变化的确受到了市场的影响从而均有下降之势；从 CAR 看，整体企业为正，说明并购的确创造了价值，但为什么会出现目标企业的 CAR 小于收购企业的呢？这可从图 3 中看出，由于事件期包含并购前 10 个月的信息，而大多目标企业并购前效益低下甚至亏损，其 CAR 为负，因而影响了整体结果。因此，本文此处做一修正，将事件期修正为（-2，10）重新计算 CAR，此时目标企业的 CAR 为 24.502%，大于收购企业的 CAR（18.759%），但二者的 AAR 在分布上均表现为短期内增加较快，而长期却呈下降趋势，这与会计研究法结果一致。

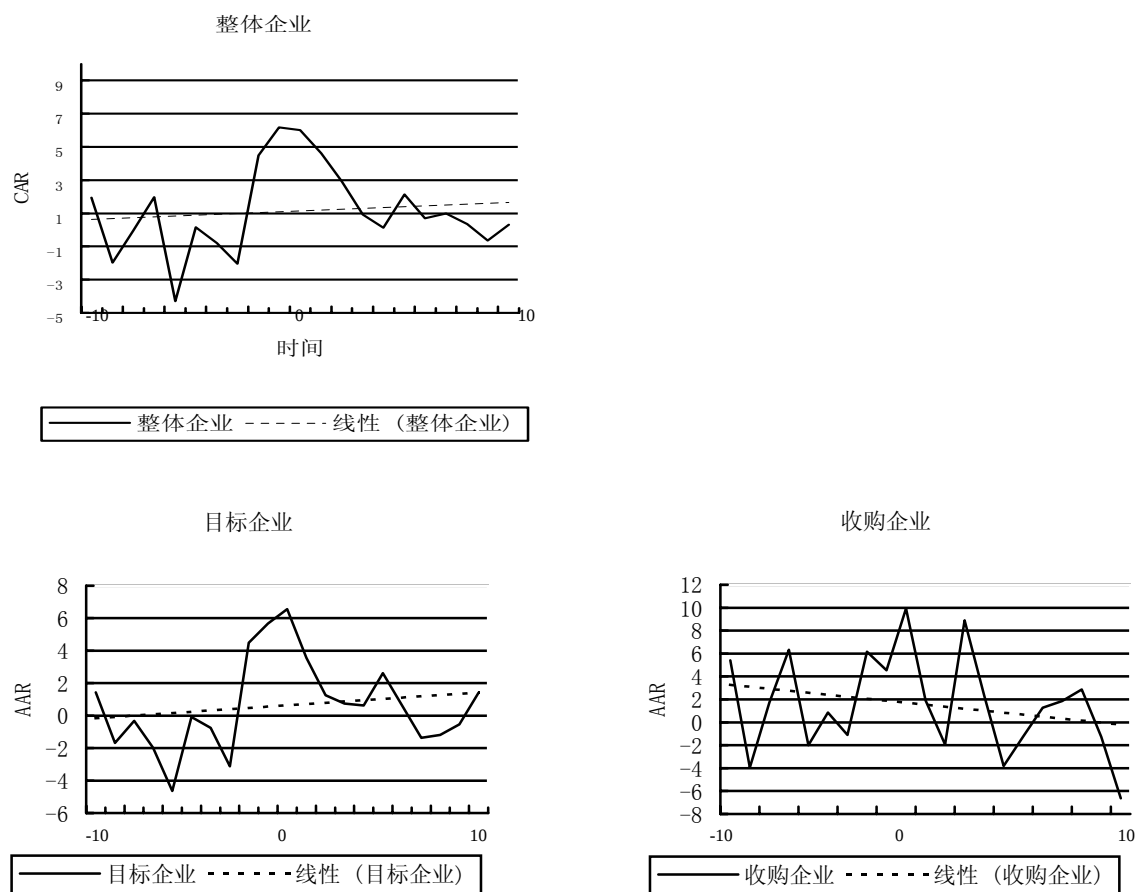


图 3：基于事件研究法的实证结果

(四)小结

上述会计研究法和事件研究法的实证结果高度一致。总体来说，并购重组的确带来了价值增值，尤其为目标企业创造了巨大价值，CAR 达到 24.502%，超过 20% 的国际水平；而收购企业股东收益和财务绩效虽在短期有所增加，但缺乏持续性，说明我国企业并购失败率还较高。其原因在于许多企业在并购前期精心策划，并购后则掉以轻心，只管“吃进”不管“消化”。可见，企业在成功并购后，还应当认真做好资产债务、组织制度、生产经营、人力资源、企业文化等各方面的整合工作，真正实现“1+1>2”的协同效应和长期的经济绩效。

由于收购企业样本有限，结论可能具有一定局限性。为克服大样本研究中的不足，下面进行个案实证分析以作补充。

四、个案分析：格林柯尔收购 ST 科龙

(一) 案例简介

2002 年 3 月 5 日，ST 科龙的第一大股东广东（科龙）容声集团签订转让合同将其持有的上市公司 20477.5755 万股法人股以每股 1.70 元人民币的转让价格转让给格林柯尔企业发展公司持有，合计转让价款为 3.48 亿元人民币，至此格林柯尔以持有 ST 科龙 20.6% 的股份成为第一大股东。

(二) 并购动机分析

格林柯尔之所以选择了在资本市场上已连续两年亏损的大型企业——科龙电器，自有其道理：（1）格林柯尔庞大的制冷王国需要一个具体的产业作为其下游的依托，而曾是空调、冰箱制冷业中之佼佼者的科龙是最优选择，这样既有利于发挥其制冷技术，同时能直接面对更广大的消费群体；（2）格林柯尔有很好的核心技术——顾氏制冷剂，科龙有很好的工艺开发技术，两者组合会产生神奇效果，创造出世界先进水平的产品；（3）格林柯尔拥有海外运作经验、背景和强大的国际营销网络，可通过资源共享和交叉销售（如科龙每年 8 月-12 月的国内销售淡季可用格林柯尔美国公司的进口弥补，形成国内外互补效应）带来巨大的增值效应。

(三) 并购绩效分析

1. 会计研究法分析

由 ST 科龙的财务数据（见表 4）和财务指标变化图（见图 4）可知，其并购后获巨大收益。仅至 2002 年 6 月底，公司主营利润及净利润便较去年同期分别增长 10.9%和 470.5%。2003 年 3 季度季报显示，公司总资产较并购前增长 40.99%，且主营利润和净利润较去年同期分别增长了 15.58%和 32.37%。ST 科龙一举扭亏为盈，不仅摘去了“ST”帽子，且稳步增长。

表 4：ST 科龙（科龙集团）（000921）部分财务数据一览表

单位：元人民币

	2001.12.31	2002.6.30	2002.9.30	2002.12.31	2003.6.30	2003.9.30
总资产	6,526,963,960	7,327,972,237	7,351,868,596	8,797,988,022	9,474,543,099	9,202,137,624
主营业务利润	765,829,413	717,162,794	1,046,793,720	271,156,311	807,052,477	1,209,854,311
净利润	-1,555,573,089	112,681,302	133,712,905	33,559,794	144,606,105	176,994,660
每股收益（元/股）	-1.57%	0.1136	0.1300	0.0340	0.1458	0.1800
净资产收益率（%）	-64.7%	4.47%	5.26%	3.93%	5.26%	6.37%

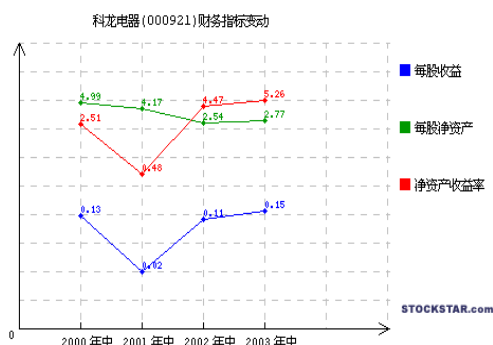


图 4

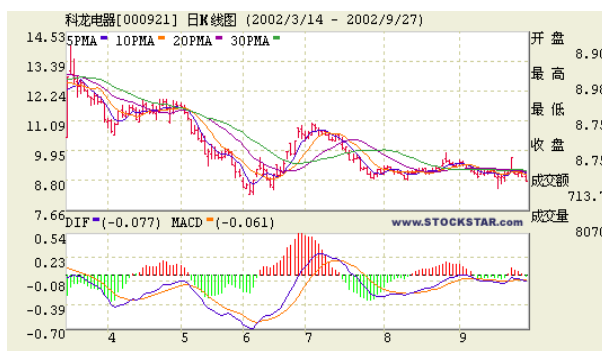


图 5

2. 二级市场股价表现

从科龙电器 2002 年 3 月至 9 月 6 个月的股价走势图（见图 5）中，可以大概判断市场在格林柯尔入主科龙及 2002 年中报公布时均表现乐观，从而显示了投资者的信心。

3. 事件研究法分析结果

为了剔除市场因素，本文对此案例亦采用事件研究法进行分析（方法同上），以收购公告日为中心，以并购前后 30 个交易日（-30, 30）为事件期，计算出累计超额收益率（CAR）为-4.88%，这表明并购给股东造成损失，与会计分析结果相反。究其原因，主要是在并购公布后短期内市场仍持怀疑态度，这从股价走势中可看出。可见我国公司业绩与股市相关性并不高，而长期的财务分析结果则更能反映并购的真实绩效，即科龙稳步增长的经营业绩表明此次并购很成功。

（四） 小结

通过上述实证分析可见，格林柯尔收购 ST 科龙利用资源互补，达到了 1+1>2 的协同效应，这不仅包含销售协同、采购协同、管理协同的静态协同效应，而且实现了提高公司的创新能力，降低并购后的运行成本，提高市场份额和增强开发创新能力等动态协同效应，是一种真正地以产业整合为基础，实现了价值再造和提高企业核心竞争能力的并购模式，这种并购现代版的出现标志着我国证券市场正走向规范和成熟。

五、综合分析和前景展望

（一） 西方经典企业并购理论在中国的适用性分析

通过上述对 1999 年和 2002 年中国发生的共 140 起上市公司并购重组事件的大样本研究，同时结合格林柯尔收购 ST 科龙的个案分析的全面研究可知，西方经典的企业并购动机理论对中国企业并购有一定的解释力和适用性。

1. 效率理论或协同效应带来总价值增加。宏观上，并购重组可促进产业结构的调整、优化和升级；微观上，资源协同可提升企业核心能力，改善上市公司质量。尤其是在目前上市公司总市值已占 GDP 的 40%的情况下，并购重组有助于推动经济增长。而中国经济的转轨特征和上市公司所处的历史背景决定存在大量的通过协同效应等创造价值的源泉（张新，2002，2003）。

2. 自大假说与代理问题理论更能解释中国并购市场上的种种失败。一方面，中国的企业家尚不成熟、追求时髦、缺乏长远战略考虑，使并购带有很大盲目性，导致并购失败。例如曾经一度极为辉煌的明星企业“猴王集团”自我“膨胀”，大搞兼并扩张，大肆融资，四处“圈钱”，在为集团领导赢得鲜花和掌声的同时，给集团带来

的却是还不完的债，其最终破产给投资者和中央财政造成巨大损失¹。再如“四砂股份”的收购者因对市场和政策的过分乐观而落败等。另一方面，中国上市公司治理方面的缺陷导致内部人控制普遍，故代理问题尤其值得注意。

3. 再分配理论在中国企业并购上主要表现为来自中小投资者的再分配和劳动者的再分配，这场财富再分配的零和博弈中，现有利益方得到的好处只能由未来的中小投资者和劳动者来付出，即社会净收益不变，而从长远来看，考虑到社会资源向低效企业逆向配置和市场规则的可能破坏，社会总收益甚至减少。

（二）中国企业并购存在的特殊性现象分析——中西方企业并购动机的差异比较

有关研究表明，从长远经济回报和持续发展看中国企业并购行为成功比例相当低（不超过 20%），中国短短 20 多年的并购史堪称许多并购企业的痛苦史。而今中国并购市场虽然火爆，但频频曝光的上市公司违规并购、制造假案让人担忧，而所谓成功并购的背后，不少案例也“让专家跌破眼镜”。其原因何在呢？

首先，从宏观上与西方相比较，中国企业并购具有浓重的“中国特色”。具体来看：（1）西方是通过强强联合来实现优势互补，获取竞争优势和扩大市场份额的，政府极少干预，更多的是运用法律和政策等宏观调控手段来诱导或限制企业并购，而中国企业发生并购行为的最重要动因为政府推动和获取资源要素，“强弱合并，劫富济穷，均贫富，吃大户”，缺乏长远的战略考虑，从而导致企业并购的动因单一，水平不高；（2）目标企业的非生产要素流入收购企业，给其带来额外负担（亏损、冗员、退休金、医疗费等）；（3）专业性法规的缺乏和现有政策的失效，无法引导和规制企业的并购行为；（4）资本市场和有关中介机构的落后，制约着高层次并购的进行；（5）产权关系模糊、股权结构失衡、整合困难重重等都导致中国企业并购难以成功。

其次，从涉及行业相互关系对企业并购的分类入手，是考察我国企业并购特殊性的另一条思路。同行业、同类产品企业之间的横向并购可以扩大规模 and 市场份额，提高企业的竞争力；而同类产品不同环节的企业之间的纵向并购，则可形成自成一体的产业链模式，实现协同效应、降低成本与信息共享。然而，横向或纵向的企业并购也是一把“双刃剑”，会因盲目并购或整合不善反而使企业陷于困境或财务危机，这也是导致我国企业并购失败率高的一个重要原因。例如，已有较大彩管生产能力的福地科技在国内彩电行业竞争残酷的形势下，还盲目投巨资重组 PT 红光以扩大规模，结果造成由同一股东控股的两家上市公司生产同类产品的局面，增加了风险，最后两败俱伤。

除此以外，已成为主要并购方式的混合并购则是通过施行多元化战略分散风险，谋取各行业平均利润率。2003 年 5 月航空业受“非典”冲击期间，极擅资本运作的海航集团果断收购西安民生，通过强强携手导入新思路，将海航的企业精神、企业文化、优质资产注入，欲将“民生”打造成中国的“沃尔玛”，从而形成航空运输、酒店服务、商场购物的一条龙服务，形成一个大商业的集团军。然而，从中国的实际情况看，有许多收购方没有对并购行为作理性深入的评判，便盲目涉足到毫不相关的新行业。这种基于非相关多元化的并购行为不但不会减少企业的经营风险，反而带来严重的负作用。曾经在 20 世纪 90 年代轰动一时的巨人集团，正是因为陷入多元化战略陷阱而一蹶不振，成为中国企业并购史上一起发人深省的多元化并购失败案例。

最后，中国企业并购还存在以下一些特殊模式：或借助一级市场买壳重组，在二级市场坐庄，以博取价差获利；或通过廉价收购低净资产的上市公司，再以高价增发使每股净值大幅提高获利；或在收购方成为第一大股东后，利用控制权优势地位将控股股东的资产评估增值置入上市公司，进行资产套现等等。因而导致上市公司业绩大幅下滑甚至亏损，二级市场炒作甚嚣尘上，证券市场效率低下等不良后果。于是，为收购提供主战场的证券市场不仅未能实现资源优化配置，其功能反被严重扭曲，甚至阻碍了产业的发展。

中国企业并购存在的特殊动机和由此导致的失败和教训，已引起社会各界的广泛关注。

（三）中国企业并购的前景展望

沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春。企业并购作为实现资源优化配置、产业结构调整、企业技术进步的实现方式，已成为经济全球化浪潮的主流，也是我国企业发展的必然趋势。实际上，中国并购市场正在不断走向成熟和完善。如上文研究的格林柯尔收购一案就标志着以提升企业核心能力为目标，以产业整合为基础实现价值再造的现代版企业并购模式已经出现，中国企业已进入了一个战略运筹时代，战略性并购已渐露端倪。在法律层面，服务于中国企业并购的并购法律体系已初具轮廓，《收购办法》等法规的陆续出台，预示着中国上市公司以市场化为取向，融入国际产业整合为目标的新一轮并购重组即将兴起。此外，经济的持续稳定增长也将推动企业并购走向新高潮。

2002 年已被历史定格为中国并购发展史上的转折点，中国的并购由此走进了新纪元，“中国明天或后天的并购就是美欧昨天或前天的并购”，中国的并购市场必将在规范的市场规制下不断走向繁荣！

¹参阅文献：《经济要情参阅》2001 年第 17 期

[参考文献]

- [1]Weston J.Fred, Kwang S.Chung, Juan A.Siu. Takeovers, Restructuring, and Corporate[M] . Prentice Hall Inc., 1997.
- [2]冯根福、吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证分析[J]. 经济研究, 2001, (1): 54-61.
- [3]张新. 并购重组是否创造价值[J]. 经济研究, 2003, (6): 20-29.
- [4]殷醒民. 企业并购的金融经济学解释[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 1999.
- [5]李光荣. 公司并购理论与实践[M]. 北京: 中国金融出版社, 2002.
- [6]周林. 企业并购与金融整合[M]. 北京: 经济科学出版社, 2002.
- [7]陈共, 周升业, 吴晓求. 公司并购原理与案例[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 1997.
- [8] 郭克莎. 资本运营[M]. 北京: 商务印书馆, 2003.
- [9]王巍, 张秋生, 张金杰. 中国并购报告 2003[M]. 北京: 人民邮电出版社, 2003.
- [10]王巍. 中国并购报告 2002[M]. 北京: 华夏出版社, 2002.
- [11]王巍. 并购时代的旁观侧语[M]. 北京: 华夏出版社, 2002.
- [12]魏江. 企业购并战略心思为: 基于核心能力的企业购并与整合管理模式[M]. 北京: 科学出版社, 2002.
- [13]朱宝宪. 中国并购评论第 1 期[M]. 北京: 清华大学出版社, 2003.
- [14]王苏生. 要约收购的理论与实证研究[M]. 北京: 中国金融出版社, 2002.
- [15]李荣融. 并购重组[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2004.
- [16]熊南京. 并购创富[M]. 成都: 四川人民出版社, 2002.
- [17]于春晖. 并购经济学[M]. 北京: 清华大学出版社, 2004.
- [18]薛有志. 并购与企业搞成长[M]. 天津: 南开大学出版社, 2004.
- [19]全球并购研究中心, 全国工商联经济技术委员会. 并购手册[M]. 北京: 中国时代经济出版社, 2002.
- [20]戴永良. 并购交易管理[M]. 北京: 中国戏剧出版社, 2001.
- [21] (美) 马克-L-菲尔德曼, 迈克-F-斯普拉特. 并购[M]. 黄宜思, 等译. 海口: 海南出版社, 2003.
- [22] (德) 马克思-M-哈贝, 佛里茨-克劳格, 麦克-R-塔姆. 并购整合[M]. 张一平译. 北京: 机械工业出版社, 2003.
- [23] (美) 弗兰克-L-埃文斯, 大卫-M-毕晓普. 并购价值评估[M]. 郭瑛英译. 北京: 机械工业出版社, 2003.
- [24] (美) 罗伯特-J-博尔盖塞, 保罗-F-博尔杰赛. 并购——从计划到整合[M]. 伍旭川, 等译. 北京: 机械工业出版社, 2003.

An Empirical Analysis of the Effects of China's Listed Corporate's Mergers and Acquisition

(YuLi, LiuYing, The Economic and Financial College of Xi'an JiaoTong University, Xi'an, 710061, China)

Abstracts: Western theories of corporate M&A can be divided into Efficiency or Synergy Theory increasing total value, Hubris Hypothesis, Agency Problem and Redistribution Theory. In order to test their suitability in China, the paper is engaged in an overall research of the effects of China's 140 listed corporate's M&A events in 1999 and 2002, adopting Accounting Study and Event Study respectively. Giving consideration to both time period needed by producing effects and timeliness of empirical research, the paper finds the essential motives of corporate's M&A in China. The study shows that the target corporate can benefit from the M&A activity, whose CAR is 24.502%, yet the shooter one usually gains less return and lacks continuity. Simultaneously, the paper combines with an individual case to complement the deficiency of large sample study. From above-study, it can be thought that the western theories of M&A Motives have certain suitability in China. Finally, the paper analyses the reasons for high rate of failure in China's M&A.

Keywords: M&A Motives; M&A Effects; Accounting Study; Event Study; Individual Case Analysis