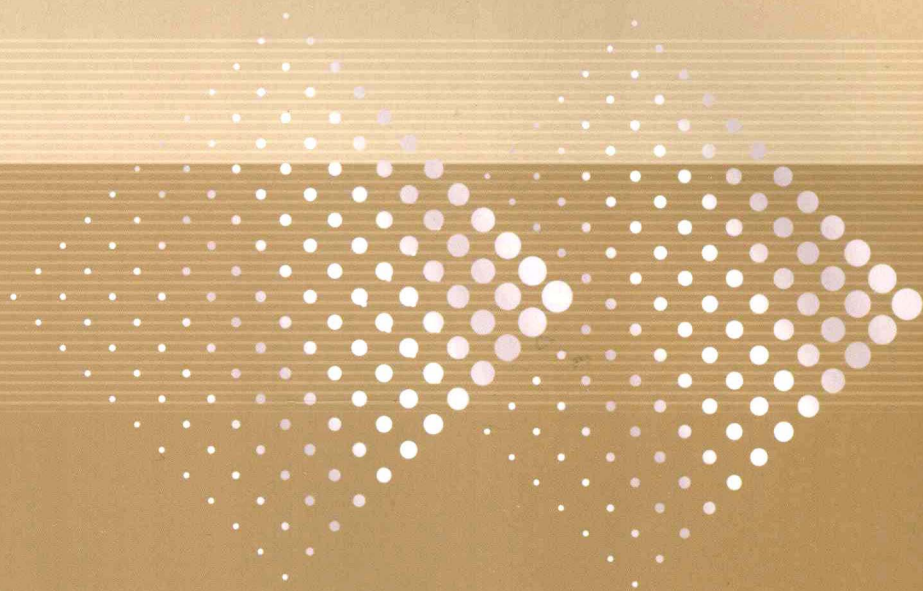


中国企业收购方 并购绩效与动因研究

◎张晓明 著



北京交通大学出版社
<http://www.bjtup.com.cn>

中国企业收购方并购 绩效与动因研究

张晓明 著

北京交通大学出版社
· 北京 ·

内 容 简 介

本书总结了 1999—2008 年中国上市公司收购方的并购绩效,具体运用 CAR 法和 BHAR 法分析了企业并购的短期和长期股东财富效应,采用会计分析法研究了并购的财务绩效。与此同时,基于并购绩效的研究结论,进一步提出适应中国国情的并购动因理论体系,通过检验两者的关系,以探讨企业收购方的并购动机对企业并购价值的影响,为解释中国企业同样存在的“并购损益之谜”提供新的观点和看法。

版权所有,侵权必究。

图书在版编目(CIP)数据

中国企业收购方并购绩效与动因研究/张晓明著. —北京:北京交通大学出版社, 2015.6

ISBN 978-7-5121-2295-6

I. ① 中… II. ① 张… III. ① 企业兼并—研究—中国 IV. ① F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 144688 号

责任编辑:黎 丹 特邀编辑:范跃琼

出版发行:北京交通大学出版社

电话:010-51686414

北京市海淀区高粱桥斜街 44 号

邮编:100044

印刷者:北京泽宇印刷有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:170×235 印张:12 字数:269 千字

版 次:2015 年 6 月第 1 版 2015 年 6 月第 1 次印刷

书 号:ISBN 978-7-5121-2295-6/F·1507

印 数:1~800 册 定价:39.00 元

本书如有质量问题,请向北京交通大学出版社质监组反映。对您的意见和批评,我们表示欢迎和感谢。

投诉电话:010-51686043, 51686008; 传真:010-62225406; E-mail: press@bjtu.edu.cn。

前 言

并购是企业快速成长的重要手段，也是一门重要的公司治理艺术。对于微观企业收购方来说，他们期待通过并购能为企业带来价值增长和协同效应，但现实与希望时常会背道而驰，西方学者在长期的实证和案例研究中发现了“并购损益之谜”，并试图提出各种理论来解释这一谜题，即收购方很少从并购中获得正的绩效，但现实中并购浪潮却一浪高过一浪。中国并购市场正式步入快速发展轨道源自 20 世纪 90 年代初期，虽然与西方发达国家相比要晚得多，但是发展速度很快，企业并购活动层出不穷，其中最具典型性的要属上市公司并购行为，中国企业产业优化和结构调整的巨大需求促进了国内并购市场持续繁荣发展。这一现象引起了学者们研究的兴趣，国内学者对于并购是否为企业创造价值做出了大量的研究和探讨。其中，较为一致的发现便是大多数情况下收购方在并购行为中损失了股东财富，尤其在长期中这一现象更为显著，表明中国企业并购同西方国家相似，也受到“并购股东损益之谜”的困扰。研究表明，虽然许多并购行为是基于企业价值最大化和提高经营效率等初衷进行的，但是可能由于委托代理、信息不对称和管理者自大狂妄等问题的存在，导致收购方股东财富发生损失。总体来看，正如 Bruner（2002）所说，由于并购动因具有复杂性、多元性及多边性，因此很难用一个理论来解释全部绩效变化，企业并购绩效往往是多种因素相互作用的结果。中国资本市场在制度背景、市场基础、股权结构，以及监管效率等方面与西方发达国家有着较大的差别，同时由于我国正处于转型转轨的发展阶段，因此我国上市公司表现出多种不同的并购行为和动机。如果我们仅仅将西方学者基于成熟市场概括出来的动因理论简单地套用到中国市场，很难解释中国企业的并购现状。为此，我们需要深入研究我国企业进行并购的真正动因，构建符合中国企业并购行为的动因理论体

系，对于分析中国企业并购绩效的变化具有重要的理论指导意义。

研究并购绩效是回答“是什么”的问题，这是研究的基本出发点，但是仅仅研究并购绩效是不够的，还需要从现象剖析出问题的本质，即探究什么原因导致这一现象，研究并购动因则是回答“为什么”问题，并购动因与并购绩效是并购理论中的两大核心问题，两者相辅相成。本书以并购绩效实证研究作为主线，分别研究了并购的资本市场绩效和财务绩效，在时间周期上同时考虑短期绩效和长期绩效，以期对我国 1999—2008 年 10 年间的并购绩效作出一个较为全面的分析。由于我国上市公司收购的目标方主要为非上市公司，并购完成后，目标公司的价值将间接地通过资本市场及财务指标的变化反映到收购公司的绩效中去，因此，本书将以上市公司收购方为主要研究对象。在研究资本市场并购绩效时，采用累积超常收益法（Cumulative Abnormal Return, CAR）研究短期并购股东财富效应，并运用长期连续持有超常收益法（Buy and Hold Abnormal Return, BHAR）研究长期并购股东财富效应。在研究财务绩效时，一方面使用行业调整后的财务指标对并购前后经营绩效的变化进行比较分析，另一方面运用因子分析法对由 15 个财务指标构成的指标体系计算综合得分，考察并购对公司财务绩效的长期影响。在并购绩效研究的基础上，进一步试图找出适合解释中国上市公司并购行为的动因理论，运用描述统计的分析方法给出各种理论在中国的表现特性，并最终采用统计回归的实证分析方法将理论同绩效相结合，构建有效阐释中国上市公司并购绩效变化的动因理论体系，从而尝试解释中国的“并购损益之谜”。

作为一本并购领域的专著，本人在书稿的撰写过程中参阅了大量国内外同行的研究成果，在此一并表示由衷的感谢，参考文献中若有遗漏，恳请见谅。同时要感谢巫和懋教授、李志辉教授和陈静研究员在本书撰写过程中给予的指导和帮助，同时要感谢我的家人和朋友，没有他们的帮助和支持就没有这本书的问世。

最后诚挚感谢北京交通大学出版社、国家留学基金委员会和北京交通大学基本科研业务费人文社会科学专项基金项目资助（项目批准号：2015jbjw010），感谢黎丹女士出色的编辑工作。由于作者水平和时间有限，本书难免会有疏漏和错误之处，敬请广大读者批评指正。

张晓明

2015 年 4 月

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究动机	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 问题的提出	3
1.2 研究对象及方法	5
1.2.1 研究对象的界定	5
1.2.2 研究方法	7
1.3 研究内容及框架体系	8
1.3.1 研究内容	8
1.3.2 框架体系	10
1.4 研究创新	10
第 2 章 并购绩效文献综述	12
2.1 并购绩效的研究方法	12
2.1.1 事件研究法	12
2.1.2 财务研究法	13
2.1.3 研究方法优劣分析	14
2.2 并购股价绩效文献回顾	16
2.2.1 短期并购股价绩效文献回顾	16
2.2.2 长期并购股价绩效文献回顾	22
2.3 并购财务绩效文献回顾	25
2.3.1 国外并购财务绩效文献回顾	25
2.3.2 国内并购财务绩效文献回顾	28

2.4 文献评论·····	31
第3章 并购浪潮与并购动因理论概述 ·····	33
3.1 西方并购浪潮回顾·····	33
3.1.1 第一次并购浪潮·····	33
3.1.2 第二次并购浪潮·····	34
3.1.3 第三次并购浪潮·····	35
3.1.4 第四次并购浪潮·····	36
3.1.5 第五次并购浪潮·····	36
3.2 并购动因理论概述·····	37
3.2.1 效率理论·····	37
3.2.2 信息与信号理论·····	41
3.2.3 代理问题与管理主义·····	41
3.2.4 自由现金流量假说·····	42
3.2.5 自大狂妄假说·····	42
3.2.6 市场势力理论·····	43
3.3 中国企业并购浪潮回顾·····	43
3.3.1 第一次并购浪潮·····	44
3.3.2 第二次并购浪潮·····	45
3.3.3 第三次并购浪潮·····	46
3.4 中国企业并购动因概述·····	47
3.4.1 中国企业并购特殊动因·····	48
3.4.2 中国企业并购一般动因·····	53
3.5 本章小结·····	55
第4章 中国上市公司并购短期股价绩效实证研究 ——基于CAR分析法 ·····	56
4.1 研究样本·····	56
4.1.1 数据来源·····	56
4.1.2 样本选取·····	57
4.1.3 样本事件的描述统计·····	57
4.2 研究方法设计——CAR短期事件分析法 ·····	62
4.3 并购短期股价绩效的实证结果分析·····	65

4.3.1	全样本收购公司短期绩效实证结果分析	65
4.3.2	收购公司分年度短期绩效实证结果分析	67
4.3.3	收购公司分类别短期绩效实证结果分析	75
4.4	本章小结	80
第5章	中国上市公司并购长期股价绩效实证研究	
—	基于BHAR分析法	82
5.1	研究样本	82
5.1.1	数据来源	82
5.1.2	样本选取	83
5.2	研究方法设计——BHAR长期事件分析法	83
5.2.1	采用BHAR分析法的原因	83
5.2.2	长期连续持有超常收益法的计算	84
5.3	并购长期股价绩效的实证结果分析	86
5.3.1	样本收购公司长期绩效实证结果分析	86
5.3.2	收购公司分类别长期绩效实证结果分析	88
5.4	本章小结	98
第6章	中国上市公司并购财务绩效实证研究	
—	基于财务分析法	100
6.1	财务指标的选取	100
6.2	统计分析法介绍	105
6.2.1	主成分分析的原理	105
6.2.2	因子分析的原理	107
6.2.3	并购财务绩效的因子分析流程	110
6.3	并购长期财务绩效实证分析	110
6.3.1	样本选取与研究方法	110
6.3.2	财务数据的行业调整	111
6.3.3	企业并购绩效的财务指标分析	112
6.3.4	企业并购绩效的因子分析法实证检验	122
6.4	本章小结	131
第7章	中国上市公司并购动因与绩效关系分析	132
7.1	中国上市公司并购动因假说	132

7.1.1	研究假说	134
7.1.2	变量选择	140
7.2	并购动因假说与资本市场绩效关系实证分析	142
7.2.1	动因假说与短期并购绩效实证检验	142
7.2.2	动因假说与长期并购绩效实证检验	145
7.3	并购动因假说与财务绩效关系实证分析	147
7.3.1	实证方法	147
7.3.2	实证结果及相关解释	148
7.3.3	实证结果汇总及小结	150
7.4	大股东控制与并购绩效的关系	151
7.4.1	大股东控制理论回顾	152
7.4.2	研究假说	153
7.4.3	实证方法	155
7.4.4	变量选择	156
7.4.5	实证检验及结果描述	157
7.5	本章小结	164
第8章	结论及政策建议	166
8.1	主要结论	166
8.1.1	并购绩效实证结论	166
8.1.2	并购动因与并购绩效关系实证结论	168
8.2	政策建议	170
8.3	研究局限及展望	174
参考文献		175

导 论

1.1 研究动机

1.1.1 研究背景

并购是企业适应经济环境、提高公司资金使用效率的重要手段。从 19 世纪末至今一百多年的时间内，西方发达国家已历经五次并购浪潮的磨砺，正如美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒在《通向垄断和寡占之路——兼并》中描写的，“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张而成长起来的”，“一个企业通过兼并其竞争对手的途径成为巨型企业是现代经济史上的一个突出现象”。并购的最大优点是使企业不再依靠自身积累而缓慢发展，它为企业快速扩张提供了新的途径；同时并购也加速了资本的流动，使资本便捷地由一个企业流至另一个企业，甚至从一个行业流向另一个行业，从而自发实现资源的重新配置和产业结构调整。

中国企业并购源起于 20 世纪 80 年代后期，而资本市场的并购行为则始于 20 世纪 90 年代初期。由于资本市场成立时间较短，加之中国正处于从计划经济体制向市场经济体制转轨的过渡时期，中国企业的经营状况同现代市场经济的要求还有很大差距，给企业并购的效果带来了一定的影响。同时，东西方文化的差异使得中国企业并购活动在很多方面不同于西方企业。此外，相关法律法规的不完善，以及政府对企业并购行为的直接干预，都成为妨碍中国企业并

购健康发展的重要因素。但是,种种不利因素和外部环境的影响并未削减我国企业对并购行为追逐的热情,至今我国企业也已经历了三次并购浪潮,尤其是最近10年并购的发展速度之快、规模之大,远远超出预期。

中国真正意义上的首例并购案例发生于1984年7月5日,保定纺织机械厂通过承担目标公司债务的形式收购了保定针织器材厂,这次并购是在保定市委的主导下进行的,主要体现了大企业带动小企业,以优势企业“吃掉”劣势企业的思路。1992年邓小平南行方谈话后,在鼓励市场经济发展的思路下,企业并购成为经济体制改革的排头兵。1993年9月发生的“宝延事件”标志着中国上市公司并购序幕的正式拉开。随后发生的康恩贝控股浙江凤凰、中远收购众城等事件反映出中国企业并购开始向证券化、多元化方向发展,这一时期绝大多数并购案例都是通过协议转让非流通国家股、法人股方式达到控股上市公司的目的,而通过二级市场交易购买上市公司股票的方式十分少见。2000年,亚洲金融危机对中国经济的影响逐渐消弭,宏观经济开始出现好转迹象,同时受加入WTO的影响,中国企业的并购迅速升温,表现出同全球经济萧条相背离的变化趋势,至2004年达到一个小高潮。2005年更是中国资本市场发展史上值得载入史册的一年:首先,实施了股权分置改革,解决了我国长期同股不同权、同股不同价的制度性问题,使中国资本市场走向全流通时代;其次,相继颁布了新《证券法》、新《公司法》、新《上市公司收购管理办法》,这些法规为全流通时代的并购市场构建了合理的法律制度环境,使上市公司并购行为有法可依,丰富了并购的支付方式,极大地促进了企业并购的积极性。据统计,2005年上市公司发生并购交易共601笔^①,涉及交易金额总计827.6亿元,比2004年降低了26.5%,主要涉及的行业有电子、房地产、机械设备制造、批发零售、医药生物制品等,中国上市公司并购交易进入了一个新的快速发展期。

2008年次贷危机使得美国乃至全球股市大幅缩水,在这样一个全球经济衰退的大背景下,新一轮的并购浪潮正悄然而至。经济萧条使人们的选择标准发生改变,从量的选择转变为质的选择,因此这一时期最有利于品牌整合、行业重组及产业结构优化。中国政府也充分认识到这一点,国务院在2010年9月6日发布了《国务院关于促进企业兼并重组的意见》,指出要充分认识到并

^① 《2005年中国并购报告》,人民邮电出版社,2006。

购对于中国淘汰落后过剩产能,提高产业集中度,增强企业市场竞争力和自主创新能力的意义,并通过税收优惠、财政投入和金融支持等多项政策大力支持中国企业的并购重组行为。客观来看,真正能促使并购活动健康持续增加的动力应该是市场,而不应仅仅依靠政府的引导。因此,为进一步促进市场化并购行为,2014年3月国务院发布了《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》,推进取消并购重组的行政审批,完善并购重组市场化机制。这一举措标志着中国并购重组开始向市场化方向转变,这将大大降低企业并购重组成本,真正市场化的并购浪潮将在中国掀起。

1.1.2 问题的提出

证券市场的主要功能是资源优化配置,并购行为正是这一功能的最佳体现。企业并购的频繁发生为理论研究提供了丰富的素材和实证数据,经济学家从不同的理论视角,运用不同的分析方法,对这一课题进行了大量的研究。然而,在研究并购的发展进程中,很多学者均发现一个始终困扰学术界和企业界的难题:并购的成功率很低,许多看似取得成功的并购企业并没有通过并购获得足够多的股东超常收益(Abnormal Return),还有很多企业获得负的超常收益,即“并购股东损益之谜”(Post-Merger Performance Puzzle^①)。全球知名的研究机构和咨询公司在研究并购的成功率时,不谋而合地得出了令人不安的结论:企业并购中有60%以上是失败的。1987年美国麦肯锡公司曾对英美两国1972—1983年116项收购案例进行研究,发现其中23%的企业通过并购获得了效益,61%的企业并购失败,还有16%的企业成败未定。之后同样是麦肯锡公司于1994年对1987—1997年10年间发生的强势企业并购弱势企业的样本进行研究,发现80%的强势大公司未能收回自己的投资成本。Kearney研究了1998—1999年间发生的巨额并购案后发现,仅有42%的收购公司实现了预期目标。波士顿咨询公司对1985—2000年美国发生的277起大宗并购事件进行研究,发现64%的并购活动使投资者利益受损^②。国外理论界对公司并购绩效的研究成果颇丰,尽管众多学者实证的样本和研究方法有所不

① ANUP A, JAFFE J F. The post-merger performance puzzle. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 2000 (1): 7-41.

② 邱明. 企业并购的有效性研究. 北京: 中国人民大学出版社, 2006.

同，但也几乎得出了比较一致的结论：大多数收购方股东财富受到损失，或者收购方股东无法获得正的超常收益；而目标方通常都是并购活动的绝对受益者，不同的仅是受益多少而已。

中国经济已经实现了多年的快速增长，近年来，更明显地表现出成为全球经济重要组成部分，为了跟上全球经济的步伐，同时也为了加快经济体制改革，资本市场上的企业并购行为呈现逐年快速增加的现象。随着我国上市公司的并购热情日益高涨，这些并购行为也引起了理论界和实务界的关注，很多学者都在研究和探讨在当前市场环境下我国企业并购活动的价值创造问题。国内有关研究显示，中国企业并购的成功率仅为 30%，比国外的一般并购成功率还要低。中国企业并购正在以每年 70% 的高速度增长，研究企业并购的价值如何，以及价值产生的原因，有助于引导未来更多的企业并购的成功，同时，中国新兴市场和转轨经济决定了中国资本市场同国外成熟市场背景存在较大差异，基于中国具体情况研究，对于企业并购是否创造价值有着更为深远的意义。因为经济转轨的特征，一方面使得并购可能为企业创造巨大的价值空间，另一方面也可能给企业的持续经营造成沉重负担。同样是经济转轨的特征，国外的实证研究方法是否适应中国的资本市场，也是一个有待考证的问题。中国企业并购的价值和理论研究虽然有了一定程度的发展，但在改革过程中不断出现新的问题，还有待于进一步探索。加强并购的理论研究，提高并购行为的价值创造，为企业并购提供有效的宏观和微观环境，显得日益迫切和重要。相形之下，目前国内的很多研究还不够系统和深入，为此系统研究上市公司的并购绩效如何，上市公司收购方是否通过并购优化了资源配置，上市公司通过并购进行快速扩张是否可行，并购动因对绩效造成了什么影响，这些问题都具有极其重要的现实和理论意义。

如果说研究并购的价值绩效如何是回答“是什么”的问题，那么，研究并购动因问题，则是回答“为什么”问题。动因问题具有一定的主观因素，价值问题则是通过实证可以加以研究的客观问题，并购动因与并购绩效是并购理论中的两大核心问题。我们认为研究并购绩效，是对并购事实的客观现象进行定量实证分析，这是评价并购行为的基础性问题，是研究并购其他一切相关问题的根本出发点。如果脱离绩效探讨并购动因，将使动因理论的研究缺乏根基。但是如果仅仅研究“是什么”，缺乏从并购动因角度研究并购绩效，将会使并购绩效研究浮于表面。为此，在对现象进行实证分析之后，我们将进一步循序

渐进地探究影响并购绩效的深层次动因，从而为引导我国上市公司的并购行为给出可行的建议，更好地为中国企业并购的实践服务。

1.2 研究对象及方法

1.2.1 研究对象的界定

1. 企业并购的概念

并购（Merger & Acquisition）的概念有广义和狭义之分。

（1）广义并购

在这里，广义并购借用威斯通（2006）在《接管、重组与公司治理》一书中的定义，即“公司接管及相关的公司重组、公司控制、企业所有权结构变更等活动统称为并购”。具体来看，在中国，广义并购是指一切与产权交易相关的资产重组行为，可以包括兼并收购、股权转让^①、资产剥离^②、资产置换^③、分立^④、新设合并和其他产权交易等一系列行为。从国外的研究文献来看，学者们通常是以某一类别的并购作为研究对象，较少研究广义并购的范畴。如果以广义并购作为研究对象，我们认为研究视角过于宽泛，会使研究结果缺乏可比性、普适性和针对性。

（2）狭义并购

狭义并购是指兼并和收购两种行为，即指收购方使用现金或股票等资产购买目标公司的资产或股权或直接吸收合并的行为。此种形式的并购是企业快速对外扩张的有效途径，并不包括资产剥离和分立等收缩行为。

兼并（Merger）是指一家独立法人通过产权市场或资本市场购买或以其他方式获得目标企业的资产，使目标企业丧失法人资格或改变法人实体，并取

① 股权转让是指通过有偿转让或无偿划拨的方式，改变上市公司原有控股股东的资产重组行为。在威斯通（2006）的公司重组框架中，属于公司控制和所有权变更中的内容。

② 资产剥离是指上市公司将自己的资产或持有的其他公司的股权出售、剥离的重组行为。在威斯通（2006）的公司重组定义中，属于企业收缩行为。

③ 资产置换是指上市公司用不良资产或不产生效益的资产同公司外等值优质资产交换，以优化公司的资产质量的重组行为。此种形式在威斯通（2006）中的公司重组框架中没有明确界定。

④ 分立是指按比例将子公司的股份分配给母公司的现有股东，产生一个独立的、公开上市的公司（威斯通，2006）。

得对目标方控制权的经济行为。英国《大不列颠百科全书》定义兼并为：“两家或更多独立的企业公司合并组成一家企业，通常由一家占优势的公司吸收另一家或更多的公司。”《大美百科全书》的定义为：“两个或两个以上的企业组织组合为一个企业组织，一个厂商继续存在，其他厂商丧失其独立身份。唯有剩下的厂商保留其原有名称和章程，取得其他厂商的资产。这种企业融合的方法与合并（Consolidation）不同，后者是产生一个全新的组织，此时所参与合并的企业丧失其原来的身份。”我国《公司法》对兼并的定义是：“一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散”，兼并即为“吸收合并”。

收购（Acquisition）是指一家公司在证券市场上，用现金或者证券收购另一家公司的股份，取得该公司一定程度控制权的经济行为，其中，被购买方为目标企业，另一方为收购企业。《大不列颠百科全书》中收购的定义是：“获取特定财产所有权的行为，通过该项行为，一方取得或获得某项财产，尤指通过任何方式获取的实质上的所有权”。需要注意的是，从法律角度来看，收购与兼并的最大区别就在于收购中目标公司的法人资格不因收购行为而消失。收购可分为资产收购和股权收购，其中资产收购是指以目标公司部分或全部资产为收购标的的行为；股权收购是指以目标公司股东的部分或全部股权为收购标的的收购。从现实来看，兼并和收购并无本质的区别，因此理论界和实务界都习惯将两者合在一起使用，本书将兼并收购统称为并购作为研究对象。

2. 研究对象界定

准确定义并购是非常必要的，因为这将直接关系到实证样本的选取和结论的比较。目前国内一些学者存在对并购概念界定含混的问题，从而使研究结果很难进行横向比较，并在此基础上作出客观的分析和解释。李善民、陈玉罡（2002）将发生股权转让和资产剥离的公司视作目标公司，将发生兼并收购的公司列为收购公司。张新（2003）将并购重组分为股权收购、资产重组与吸收合并3大类，其中将吸收合并的公司定义为收购公司，将股权收购的上市公司界定为目标公司。赖步连等（2006）将公告类中为股权收购的重组事件视作并购重组事件。还有很多学者在研究中并未明确并购的具体定义，更没有严格区分收购公司和目标公司。

本书的并购定义是指狭义的并购行为，具体指一家公司用现金或有价证券购买另一家企业的股权或资产，或者直接吸收合并，以获取目标方部分或全部

财产权或控制权的行为。其中，收购方为购买方，目标企业为股权或资产的出让方。从并购事件的选取来看，主要是指《CCER 上市公司资产交易数据库》中交易类别代码为 03 的兼并收购类，不包括资产剥离、资产置换等其他类别。此外，由于我国上市公司并购的目标方多为非上市公司（朱滔（2007）也发现类似现象），很难获得目标方的具体财务和交易数据，所以无法对收购方和目标方进行配对联合检验其超常收益。从研究样本来看，在 480 例并购事件中，目标公司同样为上市公司的仅有 10 余家，不符合统计分析的大样本要求，会降低实证结论的准确性和可信性，故本书研究对象为收购公司。

1.2.2 研究方法

要研究并购的绩效如何，即“是什么”的问题，又要基于绩效回答影响动因的问题，即“为什么”。其中，并购的价值问题是基础，是研究并购其他方面的出发点，故本书的主体部分将以并购绩效研究为核心，基于并购绩效的实证结论，运用动因理论分析我国企业的并购行为，为中国企业并购绩效的实证结果构建合理的动因理论体系。因此，首要的问题是并购的绩效如何来计算？很多学者常常仅用一种方法来评价公司并购的绩效，我们认为这样不科学且与现实不符，因为各种绩效评价方法都有其优点和缺点，评估结果可能会有偏差。因此，必须从多种角度运用多种方法对并购的效应进行考察，这样才能较为全面、准确地估计并购行为对公司价值的影响。

本书在借鉴了国内外学者的研究方法的基础上，使用了以下 3 种规范的实证研究方法评估上市公司的并购绩效。

1. 累积超常收益法

运用短期事件研究法中的累积超常收益法（Cumulative Abnormal Return, CAR）测试并购的短期资本市场绩效。

2. 长期连续持有超常收益法

运用长期连续持有超常收益法（Buy and Hold Abnormal Return, BHAR）研究并购的长期资本市场绩效。

3. 财务研究法

运用财务研究法（Accounting Studies）评价公司的长期财务经营绩效，一方面使用行业调整后的财务指标体系直接分析上市公司并购前后盈利能力、偿债能力及增长潜力等方面的变化，另一方面使用主成分分析法对 15

个财务指标构成的指标体系进行分析,将并购前后的因子综合得分加以比较。

在研究出中国上市公司收购方的并购绩效之后,可以尝试搭建阐释中国企业并购长期及短期绩效变化的动因理论体系。西方学者对于企业并购的动因理论作出了广泛而深入的研究,提出了很多理论及假说,包括自由现金流量假说(Free Cash Flow Hypothesis)、代理问题(Agency Problem)、自大狂妄假说(Hubris Hypothesis)、效率理论(Efficiency Theory)、市场力假说(Market Power)、税收效应(Tax Consideration)、信息信号假说(Information and signaling)等。然而,国外的诸多理论是否能有效解释中国上市公司并购绩效的变化,将是一个极具实践意义的问题。由于不同学者所依托的经济理论背景不同,对企业并购动因的研究视角各异,加之企业并购动因的复杂性和多变性,这些假说都无法单独对并购作出全面的解释。对于中国上市公司并购动因的分析更是缺乏针对性和全面性,没有形成一种系统的分析框架,因此,要从并购效应的角度出发,遵循以并购效应为主线的研究思路,在此基础上将多种并购动因理论系统总结,运用描述统计的分析方法给出各种并购动因理论在中国的表现特性,并最终采用统计回归的实证分析方法将理论同绩效相结合,找出有效解释中国上市公司并购绩效变化的动因理论体系。

1.3 研究内容及框架体系

1.3.1 研究内容

本书共分8章,具体内容如下。

第1章为导论。这一章主要是起提纲挈领的作用,从全局视角介绍本书的研究思路,具体包括研究背景、研究对象及方法、研究内容及框架体系等内容,并介绍了本书可能的创新和未来可研究方向。

第2章为文献综述。这一章主要梳理了国内外对于并购绩效的研究文献。首先,对并购绩效的实证方法进行比较分析,包括事件分析法和财务分析法。其次,分类别详细回顾了各种绩效研究方法的中外文献。最后,对现有文献进行客观的评论和批判,指出目前我国并购绩效研究领域的不足,最终确定本书的研究方向和思路。