

WAIZI BINGGOU
YU WOGUO CHANYE ANQUAN YANJIU ANLI

外资并购

与我国产业安全研究案例

李善民 王彩萍 等著



经济科学出版社
Economic Science Press

外资并购与我国产业安全 研究案例

李善民 王彩萍 等著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

外资并购与我国产业安全研究案例/李善民等著.
—北京: 经济科学出版社, 2014. 1
ISBN 978 - 7 - 5141 - 4244 - 0
I. ①外… II. ①李… III. ①外资公司 - 企业兼并 -
案例 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 008262 号

责任编辑: 黄双蓉 黎子民
责任校对: 隗立娜
版式设计: 齐 杰
责任印制: 邱 天

外资并购与我国产业安全研究案例

李善民 王彩萍 等著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮箱: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

华玉装订厂装订

710 × 1000 16 开 10.5 印张 190000 字

2014 年 1 月第 1 版 2014 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4244 - 0 定价: 36.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

感谢教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“外资
并购与我国产业安全研究”资助，项目号为：11JZD020。

前 言

20 世纪 90 年代以来，随着全球并购的迅速发展以及中国资本市场对外开放的不断深入，中国吸引外商直接投资的方式也逐步由绿地投资向外资并购为主转变。外资并购不但促使外资可以以更快的速度进入中国，同时，也触及我国经济体制改革中一些深层次的问题，如国有资产管理体制、产权制度改革、国有企业战略性调整、金融体制、资本市场开放、产业政策以及与之相关的政治法律问题。如何更好地应对和处理对外资的利用与管制的关系？对此，我国政府在心理、理论和法律方面准备还不充分（陈佳贵，2007）。其次，外资并购目标往往选择行业主导企业且谋求控股，如 2005 年的凯雷收购徐工案中的徐工集团、2008 年的可口可乐收购汇源果汁案中的汇源果汁，这些企业在应对跨国并购方面普遍缺乏经验。国内大型企业，尤其是重要的、战略性行业的国有大中型企业，是我国国民经济的支柱，国家保持对它们的控制权不仅关系我国经济的稳定和长期发展，更关系国家经济安全（李炳炎，2007；程恩富，李炳炎，2007）。最后，我国政府对外资并购的政策尚处于不断完善之中。2010 年 4 月国家公布的作为当前和今后一段时期中国利用外资的指导性文件《关于进一步做好利用外资工作的若干意见》中提出，将鼓励外资投向高端制造业、高新技术产业、现代服务业、新能源和节能环保产业。2011 年 3 月，商务部又公布了《外资并购境内企业安全审查制度的暂行规定》（简称《外资并购安全审查制度暂行规定》，规定明确对国家安全已经造成、或者可能造成重大影响的外资并购，商务部可以终止当事人的交易。在此背景下，理清外资并购境内企业对我国产业安全的影响，提高国内企业尤其是重要的战略

性行业国有大中型企业应对外资并购的能力，完善外资并购境内企业的安全审查制度，就成为当前亟需解决的问题。

然而，这一问题的解决，依靠单纯的定性分析和理论模型是不够的，需要通过大量的案例研究和实证分析，才能真正弄清外资并购如何影响产业安全、外资并购如何影响自主创新与市场竞争等问题，也才能真正地从根本上制定相应的政策提高应对外资并购的能力。

作为教育部哲学社会科学研究重大课题“外资并购与我国产业安全研究”的中期研究成果之一，本书主要采取案例研究的方式，对外资并购是否影响我国产业安全进行演绎和解读。本书所涉案例所有资料均来源于公开途径。

本书共包括 11 个外资并购案例。案例范围既涉及钢铁、工程机械、金融等关系国民经济命脉的重要战略性行业，同时也包括酿酒、饮料、食品制造、小家电等非重点行业；既包括成功执行的外资并购案例，也包括最终未能如愿实施的外资并购案例；所涉及外资并购目标既包括上市公司，也包括非上市公司。

案例内容则紧紧围绕外资并购对产业安全影响这一主题，从外资并购对产业安全影响的潜在实现路径分析，到外资并购给产业安全带来的具体影响探讨，最终给出维护产业安全的政策建议。首先，外资并购对产业安全潜在影响可能的实现主要路径包括，国家对外资的政策会影响到外资的流入，外资可能通过直接投资或并购的方式进入中国。这导致一些产业的龙头企业被外资控制、核心技术被外资掌握、民族品牌销声匿迹。外资对本国产业的控制力越来越强，本国产业的自主创新能力弱化，市场被外资品牌占有。这种状况会削弱本国产业自主创新的基础和持续性，最终失去对产业的控制力，使产业对外依存度提高，削弱本国产业的竞争力和持续发展能力，从而危害本国的产业安全。其次，在案例研究过程中，对外资如何通过并购方式进入企业、并购双方动因、外资并购给企业带来何种直接或潜在影响的探讨也有助于我们更全面地了解外资并购对产业安全可能的实现路径。外资并购对产业安全的具体影响可能落实到

四个层面，即产业控制力、产业竞争力、产业对外依存度和产业发展力。其中，对产业控制力的影响包括导致外资市场控制率、外资品牌拥有率、外资股权控制率和外资技术控制率的变化；对产业竞争力的影响包括导致产业集中度、新产品推出速度、新产品产值比重、产销率、产业进出口净额、劳动力成本和资本成本的变化；对产业对外依存度的影响则包括导致产业出口对外依存度、产业进口对外依存度、产业资本对外依存度、产业技术对外依存度以及产业出口对外资企业依存度的变化；对产业发展力的影响则可能导致研发投入占比、技术人员占比、产业资产增长率、就业人数增长率、销售收入增长率、利润增长率和国内市场需求增长率的变化。

希望通过本书的研究，不仅能为读者呈现出栩栩如生的外资并购案例。而且，从简单明了的案例介绍中，也能为读者进一步了解和思考外资并购对我国产业安全所存在的影响带来启发。

目 录

案例 1 米塔尔并购华菱管线	1
案例 2 德国 FAG 收购西北轴承	16
案例 3 卡特彼勒收购山工机械	28
案例 4 嘉士伯啤酒并购重庆啤酒	40
案例 5 帝亚吉欧并购水井坊	51
案例 6 SEB 并购苏泊尔	62
案例 7 凯雷集团收购徐工集团	75
案例 8 新桥投资人主深发展	87
案例 9 花旗“借道”广发	101
案例 10 高盛集团收购双汇发展	116
案例 11 可口可乐收购汇源果汁	125
 附表 1 2010 年和 2011 年世界工程机械企业排名	136
附表 2 本土品牌与外资品牌关注度	139
附表 3 外资并购后双汇股份财务状况变动表	141
参考文献	143
后记	155

案例 1

米塔尔并购华菱管线

一、案例概要

湖南华菱管线股份有限公司（以下简称“华菱管线”）2005 年 1 月 15 日公告称^①，华菱管线控股股东湖南华菱钢铁集团有限责任公司（以下简称“华菱集团”）与米塔尔钢铁公司（Mittal Steel Company N. V.）于 1 月 14 日在湖南长沙签订《股份转让合同》，华菱集团将其持有的占总股本 37.17% 的股份即 65625 万股国有法人股转让给米塔尔钢铁公司。转让价格由基本价加净资产调整价组成，基本价为每股 3.96 元，净资产调整价根据付款日当月的前一个月月底较 2004 年 6 月 30 日的净资产增加值进行调整。2005 年 6 月 9 日，双方对《股权转让合同》进行修订，华菱集团将转让股份调整为占总股本的 36.67% 即 64742.3125 万股，每股转让价格不变，并最终获得国务院、国资委、国家发改委等部门的批准。2005 年 10 月 11 日，华菱集团转让持有华菱管线的股份完成过户手续，同年 10 月 17 日，华菱管线召开第二届第二十三次董事会，修改公司章程，推选第三届董事会成员^②。自此，中国钢铁行业首例外资并购案历经九个多月的协商和工作，宣告结束。

① 华菱管线于 2008 年 7 月发布公告更名为“湖南华菱钢铁股份有限公司”。

② 根据巨潮资讯网华菱钢铁公告整理。

二、案例背景

(一) 行业发展状况

钢铁产业是国民经济的重要基础产业,是实现工业化的支撑产业,是技术、资金、资源、能源密集型产业,钢铁产业的发展需要综合平衡各种外部条件^①。我国是一个发展中大国,在经济发展的相当长时期内钢铁需求较大,产量已多年居世界第一。据 Wind 数据统计,截至 2011 年年底,黑色金属冶炼及压延加工业累计从业企业 6621 家,累计产成品 2210 亿元,累计资产规模达 51174 亿元,实现利润 1737 亿元。但目前我国钢铁产业的技术水平、物耗水平与国际先进水平相比还存在差距,我国钢铁产业发展的重点是技术升级和结构调整。

钢铁行业属于资源密集型、资本密集型和技术密集型产业,相比其他行业,钢铁行业的规模经济显得尤为重要。为了提高质量、降低能耗、加强环保、优化装备,2010 年 7 月工信部根据国务院相关文件颁布了《钢铁行业生产经营规范条件》,以提高钢铁行业的生产经营秩序,大幅减少企业数量,淘汰落后钢铁企业至剩余 200 家左右。2011 年钢铁行业的市场集中度指标 CR10 (行业前 10 大企业市场份额之和) 为 53.2%, 较上年提高 4.6 个百分点,但相比美国、日本等发达国家,我国钢铁行业的市场集中度仍然较低,2008 年美国、日本钢铁行业的 CR4 就达到了 70% 以上 (纪键, 2011)。表 1-1 为我国 2011 年国内粗钢产量 10 强企业名单及其市场占有率。

表 1-1 2011 年国内粗钢产量 10 强企业名单及其市场占有率

序号	公司	产量 (万吨)	市场占有率 (%)
1	河北钢铁集团有限公司	7113	12.06
2	鞍钢集团公司	4624	7.84
3	宝钢集团有限公司	4334	7.35

^① 《钢铁产业政策》, 国家发展和改革委员会令第 35 号。

续表

序号	公司	产量 (万吨)	市场占有率 (%)
4	江苏沙钢集团	3192	5.41
5	首钢集团	3003	5.09
6	山东钢铁集团有限公司	2402	4.07
7	渤海钢铁集团有限公司	1919	3.25
8	马钢 (集团) 控股有限公司	1668	2.83
9	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	1588	2.69
10	河北新武安钢铁集团	1527	2.59
集中度指标	CR3	19263	32.66
	CR5	22266	37.75
	CR10	31370	53.19
	全国总计	58981	100.00

注: CR3、CR5、CR10 均为计量市场集中度的指标, 分别为前 3 大、前 5 大、前 10 大企业市场份额之和。

资料来源: http://blog.sina.com.cn/s/blog_52f526870102e20t.html.

随着国内钢铁产量大幅增长, 钢铁行业处于产能过剩的状态, 行业利润渐趋微薄, 越来越多的企业希望外资钢铁企业投资参股国内钢铁企业。2011 年 10 月工信部发布的《钢铁工业“十二五”发展规划》就明确表示, 鼓励国外顶尖钢铁企业进入钢铁行业。然而, 2005 年 7 月国家发展和改革委员会令第 35 号颁布的《钢铁产业发展政策》规定, 外商投资我国钢铁行业原则上不允许控股。受国家发改委钢铁产业政策的影响, 2006 年阿赛洛欲收购莱钢 38.41% 的股权成为后者的第一大股东、2007 年米尔塔以 6.47 亿元收购东方集团 28% 股份、2009 年耶弗拉兹集团欲收购民企德龙 51% 的股权等并购案均未获得批准。表 1-2 列示了各年钢铁行业实际利用外商直接投资金额, 可以看出 2005 年后钢铁行业的外商直接相比之前几年大幅减少。

表 1-2 钢铁行业实际利用外资金额

年份	钢铁行业实际利用外资金额 (亿元人民币)	外商直接投资总金额 (亿美元)
2008	34.21	1083.12
2007	42.76	835.21
2006	34.44	727.15

续表

年份	钢铁行业实际利用外资金额（亿元人民币）	外商直接投资总金额（亿美元）
2005	64.56	724.06
2004	76.75	606.30
2003	58.55	535.05
2002	37.46	527.43
2001	27.37	468.78

资料来源：肖文，《中国钢铁行业外商直接投资对国内投资的挤出挤出效应》，<http://xxw3441.blog.163.com/blog/static/75383624201202784437461/>。

（二）重要关联企业

1. 湖南华菱钢铁集团有限公司

华菱集团是1997年年底由湖南三大钢铁企业——湘钢、涟钢、衡钢联合组建的大型企业集团。集团具备2200万吨钢生产能力，是我国十大钢铁企业之一。2011年，集团产钢1822万吨，实现销售收入近千亿元。目前，华菱集团下辖湘潭钢铁集团有限公司、涟源钢铁集团有限公司、湖南衡阳钢管（集团）有限公司等全资子公司，拥有湖南华菱管线股份有限公司（000932）、江苏华菱锡钢特钢有限公司、湖南华菱矿业有限公司等多家直接或间接控股的子公司^①。截至2004年年末，华菱集团持有华菱管线74.35%股权共131250万股，是华菱管线的控股股东。

2. 湖南华菱管线股份有限公司

华菱管线是由湖南华菱钢铁集团有限责任公司为主要发起人，联合长沙矿冶研究院等单位，经湖南省人民政府批准共同发起成立的股份有限公司，于1997年向社会公开发行股票20000万股在深圳证券交易所上市，股票代码000932^②。2008年华菱管线发布公告，更名为湖南华菱钢铁股份有限公司（以下简称“华菱钢铁”）。

米塔尔钢铁公司并购华菱管线的前一年度即2004年，华菱管线的主营业

① 资料来源：华菱集团网站，<http://www.chinavalin.com/about/gsjj.asp>。

② 资料来源：华菱钢铁网站，<http://www.valin.cn/2009/about/gsjj.asp>。

务收入为 237.86 亿元，主营业务利润为 21.82 亿元，是我国重要的大中型钢铁企业。表 1-3 是华菱钢铁 2000~2004 年的部分重要财务指标，其中净资产收益率稳定在 13% 左右，显示出其良好的经营盈利能力。目前华菱钢铁已跻身于中国十大钢铁企业，全球 20 大钢铁企业之列。2011 年实现钢产量 1543 万吨，实现销售收入 738.59 亿元，拥有总资产 859.69 亿元。

表 1-3 外资并购前 2000~2004 年度华菱钢铁财务状况 单位：%

财务指标	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
营业毛利率	11.74	12.04	11.82	14.93	9.33
管理费用率	2.67	2.85	2.61	3.54	2.40
销售费用率	0.92	0.76	0.64	1.00	0.89
净资产收益率 (ROE)	10.80	13.31	10.71	13.20	15.06

资料来源：CSMAR 数据库。

3. 米塔尔钢铁公司

米塔尔钢铁公司注册地址为荷兰鹿特丹，公司为两地上市公司，分别在阿姆斯特丹泛欧期货交易所（代码为 IST NA）和美国纽约证券交易所（代码为 MT）上市，董事长为拉克希米·尼沃斯·米塔尔（Lakshmi Niwas Mittal）。

米塔尔钢铁公司的股东包括米塔尔钢铁 S. a. r. l（注册于卢森堡，持有米塔尔钢铁公司 80.52% 的股份），伊斯帕特国际投资公司（注册于西班牙，持有米塔尔钢铁公司 15.07% 的股份）和公众股东（持有米塔尔钢铁公司 4.41% 的股份）。米塔尔钢铁公司的实际控制人是拉克希米·尼沃斯·米塔尔先生和乌莎·米塔尔（Usha Mittal）女士，分别间接持有公司 55.33%、40.26% 的股权。Mittal 先生现任米塔尔钢铁公司的董事兼首席执行官^①。

米塔尔钢铁公司的前身为伊斯帕特国际公司（Ispat Internation N. V.），其于 2004 年 12 月 17 日收购 LNM 控股公司（LNM Holding N. V.）后，更名为米塔尔钢铁公司。2005 年米塔尔又以现金和股票方式合并了美国国际钢铁有限公司（ISG）。米塔尔钢铁公司目前为全球最大的钢铁公司之一，2004 年钢铁发货量超过 4200 万吨，销售额超过 220 亿美元，净收益为 47 亿美元，在四大洲 14 个国家拥有钢铁生产设施，全球员工超过 15000 名。

^① 资料来源：巨潮资讯网《华菱钢铁收购报告书》，<http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2005-09-01/15875374.PDF? www.cninfo.com.cn>。

三、外资并购过程

(一) 第一阶段

在 2004 年 8 月, LNM 控股公司的代表与华菱集团就拟转让股份的可行性开始商讨, LNM 控股公司于 2004 年 9 月开展对华菱管线的业务、法律和财务方面的尽职调查。2004 年 10 月底, 华菱集团四个小组分赴米塔尔钢铁公司总部以及产业所在地英国伦敦、美国、墨西哥等地进行调查。2004 年 11 月, LNM 控股公司开始与华菱集团商洽和谈判《股份转让合同》的条款^①。

(二) 第二阶段

华菱管线 2005 年 1 月 15 日公告称, 华菱管线控股股东华菱集团与米塔尔钢铁公司于 1 月 14 日在湖南长沙签订《股份转让合同》, 华菱集团将其持有的占总股本 37.17% 的股份即 65625 万股国有法人股转让给米塔尔钢铁公司。转让价格由基本价加净资产调整价组成, 基本价为每股 3.96 元, 净资产调整价根据付款日当月的前一个月底较 2004 年 6 月 30 日的净资产增加值进行调整。若本次股份转让完成, 华菱集团将继续持有华菱管线 37.17% 的股份即 65625 万股国有法人股股份, 米塔尔钢铁公司也持有华菱管线 37.17% 的股份。那么, 米塔尔钢铁公司和华菱集团将平分秋色, 共同成为华菱管线的第一大股东。

2005 年 3 月 1 日, 商务部《关于湖南华菱管线股份有限公司部分国有法人股向外商转让有关意见的函》([2005] 资二便字 010 号) 原则同意华菱管线部分国有法人股转让给米塔尔钢铁公司。

(三) 第三阶段

2005 年 7 月国家发展和改革委员会令第 35 号颁布的《钢铁产业发展政

^① 资料来源: 巨潮资讯网《华菱钢铁收购报告书》, <http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2005-09-01/15875374.PDF? www.cninfo.com.cn>。

策》规定，外商投资我国钢铁行业原则上不允许控股。这使得并购交易双方达成的协议被迫修改。最终米塔尔钢铁公司做出了让步，同意购入减少 0.5% 的股权，即华菱集团持 37.673% 股权，米塔尔钢铁公司持 36.673% 股权，其在全球收购钢铁企业控股的惯例也由此打破^①。转让价仍由基本转让价加净资产调整价两部分组成。最终，股权转让方案先后获得了国务院、国资委、国家发改委的批准。2005 年 10 月 11 日，并购交易双方在深交所完成了股权转让过户手续。

四、并购动因与结果评价

（一）战略协同或共谋行为

目前我国钢铁产业的技术水平、物耗与国际先进水平相比还有差距，在此背景下，华菱管线引进全世界最大的钢铁企业之一的米塔尔钢铁公司作为战略投资者，并与其于 2005 年 1 月 14 日制定了《战略合作初步框架书》。该协议书规定，双方拟在收购完成后在采购、销售网络、物流、技术和研发以及知识管理方案方面进行合作，为华菱管线带来先进管理经验，支持华菱管线主营业务的发展。

那么，此项并购会否产生预期的协同效应支持并购的“效率理论”，或者，与此相反只是并购双方的共谋行为（李青原等，2011）？无论是效率理论下追求协同效应，还是共谋行为，均会对并购参与方、竞争对手以及上下游公司带来影响，我们将采用事件研究法对米塔尔钢铁公司并购华菱钢铁的动机是预期的协同效应还是共谋行为进行检验，并为进一步探讨外资并购给中国企业所带来的影响提供经验支持。

（二）事件研究法的进一步检验与论证

根据前面的分析，本案例形成表 1-4 中待检验的研究假设。具体来说，对假设的检验从纵向来看分成两个阶段，即最初宣布并购活动时和并购活动成

^① 间接引自：李思之、邓霞，《入股湖南华菱管线米塔尔能给中国钢铁带来什么》，新浪财经 2005 年 10 月 18 日，<http://finance.sina.com.cn/roll/20051018/1153353720.shtml>。

功时；从横向来看，则分别从并购活动对参与公司、华菱管线的竞争公司和上下游公司可能的影响形成检验假设。

表 1-4

基本假设列表

1. 并购活动宣布时			
	参与公司	竞争公司	上下游公司
共谋假设	从共谋中获得了较高收益 (+)	从共谋中获得较高收益 (+)	上游供应商：被迫接受更低的销售价格 (-) 下游客户：被迫接受更高的购买价格 (-)
效率假设	产生的协同效应增加了效率 (+)	协同效应：意味着面临更加激烈的市场竞争 (-) 信号传递：可以通过同样的并购策略提升效率 (+)	上游供应商：更加稳定的销售渠道和更多的销售量 (+) 下游客户：购买的价格更低 (+)
2. 并购活动宣布成功时			
共谋假设	共谋的利益能够实现 (+)	共谋的利益能够实现 (+)	上游供应商：被迫接受更低的销售价格 (-) 下游客户：被迫接受更高的购买价格 (-)
效率假设	协同效应能够实现 (+)	协同效应能够实现 (-) 可以通过同样的策略提升效率 (+)	上游供应商：更加稳定的销售渠道和更多的销售量 (+) 下游客户：购买的价格更低 (+)

注：表中 + 表示产生正向影响，- 表示产生负向影响。

本案例的参与公司为米塔尔钢铁公司和华菱管线，在分析中，我们主要关注并购事件对被并购公司华菱管线的影响。

竞争公司则主要选择与华菱管线所主要产品相同的即经营长材的上市公司，分别为：韶钢松山 (000717)、新兴铸管 (00778)、杭钢股份 (600126)、凌钢股份 (600231)、酒钢宏兴 (600307)、八一钢铁 (600581)、广日股份 (600894)。以上述 7 家公司的平均累计超常收益 (CAR) 代表并购事件对竞争对手的影响。

上下游客户中选择了一家注册地在湖南的、拥有 13 年历史的、大宗商品流通企业——物产中拓 (000906)。在 2008 年 4 月之前，华菱管线与现物产中拓原南方建材 (000906) 同为华菱管线集团有限责任公司的控股子公司，之后物产中拓的股权被转让给浙江物产国际贸易有限责任公司，继而成为浙江物

产的控股子公司，与华菱管线联系紧密。华菱管线披露的 2004 年度财务报告显示，华菱管线从南方建材购进管坯、电解铜及动力。

本案例所有分析数据均来自于 Wind 数据库。具体的实证检验过程如下：事件日与事件窗口的确定；超累计收益率的计算；结果分析。具体如下：

(1) 本案例选择湖南华菱管线股份有限公司董事会提示性公告日作为并购活动宣布日（2005 年 1 月 12 日）和《商务部关于湖南华菱管线股份有限公司变更为外商投资股份企业的批复》公告作为并购活动宣告成功日（2005 年 9 月 20 日）作为零时刻。同时为了剔除其他因素的影响选择 $[-5, 5]$ 作为事件公告的时间窗口。

(2) 本案例采用市场调整法来计算预期正常收益率。选取并购事件前 $[-160, -40]$ 的 160 个日收益率进行市场模型回归求得预期正常收益率。超常收益率 (AR) 为股票实际收益率减去预期正常收益率。超额累积收益率 (CAR) 为：
$$CAR = \sum_{t=1}^i AR_t$$
。A 股上市公司个股日收益率数据及深圳、上海日市场收益率来自 CSMAR 数据库，米塔尔钢铁公司日收益率及道琼斯指数来自雅虎财经。

(3) 结果分析。在并购活动宣布日，华菱管线、米塔尔钢铁公司与上游公司在 $[-5, 5]$ 的事件窗口的 CAR 结果均大于零，且 CAR 结果呈现上升趋势（见图 1-1）；竞争对手平均的 CAR 结果在零值上下波动。并购双方的 CAR 结果与效率假设的预测一致，竞争公司 CAR 结果与效率假设的预测基本一致。从 CAR 结果的变化可以看出市场预期米塔尔钢铁公司并购华菱管线可以产生协同效应从而使得并购双方的股东财富增加，同时并购活动也使得钢铁行业的竞争更趋激烈，竞争对手的平均 CAR 零值上下波动。

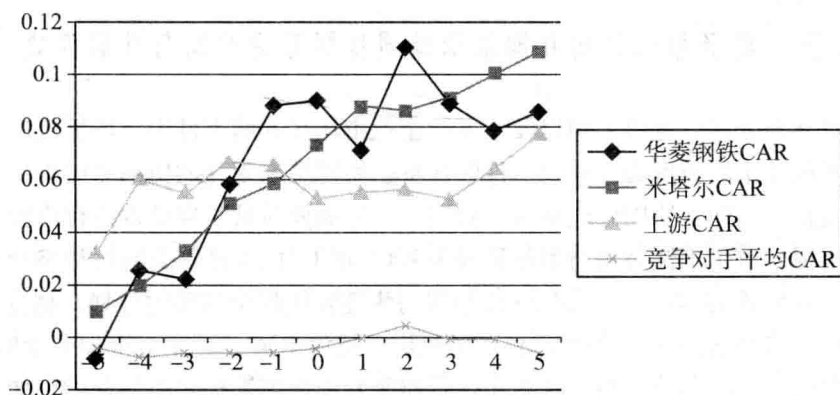


图 1-1 并购活动宣布日 CAR