

学校编码：10384  
X2010157022UDC

分类号密级学号：

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

## 企业并购绩效评价研究

——以国药控股福建并购案为例

**On The Performance Evaluation of Corporate M & A**  
**——Based on the example of Sinopharm Fujian CO. LTD**

方 飞

指导教师姓名：曾一龙 博士/高级会计师

专 业 名 称：会计专业硕士（MPAcc）

论文提交日期：2015 年 4 月 日

论文答辩时间：2015 年 月 日

学位授予日期：2015 年 月 日

答辩委员会主席：

评 阅 人：

2015 年 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

近年来，随着世界经济一体化进程加速以及经济的迅速发展，为了增强竞争力和满足资本逐利本性，国内外资本市场的并购活动风起云涌。现今，资本市场在我国尚未成熟，相关监管的联动约束机制尚未完全有效建立，这导致并购活动往往存在短视投机性行为，如何识别市场中各类并购活动的动机策略？如何有效检验评价这些并购活动是否能改善提升企业的绩效？如何分析影响这些并购活动绩效的因素？这些都值得学术理论界和实践界密切关注和不断深入研究的问题，也是本文努力探讨的问题。

本文大量参阅了国内外相关文献的基础上，借鉴、分析与总结国内外众多学者对一般企业间并购的经济学研究理论成果，从我国资本市场的现实情况出发，从企业在激烈市场竞争的需求层次出发，对经济市场中各类并购动机、并购战略、并购作用等并购相关理论进行阐述。并在此前提之上，以财务会计、统计理论等实证研究基础，以利益相关者的角度，构建了并购绩效评价模型，介绍了并购绩效评价体系以及评分方法，从基本绩效和经营绩效两个方面，确定了定性与定量的并购绩效评价指标，运用综合分析判断法对定性指标进行考核和评议，再借助功效系数法对并购绩效的关键定量指标进行记分，并结合计算并购绩效评价比较指数 CI (Comparative index)，以衡量并购前后经营业绩的改善程度。再从与不同于现有多数研究学者的研究并购方的角度，即以被并购方—国药控股福建有限公司真实的并购活动为样本实证案例，按照并购绩效评价模型所介绍的评价体系、评分方法及手段，以有效的数据验证了并购绩效评价模型在现实应用中的可行性，并据此对并购行为的成败进行相关影响因素的分析，丰富和完善了并购理论，最后从股东、政府等利益相关者的角度对并购活动进行研究分析，从影响并购绩效的因素为出发点，针对性地提出了优化并购绩效的相关建议。

**关键词：**并购；并购绩效评价；财务指标综合评价法



## **Abstract**

In recent years, with the acceleration of world economic integration and rapid development of economy, mergers and acquisitions activity in the capital market at home and abroad are surging, in order to enhance competitiveness and meet the capital's demand for profit. However, China's capital market at present is relatively immature and the linkage mechanism of the relevant regulatory constraints has not been fully established, which often leads to short-sighted speculative behavior in M & A activity. Thus, how to identify motivational strategies in all types of M & A activities at the market? How to effectively test and evaluate whether these mergers and acquisitions can improve enterprise performance? How to analyze the factors affecting the performance of these mergers and acquisitions? These are problems worthy of close attention and in-depth study from academic and practice fields. And this paper also tries to probe into these questions.

After reading lots of relevant literature domestic and overseas, this paper draws on analysis and summary of enterprise mergers and acquisitions in the theory of economics research carried by many scholars at home and abroad. This paper elaborates the M & A motivation, strategy, function and other related theories in economic market, on the basis of the China's capital market and enterprises' hierarchy of needs in the fierce market competition. Based on the Empirical Study of financial accounting, statistical theory, etc., this paper builds M & A performance evaluation model and introduces M & A performance evaluation system and scoring methods from the perspective of related stakeholders. This paper determines the qualitative and quantitative evaluation of M & A performance from the basic performance and business performance and by use of comprehensive analysis to make assessment and evaluation for qualitative indicators. This paper makes score to key quantitative indicators of M & A performance with Efficacy Coefficient Method and measure the improvement in operating performance before and after M & A, combining the calculation of Comparative Index during M & A performance evaluation. Varied from the majority of existing research focusing on acquirers, this

paper takes the acquired party Sinopharm Fujian CO. LTD as the example. According to valid data obtained by evaluation system, scoring methods and means in M & A performance evaluation model to verify its feasibility in applications, this paper analyzes the relevant factors affecting the M & A result, enriching the M & A theory. Moreover, by analysis of M & A activity among enterprises from the standpoint of shareholders, the government and other stakeholders, the last part of the paper puts forward related proposals to optimize the M & A performance.

**Keywords:**M & A (mergers and acquisitions);performance evaluation of M & A; comprehensive assessment of financial indicators



# 目录

<b>第一章绪论 .....</b>	<b>1</b>
<b>第一节研究背景与选题意义 .....</b>	<b>1</b>
一、研究背景.....	1
二、选题意义.....	2
<b>第二节文献综述 .....</b>	<b>3</b>
一、国外文献综述.....	3
二、国内文献综述.....	4
三、简要评述.....	6
<b>第三节研究思路方法和步骤 .....</b>	<b>7</b>
<b>第四节论文结构 .....</b>	<b>7</b>
<b>第五节创新点与局限性 .....</b>	<b>8</b>
一、创新点.....	8
二、局限性.....	9
<b>第二章并购相关理论与绩效评价 .....</b>	<b>10</b>
<b>第一节并购相关理论 .....</b>	<b>10</b>
一、并购概念.....	10
二、并购动机.....	10
三、并购作用.....	12
四、并购风险.....	13
五、并购类型.....	14
六、并购流程.....	16
七、并购整合.....	17
<b>第二节并购绩效与评价 .....</b>	<b>17</b>
一、并购绩效概述.....	17
二、评价方法介绍.....	18
三、绩效评价指标体系.....	2020

四、绩效评价记分方法.....	22
五、绩效评价指标比较.....	233
六、绩效综合评价矩阵.....	23
<b>第三章并购绩效评价案例分析 .....</b>	<b>25</b>
<b>第一节案例分析设计 .....</b>	<b>25</b>
一、基本资料.....	25
二、评价指标.....	25
三、数据选择.....	26
<b>第二节分析过程与结果分析 .....</b>	<b>26</b>
一、分析过程.....	27
二、结果分析.....	32
<b>第四章并购绩效影响因素分析与优化建议 .....</b>	<b>34</b>
<b>第一节并购绩效影响因素分析 .....</b>	<b>34</b>
<b>第二节并购绩效优化建议 .....</b>	<b>36</b>
一、以股东及其他利益相关者角度的优化建议.....	36
二、以政府角度的优化建议.....	38
<b>第五章结束语 .....</b>	<b>40</b>
<b>参考文献.....</b>	<b>41</b>
<b>致谢.....</b>	<b>44</b>

## Contents

<b>Chapter One Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Research background and significance of the topic.....</b>	<b>1</b>
1.1.1 Research background .....	1
1.1.2 Significance of the topic .....	2
<b>1.2 The literature review of the research at home and abroad</b> <b>.....</b>	<b>3</b>
1.2.1 The literature review of the research abroad.....	3
1.2.2 The literature review of the research at home.....	4
1.2.3 A brief comment on the research .....	6
<b>1.3 Basic research ideas and research methodology .....</b>	<b>7</b>
<b>1.4 Structure of the thesis .....</b>	<b>7</b>
<b>1.5 Innovations and limitations.....</b>	<b>8</b>
<b>Chapter Two The Related Theories of M &amp; A and Performance</b> <b>Evaluation.....</b>	<b>10</b>
<b>2.1 The related theories of mergers and acquisitions .....</b>	<b>10</b>
2.1.1 M & A concept.....	10
2.1.2 M & A motivation .....	10
2.1.3 M & A function .....	12
2.1.4 M & A risk .....	13
2.1.5 M & A type.....	14
2.1.6 M & A process .....	16
2.1.7 M & A integration .....	17
<b>2.2 Performance and evaluation of M &amp; A.....</b>	<b>17</b>
2.2.1 A brief introduction to evaluation of M & A performance .....	17
2.2.2 Introduction to the evaluation methods.....	18
2.2.3 Performance evaluation index system .....	20
2.2.4 Performance evaluation scoring method.....	22

2.2.5 Performance evaluation index comparison .....	23
---	----

2.2.6 The matrix of comprehensive evaluation on performance.....	23
--	----

### **Chapter Three The Case Analysis of Evaluation of M & A**

<b>Performance .....</b>	<b>25</b>
--------------------------	-----------

<b>3.1 The ideas of the case analysis .....</b>	<b>25</b>
---	-----------

3.1.1 Basic information.....	25
------------------------------	----

3.1.2 Evaluation index .....	25
------------------------------	----

3.1.3 Data selection.....	26
---------------------------	----

<b>3.2 Process of analysis and the result analysis.....</b>	<b>26</b>
---	-----------

3.2.1 Process of analysis .....	27
---------------------------------	----

3.2.2 Results analysis.....	32
-----------------------------	----

### **Chapter Four Analysis of Factors Affecting M & A Performance**

<b>and Suggestion on Optimization.....</b>	<b>34</b>
--	-----------

<b>4.1 Analysis of factors affecting M &amp; A performance.....</b>	<b>34</b>
---	-----------

<b>4.2 Suggestion on optimization M &amp; A performance.....</b>	<b>36</b>
--	-----------

4.2.1 Suggestion on optimization from the standpoint of shareholders and other stakeholders.....	36
---	----

4.2.2 Suggestion on optimization from the standpoint of the government.....	38
---	----

<b>Chapter Five Conclusion.....</b>	<b>40</b>
-------------------------------------	-----------

<b>Bibliography .....</b>	<b>41</b>
---------------------------	-----------

<b>Acknowledgements .....</b>	<b>44</b>
-------------------------------	-----------

## 第一章绪论

### 第一节研究背景与选题意义

#### 一、研究背景

随着全球经济一体化进程加速，为了增强竞争力和满足资本逐利本性，国内外资本市场的并购活动日益增长，并呈现出数量多、规模大、多元化及国际化等一系列特点。

众所周知，并购在国外已有一百多年的历史，一些企业更是将并购作为其发展壮大的法宝。在市场经济较为高度发达的西方国家，继前四次并购浪潮后，西方国家在 1994 年又掀起了第五次并购浪潮，类似世界 500 强的大型、超大型和跨国大公司的产生和发展，基本上都离不开并购活动，在每次并购浪潮中，都出现资本迅速扩张、规模迅速扩大、市场份额迅速提升的普遍现象，大大加快了企业发展的步伐。纵观我国企业的并购史，要从 1993 年 9 月宝安收购延中算起，至今仅近 22 年，主要分为三个阶段：①1993 年 9 月至 1996 年底的萌芽阶段，其主要特征是市场自发探索，历经了简单的举牌收购到复杂的资产置换，以及直接在二级市场收购到更为规范现实的协议收购的转变；②1997 年至 2002 年底的快速发展阶段，市场焦点集中在并购重组活动，并购新手段新方式不断涌现，借壳上市和资产重组数量骤升，但带来的合规性问题也日显突出；③2003 年以来的规范发展阶段，2002 年下半年，中国证监会就并购重组的合规性问题，相继出台了《上市公司收购管理办法》和《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》和《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》等三个规范性文件，后续又颁布实施了一系列规章制度，使得并购活动受到严格的监管，违规行为得到严厉查处，并购重组的混乱状态得到初步遏止，此后上市公司并购进入了规范有序的发展阶段。

正是基于我国资本市场在产生的历史背景、发展阶段与国外都不同，从而与并购相关的基础制度建设、法律环境、并购文化等方面也存在差异，决定了我国与国外成熟资本市场有些共性，但显现更多的是个性，也因此，国内外与

并购活动相关的诸如并购动机、并购整合、并购评价等理论会有些许不同的地方。

近年来，随着股权分置改革的实质完成，政府和监管部门市场化监管思路和方式的确立，证券市场基础制度建设日趋完善，上市公司整体结构得到改善，建立起并购重组与市场交易监管的联动约束机制，并购市场化程度不断提高，模式不断创新，要约收购、吸收合并、整体上市等层出不穷，这些标志着我国更为规范的并购时代已经到来，良好的并购环境已经形成，资本市场的股权结构和产业结构将得到优化，证券市场配置效率将得到提高。

## 二、选题意义

市场竞争毕竟都是激烈的，成长才是生存和发展的根本，既可通过资本积累和内部投资，也可以外部并购的方式来实现，相比两者，并购效率更高。在市场经济条件下，机会稍纵即逝，企业不仅要追求低成本更要追求高效率，并购无疑是快速实现其资本集中和规模扩张的最佳途径。美国著名经济学家乔治·斯蒂格勒曾作过精辟的论断：“纵观美国著名大企业，几乎没有哪一家不是以某种方式、在某种程度上应用了兼并、收购而发展起来的。”<sup>[1]</sup>这揭示了并购的重要性意义。

虽然说并购是市场经济体制竞争下的必然手段，可它并不意味着一定能创造价值和提高效率，尽管从国内外研究学者们的理论上分析确实如此，但实证研究却会得出截然不同的结论。有些研究认为并购确能提升资源优化与配置，提高竞争力，从而价值得以创造，实现  $1+1>2$ 。也有研究认为并购中某些扩张项目所支付对价的投资收益往往会低于股东所要求的收益，或是低于机会成本，从而认为是失败的并购活动。几年前爆发的安然事件和世通公司都是因通过收购活动导致过分扩张而引起内部管理混乱，从另一个层面反应出并购不一定能提高效率。据 Grubb and Lamb (2000) 评论道，客观事实是只有大约 20% 的并购取得了真正的成功。多数并购侵蚀了股东的财富，残酷的现实是多数并购没有真正的财务回报，失败率很高，并购失败难以遏止<sup>[2]</sup>。这也说明了并购有其高风险性的一面，对我国企业并购决策具有一定的参考价值。

随着证券市场的日趋成熟，我国上市公司队伍日益壮大，并购数量和规模

节节攀升，并购已经超越新股发行市场（IPO）成为证券市场资源配置的最主要方式，也是上市公司快速发展壮大的最佳途径。并购活动的频繁发生，引起了国内外学者对并购相关问题进行了较多深入的研究探讨甚至争论，比如：并购的动机、并购成败的因素、并购能否创造价值提升绩效？影响绩效的因素又有哪些？如何评价并购绩效？并购绩效评价的标准和方法有哪些？等等这些始终是国内外学者们争论的焦点，至今仍莫衷一是。由于历史背景、经济体制、基础理论、市场环境以及研究方法的差异，尽管理论界和实践界对并购绩效研究很多，但是理论和现实相冲突相矛盾的结果依然存在。

## 第二节 文献综述

由于西方国家有较长的并购历史，因此并购绩效评价的研究西方国家处于领先地位。我国学者郭炜对国内外研究进行了较全面的总结，把现有的并购绩效评价方法归纳为两个方面：主要是利用非正常收益法和会计指标法对并购绩效进行评价<sup>[3]</sup>。即一种是基于对并购前后股东财富变化的研究，这种研究是通过计算并购前后的股票价格变动，这种变动是以股东实际收益变动的大小来确定并购行为对企业产生的影响，另一种是基于财务效应的研究，即通过比较并购前后财务数据指标的变化，来评价并购对经营绩效的影响。

### 一、国外文献综述

#### （一）以超额收益率法来研究并购绩效

Jensen、Runback（1983）通过对采取要约收购的企业进行研究，研究结果表明，在并购完成后，收购公司股东的收益明显低于目标公司股东收益，前者只有4%，而后者达到了惊人的30%的反常收益<sup>[4]</sup>。

Agrawal、Jaffe 和 Mandelker（1992）对1955年至1987年间发生的约937起兼并交易和227起要约收购交易样本进行了研究，采用规模效应和加权市场收益进行相关的调整，发现收购企业的股东在兼并完成后的5年间都损失了约10%的财富<sup>[5]</sup>。

Schwert（1996）研究了1975年至1991年间的1814个并购事件后指出，

目标公司股东的累计超额收益率达 35%，相反，收购公司的超额收益率则几乎为零<sup>[6]</sup>。

Jarrell 和 Brickley (1980) 研究了发生在 1962 年至 1985 年间约 663 起要约收购结果，研究的结果表明，在 60 年代，目标企业可以得到约 19% 的溢价，到了 70 年代，可得溢价约上升到 35%，1980 年至 1985 年的平均溢价为 30%。而收购公司的超额收益率则呈现出递减的趋势，在 60 年代，这个超额收益率为 4.4%，到了 70 年代则跌为 2%，到了 80 年代，则变成了 -1%<sup>[7]</sup>。

Jarrell 和 Poulson (1989) 在上述研究的基础上进行分析，发现目标公司平均超额收益率则超过了 20%，而收购方则只有 1.14%<sup>[8]</sup>。

## **(二) 以财务指标法来研究并购绩效**

Healy, Palepu 和 Ruback (1992) 以总资产收益率、经营现金流量来衡量并购的绩效，对 1979 年至 1983 年间美国工业行业前 50 大并购案进行研究，认为并购提高了绩效，并且绩效的提高与股东价值的增加高度相关。绩效提高带来的回报率提高来源于并购后管理效率的提升，并不是想像中的源自于解雇工人后的成本节约<sup>[9]</sup>。

Singh(1971)用财务指标法考察了英国 1954 年至 1960 年涉及并购的公司，发现收购公司在收购后的盈利能力下降<sup>[10]</sup>。

Ravenscraft 和 Scherer (1987) 以对照样本研究的方法，研究了 1950 年至 1977 年间发生收购行为的 471 家公司，分析了会计方法选择和资产价值评估选择对企业并购产生的影响。研究结果表明，发生收购行为公司的盈利水平相比于未发生收购行为要低 1%-2%，并且这种分析的结果的统计差异是非常显著的<sup>[11]</sup>。

## **二、国内文献综述**

### **(一) 以超额收益率法来研究并购绩效**

李善民、陈玉罡 (2002) 对 1999 年至 2000 年间中国上市公司约 349 个并购事件进行实证研究表明，并购行为给收购公司带来了明显的财富增加，而对目标公司股东财富的影响不显著<sup>[12]</sup>。

张新 (2003) 对 1993 年至 2002 年在沪深两市上市的约 1216 个并购重组事



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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫