

Research on M&A Behavior and Income of A-share Pharmaceutical Enterprises in

Fluctuating Market

by

Fengdong Miao

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved July 2019 by the
Graduate Supervisory Committee:

Wei Shen, Co-Chair
Xiaoyun Yu, Co-Chair
Hongquan Zhu

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2020

波动行情中 A 股医药企业并购行为和投资者市场反应研究

缪丰东

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于 2019 年 7 月批准:

沈伟, 联席主席
于晓筠, 联席主席
朱洪泉

亚利桑那州立大学

二零二零年五月

ABSTRACT

As an important economic tool, Merge & Acquisition (M&A) plays an important role in the activities of the main body of the world economy. Comparing with the internal expansion of the enterprise, M&A is a very effective way for companies to rapidly expand their scale or enter new fields. In recent years, the M&A of Chinese listed pharmaceutical companies are emerging in an endless stream. However, whether these M&As are carried out at the right time and in the meantime achieve the expected goals, as for many major M&A companies and their operators, the author believed that it's still too early to jump into a conclusion. Initial Public Offering (IPO) pharmaceutical enterprises have a large number of secondary market investors and shareholders. The most direct and effective way to evaluate the merger and acquisition behavior of A-share IPO pharmaceutical enterprises is to test the market reaction caused by merger and acquisition events, and the market reaction is the performance of investors'evaluation of events.

Based on the systematic M&A theory in the West, this paper attempts to evaluate the short-term performance level of A-share medical M&A events in recent years (2013-2018) by introducing relevant variables at the industry and enterprise levels. This paper discusses the effect of M&A decisions on market investors' response (announcement period performance) under the influence of fluctuations and earnings of A-share pharmaceutical industry through a progressive way.

Firstly, in this paper, the literature review, the theory of M&A and market reaction, the performance of M&A and the influencing factors of market investors' reaction are systematically expounded and summarized.

Secondly, through event study and multiple regression analysis, 428 M&A incidents of 379 enterprises were analyzed at different levels (industry level: market volatility and returns; enterprise level: enterprise scale, debt ratio, M&A scale, enterprise profitability, Nature of enterprise, Does M&A Exist 12 Months Before M&A), and market investors' reaction to different M&A decisions was made. Empirical research should be conducted. The relationship between internal and external control variables of M&A and investors' response (performance) in M&A market is also discussed. It can provide reference for decision makers and investors of pharmaceutical mergers and acquisitions.

摘要

企业并购作为一项重要的经济手段，在世界经济主体的活动中承担着重要的角色。相较于企业内部积累式的扩张，并购是企业快速扩大规模、或者进入新领域的非常好的途径。近年来，中国上市医药企业的并购层出不穷，然而，并购是否在恰当的时机进行，同时又是是否达成预期的目标，对于多数主并购企业及其经营者而言，未有定论。上市药企拥有大量二级市场投资者股东，针对 A 股上市医药企业的并购行为进行评价，最直接及有效的方式是对并购事件引发的市场反应进行检验，市场反应是投资者针对事件评价的表现。

本文在西方系统化的并购理论基础上，试图通过引入行业及企业层面的相关变量对近几年（2013 年至 2018 年）A 股医药并购事件的短期绩效水平进行评价。通过逐层递进的方式，对“在 A 股医药行业波动及其收益影响下，医药企业并购决策对市场投资者反应（公告期绩效）的影响”进行了探讨。

本文首先通过对文献综述、企业并购及市场反应理论、企业并购绩效及其市场投资者反应影响因素等做了系统的概念及理论的阐述和总结。

其次，分别通过事件研究法、多元回归分析法对 379 家企业共 428 起并购事件进行不同层面（行业层面：市场波动及收益；企业层面：企业规模、负债率、并购规模、企业盈利能力、企业性质、并购前 12 个月是否存在并购）影响因素条件下，不同并购决策的市场投资者反应实证研究。并对企业并购的相关内外部控制变量和并购市场投资者反应（绩效）的相互关系进行了探讨。为医药并购决策者以及投资人提供参考。

目录

	页码
表格列表	VIII
图表列表	IX
章节	
第 1 章 绪论	1
1.1 选题背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 研究思路与研究创新	4
1.2.1 研究思路	4
1.2.2 研究创新	5
1.3 文章结构安排	6
第 2 章 文献综述	8
2.1 行业波动对企业并购影响研究综述	8
2.2 企业并购投资者市场反应研究综述	9
2.2.1 国外关于企业并购投资者市场反应研究	9
2.2.2 国内关于企业并购投资者市场反应研究	11
2.3 企业并购决策的投资者市场反应影响研究综述	13
2.4 文献评述及总结	14

章节	页码
第 3 章 理论研究	16
3.1 企业并购概念	16
3.2 企业并购价值创造研究	17
3.3 企业并购投资者市场反应内涵研究	20
3.3.1 投资者市场反应行为机制	20
3.3.2 投资者市场反应行为判断及评价方法	22
3.4 本章小结	23
第 4 章 企业并购投资者市场反应影响因素研究	24
4.1 企业并购价值创造和损毁理论	24
4.2 管理者并购决策对投资者市场反应的影响分析	26
4.3 本章小结	30
第 5 章 研究命题与假设	31
5.1 本文研究的命题	31
5.2 本文研究假设提出	32
5.2.1 医药行业指数波动与投资者对并购公告反应的关系假设	32
5.2.2 医药行业平均收益对投资者并购公告反应的调节作用假设	33
5.3 概念模型	34
第 6 章 研究方法和模型设定	36
6.1 评估投资者市场反应的研究方法及模型。	36

章节	页码
6.1.1 事件研究法介绍.....	36
6.1.2 事件研究法模型推演.....	37
6.1.3 事件研究法的评述	38
6.2 评估企业并购绩效影响因素的研究方法与模型	39
6.2.1 多元面板回归分析	39
6.2.1 变量设定和解释	42
第 7 章 样本选择与研究设计	44
7.1 样本数据来源与处理	44
7.2 变量定义	45
7.3 并购样本选择与标准化.....	46
第 8 章 A 股上市医药企业并购决策及影响因素对投资者市场反应的影响实证.....	49
8.1 并购绩效分析：市场投资者反应.....	49
8.1.1 相关变量描述性统计.....	49
8.1.2 A 股医药企业并购投资者反应分析	52
8.2 回归分析与假设检验	55
8.2.1 企业及行业波动层面影响因素对投资者市场反应的影响分析	55
8.2.2 行业波动及其收益条件下，不同企业并购决策对投资者市场反应的影响	57
8.2.3 行业波动及其平收益的投资者市场反应的主效应分析	61
8.4 本章小结.....	62

章节	页码
第 9 章 主要结论与研究展望	65
9.1 主要结论.....	66
9.2 研究展望	68
参考文献	70

表格列表

表格	页码
3.1 企业并购价值创造研究及其观点	18
4.1 公司并购价值创造及损毁理论	25
4.2 企业并购决策分类	27
5.1 2013-2018 年我国 A 股医药上市企业本研究命题下虚拟变量（并购战略决策）分类 .	32
5.2 2013-2018 年申万医药生物指数与上证指数相关关系	35
7.1 上市医药企业并购历年（2013-2018）样本数据统计	45
7.2 上市医药企业并购历年（2013-2018）样本数据并购行为分类统计	48
8.1 2013~2018 年 A 股医药企业并购变量描述性统计	50
8.2 2013~2018 年不同并购分类 A 股医药企业 T-1、T、T+1 天超额收益率情况	53
8.3 2013~2018 年 A 股上市医药企业样本数据变量相关系数	55
8.4 2013~2018 年 A 股上市药企企业及行业波动层面回归分析（N=428）	56
8.5 2013~2018 年上市医药企业并购回归分析（全样本所有变量回归，N=428）	60
8.6 2013~2018 年 A 股上市药企并购回归分析（仅调节变量回归，N=428）	61
9.1 2013~2018 年上市药企并购投资者市场反应影响因素及效果汇总（N=428）	65
9.2 本文研究假设检验结果	68

图表列表

图表	页码
5.1 2013-2018 年医药医疗企业并购投资者市场反应研究概念模型.....	35
8.1 研究样本药企并购 3 天超额收益率情况 图 8.2 产业内并购 3 天超额收益率情况.....	53
8.3 2013-2018 年 428 例 A 股医药企业不同并购决策的超额收益分布图.....	54

第1章 绪论

1.1 选题背景及意义

1.1.1 研究背景

伴随中国现代医药工业数十年的发展，A股医药行业上市企业逐年增多，同时，多数企业上市时间不长，绝大多数集中在3-10年左右时间。受A股IPO政策的影响，A股的医药上市企业均已具备稳定营收规模和利润，在产业细分领域也属于佼佼者，但由于受公司发展时间限制，大多数企业又不具备非常大的体量和市值，因此，除通过内生性的生产发展以外，多数公司也将并购作为企业外部成长的重要手段。近几年，中国市场医药医疗行业并购案例增长快速，自2013年至2018年6年间，仅A股医药行业并购且完成交易并实施的事件就高达约1039起（本文剔除相关样本后纳入研究的例数为448起，极值数据剔除后为428例）。

从理论上而言，对内外部资源进行合理优化配置以获得规模经济、降低企业运营成本及经营风险是医药上市企业并购的主要原因。同时，由于政策推动以及行业投资高回报、生产集中度偏低等多因素影响，A股医药医疗企业在可持续性运营规划的前提下，将并购作为该领域常态化的资本运作手段，特别是在行业政策频出的近10年，A股医药医疗企业的并购层出不穷，通过结合产业和金融进行商业模式和发展模式的重构，推动企业的扩张，促使企业产业升级和盈利能力提升，且同时不断追逐资本的增值。

实证研究显示，医药医疗行业相关并购决策和绩效的相关关系并不稳定，并未有充分证据表明企业并购一定会创造价值增值，投资者市场反应和市场、企业层面相关因素有显著相关性。胡雪峰（2015）等在针对企业并购战略对企业绩效的影响研究中指出了价值链

延伸型和技术寻求型等产业内并购决策对绩效的显著正向影响，也针对企业所有制和偿债能力等企业层面因素和绩效水平进行了关联。杨君慧（2011）同时对于连续型并购的市场反应进行了研究，结果显示，首次并购成功的企业，后续逐次并购行为的市场反应均为正值，但存在一定的波动性，反之，首次并购失败企业，由于管理者吸取了经验教训，后续逐次并购行为的市场反应逐步趋于正向，变化具有稳定性。另外，夏菁（2016）等对复星医药并购以色列飞顿激光公司进行了投资者市场反应及后续财务指标的验证，结果显示，并购事件对主并购企业复星存在负向的财富创造效应（累计超额收益率等），事件期 3 个月内，相对上证指数大盘走势，其平均超额收益率和累计超额收益率整体处于下滑趋势，且落后于经济指数大盘，在并购期间获得了显著为负的累计超额收益率（CAR），同时其后续 3 年财务指标也证实了并购后的企业双方协同作用的未充分性，并购事件期（30 天）的投资者市场反应也验证了这一预期。

针对此现象，研究证实了在有效市场假说的前提下证券市场的“预期能力”，即，可认为，投资者市场反应是企业并购效率和经济效益的可靠指标，然而，Barberis（2003）、Shleifer（2000）等认为投资者是有限理性的，其决策（市场反应）行为并非独立作出，而是考虑了彼此间的看法。Hayward（1997）、Laamanen（2007）等认为投资者会洞察管理者的信息认知，即以“交易溢价”判断主并购企业管理者对并购双方协同潜力（价值创造）的预期，然而，由于企业管理者可能存在自大（非理性管理者）、利己主义的寻租行为等而支付过多的费用，投资者需要通过相关额外公开信息对管理者的可靠性进行评估。

蒋祥林、王春峰和吴晓霖等（2017）实证研究同时指出，政策因素是促成中国股市低波动状态向高波动状态转移的主要原因，医药行业指数也一样，与大盘或其他板块稍显不同的是，医药行业在投资领域被称之为“防御性板块”，即，大家基本认为医药行业即使在大盘剧烈波动时其波动性也较小，是一个比较好的抵御股市波动风险的板块，然而，由于受中国政府医药医疗行业政策频出的影响，近6年中国A股医药行业指数各阶段的波动有明显的差异，对投资者的市场反应构成一定的影响。

本文引入行业指数波动因素，拟探讨在波动的指数行情及其收益影响条件下，企业不同并购决策对市场投资者反应的影响，同时，本文也针对企业层面的相关内外部并购控制变量和投资者市场反应（短期绩效）的相互关系进行了探讨。

1.1.2 研究意义

作为医药行业，即承担了经济职能，同时也肩负着民生和社会稳定的职能，政策驱动力大。2009年以来，中国医药行业政策经历了“新医改”行业扩容、“限抗令”、“医保控费”等多个拐点的变化与探索，医药行业的改革随之全面加速，一系列目标更为明确的如“药品招标”、“两票制”、“药品零加成”、“电子处方”试点等重大医药、医疗政策措施密集发布。意味着医药企业在谋求可持续发展的道路上需要加快变革步伐。而并购作为医药企业资本运作的有效手段之一，其价值增值反之可为企业运营带来新的资源配置。

有别于其他并购绩效研究，本文在引进“行业指数波动”及其“收益”变量的同时，将企业并购决策按业务相关性，将同产品线扩容、价值链延伸和进入新领域（如医药流通、新产品、新技术壁垒市场等）等划分为产业内并购，以及将撇开业务范畴以外的战略目的如医药企业通过重大并购进入或转型其他行业等归类为跨界并购，对并购事件的投资者市场

反应变化进行评估。除了对行业波动及其平均收益 2 个主调节变量的主效应单独研究，同时，还引入考察了企业规模、盈利能力、偿债水平、并购规模、企业性质、并购前 12 月是否存在连续并购等不同控制变量和市场投资者反应（短期绩效）的相互关系。通过对研究区间内的企业并购进行多层次的分析，使得研究变得更为立体和具象，从而为相关领域的研究者及投资者提供新的思路。

1.2 研究思路与研究创新

1.2.1 研究思路

本文的研究思路是，首先从西方系统化的企业并购绩效理论出发，围绕“在 A 股医药行业波动及其收益影响下，医药企业并购决策对市场投资者反应（公告期绩效）的影响”，即，基于原有产品线扩容、价值链延伸进入终端及产品新领域的产业内并购、以及基于业务范畴以外目的的跨界并购，对市场投资者反应（公告期绩效）的影响。针对该问题，本文参考一系列国内外相关研究成果，从市场投资者反应角度，结合股票收益的资本资产定价模型中市场、企业、规模及动量影响因素（除市场影响因素，其中也包括有限理性投资者通过利用企业公开层面信息对管理者协同效应认知可靠性进行评估的影响因素），以及行为金融学理论非有效市场中“非理性的投资者及管理者”的“认知、判断偏差”和“自大、利己主义”等造成股票估值偏差。对不同并购决策的投资者市场反应及其相关影响变量的相互关系进行定量研究。

本文选择取了 2013 年至 2018 年 A 股上市医药企业并购事件为研究样本，对相关数据进行剔除及处理，通过引入行业指数波动及收益调节变量，以及企业规模、盈利能力、偿债水平、并购规模、企业性质、并购前 12 月是否存在连续并购等企业层面的控制变

量，建立了回归分析模型。获得了在行业指数不同波动行情下企业不同并购类型的相关研究实证结论，通过总结及展望，为医药并购决策者以及投资人提供参考。

1.2.2 研究创新

本文的研究创新主要在引入了行业指数波动及收益变量、并购决策分类以及回归模型建立 3 个层面，具体如下：

(1) 引入行业指数波动及收益调节变量，对 A 股医药企业在行业指数波动中不同并购决策及市场投资者反应进行研究，这是此前研究中较少涉及的。

(2) 有别于其他研究的并购类型分类，本文以并购双方的业务相关性，如是否为同产品线的扩容或是价值链延伸/进入新领域（医药流通、新技术壁垒市场等）以及，是否在撇开业务范畴以外的战略目的等，将并购企业划分为产业内并购和跨界并购，来对其市场投资者反应（业绩）变化进行评价，同时还引入考察了企业规模、偿债能力、并购规模占比、企业盈利能力、企业性质、并购前 12 月是否存在连续并购等控制变量对市场投资者反应（绩效）的影响。

(3) 应用综合且递进的模型及研究方法。使用事件研究法、多元回归分析法等，层层递进分析了在针对所有变量进行回归下的不同影响因素下产生的市场投资者反应。a) 使用 6 个公司层面控制变量，计算仅考虑公司层面因素的市场投资者反应（CAR）；b) 考虑公司因素和市场层面因素产生的市场反应，在 a) 的基础上增加行业波动及其收益 2 个调节变量的主效应；c) 在上一步骤基础上增加企业并购决策虚拟变量的主效应，以考察公司因素、市场层面因素和并购类型（决策）产生的市场反应；d) 考虑公司因素、市场层面因素和并购类型（决策）产生的市场反应，同时考虑了市场波动对并购类型（决策）效应的调

节作用； e) 考虑公司因素、市场层面因素和并购类型（决策）产生的市场反应，同时考虑了市场平均收益对并购类型效应的调节作用； f) 考虑公司因素、市场层面因素和并购类型产生的市场反应，同时考虑了行业波动性、市场平均收益对并购类型效应的调节作用。同时，还针对行业波动及其平均收益 2 个主调节变量的主效应进行了单独的观察。分析具有一定的创新性，相关研究结论对于市场投资者投资准入的分析存在借鉴意义。

1.3 文章结构安排

本文分为 9 个章节，第 1 章为绪论、第 2-4 章研究的综述、并购相关理论、影响因素等，第 5-8 章为模型构建、样本选择及实证研究，第 9 章为研究结论和展望，具体如下：

第 1 章，绪论。主要讲述本文研究背景及意义、研究思路及创新、文章框架结构等。

第 2 章，文献综述。对行业波动对企业并购影响研究、不同类别企业并购决策的绩效研究、基于市场投资者反应的企业并购绩效研究综述进行梳理，通过对国内外相关研究现状和结果的整理、总结和评述。对市场波动对上市企业并购的影响、不同并购决策（并购方式）以及不同研究方法下的医药企业并购市场投资者反应（绩效）等进行评价。

第 3 章，理论研究。本章节对企业并购绩效理论、企业并购市场反应内涵研究、企业并购绩效的评价方法、进行了概念及理论的阐述和总结，延展出本文的研究目的。

第 4 章，企业并购投资者市场反应影响因素研究。本章节对企业并购价值创造及损毁理论、管理者并购决策对绩效及市场投资者反应的影响等层面进行分析、总结。

第 5 章，研究命题与假设。提出本文“在 A 股医药行业波动及其收益影响下，医药企业并购决策对市场投资者反应（公告期绩效）的影响”的研究命题，并对企业并购决策虚拟变

量进行划分，同时提出本文的研究假设，即，在医药行业指数波动市场中，同细分领域内并购最能提升投资者超额收益，不同细分领域并购次之，跨界并购最弱。

第 6 章，研究方法及模型。对本文的研究方法，事件研法及多元回归分析法进行计算模型的建立并解读相关变量。

第 7 章，样本选择与研究设计。对数据样本的来源和处理、变量定义、并购样本的选择和标准化进行概述。

第 8 章， A 股上市医药企业并购决策及影响因素对投资者市场反应的影响实证。

首先，对基于投资者市场反应的企业并购绩效实证进行研究。对发生并购企业相关内生及外生变量进行简单描述性统计，并对研究区间内发生并购的 A 股上市药企整体样本、产业内并购样本、跨界并购样本并购事件后的投资者市场反应进行分析。

其次，对相关变量的回归结果进行分析，包括企业及行业波动层面影响因素对投资者市场反应的影响分析、以及行业波动及其收益条件下，不同企业并购决策对投资者市场反应的影响，同时还单独观察了行业波动及其平均收益 2 个主调节变量的主效应。

第 9 章，主要结论与研究展望。

第2章 文献综述

在中国现阶段的医药产业增长模式转型以及政策多变因素的影响下，在医药医疗企业可持续性运营规划的前提下，并购成为医药医疗领域常态化的资本运作手段，即，形成了现代医药医疗行业“产融双驱”的企业资本化扩张模式。上市医药企业拥有大量二级市场投资者股东，对企业并购评价最直接和有效的方式是对市场反应进行检验。

本章节从行业市场波动对企业并购影响、企业并购投资者市场反应研究，以及不同类别企业并购决策的市场投资者反应研究等相关文献资料进综述和总结，以考察市场波动条件下，企业并购行为及其投资者的市场反应，并最终延伸出本文的研究目标。

2.1 行业波动对企业并购影响研究综述

全球并购活动发展至今呈浪潮式并购的特点几乎已成为典型化的实例。浪潮式并购是社会企业主体在外部环境以及产业的冲击下影响的结果。Gort 于 1969 首次提出并购浪潮形成动因的新古典解释，即，理性的并购浪潮来源于经济震荡（通常呈现为指数波动）下的行业重组。1990 年代，Mitchell 和 Mulherin（1996）首次系统地将行业冲击和企业并购浪潮相联系，认为行业冲击是企业并购的积极因素。任泽平、陈昌盛（2013）同时也提出经济周期波动与行业景气变动具有传导效应，企业的并购受行业经济周期及市场状态的影响。市场状态，通常可按市场指数周期性变化分类为牛市和熊市。Rosen（2006）认为“热”股市表明大量企业股票价格被高估，在此环境下，公告期的股价受市场乐观情绪影响（尽管长期收益率并不高于甚至低于在“冷”股市的状态）。

针对行业与企业并购投资者市场反应的关系，相关主流研究思路认为，一定程度上，前者是主并购企业价值变化的动因，后者则体现了并购交易的经济收益。行业平均绩效（收

益)作为市场竞争结构与市场主体(企业)市场行为结合有效程度的反映,其会对该行业并购交易的活跃性与市场反应的积极性产生一定的影响。行业绩效(收益)与并购企业并购积极性呈正相关关系,利润优势行业同时也在一定程度上可反应主并购企业的并购能力,可以对市场传递出积极的信号。行业平均利润较低的企业采取横向并购以扩张实力的意愿相对较弱,且脱离其所在行业的意愿相对较强。Rumelt(1974)等研究指出,处于衰退行业的上市公司倾向于通过混合并购以退出该行业。Michael Porter(1980)、Christensen(1981)等也证实了这一观点,认为,高利润行业为并购市场的发展提供了极具吸引力的机会,相当多处于低利润行业的企业希望通过并购进入到高利润行业,高利润行业企业偏向于横向并购,低利润行业企业多实施混合并购,以提高获利潜力。同时,在国内的相关研究中,阎大颖(2006)等也针对中国A股市场非金融上市公司在1998年至2004年间的并购交易进行研究,结果显示,同样,处于平均利润较高行业的企业倾向于业务相关性并购,而行业收益较低的企业倾向于非相关性并购的较多,且自身盈利水平高、所属行业利润丰厚的企业实施并购交易的动机越强烈。

2.2 企业并购投资者市场反应研究综述

2.2.1 国外关于企业并购投资者市场反应研究

针对企业并购投资者市场反应的研究通常以事件研究法进行评估。事件法最早由 Fama、Fisher(1969)等率先提出,以企业并购事件的首次公告日为窗口期,采用累计超额收益率(CAR)来检验并购事件对股票市场价格波动的影响成效。相关观点认为,企业并购存在公告期效应,会使得在一定时间区间内的股价上涨,虽然未必会带来长期的财富创造或增长。

Dodd(1977)等认为, 由于市场的有效性, 并购的产生本身必然是由于并购目标企业的价值低估, 因此, 并购资讯的传播会造成股价的上涨, 市场对于并购双方都给予积极的反应。其在针对 1973 年至 1976 年的要约并购研究证实了这一点, 主并购企业股东获得 8%-12%超额收益, 目标企业股东获得 19%-21%的超额收益。同时, 其在 1980 年对于 1971 年至 1977 年的兼并事件研究进一步发现, 主并购企业获得负的超额收益, 而目标企业却获得 13%的超额收益, 市场会因时间区间内企业并购的行为变化也会产生一定的反应转变。Bruner (2002) 等也纳入并分析研究了 1971 至 2001 年的权威文献发现, 并购目标企业在并购事件中获得比主并购企业更为显著的影响, 其绩效改善效果更为理想。

Franks (1989) 等人研究了英国 30 年 1145 例并购事件发现, 并购目标企业股东在并购公告月获得 22%的超额收益。Schwert (1996) 等纳入 20 世纪 50 代末至 90 年代初 15 年间近 2000 例并购事件发现, 所有并购企业样本事件前累计获得均值为 13.3%累计超额收益, 超过总体超额收益的一半, 并购成功并实施的案例事前可获得累计超额收益率均值约为 14%, 略少于总体超额收益比例的一半。同年 Schwert 纳入的美国交易所发生于 1975 年至 1991 年 17 年间发生的上市企业并购交易事件研究发现, 在事件期内 (预公告), 并购公司累计超额收益高达 35%。

Wolfgang(2002)等研究加拿大银行等跨国并购的市场反应结果显示, 并购对企业内部各个部门的价值创造甚至会带来显著差异的结果, 如高端服务部门与零售部门的正向反应, 以及保险部门的消极市场反应等。同年, Adham 也对大型银行间并购宣告日市场反应进行研究, 认为由于并购带来的效率提高驱动, 其对主并购企业带来积极的市场反应。

Moener(2003)等对超过 1 万例并购案件进行研究,显示主并购方在并购宣告日会获得 11.1% 的超额收益,同时,规模较小的并购方市场反应好于规模较大的企业的并购市场反应。

从行为金融学层面而言,认为并购存在非理性的投资者和企业管理者。Doukas(2003)、Malmendier(2005) 和 uirike(2008)等研究显示过度自信管理者的并购活动并没有得到市场的认可,过度自信的 CEO 比理性的 CEO 更可能实施破坏价值的收购活动,管理者非过度自信的企业其并购公告日的市场反应优于存在过度自信的上市公司。DeBondt (1985)等研究了纽约证券交易所“股票价格均值回复”现象,认为基于投资者非理性(或有限理性)行为,可能存在对任何影响股票价格波动的因素产生过度反应。George(2008)等认为,由于市场在并购宣告日的过度反应,乐观的投资者对股票存在信任偏差(“溢价假说”)可能导致股票价格高估,在并购宣告日股票市场作出积极的反应,并购完成后该高信任偏差却与市场反应负相关。

另外, Eric(2000)等对不同国际市场的投资者行为进行研究发现,美国、香港及部分日本市场内部存在羊群效应,而韩国和台湾(新兴市场)的羊群效应更为显著。同时市场对于宏观层面的信息反应较公司层面更为敏感。Seyed (2005)等研究了土耳其股票市场 1997 年至 2004 年间投资者对未预期信息的反应,发现该市场中的投资者较为稳妥,不存在过度反应的现象。

2.2.2 国内关于企业并购投资者市场反应研究

陈信元(1999)等利用方差和 CAR 检验对 1997 年上市公司资产重组进行实证研究显示,在 31 天观察期内不存在显著的超额收益,即股价无明显波动,其认为市场对于企业兼并并购行为无反应。余光(2000)等研究了我国 90 年代沪、深相关并购事件发现,市场对于上市

公司并购行为作出短期的正向反应，目标企业股东可在并购事件中获得正向累积超额收益。

王海兵(2009)研究了我国 2008 年前近 10 年 58 起外资并购事件的市场反应，发现样本在并购公告后有明显的超额收益，从公告日前 2 天开始超额收益大幅上涨，在公告日当天 CAR 值达到约 1.6%，在公告日后第 16 天 CAR 达到最大值约 2.5%，而后开始下降，但仍处于正值，但整体研究显示了，市场对并购公告的正向反应，而公告日前 2 天即呈现的正向超额收益也进一步说明了我国资本市场的完善。李善民(2002)等同时也对 2000 年中国沪、深两市超过 300 起并购事件进行研究，认为市场对于主并购企业作出积极反应，产生了显著的股东财富增值，而对目标企业股东财富影响不显著。而陈希(2006)选取 2002 年的上市企业并购事件结果表明，并购事件后 1-3 天内，主并企业存在正向超额收益，而后出现负向超额收益，和王海兵(2009)观点一致，由于市场在并购公告前窗口期(-5, -1)内存在正向超额收益可认为存在信息泄露，另外，从中长期来看，主并购企业承受更大风险，其收益率显著低于市场同期平均水平，其并购绩效不具备正向持续性。余鹏翼（2013）等选取了中国证券交易市场 2005 年至 2010 年的外资并购案例，通过事件法研究发现，T-1 日到 T+1 日窗口期内，主并购企业累计超额收益约为 1.28%，在 T-40 日到 T+40 日窗口期内，累计超额收益为负且略高于上述并购事件公告前后 3 天的累计超额收益。

宋献中(2006)等对上海 A 股市场的研究结果显示，上市公司并购收益受到规模效应的显著影响，小规模上市企业的超额收益率要远高于大公司，同时市场也存在一定程度的过度反应现象。同年，蔡路咖(2006)等通过对中国 1994 年至 2003 年 A 股市场进行研究表明，中国股票市场在长期内存在过度反应，在短期内或是不存在过度反应现象或不显著，中国 A 股投资者可利用已有信息获得超额收益，与国外相关研究结论相似。陈国进(2006)

对上海证券交易所 1997 年至 2004 年间所有股票交易数据进行研究认为，中国股票市场存在的过度反应现象，通常形成期为两年，且过度反应的主要成因是由于规模效应。

2.3 企业并购决策的投资者市场反应影响研究综述

Sirower(1994)及 Travlos(1987)等人对并购事件市场投资者反应的研究认为，企业并购的相关决策会对股票收益有显著影响，如并购规模、支付方式等。Maquieire (1998) 等人研究了 200 多例换股并购发现，产业内横向及纵向并购会产生超额收益，而混合并购反而导致股东收益减少。Henock(2007)等对高现金流企业并购市场反应进行研究发现，高现金流企业采用现金和证券结合的并购方式，可以有较好的市场反应。Alunad(2008)等对 2000 年前后 20 年间美国发生的 16221 起并购案例研究发现，由于企业管理者的过度自信，市场反应递减，单次并购的市场反应优于多次并购的市场反应，如采用股权交换方式则差距会更大。

Scanlon 等(1989)在研究规模和行业相关性对企业并购绩效的影响时发现，企业相对规模越大，主并购收购企业获取的收益越少，发生于非相关行业间的并购使公司绩效产生显著损失。Agrawal(1992)等选取 1955-1987 年间 765 例企业并购事件进行研究，实证结果显示，并购事件 5 年时间内，多元化并购和行业相关并购均存在负的长期超额收益，且多元化并购的损失要低于行业相关型并购。Grego(1997)整理分析了发生于英国 1984-1992 年间并购交易，研究表明：并购公告后的两年内，多元化并购使公司获得显著超额收益损失且其绩效远低于行业相关并购。李善民 (2004)、朱滔 (2006) 等研究认为，并购双方主营业务的行业相关性与企业并购绩效(特别是当年绩效)有着密切的关系，其纳入中国 1998-2002 年间发生的 251 起并购事件，对多元化并购公司绩效及其影响因素加以分析，结果显

示，多元化并购并未产生预期的收益，在并购发生的 1 至 4 年的时间里，股东财富损失高达 6.5%-9.6%。周小春 (2008)等通过对行业相关并购及多元化并购的研究发现，行业相关程度与资源整合程度呈显著正相关，有利于并购后的资源整合且增加企业价值。袁莉莉 (2011) 纳入 2001 年至 2009 年间 133 个关联及多元医药企业并购样本，结果显示，并购类型和企业的经营绩效呈现显著的相关性。并购当年不管是相关并购还是多元化并购，企业的绩效都有所提高。

庞静 (2014) 纳入 2008-2009 年间共 47 例中国医药产业上市公司并购事件，实证结果显示，横向并购绩效当年小幅度上涨，纵向并购样本医药上市公司并购当年绩效明显下滑 (由正转负)，混合并购事件中，样本企业在并购当年绩效大幅上升，同时也验证了市场对于横向并购有利于短期内实现有效内部整合的预期。纵向并购正好相反，市场投资者对短期内企业内部的组织协调代替市场交易的预期并不佳。而，混合并购由于报表性并购问题，市场预期在并购后企业迅速进入新的市场领域，新产品和新业务能够带来收益。董哲 (2015) 纳入 2009 及 2010 年度医药行业发生并购的 37 家上市企业。针对交易区域及行业相关性等进行细分发现，短期内，关联方、同行业、支付溢价、非同一省份的并购活动与公司股票收益表现显著负相关；在公告日后，未持有国有股的上市公司并购对股票产生显著消极影响。

2.4 文献评述及总结

通过以上综述，梳理行业波动对企业并购的影响，企业并购投资者市场反应研究，以及不同类别企业并购决策的市场投资者反应研究，我们得出：

(1) 企业并购绩效与市场波动相关，特别是近期或当前市场状态。通常企业并购的短期绩效（市场反应）和与市场状态情绪呈正相关关系，并购企业并购积极性也与行业绩效（收益）呈正相关关系，利润优势行业偏向于横向并购，行业平均利润较低的企业多实施混合并购（或非相关性并购），以提高获利潜力。

(2) 针对并购事件的投资者市场反应，普遍认为存在公告效应，即，在公告事件期内会产生正向的超额收益。这是由于市场在并购宣告日的过度反应，投资者对股票存在信任偏差（“溢价假说”）可能导致股票价格高估，在并购宣告日市场作出积极的反应，并购完成后该高信任偏差却与市场反应负相关，即在长期主并购企业未必能获得正向的超额收益。同时，很大一部分研究发现并购目标企业可能获得比主并购企业更多的超额收益，认为并购行为的产生本身就是由于目标企业的被低估。对于主并企业而言，其在研究区间内的并购行为变化也会对市场反应产生一定的反转效果（如首次并购或连续并购市场反应有所差异）。另外，规模较小的并购方市场反应好于规模较大的企业的并购市场反应。

(3) 针对企业并购决策的投资者市场反应研究，以往研究多集中于如业务相关性、支付方式等基于经营及管理协同，或财务角度的并购决策的研究。特别针对是中国医药行业企业的并购中，结合市场层面影响因素及企业相关影响因素层面的投资者市场反应研究较少。

第3章 理论研究

有别于以美国为代表的西方国家自 19 世纪末以来发生的系列企业并购浪潮。中国的企业并购自 20 世纪 80 年代中期开始，在国际、国内经济形势和企业制度变迁的冲击下，经历了一个从无到有、从小到大、从不规范到规范发展的历程。同时，对于企业并购绩效（价值创造）的研究，学术界并未形成共识，研究角度和理论基础的差异，形成的结论迥异，无法单独对并购作出全面的解释。本文仅从投资者市场反应层面对企业的并购成效作出评估。

3.1 企业并购概念

企业并购是企业兼并与企业收购的统称，也包含企业接管，“企业兼并”指企业并购方吸纳另外一家或多家独立的企业加入自己，形成整体的企业。通常认为，兼并具有“”和“广义”之分，狭义兼并指兼并后重组的企业保持主并购方的法人地位，并购目标企业法人资格消失；广义兼并除了含有狭义兼并的涵义，还包括了诸如收购、联合及接管等几种形式的企业产权变更行为，兼并目标企业可保留独立法人地位，也可不保留，将资产整合入并购企业。“企业合并”在我国通常分为吸收合并（存续合并）和新设合并（创立合并）。前者指一间或多间企业并入并购方企业，不保留独立法人资格，仅以主并购方企业身份而存在；后者则是并购目标企业及获得方均失去独立法人资格，合并后的企业重新重组，注册成为一家新的企业。“企业收购”指并购方企业使用现金、股权、债券、或资产等购买目标企业的资产或股票的行为，以获得对并购目标企业的控制，但目标企业法人地位存续，通常在现实中以股权、股权加现金的收购方式居多。“企业接管”是为获得并购目标企业控制权或经营

权而产生的“收购行为”，目的通常是对并购目标企业进行管理层的改组（强行收购或友好并购），而非财产权利的转移。

3.2 企业并购价值创造研究

余燕妮（2012）等采用冯根福、吴林江（2001）、蔡柏良（2007）等学者的观点：认为并购绩效是并购事件实施后对主并购企业实际经济效果的总称。罗群（2013）等认为“并购绩效”是企业并购是否有效的评定标准，应体现在如事件实施后企业资源配置效率、经营业务、盈利能力是否提升，及相应经营管理成本和经营风险等是否降低，同时指出，“并购绩效”可以直观认为是并购后主并购企业在市场、利润、技术、产品等方面预期目标的实现程度。郑艳秋（2011）在基于利益相关者视觉研究时，认为并购是企业、市场和政府按照契约重新分配各自的利益和权力的博弈行为，实际上是为了给利益相关者追逐财富效应。

文海涛（2008）在整合了西方企业相关并购绩效理论研究中，对企业的相关并购决策如支付方式、业务相关性、目标企业成长程度、主并购企业初始持股等与绩效关系的研究方向及其价值创造也进行了相应的描述（表 3.1）：

表 3.1 企业并购价值创造研究及其观点

研究方向	观点	如何创造价值
并购价值创造	从微观经济学层面探讨并购是否为双方股东创造价值，美国 SEC 专家委员会回顾 1968 年以来重组实践变化，没有充分证据表明并购为社会创造了价值。美国证监会在 1983 年后修改和制定收购规则时采取了既不特别鼓励也不限制收购活动的指导思想	通过重组和协同创造价值，如业务部门转让，资源共享、能力和知识转移
支付方式与绩效关系研究	目标企业采用该两种类型的并购收益均为正值，但一般股票并购的收益要显著低于现金并购所获得的收益。由于现实世界存在股市无效条件，业界在并购企业获取超常收益程度议题上仍然存在分歧	纳税协同效应
行业相关程度与绩效关系研究	业界未有统一定论，不同观点有：(1)相关并购优于非相关并购；(2)相关或非相关并购长期绩效和对股东创造价值层面无显著差异；(3)非相关并购比相关并购创造价值更高	效率理论和组织资本理论。即，协同作用实规模经济效应降低生产与经营成本、专属管理能力的转移与传递提升绩效
并购目标企业类型（成长型、价值型）与绩效关系研究	存在争议，多数支持绩效外推假设结论：(1)宣告期，创造超额收益，成长型并购优于价值型企业；(2)长期而言，价值型并购较成长型创造更多超额收益；(3)对成长型并购企业付出更多收购溢价，符合目标企业股东利益	市场投资主体及利益相关者市场反应以历史绩效作为衡量尺度

并购目标企业初始持投额与绩效关系研究	存在争议，认为并购前的“立足股份”在并购后股价上涨到要约价格，可获得更多收益，改善绩效；由于管制因素，利益相关者存在持股限制及信息披露职责，二级市场持有的“立足股份”受限，潜在利润对比并购成本显得微薄	并购要约价格与二级市场“立足股份”价值股价存在正向差额
--------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------

资料来源：文海涛. 西方企业并购绩效理论研究评述. 北京交通大学学报（社会科学版）,2008.整理而成.

从上表可以看出，西方观点认为企业追求更高经济价值的并购通常通过并购双方的协同效应来实现，无论是企业并购后生产、经营、管理的协同，还是来自于税务层面的协同等均可促进企业实现价值创造。孔相（2013）在针对投资者对上市公司并购公告反应影响因素研究中也证实了这一观点，同时指出，企业经营者对并购后企业的协同效应预期表现为其在并购时的“交易溢价”，“交易溢价”越高，其对“协同效应”预期越好，反之，则相反。

3.3 企业并购投资者市场反应内涵研究

上市医药企业拥有大量的二级市场投资者股东，针对 A 股上市医药企业的并购绩效进行评价，最直接及有效的方式则是对并购事件引发的市场反应进行检验，市场反应是投资者针对事件评价的表现。市场反应在资本市场通常被认为是证券或金融资产价格的波动，股票价格波动是企业并购投资者市场反应最直接的体现。

3.3.1 投资者市场反应行为机制

1988 年 Baskin 指出，市场投资者对于信息及资讯的反应是一项复杂社会活动，与传统有效市场假说的资本市场投资现象差别巨大。

此前，Fama、French (2012)通过对北美、欧洲、日本和环太平洋 4 个区域的股票市场研究构建的股票收益四因子资本资产定价模型，引进了包括市场因素、动量因素、价值因素、规模因素 4 个类别影响因素，认为，股票收益率通常与市场波动率正相关，股票动量能够有效地影响股票收益率。市场状态即市场所处的态势，可按市场指数周期性变化将其分为牛市状态和熊市状态，也代表了市场投资者的情绪状态，通常还会进一步影响企业管理者的投资（并购）行为。Rosen(2006)对并购动能理论进行了定义，认为是市场对并购公告的反应，其一般与近期市场状态呈正相关关系。

Purrell (1951) 等通过将投资模型与人的心理行为特征相结合开拓了金融新领域, 被认为是行为金融理论的早期研究者之一。行为金融学理论提出, 市场是非理性和非有效的, 存在着非理性的市场投资者及企业管理者现象。而在更早的时期 19 世纪, Gustave Lebon 和 Charles Mackay 对投资者市场行为也有过相关的研究。

企业并购动因相关研究从公司治理角度, 主要关注企业管理层的自利动机在企业并购行为中的重要性或是在行为金融学的理化框架下, 探索企业管理层过度自信与企业并购行为的关系。非理性管理者存在过度自信和自大等, 高估自身经营能力, 对收购目标公司预期收益过于乐观, 并购收益率低且或无收益的企业的决策。同时, 从实践角度来看, 资本市场的无效率和股票价格与实际价值的偏离都会影响上市企业的并购重组行为, 上市企业管理者更有可能利用资本市场的非效率性放大自身的过度自信心理。Shefrin (2001) 提出在实现公司价值最大化的过程中会受到来自公司内部和外部环境两大关键行为因素阻碍。前者与管理者有限认知或情感影响犯错(如自利动机等)有关, 会破坏价值创造, 其相关成本或价值损失, 我们称之为“行为成本”。而外部因素阻碍来自行业分析和投资者的行为偏差, 导致了市场价格和基本价值相背离, 管理者随之发现难以确定如何将业内分析和投资者反应的行为偏差因素融入自身的决策过程。

非理性(或有限理性)的市场投资者由于对市场信息的反应不足或过度反应, 会存在“选择性偏差”现象, 如存在损失厌恶、过度自信等“认知偏差”, 以及代表性、可获得性、锚定与调整法则等“判断决策偏差”现象。Richard Thaler、Werner De Bondt (1985) 以及 Robert Shiller (2000) 等在相关研究中有所论述, 并证实了这一观点。同时, 针对投资者市场反应行为机制研究, 孔相 (2013) 等结合国内外文献, 针投资者对上市公司并购公告

反应影响因素研究中指出，投资者的决策并非总能达到效用最大化，其判断和决策受认知、信息等影响。对于投资者如何做出决策的市场研究较少，其认为投资者不参与公司经营，管理者往往掌握着投资者所不具备的独特的信息，特别是对于其主导的并购活动所能带来的协同效应的预估要比投资者更为明确。因此，投资者的相关认知要么是基于市场公开信息，要么是基于管理者对于并购协同效应预判基础上的启发，我们称之为“中心路径”和“边缘路径”，即投资者针对并购活动的行为反应机制。

3.3.2 投资者市场反应行为判断及评价方法

如上一章节对投资者市场反应行为机制的研究结果。对于二级市场投资者而言，在并购活动中，更易采用“边缘路径认知模式”，即，根据其认为拥有更多相关信息的企业管理者认知做出决策，认为其认知更为准确。然而，Petty（2009）等指出，由于非理性管理者自大、过度自信情绪的存在以及自私动机（如，通过并购扩大公司规模以获得对应的薪酬，而非为股东带来获益）等多种因素带来过高的“交易溢价”，使得有限理性投资者不能直接对企业管理者认知直接加以应用，需要通过结合综合路径如主并购企业并购是否产生协同效应（并购战略）、企业管理者的并购动机（并购目的）以及企业并购能力（盈利及偿债水平等）等进行判断。

投资者市场反应同时也是对企业并购行为业绩和市场价值影响的测度，经过国内外学术界多年的理论研究与发展，通常以事件研究法进行评估，主要则运用“超额收益率”指标，应方法在 70 年代后获得广泛使用。陈晨（2014）等在总结了中国学者们的相关研究方法结果，认为事件研究法存在较为完善的理论框架，操作成本低，股价恰恰是未来现金流现值的预期，以此来度量投资者的价值增值是有效的，但此理论是基于有效市场假说的大前提，

而中国的资本市场还处于弱式有效及相对的操纵市场阶段，相关影响因素的存在可能会降低研究结果的准确性。

3.4 本章小结

本章节通过对企业并购价值创造研究及投资者市场反应内涵研究进行了系统的总结，从而为本文的研究命题做了相应的准备。通过以上分析，我们得出以下结论：

(1) 企业并购价值创造是利益相关者的博弈行为，不同并购决策价值创造效应不同。近年来中国企业并购的理论研究和实践都很活跃，相较于西方学者的并购绩效研究，对于并购价值创造、并购投资者市场反应产生的机理缺乏深入细致的研究。从资本资产定价模型来看，企业并购的市场投资者反应受行业市场因素、企业自身价值以及并购的规模等因素影响。特别是市场投资者对并购公告的反应通常与近期或当前市场状态呈正相关关系；从行为金融理论来看，有限理性投资者参考企业管理者的并购协同潜力预判及相关市场公开信息评估进行决策。然而，非理性的管理者由于存在自大及代理人自利动机等因素，使得并购产生了过高的“交易溢价”和“行为成本”，导致了市场价格和基本价值相背离（高估与低估）。非理性投资者对市场信息反应不足或过度反应，产生了“认知偏差”及“判断决策偏差”现象，也会使得企业被低估或高估。

(2) 对于企业并购投资者市场反应评价方法，事件研究法通过研究市场投资者的反应，具有前瞻性，能较好的反应投资者对并购事件未来现金流当前价值（现值）的预期。但由于中国资本市场还处于弱式有效及相对操纵市场阶段，相关影响因素的存在可能会降低研究结果的准确性。

第4章 企业并购投资者市场反应影响因素研究

如前文所述，除了市场层面的因素，有限理性投资者对企业并购的市场反应通常还来自于企业层面的因素判断，如企业管理者并购动因（是否产生协同潜力）、以及企业并购能力（企业层面相关影响因素）等，即，企业并购的市场投资者反应一方面受包括行业近期市场状态等在内的外部因素影响，另一方面，企业并购决策以及企业层面的相关变量因素也是促使市场投资者对其估值不同反应的参考信号。本章节主要从并购企业可操作的相关影响变量因素层面进行概述。

4.1 企业并购价值创造和损毁理论

如前文所述，在企业影响因素层面，企业并购动因预示着并购的协同潜力，国内外学者研究发现，从整体来看，对于并购主体而言，未有明确证据表明并购行为本身能为股东创造短期财富或为企业带来长期业绩提升。迄今为止市场上为数众多的企业并购研究，其并购的经济后果同样存在迥异。相关学者及其研究认为，从西方并购动因理论体系中出发，基于是否产生协同效应的基础上，可分为价值创造和价值损毁理论，前者产生了价值增值，后者可能造成价值损害。

表 4.1 公司并购价值创造及损毁理论

公司并购的价值创造理论	公司并购的价值损毁理论
1.效率理论	1.代理理论
A.差别效率理论（管理协同效应理论）	A.代理成本理论（自由现金流假设）
B.无效率的管理者理论	B.管理主义理论
C.经营协同效应理论	2.管理者过度自信假设（自大理论）
D.财务协同效应理论	
E.战略性重组理论	
F.价值低估理论	
G.隐含要求权理论	
2.信息与信号理论	
3.市场势力理论	
4.税收理论	
5.再分配理论	
6.投机动因理论	
7.内部资本市场理论	

资料来源：毛雅娟.公司并购的动因理论：一个基于价值视角的述评.金融理论与实践, 2010(6):20-24. Fred Weston、郑光、侯格（2003）《兼并、重组与公司控制》.重新整合.

（1）价值创造并购：从上表可知，对于并购后对企业效率有所改进，产生规模效应、协同效应，从而产生一定的社会效益和价值增量的并购均为价值创造型并购。可以促成市场投资者对低估股票其重新估价的并购以及有业务“垄断性意图”且能获得一定议价能力和超额利润的并购、能获得财务上税收节约、利益向股东（包括市场投资者）传递和转移的并购的并购动因行为，均为价值创造型并购。

(2) 价值损毁理论：如我们所知，学者们认为代理理论及行为金融当中的管理者自大理论会造成企业并购价值的损毁。企业委托人和代理人之间信息不对称导致的管理者因其不作为或在职消费等造成“代理成本”，企业管理者可能通过并购的形式获得企业规模的增长以达到与之匹配的自身薪酬的增长，而非为了股东利益。另外，并购企业管理者因对自身经营能力过于自信，对目标企业作出比市场更高的估价，由此产生了过高溢价的支付了可能导致公司股价下滑。

另有观点显示，相关政府部门及监管也是造成企业并购价值损害的因素之一，如我国，冯根福 (2001)等将股权集中度过高的企业并购动因视为“投机性资产重组”或“政府干预性资产重组”，特别是国有企业并购，政府的干预度更高。

4.2 管理者并购决策对投资者市场反应的影响分析

观点认为，企业管理者的并购决策是企业后续并购成功与否的关键。企业并购的决策包括与并购目标企业的行业相关程度、目标企业的成长性、支付方式、立足股份、并购交易态度、政府行为等，我们也称之为“影响企业并购绩效的相关决策因素”，其对企业并购绩效的影响各有差异。

表 4.2 企业并购决策分类

并购决策分类	类别
按并购目的分类	协同性并购 惩戒性并购
按股份性质和购买方式分类	非流通股协议收购 二级市场举牌
按出资方式（支付方式）	现金购买式并购（购买标的物资产或股票）、 股票置换式并购、 增发式并购（以货币或资产） 杠杆式并购（LBO）
按收购态度分类	友好并购 强迫式并购等方式

数据来源：相关资料整理

（1）行业相关性与并购绩效的关系：观点认为，从组织资本理论层面看，行业相关程度高的并购更易实际企业管理能力的转移和输出。对于效率理论，业务相关性高的企业越能充分发挥协同作用，实现规模经济效应。而从实证研究层面，最早由 Singh（1984）等用事件研究法对 1970~1978 年 9 年间 203 家并购企业案例进行研究，研究结果显示，对于并购企业而言，相关并购所创造的价值比非相关并购要高，但是对目标企业的影响仍然不明确。学术界后续研究，对企业相关性并购决策进行了界定，探讨了混合与非混合，水平、垂直与混合，行业交叉水平，企业集中度变化等不同并购方式的绩效，结果有较大差异。Agrawal（1992）等研究表明由于混合并购（多元化）长期股价高于非混合型并购，因此，非相关并购比相关并购创造价值更高。Linn（2001）等从企业并购造成的业务集中度出发，发现集中度与企业长期经营绩效之间不存在正相关关系，即相关与非相关并购对企业在长

期绩效和股东创造价值方面无显著差异。**Healy (1992)**等以行业交叉水平，即我们认为的垂直整合为检验标准，发现行业交叉水平高相对于行业交叉低的并购有更加出色的业绩表现。同时，如许多跨国大型医药企业剥离非核心资产，与其他企业重组资产或部门互换等增加集中度以获得正向长期绩效，表明在某种特定程度和环境下，相关并购优于非相关并购。

(2) 目标企业成长性与并购绩效的关系：通常市场投资者多会以“绩效外推假设理论”来进行评估并购后的企业绩效，“历史业绩”企业并购投资者和利益相关者衡量价创造的指标。通常，资本市场以市净率来衡量企业，将其分为价值型企业和成长型企业。观点认为，通常情况下，市场投资者对成长型企业预期过高，认为其能够比价值型企业在并购公告期内取得更高的超额收益，这其中有一定量的是属于预期的市场溢价。但市场随时间的进步，逐渐趋于理性，并调整预期价值，后期更偏向于价值型并购的绩效高预期，认为其比成长型并购企业将获得更高的超额收益。

(3) 并购支付方式与并购绩效关系：并购交易的支付方式包括现金支付和证券融资支付两种。**Eckbo(1983)**提出纳税协同税应，认为采用股票支付方式对并购目标企业有利，可为其股东延迟纳税和进行税种替代。而采用现金支付方式因主并购企业增加了资产，可扩大折旧避税额，并且企业愿意支付更高的价格。**Rau (1998)**等指出采用现金支付方式表明主并购企业现有资产可产生充足现金流量，同时未来可能更有能力让并购后形成的投资资产产生大量现金流量，而股票支付方式则相反，表明现金流量不是很充足，在并购事件公告之后，并购企业的股价可能会因投资者的预期而趋于下调。股票支付方式并购收益整体要低于现金支付方式并购，**Gordon(1981)**等研究也证实了这一点。然而，**Louis(2002)**等进

一步证实了使用现金支付并购方式，主并购企业的长期超额收益为零（无显著差异），而股票支付方式并购收益显著为负。

（4）主并购企业持股与并购绩效关系：主并购企业对目标企业初始持股额情况可称为并购“立足股份”，Vishnyr（1986）等研究表明，并购活动成功几率随并购企业不断增持目标企业初始股份而上升且预期收益会同步上升。相反观点则认为，大多主并购企业在事件前并未有“立足股份”。受限于股票流动数量受法律监控和限制，主并购企业想从二级市场大量购入目标企业股票几乎不可能。同时，市场投资者通常寻求购入被长期低估的股票，市场交易相对冷清时期，如主并购企业大量购入目标企业股票，会造成股票价格波动，引发市场广泛关注，股票价格通过市场出清也将迅速涨至要约水平，从而无法获得足够超额利润。另外，由于受到政策法规对利益相关者在二级市场操作公开披露的限制，潜在利润对比并购成本显得微薄。

（5）其他如交易态度及政府干预等对并购绩效的关系。观点认为，善意收购获得目标企业管理层的同意，将促成合作更为积极和密切。敌意收购会促使目标企业管理层拒绝合作以及应用反收购措施阻挠的现象。Yen（1987）、Yan 和 Gilbert（1990）等通过研究发现，目标企业管理层的抵制态度会对主并购企业股东造成负向收益（前者）以及导致并购公告日前后目标企业股东收益降低（后者）。另外，除了充分发挥规范的市场机制作用，政府对企业并购通常采取扶持和限制政策，在西方国家发达市场经济体系中，如通过相关法规鼓励竞争和限制垄断以维持社会的公平，以及调整立法为企业并购发展创造空间，扶持规模经济化的企业并购，增强国际竞争力，促进社会经济繁荣。

4.3 本章小结

如我们所知，企业并购绩效受内生与外生变量因素影响，即市场层面和企业层面因素影响。本章节通过从内生角度企业层面的价值创造及损毁理论，以及企业相关管理者的并购决策等可操作的相关影响变量因素层面进行分析，得出结论：

（1）相当数量的学者认为，对于能促进企业效率提升，产生协同效应的并购是被归纳入并购价值创造的阵营，与之相关的是，横纵向整合等行业关联性并购等是目前市场上采用较多的并购方法，基于其并购后的协同潜力，对投资者市场反应有一定的正向反馈价值。

（2）而对于非理性管理者的“自大”及“代理人”性质被认为是造成价值损毁因素。其产生过高的“交易溢价”及“代理成本”，使得市场投资者对企业预期下降造成股价下跌，是造成价值损毁的原因。

（3）企业并购决策，如并购双方的业务相关性、支付方式、目标企业的成长性、持股结构、并购态度等一定程度上也会影响市场投资者预期。非理性市场投资者对于信息的“选择性偏差”，如“绩效外推理论”促使其对于企业管理者并购决策较为看重。

第5章 研究命题与假设

5.1 本文研究的命题

如此前 3 个章节，通过对文献综述、企业并购投资者市场反应理论及其影响因素等的系统分析显示，以往的研究多集中于对企业并购决策、或市场波动的单因素下企业并购的投资者市场反应研究，极少综合了两者进行研究。同时，针对投资者市场反应的事件研究方法是在完全有效市场的假设前提下成立，在现实实践中易受噪声干扰。

本文拟通过研究在行业指数波动及收益对企业并购行为影响的条件下，2013 年至 2018 年 A 股上市医药企业不同并购战略（跨界并购、产业内并购）的市场投资者反应情况，同时还引进了企业规模、企业偿债能力（负债率）、并购规模、企业盈利能力、企业性质、并购前 12 月是否存在连续并购等内外部控制变量。

首先，需要对相关并购战略决策进行界定，研究行业波动行情下的企业并购战略行为，以及通过实证评估不同并购战略的投资者市场反应，即我们的研究命题将围绕“波动行情中，A 股医药企业并购行为及其对投资者市场反应研究（公告期绩效）”展开。

其次，通过引入了行业（行业指数波动及收益）以及常见系经的企业层面的相关变量，研究其对投资者市场反应的影响力度，减少研究的噪声和干扰。

本文针对企业并购战略的界定，分为跨界并购及产业内并购，具体定义如下：

表 5.1 2013-2018 年我国 A 股医药上市企业本研究命题下虚拟变量（并购战略决策）分类

类别	定义
跨界并购	并购目标企业业务属于不同产业范畴，如医药企业通过重大并购进入或转型其他行业
产业内并购 (非跨界并购)	并购目标企业业务类别与并购方企业的业务类别一致，或属于其同产品线的扩容类别或产业链上下游研究，以及并购目的在于价值链延伸型，同属于医药医疗行业板块，但属性或领域不一致，如制造型医药企业并购流通型医药企业或是医院终端等，或化药企业并购生物制造企业进入新领域等

5.2 本文研究假设提出

5.2.1 医药行业指数波动与投资者对并购公告反应的关系假设

基于我国医药行业现状及特点，寻求产业内细分领域内的规模化或夯实行业龙头地位比较符合 A 股医药企业的现状。同时，目前中国医药企业并购的另一项特征表现为：因政策多变引发的“价值链延伸并购”势头明显，从各上市医药企业公告来看，相关药企之所以进行该类别的并购，受国家医药医疗集中采购政策等驱动显著，并购企业的目标多为完善布局、延伸产业链、发展新的业务板块等，如纵向并购医院、药房等销售终端来打通上下游产业链以及寻求研究突破的技术并购等事件也存在不少。虽然单个药企并购目的各异，但，归根结底，行业政策改革及由此带来的市场各种不确定和波动，是并购背后的共因。如在 2018 年上半年约为 26 起医药流通领域并购事件中，两票制的限定及处方外流试行等成为重要的助推力量，属于产业内垂直整合的范畴。

正如孔相（2013）在研究投资者对上市公司并购公告反应影响因素时的发现，投资者存在信息的“边缘路径”获取现象，即“基于管理者并购协同效应预判基础上的启发”。市场投

投资者可能认为，无论是横向还是纵向的产业内并购会使得并购双方业务或管理产生协同及规模效应，获得业务的持续增长和长期盈利或竞争优势。Chaiken (1987)等也证实了这一观点，认为，对于市场投资者而言，企业管理者的投资决策即属于对投资者“专业知识启发”的认知项目，使得投资者对跨界并购操作产生了协同潜力较弱的预判。同时，针对医药企业，除了少数原隶属于多元化、集团化的医药上市企业（多是属于某些多元化控股集团的独立上市子公司）有足够的组织管理能力更便捷的介入或切换到另一行业，而对于规模较小、上市时间不长且业务较为集中的 A 股绝大多数普通医药企业而言，跨界并购的操作或许并不容易。袁桂秋（2011）等在针对行业特征因素对企业并购行为影响分析中也指出，行业波动率越大意味着行业经营风险越大，在此时期，医药企业在产业内集中优势、整合资源，进行细分领域业务模块的夯实和规模化或许是更为稳健且可预期的方式。特别是 2015 年初至 2016 年初，国家陆续颁发了医疗服务价格改革、鼓励分级诊疗、社会办医等医疗政策，以及面向招标、采购和药价改革等方面的医药流通政策时期，我国医药企业受到重大挑战，医药行业指数波动较为剧烈，企业并购多为产业内夯实资产及完善核心业务产业链的并购为主。可以认为，在行业指数波动越高的市场中，医药行业产业内的并购越能提升市场投资者超额收益，跨界并购对股价超额收益提升越弱。因此，我们提出假设：

假设 1：医药行业指数波动越高，产业内并购越能提升投资者超额收益。

假设 2：医药行业指数波动越高，跨界并购对超额收益的提升越弱。

5.2.2 医药行业平均收益对投资者并购公告反应的调节作用假设

此前的文献也指出，行业绩效（收益）与企业并购积极性和市场反馈正相关，高利润行业企业偏向于横向并购，在行业平均收益低迷时期或代利润行业，企业管理者多进行多元

化的混合并购（包括跨界并购）以分散风险，同时进入高利润行业。本文的研究时间区间内的企业并购也证实了这一点，在 2016 第 1 季度至 2018 第 1 季度间 A 医药企业并购产生了较多的跨界并购事件，在此期间也是中国医药行业指数波动处于低位区间盘整时期，行业收益较为不明朗。袁桂秋（2011）在建立针对行业特征对企业并购影响的 SCP 计量模型（结构-行为-绩效的模式）研究中也显示，仅用 SCP 模式条件下的回归与所有变量的回归具有明显差异，仅在 SCP 模型下回归，行业绩效对于企业并购是显著的，而在加入其他影响因素，则显著性消失。Jensen and Ruback、李善民与周小春等也证实了这一观点。当把所有影响因素加入模型时，则会显示，行业的绩效就不再产生显著性关系。行业绩效是市场投资者较为看重的因素。在一定程度上也显示了中国 A 国股票市场还处在半强式有效假说的状态。同时，结合如上市场投资者对于企业并购协同效应的预判断的观点，医药行业平均收益总的来说对市场投资者的预期有正向调节作用。因此，我们提出假设：

假设 3：医药行业平均收益越高，产业内并购越能提升投资者超额收益。

假设 4：医药行业平均收益越高，跨界并购对超额收益的提升越弱。

5.3 概念模型

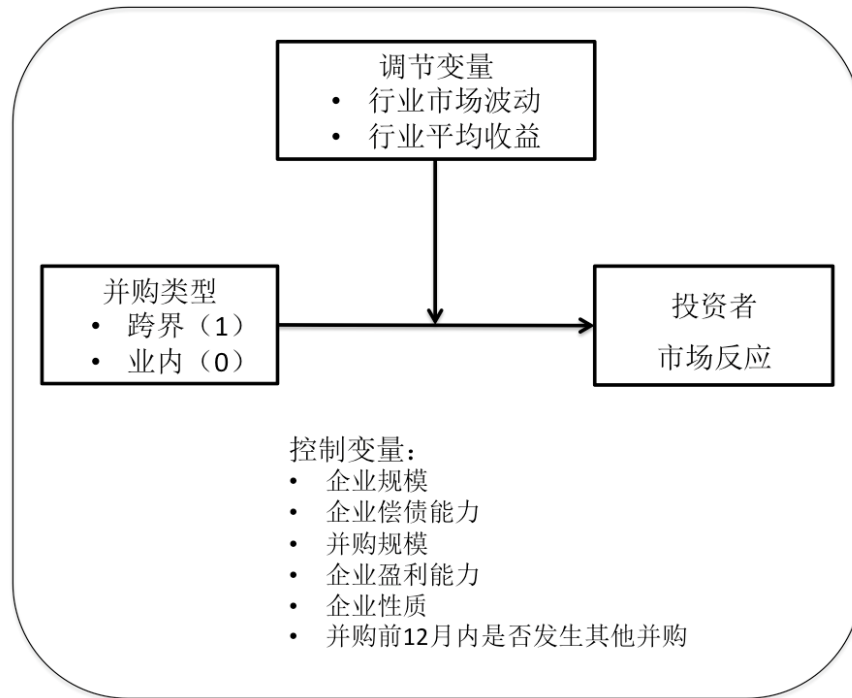
本文通过对并购活动的价值创造、投资者市场反应机制及其内外部影响因素进行分析，认为，在医药医疗行业，企业并购活动的投资者市场反应（公告期股价超额收益）受市场波动及企业决策及相关基本面因素的影响。本研究区间 2013 至 2018 年的申万医药生物指数与上证指数两者相关系数为正，为 0.779（表 5.2），因此，市场波动及其平均收益均以申万医药生物指数波动及其收益替代。在观察行业波动及平均收益调节变量的主效应的同时，也引入企业层面相关控制变量，如企业规模、偿债及盈利能力、并购规模、企业性质、及并

购前 12 月是否存在连续并购等观察其对投资者市场反应构成的影响。同时将企业并购决策分为跨界及产业内并购两大类进行系统化的研究，以期获得波动行情中 A 股医药企业并购行为及投资者市场反应的相关结论，本文具体概念模型如图 5.1 所示。

表 5.2 2013-2018 年申万医药生物指数与上证指数相关关系

研究区间年份	相关系数
2013-2018	0.779

图 5.1 2013-2018 年医药医疗企业并购投资者市场反应研究概念模型



第6章 研究方法和模型设定

此前章节的梳理对本文构建企业并购投资者市场反应的研究模型、并购方式（决策）细分以及相关内外部变量的选择有一定的指导意义。本环节通过结合中国医药市场现状，引入了市场波动及企业层面相关变量，以期获得更适合 A 股上市医药企业市场投资者反应的评价方式。

6.1 评估投资者市场反应的研究方法及模型。

6.1.1 事件研究法介绍

事件研究法是一种针对发生的某一事件对企业股价产生波动影响的统计方法，最早是由 Fama、Fisher、Jensent 和 Roll 等人于 1969 年提出的，与之对应的衡量指标又常称之为“超额收益率法”，或者称为“异常收益法”。特别是用于检验上市企业的相关公告事件如并购等发生前后的股价的变化，或是用于评估股价对于相关资讯事件披露的反应程度，其是基于有效市场假说的基础上的一种检验方法，认为股票价格充分反映所有已知的公共信息，投资者本身及其对新信息的反应均是理性的。

一般来说，事件研究法主要面向四种类别研究：

- （1）市场效率性研究，该类研究主要探讨股票市场是否快速、不偏不倚反映某些事件；
- （2）事件有效性研究，认为是探讨相关事件是否有用的研究，目的在于评估股价对于资讯事件披露的反应程度；
- （3）解释超额收益率的研究，主要是了解超额收益率存在的相关因素的研究，如盈余的反应系数等；
- （4）方法论的改进研究等，多以模拟研究为主。

总的来说，事件研究法在 20 世纪 70 年代之后在国内外获得应用广泛，认为是操作成本较低且有一定的预测价值的方法。也是用于评估并购短期绩效的有效方法。

6.1.2 事件研究法模型推演

通常，事件研究法总共有如下几个步骤，首先是确定“事件日”，其次是定义和设定预期收益率，而后再对超额收益率进行检定，通常分为平均或累积收益率，最后是进行结果的分析研究。

上述事件研究法所界定的“事件日”在本文中可认为是并购事件的“首次公告日”，评估并购首次公告日后，对于股票价格的影响。在计算股价影响之前，需要建立股票收益率的“预期模型”，用来估计股票“预期收益率”，股票收益率的预期模型有很多种，如平均调整模式、市场指数调整模式、市场模式等，其中较为流行的是“市场模型”，但是计算较为复杂，为简化相关计算本文采用市场指数调整模式，具体步骤如下：

第一步，根据计算公式 6-1 和 6-2，计算估计期的市场（医药行业指数）日收益率和个股的日收益率。

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt}} \quad (6-1)$$

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it}} \quad (6-2)$$

其中， R_{mt} 是 t 日市场（医药行业指数）收益率， R_{it} 是第 i 支股票在 t 日的日收益率。

第二步，用个股的实际收益率 R_{it} 与指数收益率 R_{mt} 做差值计算，获得事件期的每日超额收益率 AR_{it} 。

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (6-3)$$

第三步，计算出每个事件的累计超额收益率 CAR_i ，其中 n 为评估期天数，具体公式如下：

$$CAR_i = \sum_{t=1}^n AR_{it} \quad (6-4)$$

第四步，对 CAR 的显著性进行统计性检验。若 CAR 显著小于 0 ，则说明并购对公司投资者市场反应有负向作用；若 CAR 与 0 无显著性区别，则说明并购对公司投资者市场反应没有明显影响；若 CAR 显著大于 0 ，则说明并购对公司投资者市场反应有正向影响。

通常，我们常将事件日定义为第 0 期，事件日前 1 期定义为 -1 期，前 2 期定义为 -2 期。事件日后 1 期为 $+1$ 期，后 2 期 $+2$ 期，以此类推。

而对于“预期模型”的估值期太短预期模型的预测能力有限，太长可能会因相关资料发生结构性改变而导致模型不稳定。相关研究认为，日报酬率的估值期一般设定为 $100-300$ 天，日报酬率的估值期为 $50-120$ 周，而月报酬率通常为 $24-60$ 个月。本文主要应用并购事件前 3 个月作为估值期长度。

在事件期长度层面，观点认为，设定的事件期长的研究虽然可以充分掌握事件对股价的影响，但也较为容易受到相关因素的干扰。一般而言，使用日报酬率时，多采用 2 天至 120 天，采用月报酬率可以是 12 个月至 24 个月。由于研究目的差异，其设定也有所差别，若注重事件对于股价造成的影响，可以将事件期设定为事件日当日以及前后 2 天。

6.1.3 事件研究法的评述

事件研究法是基于有效市场假说基础上的研究方法，即认为是理性的投资者参与市场，能够迅速对所有市场信息作出合理反应。在充分竞争的市场中，股票的价值信息充分反映

在股价走势当中，包括当前和预期价值。除非存在市场黑幕和操纵，否则投资者不可能通过分析以往价格获得高于市场平均水平的超额利润。

一般来说，如果探讨事件对于股票收益的影响，仅用平均超额收益率是无法得到任何结论，因为在估值过程中存在许多不确定因素，如在事件公告日当日，除了如并购事件，或许还存在许多其他非研究事件的干扰。

同时，在样本量并非很庞大的基础上，为了提高研究结论的稳健性，通常假设企业是处于非常态利润分配的情况。在应用当中，通常使用累积超额收益来对相关事件进行评估。

总的来说，事件研究法一方面可以直接衡量并购为市场投资者带来的财富价值损益，便于计量和计算；另一方面，“超额收益率”具有前瞻性的特点，可能较好的反应了投资者对于事件或企业的预期。并购事件中的股票价值是市场投资者对并购事件未来现金流当前价值（现值）的预期，有一定的客观性。

6.2 评估企业并购绩效影响因素的研究方法与模型

6.2.1 多元面板回归分析

随着企业并购理论的不断发展和研究，研究方向也从单一从绩效结果角度出发，向多层次多方面角度进行研究。国内外学者也更认同企业并购绩效结果，应从不同维度进行分析，如从企业并购战略、并购绩效的相关影响因素出发去建立多因素模型进行分析研究。国外如 Jones 等，以在美国的 188 家跨国公司的分公司为研究样本，以企业市场竞争绩效、产品创新绩效和财务绩效代表企业绩效，结果表明企业的技术并购对绩效有负面的影响。袁莉莉对医药类上市企业的相关并购和多元并购与企业绩效的分析表明，不同类型的并购

对企业绩效的影响具有差异性，总体上相关并购能提升企业绩效，而多元并购对企业绩效反而有负面影响。

有别于如上述研究侧重于并购对于企业经营层面绩效影响的评估，本文侧重从市场对于事件本身的反应角度来评估企业并购的绩效，由于事件研究法在一定种度上会存在噪音。因此，本文引进市场波动（行业指数）及市场平均收益（行业指数）两个层面变量，以及企业规模、企业偿债能力（负债率）、并购规模、企业盈利能力、企业性质、并购前 12 月是否存在连续并购等内外部控制变量进行多元回归分析。

一方面，对市场及企业层面上所有变量进行回归，另一方面仅针对行业波动及其收益 2 个调节变量的主效应进行考察。

本文考虑基于企业并购决策的多因素面板回归模型对企业不同并购决策（并购方式）的绩效进行实证研究，具体模型分为 6 种。

1) 仅考虑公司因素产生的市场反应：

$$CAR_i = a + \sum_{i=1}^6 b_i x_i + e \quad (6-5)$$

2) 考虑公司因素和市场层面因素产生的市场反应：

$$CAR_i = a + \sum_{i=1}^6 b_i x_i + b_7 IF + b_8 IR + e \quad (6-6)$$

3) 考虑公司因素、市场层面因素和并购类型产生的市场反应：

$$CAR_i = a + \sum_{i=1}^6 b_i x_i + b_7 IF + b_8 IR + b_9 M + e \quad (6-7)$$

4) 考虑公司因素、市场层面因素和并购类型产生的市场反应，同时将市场波动与并购类型相结合（ $IF * M$ ）

$$CAR_i = a + \sum_{i=1}^6 b_i x_i + b_7 IF + b_8 IR + b_9 M + b_{10} IF * M + e \quad (6-8)$$

- 5) 考虑公司因素、市场层面因素和并购类型产生的市场反应, 同时将市场平均收益与并购类型相结合 ($IR * M$)

$$CAR_i = a + \sum_{i=1}^6 b_i x_i + b_7 IF + b_8 IR + b_9 M + b_{11} IR * M + e \quad (6-9)$$

- 6) 考虑公司因素、市场层面因素和并购类型产生的市场反应, 同时将行业波动性与并购类型相结合 ($IF * M$)、市场平均收益与并购类型相结合 ($IR * M$)

$$CAR_i = a + \sum_{i=1}^6 b_i x_i + b_7 IF + b_8 IR + b_9 M + b_{10} IF * M + b_{11} IR * M + e \quad (6-10)$$

其中, CAR_i 表示第 i 个企业的并购绩效, 表示市场投资者反应情况。M 是企业并购类别分类, M 设置为 1, 表示跨界并购, 否则为 0, 表示产业内并购 (非跨界), 其系数 b_9 、 b_{10} 、 b_{11} 是本文分析的重点, 如果系数为正, 就表明企业的并购决策对企业绩效 (市场投资者反应) 有不同的促进作用。 x_i 表示企业的一系列其他内外部控制变量, x_1 是企业规模总资产对数 (Asset)、 x_2 是并购规模占总资产对数 (Size)、 x_3 是并购时负债率对数 (Debt)、 x_4 是企业当季度盈利能力 (ROE (o))、 x_5 表示是否国有企业控股 (State_Owned)、 x_6 表示是否在过去 12 月发生过并购 (Is_Merger_12)。IF 表示市场波动 (行业指数), IR 市场平均收益 (行业指数), ε 为随机误差项。

本文仅针对行业波动及其收益 2 个调节变量的主效应进行考察时, 具体模型分为 2 种, 如下:

- 1) 仅考虑市场层面因素 (市场波动及其平均收益) 和并购类型产生的市场反应:

$$CAR = a + b_1 IF + b_2 IR + b_3 M + e \quad (6-11)$$

- 2) 考虑市场层面因素和并购类型产生的市场反应，同时将行业波动性与并购类型相结合（ $IF * M$ ）、市场平均收益与并购类型相结合（ $IR * M$ ）

$$CAR = a + b_1 IF + b_2 IR + b_3 M + b_4 IF * M + b_5 IR * M + e \quad (6-12)$$

其中， CAR 表示企业并购绩效，表示市场投资者反应情况。 M 是企业并购的类别分类， M 设置为1，表示跨界并购，否则为0，表示产业内并购（非跨界），其系数 b_1 、 b_2 、 b_3 、 b_4 、 b_5 是本文分析的重点，如果系数为正，就表明企业的并购决策对企业绩效（市场投资者反应）有不同的促进作用。 IF 表示市场波动（行业指数）， IR 市场平均收益（行业指数）， ε 为随机误差项。

6.2.1 变量设定和解释

企业并购绩效基于事件研究法的累计超额收益率（ CAR ）进行企业并购绩效评价，采用企业并购事件首次公告日前后1个交易日的股价数据与市场指数申万一级医药行业指数（801150.SWI）进行企业绩效评价衡量。

在企业并购方式解释变量方面，在对绩效评价的过程中，将并购方式解释变量分类成2种分别为：跨界并购、产业内并购，对如上解释变量采用虚拟变量形式进行设置，即如果企业并购中涉及跨界并购的场景，则 M 置为1，否则为0。

市场波动情况 IF ，基于企业并购事件前3个月中，市场指数（申万一级医药行业指数（801150.SWI））的标准差进行衡量。

市场平均收益（行业指数） IR ，基于企业并购事件前3个月中，市场指数（申万一级医药行业指数（801150.SWI））的平均收益率进行衡量。

为了控制其他影响到企业并购的绩效因素，本文研究除对仅针对行业波动及其收益 2 个调节变量的主效应进行考察，还将进入如下内外部解释变量进行控制：

(1) 企业规模对数 (x_1)：通过上市企业的总资产对数来衡量。

(2) 企业偿债能力 (x_2)：通过并购完成当年上市公司总负债与总资产的比值对数来表示，也可表示为资产负债率。根据英国经济学者乔森 (Jeson) 的自由现金流量理论，企业应该适当通过负债来优化企业治理结构，因此企业的偿债能力对于企业并购的产生后最终的并购绩效有着较为直接的联系。

(3) 并购规模占比 (x_3)：通过最终并购金额与并购完成当年上市公司总资产额的比值对数来表示。一般而言，并购金额占比越高，对最终的企业并购绩效影响越大。

(4) 企业盈利能力 (x_4)：通过上市公司主营业务当季的股本回报率 (ROE) 来表示。一般而言，股本回报率越高的企业其并购意愿越强烈，且并购后对企业绩效有正向推动。

(5) 企业性质 (x_5)：表示是否国有企业控股。通常不同企业性质对投资者市场反应有一定的影响，如果主并购企业的国有企业则设定为 1，否则为 0。

(6) 一年内是否连续并购 (x_6)：表示过去一年 (12 个月) 是否发生过其他并购事件。

第7章 样本选择与研究设计

7.1 样本数据来源与处理

新中国的企业兼并事件虽然可以追述到新中国成立之初的公私合营以及集体化和公社化，但是真正建立在市场基金基础上的现代企业并购，则要从 2002 年中国加入世界贸易组织开始算起。从那时起中国国内的商业规则逐步与国际接轨，并购市场化地竞争和并购带来的企业绩效增长也称为商业共识。进入 2010 年后，资本市场的逐步完善上市公司资本运作企业间横向纵向并购意识逐渐加强，上市企业的并购也越加频繁和日常化，因此本文以 2013 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日期间中国上市医药企业并购交易作为研究样本。

样本数据来源于 Choice（天天基金）终端中国上市企业并购事件研究数据库，将首次公告日发生在 2013 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日期间交易标的获得方为上市医药企业，且实施完成的并购交易作为初始样本。根据本文的研究要求，对初始样本根据如下规则进行进一步筛选：

第一，从交易性质考虑，本文剔除了所有关于国有土地获取，法院诉讼、无偿转增等并购交易，仅以股权收购、资产置换、吸收兼并作为研究分析对象。

第二，从并购双方关系考虑，本文剔除了所有上市企业增资、合并其全资控股子公司的并购交易，仅针对交易不同标的方展开的并购交易作为研究分析对象。

第三，从交易规模考虑，本文剔除了并购金额小于 10 万的交易。首先，这类交易规模过小，对于上市企业的日常经营管理不会造成太大影响。其次，该类并购对于交易市场内的投资者来说同样规模太小，不会对投资者有太大影响，因此本文仅针对并购金额大于 10 万的交易作为研究对象。

根据上述筛选规则对原始数据进行过滤后，在 2013 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日研究期间满足要求的并购交易总计 448 起。以下是具体样本事件分布：

表 7.1 上市医药企业并购历年（2013-2018）样本数据统计

年份	并购起数
2013	39
2014	80
2015	85
2016	87
2017	98
2018	59
总计	448

7.2 变量定义

（1）事件研究方法变量选用

本文将市场反应定义为上市企业的股价波动变化，因此采用企业并购事件首次公告日前后 1 日的股价数据与市场指数申万一级医药行业指数（801150.SWI）进行企业绩效评价衡量。

（2）多元回归变量定义

本文基于第六章节描述的面板多元回归公式选取相关变量，并对相关变量取对数处理。

$$CAR_i = a + \sum_{i=1}^6 b_i x_i + b_7 IF + b_8 IR + b_9 M + b_{10} IF * M + b_{11} IR * M + e \quad (6-10)$$

$$CAR = a + b_1 IF + b_2 IR + b_3 M + b_4 IF * M + b_5 IR * M + e \quad (6-12)$$

其中, CAR_i 表示第 i 个企业的并购绩效, 表示市场投资者反应情况。M 是企业并购的分类, M 设置为 1, 表示跨界并购, 否则为 0, 表示业内并购 (非跨界), 针对公式 6-10, 其系数 b_9 、 b_{10} 、 b_{11} 是本文分析的重点, 针对公式 6-12, 其系数 b_1 、 b_2 、 b_3 、 b_4 、 b_5 是本文分析的重点, 如果系数为正, 就表明企业的并购战略对企业绩效 (市场投资者反应) 有不同的促进作用。 x_i 表示企业的一系列其他内外部控制变量, 包括通过上市企业的总资产对数来衡量的企业规模 x_1 , 通过并购完成当年上市公司总负债与总资产的比值对数来表示的企业偿债能力 x_2 , 通过最终并购金额与并购完成当年上市公司总资产额的比值对数来表示的并购规模占比 x_3 , 通过上市公司主营业务当季的股本回报率 (ROE) 来表示的企业盈利能力 x_4 , 表示是否国有企业控股。通过对主并购企业的性质设定为 x_5 , 是国有企业为 1, 否则为 0。通过设定是否在过去 12 月发生过并购 x_6 , 是表示过去 12 个月发生过其他并购事件, 否则为 0。 IF 表示市场波动 (行业指数波动), IR 市场平均收益 (行业指数), ε 为随机误差项。

7.3 并购样本选择与标准化

本文主要是针对不同企业并购行为与企业并购绩效的关系进行研究, 且按照面板回归公式主要分析的是企业并购信息披露后的短期股价超额收益情况, 因此需对原有并购事件进行异常值剔除处理, 针对 448 起 2013 年至 2018 年医药上市企业的并购数据, 剔除 CAR 为空的 2 例数据以及 CAR 值超过均值的 3 个标准差的数据, CAR 均值为 1.137%, 标准差 5.516%, 有效数据范围为(-15.411%,17.685%)。

根据如上规则剔除如下 20 起并购事件, 剩余 428 起并购事件。

1) CAR 为空情况 2 起, 具体如下:

由于明德生物（002932.SZ），是在 2018 年 7 月 10 日才实现了上市，因此其在 2016 年 11 月和 2017 年 5 月的两起并购案例无法计算出对应的 CAR 值，故进行剔除。

2) CAR 值超过阈值情况 18 起，具体如下：

企业股票名称	企业股票代码	发布日期	CAR(%)
信邦制药	002390.SZ	20130828	23.265
宜华健康	000150.SZ	20140704	21.945
ST 冠福	002102.SZ	20140818	20.006
溢多利	300381.SZ	20140818	19.886
ST 冠福	002102.SZ	20140818	20.006
未名医药	002581.SZ	20140821	20.113
楚天科技	300358.SZ	20140822	20.504
仟源医药	300254.SZ	20140925	19.938
宜华健康	000150.SZ	20141204	21.566
安科生物	300009.SZ	20150318	19.764
美年健康	002044.SZ	20150326	21.486
东诚药业	002675.SZ	20150423	19.804
金城医药	300233.SZ	20150515	18.857
千山药机	300216.SZ	20150714	24.026
迦南科技	300412.SZ	20151105	19.611
莎普爱思	603168.SH	20151113	22.325
老百姓	603883.SH	20151120	20.702
海翔药业	002099.SZ	20160112	-16.457

最终获得 428 起并购事件，再按照企业并购行为分类为“跨界并购”和“产业内并购”。分类后得到不同年份的两类并购数据样本数如下，同时针对并购多元回归模型中的变量进行了对数处理，以使得数据更为平滑，方便分析企业并购动因与绩效结果间的相关性分析。

表 7.2 上市医药企业并购历年（2013-2018）样本数据并购行为分类统计

年份	产业内并购	跨界并购
2013	37	1
2014	67	5
2015	73	4
2016	76	9
2017	95	2
2018	57	2
合计	405	23

第8章 A 股上市医药企业并购决策及影响因素对投资者市场反应的影响实证

此前章节已对研究方法、模型设定、样本选择与研究设计进行系统描述，本章节将对中国 A 股医药上市企业并购决策及相关影响因素对投资者的市场反应影响进行实证分析。首先针对市场及企业层面本文所述的所有变量进行回归分析，其次对行业波动及其收益 2 个调节变量的投资者市场反应主效应进行考察。

在进行所有变量回归分析时，将对行业指数波动及收益对 A 股医药企业并购绩效的影响进行实证分析，同时，在此基础上进一步对行业指数波动及其收益影响下的企业并购类型（或不同并购决策）和并购绩效的关系进行研究，另外，还针对企业规模、企业负债率、并购规模、盈利能力、企业性质、是否在过去 12 月发生过并购等企业层面的相关因素和并购绩效的相互关系进行了探讨。

8.1 并购绩效分析：市场投资者反应

8.1.1 相关变量描述性统计

针对 2013 年至 2018 年期间 A 股上市医药企业并购事件，对市场波动层面及企业层面相关变量的整体情况进行简单描述性统计。

表 8.1 2013~2018 年 A 股医药企业并购变量描述性统计

指标	均值	标准差	中位数	最大值	最小值
CAR (总体)	0.569	4.386	0.291	17.344	-11.000
CAR (跨界)	2.558	6.702	0.755	17.344	-5.95
CAR (产业内)	0.456	4.201	0.244	16.05	-11.000
ASSET	379307.176	371998.534	262411.347	2768593.515	22868.670
SIZE	6.822	16.192	1.403	216.997	0.004
DEBT	0.321	0.173	0.299	0.832	0.026
ROE(o)	10.964	8.083	10.671	45.084	-33.887
State_Owned	0.164	0.370	0	1	0
Is_Merger_12	0.640	0.481	1	1	0
IF	399.747	379.773	217.42	1528.925	97.475
IR	0.088	0.482	0.076	1.846	-1.436

数据来源：申万数据、wind 数据库及天天基金 choice 终端数据库.基础数据统计计算。

表 8.1 报告了相关统计结果：

第一，并购企业层面，从此前分阶段的各项数据来看，并购企业资产总规模和负债总规模均有上涨，其中，并购企业中最小总资产和总负债并未同步增长。由此可知，随着中国医药医疗市场的发展，并购并不局限于大型医药企业，各类大中小型企业均有意愿和能力参与并发起并购；从并购规模来看，除一小部分实力强劲的医药企业为占据有利市场或夯实行业龙头地位而采取了产业线整合的重大或大规模并购，更多的医药企业更倾向于小规模并购。说明大型并购，占用公司大量资产的并购在逐渐减少，整体医药上市企业并购更趋于理性，更注重小规模并购行为，小规模并购后，企业负担较小，管理更灵活；从并购企业当年盈利能力来看，整体分布较为均衡，无论是盈利能力较好或是不佳的企业均有可

能进行并购活动。从并购企业性质来看，国有企业的占比为 15.9%，可以看出非国有企业对于并购的积极性远高于国有企业。从连续并购的角度看，12 个月内发起再次并购的企业达到了 57.4%，超过一半的企业选择了多次并购，即企业发起并购具有连续性。

第二，从市场波动及其收益层面来看，2013 年至 2018 年市场波动经历了从低位盘整到高位振荡、区间盘整以及单边下跌等不同行情。行业收益也各有差异，但医药行业作为“防御板块”，研究区间内总体医药企业并购公告期内投资者平均收益为正值。

第三，从不同并购策略的平均收益情况（市场投资者反应）来看，产业内并购公告期整体平均获益低于跨界并购，且最大收益则也是跨界并购更高，即，市场投资者对一部分医药企业的跨界发展理念更为认同，认为有更大机会和想象空间，其对于投资者的吸引力是毋庸置疑的，是企业快速转型或企业快速迭代的有效方式之一。如本研究区间内公告期投资者市场反应表现较为亮眼的“精华制药 6.9 亿并购东力企管”（2015 年 5 月 25 日）事件，公司通过定向发行股份募集配套资金，以股份方式支付交易价格的 2/3 并结合现金 23053.33 万元，合计作价 6.92 亿元收购东力企管 100% 股权，并购规模接近公司总资产 1/3（精华制药并购前总资产 18 亿 5 千万元，总负债 3 亿元），同时，公司当期净资产收益约为 4.567，基本面表现较为抢眼，但由于公司原料药产品相对老化，为快速实现产品线的迭代，通过并购投资公司进行了产业优化。并购公告发布后，企业股价 T 日和 T+1 日连续涨停，期间 AAR 为 21%，CAR 为 16.15%，同时，在此后一年公司实现了市值的翻倍。

另外，由于医药行业的特殊性，除了以原有产品线扩容的规模化并购以外，近年来也呈现了一大批以进入销售终端（包括实体医院、药房、互联网医患互动平台、药物销售许可互联网医药终端）价值链延伸的产业内并购，其整体表现也较为突出，本研究区间（2013

年至 2018 年)内中国医药行业正值政策多变时期,价值链延伸以寻求进入医药终端或是新产品或领域的(同属于产业内并购范畴)“并购热”获得了市场投资者的正向反馈和合理反应。在此期间,“生物并购热”及进入医药终端或通过并购跨越技术壁垒是该时期的显著特点。如康恩贝、必康股份、香雪制药、莱美药业等均出手布局了生物药领域;恒康医疗在 2016 年重大资产并购,以现金 1.24 亿元收购崇州二院 70%股权,且在此前,公司在 12 个月内连续并购包括盱眙医院、杰傲湃思、福源医院、瓦三医院等在内的多家医疗终端,交易涉及资产净额占公司资产净额(2014 年度)61.61%,涉及营业收入占同年营业收入 65.7%;如 2015 年东诚药业定增收购云克药业,以达到丰富公司产品种类,快速切入核素药物领域的目的等。此外,在中医药发展战略规划纲要(2016-2030 年)的引领下,一部分企业整合并提前布局中药产品线均发生于这一时期,如 2016 年广誉远定增并购子公司山西广誉远 40%股权将持股升至 95%、2013 年嘉应制药并购金沙药业 64.47%股权,拓展骨伤科中药产品线并借此将市场渠道由华南、西南延伸至全国。

8.1.2 A 股医药企业并购投资者反应分析

针对并购事件本身,为避免研究周期过长受到其他因素干扰,本次仅计算并购首次公告日当日及前后两天的累计超额收益率(CAR)及平均超额收益率(AAR)。发生并购的 A 股上市企业,不同并购决策下(产业内并购、跨界并购)对于并购企业并购事件公布日 T-1 日、T 日、T+1 日进行定量分析计算得到平均 CAR 和 AAR 结果如下:

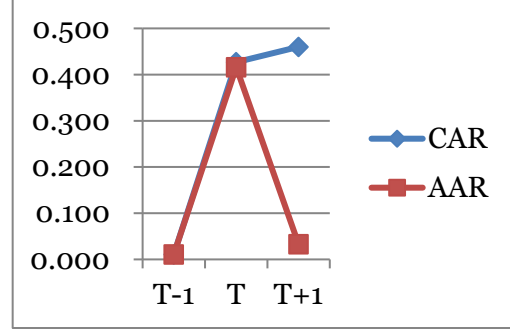
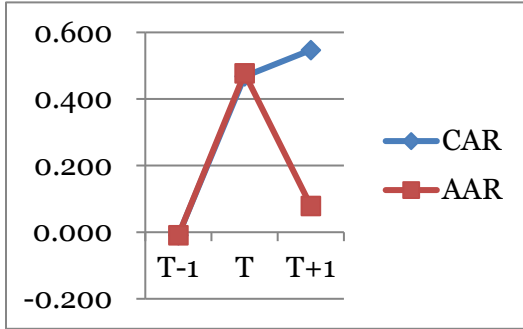


图 8.1 研究样本药企并购 3 天超额收益率情况 图 8.2 产业内并购 3 天超额收益率情况

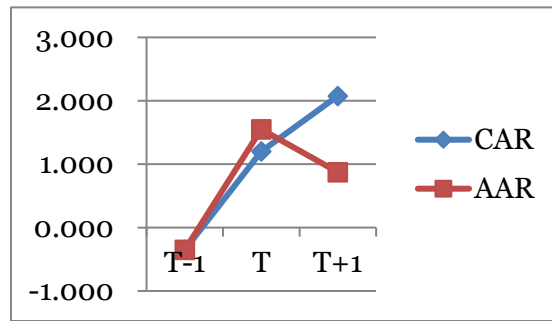


图 8.3 跨界并购 3 天超额收益率情况

不同并购决策下并购事件公布日 T-1 日、T 日、T+1 日的 CAR 和 AAR 具体结果如下：

表 8.2 2013~2018 年不同并购分类 A 股医药企业 T-1、T、T+1 天超额收益率情况

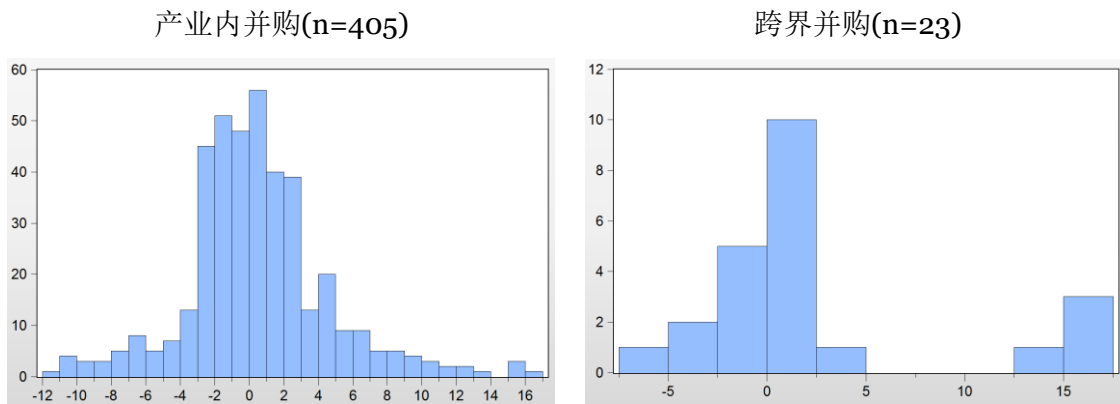
分类	CAR/AAR	T-1 日	T 日	T+1 日
产业内并购 n=405	CAR	0.011	0.427	0.460
	AAR	0.011	0.416	0.033
跨界 n=23	CAR	-0.351	1.201	2.076
	AAR	-0.351	1.551	0.875
总体 n=428	CAR	-0.009	0.468	0.547
	AAR	-0.009	0.477	0.079

总的来说，市场投资者对于存在并购行为的医药企业都表现出了兴趣，股票价格短期收益均表现为上涨。针对跨界与产业内并购的情况，在公布消息当日，市场投资者就做出了积极的认可，在 T 日便有大幅度上涨，特别是跨界并购增长更为明显，且跨界并购在

T+1 日的股票收益率更有持续性，因此说明产业内并购的案例，市场当天便能消化相关并购的利好信息，而对于跨界并购来说市场投资者对此类并购的关注更持久。

另外，本环节还将对研究区间内的 428 起并购事件的超额收益率的分布进行简单统计 (Eview7 工具)，405 例产业内并购、23 例跨界并购超额收益率统计结果如下：

图 8.3 2013-2018 年 428 例 A 股医药企业不同并购决策的超额收益分布图



由如上分布图可知，在首次公告日前后 1 个交易日，产业内并购及跨界并购，A 股上市医药公司股价平均收益率超过医药行业指数（申万一级行业）收益率分别为 0.456%、2.558%。同时 Jarque-Bera 校验结果均为不为正态分布；Kurtosis 分别为 4.962、3.564 均大于 3 表示厚尾；Skewness 分别为 0.537、1.309 大于 0 呈现右偏，但是程度不大，2 种类别的企业并购决策对短期企业股价都呈现正向效应，但是产业内并购影响有限，且在首次公告日后 1 个交易日就反映并消化，而跨界并购影响较大，且在公告日后 1 个交易日市场仍有正向反映。总体而言，可以看出无论是哪种企业并购行为，只要是上市企业发生并购，对市场投资者来说都是一个积极的信号，同时市场投资者更认同跨界并购的案例，并给予更高的期望。

8.2 回归分析与假设检验

8.2.1 企业及行业波动层面影响因素对投资者市场反应的影响分析

(1) 变量的多重共线性检验

为避免变量之间可能存在的多重共线性和异方差问题，针对所使用变量进行相关性校验，具体校验结果见下表：

表 8.3 2013~2018 年 A 股上市医药企业样本数据变量相关系数

	ASSET	SIZE	DEBT	ROE (o)	State_ Owned	Is_Mer ger_12	IF	IR
ASSET	1.000							
SIZE	-0.288	1.000						
DEBT	0.364	-0.170	1.000					
ROE(o)	0.086	-0.054	-0.044	1.000				
State_Owned	0.230	0.067	0.090	0.031	1.000			
Is_Merger_12	0.033	-0.059	0.097	-0.055	-0.208	1.000		
IF	0.002	0.147	0.015	-0.032	-0.026	0.019	1.000	
IR	-0.025	0.038	-0.112	0.050	0.079	-0.190	-0.051	1.000

*由如上相关系数发现绝大部分变量间的相关系数绝对值，均小于 0.35，据此可以判断多重共线性问题并不会对回归有明显影响。

(2) 计算模型设立

由表 8.3 中的相关系数结果可知，为减少并购类型变量间的多重共线性问题，对以下两种分类情况分别进行如下公式的面板回归计算：

$$CAR = \alpha + \sum_{i=1}^6 \beta_i x_i + \varepsilon \quad (6-5)$$

$$CAR_i = a + \sum_{i=1}^6 b_i x_i + b_7 IF + b_8 IR + e \quad (6-6)$$

(3) 回归分析结果

本环节仅针对企业层面影响因素及行业波动/收益层面影响因素,对 A 股医药企业并购行为的投资者市场反应进行回归分析,结果如下:

表 8.4 2013~2018 年 A 股上市药企企业层面及行业波动层面回归分析 (n=428)

	模型 6-5		模型 6-6	
	β_i	p	β_i	p
ASSET	-0.159	0.567	-0.177	0.524
SIZE	0.302*	0.013	0.275*	0.025
DEBT	0.364	0.303	0.348	0.327
ROE(o)	0.042	0.110	0.043	0.102
State_Owned	0.783	0.196	0.825	0.175
Is_Merger_12	-0.099	0.827	-0.116	0.800
IF	-	-	0.001	0.169
IR	-	-	-0.054	0.904

注: *代表 5%的显著性水平, **代表 10%的显著性水平

从如上表 8.4 分析结果可知:

无论是仅从企业层面因素考量或是结合行业波动及其收益影响,投资者市场反应仅与企业并购规模显著正相关,并购规模越大,公布并购消息后市场投资者对该公司的股票越感兴趣,股价超额收益越高。另外,整体而言,虽不显著但可以看出企业当期盈利能力、偿债水平与投资市场反应基本趋势一致,可能也进一步说明,当期盈利能力强以及偿债能力高的企业对市场

投资者有一定的正向影响。同时，不考虑企业并购决策等相关因素，仅从企业本身及市场层面本身来看，市场可能较为看好国有企业的并购，对其较为有信心。

同样，虽不显著，但市场对存在 12 个月内连续性并购的企业预期不佳，其与投资者市场反应可能呈现出负向相关关系，表明投资者对较为密集的持续型并购有所顾虑，对企业管理者（或考虑其为自大、利己主义型并购）及其经营可能存在信心不足。

8.2.2 行业波动及其收益条件下，不同企业并购决策对投资者市场反应的影响

(1) 计算模型设立

由表 8.3 中的相关系数结果可知，为减少并购类型变量间的多重共线性问题，对以下四种分类情况分别进行如下公式的面板回归计算：

$$CAR_i = a + \sum_{i=1}^6 b_i x_i + b_7 IF + b_8 IR + b_9 M + e \quad (6-7)$$

$$CAR_i = a + \sum_{i=1}^6 b_i x_i + b_7 IF + b_8 IR + b_9 M + b_{10} IF * M + e \quad (6-8)$$

$$CAR_i = a + \sum_{i=1}^6 b_i x_i + b_7 IF + b_8 IR + b_9 M + b_{11} IR * M + e \quad (6-9)$$

$$CAR_i = a + \sum_{i=1}^6 b_i x_i + b_7 IF + b_8 IR + b_9 M + b_{10} IF * M + b_{11} IR * M + e \quad (6-10)$$

(2) 回归分析结果

本环节结合研究区间内 A 股上市企业并购的不同决策分类（产业内并购、跨界并购），对行业波动及其平均收益层面和企业层面影响因素进行回归分析，结果如下（具体数据见表 8.5）：

(1) 引进企业及行业层面因素，但不考虑行业波动及其收益对企业并购操作（并购类型）的影响时。我们获知，企业的当期盈利能力、并购规模以及跨界并购（M为1时）决策行为本身均对并购后的投资者市场反应（企业短期收益）产生显著正向影响，同时，对市场而言，跨界并购概念的意义高于企业并购规模以及当期盈利能力，一定程度上较为符合中国A股医药市场现状，公布并购消息后市场对并购规模较大且具备一定盈利能力的跨界并购上市药企的股票较感兴趣，股价超额收益越高，与行业波动及其收益无关。

(2) 考虑了行业波动和企业并购操作（并购类型）交乘项对投资者产生影响的情况时，我们获知，企业当期盈利能力、并购规模、公告期收益显著正相关，在此模型下，跨界并购概念转变为不显著，市场投资者仅对企业当期盈利能力、并购规模作出正向反馈。同时，无论何种并购类型，行业波动及其平均收益与股价超额收益无关，均表现为不显著，且行业波动和企业并购决策交乘项也表现为不显著。

(3) 考虑了平均收益和企业并购操作（并购类型）交乘项对投资者产生影响的情况时，发现，企业并购规模、当期盈利水平以及市场平均收益和跨界并购交乘项和投资者市场反应仍为显著正相关性，特别是当期盈利水平与其相关性最为显著。同时还发现，市场平均收益和跨界并购类型交乘项对投资者正向反馈的影响力度最为突出，并购规模次之。进一步说明，行业收益及企业当期盈利水平越高，跨界并购产生的收益越高。

(4) 同时考虑了行业波动及平均收益两个因素和企业并购操作（并购类型）交乘项对投资者产生影响的情况时，发现，与上一模型（考虑行业平均收益和并购决策交乘项影响）的结论无显著差异，企业并购规模、当期盈利水平以及市场平均收益和并购投资者市场反应仍为显著正相关性，市场平均收益和跨界并购交乘项对投资者正向反馈的影响力度最大。

无论是哪种并购，行业波动、行业收益及行业波动和企业并购类型的交乘项与市场投资者反应不相关。

表 8.5 2013~2018 年上市医药企业并购回归分析（全样本所有变量回归，n=428）

	模型 6-7		模型 6-8		模型 6-9		模型 6-10	
	β_i	p	β_i	p	β_i	p	β_i	p
ASSET	-0.123	0.658	-0.124	0.654	-0.153	0.579	-0.155	0.573
SIZE	0.274*	0.025	0.275*	0.025	0.286*	0.018	0.285*	0.019
DEBT	0.287	0.418	0.295	0.406	0.359	0.307	0.356	0.312
ROE(o)	0.049*	0.063	0.049*	0.064	0.051**	0.052	0.051*	0.050
IF	0.001	0.140	0.001	0.184	0.001	0.252	0.001	0.197
IR	-0.108	0.809	-0.132	0.769	-0.356	0.430	-0.353	0.434
M	2.140*	0.024	1.578	0.250	0.563	0.602	1.352	0.320
State_Owned	0.752	0.215	0.746	0.218	0.565	0.349	0.543	0.369
Is_Merger_12	-0.027	0.954	-0.027	0.954	-0.087	0.848	-0.097	0.830
$IF \square M$	-	-	0.002	0.570	-	-	-0.003	0.341
$IR \square M$	-	-	-	-	7.213*	0.003	8.446*	0.002

注: *代表 5% 的显著性水平, **代表 10% 的显著性水平

8.2.3 行业波动及其平收益的投资者市场反应的主效应分析

(1) 计算模型设立

观察行业波动及其平收益对投资者市场反应影响的主效应，本环节仅针对行业波动及其平均收益的影响，对以下两种分类情况分别进行如下公式的面板回归计算：

$$CAR = a + b_1IF + b_2IR + b_3M + e \quad (6-11)$$

$$CAR = a + b_1IF + b_2IR + b_3M + b_4IF \cdot M + b_5IR \cdot M + e \quad (6-12)$$

(2) 回归分析结果

考察市场层面因素（市场波动及其平均收益）和并购决策产生的市场反应，以及结合行业波动性 / 市场平均收益与并购决策交乘项的投资者市场反应，回归结果如下：

表 8.6 2013~2018 年 A 股上市药企并购回归分析（仅调节变量回归，n=428）

	模型 6-11		模型 6-12	
	β_i	p	β_i	p
IF	0.001*	0.045	0.001**	0.063
IR	-0.001	0.998	-0.241	0.586
M	2.158*	0.021	1.482	0.272
$IF \square M$	-	-	-0.003	0.313
$IR \square M$	-	-	8.260*	0.003

注：*代表 5% 的显著性水平，**代表 10% 的显著性水平

将虚设变量 M 设为，跨界并购为 1，产业内并购为 0，回归分析发现，三个月内市场指数波动 IF 在 5% 显著性水平下，对短期股价超额收益显著影响为 0.001，可以判断为无影响。跨

界并购 M 在 5%显著性水平下，对短期股价超额收益显著影响为 2.158，可以判断为正效应。说明跨界并购对于市场投资人短期决策具有刺激作用，推动短期股价上涨。

在引入 $IF \bullet M$ 和 $IR \bullet M$ 变量进行进一步研究发现，三个月内市场指数波动 IF 在 10%显著性水平下，对短期股价超额收益显著影响为 0.001，可以判断为无影响。而跨界并购三个月市场平均收益率 $IR \bullet M$ ，则与短期超额收益成 5%显著性正相关，说明在整体医药行业向好的情况下，对于跨界并购短期收益变化存在着正向推动作用，市场投资者在行业趋势上涨更看好跨界并购。

8.4 本章小结

本章节首先以研究区间内中国 A 股上市医药企业并购事件为样本，对企业并购的行为动机（并购决策）、市场波动、市场平均收益与企业并购市场投资者反应（短期股价绩效）以及并购企业层面相关内外部因素，是否国有企业，12 个月内是否发生连续并购等因素间的关系进行了实证研究，并得出了如下相应结论。

在引入所有变量进行回归分析时，我们获知：

第一，从市场整体并购情况看，企业并购数量会随着市场行情的提升同步提升，但是大型并购即占用公司大量资产的并购在逐渐减少，小规模并购逐渐占到主导地位。从并购规模看，并购规模对并购后的短期收益显著影响，并购规模越大，公布并购消息后市场对该公司的股票越感兴趣，股价超额收益越高。

第二，从投资者对于并购公告期的市场反应分析发现，只要是上市企业发生并购，对市场投资者来说都是一个积极的信号，从平均收益角度可以发现，医药企业跨界并购公告期收益要高于产业内并购，市场投资者更认同跨界并购的案例。针对产业内并购，投资者

在消息公布当天便会消化相关消息，并结束上涨。而对于跨界并购来说市场投资者对此类并购关注的更持久，如果为利好消息通常则会持续上涨。

第三，从市场行业波动及其收益的影响来看，在无论是产业内并购还是跨界并购决策条件下，两者与并购后的公告期收益无显著影响。而行业平均收益和医药企业跨界并购的交乘项对市场投资者产生正向且力度较大的影响。

第四，从企业层面变量的影响来看，无论哪种类别并购，并购规模、企业当期盈利能力对公告期期股价超额收益有正向影响，企业盈利能力越强、并购规模越大的跨界并购，投资者市场反应越积极，同时，其影响力度各组间并无统计学差异。而从企业性质和连续并购角度看，是否国有企业这一企业内在属性和并购企业是否在过往 12 个月内进行过并购，对短期的企业股价并无显著影响，但可能存在投资者对国企并购持正向反馈的现象，同时也可能存在对基于企业管理者自大、利己主义目的猜测的连续性并购的预期不佳现象。

第五，从并购策略的影响来看，在无交乘项模型中，“跨界并购”呈现与公告期绩效显著的正相关性，而在纳入行业波动及行业平均收益与并购决策的交乘项因素时，“跨界并购”概念的显著性消失了。

仅考察行业波动及收益 2 个调节变量主效应时，我们获知：

第一，在无交乘项模型中，无论何种并购，行业波动及并购决策本身对投资者均产生显著影响：前者的影响为正但均为 0.001，也可以判断为无影响；后者对短期股价超额收益显著，且跨界并购为正向影响（产业内并购为负向影响）。在此模型中，行业收益对市场投资者反应影响不显著。

第二，在交乘项模型中，行业波动对投资者反应呈现显著影响但力度可忽略不计。而无论何种类别并购，行业波动与并购决策的交乘项、以及行业平均收益单独因素对市场反应均无显著影响。但行业收益和企业并购决策的交乘项产生了力度较大的显著影响，在跨界并购条件下为正向影响，产业内并购条件下为负向影响。

第9章 主要结论与研究展望

对于中国现阶段的医药产业增长模式转型以及政策多变因素的影响下，在医药医疗企业可持续性运营规划的前提下，并购成为医药医疗领域常态化的资本运作手段，即，形成了现代医药医疗行业“产融双驱”的企业资本化扩张模式。上市医药企业拥有大量的二级市场投资者股东，针对 A 股上市医药企业的并购行为进行评价，最直接及有效的方式则是对并购事件引发的市场反应进行检验，市场反应是投资者针对事件评价的表现。

本文通过结合行业指数波动及其收益调节变量，逐层递进探讨，对企业并购的行为动机（并购决策）、市场波动、市场平均收益与企业并购市场投资者反应（短期股价绩效）间的关系进行了实证研究，同时也单独对行业波动及其平均收益的 2 个调节变量进行了主效应观察。通过实证分析对相关因素不同组合条件下的影响进行了检验，并获得了相应的研究结果如表 9.1 所示，对于市场投资者投资准入及 A 股医药企业资本运作行为具有一定的借鉴作用。

表 9.1 2013~2018 年上市药企并购投资者市场反应影响因素及效果汇总（n=428）

所有变量回归 显著影响因素	仅调节变量回归 显著影响因素
并购规模(+)	行业波动(+) \rightarrow 0
企业当期盈利水平(+)	跨界并购概念(+)
跨界并购概念(+)	行业平均收益与跨界并购交乘项(+)
行业平均收益与跨界并购交乘项(+)	

注：“+”代表显著正相关，“-”代表显著负相关，“ \rightarrow 0”代表影响力度接近为 0

以上特别注意的是：

在所有变量回归分析中：并购规模及企业当期盈利水平对公告期股价超额收益显著影响，且组间无统计学差异；跨界并购概念仅在无交乘项模型中显著，加入相关交乘项因素则显著性消失；行业平均收益与并购决策交乘项在 2 个交乘项模型中显著。

在仅调节变量回归分析中：无论何种并购，无论在有交乘项的模型中行业波动对公告期股价超额收益均显著影响但力度接近为 0，均可忽略不计；同时，在无交乘项模型中跨界并购概念影响正向显著（产业内并购概念负向）；值得注意的是，在并购交乘项模型中，行业平均收益和跨界并购的交乘项因素对股价超额收益显著正向影响且力度较大。

9.1 主要结论

通过全文研究及以上结果，我们得出如下结论：

（1）企业并购绩效是利益相关者的博弈行为，股票价格波动是企业并购投资者市场反应最直接的体现。股票收益受资本资产定价模型中市场、企业、规模及动量影响因素，以及行业金融学理论非有效市场中“非理性的投资者及管理者”的影响。非理性企业管理者由于自大、利己主义动机等造成价值的损毁，而有限理性投资者通常通过企业管理者对并购协同潜力的预期结合相关公开市场信息进行预判（即投资者市场反应机制），往往也存在“认知、判断偏差”，造成价值的高估和低估。

（2）对于中国 A 股医药企业并购投资者反应进行分析，发现，无论是何种类别并购决策，市场投资者对于存在并购行为的医药企业均有兴趣，股票价格短期收益均表现为上涨，尤其是公布消息当日，公告效应促使在事件期内会产生正向的超额收益。对于产业内并购市场当天便能消化相关并购的利好信息，次日收益率回调。而跨界并购对于市场投资者而言，其超额收益率更高，表现更有持续性。

(3) 企业并购市场投资者反应一定程度上受行业基准收益（平均收益）影响，特别是近期或当前市场状态。通常企业并购的公告期绩效（市场反应，股票收益率）和与行业市场平均收益呈正相关关系。在本文引入企业及行业层面变量研究时发现，仅行业收益与并购决策的交乘项对市场反应产生影响，跨界并购条件下为正向反应。在并购操作中，投资者还关注企业当期盈利水平和并购规模的现象，可以认为市场投资者对有企业经营基本面盈利强劲、有实力进行并购的事件表现出较好的预期。同时，在仅考察行业波动和其收益 2 个调节变量影响的主效应时发现，行业波动对投资者反应影响虽呈现显著，但作用近乎其微，可忽略不计，行业收益水平表现为不显著，然而，在其与并购操作的交乘项模型中显示为显著性，特别是实证中跨界并购操作中，其行业收益与决策交乘项的显著正向相关，其原因可能在于，利润及收益较好的企业并不会满足于业内并购，同样市场对其进行跨界并购也有所期待。

(4) 针对并购决策的实证中可以看出，无论是仅观察调节变量主效应，还是引入所有变量进行回归分析，在交乘项的模型中，市场始终仅对跨界并购呈现了正向的反应，在引入交乘项后该显著性消失，一定程度上可以反映，市场投资者对企业经营管理者的并购动机（也可能是出于自大、利己主义并购）或预判一定程度上并不明确，但在行业整体收益可观的情况下，其跨界的概念对市场投资者的吸引力毋庸置疑。

(5) 通过实证分析对相关假设进行了检验，本文的研究假设结果如表 9.2:

表 9.2 本文研究假设检验结果

假设	假设内容	检验结果
假设 1	医药行业指数波动越高，产业内并购越能提升投资者超额收益	不支持
假设 2	医药行业指数波动越高，跨界并购对超额收益的提升越弱	不支持
假设 3	医药行业平均收益越高，产业内并购越能提升投资者超额收益	部份支持
假设 4	医药行业平均收益越高，跨界并购对超额收益的提升越弱	不支持

本文通过对企业及行业市场层面，逐层递进对不同决策的 A 股医药企业并购行为的投资者市场反应（公告期股价收益）进行实证研究，结果显示：从平均收益角度来看，跨界并购平均收益高于产业内并购，假设 1 和假设 2 和本文第 5 章节的研究假设相反；从实证结果来看，虽不显著，但医药行业平均收益单独项对跨界并购呈现负向影响，而产业内可能相反，但跨界并购决策和行业平均收益的交乘项中对投资者产生影响力度较大的正向影响，因此假设 3 和本文第 5 章节的研究假设部份符合，而假设 4 则未必支持。整体而言，市场对于跨界并购的想象空间更大。

9.2 研究展望

纵观全文，本文构建的相关研究体系还存在一定的不足。

首先，在理论方面，对于构成市场投资者反应的相关影响因素解释不足，如与股票收益相关的资本资产定价模型中相关因素的解读，以及行为金融理论中，关于非理性投资者“认知、判断偏差”相关现象及其成因等解读不足，另外针对投资者市场反应机制也并无具体延展开来进行解读。

其次，对于市场投资者反应（绩效）指标 CAR、AAR 观察不足，仅考察了公告日前后 1 个交易日的 CAR、AAR 内容，而事件期通常可以设定为并购事件首次公告前后 30 天或 3 个月。

参考文献

- Patzelt H, Schweizer L, Behrens J. Biotechnology entrepreneurship [J]. Foundations & Trends in Entrepreneurship, 2012,8(2): S33-S47.
- Schweizer L. Strategic alliances or M&A as the road to innovation for pharmaceutical companies? [J]. Journal of Entrepreneurship & Organization Management,2014(3):116.
- Uargaret Cording, Petra Christmann.L. J.Bourgeois,ill. A Focus on Kosourccs in M&A Succss:A Literature Kevicw and Kcsoarch Agenda[[]to Kcsoive TVo FaradoxosCR],University of Virginia working paper, 2002.
- Bradley M, Desai A, Kim E. The Rationale be- hind Interfirm Tender Offers: Information or Syner- gy?[J].Journal of Financial Economics.1983,11: 183-206.
- McDaniel M. Bondholders and Corporate Gover- nance[J].Business Lawyer,1986,41:413-460.
- Richardson G. Information and Investment[M]. Oxford:Oxford University Press,1960.
- Alchian A. Corporate Management and Proper- ty Rights[M].In: Manne H (Ed.),Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities.Washing- ton D.C.:American Enterprise Institute,1969.
- Williamson O. Markets and Hierarchies: Anal- ysis and Anti-trust Implications[M].New York: the Free Press,1975.
- Jensen M, Ruback R.The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence[J].Journalof Fi- nancial Economics,1983,11:5-50.
- Asquith P.Merger bids,Uncertainty and Commu- nication[J].Bell Journal of Financial Economics, 1983,11:51-83.
- Bradley M., Desai A., Kim E.Synergistic Gains from Corporate Acquisitions & Their Division between the Stockholders of Target & Acquiring Firms[J].Journal of Financial Economics,1988,21: 3-40.
- Dodd P.Merger Proposals, Management Discre- tion and Stockholder Wealth[J].Journal of Finan- cial Economics,1980,8:105-137.
- Firth M.Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm[J].The Quarterly Jour- nal of Economics,1980,94:235-260.

- Ruback R, Mikkelson W. Corporate Invest- ments in Common Stock. Unpublished Paper, Cam- bridge: Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Business,1984.
- Mitchell M,Mulherin J. The Impact of Indus- trial Shocks on Takeover and Restructuring Activity.Journal of Financial Economics, 1996,41: 193-229.
- Andrade G., Mitchell M., Stafford E.New Ev- idence and Perspectives on Mergers[J].Journal of Economic Perspectives, 2001,15:103-120.
- Moeller S., Schlingemann F., Stulz R. Wealth Destruction on A Massive Scale? A Study of Acquiring-firm Returns in the Recent Merger Wave [J].The Journal of Finance,2005,60:757-782.
- Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers[J].Journal of Business,1986,59:197-216.
- Mueller D. A Theory of Conglomerate Mergers [J].Quarterly Journal of Economics,1969,83:643-659. [18]Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property Rights[M].New York: Macmillan, 1932.
- Amihud Y., Lev B.Risk Reduction as A Mana- gerial Motive for Conglomerate Mergers[J].Bell Journal of Economics,1981,12:605-617.
- Agrawal A., Mandelker G. Managerial Incen- tives and Corporate Investment and Financing Deci- sions[J].The Journal of Finance,1987,42: 823-837.
- Agrawal,A.,Jaffe, J.F.,and Mandelker, G.N., “Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of An Anomaly”, Journal of Finance, 1992, 47:1605-21.
- Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers[J]. Journal of Business, 1986, 59(59):197-216.
- Larsson R, Finkelstein S. Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization[J]. Organization Science, 1999, 10(1):1-26.
- Lewellen W G. A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger[J]. The Journal of Finance, 1971, 26(2):521-537.

- Walsh J P. Selectivity and Selective Perception: An Investigation of Managers' Belief Structures and Information Processing[J]. *Academy of Management Journal*, 1988, 31(4):873-896.
- Giovanni J D. What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening[J]. *Journal of International Economics*, 2005, 65(1):127-149.
- Anand J, Capron L, Mitchell W. Using acquisitions to access multinational diversity: thinking beyond the domestic versus cross-border M&A comparison[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2005, 14(2):191-224.
- Seth A, Pettit R. Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms[J]. *Journal of International Business Studies*, 2000, 31(3):387-405.
- Agrawal A, Jaffe J F, Mandelker G N. The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly[J]. *The Journal of Finance*, 1992, 47(4):1605-1621.
- Bruner R F. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker[J]. *Journal of Applied Finance*, 2004. 2007(8):141-153.
- Mueller D C. A Theory of Conglomerate Mergers[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1969, 83(4):643-659.
- Nahavandi A, Malekzadeh A R. Acculturation in mergers and acquisitions[J]. *International Executive*, 1988, 30(1):10-12.
- Ahammad M F, Tarba S Y, Liu Y, et al. Exploring the factors influencing the negotiation process in cross-border M&A[J]. *International Business Review*, 2016, 25(2):445-457.
- Schwert G W. Markup pricing in mergers and acquisitions [J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 41(2):153-192.
- Weston J F, Mansinghka S K. TESTS OF THE EFFICIENCY PERFORMANCE OF CONGLOMERATE FIRMS[J]. *The Journal of Finance*, 1971, 26(4):919-936.
- Mason R H, Goudzwaard M B. PERFORMANCE OF CONGLOMERATE FIRMS: A PORTFOLIO APPROACH[J]. *The Journal of Finance*, 1976, 31(1):39-48.

- Bradley M, Desai A, Kim E H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms ☆[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 21(1):3-40.
- Khanna T, Palepu K. Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(2):867-891.
- 夏菁, 龙雪. 我国医药制造业海外并购对公司价值的影响-以复星医药并购以色列飞顿激光公司为例[J]. 铜陵学院学报, 2016, 15(04):49-52+77.
- 蒋祥林, 王春峰, 吴晓霖. 基于状态转移 ARCH 模型的中国股市波动性研究[J]. 系统工程学报, 2004, 19(3):270-277.
- 纪汉霖, 李亚婷. 对我国医药行业股市波动性的实证研究[J]. 科技和产业, 2017, 17(4):68-72.
- 胡永宏, 陆忠华. 沪深股市杠杆效应的实证分析[J]. 数学的实践与认识, 2005(3):45-62.
- 刘永军, 王星丽, 焦红梅, 卢锦华. 中国医药企业国际并购中的目标选择策略研究-基于迈瑞并购案例分析视角[J]. 中国集体经济, 2012(03):46-47.
- 刘西国, 徐伟, 王健, 等. 基于效率视角的医药行业集中度提升路径研究[J]. 工业技术经济, 2013(1): 134.
- 褚淑贞, 陈玉莹, 席晓宇. 基于数据包络分析的我国医药上市公司并购绩效实证研究[J]. 中国药房, 2014, 25 (33): 3080-3083.
- 关超, 段进东. 我国医药上市并购绩效实证研究[J]. 金融经济, 2009.
- 刘志强. 上市公司并购绩效及其影响因素的实证研究[D]. 吉林大学, 2007.
- 张岚. 行业冲击假说下的我国并购活动波动性实证研究[M]. 哈尔滨工业大学, 2007.
- 刘西国, 徐伟, 王健, 等. 基于效率视角的医药行业集中度提升路径研究[J]. 工业技术经济, 2013(1): 134.
- 褚淑贞, 陈玉莹, 席晓宇. 基于数据包络分析的我国医药上市公司并购绩效实证研究[J]. 中国药房, 2014, 25 (33): 3080-3083.
- 关超, 段进东. 我国医药上市并购绩效实证研究[J]. 金融经济, 2009.
- 刘志强. 上市公司并购绩效及其影响因素的实证研究[D]. 吉林大学, 2007.

庞静. 中国医药产业上市公司并购绩效研究[M]. 西南财经大学, 2014.

董哲. 中国医药行业上市公司并购绩效研究[M].浙江工商大学, 2015.

吴佳男. 基于面板数据的中国医药上市公司并购绩效分析[M].内蒙古大学, 2012

袁莉莉. 我国上市公司并购类型与绩效的相关性分析[M].南京财经大学, (2011)

文海涛. 基于产业演进视觉的企业并购绩效研究[D]. 北京交通大学, 2010.

张旭. 我国国有企业并购动因与并购绩效研究[D]. 首都经济贸易大学, 2012.

郑燕秋.企业并购的财富效应研究 [D]. 西南财经大学, 2011.

郑艳秋.企业并购的财富效应研究—基于利益相关者视觉.西南财经大学,2011.

文海涛. 基于产业演进视角的企业并购绩效研究. 北京交通大学,2010.

文海涛. 西方企业并购绩效理论研究评述. 北京交通大学学报(社会科学版),2008.

余燕妮. 企业并购绩效及影响因素的实证分析[D]. 吉林大学, 2012.

戴维·贝赞可,戴维·德雷诺夫,马克·尚利.公司战略经济学[M].北京:北京大学出版社,1999.

罗群. 中国企业跨国并购的动机、控制权与并购绩效的关系研究[D]. 华南理工大学, 2013.

威斯通·弗雷德,郑光,苏珊·侯格.兼并、重组与公司控制[M].北京:经济科学出版社,1998.

赫什 舍夫林.行为公司金融—创造价值的决策 [M].北京:中国人民大学出版社,2007.

冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究[J].经济研究,2001,(1):54-61.

陈信元,叶鹏飞,陈冬华.机会主义资产重组与刚性管制[J].经济研究,2003,(5):19-27.

李增泉,余谦,王晓坤.掏空、支持与并购重组—来自我国上市公司的经验证据[J].经济研究,2005,(1): 95-105.

方军雄.政府干预、所有权性质与企业并购[J].管理世界,2008,(9):118-123.

潘红波,夏新平,余明桂.政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J].经济研究,2008,(4):41-52.

- 张宗新,季雷.公司购并利益相关者的利益均衡吗?—基于公司购并动因的风险溢价套利分析[J].经济研究,2003,(6):30-37.
- 谭劲松,黎文靖,谭燕.企业合并中的多方利益博弈—一项 10 起换股合并案例为基础的研究[J].管理世界,2003,(3):107-117.
- 李善民,郑南磊.股东—利益相关者博弈对并购方股东财富效应的影响[J].金融研究,2007,(8):141-153.
- 陈玉罡,李善民.并购中主并公司的可预测性—基于交易成本视角的研究[J].经济研究,2007,(4):90-100.
- 张秋生,周琳.企业并购协同效应的研究与发展 [J].会计研究,2003,(6):44-47.
- 刘西国,徐伟,王健,等.基于效率视角的医药行业集中度提升路径研究[J].工业技术经济,2013(1):134.
- 褚淑贞,陈玉莹,席晓宇.基于数据包络分析的我国医药上市公司并购绩效实证研究[J].中国药房,2014,25(33):3080-3083.
- 关超,段进东.我国医药上市并购绩效实证研究[J].金融经济,2009.
- 刘志强.上市公司并购绩效及其影响因素的实证研究[D].吉林大学,2007.
- 胡雪峰,吴晓明.医药企业并购战略对企业绩效的影响-基于我国上市场企业数据的实证分析.世界经济与政治论坛,2015(2):147-160.
- 余燕妮.企业并购绩效及影响因素的实证分析[D].吉林大学,2012.
- 戴维·贝赞可,戴维·德雷诺夫,马克·尚利.公司战略经济学[M].北京:北京大学出版社,1999.
- 罗群.中国企业跨国并购的动机、控制权与并购绩效的关系研究[D].华南理工大学,2013.
- 卫力,娄牡丹.跨行业并购协同效应实证分析[J].特区经济,2015(3):115-116.
- 王丹.浅谈企业并购中的合理避税[J].中国管理信息化,2011(19):26-27.
- 李善民,朱滔.多元化并购能给股东创造价值吗?—兼论影响多元化并购长期绩效的因素[J].管理世界,2006(3):129-137.
- 王莹.企业并购多元化的优劣浅析[J].商场现代化,2015(3):106-108.
- 李焯.动态环境下企业业务转型与持续成长研究[D].重庆大学,2005.

沙吉. 上市公司战略性业务转型的途径及影响因素[J]. 市场周刊:研究版, 2005(1):132-133.

杜亚楠. 我国上市公司业务转型与市场反应[J]. 合作经济与科技, 2015(18):135-136.

李希. 并购的股东财富效应——基于 2008-2010 年度中国 A 股上市公司数据的实证研究
[J]. 财经界:学术版, 2011(2):32-33.

李善民, 郑南磊. 股东—利益相关者博弈对并购方股东财富效应的影响[J]. 金融研究,

高飞. 中国上市公司跨行业并购绩效分析[D]. 清华大学, 2004.