

石油行业海外并购对企业绩效的影响

——基于中石油、中石化和中海油的实证研究

吴 宏 冯吉祥

摘要：本文选取中石油、中石化以及中海油从上市后的海外并购事件进行并购绩效分析。对于企业短期绩效我们运用事件研究法分析后发现三大石油公司大部分海外并购的超常收益率为负。之后，我们对并购时间段划分发现，随着时间的推移，并购绩效呈下滑趋势。对于长期绩效我们运用因子分析法进行实证研究，发现中石化的并购绩效最好，最差的为中海油。

关键词：并购；并购绩效；事件研究法；因子分析法

一、引言

石油行业在一国的经济发展中扮演着极其重要的角色，它的发展直接关系到工业生产的稳定。近些年我国经济的高速发展使得对作为工业原料的石油需求量猛增，2005年时我国进口石油约1.3亿吨，据海关总署2012年1月11日公布的数据显示，2011年中国原油进口量为2.5亿吨，六年内原油进口量增加了92.3%。同时，石油对外依存度也一路攀升，2006年突破45%，2009年达到51.3%，突破50%警戒线。而2011年我国原油对外依存度接近56.5%^①。原油对外依存度的增大，将对国家经济安全产生不利的影响，如果由于特殊原因致使其他国家停止对我国原油的出口，发生类似于20世纪70年代日本的石油危机，后果将非常严重。

在这样的情况下，这些年以中石油、中石化和中海油为代表的石油企业走出国门，进行了大量的海外并购。据商务部统计资料显示，2008年我国海外并购损失高达2000亿元人民币，而当年石油行业海外并购在其中占有很大比重。当前我国石油企业的海外并购行为值得我们肯定，但我们还要清晰的认识到海外并购中所蕴藏的巨大风险，因此我们很有必要从理论和实证方面对我国石油企业的海外并购绩效展开研究。本文选取了三大石油公司上市以来的海外并购事件进行实证分析，检验并购在短期以及长期内是否给企业带来正的超常收益率，并进行对比分析。同

[基金项目]教育部规划项目《利益集团、地方融资冲动与区域金融中心建设：基于政治经济学分析框架的博弈研究》(11YJA790166)；浙江省软科学项目《区域创新投入对经济增长质量的影响：基于浙江的实证研究》(2010C35018)；浙江省社科联课题《浙江贸易模式的动态演变及其决定因素研究》(2010N30)；中央高校基本科研业务费在项资金项目(JBK120506)的资金支持。

吴宏：浙江财经学院 310018 电子信箱：wuhong71@163.com；冯吉祥：浙江财经学院。

①数据来源于2012年5月10日发布的《2011中国国土资源公报》。

时,我们将并购方式进行分类以检验不同的并购方式是否会对并购绩效产生显著不同的影响。

二、文献综述

对跨国公司并购绩效的研究一直是理论界热议的话题,并且有大量的研究成果。对于被并购方的研究,学者们基本得到了一致的结论,结果表明并购能给被并购方带来显著的正收益。Jensen和Ruback(1983)的研究发现,并购行为可以为目标公司带来4%的超常收益率。Mei和Sun(2008)对美国1990至2004年的林产业进行研究发现,事件窗为3天时被收购方的平均超常收益率为3%。此外Franks与Broyles(1977),Firth(1980),Bradley、Desai和Kim(1988)的实证研究结果也都支持这样的结论。

然而在对并购方的绩效进行分析时出现了很大的争议,Asquith和Kim(1983)用1960-1978年间的21个并购样本进行研究发现,并购公司的累积超常收益为-2.9%。而Franks和Harris(1989)用英国1990-1998年的299家目标公司进行研究发现,收购公司股东获得平均25%的超额收益,而与之对应的被并购方股东却未能获得。Limmack(1991)用英国1977-1986年的并购案例进行研究发现,并购前为正收益的公司发生并购后绩效明显下降。此外,Agrawal(1992)用1955-1987年纽交所发生的共1164起并购事件进行实证分析得出,在并购发生后的5年里并购公司的股东遭受了超过10%的显著性损失。Agrawal和Jaffe(2001)运用美国的937起兼并交易和227起要约收购交易进行实证分析后发现,在并购完成后的5年时间里,并购方的股东损失了超过10%的财富。

但是,也有一部分学者认为并购既不能为并购方带来收益也不会造成损失。Langetieg用美国证券价格研究中心的数据,对发生于1929-1969年间的近150起并购事件进行研究,发现并购行为并没有给任何一方带来显著的异常收益率。Agrawal和Jaffe(1995)对1941-1961年间纽约证券交易所发生的132起并购事件进行分析,发现并购方的异常收益率不显著。此外,Franks和Mayer(1996)的研究成果都支持这一说法。

近些年随着我国证券市场的成熟,国内学者也对我国企业并购绩效进行了大量研究。研究的结论同样认为并购行对并购方的绩效没有明显改善,而对目标企业的绩效有一定的改善。如余光和杨荣(2000)研究了1993-1995年间发生在沪深两市的并购事件发现目标公司可以在并购中获得超额收益,而并购公司股东则很难获得。李善民等(2004)以1998-2002年发生于沪、深股市上的40起并购事件为样本进行研究,发现并购后收购方绩效逐年下降,而被收购方的绩效得到提升。此外,陈信元和张田余(1999),及张新(2003)的研究结果也都支持这样的观点。但也有很多学者的研究发现并购行为可以给并购方带来正的超常收益,如李善明和陈玉罡(2002)基于事件研究法的分析得出收购方存在正的超额收益。同时王谦(2006)基于财务指标法的研究也得出了相同结论。

虽然近些年我国学者对并购绩效这方面作了大量的研究,但是对我国企业的海

外并购绩效所作的研究还不多见。在目前的文献中,王海(2007)对联想集团收购IBM PC业务的案例作了研究。胡挺和刘娥平(2009)以招商银行并购香港永隆银行的案件分析了银行海外并购对企业绩效的影响。何先应(2010)运用对发生在2000-2007年间的中国公司进行的海外并购进行分析研究,得出中国公司的海外并购行为从长期来看没有给并购方带来显著的并购收益。

然而,在当前的文献中还没有学者对我国石油行业的海外并购绩效进行过系统研究,本文将首次系统的对我国三大石油公司海外并购绩效进行实证分析。同时,针对并购的不同方式,对三大石油公司的并购进行分类,然后对不同类型的并购行为分别进行绩效分析,并对绩效进行对比,探寻不同类型的并购行为对企业绩效是否有显著的不同。最后,我们综合运用事件研究法和会计分析法分别对企业的短期和长期绩效进行研究,而不是单独运用一种方法,以全面衡量并购行为对企业绩效的影响。

三、研究方法、样本选取和数据来源

(一) 研究方法

1.对企业短期绩效的分析中我们运用事件研究法,通过建立市场模型,计算考察期内的平均超常收益率 AAR_{it} 和异常收益率 CAR_{it} 来评价并购事件对企业绩效的影响。关于事件研究法在很多文献中有详细描述,这里我们不再重复。

2.对于企业长期绩效的研究,我们运用会计研究法,从公司的财务报表中选择合适的财务指标,如收入、利润、投资收益率、偿还债务能力、资本结构等。然后通过这些指标建立财务指标体系,运用因子分析法得出企业绩效综合得分从而评估企业绩效。

(二) 样本选择及数据说明

1.短期并购中样本和数据的说明

(1) 我们需要用到公司个股以及对应的大盘指数的数据,而上述三家石油公司不仅在上海交易所上市,同时还在香港、美国上市。在此情况下,我们选取各公司发行股票市值最大的交易所对应的大盘股指指数及个股指数作为样本。由此,我们得到用中石油^②、中海油在香港证券交易所对应的个股指数及恒生指数作为样本,

表1 三大石油公司并购事件表

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	合计
中石油	1	1	0	2	1	0	0	4	3	1	13
中石化	0	2	1	1	2	0	2	1	3	1	13
中海油	3	0	1	1	1	0	1	1	3	1	12
合计	4	3	2	4	4	0	3	6	9	3	38

注:表格中的数字代表的各公司在对应年份里的并购事件数,详细事件列表请向作者索取。

②中石油在香港交易所和上海交易所的市值相差不大,而香港股市较为成熟,所以这里我们选取恒生指数。

对于中石化用在上海交易所对应的个股指数及沪指指数作为样本。

(2) 对于事件日的确定。如果并购公告日当天停市或者停止交易，则以并购公告日后的第一交易日作为公告日。

(3) 事件窗记为 $(-t_1, t_2)$ ，估计期记为 $(-120, -t_1+1)$ 。关于 t_1 、 t_2 的选择并没有约定俗成的规定，由于事件研究法适用于短期绩效分析，所以 t_1 、 t_2 的选择不宜太大，本文中我们在综合已有研究的成果上，选择 $t_1 = 10$ ， $t_2 = 10$ 。

(4) 如果在连续两个月内发生多起并购事件，则以并购金额最多的1起并购事件作为研究对象，其他的并购予以舍弃。

(5) 本文中海外并购事件从中国并购交易网、证券之星以及公司官网查询，我们将发生在各公司从上市第一天到2012年01月的并购事件计为研究样本，并删除不满足条件(4)的并购，最后得到符合条件的样本如表1所示。

2.长期并购中样本和数据的说明

(1) 由于研究方法的限制，财务数据以年为单位，所以当同一年中同一家公司发生了多起并购事件时，那么将本年内的所有并购事件当作一个并购集合进行研究，不再单独对每一个并购事件进行分析。

(2) 长期绩效的研究中，需要用到并购事件所在年前一年和后一年的财务数据，鉴于年报公布时间的滞后性，因此对发生在2010年以及2011年的并购事件不进行长期绩效分析。

(3) 财务数据的选择。为了尽可能的通过财务指标全面反映一个公司的业绩，我们选取的指标将涉及到公司的偿债能力、盈利能力、股东获利能力、发展能力以及营运能力这五个方面。而具体到每个公司的财务指标，我们将根据数据的可获得性而略有差异，每个公司的具体指标详见表2。

表2 三大石油公司选取的财务指标^③

	偿债能力指标	发展能力	股东获利能力	盈利能力	运营能力	指数总计数
中石油	资产负债率、所有者权益比率、流动比率	总资产增长率	每股净资产、每股收益	总资产净利润率、资产周转率、销售利润率	流动资产周转率、应收账款周转率	11
中石化	同上	同上	较中石油多了权益净利润	总资产净利润率、营业利润率、销售利润率	较中石油多了总资产周转率、存货周转率	14
中海油	同上	同上	总资产净利润率	总资产利润率、销售利润率	流动资产周转率、应收账款周转率	10

四、短期并购绩效分析

(一) 中石油短期并购绩效及分析

1.并购事件总体分析

由图1可知，在所有的13次海外并购事件中仅有5次并购的超额收益率为正，

^③具体的数据来源于各公司的年报以及新浪、腾讯财经网站。

且最高的未超过5%。剩下的8次并购收益率均为负，其中5次并购事件带来的收益率接近-5%。整体上来看，中石油这些年的海外并购并不理想，大部分带来的都是负的收益率，在短期内并没有使得中石油获得可观的超额收益。

尤其值得注意的是，有1起并购收益率为-14.74%，对应中石油出价41.8亿美元收购哈萨克石油公司这一事件，最初中石油提出以32亿美元进行收购^④，但竞争对手印度石油公司出价36亿美元，在得知这一消息后，中石油将收购价提至41.8亿美元，以高价将竞争对手打垮。

2.不同并购方式的绩效分析

我们将全部13起并购事件分为4种不同的类型，分别为单独资产类收购、单独股权类收购、联合资产类收购、联合股权类收购。然后对不同类型的并购进行绩效分析。

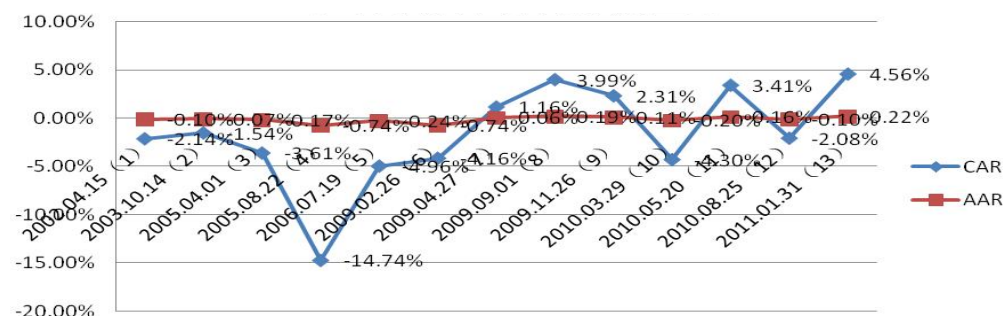


图1 中石油海外并购收益率

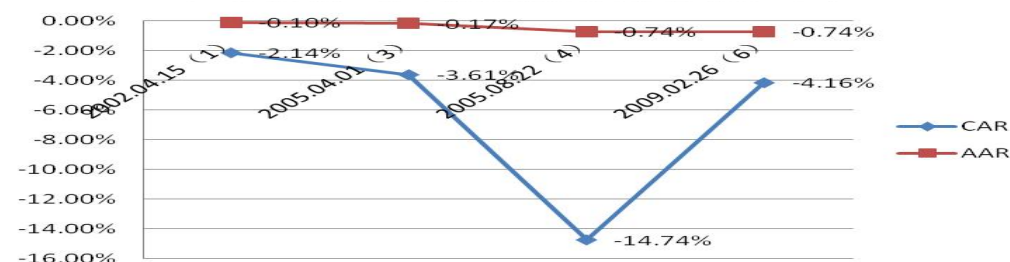


图2 单独资产类收购的超常收益率

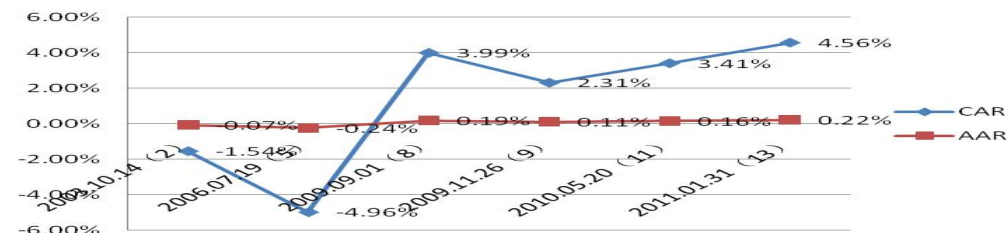


图3 单独股权类收购的收益率

从图2我们可知，4次并购事件的收益率均为负，且收益率最差的一次并购属于此类型并购，此种类型的并购方式在短期内给中石油带来的都是负的收益率。

^④<http://news.sina.com.cn/c/2005-08-23/09216759900s.shtml>。

由图3可知,在属于单独股权类的6次并购事件中有2次超常收益率为负,且其中1次收益率仅为-1%,其他4次并购事件的超常收益率都为正。从总体上来看,这种并购方式在短期内基本上可以给并购方带来正的收益。

属于联合资产类的并购事件只有2次，为2009年4月与2010年8月发生的并购，对应的超常收益率分别为1%、-2%，负收益率的幅度要高于正超常收益率的。最后，属于联合股权收购类的并购事件只有1起，相应的超常收益率依然为负，具体为-4.30%。

通过对中石油公司的13起并购事件作分析,我们发现,属于资产类并购的有6起,其中5起给中石油带来负的收益率;而属于股权收益类的7起并购事件中,有4起可以带来正的收益率。通过比较我们发现,股权类的并购方式对中石油更有利。同时,属于单独并购类的并购有10起,其中只有2起可以带来正的超常收益率。而与之相对对应的联合类并购有3起,其中1起并购收益率为正,其余的收益率为负。

最后，通过对比分析，我们发现单独股权类这种收购方式对中石油最有利，而单独资产类的并购行为对中石油最不利。

（二）中石化短期并购绩效及分析

1.并购事件总体分析

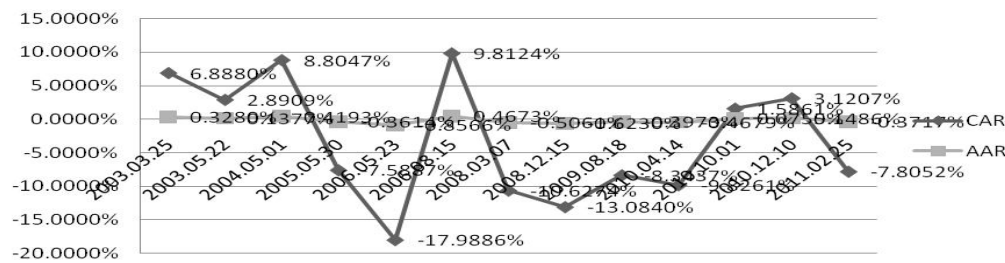


图4 中石化海外并购事件的超常收益率和平均超常收益率

由图4可知在13起并购事件中,有6起并购事件可以带来正的超常收益,其中收益率最高的为9.8%,最低的仅为1%。其余7起超常收益率都为负,其中幅度最低的负超常收益率也有-7%,而最高的高达-18%,其幅度几乎为最高正超常收益率的两倍。

再有，2004年以前的3次海外并购都获得了正的超常收益，但是从2005年至今的10起并购事件只有3起带来正的超常收益，且其中2起正超常收益率都低于5%，而负的超常收益全部在-5%以下。可见自2005年开始中石化的海外并购没有给其带来显著的正超额收益。

对此，我们查阅近些年中石化海外并购的相关资料，也许可以发现一些原因。在2009收购Addax石油的谈判中，为了将其他竞争对手打败，中石化提高了收购价格，最终出价每股52.80加元，较Addax前日的收盘价溢价47%，以72.4亿美元的价格获得了Addax公司董事会的全力支持^⑤。《华尔街日报》的报道称，在非洲原

⑤<http://info.china.alibaba.com/news/detail/v0-d1007490086.html>。

油交易价格与现在最为接近的2007年,此类产品价格仅为每桶14.4美元。据此计算,此次收购的总价应为31亿美元,而中石化开出的72.4亿美元比市场评估价格高出135%。此外,在2010年对Repsol巴西公司的并购中,中石化出价71.09亿美元,有专家指出^⑥此次并购存在至少高达76%的溢价。

由上述案例,我们不难看出,中石化的多次并购都采取高价竞购方式,同时也频频刷新我国石油公司海外并购金额记录,这样的高溢价竞购方式一定程度上让其他参与竞购的石油公司望而却步。

2.不同并购方式的绩效分析

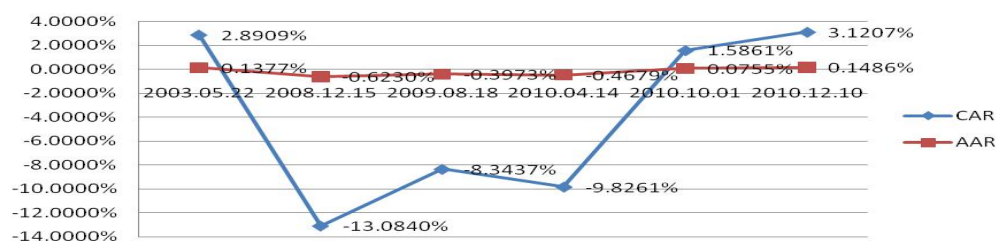


图5 单独股权类收购

有6起并购事件属于单独股权类收购,其中有3起可以带来正的超额收益率,但收益率较低均在4%以下。另外的3起并购收益率为负且幅度较大,收益率最差为-13%。

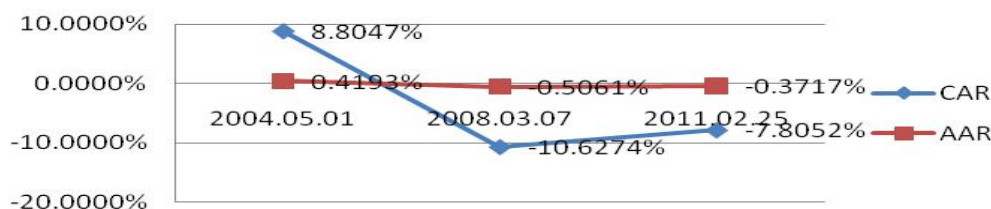


图6 单独资产类并购

由图6知,属于此类并购的只有3起,其中2造成负的超常收益率,且其中1起收益率低于-10%,幅度高于正超常收益率。

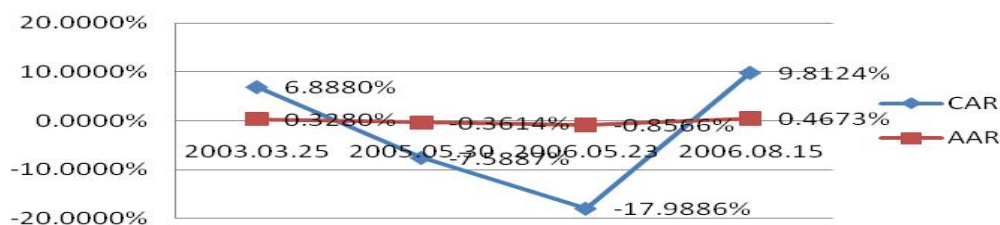


图7 联合类收购

由于联合类收购的样本总共只有4起,所以这里我们不再区别联合资产类以及联合股权类。这4起并购事件中,有2起带来的收益率为正,剩余2起带来的是负的收益率,且负的超常收益率幅度均大于正收益率的。

⑥作者:海通证券分析师 邓勇 <http://www.topcj.com/html/2/SJDP/20101011/2269472.shtml>。

通过上面的分析，我们没有发现显著的可以给并购方带来正超常收益率的并购方式，但是我们可以换个角度，既然不管是资产类的并购还是股权类的收购，大部分带来的都是负的收益率，那么哪一种并购方式造成的损失相对更少。对此，我们将所有股权类并购和资产类并购的超常收益率均值进行对比，如表3所示。

无论从并购CAR均值这一指标还是从正收益并购数占全部并购数的比例这一

表3 中石化不同类型并购CAR均值

	股权类并购	资产类并购
并购数（起）	8	5
CAR均值（%）	-2.6435	-2.6790
可带来正收益的并购数（起）	4	2

指标来分析，股权类的并购都要稍好一些。

综上所述，一半以上的海外并购都未能带来正的超常收益率。同时从时间段来看，超常收益率为负的并购事件中大部分集中在2008-2009年间。最后，我们对并购事件进行分类，分析不同并购方式的并购绩效，虽然没有发现对中石化行之有效的可产生显著正收益率的并购方式，但从造成损失这一角度发现股权类的并购对绩效稍好些。

（三）中海油短期并购绩效及分析

1.并购事件总体分析



图8 中海油海外并购收益率

由图8我们可知在12起海外并购事件中仅有3起并购事件获得了正的超常收益率，且其中有1起仅带来1.45%的收益。其余9起收益率部为负，其中有2起并购收益率更是低于-20%。

2.不同并购方式绩效分析

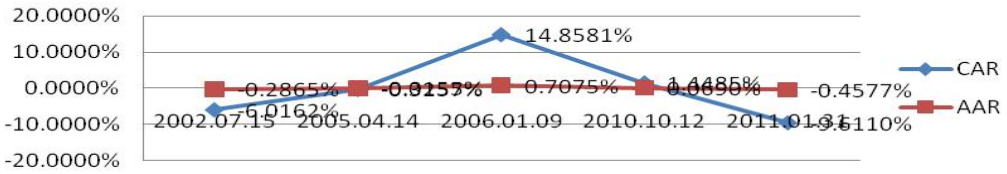


图9 单独股权类并购收益率

有5起并购事件属于单独股权类并购。由图9可以看出获得正收益率的并购事件有2起，收益率为1.45%的并购属于此类型。其他3起并购事件的收益率均为

负，且有2起超常收益率在-5%以下。

属于单独资产类并购的有5起，由图10可知只有1起并购带来了10%收益率。然而有4起并购收益率为负，且有2起并购异常收益率更是低于-20%，而且这2起并购的收益率在全部12起并购中也是最低的。

属于联合资类以及联合股权类的收购各有1起，我们不再单独分析，但这2起并购事件的并购收益率依旧为负，均在-5%以内，与单独收购类的并购相比，效果更好一些。

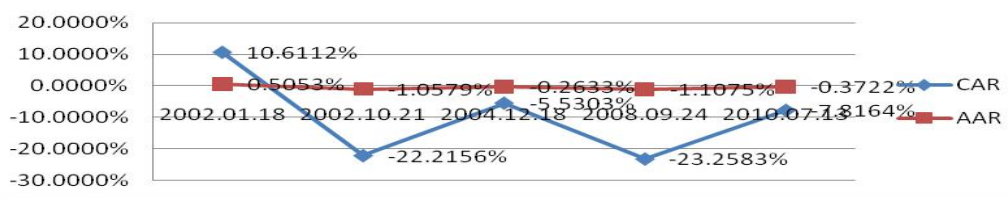


图10 单独资产类并购收益率

综上所述，中海油的大部分海外并购活动并不能给中海油带来显著的正收益率。而且我们对并购方式进行划分后，依旧没有发现能给中海油带来正异常收益率的行之有效的并购方式。

但是，我们将不同类型的并购方式进行对比，相对于单独资产类并购，单独股权类的并购中负的异常收益率幅度整体上要远小于单独资产类并购，而且单独股权类的并购中正的异常收益率幅度也大于资产类中正的异常收益率幅度。所以，经过对比后我们发现股权类的并购更有效些。

（四）三大石油公司短期并购绩效对比

如表5所示，从2002-2011年的10年时间里三大石油公司的海外并购事件数差不多。从产生正超常收益率的事件数量上来看，中石化最多，中石油次之，中海油最少。相反，从产生的负超常收益率的事件数量来看，中海油的负收益率最低，而中石化最高。所以，从产生正、负异常收益率的角度来看，中石化的绩效在三大石油公司中最好，其次为中石油，最后为中海油。而从超常收益率平均值这一综合指标来看，中石油在三大石油公司中的绩效最好，其次为中石化，中海油最差。

无论从哪种角度来衡量，中海油的绩效都是最差。而中石化与中石油之间的不

表4 中海油不同类型并购CAR均值

	股权类并购	资产类并购	单独股权类并购	单独资产类并购
并购数（起）	6	6	5	5
CAR均值（%）	-0.5325	-8.164	-0.0707	-9.6419

表5 三大石油公司海外并购对比分析

	海外并购数	产生正超常收益率事件数	产生负超常收益率事件数	所有事件超常收益率平均值
中石油	13起	5起	8起	-1.701%
中石化	13起	6起	7起	-3.243%
中海油	12起	3起	9起	-4.348%

一致，主要是因为中石化的部分收购事件中负超常收益很大，这与其采取的高溢价竞购方式不无关系。综上所述，我们从以上角度分析后得出，在短期内中石油的并购绩效相对最好，其次为中石化，而最差的无疑为中海油。

（五）分时间段短期并购绩效对比分析

在2008年全球金融危机的背景下，三大石油公司在世界范围内对因经济危机陷入困境的企业进行并购，此时的并购无论在数量和金额上都有了飞跃。因此，我们有必要将这一时期并购绩效与08年以前的并购进行对比分析。基于此我们以2008年为界线，将2002-2007年看作一个时间段，称为前经济危机时期，将2008-2010年看作一个时间段，称为经济危机期。然后将2011年单独看作一个时间段，称为后经济危机时期。

表6 三大石油公司在各时间段的并购绩效分析

	前经济危机 时期并购数	经济危机 时期并购数	后经济危机 时期并购数	前经济危机 时期CAR均值	经济危机时 期CAR均值	后危机经济时 期CAR均值
中石油	5	7	1	-5.398%	0.046%	-4.571%
中石化	6	6	1	0.4698%	-6.1957%	-7.8052%
中海油	6	5	1	-1.4364%	-6.7899%	-9.6110%
合计	17	18	3	-1.9289%	-4.2321%	-7.3290%

由表6可知，在前经济危机时期6年的时间里共有17起并购，平均每年2.84起并购。而在经济危机时期3年的时间里共进行了18起并购，平均每年6起，是前经济危机时期年平均并购数的2倍多，并购的步伐明显加快。2011年的并购数共计有3起。

从超常收益率均值来看，对于中石油，前经济危机时期为负，经济危机时期为正，但是这种收益率并不显著，只有0.046%。对于中石化，前经济危机时期收益率为0.4698%，而在经济危机期却极速下滑至-6.1957%，下滑幅度几乎是前经济危机时期收益率的17倍！对于中海油，不论在前经济危机时期还是经济危机时期其超常收益率均为负，而且随着时间推移呈现出越来越差的局面。最后，从整体来看，三个时期的超常收益率都是负，而且收益率以几何级的倍数迅速下滑。

综上所述，在2008-2010年全球经济危机的情况下，三大石油公司都加快了海外并购的频率，在这一特殊时期并购事件数以及并购金额均刷新了我国企业的海外并购记录。在这种扩张式的并购方式下，只有中石油的并购绩效出现了好转，产生了正的异常收益率，然而不幸的是这种收益率却异常微小。而对于中石化以及中海油，并购不仅没有给并购绩效带来好转，反而变得更差。最后，从行业整体来看，经济危机期间的并购绩效较之前出现了显著的下滑，同时后经济危机时期的并购绩效依然没能扭转下滑的趋势，变得更加恶劣。

五、长期并购绩效分析

（一）中石油长期并购绩效及分析

在中石油的13起海外并购事件中，有4起发生在2010年以及2011年，所以只

有9起并购事件可以进行长期绩效分析。而在剩下的9起并购事件中,发生在2005年的有2起,发生在2009年的有4起,我们分别称之为并购集合1、2,对它们整体作绩效分析。

表7 中石油并购因子分析

年份	综合得分	年份	综合得分	年份	综合得分	年份	综合得分	年份	综合得分
2001	-0.814	2002	-0.999	2004	-0.587	2005	-0.685	2008	0.866
2002/并购年	-0.031	2003/并购年	-0.487	2005/并购年	0.787	2006/并购年	-0.203	2009/并购年	-0.344
2003	0.845	2004	0.513	2006	-0.199	2007	0.889	2010	-0.522
绩效趋势	好转		好转		变差		好转		变差
对应短期CAR	负		负		2起均为负		负		1起为负,3起为正

发生在2002年、2003年以及2006年的并购在短期内使得企业的绩效变差,而由表7可知,在长期内可以使中石油绩效好转。发生在2005、2009年并购集合1、2在长期内使得企业的财务状况变差,经营绩效出现下滑。

(二) 中石化长期并购绩效及分析

表8 中石化13起并购按年份分类

	2003	2004	2005	2006	2008	2009	2010	2011
并购事件数	2	1	1	2	2	1	3	1
短期绩效 CAR (%)	6.88 2.89	8.81	-7.59	-17.99 9.81	-10.63 -13.08	-8.34	-9.83 1.59 3.13	-7.81
并购集合	1			2	3		4	

2003年、2006年、2008年的并购数都不止1起,对应的我们称之为并购集合1、2、3。

表9 中石化并购绩效因子分析

	综合得分		综合得分		综合得分		综合得分		综合得分		综合得分
2002	-0.664	2003	-0.944	2004	-0.58	2005	-0.87	2007	0.57	2008	-0.65
2003/并购年	-0.376	2004/并购年	0.246	2005/并购年	-0.20	2006/并购年	0.60	2008/并购年	-0.81	2009/并购年	-0.19
2004	1.039	2005	0.979	2006	0.79	2007年	0.26	2009	0.23	2010年	0.84
长期绩效趋势	好转		好转		好转		下滑		好转		好转

结合表8和表9,我们可以看出,从长期绩效来看并购集合1、3都可以使企业的财务状况好转,企业的绩效得到提升。同时,发生在2004年、2005年和2008年的并购也可以使企业的经营业绩有所提升。其次对于发生在2008年的并购,虽然在并购后一年的经营业绩较并购当年有所好转,但不如并购前一年的好。发生在2006年的两起并购事件中,从短期绩效角度来看,有一起并购事件带来的是负的异常收益率,另一起带来正收益率,且负的收益率幅度要更大,但是在长期内综合

两起并购事件，它们使得中石化的经营业绩下滑。

(三) 中海油长期并购绩效及分析

表 10 中海油 12 起海外并购事件按年份分类

	2002	2004	2005	2006	2008	2009	2010	2011
并购事件数	3	1	1	1	1	1	3	1
短期绩效 CAR (%)	10.61 -6.02 -22.22	-5.53	-0.33	14.86	-23.26	-0.78	-3.55 -7.82 1.45	-9.61
并购集合	1						2	

同上述方法一样，我们将 2002 年的 3 起并购事件当作一个整体（并购集合 1）分析，2010 年的并购不作分析。

表 11 中海油并购绩效因子分析

	综合得分		综合得分		综合得分		综合得分		综合得分		综合得分
2001	0.78	2003	-0.75	2004	-0.76	2005	0.46	2007	-0.22	2008	0.83
2002/ 并购年	-0.04	2004/ 并购年	0.17	2005/ 并购年	0.07	2006/ 并购年	0.41	2008/ 并购年	0.95	2009/ 并购年	-0.36
2003	-0.75	2005	0.58	2006 年	0.69	2007 年	-0.87	2009 年	-0.73	2010	-0.48
长期绩效趋势	变差		好转		好转		变差		变差		变差

结合表 10 和表 11 可知 2002 年并购使得企业的并购绩效不断下降，2002 年的这 3 起并购事件中有 2 起并购在短期内的异常收益率为负，且其中一起超常收益率为 -22%。所以，不论从短期绩效还是长期绩效的角度来看，这一年的并购都不是有效的并购。2004 年、2005 年的并购在长期内使企业的绩效综合得分逐步提升，由负为正，经营绩效得到改善。然而，在短期内此次并购带来的是负的异常收益率。2006 年的并购使得企业的经营绩效不断恶化，然而在短期内却给中海油带来的正的异常收益率。不论在短期还是在长期内，2008 年以及 2009 年的并购都没有给企业绩效带来正的影响，从绩效的角度来看，这起并购事件不是有效的并购。

(四) 三大石油公司长期并购对比分析

在进行长期绩效分析时，其中的一些并购使得企业的经营绩效得到提升，而一部分使得企业的经营绩效变得更加恶劣。但是使企业长期绩效得以改善的并购数比例在三大石油公司间有着显著的不同，这里我们作了统计见表 12。

由表 12 我们可以看出，在三大石油公司的海外并购中中石化的并购效果最好，使绩效改善的并购数比例为中海油的 2.5 倍。其次为中石油，比例为中海油的 1.8 倍。

(五) 三大石油公司有效并购数统计

我们将那些既能在短期内给并购方带来正的异常收益率，同时在长期内又可以使并购方经营绩效得到改善的并购事件称之为有效并购。然后我们对所有短期以及长期并购结果进行统计见表 13。

表 12 不同公司的长期并购绩效对比分析

	研究的并购对象数 ^⑦	使并购方经营绩效得到改善的并购数	绩效改善的并购数比例
中石油	5	3	60%
中石化	6	5	83%
中海油	6	2	33%

表 13 三大石油公司有效并购统计

并购方	有效并购数	所对应的并购事件
中石油	0起	
中石化	2起	发生在2003年以及2004年的并购
中海油	0起	

由表13可知,从有效并购数量多少的角度来考虑,依然是中石化并购效果最好,有2起有效并购。而中石油和中海油一起都没有。

综上所述,我们认为中石化的长期并购效果最好,中石油次之,最差的为中海油。

六、简要结论

1.从短期绩效的角度来看,在中石油的13起并购中有5起带来正的收益,对于中石化在13起中有6起带来正的收益,而中海油在12起中可以带来正收益的仅有3起。同时,从所有并购的平均超常收益率这一指标来看,三家公司的CAR均值都为负,整体上来看这些年的海外并购对公司短期绩效的提升都不乐观。考察到中石化的并购中负超常收益很大,因此在短期内中石油的并购绩效相对最好,其次为中石化,中海油表现最差。

2.从长期绩效的角度来看,中石油的并购事件中使企业长期绩效有所改善的事件占全部并购的比例为60%,中石化和中海油对应的比例分别为83%、33%。所以,从长期绩效的角度分析,中石化的海外并购效果最显著,中石油次之,中海油最差。

3.我们统计既能使企业短期绩效有所改善同时也能使企业长期绩效改善的并购事件,发现对于中石化,满足条件的并购有2起。对于中石油和中海油都只有0起。所以,中石化的海外并购效果最好。

4.股权类的并购方式较资产类的并购方式更为有效。

5.从2001-2012年,三大石油公司的并购绩效一直处于下滑趋势,2008年以前的并购绩效要好于2008-2010年间的,而2011年的并购绩效相对更差。

[参考文献]

苏明中,(2008)“外资并购我国上市公司中期绩效的实证分析,”《国际贸易问题》第11期。

⑦这里的并购对象不同于并购事件,因为,在长期并购并购绩效研究中,我们将同一年内的所有并购事件数当作一个并购集合对待,而此时的一个并购集合算作一个并购对象。

- 杜群阳、徐臻, (2010) “中国企业海外并购的绩效与风险: 评价模型与实证研究,” 《国际投资与跨国经营》第9期。
- 郭思佳、方伟、曾金芳, (2012) “中东地区油气资源投资环境评价及优选,” 《资源与产业》第5期。
- 李善民、朱滔、陈玉罡、王彩萍, (2004) “收购公司与目标公司配对组合绩效的实证分析,” 《经济研究》第6期。
- 王海, (2007) “中国企业海外并购经济后果研究,” 《管理世界》第2期。
- 冯根福、吴林江, (2001) “我国上市公司并购绩效的实证分析,” 《经济研究》第1期。
- 姜宁, (2009) 《企业并购重组通论——以中国实践为基础的探讨》, 经济科学出版社。
- 李梅、谭力文, (2007) “外资并购和国内并购财富效应的比较研究,” 《国际贸易问题》第8期。
- 李善民、陈玉罡, (2002) “上市公司兼并与收购的财富效应,” 《经济研究》第11期。
- 洪锡熙、沈艺峰, (2002) “公司收购与目标公司股东权益的实证分析,” 《金融研究》第3期。
- 吴世农, (1996) “中国证券市场的效率分析,” 《经济研究》第4期。
- 余光、杨容, (2000) “企业并购股价效应的理论分析和实证分析,” 《当代财经》第7期。
- 张文璋、顾慧慧, (2002) “我国上市公司并购绩效的实证研究,” 《证券市场导报》第9期。
- 张新, (2003) “并购重组是否创造价值,” 《经济研究》第6期。
- 李善民、王彩萍、曾昭灶、陈玉罡、朱滔, (2004) “中国上市公司资产重组长期绩效研究,” 《管理世界》第9期。
- 朱宝宪、王怡凯, (2002) “1998年中国上市公司并购实践的效应分析,” 《经济研究》第11期。
- 李善民、李珩, (2003) “中国上市公司资产重组绩效研究,” 《管理世界》第11期。
- 祝文峰、左晓慧, (2011) “公司并购中目标公司绩效问题研究,” 《经济问题》第6期。
- 潘颖、张晓明、沈卫香, (2010) “股权结构与中国上市公司并购绩效的实证研究,” 《生产力研究》第11期。
- 罗堃, (2011) “我国能源密集型产品出口贸易的环境代价内部化: ‘两难’ 及其化解,” 《国际商务——对外经济贸易大学学报》第3期。

(责任编辑 于友伟)

The Influence of Petroleum Industry' s overseas M & A on the Enterprises Performances

——Empirical Research Based on CNPC, SNP and CNOOC

WU Hong FENG Ji-xiang

Abstract: This paper analyzes the CNPC, Sinopec and CNOOC' s M & A performance by choosing a list of their overseas mergers and acquisitions events. For corporate' s short-term performance, we use event study analysis and find that most part of the M & A extraordinary income of these three major oil companies was negative. After that, based on the M & A periods divided, we find that as the time over flows, the M & A performance shows the downward trend. For the long-term performance, we use factor analysis to make an empirical research. It shows that SNP' s M & A performance is best, however the CNOOC is the worst.

Keyword: Mergers and acquisitions; M & A performance; event study method, factor analysis