

中国旅游行业上市公司并购效应分析

任力^a, 刘诗君^b

(厦门大学 a. 经济学院; b. 管理学院 福建 厦门 361005)

摘要: 文章以中国旅游行业上市公司的并购事件为研究对象, 探究旅游企业的并购效应以及横向并购对其的影响。利用事件研究法对 2005 – 2015 年中国旅游行业上市公司的并购案例进行了实证分析, 来验证旅游企业并购的短期效应, 并分析其中横向并购发挥的作用。实证结果表明旅游企业并购的事件期内样本股票的平均累计异常收益率达到 3.75%, 这说明市场对并购效应的评价是显著积极的。横向并购对并购效应的正向促进作用也是显著的。并购效应受较多因素的影响, 应建立一个全面的评价体系才能更好地评估并购的价值。

关键词: 旅游上市公司; 并购效应; 事件研究法

中图分类号: F276.6; F590 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095 – 0098(2017) 03 – 0058 – 08

一、引言

随着市场经济的迅速发展, 企业并购越来越成为企业发展的重要方式之一。微观层面上, 并购是企业获取生存与发展的重要方式^[1], 宏观层面上, 企业并购是市场再分配资源的有效工具^[2]。2008 年以来, 中国又掀起了一股企业并购的热潮, 企业并购能否真正促进企业的发展壮大, 它对并购企业是否真正具有正向的协同效应, 即并购的价值创造问题一直是研究并购的重要方向之一^[3], 也是企业是否发生并购行为的决定性因素。并购效应既作为行为发生的动机又作为对行为的评估标准在企业并购的过程中以及并购后的经营管理中发挥着重要的作用。

近年来, 旅游业经过不断深化和多样化的发展已经成长为世界增长最快的经济部门之一。由于在扩大消费需求、增加外汇收入、创造就业岗位以及减少环境污染等方面发挥着重要作用, 旅游业已经成为许多国家尤其是发展中国家着力发展的战略性产业。21 世纪以来, 中国旅游业发展迅猛, 除了 2003 年的非典以及 2008 年的自然灾害和金融危机这些突发事件对旅游业造成了较大的负面冲击, 中国旅游业的增长速度基本超过了 GDP 的增速。旅游业的迅速发展带动了旅游企业的成长壮大, 并购已成为中国旅游类企业实现规模化等战略扩张的重要方式^[4]。并且在国外众多大型旅游企业集团进入国内旅游市场带来了巨大的冲击下, 并购有利于帮助中国旅游企业在短时间内得到发展壮大, 在与国内外企业的激烈竞争中占据有利地位^[5]。

随着中国证券市场的发展和旅游业重要性的不断上升, 大量资本选择进入旅游市场。尤其在互联网 + 的大浪潮下, 资本和互联网与旅游大规模结合, 旅游企业线上线下的拓展, 催生了越来越多的旅游上市公司, 旅游企业之间的兼并收购行为已是市场常态。2015 年携程与去哪儿的“合并”更被认为是“大并购时代的到来”。在旅游企业进入并购发展的黄金时期, 对其并购效应的研究显然具有非常深刻的现实意义。

收稿日期: 2017 – 01 – 22

基金项目: 福建省软科学项目“福建省‘生态美、百姓富’的生态实现模式及途径研究”(2016B0087)

作者简介: 任力(1972 –) 男, 四川西充人, 经济学博士, 教授, 主要从事经济发展、企业经济研究;

刘诗君, 硕士研究生。

二、文献综述

企业并购一直是金融研究中一个重要的领域,探讨企业并购的文献也不一而足,但涉及旅游行业内并购的研究还不多。其中国内对旅游类企业并购的研究主要探讨了在线旅游行业的并购协同效应^[6],旅游企业的并购动机^{[5][7]},孙维运用财务指标评价法对2006—2011年旅游行业上市公司的并购绩效进行了实证研究^[2]。在对并购类型的研究中只有对多元化并购类型的分析^[8],以及混合路径的偏好研究等^[4]。而国外对旅游类企业的并购研究则大部分集中在旅游行业下的酒店业,如对酒店公司并购的异常回报和支付方式的研究^[9],对酒店并购前知情交易的检测^[10],酒店业成功收购的决定性因素^[11],Hurr和Lee则运用事件研究法对1990—2000年间酒店行业并购带来的股东收益进行了分析^[12]。

通过对现有的文献分析,本文发现目前对旅游行业并购的研究还不是很成熟,主要集中在旅游行业下的某一个子行业,如酒店、餐饮、在线旅游等,缺少对整个旅游行业的宏观研究。并且运用事件研究法对旅游行业上市公司的并购效应进行相关研究的文献更少,对某一特定并购类型对并购效应的影响程度进行实证分析的研究几乎没有。

然而,在目前的发展水平下,中国整个旅游产业的集中度偏低,单个旅游企业的规模也偏小^{[1][5]},而处在成长阶段的企业进行横向并购的表现比其他类型的并购更好^[2]。因为横向并购符合旅游企业现阶段扩大规模,可以帮助企业实现获取规模经济的目的。因此,在并购效应的研究中将重点放在横向并购效应的探讨更符合当下发展的要求。

本文运用事件研究法对2005—2015年中国旅游行业上市公司的并购效应进行分析是在现有研究的基础上从市场角度来评价并购交易为主并公司带来的短期效应,并且本文进一步运用回归模型深入分析横向并购对旅游类企业并购效应的影响更是为现有的相关研究打开了一个新的思路:从实证的角度分析具体行业现阶段最有效的并购类型并给出其对于短期并购效应的具体影响程度。

关于旅游企业并购效应的研究有助于明晰并购对企业的真正价值所在,更科学合理地指导中国旅游企业的并购实践,为旅游行业在新常态下的企业并购提供切实可行的建议,而实现企业并横向购的正向效应,可以更好地促进中国旅游企业的发展壮大。

三、旅游企业横向并购的效应分析

(一) 旅游企业的并购选择

近年来,一方面中国经济持续高速增长带来了人民的生活水平不断提高,居民的可支配收入也随之增加,另一方面,伴随着国家对第三产业的扶持和对国民消费的鼓励,假期制度和工作时间的灵活度提高,人们的休闲意识也得到普遍提升,中国的旅游市场得到了强劲的发展。尽管旅游业近几年一直保持较快的增长,旅游企业获得了高速成长,也出现了越来越多的旅游上市公司,但是中国众多旅游企业仍表现出“散、小、弱、差”的特征^{[5][6]},基本处在企业的初步发展阶段,还未达到规模经济的要求。随着市场的开放与发展,一方面资本的进入与互联网的融合,在线旅游类企业迅速涌现并得到了很好的发展,另一方面,国外企业的加入和国内企业的增多,旅游企业之间的竞争日趋激烈。在这种背景下,大部分企业选择了并购以在短期内迅速发展壮大。并购已经成为中国旅游类上市公司实现各种经营战略的重要途径^[6]。

由于中国大部分旅游企业目前仍处在集中度偏低,规模偏小,市场份额偏少的客观阶段,企业并购类型的选择应顺应其自身成长的规律,符合现阶段的企业发展战略,使得企业能借助并购这一契机实现自身的迅速成长。从经营层次上分析,目前中国的旅游企业普遍处于层次较低的经营水平,而处于成长阶段的企业进行横向并购能获得最佳的并购绩效^[7]。从市场竞争的角度来看,中国旅游企业单体的市场份额偏低,没有达到规模经济的要求,不足以与进驻中国旅游市场的国外大型旅游企业集团相抗衡,在经营管理等很多方面都存在劣势^[5]。面对不同级别的激烈竞争,中国旅游企业只有先通过横向并购来迅速发展壮大自己,实现规模经济和一体化专业经营,形成自己的主要竞争力,扩大市场份额,获得横向并购的经营、管理、财务等协

同效应,才能在强劲的竞争对手面前不打败甚至处于优势地位。目前中国旅游企业也以二维的横向和纵向并购为主,并且横向并购的整体表现要比纵向并购好^[2]。

基于以上分析,本文认为目前还处于成长阶段的旅游企业,选择横向并购是最符合其发展战略与目标的,其并购效应也能在现阶段的企业内部环境中得到最大化的发挥与利用。

(二) 旅游企业的并购效应

尽管企业并购已经成为市场常态,但并不是所有的并购都能带来好的表现。Milford 和 Robert 指出,一项调查的结果表明超过 50% 的公司对其并购绩效并不满意^[13],因此,对企业并购效应进行研究,最大程度提高对并购绩效的预估准确度就显得尤为重要。研究旅游企业的并购,其并购效应是如何在企业的发展中得到体现,主并企业能否充分发挥并购正向效应在企业发展中的积极作用,这些便是本文想要探讨的。

企业并购会造成公司管理、雇佣和联系的调整^[13],并购价值的产生离不开并购后企业间的整合。整合是指使得两个企业在每个层面上联合成一个实体,许多并购没有产生价值的主要原因是他们缺乏强有力的文化整合规划^[14]。协同效应也要求两个公司的资产进行深度整合,使得产出在一个更优化的生产函数上。相反,如果每个公司并购前的核心资产在并购后本质上依然使用,那么并购就不会产生协同效应^[15]。

旅游企业的横向并购是指以旅游企业为目标企业的并购。旅游企业进行横向并购后,其在旅游的六大要素交易链上的某一个环节得到了扩张^[5],即相应的企业规模 and 市场份额扩大了,通常这对于投资者而言是利好的消息。投资者认为并购后企业的生产效率会通过专业化和规模化得到提升,从而使得市场竞争力得到增强。投资者对并购效应积极的预期将会使得并购公告期附近主并企业的股票收益率得到显著提高,而如果主并企业能注重并购后的整合,并购的积极效应将会得到保障性的发挥,并购后的股票收益率也会持续升高。因此,本文对旅游企业并购效应的评价同样是基于事件研究法的股票异常收益率来考察的。而横向并购对并购效应的影响,还与并购双方的关系、被收购公司的行业类型、并购方公司的每股自由现金流等公司特征和并购交易目的、并购价格、支付方式等因素有关,不同企业并购之间这些因素的差异都会导致市场对并购行为有不同的预期,并最终导致并购发生期间股价收益率的波动幅度也会不一样。因此,将一些影响股票收益率的主要因素纳入解释模型中对其进行控制,从而得出横向并购对股票收益率的影响程度,使得对旅游企业横向并购效应的评价有更深一步地探讨与分析。

四、中国旅游行业上市公司并购效应实证分析

(一) 模型设定

基于 2005 - 2015 年中国旅游行业上市公司的并购案例,通过对已有文献中控制变量的比较选择,本文构建了影响收购方股票异常收益率的计量模型来验证市场对旅游类企业横向并购的效应评价:

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 Price + \beta_2 PerCF + \beta_3 Horizontal + \beta_4 Control + \beta_5 Connected + \beta_6 Industry \quad (1)$$

公式(1)中变量 CAR 代表主并企业股票的累计异常收益率,在事件研究法中通过并购公告附近时期的股价异常波动来评价企业并购的短期效应。变量 Price 是并购最后成交价格的自然对数,一般而言,并购价格越高,收购方企业对目标企业价值的评价越高,市场越容易对该并购活动产生积极的预期。变量 PerCF 为每股自由现金流,是评价上市公司财务灵活性的有效工具。通常公司的自由现金流越高,代表该公司的财务越灵活,市场对其并购行为的评估越正向。因为本文主要想研究旅游企业横向并购对并购效应的影响是否显著积极,因此将虚拟变量 Horizontal 纳入模型中,属于横向并购的交易赋值为 1,其余均为 0。变量 Control 表示被收购企业的控制权在并购前后变更的情况,如果投资者普遍认为主并企业能够在并购后更好地管理目标企业那么控制权的易手将是有利的,反之,其对控制权的变更便不会有肯定的认可。当控制权发生变更时令虚拟变量 Control = 1,否则为 0。变量 Connected 为关联交易,当并购双方存在关联关系时,Connected = 1,不存在关联关系时,Connected = 0。关联交易有利的一面在于可以降低并购交易的成本,提高并购效率,不利的一面则容易导致对被并购公司的不公平对待,如压低交易价格、侵犯股东权利等。最后一个虚拟变量 Industry 表示并购方的行业,同类型行业赋值为 1,不同行业赋值为 0(本文采用 Wind 资讯中国并购库中的

行业分类标准)。

模型变量归纳总结如表1所示:

表1 模型变量概览

变量名称	符号表示	变量定义
累计异常收益率	CAR	并购事件期内股票的实际收益与正常收益的差额
并购价格	Price	并购交易成交价格的自然对数
每股自由现金流	PerCF	并购前一年末上市公司的每股自由现金流
横向并购	Horizontal	虚拟变量,属于横向并购取1,否则为0
控制权	Control	虚拟变量,并购后被收购公司股权发生变更取1,否则为0
关联交易	Connected	虚拟变量,并购双方存在关联关系取1,否则为0
并购方行业	Industry	虚拟变量,并购双方属同类型行业取1,否则为0

(二) 数据来源

本文选取了2005—2015年旅游上市公司交易成功的横向并购案例作为样本来考察旅游企业的并购效应。由于相关数据的可得性问题,本文剔除了事件期内数据明显缺失或不完整的并购活动,最终选择了80例符合条件的旅游企业并购交易活动作为研究对象,并进一步查找模型中收购方上市公司的财务指标数据。

本文旅游类上市公司80例并购样本来源于Wind资讯中国并购库(MA)中行业分类中的三级行业酒店、餐馆与休闲业,这都属于旅游业的范畴。主并公司的股票收益率和市场指数收益率同样来自Wind资讯多维数据板块的行情序列(HPS)。而并购公司的财务指标则来源于国泰安数据服务中心的CSMAR中国上市公司财务报表数据库。

(三) 累计异常收益率的计算

本文首先通过事件研究法中的股票累计异常收益率来评价并购的短期效应。根据前人的相关文献,本文将旅游上市公司并购的首次公告日作为事件的发生日,其前后的10个交易日($-10, 10$)作为研究的事件期间。使用沪深300的市场指数收益率来代表股票的正常收益率,则每股的异常收益率为股票的实际收益率与正常收益率之间的差值,再将事件期内个股每日的异常收益率加总便得到累计异常收益率($t1, t2$)($t1 = -10, t2 = 10$)。

股票*i*在*t*时期的异常收益率 AR_{it} 为:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{im} \quad (2)$$

股票*i*在事件窗口*t1*到*t2*期间的累计异常收益率 $CAR_i(t1, t2)$ 为:

$$CAR_i(t1, t2) = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{it} \quad (3)$$

则*N*个样本股票在事件窗口*t1*到*t2*期间的平均累计异常收益率 $\overline{CAR}(t1, t2)$ 为:

$$\overline{CAR}(t1, t2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t1, t2) \quad (4)$$

原假设为:

并购公告对股票的收益率没有影响。在此假设下可构造统计量 $J = \frac{\overline{CAR}(t1, t2)}{[\sigma^2(t1, t2)]^{1/2}} \sim N(0, 1)$ 。根据*J*统计量的正态分布的*t*值大小可以判断平均累计异常收益率的显著性。

通过计算得到旅游类上市公司80个并购样本的平均累计异常收益率达到3.75%,且其*J*统计量的值为0.2038,在5%的显著性水平下是显著的,因此可以认为市场对旅游类企业的总体并购评价是积极的,投资者普遍预期旅游类上市公司的并购能够很好地创造并购协同效应。

(四) 配对相关性分析

在对模型回归之前,本文先对变量进行了相关性分析,以了解所选的因子与累计异常收益率之间相关性

的程度。本文运用统计软件中的配对相关分析(PWCORR) 来计算成对变量间的相关系数和 t 检验概率 ,从而判断所选变量的合理性以及各解释变量与被解释变量两两相关性的显著性水平。各变量之间的相关程度如表 2 所示。

表 2 模型各变量相关程度表

	CAR	Price	PerCF	Horizontal	Control	Connected	Industry
CAR	1.0000						
Price	0.1180	1.0000					
PerCF	0.0692	0.1982	1.0000				
Horizontal	0.2637	0.1451	-0.0753	1.0000			
Control	0.0491	0.0961	0.1250	-0.0458	1.0000		
Connected	0.3603	0.0594	-0.0276	0.0477	0.2999	1.0000	
Industry	-0.0438	0.2426	-0.1375	0.0635	0.1980	0.0600	1.0000

从表 2 可以看出 除了变量并购方行业(Industry) 其他解释变量与被解释变量之间都呈现出一定的正相关性 ,且主要研究的变量横向并购(Horizontal) 与累计异常收益率(CAR) 的相关性达到 0.2637 ,其 t 值为 0.0181 ,在 5% 的水平下是显著的 ,这是继续研究的有效前提。

(五) 回归分析

完成相关性分析后 ,需要分析各解释变量 ,尤其是横向并购(Horizontal) 对累计异常收益率(CAR) 影响的大小。通过普通最小二乘法(OLS) 对模型进行回归 ,可以得到各变量的回归系数。本文运用 Stata SE 12 软件的 Regress 命令对模型进行了 OLS 回归并得到参数估计值、F 统计量和 t 统计量等需要的统计检验值 ,从而判定估计的可靠程度。回归结果如表 3 所示。

表 3 累计异常收益率各解释变量回归

CAR	Coef.	STd. Err.	T	$p > t $	[95% Coef. Interval]	
Price	0.4820	0.8247	0.58	0.561	-1.1642	2.1281
PerCF	2.0196	2.6146	0.77	0.443	-3.1992	7.2384
Horizontal	9.9135**	4.4161	2.24	0.028	1.0989	18.7282
Control	-2.7210	5.3439	-0.51	0.612	-13.3875	7.9456
Connected	16.3960***	5.1898	3.16	0.002	6.0370	26.7549
Industry	-3.2802	4.7133	-0.7	0.489	-12.6879	6.1276
_cons	-7.0472	8.2602	-0.85	0.397	-23.5347	9.4404
F	3.04					
$p > F$	0.0109					
R^2	0.2139					
$AdjR^2$	0.1435					

说明: * $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$

从表 3 可以看出 在 5% 的显著性水平下 模型 F 统计量的 p 值($p > F = 0.0109$) 远小于 5% ,这表明模型中被解释变量与解释变量的总体线性关系是显著成立的。因此 构建的关于股票累计异常收益率的线性模型是合理可靠的。另外 ,主要考察的变量横向并购(Horizontal) 的系数在 5% 的显著性水平下是正向显著的 ,这表明横向并购类型对主并企业并购效应的影响是显著积极的 ,符合本文之前的研究假设 ,也说明横向并购是符合现阶段旅游企业发展战略的并购类型 ,进行横向并购能为企业带来良好的协同效应。另外 ,模型中关联交易变量的系数也是显著的 ,这说明在本文旅游企业的并购样本中关联方之间的并购交易更能引导

投资者作出对并购利好的预期。

根据表3中各变量的相关系数的估计量可以出本文关于累计异常收益率的实证模型,如下:

$$CAR = -7.0472 + 0.482Price + 2.0196PerCF + 9.9135Horizontal - 2.7210Control + 16.3960Connected - 3.2802Industry \quad (5)$$

(六) 方差膨胀因子检验

在进行线性回归时还应考虑到存在一定相关性的解释变量可能导致整个模型出现多重共线性的问题。因此,在完成回归后,再对各变量进行了方差膨胀因子检验(VIF)。通过STATA软件来计算各变量方差膨胀因子的值,值越大共线性越严重,当最大的VIF小于10时则不用考虑多重共线性的问题。各变量的VIF值如表4所示。

表4 变量VIF值计算

Variable	VIF	1/VIF
Price	1.15	0.8677
PerCF	1.13	0.8845
Horizontal	1.05	0.9487
Control	1.18	0.8484
Connected	1.11	0.8996
Industry	1.14	0.8807
MEAN VIF	1.13	

从表4中得知最大的VIF值为1.18,远小于10,因此,不必担心存在多重共线性的问题,本文模型的构建是合理的。

(七) 实证结果

在实证分析中,首先对各变量间的相关程度进行了配对相关性分析,结果表明横向并购与累计异常收益率之间的相关系数为正,符合本文的假设。接着通过最小二乘对模型进行回归,根据F检验、VIF检验等验证了本文所构建模型的合理性和说服力。而对变量参数的t检验则从统计上解释了各变量对累计异常收益率的影响程度,验证了并购价格、每股自由现金流、横向并购以及关联交易与股票收益率都是呈正相关关系的,尤其是主要研究对象横向并购(Horizontal)对累计异常收益率具有显著积极的促进作用,尽管有些变量的正向关系是不显著的。而控制权和并购方行业在样本中表现出了一定的负面效应,与一般认知不符,但并不显著,这可能是因为受到其他一些因素的影响。总体而言,从中国旅游上市公司的实证角度可以解释市场对并购效应的短期评价是积极的,并且横向并购与并购效应之间存在着积极正向的关系。

五、结论与启示

尽管市场中的企业并购行为越来越普遍,并购已经成为企业迅速发展壮大的重要途径,但是并购效应仍然存在不确定性,并购后的收购公司能否真正发挥并购的积极效应,还取决于很多其他因素的影响。在资本大量涌入旅游市场,中国旅游企业进入黄金发展壮大时期,旅游业进入大并购时代的背景下,本文结合中国旅游企业的特点和整个旅游行业的现状,对旅游企业的并购效应进行了研究,并主要探讨了横向并购类型对企业短期并购效应的影响。

本文选取了2005—2015年符合条件的旅游上市公司的并购案例,将收购公司的累计异常收益率作为衡量指标运用短期事件法对旅游上市公司的并购效应进行了评价,并进一步通过构建计量模型探讨了横向并购对累计异常收益率即短期并购效应的影响。实证结果很好地支持了前文关于并购能对收购公司股票产生显著的积极效应的假说,也验证了横向并购对现阶段旅游类企业的并购能产生正向的协同效应的假设。

通过对中国旅游类上市公司并购事件的理论分析和实证检验,本文对基于事件研究法来评价并购效应,尤其是旅游类企业的并购活动有了更为深刻全面的认识。事实上,一项并购活动是否能发挥预期积极的效

应受很多因素的影响,并购双方的公司特征和交易本身的特征都会影响并购效应的发挥。因此,企业应从根本的发展战略上选择合适的并购类型,在约束条件下事先对并购活动作出合理的预估,从而选择能最大化并购效应的并购交易活动。

从对具体旅游类企业的并购活动的分析来看,符合现阶段企业规模化和行业集中度不够的特点的横向并购,在短期内能为主并企业带来明显的正向效应,这反映在大部分收购方企业的股票在并购期间收益率得到了明显的提升。并且本文发现关联交易在旅游行业内的并购中表现出了积极的绩效影响,而本文所选的其他变量虽然有利于并购正向效应的发挥,但在实证中没有通过显著性检验。我们初步分析,除了样本数据的有限性,这可能也与旅游行业的特性和中国的证券市场有一定的关系。

旅游业相对于其他产业而言,表现出更为明显的脆弱性和波动性倾向,其自身产业的发展对其他产业的发展有很强的依赖性,这些特征实际上都不利于投资者对旅游企业并购价值的积极预期和正向评价。而目前中国的证券市场并非完全符合有效市场的假说,这在一定程度上导致了投资者能够获取的关于企业并购的信息不够充分或存在偏差,这会直接影响到其对企业并购活动的评估,从而导致收购方的股价波动。

对并购效应的评价,除了看短期内股票的异常收益率,还应考察能反映横向并购经营、管理、财务协同效应的其他指标,综合短期事件法和长期会计法,可能会得出关于旅游企业横向并购更综合全面的评价体系。一方面,本文采取短期事件法获得了显著积极的实证结果,表明依据旅游企业现阶段的发展特点,以同类型旅游企业为目标的横向并购作为其主要并购类型是符合目前获取规模经济、扩大市场份额的发展战略的,市场也认可这一类型的并购能为主并企业带来正向的协同效应。另一方面,并购效应是并购后公司进行深度整合的结果,对于并购效应的评价还可继续用长期会计法进一步深入探讨分析。

实际上,并购对于企业的积极效应并不仅仅是并购这一行为当时产生的,收购公司还应注重并购后企业的整合,以及其他可能会对并购效应产生影响的因素进行正向引导,使得其对并购效应的发挥产生积极的促进作用。企业应借助并购这一契机来更好地改善公司内部结构和生产模式等特征变量,使公司的经营管理设计更符合并购后的企业特征,与公司的发展战略也更契合。通过并购后的深度整合,笔者认为企业能将短期的积极效应变成长期的正向效应,从并购出发带来企业生产经营等方面的全面提升,培育和强化自身的核心竞争力。

旅游企业涵盖了食住行游购娱六大方面,其产业辐射范围非常广,进行横向并购其实是某一业务链上的拓展与延伸,旅游企业进行横向并购时应考虑其扩张的方向,使之能实现一体化经营的目标,改变目前分散弱小的局面,在市场中形成竞争优势。尽管大量资本的涌入为旅游企业的并购提供了充足的资金,但任何企业都不应盲目进行并购,因为并购效应的不确定性,企业需认真权衡并购带来的利弊,作出符合公司发展战略和实际情况的决定,处在初步发展和成长阶段的企业,在规模经济拐点范围内,还应继续进行符合企业成长规律的横向并购来改善企业的经营绩效。

参考文献:

- [1]张德亮.企业并购及其效应研究——以上市公司为例[D].杭州:浙江大学,2003.
- [2]孙维.旅游行业上市公司并购绩效实证研究[D].上海:复旦大学,2013.
- [3]陈仕华,姜广省,卢昌崇.董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J].管理世界,2013(12):117-132.
- [4]胡春林.中国旅游企业并购混合路径偏好的实证研究[J].旅游学刊,2005,3(20):48-52.
- [5]刘孝成.旅游企业并购动机的经济学分析[J].北京石油管理干部学院学报,2005(5).
- [6]胡春林.中国旅游类上市公司两种路径下的并购绩效检验[J].内蒙古科技与经济,2006(2):28-29.
- [7]马亮亮.旅游企业并购动因及模式分析[D].大连:大连海事大学,2007.
- [8]段正梁,危湘衡.旅游企业多元化并购类型与长期绩效的关系——以2002—2008年中国旅游上市公司为例[J].旅游学刊,2013,28(2):86-93.
- [9]Jing Yang, Hailin Qu, Woo Gon Kim. Merger abnormal returns and payment methods of hospitality firms [J]. In-

- ternational Journal of Hospitality Management 2009(28) : 579 – 585.
- [10] Seonghee Oaka , William Andrew. Detecting informed trading prior to hospitality acquisitions [J]. Hospitality Management 2006(25) : 570 – 585.
- [11] Kyung – Hwan Kim , Michael D. Olsen. Determinants of successful acquisition processes in the US lodging industry [J]. Hospitality Management , 1999(18) : 285 – 307.
- [12] Hee – young Hurr , Julian Lee. Do Shareholders Benefit from Merger and Acquisition in U. S Hotel , Restaurant , and Travel Industry? [J]. International Journal Tourism Sciences 2004 4(1) : 77 – 97.
- [13] Milford B. G. & Robert G. C. The Horizontal Merger: Its Motives and Spatial Employment Impacts [J]. Economic Geography , 1982 58(4) : 358 – 370.
- [14] Gerri Knilans. Mergers and Acquisitions: Best Practices for Successful Integration [J]. The Global Consulting Partnership 2009(6) .
- [15] Joseph F. & Carl S. Scale Economics and Synergies in Horizontal Merger Analysis [J]. Antitrust Law Journal , 2001(68) : 685 – 710.

Analysis on the Mergers and Acquisitions Effect in China's Tourism Industry Listed Companies

REN Li^a , LIU Shijun^b

(a. School of Economics; b. School of Management , Xiamen University , Xiamen , Fujian 361005 , China)

Abstract: This paper used China's tourism industry listed company M&A events as the research object , explored the effects of mergers and acquisitions in tourism industry and the impact on its horizontal M&A. Through the event study method , we made an empirical analysis on the merger cases of listed companies from 2005 to 2015 to verify the short – term effect of tourism enterprise M&A , and analysis the role of horizontal mergers and acquisitions. The empirical results showed that tourism enterprise M&A events during the period of sample stock average cumulative abnormal return of 3.75% , this showed that the market evaluation of m&a effect is significantly positive , and horizontal mergers and acquisitions on positive promoting effect of m&a effect is also significant. As the factors influencing M&A effect are relatively complex , we shall establish a comprehensive evaluation system to better assess the value of mergers and acquisitions.

Key words: listed companies of tourism; effect of M&A; event study method

(责任编辑: 张秋虹)