# Market value management and company M&A performance——Taking Donghua Software as an example

Jing Yang
East China University of Science and Technology

**Keywords:** market value management, mergers and acquisitions, financial performance

**Abstract:** Market value management refers to the goal of listed companies based on their own market value information, using a variety of business methods to achieve company value, shareholder value maximization and value creation, value management maximization and value realization. A good market value management can help companies achieve performance growth, reduce financing costs and merger and acquisition costs, enhance anti-acquisition capabilities and enhance brand image. Mergers and acquisitions, as one of the ways of market value management, can optimize the structure of the enterprise and improve the ecological chain of the enterprise; interact with the market value management and promote each other. After describing the theory of market value management and mergers and acquisitions, this paper takes Donghua Software's two mergers and acquisitions as an example to illustrate that mergers and acquisitions bring positive financial performance and positive effects on market value management.

# 市值管理方式分析
# ——以东华软件并购为例

杨静
华东理工大学

**关键词：**市值管理，并购，财务绩效

**摘要：**市值管理，是指上市企业基于自身的市值信息，运用多种经营方式，实现公司价值、股东价值最大化和价值创造、价值经营最大化以及价值实现最优化的目标。一个良好的市值管理，可以帮助企业实现业绩增长、降低融资成本和并购成本、增强反收购能力以及提升品牌形象等。并购重组，作为市值管理的方式之一，可以优化企业结构，完善企业生态链；与市值管理间相互影响，相互推动。本文在叙述有关市值管理和并购的理论后，以东华软件公司的两次并购为实例，说明并购给公司带来了正的财务绩效以及对市值管理的积极作用。

## 1.引言

市值管理这个理念，是在 2005 年 5 月中国证券资本市场开始进行股改后，首次被提出。2008 年 6 月 17 日，随着 “三一重工”非流通的股票全面解禁，上市公司正式开始了市值管理。这也同时标志着股票在资本市场上“全流通”时代的开启，这也是资本市场发展中新理念形成的一种必然趋势。[1]自此，市值管理走上了探索的阶段。在探索的阶段中，发现与创新与日增多，市值也越来越成为权衡上市企业综合能力的另一个指标。同时，与此相关的问题也一一涌出。所以如何正确管理市值、稳定并提高市值成为了上市企业未来管理方向上的一个新关注点。

现在市场越来越开放，很多公司都会采用并购等方式来提升自身实力、加快自身结构升

Copyright © 2019, the Authors. Published by Atlantis Press.
This is an open access article under the CC BY-NC license (http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

级。在并购等过程中，并购方最关注的就是成本问题和并购带来的绩效，而良好的市值管理就可以很好地解决这件事。市值，是指上市企业在资本市场上体现出来的一种内在价值；市值管理，就是上市企业采取各种运营方法达到公司价值最大化、股东价值最大化的目的，从而使公司在市场上的外在价值和内在价值有所提高，并趋于一致。所以对于上市企业而言，市值管理有着重要的意义。本文以东华软件公司为例，该公司于 2006 年上市，市值为 20.7 亿元。随着企业的不断发展，公司于 2015 年达到市值最高，超 700 亿元，截至 2018 年 11 月 1 日，公司市值为 226.5 亿元，上涨了 11 倍。

## 2. 文献综述

市值管理，在中国市场上是一个全新的理论。第二批公司发布公告说要股改后，在 2005 年 9 月 16 日，施光耀在公司组织的会上首次明确指出了市值管理这个概念。[2]从这以后，“市值管理”一词开始进入人们的生活当中，吸引了大家的关注，并已经发展成为一个全新的衡量标准，是衡量上市企业的内在价值、管理绩效、收购能力和反收购能力的新标准。[3]

市值管理，属于企业战略管理的一部分，主要包括价值创造、价值经营以及价值实现。价值创造，就是对企业价值创造的影响因素进行分析，并进行优化以实现企业内在价值的最大化，夏鑫等认为只有当价值创造是合理适当、有效的时候，企业的内在价值才会有所增长。[4]在龙舒婷的分析中，公司价值的增加依靠于公司管理和盈利能力的提升和成本的降低。要顺应市场发展转变企业的发展模式来提升自身核心竞争力，最终在保证公司可持续发展的基础上增强盈利能力；可以通过优化公司的资本结构等来减少成本。[5]

价值经营和价值实现，是指通过发行上市、股票回购、并购重组、增发配股、信息披露、投资者关系管理、股权激励、资产运作等方式来达到公司价值的最大化、股东价值的最大化以及使公司的外在价值与内在价值相一致的目的。[6]

上市公司在市值较高时，可以采用并购重组的方式，以股权来换取并购标的物，这样会给公司节约成本、合理避税、增加收入，还可以扩大公司的规模，提高公司的价值。从长远角度看，并购重组是上市企业战略实施的具体方式，不仅与企业未来的发展方向有关，也与利益相关者的利益有关。[7]冯贞和刘星等人在研究市值管理和并购间的关系时，提出了新的管理模式“三段论”——前期进行市值溢价管理、中期改进投资者间关系管理、后期建立起对应的市值管理模式。[8]且在邵淑青的分析中，并购与市值之间是相互影响的，良好的市值管理给公司带来高市值溢价，给公司带来更多的并购机会；反过来，并购带来的绩效也会对企业的市值带来正面的作用。[9] 在郭延洋的论文中，他通过市值管理的绩效评价模型对样本公司打分，再对有关变量进行分析，结果显示上市公司进行并购行为会对其市值管理有积极作用，两者明显呈正相关。[10]

无论是以何种方式来进行市值管理，其实都是为了管理好公司内部的管理机制和提高公司外部表现出来的整体价值。上市公司应该根据自己所处的状况选择合适的方式来完成自己的目的，做到“相机而动”——当市值被高估时，通过增发、收购、资本运作等让市值下降；当市值被市场低估时，通过股票回购、增持、发售可转换债券等方式来提高市值。[9]

市值管理毕竟在我国实践的时间不长，其所需的虚拟经济环境还不完善，目前实施起来仍有一定的问题。[11]比如，因为上市公司对于市值管理都不太熟悉，又为了能够完成市值目标，就很有可能会将市值管理外包给专业的投资咨询公司等。然而，市值管理涉及到公司内部管理机制的调整，投资咨询公司等第三方并不熟悉公司内部的管理体制，对公司也没有忠诚度，不能对公司提出专门有效的建议还有可能会适得其反。

市值管理是需要长期和持续做的事，因为上市公司需要时间来树立自己的品牌形象和做出业绩，让投资者看到公司的潜力所在。但是，有的上市公司可能会为了短期的利益，而做出一些会使公司股价短时间内上升的事情。这虽然会让公司的市值暂时增长，但这却是以公

司未来的发展前景为代价，会让公司失去以后的增长潜力。比如，有的公司会在公布财务报表前对财务数据进行修改，或者通过其他手段来改变公司的业绩，又或者是采用并购重组、资产置换等达到借壳上市等目的。企业把精力花在了这些方面，而没有去真正地去提升企业的品牌形象、竞争实力、管理制度等，因此使得企业的品牌形象受损，让利益相关者对企业失去了信心，最终使得企业的市值下降。[12]

市值管理在实践的过程当中，我们应当明确其所需要遵循的一些原则。在进行市值管理时，上市企业应当将价值创造与价值实现结合起来，不能只注重资本市场上的股价变化，也要注重现实中商品服务的质量和顾客之间的忠诚度管理，要将两者相结合起来，共同实现市值的增长。上市企业在进行市值管理的同时，也不能忽略价值管理。市值管理不是只把市值作为中心，更是均衡企业外在价值和内在价值的一种管理方式。市值管理虽然强调实现价值的最大化，但应当是价值的合理最大化，过高的市值存在泡沫，会有随时贬值的可能，这可能会使得资本市场上的投资者对该企业的股票持有观望态度。

总的来说，市值管理是一种全面的、新的在资本市场中进行价值管理的方式——公司良好的治理体系可以确保并提高其价值创造的能力，利益相关者的关系管理可以把企业的价值实现体现在股价上，资本运作等却是将价值创造、价值经营与价值实现结合起来管理企业的内在价值。

## 3. 东华软件市值管理与并购绩效分析

### 3.1 公司简介

东华软件股份公司，原名北京东华合创数码科技股份有限公司，在 2001 年 1 月成立，在深圳证券交易所进行上市，股票简称为“东华软件”，代码为 002065，注册资本为 15.7 亿元人民币。公司总部设立在北京，全国有着 60 多家分公司，员工总数 8000 多人。公司的主要经营业务为计算机信息系统集成、应用软件开发、信息技术服务、网络流控安全产品和互联网+等。东华软件是国内最早通过 CMMI5 级认证的软件企业，具备涉及国家秘密的计算机信息系统集成甲级资质和软件开发的单项资质。

东华软件公司在 2006 年开始上市，直到 2016 年年末，公司共经过 7 次转增，5 次定增，4 次股权激励计划行权以及 3 次可转换债券的执行，将市值从一开始的 20.70 亿元增长到现在的 331.88 亿元，增长幅度约为 15 倍。这不仅与东华软件公司进行价值创造有关，也与公司高效的资本运作有关。东华软件通过多次收购、进行股权激励和发行可转换债券等，不断转增股本，这在增加总股本的同时，进行适当的市场操作，使得东华软件的股价回到刚上市时的股价附近，从而把公司的市值不断做高。东华软件公司的股价，由于股票定向增发、转增和股权激励等原因，在资本市场上给投资者留下了炒作空间，所以东华软件的市值有了快速增长的可能。这样运作的结果是，东华软件的总股本在不断增大，使得公司的股本从 2006 年上市时的 86,236,687 股，增长到 2016 年 12 月 31 日的 1,569,893,780 股，增长了 18 倍多。

表 3.1 东华软件主要指标表

| | 2006Y | 2007Y | 2008Y | 2009Y | 2010Y | 2011Y | 2012Y | 2013Y | 2014Y | 2015Y | 2016Y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入（亿元） | 6.06 | 7.98 | 11.59 | 15.49 | 18.7 | 25.86 | 34.91 | 44.23 | 51.71 | 56.29 | 64.77 |
| 营业利润（亿元） | 0.69 | 0.93 | 1.72 | 2.26 | 3.26 | 4.44 | 5.68 | 7.99 | 10.81 | 11.49 | 8.98 |
| 净利润（亿元） | 0.72 | 0.95 | 1.78 | 2.41 | 3.17 | 4.21 | 5.69 | 7.71 | 10.39 | 11.42 | 9 |
| 收入增长率（%） | 32 | 31.7 | 45.2 | 33.6 | 20.7 | 38.3 | 35 | 26.7 | 16.9 | 8.9 | 15.1 |
| 净利润增长率（%） | 24.1 | 31.9 | 87.4 | 35.4 | 31.5 | 32.8 | 35.2 | 35.5 | 34.8 | 9.9 | -21.2 |

东华软件公司，以股权激励的方式鼓励管理层进行更优质的管理，将市值管理与管理层的管理相结合，有利于促进公司未来的发展。本文从东华软件公司披露的年报中搜集了近几年部分主要指标数据（如表 3.1），进行分析该公司的股权激励以及其他方式带来的效应。可以从表 3.1 中看出，东华软件在 2006 年至 2016 年间，经营状况良好，营业总收入保持上升趋势，平均增长率达到了 26.73%；净利润的平均增长率为 28.73%；尤其是在 2007 年到 2008 年、2010 年到 2011 年间变化较大。在 2007 年和 2010 年里，东华软件各进行了一次并购，而这也是这两次营业总收入增长率、净利润增长率变化大的原因之一。

### 3.2 东华软件公司主要并购事件回顾

（一）2007 年收购联银通科技

2007 年 7 月 20 日，东华软件发布了停牌公告，表明有重大事项需要进行决策；随即在当年 8 月 24 日公告了要并购联银通科技的消息。经资产评估机构评估得，2007 年 6 月 31 日时，联银通科技股东权益为 3,123.90 万元，净利润 1,567.10 万元；评估结果为 29,910.42 万元，而最终的收购价格为 28,895.04 万元。东华软件以发行股份作为支付对价，交易完成后原联银通科技的自然人股东成为东华软件的股东，联银通科技成为东华软件公司的全资子公司。本次交易过程中，东华软件公司发行股份价格为每股 22.86 元，发行的股份总额为 1,264 万股，全部由联银通科技的自然人股东认购。

（二）2009 年收购厚盾科技、神州新桥

2009 年 11 月 20 日，东华软件发布了停牌公告，表明有重大事项需要进行决策，停牌日股价为 21.35 元/股，并随即公告了要并购神州新桥的消息。相关机构审计得，2009 年 12 月 31 日，神州新桥的股东权益总额为 8,036.96 万元，净利润总额为 3,230.81 万元，最终评估价值为 34,675.00 万元。本次交易过程，双方协议以 32,000 万元并购神州新桥的 100%股权。本次发行的股份价格为 19.73 元/股，发行 16,218,953 股普通股，全部由神州新桥的自然人股东认购。在 2010 年 5 月 20 日，公司向全体股东发放股利，经除权除息后，最终发行的价格为 19.63 元/股，股票数为 16,301,577 股。

### 3.3 东华软件并购过程中的市值管理

在 2007 年 8 月 24 日，东华软件市值为 38.29 亿元，是截止到当时的市值最大值，其行业排名为 24 名，市场表现良好。在这个时点公告说收购联银通科技，东华软件可以利用自身的市值溢价放大自己的收购能力，为这次并购创造低收购成本的优势。也因此，在 2007 年年底，公司市值增长到了 50.15 亿元，行业排名也上升到了第 22 名。市值管理是一个长期的过程，并购绩效也在长期中体现出来，所以在 2008 年年底时，公司的市值虽然下降为 41.12 亿元，但行业排名却为 12 名，说明了东华软件的综合实力还是有所上升的。

同样的，在 2009 年 12 月 24 日时，东华软件的市值为 100.06 亿元，达到了直至当日的最大值，行业排名为第 9 名，综合实力较上年有所增进。在当日东华软件公告说收购神州新桥，采用全部以股份支付的方式进行收购，实质就是利用市值管理做支付方式，放大了自己的支付能力，减少了在收购中支付的股份数量，为公司减少了成本。在并购后一年，即 2010 年时，东华软件市值达到了 131.08 亿元，行业排名为第 10 名，可以看出并购绩效对公司的市值增长做出了贡献。总的来说，两次的并购对于公司市值的增长都有着一定程度的促进作用，说明并购可以作为公司进行有效市值管理的方式之一。

东华软件在并购联银通科技时，净利润为 4,147.9 万元，联银通科技的净利润则为 1567.10 万元，按照净利润比例来确定股权比例的话，联银通科技应占有 27.42%的股权。而实际上由于东华软件的市盈率高出了联银通科技 2 倍多，最终联银通科技原有股东只占有 8.89%的股权。同样的，在东华软件并购神州新桥时的净利润为 13,015.99 万元，神州新桥的净利润为 789.12 万元，按照净利润比例来确定股权比例的话，神州新桥应占有 5.72%的股权，而实际

上仍因为东华软件的市盈率高出了神州新桥 2 倍多，最终神州新桥原有股东只占有 3.69%的股权。在这两次交易中，按照市值计算股权比例变化，东华软件分别增加了 28.87%、27.67%，联银通科技、神州新桥则分别减少了 28.87%、27.67%。可以明显看出，东华软件依靠自身高市盈率、高市值的优势，减少了在交易过程中增发的股份，同时获得了大量资金支持，优化了资产结构，并减缓了大股东的股权摊薄，维护了股东的利益。

表 3.2 市值及排名情况表

| 日期 | 市值（亿元） | 增减率 | 行业排名 |
|---|---|---|---|
| 2007 年 8 月 24 日 | 38.29 | - | 24 |
| 2007 年 12 月 28 日 | 50.15 | 30.97% | 22 |
| 2008 年 12 月 31 日 | 41.12 | -18.00% | 12 |
| 2009 年 12 月 24 日 | 100.06 | 143.33% | 9 |
| 2009 年 12 月 31 日 | 99.00 | -1.06% | 9 |
| 2010 年 12 月 31 日 | 131.08 | 32.40% | 10 |
| 2011 年 12 月 30 日 | 117.08 | -10.68% | 5 |
| 2012 年 12 月 31 日 | 97.01 | -17.14% | 8 |

东华软件的市值管理过程概括来说就是：通过一段时间的公司业绩管理、制度管理等，提高自己市值，增大公司的市盈率，维持在 30 左右；选择并购标的，控制标的公司的市盈率在 10 左右，再确定收购对价；收购完成后，同时进行分红配股或者转增股本等，摊薄公司的整体市盈率；再次经过公司适宜的经营管理，再次提高股价，增大市盈率；再次重复上述步骤。

按照这个过程，举例以东华软件 2016 年的净利润 9.00 亿元和市盈率为 30 为准，被并购企业公司的净利润 2.00 亿元和市盈率 10 为准来算，东华软件的市值为 270 亿元，并购标的市值为 20 亿元，并购完成后企业的总市值为 290 亿元。但如果对这次并购市场对东华软件的估值仍为 30，那么市值就变成了 330 亿元，资本运作的作用就是使得企业市值增长了 40 亿元，比例为 13.79%。虽然实际情可能会与本例有所差距，但还是说明了市值、市盈率对于企业市值管理的影响，市值、市盈率越高，市值管理的作用越大。

东华软件的并购说明了，一个有效的市值管理，在进行价值创造的同时，给公司带来了更多的并购机会，减少了并购成本、营业成本，还可以增强公司的反收购能力。公司在整个并购过程后，要为与并购标的顺利整合提供一个稳定的市场环境，根据市场的实时状况选择适当的方法维持自己的市值，确保公司的内在价值与外在价值相匹配。

## 3.4 并购绩效分析

### 3.4.1 并购联银通科技绩效分析

东华软件在并购联银通科技公司时，不仅利用了市值溢价为自己的并购减少了成本，还进行了分红配股，在 2008 年 5 月 28 日进行股权登记，用资本公积向股票持有者按照每 10 股转增 10 股的方式进行转增，使得股价从 2008 年 5 月 28 日的 34.39 元/股，降到了当月 29 日的 16.30 元/股。并购当时东华软件市盈率为 34.42，联银通科技市盈率为 9.22；收购完成后，2008 年年底的市盈率为 23.14。东华软件公司采用以股权作为对价的方式进行支付，股权支付的实质就是利用市值管理作为支付方式，利用公司间的市盈率的差值，运用自身高市值并购低市值标的公司，减少了并购的成本，在扩展公司规模的同时提升了公司价值。

先简单看下并购当年东华软件对并购前后的主要指标预测情况（以 2007 年 6 月 30 日为审核日），如表 3.3 所示。事务所对公司未来的盈利预测显示，并购后的公司的资产规模都有明显的增加，营业收入和净利润的增长幅度则分别为 15.01%和 33.67%；每股收益也由 0.68 元/股上升到 0.83 元/股。说明在本次交易过后，东华软件不仅扩展了自己的业务规模、优化了自身结构，还对公司的资产规模、收入以及利润等都有着提升作用，每股收益也得到提高，维护并增长了股东权益。

表 3.3 交易前后基本数据表（2006-2007）

| | 交易前 | 交易后 | 增长率 |
|---|---|---|---|
| 总资产（万元） | 96503.23 | 129467.28 | 34.16% |
| 股东权益（万元） | 59024.42 | 87525.23 | 48.29% |
| 主营业务收入(万元）(2007E) | 78069.26 | 89785.26 | 15.01% |
| 净利润（万元）(2007E） | 8789.66 | 11749.16 | 33.67% |
| 资产负债率 | 38.84% | 32.41% | -6.43% |
| 净资产收益率 | 14.89% | 13.47% | -1.42% |
| 每股净资产（元/股） | 4.56 | 6.16 | 35.09% |
| 每股收益（元/股） | 0.68 | 0.83 | 22.06% |

下面就并购宣布（以 2007 年 8 月 24 日作为宣布日）前后各 30 天的股价变化情况（剔除停牌日），分析衡量本次并购对东华软件股票持有人的价值影响。下面将采用超额收益率（AR）与累计超额收益率（CAR）的变化情况来验证本次并购的协同效应以及对股东的价值影响。

先采用资本资产定价模型计算东华软件的预期收益率 $E(R_i)$，公式为：

$$E(R_i) = R_f + \beta[E(R_m) - E(R_f)] \tag{3-1}$$

其中，对于风险系数采用剔除风险后的 2007 年 8 月 24 日到 2009 年 12 月 31 日的东华软件公司的$\beta$的平均值，查数据得$\beta$ =0.8796。$R_m$采用同一时期的中小企业板综和指数市场的平均收益率，其值为 4.2743%；$R_f$采用同一时期的十年国债利率的平均值，为 3.7479%。通过计算得出东华软件的年预期收益率为 4.2109%，则日预期收益率$E(R_i) = \sqrt[365]{4.2109\% + 1} - 1 = 0.0113\%$。接下来，AR 和 CAR 就可按照公式计算：

$$AR_i = R_i - E(R_i) \tag{3-2}$$

$$CAR_t = \sum_{i=1}^{t} AR_i \tag{3-3}$$

将计算得出的结果画成折线图，如图 3-1、3-2 所示。

两图中第 24 日表示的是并购宣告日，从图中可以明显看出，在当日东华软件的 AR 和 CAR 都有明显上升，反映了并购联银通科技对于东华软件的积极作用，以及市场上投资者对于该并购前景的看好。其中 CAR 一直处于上升趋势，直到第 38 日前后，出现下降；而 AR 则是一直处于波动状态，第 38 日也出现了大幅下降，且宣告后波动振幅大于并购宣告前。所以，东华软件的 AR 和 CAR 的波动情况在一定程度上可以反映出并购带来的效应。由于并购策略属于战略布局的一部分，这次并购的效应也会在以后的经营过程中展现出来。

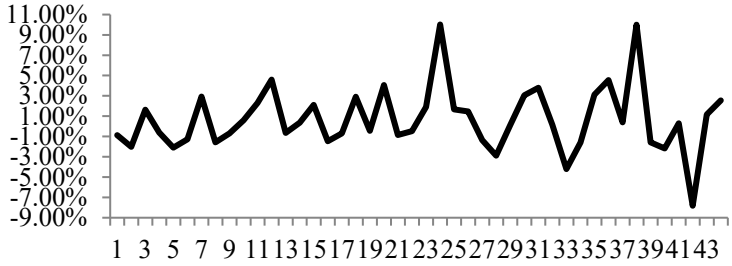


图 3-1 东华软件超额收益率（并购联银通）

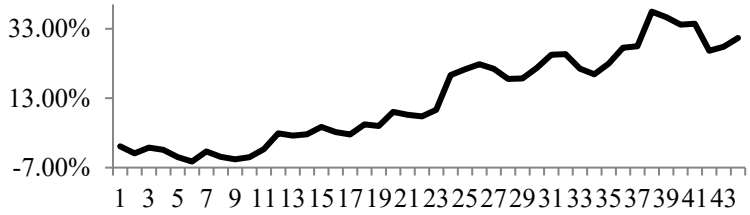


图 3-2 东华软件累计超额收益率（并购联银通）

本次并购给东华软件带来的不仅是技术能力上的提升，从表 3.1 中可以看出，也给公司的业绩的增长做出了贡献。2009 年的营业总收入达到 15.49 亿元，其三年复合的增长率达到

了 39.31%，净利润达到了 2.41 亿元，三年复合的增长率达到了 59.48%，公司业绩增长明显。净资产收益率、总资产净利率以及营业收入净利率都有所增长。而根据数据得出的速动比率却有着小幅度的降低，表明公司的偿债能力减弱，这主要是因为公司的规模在扩大，增加了在固定资产等方面的投入资金，并且多以票据作为结算方式。但公司的融资渠道良好，与合作伙伴保持长期合作关系，现金流量状况良好，总体来说，公司的偿债能力还是很好的。

并购作为上市公司进行市值管理的一种方式，此次并购应当对东华软件公司的市值造成了影响，本文将采用 EVA 指标对此进行分析。EVA，即经济增加值，该指标从股东利益角度出发，是反映在一定时期内股东从公司的经营活动中所获得的收入增加值。它与股东财富直接相关，追求经济增加值最大化，也就是在追求股东价值的最大化。下面按照《暂行办法》中的规定，运用简化的经济增加值来进行计算。其中公式中平均资本成本率依照规定设为 5.5%。

$$经济增加值 = 税后净营业利润 - 调整后资本 \times 平均资本成本率 \quad (3\text{-}4)$$

$$税后净营业利润 = 净利润 + (利息支出 + 研究开发费用调整项) \times (1 - 25\%) \quad (3\text{-}5)$$

$$调整后资本 = 平均所有者权益 + 平均负债合计 - 平均无息流动负债 - 平均在建工程 \quad (3\text{-}6)$$

从公司公布的各年报中获取数据，计算结果如表 3.4 所示。表中显示 EVA 值均为正，表示这次并购给公司创造了价值，股东价值得到了增加，并且在并购后的一年内增长幅度得到了很大的提升。说明了这次并购是成功的，公司的市值管理也有进一步提高。

表 3.4 经济增加值（2007-2009）

| | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 |
|---|---|---|---|
| 经济增加值 | 61,042,085.14 | 124,163,074.60 | 170,253,056.91 |
| EVA 增长比率 | - | 103.41% | 37.12% |

3.4.2 并购神州新桥绩效分析

东华软件公司，2009 年实现每股收益 0.57 元，以本次交易中发行股份价格 19.63 元作为股价，根据市盈率=股价/每股收益，计算得出东华软件 2009 年市盈率为 34.44；并购完成后，公司总股本为 442,286,667 股，预测 2010 年的净利润为 33,125.84 万元，根据每股收益=净利润/总股本得出，公司 2010 年预测的每股收益为 0.75 元，仍旧以发行股份价格作为股价，再根据市盈率计算公式，得出 2010 年预测市盈率为 26.17。

神州新桥公司 2009 年净利润为 3,230.81 万元，本次交易作价总额为 32,000 万元，根据市盈率=交易对价/净利润，得出公司 2009 年市盈率为 9.90；并购完成后，神州新桥 2010 年预测净利润为 3,797.11 万元，仍根据上述公式得出，公司 2010 年预测市盈率为 8.43。

在 2010 年 12 月 6 日，并购神州新桥的议案经过证监会的有条件通过时，股价为 30.85 元/股，是 2008 年收购完成后股价的 1.8 倍多。且就交易双方市盈率来看，无论是 2009 年，还是 2010 年预测的市盈率，东华软件公司的数值都大于神州新桥公司的数值，都将东华软件公司的收购能力扩大了 2 倍多。并购完成后还摊薄了公司的整体市盈率，同时东华软件公司 2010 年 11 月的市值达到了 145.38 亿元。表明了公司在运用高市盈率并购低市盈率公司时，不仅为公司节约了收购成本，也因为对赌协议的存在，激励了神州新桥更好地完成原定目标，还在并购过程中提升了市值，增强了自身的反收购能力。

下面再来分析并购宣布（以 2009 年 12 月 24 日作为宣布日）前后各 30 天的股价变化情况，分析衡量本次并购对东华软件股票持有人价值的影响。接下来将采用超额收益率（AR）和累计超额收益率（CAR）的变化情况来验证本次并购的协同效应以及对股东的价值影响。

先运用公式(3-1)计算东华软件的预期收益率 $E(R_i)$，其中，对于风险系数采用剔除风险后的 2009 年 12 月 24 日至 2012 年 12 月 31 日的东华软件公司的$\beta$的平均值，查数据得为 0.8898。$R_m$采用同一时期的中小企业板综和指数市场的平均收益率，其值为-0.3067%；$R_f$采用同一时

期的十年国债利率的平均值，为 3.5972%。通过计算得出东华软件的年预期收益率为 0.1235%，则日预期收益率$E(R_i) = \sqrt[365]{0.1235\% + 1} - 1 = 0.0003\%$。接下来，AR 和 CAR 就可按照公式(3-2)、(3-3)计算，将计算得出的结果画成折线图，如图 3-3、3-4 所示。

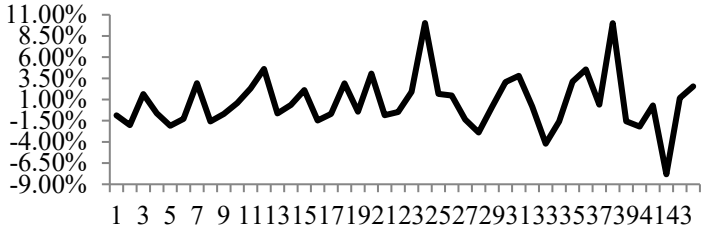


图 3-3 东华软件超额收益率（并购神州新桥）

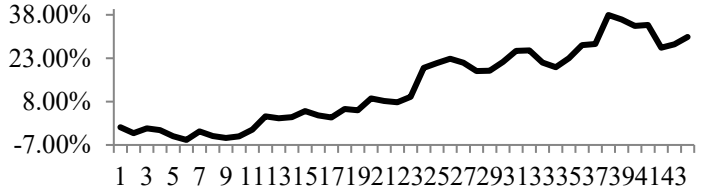


图 3-4 东华软件累计超额收益率（并购神州新桥）

在图 3-3、3-4 中第 24 日表示的是并购宣告日，从图中可以明显看出，在当日东华软件的 AR 和 CAR 都有明显上升，反映了并购神州新桥对于东华软件的积极作用，以及市场上投资者对于该并购前景的看好。其中，CAR 一直处于上升趋势，直到第 38 日前后，出现明显下降；而 AR 则是一直处于波动状态，第 38 日有一个显著的下降，且宣告后波动振幅大于并购宣告前。所以，东华软件的 AR 和 CAR 的波动情况在一定程度上可以反映出并购完成后带来的效应。由于并购策略属于战略布局的一部分，所以这次并购的效应也将会在以后的经营过程中逐步显现。

本次并购不仅完善了东华软件的产业链、增强了自身技术能力，从表 3.1 中可以看出，也给公司的业绩的增长做出了贡献。2012 年的营业总收入为 34.91 亿元，其三年复合的增长率达到了 36.63%，净利润达到了 5.69 亿元，三年复合增长率达到了 33.92%，公司业绩增长明显。净资产收益率和总资产净利率的三年复合增长率增幅不大，而营业收入净利率的增长率为负，这是因为净利润的增幅低于营业总收入的增幅，且营业成本也有明显的上升造成的。速动比率有着小幅度的提升，说明东华软件的偿债能力有着一定的增长。并购带来的财务效应也在数据中体现出来。

下面仍采用 EVA 指标来分析这次并购重组对于股东价值的影响。结合公式（3-4）、（3-5）、（3-6）和东华软件披露的 2010 年至 2012 年年报数据，计算得出表 3.5 中数据。这三年的 EVA 仍为正，表明这次并购对于股东价值的增加做出了贡献，并且之后两年的 EVA 有着一定的增长，由于经济增加值与股东价值有直接联系，这也表明股东价值也有着增长。这次的并购案例，也间接说明公司的市值管理有了更进一步的绩效。

表 3.5 经济增加值（2010-2012）

| | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 |
|---|---|---|---|
| 经济增加值 | 232,507,249.94 | 300,793,035.99 | 432,589,320.36 |
| EVA 增长比率 | - | 29.37% | 43.82% |

## 4. 总结

在 2005 年股权分制改革完成后，市值一词正式出现在中国资本市场当中，市值管理也应机而生。伴随着上市企业与投资者对市值管理内涵理解的加深，企业会采用相应的措施来提高自身市值，投资者也会越发关心企业的市值管理情况。上市企业进行市值管理，是必然趋势，而这也将成为政府未来的关心问题之一。要做好市值管理，需要在西方的理论基础上，

再结合中国资本市场上的具体情况，进一步发展市值管理的相关理论，使其更加完善，以便为上市企业进行市值管理提供良好的理论指导。

市值管理的方式有很多种，如上市、股权激励、并购、资产置换等，上市企业应当根据市场实际情况做到“相机而动”。并购属于企业战略布局的一部分，其作为上市企业外部化扩张的主要方式之一，对于市值管理也有着重要影响。本文以东华软件的两次并购为实例，简单阐述了并购对于市值的积极作用，说明了并购与市值管理之间的关系是相互影响的，并购成功会推动企业市值增长，市值增长产生的溢价又可以为公司提供更多的并购机会，提升反收购能力，两者循环互动，相互助长。

**References**

[1] Shi Guangyao, Liu Guofang, Liang Yanjun. Research on Evaluation of Market Value Management of Chinese Listed Companies[J]. Chinese Journal of Management, 2008, 1: 78-87.

[2] Shi Guangyao. Speech on September 16, 2005 at the “First Symposium on Review and Prospects of Share Reform”.

[3] Wei Jianguo, Chen Jun. Research on Market Value Management Strategy of Listed Companies[J]. Journal of Liaoning University: Philosophy and Social Sciences, 2013, 41(1): 100-107.

[4] Xia Xin, Fu Yuanlue, Chang Yeqing. Research on Sustainable Market Value Management of Listed Companies——Based on Stakeholder Perspective[J]. Contemporary Accounting Review, 2012(2).

[5] Long Shuting. New Trends in Market Value Management of Listed Companies in the Post-Financial Crisis[J]. Economist, 2011(5):87-89.

[6] Li Hongyang. The Significance, Ways and Countermeasures of Market Value Management of Listed Companies[J]. 商, 2015 (32): 122-122.

[7] Lv Fei, Gan Shengdao, Feng Yaxing, et al. Research on market value management of listed companies in China based on M&A perspective[J]. Journal of Hebei University of Economics and Business, 2016 (2016 03): 67-75.

[8] Feng Wei, Liu Xing. Research on Market Value Management and M&A of Listed Companies in the Full Circulation[J]. Journal of Business Economics, 2009(30): 64-65.

[9] Shao Shuqing. Exploration of M&A and Market Value Management of Listed Companies[J]. Business, 2013(6Z): 25-25.

[10] Guo Yanyang. Analysis of the Impact of M&A and Restructuring on the Performance of Listed Companies' Market Value Management [D]. Shanghai Jiaotong University, 2015.

[11] Shi Guangyao, Liu Guofang. New Thinking in Capital Market: Macro Market Value Management[J]. Economy, 2008 (9): 20-26.

[12] Chen Libin. Problems in the Market Value Management of China's Listed Companies and Improvement Countermeasures[J]. Journal of Hubei Institute of Technology: Humanities and Social Sciences, 2015, 32(6): 36-40.