



中国经济文库·应用经济学精品系列(二) ▶▶▶▶▶▶▶▶▶▶

高琼华◎著

中国上市公司并购绩效研究 ——以有色金属行业为例

Research on M&A Performance
of Chinese Listed Companies
— Taking the Nonferrous Metal Industry
As an Example



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

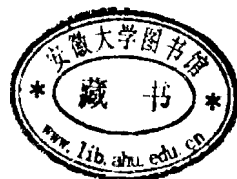


中国经济文库·应用经济学精品系列(二)

高琼华◎著

中国上市公司并购绩效研究 ——以有色金属行业为例

Research on M&A Performance
of Chinese Listed Companies
—Taking the Nonferrous Metal Industry
As an Example



 中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司并购绩效研究——以有色金属行业为例/高琼华著.

北京: 中国经济出版社, 2013. 3

ISBN 978 - 7 - 5136 - 2010 - 9

I. ①中… II. ①高… III. ①有色金属企业—企业兼并—研究—中国

IV. ①F426.32

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 258063 号

责任编辑 赵静宜

责任审读 霍宏涛

责任印制 张江虹

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印刷者 三河市佳星印装有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 10

字 数 146 千字

版 次 2013 年 3 月第 1 版

印 次 2013 年 3 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 2010 - 9/F · 9528

定 价 39.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

第 1 章 导论

- 1.1 研究背景 / 1
- 1.2 研究意义 / 7
- 1.3 研究方法 / 8
- 1.4 创新与不足之处 / 9
- 1.5 基本研究思路框架图 / 10

第 2 章 理论综述

- 2.1 并购的概念及基础理论综述 / 11
 - 2.1.1 并购的概念 11
 - 2.1.2 并购的类型 12
 - 2.1.3 并购基础理论概述 14
 - 2.1.4 企业并购的本质 19
- 2.2 并购的原因理论综述 / 21
 - 2.2.1 国外并购原因理论 21
 - 2.2.2 中国并购原因理论 25
- 2.3 纵向并购原因理论综述 / 28
 - 2.3.1 纵向并购的原因理论 29
 - 2.3.2 中国纵向并购原因理论 32
- 2.4 并购绩效的理论综述 / 33
 - 2.4.1 并购绩效的定义 33

2.4.2 并购绩效的研究意义	34
2.4.3 并购绩效的评价指标	34
2.4.4 并购绩效的评价方法	36
2.4.5 并购绩效的评价体系	40

第3章 文献综述

.....

3.1 国外并购绩效的实证研究综述 / 45
3.2 国内并购绩效的实证研究综述 / 49
3.3 纵向并购绩效的实证研究综述 / 55
3.4 述评 / 56

第4章 中国有色金属行业并购现状分析

.....

4.1	中国企业并购的发展历程及其存在的问题 / 57	
4.1.1	中国企业并购的发展历程	57
4.1.2	中国企业并购存在的问题	65
4.2	中国有色金属行业并购现状分析 / 68	
4.2.1	中国有色金属行业的发展阶段及存在的问题	69
4.2.2	中国有色金属行业并购的现状	72
4.2.3	中国有色金属行业并购的环境分析	75
4.2.4	中国有色金属行业并购的原因分析	77
4.2.5	中国有色金属行业并购的研究综述	79

第5章 中国有色金属行业上市公司并购绩效实证研究

.....

5.1 中国有色金属行业上市公司并购短期绩效实证研究 / 82

5.1.1 样本的选取	82
5.1.2 研究方法	83
5.1.3 实证过程及结果分析	83
5.1.4 中国有色金属行业上市公司短期并购绩效实证研究结论	99
5.2 中国有色金属行业上市公司并购长期绩效实证研究 / 99	
5.2.1 样本的选取	99
5.2.2 研究方法	100
5.2.3 实证过程及结果分析	101

第 6 章 中国有色金属行业并购绩效的影响因素研究

6.1 并购绩效的影响因素 / 107	
6.1.1 产业特点与并购绩效	107
6.1.2 并购溢价与并购绩效	108
6.1.3 并购支付方式与并购绩效	108
6.1.4 并购模式与并购绩效	110
6.1.5 并购公司的股权结构与并购绩效	111
6.1.6 并购公司的初始持股额与并购绩效	112
6.1.7 并购双方的相对规模与并购绩效	112
6.1.8 并购经验与并购绩效	113
6.1.9 并购关联属性与并购绩效	114
6.1.10 并购绩效影响因素的实证研究	114
6.2 中国有色金属行业并购绩效影响因素的实证分析 / 116	
6.2.1 资产专用性、资产一体化及企业规模对我国有色金属行业 并购绩效影响的实证分析	116
6.2.2 控股股东的性质对有色金属行业并购绩效的影响分析	120

中国上市公司并购绩效研究——以有色金属行业为例

第7章 中国有色金属行业提高并购绩效的措施选择

7.1 宏观政策层面 / 129

7.2 微观层面 / 132

第8章 结论

8.1 研究结论 / 137

8.2 展望 / 138

参考文献 / 139

重要术语索引表 / 151

1.1 研究背景

企业既可以通过内部扩张,也可以通过外部扩张来实现其发展的目的。在《通往垄断的寡头之路——兼并》一文中,美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒(George·J·Stigler)认为:“一个企业通过兼并其竞争对手的途径成为巨型企业是现代经济史上一个突出的现象,没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的,几乎没有一家大公司是靠内部扩张成长起来的。”^①

事实证明,企业在不断的发展壮大、逐步走向国际竞争舞台的过程中,并购竞争对手已是不可缺少的方式。纵观那些拥有上百年历史的企业,都是经历了不计其数的兼并与反兼并抗衡,才得以生存下来。

人类并购的历史最早可以追溯到 100 多年前,现在的并购研究一般将产生以来的并购活动划分为五次浪潮:第一次浪潮发生于 1895 年至 1905 年间,其特征主要是横向合并。经过合并,大约 71 个重要的寡头成了接近垄断的行业,1800 多家厂商消失了。第二次浪潮发生于第一次世界大战之后的经济衰退时期,持续时间近 10 年,此次浪潮的特征是纵向合并,合并使得 12000 多家厂商消失。第三次浪潮发生于 20 世纪的 50 年代末至 70 年代初。此次浪潮持续时间超过了前两次并购的浪潮,特征是多元化并购和混合并购。第四次与第五次浪潮发生于 20 世纪的八九十年代,在第四次浪潮

^① 乔治·J·斯蒂格勒:《产业组织与政府管制》,上海三联出版社,1989。

中出现了许多新型的收购方式,如敌意要约收购、杠杆收购等,收购的平均规模远远超过了60年代相应的交易规模。第五次并购浪潮起始于90年代中叶,而这次浪潮竟在几年的时间内达到了并购产生以来的巅峰。根据美国汤姆森金融数据公司统计数据显示,1998年全球并购交易额为2.5亿美元,比1997年上升了54%,比1996年增长了两倍。然而1999年全球企业并购交易额又比1998年增长了38%,达到了3.4万亿美元。在第五次浪潮中,产品、服务和资本市场呈现出了全球化的趋势,跨国并购开始频繁出现。整体来看,跨国并购事件的发生数量和并购金额在1987—2010年间都呈现出稳定的上升趋势,全球跨国并购交易额1987年为973.1亿美元,2001年为7304.4亿美元,2007年上升为1.64万亿美元,至2010年并购交易额达到2.4万亿美元。20多年的时间跨度,并购交易额增长了近25倍。

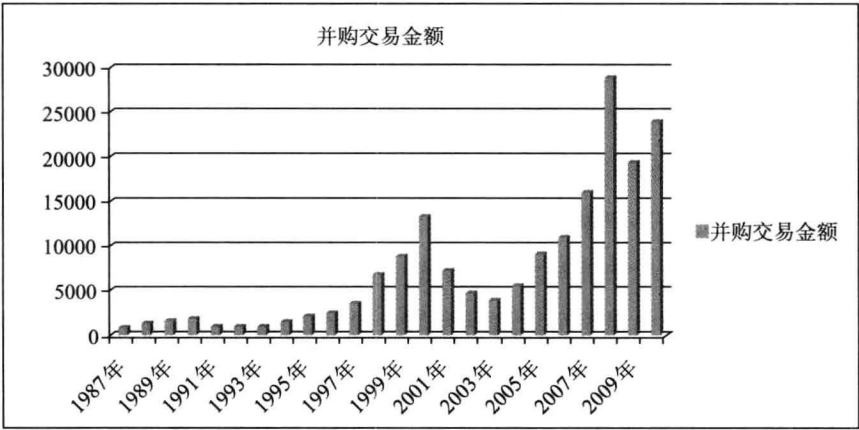


图 1-1 并购交易金额图

数据来源:UNCTAD cross-border M&A database;Thompson Finance.

现代经济中,几乎所有上市公司在贯彻、实施其战略计划的过程中,都要考虑采用兼并与收购的方式,因为它们体现了现代金融环境和经济环境中的主要力量。在我国,并购活动在上市公司中也日益频繁,大企业的并购现象已成为引人注目的经济行为。同时,上市公司中,越来越

多公司为了实现快速发展、扩大公司规模和提高公司的绩效试图使用并购方式。

中国企业兼并处于持续高涨的时期,是从20世纪90年代初到现在。中国在过去五年里的并购成交量以每年70%的速度增长,与全球公司合并增长相对应。到了90年代中期起,中国企业并购已具有了与全球第五次并购浪潮同步的主要特征,发生了质的飞跃。中国企业发展将在未来5~10年内进入兼并、收购、联合、重组的高峰期。而发达国家上百年的历程,我国证券市场作为上市公司并购的主要平台用了10多年的时间就完成了。这使得不论是市场容量、监管规则、交易手段还是上市公司的数量,都有了长期的发展潜力。同时,借助证券市场这个平台,上市公司也在不断通过并购和重组方式,实现公司产业结构的调整和资源配置的优化。

中国上市公司的并购最早出现于1993年宝安公司对延中实业的敌意收购,经过近20年的时间,并购已经成为中国企业扩规模、求发展的一种主要形式。通过一系列的数字,我们可以看到中国并购发展的轨迹:2001年发生并购470宗,交易额16.95亿美元;2002年发生并购1042宗,交易额33.80亿美元;2003年发生并购778宗,交易额30.86亿美元;2004年发生并购1265宗,交易额62.19亿美元;2005年发生并购1847宗,交易额70.87亿美元;2006年发生并购2418宗,交易额128.06亿美元;2007年发生并购3334宗,交易额165.54亿美元;2008年发生并购3799宗,交易额252.02亿美元;2009年发生并购3664宗,交易额1575亿美元;2010年中国发生并购4251宗,交易额超过2000亿美元。

从图1-2中可以看出我国上市公司近10年的并购趋势,2001—2007年间的并购金额都较为有限,从2008年开始出现较大幅度的增长,尤其在2009年,更是以跨越式的增速增长,并购交易额几近2008年的8倍。自此,我国上市公司的并购具有较强的趋势性增长。

有色金属是指除铁、锰、铬三种黑色金属以及铀、钍等25种放射性金属之外的铜、铅、锌、镍、锡等59种金属,以及硅、砷、硒、碲等5种半金属,共计64种元素。如表1-1:

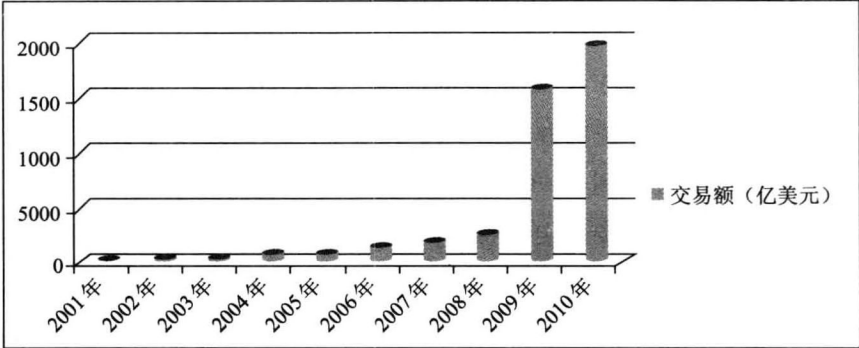


图 1-2 中国 2001—2010 年并购交易金额图

数据来源:根据网络数据收集整理。

表 1-1 有色金属元素表

金	银	铜	铁	铝	锌	铋	锡	铅	汞
钴	铀	铌	钨(钨)	镍	铂	钼	钨	铈	铉
铍	铯	铊	钽	钛	碲	钽	钼	铟	铊
钇	铷	铈	铈	钽	铈	铈	铈	铈	铈
铈	铈	铈	铈	铈	铈	铈	铈	铈	铈

在统计局的《国民经济行业分类与代码(GB/T 4754—2002)》中,有色金属行业包括有色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业两大类行业。其中有色金属矿采选业包括常用有色金属矿采选、贵金属矿采选、稀有稀土金属矿采选等三个中类行业;有色金属冶炼及压延加工业包括常用有色金属冶炼、贵金属冶炼、稀有稀土金属冶炼、有色金属合金制造、有色金属压延加工等五个中类行业。本文有色金属行业的概念按此展开,并选取样本。

表 1-2 有色金属行业分类表

类别名称		定义
有色金属采选	常用有色金属矿采选	指对铜、铅、锌、镍、钴、锡、铋、铝、镁、汞、镉、铊等常用有色金属矿的采选活动
	贵金属矿采选	指对在地壳中含量极少的金、银和铂族元素(铂、钌、铑、钇、钼、铈)矿的采选活动

续表

类别名称		定义
有色金属采选	稀有稀土金属矿采选	指对在自然界中含量较小、分布稀疏或难以从原料中提取,以及研究和使用较晚的金属矿开采、精选活动
有色金属冶炼及压延加工业	常用有色金属冶炼	指通过熔炼、精炼、电解或其他方法从有色金属矿、废杂金属料等有色金属原料中提炼常用有色金属的生产活动
	贵金属冶炼	指对金、银及铂族金属的提炼活动
	稀有稀土金属冶炼	指钨钼、稀有轻金属、稀有高熔点金属、稀散金属、稀土金属及其他稀有稀土金属冶炼、但不包括钍和铀等放射性金属的冶炼加工
	有色金属合金制造	指以有色金属为基体,加入一种或几种其他元素所构成的合金生产活动
	有色金属压延加工	指对有色金属的压延加工生产活动

资料来源:中国经济信息网(<http://www.cei.gov.cn/>)2011年中国行业年度系列报告之有色金属。

从目前全球有色金属行业的布局来看,经过多年的并购重组,绝大多数的有色金属资源为几家矿业巨头所控制,如:必和必拓、力拓、巴西 CVRD、英美集团、美国铝(Alcoa)、瑞士斯特拉塔公司(XstrataPLC)、俄罗斯铝业、中国铝业等。近年来,全球有色金属行业跨国并购的趋势越发明显,如:力拓 381 亿美元收购加拿大铝业公司超越整合后的俄罗斯铝业公司成为世界第一大铝业公司;美国麦克莫兰自由港铜金公司斥资 259 亿美元收购美国费尔普斯·道奇公司,缔造了全球最大的上市铜公司、北美地区最大的金属和矿业公司;淡水河谷兼并国际镍业等等。

我国的有色金属行业自 20 世纪 80 年代改革开放以来,尤其是近几年有了持续快速的发展,“中国因素”对全球有色金属市场的影响越来越大。我国金属产量和消费量占世界比重越来越大,10 种有色金属的产量和消费量

连续多年居世界首位。

但是在我国有色金属行业迅猛发展的过程中,一系列无法回避的问题也逐渐浮出水面:(1)矿产资源短缺矛盾日趋突出。我国虽然是全球有色金属需求最大的国家,但是国内矿产资源的保障程度却是极低的,矿产资源对外的依存度极高,原材料主要依靠进口。据预测,到2020年矿产资源需求量为:铜650万吨,铝1440万吨,铅260万吨,锌500万吨,十种有色金属总量为3000万吨。就目前来看,我国的矿产资源自给率不高,而且由于技术、生产方式落后等原因,金属回收率也远远低于世界平均水平。要走出资源短缺的困境,首先要加大对产业技术研发和技术改造的投入,采用先进适用的冶炼技术改造和淘汰落后产能,提高工艺装备水平等;其次要加大对在境内探矿、找矿的力度,加快对海外资源并购的步伐。(2)能源和环境压力加大,节能减排任务艰巨。有色金属行业是以消耗原材料和电能为生存前提的。例如,在电解铝成本中,电耗成本占比接近40%~50%。高电力成本会严重削弱企业的抗风险能力。实现与电力企业的联合,相互参股甚或控制电力企业无疑是降低电耗成本的有效路径。(3)自主创新的能力不足。有色金属企业的成本控制很大程度上有赖于技术的进步,但是在该行业多年的发展历程中,研发经费支出占主营业务收入的比重仅为0.65%,远远低于全国的平均水平,自主开发的新材料少,新合金开发方面基本是跟踪仿制国外,关键有色金属新材料开发滞后于战略性新兴产业发展需求。

因此,从增强行业抗风险能力、竞争力、及可持续发展能力来看,产业的并购重组不仅是国家政策明确的方向,也是各大有色金属生产企业近年来产业结构调整的战略选择。在整个“十一五”期间,有色金属产业经过兼并重组,形成了一批大型企业集团。目前,中国铝业公司电解铝产量年产331万吨,已成为全球第二大氧化铝和第三大电解铝生产商;江西铜业、铜陵有色、云南铜业的产量排名居世界前列。排名前十的冶炼企业占全国产量的75%。电解铝产量超过50万吨的企业有6家,产量合计达到660万吨,占全国电解铝产量的51.3%。根据国务院办公厅发布的《有色金属产业调整和振兴规划》(规划期:2009—2011年),兼并重组也将会是整个有色金属行业

在“十二五”期间产业布局的战略选择。《规划》明确指出：“坚持控制总量与优化布局相结合。根据能源、资源、环境、市场等条件，严格控制产能扩张，加快淘汰落后产能，推动上下游企业重组，支持在具有资源、能源优势的中西部地区发展深加工，优化产业布局。”“坚持企业重组与体制创新相结合。加强体制创新，消除影响企业重组的体制性障碍，为推动有色金属企业集团化发展和实现跨地区、跨行业的重组创造良好的体制环境。”

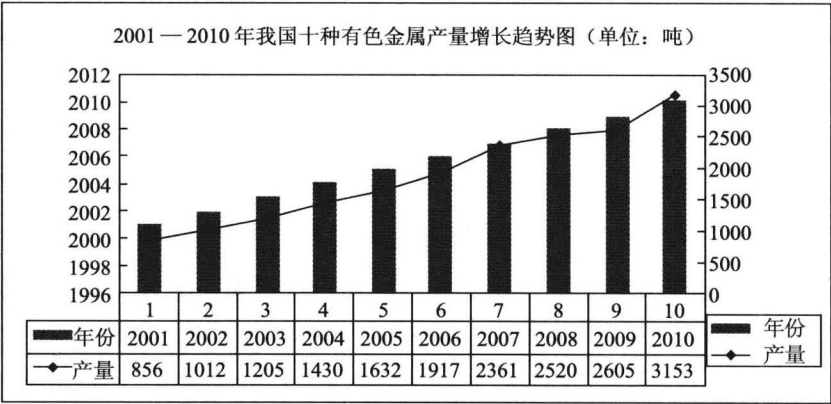


图 1-3 2001—2010 年我国十种有色金属产量增长趋势图

数据来源：中国经济信息网 (<http://www.cei.gov.cn/>) 2010 年中国行业年度系列报告之有色金属。

1.2 研究意义

我国证券市场经过近二十年的发展，已经逐步强化了资本运营理念，在上市公司中也存在较大的并购增长趋势。但并购活动呈现出的明显投机性，也说明了我国证券市场尚不成熟、不完善。因此人们质疑上市公司并购后的经营业绩，通过并购是否能真正解决问题并使公司经营绩效得到有效改善。公司并购的动机究竟是政策性重组还是基于企业长期发展的需要？管理、经营、财务的协同效应是否可以通过并购实现？公司并购后的经营绩效是否显著提高了？各国学者关注的重点问题之一，就是并购对上市公司

的绩效的影响。通过大量的实证研究,国内外学者得到了一系列有意义的结论。但我国上市公司并购后,收购方的整体绩效是否得到改善,及被收购方的绩效改善情况,从整体上讲仍值得深入研究。

国内外的理论和实践反复证明,依托资本市场的上市公司并购是现代企业成长的必由之路,也是实现技术创新和产业升级的有效途径。研究我国有色金属行业上市公司的并购绩效,找出影响并购绩效的各种因素并对其进行定量和定性分析,力求为我国有色金属行业上市公司的并购提供借鉴是我们面临的一个重要课题,对其进行研究具有重要的现实意义。

从国内外的趋势来看,并购重组是有色金属行业发展战略的必然选择。我国有色金属行业上市公司并购是近十年来的事,从我国对并购的研究来看,我国学者所做的实证研究,主要是针对所有上市公司的并购行为,针对某个行业,尤其是有色金属行业所做的研究比较鲜见。本文作者长期在有色金属行业公司工作,并参与过上市公司的并购工作。结合理论与工作实践对有色金属行业并购的进程、并购的必要性、并购的绩效、并购绩效的影响因素、并购过程中应注意的问题及其对策进行系统地研究是本文的主要目的所在。

1.3 研究方法

本文以经济学、管理学的理论为基础,研究的基本方法主要采用规范分析与实证分析法相结合、理论和实证相结合,以及定量和定性相结合。在梳理已形成的较为成熟的国内外的基础理论、研究成果的脉络时采用规范分析法;在对我国有色金属行业多年来并购绩效进行分析时采用实证分析法。在具体分析过程中,充分运用宏观与微观结合的方法、文献检索法、案例研究法、归纳整理法、演绎推理法等多种方法。实证研究过程中,主要采用事件研究法、会计指标研究分析法、因子分析法、多元线性回归法等进行并购长短期并购绩效的分析,并结合 SPSS16.0 和 EXCEL 等工具软件进行分析与判断。

表 1-3 研究方法归纳表

理论基础	经济学、管理学
研究方法	规范分析法与实证分析法相结合、理论和实证相结合
具体分析过程	宏观与微观相结合的方法、文献检索法、案例研究法、归纳整理法、演绎推理法等多种方法
实证研究过程	事件研究法、会计指标研究分析法、因子分析法、多元线性回归法等
工具软件	SPSS16.0 和 EXCEL

1.4 创新与不足之处

本论文深入有色金属行业,主要对有色金属行业上市公司纵向并购及其并购绩效进行研究。研究过程中,大量运用西方已有的理论研究成果及国内外的实证研究成果,对有色金属行业并购的原因、绩效及影响因素,同时对并购过程中可能存在的问题进行梳理并提出相应的对策。本文主要创新点如下:

1. 对有色金属行业上市公司的历史进行了梳理;
2. 结合制度经济学、生命周期理论等纵向一体化的相关理论,对有色金属行业上市公司并购的原因进行了分析;
3. 对有色金属行业上市公司并购的长短期绩效进行了实证研究,研究数据贯穿了整个有色金属行业上市公司的并购历程;
4. 利用均值方差、线性回归的方法对影响有色金属行业上市公司并购长短期绩效的因素进行了实证分析,并提出改进长期绩效的对策;

本文的不足之处在于仅运用已有的成熟的理论对有色金属行业上市公司并购的绩效及影响因素进行了实证研究,在新理论的建设方面缺乏创新。

1.5 基本研究思路框架图

