



中国企业 跨区域并购、资源流动 与长期绩效

袁学英 著

Zhongguo Qiye

ZHONGGUO QIYE
KUAQUYU BINGGOU ZIYUAN LIUDONG
YU CHANGQI JIXIAO



经济科学出版社
Economic Science Press

内蒙古自然科学基金 (项目编号:2012MS1015)

内蒙古大学高层次人才启动项目 (项目编号:30105-115103)

中国企业 跨区域并购、资源流动 与长期绩效

袁学英 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业跨区域并购、资源流动与长期绩效 / 袁学英著. — 北京: 经济科学出版社, 2014. 3

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4402 - 4

I. ①中… II. ①袁… III. ①企业兼并 - 研究 - 中国
IV. ①F279. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 042331 号

责任编辑: 李 雪

责任校对: 王肖楠

责任印制: 邱



中国企业跨区域并购、资源流动与长期绩效

袁学英 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京密兴印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 11 印张 210000 字

2014 年 4 月第 1 版 2014 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4402 - 4 定价: 39.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

序

袁学英是我指导的北京交通大学会计学专业 2011 届博士毕业生，以她博士学位论文为基础的专著即将出版，我表示祝贺。应邀为本书作一个简序是我的荣幸。

世界上各个事物是相互联系的，自然领域也好，社会领域也好。社会发展有自身的规律，探索和发现社会领域事物之间的联系和事物的发展规律，是社会科学工作者的使命。由于环境、事物及其相互作用的方式在不断变化，要找到社会发展的规律是很难的，甚至是一件几乎不可能的事情。然而通过对社会历史和发展现状的观察，不断总结并试图推断社会事物未来发展的走向，则是可能的。

随着社会科学的发展和发达，社会科学也开始分化出了各种各样的学科。围绕资源组织及其效率的经济管理领域尽管在国内外不同机构对其分类不尽一致，但从研究和人才培养等角度，分为宏观和微观这样的二分法，或者宏观、中观和微观这样的三分法，却是不争的事实。各个学科按照其地盘、按照其轨道、按照其模式和模型来解释经济管理领域的社会现象、预测和解决经济管理领域的问题。

近二三十年来，社科研究才特别鼓励交叉学科，通过学科间的合作产出创新成果，在项目指南中特别引导，研究经费给予特别倾斜。可喜的是最近教育部和财政部专门设立的“2011 协同创新”计划，也包含了一些社会科学的议题。以社会活动现象或者问题为导向的学科研究逐步改变类似“按照我们学科的观点，问题应该是这样解决的”的研究风格与研究文化。

企业并购活动的历史还没有系统的考证。市场经济发达国家学者开始较多地关注和总结企业并购活动，据说也就是从 20 世纪 60 年代开始的，至今也不过五六十年。企业并购活动，不仅仅是经济管理活动，还可能涉及或者引发其他诸如政治、军事、文化等其他社会事务。即使从经济管理领域的角度，企业并购也是横跨微观、中观和宏观领域的。最近不少研究以“经济后果”为关键词，但若从以上观点来看，其内容是打了折扣的。

袁学英的“中国企业跨区域并购、资源流动与长期绩效”研究穿透了三个维度，即区域内外的并购活动、并购活动产生的资源结构变化以及并购活动长短期时间绩效。我这里想说明的是，如果从某一个学科的角度看，这个项目似乎是某个学科的，似乎又不是这个学科的；如果拿某一个学科的严谨的逻辑来衡量这个研究，似乎还不十分严谨；如果从以上三个维度全面审视研究覆盖，还有可以进一步拓展的空间。但作为一名成长中的青年社科工作者的研究成果、一篇博士论文，我所认同和欣赏的是一项研究的多维视角、跨学科运用和研究的可拓展性。

并购研究像其他社会科学研究工作一样永无止境。祝愿袁学英的科研和教学工作成果花团锦簇！

张秋生

北京交通大学中国企业兼并重组研究中心教授

前 言

并购是企业进行外部扩张,寻找适度规模边界的重要手段,也是存量资产在企业间重新配置以及生产要素在不同企业之间重新组合的一种重要方式。本书立足于收购方企业,以我国 2004~2006 年发生的 231 起并购事件为样本(其中跨区域并购事件 101 起,区域内并购事件 130 起),以资源流动作为中间变量对跨区域并购企业的长期绩效进行了研究。通过对企业资源理论、组织学习理论以及协同效应假说的梳理,构建了跨区域并购引起资源要素流动以及资源要素流动改变企业长期绩效的机理分析框架。运用单因素方差分析法,检验了跨区域并购企业的长期绩效以及分类绩效,并且对跨区域并购企业与区域内并购企业的长期绩效进行了对比分析。同时,从资源流动的视角构建了多元线性回归模型并对并购绩效的影响因素进行了分析。以期为上市公司和投资者提供决策依据,同时为政策的制定者和监管者提供政策依据。本书的课题需求来源于内蒙古自然科学基金“资源型企业并购绩效及其影响因素研究”(项目编号:2012MS1015)以及内蒙古大学高层次人才启动项目“从资源流动的视角对并购企业的长期绩效进行实证分析”(项目编号为:30105-115103)。

本书共分为 7 章。第 1 章导论,简述了本书的研究背景和研究意义,界定了跨区域并购、资源流动以及并购绩效的基本概念,确定了本书的研究方法和研究框架。第 2 章文献综述,对跨区域并购、资源流动以及并购绩效方面的相关文献按照研究的视角、采用的研究方法以及得出的研究结论进行了综述。第 3 章相关理论分析,以资源基础理论、组织学习理论以及协同效应假说,作为研究跨区域并购、资源流动与长期绩效的理论基

础，并且从并购的层面对上述理论和假说进行了解析。第4章对跨区域并购引起资源要素流动的机理以及资源要素流动改变企业长期绩效的机理进行了分析。指出并购是一种重要的资源再配置方式，并购会引起资源要素在不同的区域之间、企业之间以及部门之间的流动。在对资源要素流动的影响因素——资源自身的属性（复杂性、专用性、兼容性、互补性）、接收方的资源接收能力、输出方的资源释放能力以及组织之间的距离（空间距离、文化距离、制度距离、技术距离、地位距离）进行分析的基础上，构建了并购引起资源要素流动的一般机理框架图，并指出了跨区域并购引起资源流动的特殊机理。并且在资源基础观的理论框架下，将并购的动因归纳为几个方面，一是获取促使企业发展壮大的互补性资源；二是获取专业化的知识以及新的技术；三是获取与企业发展相关的能力。指出了并购具有创造价值的潜能，然而只有通过并购后资源的有效整合才能使得潜在的价值创造变为现实。基于此，本书按照整合动力—整合过程—整合内容—整合业绩—财务绩效这一逻辑主线阐述了并购整合的价值创造机理。第5章对我国企业跨区域并购长期绩效进行了实证分析，并对区域内并购与跨区域并购的绩效进行了对比分析。第6章建立了多元线性回归模型，从资源流动的层面对我国并购企业的长期绩效进行了实证分析。第7章总结了本书研究的主要内容和得出的结论，并提出了需要进一步研究的问题。

本书的创新之处有：

（1）提出了从资源流动层面分析跨区域并购企业长期绩效的新研究视角。以资源流动作为中间变量，并以区域内并购企业作为对比样本，深入分析了我国企业跨区域并购的长期绩效。

（2）构建了跨区域并购引起资源要素流动进而提升企业并购绩效的机理分析框架。并购是一种重要的资源再配置方式，是价值创造的重要模式。并购会引起资源要素在不同的区域之间、企业之间以及部门之间的流动，而资源要素的流动又会引起企业长期绩效的改变。

（3）构建了多元线性回归模型，在控制了影响并购绩效的其他因素保

持不变的条件下，检验了跨区域并购以及资源要素流动这两个变量对并购长期绩效的影响，并得出了如下结论：相对于区域内并购企业而言，跨区域并购企业短期绩效显著差于区域内并购企业，长期内二者没有显著差异；固定资产比率较高企业并购后的长期绩效显著好于固定资产比率较低企业；现金持有量与并购的短期绩效负相关，与并购的长期绩效不存在显著相关关系。

袁学英

2014 年 1 月

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.2 基本概念的界定	5
1.3 研究思路、目标以及研究方法	10
1.4 本书内容框架	12
第 2 章 文献综述	16
2.1 关于跨区域并购的研究	16
2.2 关于资源流动的研究	20
2.3 关于并购绩效的研究	29
2.4 文献回顾小结	42
第 3 章 相关理论分析	44
3.1 交易成本理论	44
3.2 资源基础理论	47
3.3 组织学习理论	53
3.4 协同效应假说	58
3.5 本章小结	66

第4章 跨区域并购引起资源要素流动进而提升企业并购绩效的机理	67
4.1 基于资源基础理论 (RBV) 的价值创造模式	67
4.2 跨区域并购引起资源要素流动的机理	74
4.3 资源要素流动改变企业长期绩效的机理	82
4.4 研究假设的提出	89
4.5 本章小结	93
第5章 我国企业跨区域并购长期绩效的实证分析	95
5.1 研究设计	95
5.2 跨区域并购总体实证分析	102
5.3 跨区域并购分类实证分析	105
5.4 跨区域并购与区域内并购长期绩效的对比分析	110
5.5 本章小结	118
第6章 从资源流动的视角对我国并购企业的绩效进行实证分析	120
6.1 研究变量的选取与多元回归模型的建立	120
6.2 实证检验与结果分析	129
6.3 本章小结	140
第7章 研究结论与展望	142
7.1 研究结论	142
7.2 研究局限性	146
7.3 研究展望	147
参考文献	148
后记	167

第 1 章

导 论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

并购是证券市场永恒的主题。从宏观上看，并购是实现产业结构调整，合理配置资源的重要手段；从微观上看，并购是企业寻求发展的重要途径之一。企业的发展壮大主要通过两种途径，一是内部成长，是指公司在保持现有资本结构的情况下，依靠自身的力量，通过整合公司现有的内部资源，进而提高资源的利用效率来实现公司成长的目标。二是外部扩张，主要是指公司通过吸收外部资源来实现企业的扩张，主要的外部扩张方式有联盟和并购。从国际经验看，要实现企业规模的扩大和整体实力的

增强，并购是一条快速有效的路径。正如美国著名经济学家乔治·施蒂格勒（George J·Stigler）所说的那样，“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的并购而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是依靠内部扩张成长起来的”^①。国内的相关研究也发现，在通过内部投资或并购获得的增长中，一定时期内有42%的增长是通过并购来实现的，而且并购获得的新增长与以前通过并购获得的增长之间呈正相关，这表明并购会随着时间的延续而成为公司坚持的扩张战略^②。

特别是随着2006年的新《公司法》、新《证券法》、新《上市公司收购管理办法》的相继出台，2007年证监会又集中发布了6部法规及规范性文件，集中规范上市公司并购重组行为以及2008年《上市公司重大资产重组管理办法》和《商业银行并购贷款风险管理指引》的出台，为全流通时代的并购市场制定了新的规则，大大增强了上市公司并购的可操作性，这无疑会进一步刺激我国企业的并购需求，推动并购市场的繁荣。

从2002~2009年，我国企业并购的数量和金额整体而言呈现上升趋势，如表1-1所示。2011年1月5日，中国领先的投资咨询机构投中集团（China Venture）发布报告，根据其旗下数据库产品CV Source统计显示，2010年共披露涉及中国企业并购案例2656起（以涉及标的企业数量计，下同），其中披露金额的案例为2057起，交易金额达1696.43亿美元，无论是从披露案例的数量来看还是从交易金额来看，都达到了历史最高水平。

表1-1 2002~2009年并购规模一览表

年份	交易数量（笔）	交易金额（万元）
2002	951	7777672
2003	934	9230755
2004	1541	21168660
2005	1219	13231970

① 乔治·施蒂格勒著．产业组织与政府管制 [M]．上海人民出版社，1996：3．

② 张衡．并购、资源整合与企业成长 [J]．经济学家，2003（0）：113．

续表

年份	交易数量（笔）	交易金额（万元）
2006	1788	30745709
2007	1773	44097368
2008	1441	48881190
2009	1508	59645414

资料来源：中国企业并购数据库。

在企业并购浪潮涌起的同时，并购活动也日益引起了理论界和实务界的关注，而有关并购重组的绩效研究更是关注的重要内容之一。公司并购能否给收购企业带来正的绩效？绩效的大小会受到哪些因素的影响？对这些问题的回答关系到企业今后并购行为模式的选择，也将为我国相关政策的制定提供参考。国内外学者基于上市公司并购活动这一课题进行了大量的研究，但由于受到各种因素的影响，现有的研究没能达成一致的结论。并购的绩效问题一直是学术界争论的焦点，争论不仅表现在结论上，还表现在研究方法上。

投资环境是吸引投资、促进经济增长的决定性因素，相应地，也将对企业的并购行为产生影响。我国内部不同地区之间，由于区域位置的差异、资源禀赋的不同以及经济发展的不平衡性等原因，表现为对外部投资的吸引力也具有明显的差异性，因此，我国企业的并购活动在区域分布上呈现出明显的地域积聚性。潘红波等（2008）以及方军雄（2009）均认为，由于地方保护主义的存在，企业进行异地并购困难重重，但随着市场化程度的提高，异地并购的障碍得到了有效的缓解。近年来，跨区域并购的数量和金额均呈现出不断上升的态势，特别是到2009年的时候，我国企业跨区域并购无论是从交易数量来看，还是从交易金额来看，均超过了同区域并购企业。这在一定程度上说明：制约并购活动的地方保护主义现象较之前年度已经出现了明显的改观。那么，跨区域并购企业的绩效如何？与同区域并购企业相比，是否可以在更大程度上改善企业的绩效呢？本书尝试着从资源流动的视角来研究我国企业跨区域并购的长期绩效。

1.1.2 研究意义

并购是企业扩张和发展的有效手段，也是资源优化配置和产业结构升级的重要途径。并购将引起资源要素在企业间流动，也将引起资源要素在区域间的流动，资源流动从宏观角度分析能够改变地区的资源禀赋，推动地区产业的发展和产业结构的优化，从而影响区域经济结构，进而改变经济增长方式，带动区域经济的发展；从微观角度分析可以实现资源在企业间的互补和共享，进而改变企业的绩效。

纵观并购的研究史，国内外学者对并购的研究主要是围绕并购动因和并购绩效这两个方面来展开分析的，并购动因的研究相对成熟，基本上形成了比较一致的理论体系，而对于并购绩效的研究，无论是绩效衡量方法还是研究结果均存在很大的差异。近年来，关于企业并购绩效问题的研究，西方学者主要是围绕着并购绩效理论、并购绩效评价方法和实证研究这三个方面来展开的。在我国，较多的研究是运用国外并购绩效评价方法对我国企业并购绩效进行实证分析，而且现有的研究大部分是从市场、企业披露的外部信息角度进行研究，鲜有从企业内部的资源层面的微观角度来研究并购绩效。随着经济的发展，资源流动已经成为当今社会非常普遍的现象，现有的关于资源流动的研究，主要是利用经济学和资源科学对资源流动进行一般理论性研究，也有少数学者从力的角度来探讨资源流动的本质和机制，但其研究主要集中在资源流动的一般规律的分析。本书在深入研究企业并购理论的基础上，将企业资源理论引入并购领域，尝试从资源流动的视角来研究企业跨区域并购的长期绩效，探索企业跨区域并购将会引起资源要素怎样的流动以及资源要素的流动又是如何改变企业的长期绩效的。目前关于企业跨区域并购的研究尚处于起步阶段，现有的研究文献对跨国并购的关注较多，主要集中于跨国并购对东道国具有资本积累、技术进步、产业结构升级、人力资源优化、出口竞争力提升和制度变迁等效应。本书试图在一定程度上丰富并购的基础理论成果，拓展并购绩效研究的视野，为制定投资等经济政策和企业投资战略提供参考。

1.2 基本概念的定义

1.2.1 跨区域并购

1. 并购

并购（Merger and Acquisitions, M&A）是兼并与收购的简称，而兼并与收购在法律上属于不同的经济活动，因而就有了分别的定义。兼并泛指两家或两家以上公司的合并，原公司的权利与义务由存续（或新设）公司承担，一般是指在双方的经营者同意并得到股东支持的情况下，按法律程序进行的合并。兼并具有两种形式：吸收合并和新设合并。吸收合并是指一家公司和另一家公司合并，其中一家公司从此消失，另一家公司则为存续公司。新设合并是指两家或两家以上公司合并，另外成立一家新公司，成为新的法人实体，原有公司不再继续保留其法人地位。收购是指一家企业购买另一家企业的资产、营业部门或股票，从而居于控制地位的交易行为。收购可以进一步分为资产收购和股份收购。资产收购是指买方企业购买卖方企业的部分或全部资产的行为；股份收购是指买方企业直接或间接购买卖方企业的部分或全部股票，并根据其权益与其他股东共同承担卖方企业的所有权利与义务。

兼并与收购往往交织在一起，很难严格区分开来，因此学术界和实务界都习惯于将两者合在一起使用，简称并购。威斯通教授等人在其代表作《兼并、重组与公司控制》中，放弃了兼并（mergers）一词，改为接管（takeovers），并认为兼并和收购是达到接管的两种形式。

本书赞同张秋生教授对并购概念的定义，“即并购是以商务控制权为标的的交易。第一并购是一种交易活动。交易属于市场经济活动。作为一项交易，至少需要买方、卖方、标的及其价格四个基本要素，并购符合交

易基本要素的规定。第二并购是一种复杂交易活动，且交易对象独特。并购作为一项交易有别于其他交易活动，其他交易活动的标的是单一资源，例如产品（劳务）、人力资源、技术、资本等，交易场所为产品市场或者要素市场。而并购交易对象则为商务控制权。商务控制权是对要素资源集合的控制权，交易场所在股票市场等产权交易市场为主的公司控制权市场。第三并购活动是企业外部发展方式之一，是新建投资、联盟等战略活动的替代。”^①

商务控制权以资产、能力两者的结合为目标，但是能力不脱离资产单独存在。资产可以直接交易，能力交易通过资产交易实现。资产类要素活性低，因而交易效果的杠杆程度低，风险程度也低；能力交易活性高，交易效果的杠杆程度高，风险程度也高。

2. 区域

“区域”一词在区域经济学理论中，既是一个实体的概念，又是一个抽象的观念上的空间概念，往往没有严格的范围和界线。目前对区域的划分主要有三分法和六分法，三分法将我国区域划分为：东部地区、中部地区和西部地区，六分法将我国区域划分为华北、华东、中南、西南、西北和东北地区。本书采用六分法，即将我国划分为：华北、华东、中南、西南、西北、东北六个区域。本书所称华北地区是指北京、天津、河北、内蒙古、山西五省市。华东地区是指上海、安徽、福建、江苏、江西、山东和浙江七省市。中南地区包含广东、广西、海南、河南、湖北和湖南六省。西南地区包含重庆、贵州、四川、西藏和云南五省市及自治区。西北地区是指甘肃、宁夏、青海、陕西及新疆五省及自治区。东北地区是指东三省，即黑龙江、吉林和辽宁。

3. 跨区域并购

本书所研究的跨区域并购是指企业跨华北、华东、中南、西南、西

^① 张秋生. 并购学：一个基本理论框架 [M]. 中国经济出版社，2010：7.

北、东北上述六大区域所发生的并购，即收购方企业与标的企业的经营地分属于上述不同区域的企业间发生的并购。

1.2.2 资源流动

1. 资源

资源是组成企业的基本单元。按照资源基础理论的观点，企业是资源的集合体，资源是企业持续竞争优势的来源。但是并非所有资源都是持续竞争优势的来源，只有同时具备价值性、稀缺性、不完全模仿性和不可替代性的资源才有可能成为企业持续竞争优势的来源。本书借鉴张金鑫（2005）对资源的分类方法，将企业的资源分为资产、能力和知识三个层次，资产包括实物资产、金融资产、人力资产和无形资产；能力是企业综合运用资产、协调内外部关系的技能，是企业知识的集合。知识不同于能力。首先，知识与能力虽然都是无形资源，但能力是关于如何做的知识，是一种知识性资源；知识是关于为什么这样做的理念，是一种规则性资源。其次，知识差异是引起并购中组织问题的主要方面，是影响并购绩效的重要障碍和负面因素，而能力互补则往往是并购绩效的积极影响因素，因而知识与能力在功能上存在本质差异。

总之，资源可以区分为资产、能力和知识，并且在并购中这三者的转移难度大体上呈递增次序。另外，如同能力影响资产的利用效率一样，知识也影响能力的利用效率，并且这种影响是双向的，形成资产、能力和知识相互作用和影响的关系。

2. 资源流动

成升魁（2005）指出：“资源流动是指资源在人类活动作用下，资源在产业、消费链条或不同区域之间所产生的运动、转移和转化。它既包括资源在不同地理空间资源优势的作用下发生的空间位移（所谓横向流动），也包括资源在原态、加工、消费、废弃这一连环运动过程中形态、功能、