

中国上市公司并购绩效评价及其影响因素研究

魏成龙 周士元◎著



企业管理出版社

ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

中国上市公司并购绩效评价及其影响因素研究

魏成龙 周士元◎著



企业管理出版社

ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司并购绩效评价及其影响因素研究 / 魏成龙, 周士元著. —北京: 企业管理出版社, 2013. 6

ISBN 978 - 7 - 5164 - 0388 - 4

I. ①中… II. ①魏… ②周… III. ①上市公司—企业合并—企业绩效—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 113278 号

书 名: 中国上市公司并购绩效评价及其影响因素研究

作 者: 魏成龙 周士元

责任编辑: 刘一玲 崔立凯

书 号: ISBN 978 - 7 - 5164 - 0388 - 4

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100048

网 址: <http://www.emph.cn>

电 话: 总编室 68701719 发行部 68414644 编辑部 68701322

电子信箱: 80147@sina.com zbs@emph.cn

印 刷: 北京媛明印刷厂

经 销: 新华书店

规 格: 880 毫米 × 1230 毫米 32 开本 8.5 印张 190 千字

版 次: 2013 年 6 月第 1 版 2013 年 6 月第 1 次印刷

定 价: 28.00 元

版权所有 翻印必究 · 印装有误 负责调换

前 言

并购是企业的一种自愿的和有偿的产权交易活动，它已经逐渐成为企业追求价值最大化、提高发展效率的有效资本运作模式。随着经济全球化的发展，全球并购活动愈演愈烈。纵观现代经济，大部分企业都是通过并购这种方式发展壮大的。在转轨中的新兴市场，企业在经营的长期稳定性、财务管理的研究程度、技术创新的持续度、产品的更新换代以及适应市场经济的能力等方面，往往不够理想。因此怎样通过合理和有效的企业并购，实现经济结构的优化和产业升级，完善公司的治理结构，吸引投资者以及活跃证券市场，一直是政府、企业管理者、学术界以及广大投资者共同关注的重要课题。

从我国的情况来看，上市公司的并购数量呈现逐年上升的趋势。据统计，我国企业的并购数量已经由1997年的150起增长到2011年的3998起，总交易金额也明显增加，从最初的不足亿元发展到现在的数万亿元人民币，企业并购对于我国企业的发展起到了相当重要的作

用。现阶段我国上市公司的并购呈现出模式多样化和领域广泛化等特点,民间资本以及外资资本大范围地进入市场,使企业并购无论在理论上还是实际操作上都得到很好的发展和运用。在我国企业并购蓬勃发展的过程中,由于历史、制度以及自身的诸多因素,企业在并购过程遇到了很多问题,并购的效果也并不理想。因此对并购绩效的深入研究更具有相当重要的现实意义。目前,国内外学者对并购的研究主要集中在企业并购前后业绩的变化上,但是对影响企业并购绩效变化的影响因素进行深入细致的研究则相对偏少,而使用的研究方法也以传统的研究方法居多,能够根据研究方法的特点进行相应改进的则更少。因此使用改良的分析方法对上市公司的并购绩效以及影响因素进行细致、深入和彻底的研究,对相关立法机构以及公司管理者制定相应的政策和操作建议都起到了指导作用。

基于上述考虑,本书在对并购相关理论、分析研究方法和现有实证分析结论进行研究的基础上,通过分析我国上市公司并购动因、方法等,利用因子分析法和数据包络分析法对我国上市公司并购的整体绩效和影响因素进行了实证研究,以期为政府、企业所有者、管理者和投资者提供相应的政策和操作建议,促进我国上市公司合理、有效地进行并购,提高资本配置的效率。

本书共分五章:第一章绪论,主要介绍了选题背景、

研究意义以及研究目的,并确定主要的研究思路、研究方法、主要内容以及文章结构;第二章首先对相关概念重新进行了界定,然后对相关理论和实证研究方法以及影响并购绩效的因素按照各种视角进行梳理,并确定了本研究的切入点和可能的创新点;第三章基于相关理论和研究结果,提出符合中国上市公司并购特征的综合绩效评价模型,基于因子分析法和数据包络分析法构建绩效评价指标体系;第四章首先基于相关理论提出假设,然后以2003年至2007年我国上市公司发生的典型并购活动为研究样本,运用因子分析和数据包络分析相结合的方法对并购的绩效以及影响并购绩效的因素进行实证研究,并通过分析对假设进行验证;第五章归纳总结本书的研究结论,并针对我国企业并购活动中的问题提出相应的政策建议和改进办法。

本书得出的主要结论如下:

(1) 中国上市公司经过并购,总体绩效没有得到明显改善,总绩效反而出现下降,本书对所有样本并购绩效的下降程度进行了统计意义上的显著性检验,大多数都通过了显著检验。

(2) 从对行业的相关程度来分析,纵向并购绩效的研究结果表明是有效的,上市公司发生纵向并购的整体绩效呈现出先降后升的态势。总体来说,纵向并购与横向并购的绩效要优于混合并购。

(3) 从上市公司所处的产业类型来看,成熟产业、发展产业和成长产业的上市公司的并购绩效要好于衰退产业。

(4) 从不同行业上市公司的并购绩效来看,样本公司所属的行业分布非常集中,主要集中在制造业。样本公司各行业间的并购绩效均存在差异,其中传播与文化类以及批发和零售贸易类上市公司的并购绩效相对较好,可以说取得了会计报表上的成功。制造业和非制造业上市公司的并购绩效无显著差异。

(5) 从支付方式选择的角度来看,选择现金支付上市公司其并购绩效要好于其他支付方式。

(6) 从并购交易是否为关联并购的角度来看,非关联并购的绩效要优于关联并购的绩效。

(7) 从收购企业的标的性质来看,资产收购的绩效好于股权收购。

(8) 从是否为第一大股东并购的角度来看,非第一大股东并购的绩效要优于第一大股东的并购绩效。

总体来讲,本书在前人取得的成果基础上对企业的并购绩效进行了更加深入和细致的研究,从一个全新的高度来考虑实证分析方法的优化问题,通过对现有的企业并购绩效评价方法进行有效的改进和拓展,提高了实证分析方法的合理性和可操作性,本书的研究提出了新的实证研究思路,也间接地丰富了企业并购理论,因此

具有一定的理论意义和现实意义。

本书是在魏成龙教授指导下，在周士元博士论文的基础上完成的，在写作过程中耿明斋教授、刘占军教授、杨松贺教授、王性玉教授、李新功教授等专家提出了许多修改意见，在此表示感谢。

作 者

2012年12月

目 录

前 言/1

第一章 绪 论/1

一、研究背景和问题的提出	1
(一) 研究背景	1
(二) 提出问题	8
二、研究目的和研究意义	11
(一) 研究目的	11
(二) 理论意义	13
(三) 实践意义	15
三、研究思路及全书框架	17
(一) 研究对象	17
(二) 研究思路	18
(三) 结构安排与框架	19
四、研究方法及技术路线	22
(一) 研究方法	22
(二) 技术路线	25
五、研究创新点	25

第二章 上市公司并购绩效研究评述/27

一、相关概念界定	27
(一) 并购概念的界定	27
(二) 并购绩效概念的界定	30
(三) 并购绩效评价标准	33
二、国内外并购绩效理论研究综述	35
(一) 国外并购绩效理论研究综述	35
(二) 国内企业并购绩效理论研究综述	39
(三) 小结	44
三、国内外并购绩效实证研究结果综述	44
(一) 基于事件研究法的研究结果	45
(二) 基于会计研究法的研究结果	51
(三) 基于临床诊断研究法的研究结果	57
(四) 基于问卷调查法的研究结果	60
(五) 基于其他评价方法的研究结果	64
(六) 企业并购绩效的评价方法评述	70
四、上市公司并购绩效影响因素分析	73
(一) 支付方式与并购绩效的关系	73
(二) 并购行业的相关程度与并购绩效的关系	76
(三) 并购企业的成长性与并购绩效的关系	78
(四) 并购企业的持股结构与并购绩效的关系	80
(五) 交易态度与并购绩效的关系	82
(六) 政府行为与并购绩效的关系	82

(七) 影响并购绩效的其他因素	85
五、文献评述	86

第三章 上市公司并购绩效评价模型构建及指标选择/87

一、引 言	87
二、分析方法概述	89
(一) 因子分析法	90
(二) 数据包络分析 (DEA) 法	91
三、并购绩效评价模型构建	94
(一) 基于因子分析的绩效评价模型	94
(二) 基于数据包络分析 (DEA) 的绩效评价模型	98
(三) 本研究的上市公司并购绩效模型	105
四、并购绩效评价指标体系的构建	106
(一) 上市公司并购绩效评价指标选取原则	107
(二) 因子分析指标的选取	108
(三) DEA 评价指标的选取	115
(四) 应用软件和统计方法说明	116

第四章 上市公司并购绩效实证分析/118

一、研究设计和结论假设	118
(一) 研究设计	118
(二) 提出假设	118
二、研究数据的获取与描述	122
(一) 数据的获取	122

(二) 研究样本选择	123
(三) 数据统计描述	127
三、基于因子分析法的上市公司并购绩效实证分析	130
(一) 指标同向化和标准化处理	131
(二) SPEARMAN 相关性检验	132
(三) 计算相关系数矩阵	135
(四) 因子个数确定	138
(五) 旋转因子载荷矩阵	146
(六) 计算因子得分	155
(七) 计算综合得分	160
四、基于 DEA 分析法的上市公司并购绩效实证分析	161
(一) 数据无量纲化	161
(二) 确定 DMU 集合	162
(三) 改进 C^2R 模型 DMU 集合排列	162
(四) 计算整体样本绩效指标值	164
五、实证研究结果及假设检验	165
(一) 总体并购绩效假设检验	165
(二) 不同行业相关度并购绩效假设检验	171
(三) 不同产业类型并购绩效假设检验	178
(四) 不同行业类型并购绩效假设检验	181
(五) 不同支付方式的并购绩效假设检验	188
(六) 是否发生关联交易并购绩效的假设检验	191
(七) 不同收购标的并购绩效的假设检验	194
(八) 是否第一大股东并购绩效的假设检验	196

第五章 研究结论、政策建议及研究展望/200

一、主要结论	200
二、政策建议	205
(一) 利用政府行为对并购进行适度且正确的引导	205
(二) 从行业角度完善上市公司并购的外部环境	211
(三) 寻找提高上市公司并购绩效的正确途径	214
三、研究的局限性	225
四、后续研究展望	226

参考文献/229

表目录

表 1-1	全球、中国并购数量和金额	2
表 2-1	兼并与收购的一般结构	30
表 2-2	著名信息咨询公司对企业并购的 成功率进行的统计研究结果	37
表 2-3	国外学术界采用问卷调查法的研究结果汇总	62
表 2-4	上市公司并购绩效评价矩阵	68
表 3-1	原始输入输出指标	98
表 3-2	新输入输出指标	99
表 3-3	企业绩效评价指标体系	108
表 3-4	具体财务指标说明	113
表 4-1	按不同证券交易所划分的样本描述	128
表 4-2	全体样本基本描述统计结果表	128
表 4-3	Spearman 相关性分析 (简表)	132
表 4-4	上市公司并购第 $t-2$ 年 KMO 和 Bartlett 检验结果	136
表 4-5	上市公司并购第 $t-1$ 年 KMO 和 Bartlett 检验结果	136

表 4-6	上市公司并购第 t 年 KMO 和 Bartlett 检验结果	137
表 4-7	上市公司并购第 $t+1$ 年 KMO 和 Bartlett 检验结果	137
表 4-8	上市公司并购第 $t+2$ 年 KMO 和 Bartlett 检验结果	137
表 4-9	上市公司并购第 $t+3$ 年 KMO 和 Bartlett 检验结果	138
表 4-10	上市公司并购第 $t+4$ 年 KMO 和 Bartlett 检验结果	138
表 4-11	总方差贡献值 ($t-2$ 年)	139
表 4-12	总方差贡献值 ($t-1$ 年)	140
表 4-13	总方差贡献值 (t 年)	141
表 4-14	总方差贡献值 ($t+1$ 年)	142
表 4-15	总方差贡献值 ($t+2$ 年)	143
表 4-16	总方差贡献值 ($t+3$ 年)	144
表 4-17	总方差贡献值 ($t+4$ 年)	145
表 4-18	旋转后的因子载荷矩阵 ($t-2$ 年)	146
表 4-19	旋转后的因子载荷矩阵 ($t-1$ 年)	147
表 4-20	旋转后的因子载荷矩阵 (t 年)	148
表 4-21	旋转后的因子载荷矩阵 ($t+1$ 年)	150
表 4-22	旋转后的因子载荷矩阵 ($t+2$ 年)	151
表 4-23	旋转后的因子载荷矩阵 ($t+3$ 年)	152
表 4-24	旋转后的因子载荷矩阵 ($t+4$ 年)	154
表 4-25	成分得分系数矩阵 ($t-2$ 年)	156

表 4-26	成分得分系数矩阵 ($t-1$ 年)	156
表 4-27	成分得分系数矩阵 (t 年)	157
表 4-28	成分得分系数矩阵 ($t+1$ 年)	158
表 4-29	成分得分系数矩阵 ($t+2$ 年)	158
表 4-30	成分得分系数矩阵 ($t+3$ 年)	159
表 4-31	成分得分系数矩阵 ($t+4$ 年)	160
表 4-32	输入输出表	163
表 4-33	绩效指标值	164
表 4-34	标准后的绩效指标值	164
表 4-35	样本公司的综合评价得分	165
表 4-36	并购总体绩效多重比较	169
表 4-37	不同行业并购绩效均值比较	175
表 4-38	不同行业相关度并购的多重比较	177
表 4-39	产业类型表	178
表 4-40	不同产业并购绩效均值比较	179
表 4-41	不同产业企业并购绩效的多重比较结果	180
表 4-42	行业分类统计表	182
表 4-43	发生并购事件的制造业上市公司详细分类表	183
表 4-44	不同行业并购绩效均值比较表	183
表 4-45	制造业和非制造业并购绩效均值比较	187
表 4-46	不同收购标的的并购绩效的多重比较	188
表 4-47	不同支付方式的样本容量	189
表 4-48	不同支付方式的绩效得分均值表	189
表 4-49	不同支付方式的绩效得分多重比较	190

表 4-50	样本容量	191
表 4-51	关联交易的年份比较	192
表 4-52	关联并购和非关联并购的均值比较	192
表 4-53	不同并购标的的并购绩效多重比较	193
表 4-54	不同收购标的的样本容量	194
表 4-55	不同收购标的的均值比较	195
表 4-56	不同标的性质的多重比较	196
表 4-57	是否第一大股东并购的样本容量	197
表 4-58	两种类型的绩效均值比较	197
表 4-59	两种类型绩效得分的多重比较	199