

不完全信息条件下双主并方
动态合作的并购策略研究

穆庆榜 著

非外借



科学出版社

不完全信息条件下双主并方 动态合作的并购策略研究

穆庆榜 著

本书受国家自然科学基金项目“基于动态合作博弈的多主并方并购策略研究”(项目编号: 71403081), 河南工业大学人文社会科学创新人才培育项目“河南省粮油企业兼并重组策略研究: 基于产业融合与动态合作博弈的视角”(项目编号: 2014SKCX02)等的资助

科学出版社

北京

内 容 简 介

本书从合作博弈的视角出发,运用实物期权方法和最优停时理论,求解了双主并方动态合作情形下的最佳报价与还价策略、最优持股策略,以及最佳并购时机。在此基础上,通过严谨的实验,对以上相关理论研究的结论进行了验证。本书用语朴素,表达精炼,又不失专业性和科学性,是国家自然科学基金项目研究的阶段性成果之一;既有理论分析,又有验证性研究,其研究发现具有较强的可操作性;既能满足对企业并购与重组、风险投资和金融工程等专业知识的读者需要,也能为专业机构和学者提供直接参考。

本书不仅适用于企业并购与重组相关专业的大学教师、博士生、硕士生和本科高年级学生,还能为首席执行官、首席财务官、高级管理人员及政府部门的决策者提供直接参考。

图书在版编目(CIP)数据

不完全信息条件下双主并方动态合作的并购策略研究/穆庆榜著. —北京:科学出版社, 2018.8

ISBN 978-7-03-055907-4

I. ①不… II. ①穆… III. ①企业兼并—研究 IV. ①F271.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第306181号

责任编辑:陶璇/责任校对:贾伟娟

责任印制:吴兆东/封面设计:无极书装

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

北京虎彩文化传播有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

2018年8月第 一 版 开本:720×1000

2018年8月第一次印刷 印张:13 1/4

字数:262 000

定价:92.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)



前言

企业并购活跃与并购失败率居高不下并存的现象由来已久,从 1897 年美国第一起并购到 20 世纪 90 年代兴起的第五次并购浪潮,从 1993 年中国宝安集团股份有限公司收购上海延中实业股份有限公司的第一起并购到 2013 年双汇集团的跨国并购,美国 100 多年的并购历史和中国 20 多年的并购经历表明,几乎没有一家公司不是通过某种程度与某种形式的兼并成长起来的,人类已经多次认识到企业并购对企业成长、国民经济增长与社会发展的巨大冲击和推动作用。近几十年来企业并购不但发生得越来越频繁,而且涉及的行业、领域与市场也越来越广泛。然而,由于缺乏科学、系统和具有可操作性的并购策略作指导,并购失败的案例也在以相同的速度增长,可以说并购失败已经成为当代经济一个无法根治的顽疾,世界经济正承受着由并购失败带来的一系列经济与社会问题。

因此,系统深入地研究企业并购策略,同时考虑企业利润单因素驱动并购、企业利润和企业社会责任协同驱动并购这两种并购情形,找出能够涵盖整个并购流程的系统、科学、行之有效且具有较强可操作性的并购策略,将企业并购的外部性纳入并购策略分析框架,体现企业并购的国民经济价值和社会责任价值,并对其合理性和应用价值进行验证已迫在眉睫。遗憾的是,目前国内外关于并购策略的研究不足,对企业利润和企业社会责任驱动下并购策略制定与实施的内在机理揭示,尤其是对多主并方动态合作的并购中如何合作、如何制定融资策略、如何整合以及如何对并购策略的合理性和应用价值进行验证等问题研究不足。在中国央企并购重组加速的当下,开展本书的研究仍具有重要的应用价值。

作者于 2013 年师从西安理工大学扈文秀教授攻读博士学位,在扈老师的精心指导下,较为深入、系统地对不完全信息条件下双主并方合作并购的策略问题展开研究,并有幸获得了各类项目的支持,如国家自然科学基金项目“基于动态合作博弈的多主并方并购策略研究”(项目编号:71403081)、河南工业大学人文社会科学创新人才培育项目“河南省粮油企业兼并重组策略研究:基于产业融合与

动态合作博弈的视角”(项目编号:2014SKCX02)等项目。同时还获得了河南省软科学项目、河南省教育厅人文社会科学研究项目和河南工业大学高层次人才基金项目的支持,这些项目研究为本书的出版奠定了坚实的基础。

本书的顺利出版得益于许多前辈、同仁和朋友的帮助,在此表示衷心的感谢。感谢国家自然科学基金委员会、河南省教育厅和河南工业大学给予的不同形式的资助、指导和支持。感谢西安理工大学扈文秀教授,正是由于他的悉心指导和帮助,作者才得以对该领域的前沿问题获得较为清晰的认识。衷心感谢河南工业大学李利英教授、魏明侠教授对本书的跟踪指导,同时感谢肖开红博士和王晓刚博士为本书提出的许多宝贵的修改建议。此外,本书也得到了河南工业大学在读MBA(master of business administration,即工商管理硕士)和硕士研究生的帮助,受篇幅限制,恕不能一一列出。

特别感谢科学出版社的编辑,正是他们卓有成效的工作,才使得本书得以快速出版。

目 录

第 1 章	绪论	1
1.1	研究背景与意义	1
1.2	研究内容与技术路线	4
第 2 章	国内外相关文献研究综述	7
2.1	企业并购理论研究综述	7
2.2	企业并购验证性研究综述	27
2.3	本章小结	27
第 3 章	双主并方合作策略研究	29
3.1	引言	29
3.2	并购决策主体内在关系研究	29
3.3	合作的潜在条件与合作激励	32
3.4	合作策略的均衡分析	37
3.5	本章小结	50
第 4 章	不完全信息条件下双主并方合作善意并购的定价研究	52
4.1	引言	52
4.2	双主并方合作善意并购下实物期权及博弈特性分析	53
4.3	不完全信息条件下基于实物期权的目标企业估值	61
4.4	不完全信息条件下基于市场结构的并购双方讨价还价博弈分析	64
4.5	算例分析	72
4.6	本章小结	76
第 5 章	基于股权结构的双主并方合作善意并购的持股研究	78
5.1	引言	78
5.2	主并方最佳初始持股比例	79
5.3	并购后并购双方最优持股比例	91

5.4	数值模拟与分析	100
5.5	本章小结	116
第 6 章	不完全信息条件下双主并方合作善意并购的时机研究	118
6.1	引言	118
6.2	无泊松跳跃情形	119
6.3	有泊松跳跃情形	132
6.4	两种情形的对比分析	139
6.5	本章小结	142
第 7 章	不完全信息条件下双主并方合作善意并购策略实验研究	144
7.1	引言	144
7.2	实验设计与过程	145
7.3	实验结果分析	156
7.4	本章小结	170
第 8 章	结论与展望	171
8.1	研究工作与主要结论	171
8.2	研究特色与创新	174
8.3	研究展望	175
参考文献		177
附录		186
附录 1	并购趋势图	186
附录 2	实验程序	187
附录 3	实验操作界面	194
附录 4	实验数据	199

第1章 绪 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

长期以来的实践表明,企业并购(mergers and acquisitions, M&A)这种资本运作方式在优化资源配置、增强企业竞争优势和实现跨越式发展等方面起到了积极作用,已成为理论界与实务界共同关注的热点话题之一。其中,国外的并购实践始于1897年美国发生的第一起并购,在100多年的时间里已历经五次并购浪潮,极大地推动了美国乃至整个西方国家的经济发展和社会进步。国内的并购实践始于1993年深圳市的中国宝安集团股份有限公司收购上海延中实业股份有限公司,经过十几年的发展和完善,我国企业参与并购的积极性日趋高涨,并购数量与交易金额日益增多,尤其是在2006年股权分置改革基本完成之后,上市公司的并购活动已经成为我国资本市场上日益活跃的一支新生力量。根据中国国际金融股份有限公司于2012年5月发布的统计数据(附图1-1),自1995年以来,全球并购市场已经历了两轮周期性发展,分别在2000年与2007年达到了顶峰,仅2010年的总交易金额就高达28 240亿美元。根据清科研究中心于2012年10月发布的统计数据(附图1-2),从2008年到2012年前三季度,我国累计发生并购案例达2 909件,累计交易金额超过2 046.18亿美元,且每年的交易金额均高于300亿美元,可以说,我国已经进入了第一次并购浪潮。

在这次并购浪潮中,我国企业并购实践体现出了以下几个方面的特征。

第一,并购案例数和并购交易金额在不同年份差异显著,体现了企业的并购活动具有显著的时机选择特性。我国企业并购交易金额在2008~2010年变化不显著,但在2011年出现了显著增加,在2012年出现回落,而并购案例数在2008~2011年持续增加,在2011年达到最高值,并在2012年出现回落(附图1-2)。同时,

从全球企业并购的案例数和并购交易金额来看,也存在显著的周期性变化,并购案例数和并购交易金额的这种时间分布特征显示了企业在选择并购时机上的倾向性,在不同时期实施并购所获并购协同收益或控制权溢价显著受到宏观经济环境和当期市场状况的影响。因此,并购决策主体通常会根据对宏观经济环境和当时的市场状况进行分析,以此来选择各自的最佳并购时机。

第二,合作并购已成为并购实践的新趋势和新特点。近年来,通过强强联合组建战略合作对同一目标企业实施并购已经成为并购实践的新趋势和新特点。例如,2008年中联重科股份有限公司联合弘毅投资股份有限公司、高盛集团、曼达林基金全额收购意大利 CIFA (Compagnia Italiana Forme Acciaio) 公司;2011年海南航空股份有限公司携合作伙伴香港 Bravia Capital 公司收购美国通用电气公司旗下海上集装箱租赁合资公司 (GE SeaCo);2012年三一重工股份有限公司联合中信产业投资基金管理有限公司全额收购德国普茨迈斯特有限公司,海润光伏科技股份有限公司联合金石投资有限公司和上海融高创业投资有限公司收购保加利亚 BCI Cherganovo EOOD 公司。这种基于主并方合作的协议并购,既可以帮助主并方突破单主并方情形下常见的资金不足、准入受限等难点问题,也可以提高主并方在并购谈判中的议价能力,但不完全信息和机会主义行为的存在,使主并方之间的合作过程变得较为复杂,合作收益如何公平分配更加难以掌握,这在无形中增加了并购决策主体科学制定并购策略的难度。

第三,并购失败的案例数量激增。根据研究机构迪罗基 (Dealogic) 提供的数据,自 2009 年以来,约有 6 000 亿美元的矿产并购失败,涉及斯特拉塔集团公司、巴西淡水河谷公司 (Companhia Vale do Rio Doce, 简称 Vale)、英美资源集团 (Anglo American plc)、必和必拓公司 (BHP Billiton Ltd, BHP) 及力拓集团 (Rio Tinto Group) 等矿业巨头。自 2000 年以来,石油和天然气行业已经失败的并购涉及 3 000 亿美元。2010 年,中国中化集团公司与新加坡淡马锡公司联手用约 500 亿美元收购加拿大钾肥公司的计划失败。2011 年 1 月,光明食品集团退出了收购美国维生素零售连锁店健安喜 (GNC) 的谈判;2011 年 2 月 11 日,华为技术有限公司美国并购受阻,最终以失败告终。由此可以看出,盲目并购、战略联盟解体、错误估值或定价都可能导致并购的流产或失败。

第四,基于股权标的的并购案例数量增长迅速。根据工业和信息化部产业政策司于 2012 年发布的我国企业兼并重组报告,2012~2017 年,在 85% 的并购案例中,股权交易额占并购交易总额的 50% 以上,其中,在 41% 的并购案例中股权交易额占到了并购交易总额的 90% 以上,在 31% 以上的并购案例中,股权交易金额在并购交易总额中占到了 50%~75%,由此可以看出,基于股权标的的并购交易正成为一种新的并购交易标的。

综上所述,在并购实践当中,两家企业合作并购同一目标企业的现象普遍存在,但合作善意并购情形下的三方利益博弈,以及各方对自身利益的考虑和并购双方之间不完全信息存在,势必会加大并购决策主体制定科学、可行的并购策略的难度。实际上,由于缺乏科学的并购理论指导,我国企业在并购后面临的产能过剩、利润下降等“规模不经济”现象已非常严重。主要是因为我国企业在并购中对目标企业估值、并购报价或要价有误,对并购双方之间的不完全信息及目标企业的股权结构、泊松跳跃和市场结构等影响并购策略制定的因素缺乏系统和科学的思考,最终使并购决策主体在并购后陷入财务困境或面临破产清算的局面。因此,将不完全信息纳入并购决策分析的框架,并考虑合作因素对并购策略制定的影响,在不完全信息和复杂的合作关系下制定出灵活、合理的并购策略,已成为决定企业并购成功的关键。

1.1.2 研究意义

本书的研究意义主要体现在以下两个方面。

(1) 在信息不完全、并购成本与收益不确定且并购具有择机性的条件下,研究双主并方合作善意并购的策略制定问题,为企业科学制定并购策略提供理论指导。

目前在全球范围内并购最终失败的案例数量在并购案例总数中所占比例居高不下,主要是因为并购决策主体在并购定价、初始持股和时机选择等方面的并购决策上存在较大的随意性和盲目性,但归根结底是因为并购实践缺乏科学的理论指导。因此本书针对双主并方合作善意并购情形,通过理论分析和实验验证求解给定条件下的双主并方合作策略、主并方并购报价策略和目标企业并购要价策略以及主并方的最佳并购时机选择策略和最优初始持股策略。这不仅为未来企业并购的科学决策提供理论指导,也能揭示并购策略选择的内在决策机理,并最终有利于并购策略研究的理论逐步走向成熟,促进并购决策主体逐步由随意决策走向理性决策。

(2) 将主并方策略互动、市场结构、初始持股以及目标企业股权结构和泊松跳跃纳入并购策略分析框架,为后续的并购策略研究提供理论基础和方法借鉴。

在现实并购实践中,并购策略制定的过程和内在机理比本书建模反映的情形更加复杂。本书能够提供一种分析并购策略及其制定过程的思路和方法,能积极推进后续研究对企业并购策略的探讨,使其逐步放松严格的假设,逼近我国企业并购实践的现实,纳入更多重要的影响因素,这将使并购策略的研究不

断得到充实和完善,也将使对并购决策的理论研究更加贴近并购实践。

1.2 研究内容与技术路线

1.2.1 研究内容

本书的研究内容主要针对国内外文献关于不完全信息条件下双主并方合作善意并购的策略研究不足展开,以合作博弈理论和实物期权(real options)理论为基础,分别对双主并方合作策略、主并方的最佳时机、最佳初始持股比例、均衡并购价格和报价与要价策略进行研究。首先,在分析并购决策主体内在关系的基础上,研究双主并方合作策略,揭示双主并方合作善意并购过程所隐含的难以被发现的实物期权特性和博弈特性。其次,从目标企业估值和并购双方的报价与要价的两阶段出发,求解最佳报价策略与要价策略。从目标企业的股权结构特征出发,求解主并方的最佳初始持股比例与并购后并购双方的最佳持股比例。将泊松跳跃纳入最佳并购时机分析框架,对比分析考虑泊松跳跃两种情形下的最佳时机及相应的实物期权价值。最后,运用实验经济学手段对双主并方合作善意并购策略的理论研究进行实验验证,并在归纳本书研究创新与不足的基础上,提出未来值得进一步研究的方向。具体来说,本书的研究内容包括以下八个部分:

(1) 绪论。本部分主要包括本书的研究背景与研究意义,研究内容与技术路线。

(2) 国内外相关文献研究综述。在梳理并购策略研究相关成果的基础上,分类、分析和综述企业并购相关理论及其最新进展,重点评述基于实物期权与合作博弈的并购定价、并购时机选择、初始持股和合作策略的相关理论成果,在导出本书研究问题的同时,为本书的研究方法选择提供理论依据。

(3) 双主并方合作策略研究。本部分在深入分析并购决策主体内在关系的基础上,探讨双主并方合作的潜在条件和合计激励方案设计,同时求解双主并方的最佳监督努力投入策略和并购收益公平分配策略。本部分研究目的在于揭示双主并方合作并购的最优策略及其运行机制。

(4) 不完全信息条件下双主并方合作善意并购的定价研究。本部分通过揭示不完全信息条件下双主并方合作善意并购过程所隐含的实物期权特性和博弈特性,解决目标企业确定性价值估计问题及其和主并方或有价值的测算问题,并重点考察了市场结构对并购双方的报价策略和要价策略的影响。

(5) 基于股权结构的双主并方合作善意并购的持股研究。本部分从目标企业被广泛持股和目标企业被集中持股两种情形出发,分别求解主并方的最佳初始持股策略,解决在以股权为交易标的情形下的最优换股比率问题,以及并购双方各自对并购后形成企业的最优持股比例问题,同时对目标企业被广泛持股和目标企业被集中持股两种情形下的最佳初始持股策略和最优持股比例进行对比分析,以分析目标企业股权结构特征对主并方最佳初始持股策略和并购双方最优持股比例的影响。

(6) 不完全信息条件下双主并方合作善意并购的时机研究。本部分从考虑泊松跳跃和不考虑泊松跳跃两种情形出发,通过构建最优停时(optimal stopping time)模型,借助期权定价公式,分别求解考虑泊松跳跃和不考虑泊松跳跃两种情形下的最佳并购时机及相应的实物期权价值,与此同时,对这两种情形的最佳并购时机和实物期权价值进行对比分析,根据当前的并购条件,分析泊松跳跃对最佳并购时机和实物期权价值的影响。

(7) 不完全信息条件下双主并方合作善意并购策略实验研究。本部分旨在通过实验经济学方法对上文中提出的关于双主并方合作善意并购策略的理论研究结论进行验证。重点验证协同收益率和控制权溢价率对并购成交价格和并购时机的影响,不完全信息、初始持股和双主并方合作对并购成交价格和并购时机的影响,以及主并方与目标企业控股股东合谋对并购市场资源配置效率的影响。

(8) 结论与展望。本部分主要是总结归纳本书的创新性工作,提炼本书的研究创新点和研究不足之处,在此基础上,分析并指出双主并方合作善意并购策略的进一步研究方向。

1.2.2 技术路线

本小节根据全书研究内容的内在逻辑,对各部分的研究所用的研究方法进行归纳整理,形成本书研究内容和研究方法的缩略图和技术路线。首先,在阐述本书研究目标、意义、内容和技术路线的基础上,通过文献综述提出本书的研究问题;其次,对双主并方合作善意并购情形下的合作策略、定价策略、持股策略、时机选择策略进行理论研究,并通过实验对理论研究的结论进行验证;最后,总结本书的研究结论、研究创新与不足,以及值得进一步研究的方向。本书的技术路线图见图 1-1。

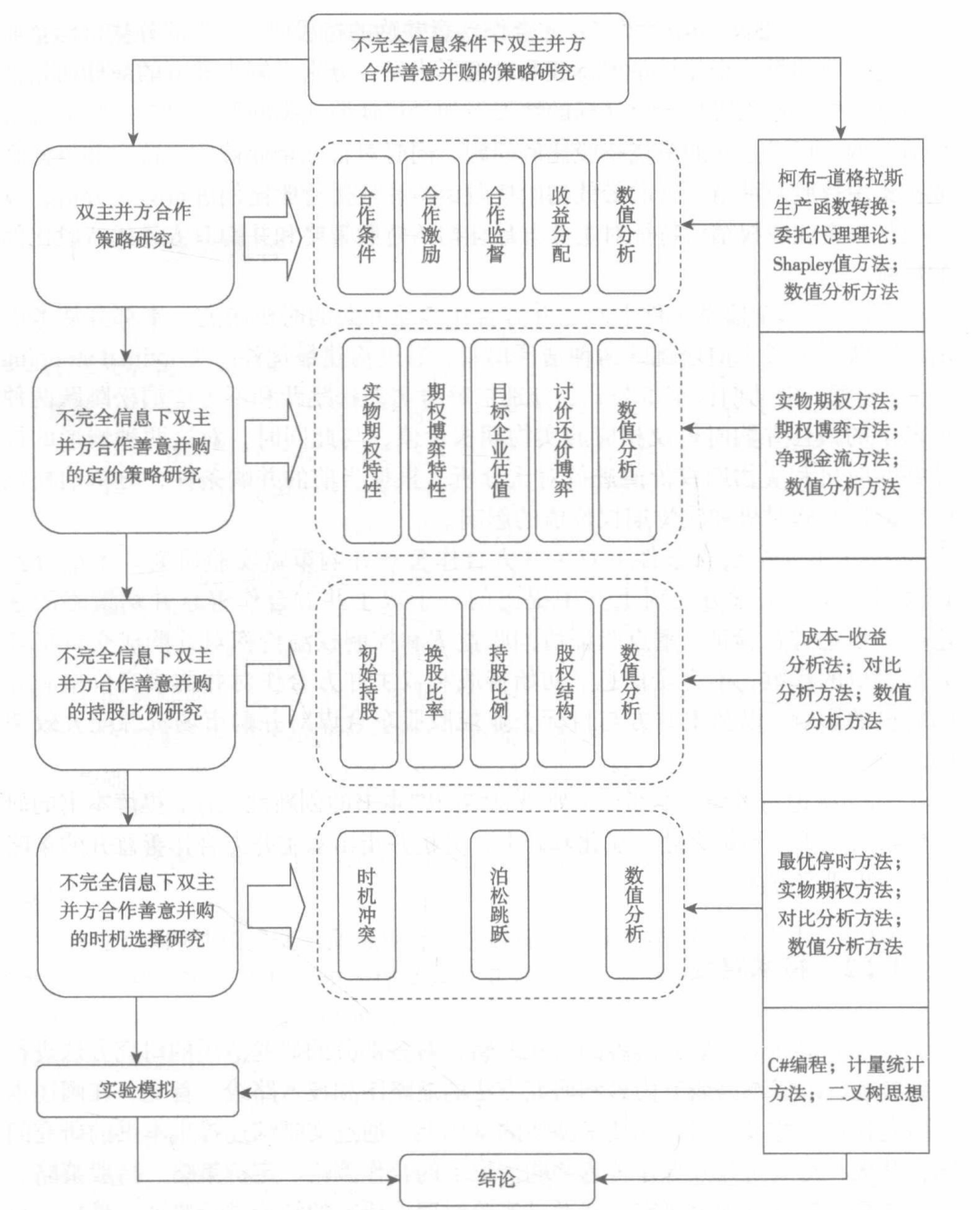


图 1-1 本书的技术路线图

第 2 章 国内外相关文献研究综述

本章内容主要是对企业并购理论研究和验证性研究的相关成果进行梳理和评述，主要包括两部分内容。第一部分，从并购动因、并购合作、并购定价、并购持股和并购时机五个方面对企业并购的理论研究成果进行述评；第二部分，从案例分析、算例分析、数值分析和实验模拟四个视角出发，结合本书的研究内容，对企业并购的验证性研究成果进行归纳整理，为本书的研究提供理论基础。

2.1 企业并购理论研究综述

自 20 世纪 70 年代以来，学界和业界对日益频繁的企业并购实践活动密切关注，经过 40 余年的研究积累，取得了一系列重要的研究成果，现已成为投资项目选择、投资决策以及组织行为等研究领域中的重要课题之一。本节将以研究内容为主线，研究时间为辅线，对目前国内外学者围绕企业并购展开的研究进行分类、分析和综述。

2.1.1 并购动因理论研究

1. 基于跨国并购的分析视角

目前，国外学者的研究主要集中在新古典经济学、金融经济学和管理学三个方面。

在新古典经济学框架下进行跨国并购动因理论分析的，主要有规模经济学说、市场势力论和交易成本论。其中，最早由 Coase（1937）提出的交易成本理论认为市场环境的不确定性、人的有限理性和机会主义导致了交易成本增加，更高的交易成本成为企业将外部交易转移到企业内部的动力，即实行跨国并购，从而提

供了一般理论范式和工具。然而它忽视了在企业与市场之间存在大量中间地带的组织形式,并且没有考虑并购后的额外效益问题,同时对横向并购和混合并购不能提供有力的解释。

在金融经济学框架下对跨国并购动因理论进行研究的,主要包括价值低估理论、多元化经营理论和自由现金流量假说。其中,由 Hannah L 和 Kay JA (1977) 最先提出的价值低估理论认为目标公司的价值被低估是跨国并购的动因之一,这一观点被后来的学者 Gonzalez 等 (1998) 所接受。但在现实中目标企业价值往往被高估,该观点也无法解释第五次并购浪潮中西方国家股市整体价格快速上涨与跨国并购浪潮共存的现象;多元化经营理论认为市场具有不确定性,为了降低和分散风险,企业应该实施跨国并购实现多元化经营,但 Seth (1990) 的研究表明企业的系统风险并不能通过混合并购降低,由此可知多元化经营理论不能充分地解释跨国并购现象;根据自由现金流量假说和 Jensen (1986) 的研究可知,股东和管理者在自由现金的配置问题上会产生冲突而产生代理成本,而并购活动允许适当提高负债比例,从而不仅增加产出,提升公司价值,而且有利于减少代理成本,由此得出的股东与管理者之间在自由现金流量上的冲突而产生的代理成本是造成并购主要原因的结论,尚缺乏实证根据。

在管理学框架下对跨国并购动因理论进行解释的,主要包括代理理论、管理者自大假说和协同效应理论。其中,由 Jensen 和 Meckling (1976) 首先提出的代理理论认为并购是一种解决目标企业由于管理权和所有权分离而产生代理问题的外部机制,通过并购获得控制权,可以弱化代理问题,但若存在管理层防御行为,企业并购带来的将是更大的代理成本问题,由此可知,企业并购并不能彻底解决两权分离下产生的代理问题。Roll (1986) 根据拍卖市场特性提出的自大假说认为,并购活动的发生是并购决策者对目标企业进行价值评估时过度自信造成的,但 Mueller 和 Sirower (2003) 的研究结论恰恰相反,几乎没有证据表明并购产生了协同,反而有相当多的证据表明协同效应来自管理者的过度自信,这一理论用决策者的行为来解释并购现象。与此研究视角相近的研究是最早由 Ansoff (1965) 提出的协同效应理论,该理论认为并购双方资产、能力等方面的互补或协同是跨国并购的动力,而以 Jensen 和 Ruback (1983) 为代表的一批学者认为,获得效率提升是推动企业并购的主要原因,这两个观点也已经被后续的研究所证实。

国内学者对跨国并购动因的研究主要体现在寻求海外市场、资源、技术和效率,以及我国政府制定有利于海外并购政策的推动几个方面。例如,李丽 (2008) 研究发现,中国和印度海外并购之所以能够从竞争走向合作,是因为合作不仅会给两国带来最大的利益,同时还能为两国突围“亚洲溢价”带来契机。顾雯菲 (2009) 研究认为,跨国并购的动机主要包括内部自生型动机和外部促使型动机两类。其中内部自生型动机主要包括需求规模经济效益动机、改善财务动机、减少代理成

本动机和低成本扩张动机；外部促使型动机主要包含提高全球知名度动机、获取特殊资源动机、兑现整合能力动机和绕过贸易壁垒动机。黎平海和李瑶（2009）研究发现，中国企业的跨国并购目标主要是增加市场份额、促进多样化及获得先进技术和其他重要资源。董庆辉（2010）研究认为，跨国并购的宏观动因主要表现在企业实力、政府支持和健康的金融体系方面，微观动因主要表现在需求驱动、品牌和技术驱动及市场驱动三个方面。施丹锋等（2010）将中国企业跨国并购动因分为经济全球化、全球产业结构调整 and 全球战略竞争增强等国际因素，以及中国企业开发国际市场及国内企业产业结构调整和中国经济的高速发展对资源的需求等国内因素。此外，姚彩红（2010）从目标企业价值低估理论、降低交易成本理论、效率动因理论、市场力量理论、壁垒动因和代理成本理论六个方面对并购动因理论进行了综述性研究。由此可见，理论界关于企业并购和跨国直接投资的理论均较为成熟，但对跨国并购动因的研究仍然缺乏系统性的理论。

2. 基于特定行业的分析视角

由于早期并购主要发生在金融行业，尤其是银行业与保险业等，所以关于特定行业的并购动因的研究也主要围绕银行业和保险业等行业的并购动因展开。例如，周海燕和胡峰（2004）针对西方学者对银行业并购动机的分析结果显示，西方学者主要从对经理人并购动机的分析、对增加利润动机的分析、对提高效率动机的分析和对降低风险动机的分析进行银行业并购动机的研究。胡峰（2006）针对银行业并购动因进行深入研究认为，银行并购追求的是协同效应理论，并从信息假说理论、低效率管理理论、管理自利理论和过度自信理论等方面进行了详细的梳理。杨世坤和温泉（2008）从创值悖论、效率悖论和风险悖论三个视角证实了银行并购悖论的存在。

近几年，对特定行业并购动因的研究更趋多样化。例如，Li 和 Yue（2009）的研究表明，科技型中小企业的并购动机在于获得新技术、降低进入门槛、增加融资、获得人才和提高市场占有率。李占廷和王洋（2010）对中国快速消费品行业的分析表明，并购动机一方面在于分享经济增长的收益、占领市场份额和更快获得金融资本的溢价收益，另一方面在于突破收益瓶颈、保持原有竞争优势和规避市场风险以及全球化战略。Hankir 等（2011）关于资本市场对国际银行业并购的反应进行的研究表明，银行业的跨国并购在于通过积累市场势力获取更高的收益率。Park 和 Jang（2011）通过实证研究表明，餐饮业旨在获得成长期权（growth option）的企业并购，其成长期权的有效性只能保持两年或三年。安瑞娟和岳胜男（2011）总结了高新技术企业的并购在于追求利益最大化、市场力量、效率和多元化。贺慧惠（2011）分析得到的结论为医药业的并购在于追求利润、企业成长、优势互补和规模经济，以及环境压力和行业压力。陶瑞和余元冠（2012）将中国

钢铁企业并购动机归纳为环境、政府、企业和决策者四个方面。徐召红和张强（2012）认为中国房地产行业并购动因在于宏观货币政策紧缩、产业结构调整 and 房地产行业竞争加剧等外部压力，以及获取土地资源、扩大战略发展范围和培植新的利润增长点等内在压力。蒋思聪（2012）对国际保险业并购动机的分析显示，规模经济、市场压力和客户需要为保险业并购的主要动机。

由此可知，不同行业的并购动因大致可分为外部动因和内部动因两部分。其中，外部动因主要包含全球市场环境变化和本国的产业政策；内部动因主要集中在多元化、提高市场竞争力、追求规模经济和获取资源要素等方面。

3. 基于中外对比的分析视角

从对比分析的视角出发，国内部分学者对中外企业的并购动机进行了对比分析，以揭示其差别和相似之处。例如，胡翊竑（2000）对比研究了中外银行业并购动机，结果显示我国银行业的并购主要以行政安排达到化解危机的目的为主，而外国银行的并购动机主要是自主逐利。齐安甜和张维（2002）的对比研究显示，中外企业并购动机的差异主要集中在地方政府通过并购消除亏损和中央政府通过并购调整产业结构，以及企业享受优惠政策的驱使和听从行政机关指令的驱使。谢霄亭（2004）对比分析中美企业并购动因的差异发现，我国的企业并购多由政府而非市场驱动，且层次较低。曾艳（2005）研究认为，西方国家企业的并购大多是追求利润最大化，而我国企业并购主要是政府主导与投机驱动，且效率较低。夏同水（2007）的研究显示，西方国家企业并购属于市场、竞争和战略导向，而我国企业的并购动机主要是政策、资源和投机导向，且资源配置效率低下。黄炎（2011）比较中外企业并购动机的差异，其研究结论认为差异主要表现在市场性差异、竞争性差异、战略性差异、资源性差异、政策性差异和投机性差异。

由此可见，中外企业并购动机的主要差别在于并购导向，国内企业的并购主要是政府、政策和投资导向，而国外企业的并购主要是市场、战略、资源和投资导向。

4. 基于企业最终控制权类型的分析视角

由于最终控制权类型不同，企业的并购动机往往也不同，因此国内部分学者从企业的最终控制权类型视角出发，对企业并购的动因进行了规范分析和实证研究。例如，宋绍清和高建来（2004）的早期规范性研究认为，国有企业应基于自身发展目标进行并购，政府不能够采用行政手段强制国有企业实施并购。周斌和王文举（2005）的实证检验显示，我国上市公司对非上市公司的并购是由地方政府为了分配合作剩余而主导。宋莹莹等（2010）研究发现，我国民营企业的多元化并购动机主要包含国家政策与经济管理带来的市场机会，地方政府带来的有关当地