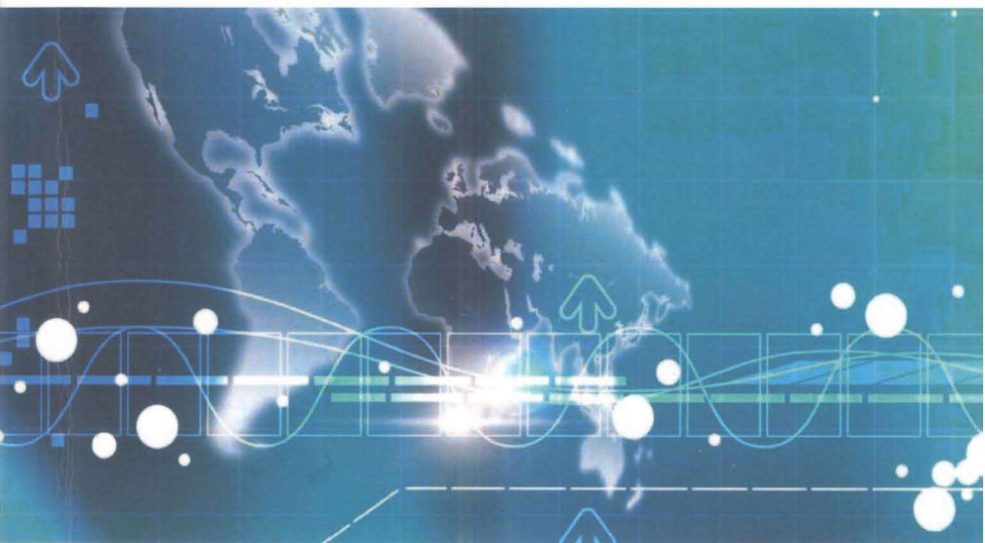


湖北省社科基金项目（项目编号：2013067）资助



我国资源型企业 并购效应研究

WOGUO ZIYUANXING QIYE BINGGOU XIAOYING YANJIU

屈文彬 著



中国地质大学出版社

CHINA UNIVERSITY OF GEOSCIENCES PRESS

湖北省社科基金项目(项目编号:2013067)资助

我国资源型企业并购效应研究

Woguo Ziyuanxing Qiye Binggou Xiaoying Yanjiu

屈文彬 著

 中国地质大学出版社
ZHONGGUO DIZHI DAXUE CHUBANSHE

图书在版编目(CIP)数据

我国资源型企业并购效应研究/屈文彬著. —武汉:中国地质大学出版社,2016. 10

ISBN 978-7-5625-3833-2

I. ①我…

II. ①屈…

III. ①能源工业-工业企业-企业兼并-研究-中国

IV. ①F426. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 115090 号

我国资源型企业并购效应研究

屈文彬 著

责任编辑:徐润英

责任校对:周 旭

出版发行:中国地质大学出版社(武汉市洪山区鲁磨路 388 号)

邮编:430074

电 话:(027)67883511 传真:(027)67883580

E-mail:cbb@cug.edu.cn

经 销:全国新华书店

<http://www.cugp.cug.edu.cn>

开本:880 毫米×1 230 毫米 1/32

字数:180 千字 印张:6.375

版次:2016 年 10 月第 1 版

印次:2016 年 10 月第 1 次印刷

印刷:武汉市籍缘印刷厂

印数:1—500 册

ISBN 978-7-5625-3833-2

定价:42.00 元

如有印装质量问题请与印刷厂联系调换

前 言

百年并购史，五次浪潮声，企业并购重组是世界各国资本市场中一个永恒的热点。并购是企业迅速崛起、提高效率、增强竞争力的成长发展战略，也是国家调整产业结构、优化资源配置、加快产业升级换代、提升国家竞争力的重要手段。

我国企业的并购活动始于 1984 年，但大规模的开展是在 1992 年以后。从目前情况来看，一方面，中国资本市场作为一个新兴的、正逐步走向开放的市场，必然受到来自全球并购热潮的影响；另一方面，中国资本市场在近期经历了一系列重大变革，上市公司股权分置改革工作基本完成，2006 年新《公司法》、《证券法》，2007 年新《企业会计准则》和 2008 年新《上市公司收购管理办法》的实施，都将对企业并购起到规范和促进作用。

近年来国家倡导资源型企业做大做强，在多个行业推行并购重组整合战略，主要目的就是要改变这些行业产业集中度低、产能落后的现状，从而增强资源型企业在市场上的竞争力。与此同时，在资源储量日益减少的现实制约下，以资源占有优势为核心竞争力的资源型企业为谋求自身发展，在国际国内两个市场频频开展并购重组活动。在这一过程中，资源型企业不同的并购方式会给企业带来怎样的影响，资源型企业应采用什么样的并购方式才能获得比较好的并购效果，以及如何来测度和评价资源型企业的并购效果等问题已成为资源型企业发展的重大课题，因此，对我国资源型企业并购效应展开研究可以丰富现有的企业并购理论，通过实证检验不同并购方式下的并购效应，深入分析影响并购效应的重要因素，从而为资源型企业的成功并购提供借鉴，同时，通过实证研究结论，可以为政府有关部门制定相关政策和法律法规提供建议和参考。

本书通过规范研究与实证研究相结合的方法,综合运用经济学、行为科学、财务学等诸多领域的研究成果,在对资源型企业并购效应理论分析的基础上,对资源型企业不同并购方式下的并购效应展开了实证研究。本书内容分为四大部分,从七个方面展开相关研究。

第一部分即第一章导论。主要阐述我国资源型企业并购效应研究的选题背景及理论和现实意义,在总结和回顾国内外已有研究成果的基础上提出本书进一步深入研究的内容。

第二部分为理论基础与经济背景,包含第二章和第三章。在第二章企业并购效应的基本理论中,首先在对兼并、合并、收购和接管等概念进行分析、比较的基础上,提出了并购的概念,并按不同的分类标准将企业并购划分成多种类型;其次,从宏观、微观两个角度阐述了并购效应的内涵,从并购成本、并购收益两个方面详细讨论了并购效应的主要影响因素,并结合企业收益率建立了并购效应的判别模型;最后,从资源配置理论、效率理论、委托代理理论、内部化理论、市场势力理论和产业组织理论等角度阐述了企业并购效应的理论依据。在第三章资源型企业并购动因与现状分析中,首先,对资源型企业的特征和现状进行了阐述,指出资源型企业并购是指资源型企业作为并购行为中主并方的并购活动;其次,结合资源型企业并购发展历程,对资源型企业的并购特点进行了分析;最后,从政府和资源型企业自身两个角度详细分析了资源型企业并购的外部动因和内部动因,在内外动因的推动下,资源型企业展开了以横向并购和现金支付并购为主的并购活动,在这些并购活动中,政府行政干预,资本市场和中介机构发展滞后,低层次的并购动因和并购后整合不力等问题的存在阻碍了并购活动的发展,不利于并购效应的提高。

第三部分为资源型企业并购效应分析框架,包含第四章、第五章和第六章。在第四章资源型企业横向并购效应分析中,首先从顺应政府调整产业结构的政策导向、提高行业集中度和企业经济效益

三个方面分析了横向并购的动因；其次，分析了资源型企业横向并购产生的规模经济效应、垄断效应和社会福利效应，通过行业集中度的计算分析，证明除石油天然气行业外，资源型企业横向并购不会产生垄断效应，通过对不同需求价格弹性下产品价格与成本的关系发现，产品价格较大幅度上升时，成本仅需很小幅度的下降，就可避免社会福利损失；再次展开了横向并购效应的实证研究，采用因子分析法对在 2004—2008 年间开展横向并购的资源型企业建立综合得分模型。研究发现，与并购前一年相比，并购当年企业业绩下滑，并购后一年业绩出现明显好转，随后保持上升态势，但增长趋势变缓，说明资源型企业横向并购改善了公司的经营状况，使企业收益增加，具有一定的正效应；最后，为了解释和分析实证研究结果，从并购相对规模、支付方式和政府行为等方面对横向并购效应的影响因素展开了详细的分析。

横向并购效应如此，那么纵向并购效应和混合并购效应又如何呢？在随后的第五章对资源型企业纵向并购效应展开了理论与实证分析。首先，从发展循环经济、实现附加价值转移和获取学习收益三个方面论述了纵向并购动因；其次，从理论上分析了资源型企业纵向并购产生的交易费用降低、联合经营、移动壁垒成本增加和管理效率降低等效应；再次，选取了在 2004—2008 年间发生纵向并购事项的资源型上市公司作为样本，运用因子分析法展开实证研究发现，纵向并购前后的综合得分没有显著差异，即资源型企业纵向并购没有产生正效应；最后，根据实证研究结果，从资产专用性、同属管辖和政府行为三个方面详细分析了纵向并购效应的影响因素。第六章对资源型企业混合并购效应展开了理论与实证分析。首先，从企业转型和分散经营风险两个方面论述了混合并购动因；其次，从理论上分析了资源型企业混合并购产生的范围经济、进入壁垒降低和分散风险等效应；再次，通过对在 2004—2008 年间开展混合并购的资源型企业的实证分析可以看出，企业在并购当年和并购后第一年业绩出现下滑，但在并购后第二年和第三年开始逐步趋

向好转；最后，为了解释和分析实证研究结果，从多元化经营程度、三费比重和政府行为等方面对混合并购效应的影响因素展开了详细的分析。

第四部分即第七章，阐述了提高资源型企业并购效应的政策建议。本章在前述理论分析和实证分析的基础上，从政府行为、资源型企业生产方式的转变、公司股权结构安排、融资环境等方面提出了一些政策建议，以促进资源型企业提高并购效应。

本书的创新之处主要体现在以下几个方面：

第一，对资源型企业不同并购方式的并购动因与并购效应进行了深入而系统的研究，从而丰富了现有的企业并购理论。

第二，对横向并购、纵向并购和混合并购三种方式下的并购效应展开了详细而深入的理论分析与实证研究，形成了较为完善的资源型企业并购效应的研究框架。

第三，对横向并购效应、纵向并购效应和混合并购效应的影响因素进行了分类研究，分别找出不同方式下影响并购效应的主要因素，并尝试运用相关指标来检验其对并购效应的影响，运用这些指标很好地解释了并购效应的实证结果。

目 录

第一章 导 论	(1)
第一节 研究背景与研究意义	(1)
一、研究背景	(1)
二、研究意义	(3)
第二节 国内外研究综述	(4)
一、国外研究综述	(4)
二、国内研究综述	(10)
三、研究现状评析	(14)
第三节 研究内容与研究方法	(15)
一、研究内容	(15)
二、研究方法	(17)
第四节 本研究的创新之处	(18)
第二章 企业并购效应基本理论	(20)
第一节 企业并购的含义	(20)
一、兼并和合并	(20)
二、收购和接管	(21)
三、收购和兼并	(23)
四、本书对企业并购的界定	(24)
第二节 企业并购类型	(25)
一、按并购企业与目标企业的行业特征分类	(25)
二、按并购的支付方式分类	(26)
三、按并购标的分类	(27)
四、按收购者获得目标公司股份的方式分类	(28)
第三节 企业并购效应的影响因素	(29)

一、企业并购效应的内涵	(29)
二、企业并购效应的影响因素	(29)
第四节 企业并购效应的判别模型	(32)
第五节 企业并购效应的理论依据	(34)
一、资源配置理论	(34)
二、效率理论	(36)
三、委托代理理论	(38)
四、内部化理论	(41)
五、市场势力理论	(42)
六、产业组织理论	(43)
第六节 本章小结	(45)
第三章 我国资源型企业并购动因与现状	(46)
第一节 资源型企业的特征与现状	(46)
一、资源型企业的概念	(46)
二、资源型企业的特征	(47)
三、资源型企业的发展现状	(49)
第二节 资源型企业并购的发展历程	(51)
一、起步阶段	(51)
二、初步发展阶段	(53)
三、加速发展阶段	(54)
第三节 资源型企业并购动因	(56)
一、外部动因	(56)
二、内部动因	(58)
第四节 资源型企业并购的现状与存在的问题	(60)
一、资源型企业并购的现状	(60)
二、资源型企业并购存在的问题	(64)
第五节 本章小结	(66)
第四章 资源型企业横向并购效应分析	(67)
第一节 资源型企业横向并购动因	(67)

一、增强国有资产控制力	(67)
二、提高行业集中度	(68)
三、降低生产成本	(69)
第二节 资源型企业横向并购效应	(69)
一、规模经济效益	(69)
二、垄断效应	(76)
三、社会福利效应	(78)
第三节 资源型企业横向并购效应的实证分析	(83)
一、研究方法和统计方法的引入	(83)
二、数据来源、样本选择与指标设计	(86)
三、实证结果	(89)
第四节 横向并购效应的影响因素分析	(101)
一、并购规模的影响	(101)
二、并购支付方式的影响	(103)
三、政府行为的影响	(104)
第五节 本章小结	(108)
第五章 资源型企业纵向并购效应分析	(109)
第一节 资源型企业纵向并购动因	(109)
一、发展循环经济	(110)
二、实现附加价值转移	(110)
三、获取学习型收益	(111)
第二节 资源型企业纵向并购效应	(112)
一、交易费用降低效应	(112)
二、纵向并购的其他正效应	(118)
三、纵向并购的负效应	(119)
第三节 资源型企业纵向并购效应的实证分析	(120)
一、数据来源、样本选择与指标设计	(120)
二、实证结果	(122)
第四节 纵向并购效应的影响因素分析	(130)

一、资产专用性的影响·····	(130)
二、同属管辖的影响·····	(131)
三、政府行为的影响·····	(132)
第五节 本章小结·····	(135)
第六章 资源型企业混合并购效应分析·····	(136)
第一节 资源型企业混合并购动因·····	(136)
一、企业转型之需·····	(136)
二、分散行业风险之需·····	(137)
第二节 资源型企业混合并购效应·····	(138)
一、范围经济效应·····	(138)
二、进入壁垒降低效应·····	(140)
三、风险分散效应·····	(142)
四、混合并购的负效应·····	(143)
第三节 资源型企业混合并购效应的实证分析·····	(144)
一、数据来源、样本选择与指标设计·····	(144)
二、实证结果·····	(146)
第四节 混合并购效应的影响因素分析·····	(156)
一、多元化程度的影响·····	(156)
二、“三费”比重的影响·····	(157)
三、政府行为的影响·····	(159)
第五节 本章小结·····	(161)
第七章 提高资源型企业并购效应的策略·····	(163)
第一节 资源型企业并购中政府角色的合理定位·····	(163)
一、企业并购中政府不当干预的危害·····	(163)
二、资源型企业并购中政府的角色·····	(164)
三、政府的功能可通过法律规制实现·····	(166)
第二节 转变资源型企业的生产方式·····	(167)
第三节 优化资源型企业的股权结构安排·····	(168)
第四节 进行金融创新以拓宽并购融资渠道·····	(170)

第五节 发挥中介机构的作用以降低并购成本·····	(171)
第八章 结束语·····	(173)
主要参考文献·····	(175)

第一章 导 论

第一节 研究背景与研究意义

一、研究背景

企业并购重组是世界各国资本市场中一个永恒的热点。并购是企业迅速崛起、提高效率、增强竞争力的成长发展战略，也是国家调整产业结构、优化资源配置、加快产业升级换代、提升国家竞争力的重要手段。全球经济一体化进程的加快，使并购突破国界以更大的规模和范围进行，从全球范围来看，以美国经济为代表，从 19 世纪末期开始至今，已经掀起了五次大规模的并购浪潮，这五次并购浪潮无论是从交易规模还是从交易数量来看，都是一浪高过一浪。

第一次并购浪潮发生于 19 世纪末到 20 世纪初，主要以横向并购为主，纵向并购和混合并购的比例极低。这次横向并购浪潮的最大成果，就是使西方国家的许多产业实现了规模经济。例如，著名的美国钢铁集团、标准石油公司、杜邦公司、伊士曼柯达公司和通用汽车公司等产业巨头，都是在第一次并购浪潮中形成的，这次并购浪潮促成了这些国家现代工业结构的形成。第二次并购浪潮发生于 20 世纪 20 年代至 30 年代，主要以纵向并购为主，从而使许多产业实现了生产经营纵向一体化和产业链的延伸与完善。第三次并购浪潮发生于 20 世纪 60 年代至 70 年代，主要以混合并购为主，经过这一次并购浪潮，许多企业实现了多元化经营，进入到传统主

营业务以外的行业，降低了对传统主营业务的过分依赖，从而降低了企业的经营风险和利润受单一产业景气程度影响的不稳定性。第四次并购浪潮发生于 20 世纪 80 年代，横向并购方式又重新流行，而在第三次浪潮中大量形成的多元化企业则在这一时期进行了资产剥离。第五次并购浪潮发生于 20 世纪 90 年代初期，到 2000 年达到最高峰，主要以跨国并购为主，也是第一次跨国并购浪潮，这次并购浪潮使得资源在整个世界范围内得到了更为有效的配置。

我国企业的并购活动始于 1984 年，但大规模的开展是在 1992 年以后，即我国确立了市场经济的改革方向，国有企业改革成为经济体制改革的重要一环，现代企业制度逐步确立，企业并购活动在规模和形式上都有了新的进展。从目前情况来看，一方面，中国资本市场作为一个新兴的、正逐步走向开放的市场，必然受到来自全球并购热潮的影响；另一方面，中国资本市场在近期经历了一系列重大变革，上市公司股权分置改革工作基本完成，2006 年新《公司法》、《证券法》，2007 年新《企业会计准则》和 2008 年新《上市公司收购管理办法》的实施，都将对企业并购起到规范和促进作用。

正是在这种背景下，我国企业资产重组的数量以惊人的速度发展，2010 年中国企业完成并购交易案例数量 1 798 起，环比上升 6.14%；披露金额 82.02 亿美元，环比上升 62.57%。2007 年以来，中国企业完成并购交易案例数量及披露交易金额呈显著上升趋势，如图 1-1 所示。

从行业分布来看，2010 年完成的并购交易案例涉及 20 个行业，其中制造业、能源、房地产行业的并购案例数量分列前三位，分别为 382、258 和 229 起，分别占并购案例总数量的 24%、17% 和 15%。从完成并购交易金额来看，能源、金融、制造业三个行业分列前三位，其中，能源行业占比 39%，居各行业之首，并购金额达到 34.5 亿美元^①。

① 数据来源：www.ChinaVenture.com，2011-01-30。

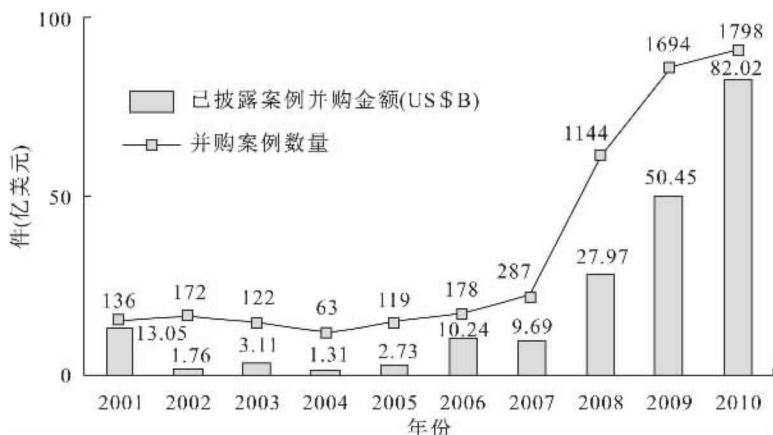


图 1-1 2001—2010 年中国企业并购交易完成规模比较

从上述数字可以看出，我国资本市场出现了并购业务的欣欣向荣景象，而且，可以预期这种日益高涨的并购将持续进行下去，并且在这一过程中，资源型企业将占据非常重要的地位。基于此，本书将展开我国资源型企业并购效应研究，以探求资源型企业选择不同并购方式的动因，资源型企业不同的并购方式会给整个社会带来什么样的影响，对企业又有着什么样的影响，以及如何来测度和评价资源型企业并购的经济后果。

二、研究意义

近年来国家倡导资源型企业做大做强，并购重组整合战略在多个行业推进。在 2009 年的山西煤炭行业改革中，办矿主体由 2 200 多家减少到了 130 家，国家在煤炭行业“十二五”规划中明确提出：到 2015 年要在全中国形成 10 个亿吨级和 10 个 5 000 万吨级大型煤炭企业集团。2010 年工信部也提出要加快钢铁行业重组，鼓励发展形成 3~5 家大型钢铁企业集团，主要目的就是要改变钢铁行业产能落后、产业集中度低的现状，以增强钢铁企业在国际市场

上的竞争力（陶魄，2007）。而石油石化、非金属矿产等资源型企业近几年饱受资源匮乏的制约，纷纷响应党的“十六大”报告中“走出去”的战略，在国际市场上频频展开大手笔的跨国并购活动。

尽管中国证券市场的发展不过短短二十几年的时间，但作为世界第二大经济体，作为一个新兴的市场经济国家，诸多企业已经具备了较强的资本运作意识。因此，在资源型企业并购过程中，资源型企业应积极利用资本市场的并购机制和手段有效配置资源，增强企业竞争力，最大限度地挖掘企业的并购价值，这已成为资源型企业发展的重大课题之一。因此，对我国资源型企业并购效应展开研究具有以下理论及现实意义：

（1）丰富了企业并购的行业特色研究。本书在现有理论研究的基础上，针对资源型企业的特点，结合资源型企业性质和我国特定的国情来探讨资源型企业的并购动因、并购效应等内容，丰富了企业并购的行业特色研究。

（2）为资源型企业提高并购效应提供参考和借鉴。本书系统研究了资源型企业的并购效应，实证检验了不同并购方式的并购效应，并深入分析了影响并购效应的重要因素。本书的研究结论对资源型企业提高并购效应有着重要参考价值和借鉴意义。

（3）为国家相关政策和法律法规的制定提供参考。本书分别对资源型企业横向并购效应、纵向并购效应及混并购效应展开实证研究，希望通过实证研究结论，给政府有关部门制定相关政策和法律法规提供建议和参考。

第二节 国内外研究综述

一、国外研究综述

西方发达国家对企业并购效应的研究起步较早，与笔者所研究

的主题相关的研究成果主要涉及以下几个方面。

1. 企业并购效应的规范研究

自 20 世纪 90 年代到 21 世纪初,西方学者主要从规范研究的角度来分析企业并购效应,主要归纳为以下五个方面:

(1) 并购的垄断效应。Kamien & Zang (1991)、Gaudet & Salant (1992) 研究了在完全信息条件下,并购双方进行的竞争性并购与行业垄断之间是否存在因果关系,研究表明当行业内企业数量较少时,并购容易导致完全垄断,而因为受到反垄断法的制约,大部分企业间的并购行为至多引起部分垄断。

(2) 并购的产业聚集效应。Mitchell & Mulherin (1996)、Andrade & Stafford (1999) 研究了并购的产业聚集效应,他们研究了目标公司所处的行业特征,研究表明目标公司主要集中于某些特定产业,从而使得被并购产业表现出产业聚集效应。

(3) 并购的资源配置效应。Jovanovic & Rousseau (2002) 研究了并购的资源配置效应。他们认为,经济中的并购行为主要通过发挥扩张和收缩两种作用来达到对现有资产的重新配置作用。

(4) 并购的社会福利效应。Deneckere & Davidson (1985) 在产品存在差异、线性对称需求的假设下,验证了 Bertrand 模型下的企业并购将产生因产品价格上升而导致社会福利损失的结果。Farrel & Shapiro (1990) 提出了并购引起价格上升及具有正外部性的条件。Salinger (1991) 研究了多差异化产品企业的并购效应,认为多产品企业之间的并购效应有别于一个产品企业之间的并购效应。在多产品企业之间的并购,虽然消除了一个产品的双重加价但并不一定使最终产品价格下降。同时并购能够增强并购方市场势力,而使最终产品价格上升,损害社会福利。McAfee 等 (1992) 分析了并购前后行业市场集中度的变化与社会福利效应的关系,分析认为当并购不产生新的最大厂商或不增大原最大厂商的规模时,并购可以促进社会福利提高。Greenhut 等 (1997) 认为并购消除了因双重加价而带来的价格扭曲,最终使产品价格下降,促进社会