



中国经济发展与对外开放
研究丛书

中国企业跨国并购绩效 的实证研究

Empirical Study on Chinese Companies'
Cross-border M&A Performance

■ 李梅 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

中国经济发展与对外开放研究丛书
武汉大学“985工程”项目经费资助

中国企业跨国并购绩效 的实证研究

Empirical Study on Chinese Companies' Cross-border M&A Performance

李 梅 著

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国企业跨国并购绩效的实证研究/李梅著. —武汉: 武汉大学出版社, 2010. 1

中国经济发展与对外开放研究丛书

ISBN 978-7-307-07436-1

I. 中… II. 李… III. 跨国公司—企业合并—研究—中国
IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 212314 号

责任编辑: 辛 凯 责任校对: 黄添生 版式设计: 马 佳

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 武汉中远印务有限公司

开本: 720 × 980 1/16 印张: 18.75 字数: 266 千字 插页: 1

版次: 2010 年 1 月第 1 版 2010 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-07436-1/F · 1333 定价: 36.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

序

本书作者李梅副教授希望我为她基于博士学位论文基础撰写的《中国企业跨国并购绩效的实证研究》一书写序，作为她的导师，能够看到学生的专著出版，十分高兴，欣然接受。

李梅是我招收的第四届博士生。报考之时，李梅已是我们工商管理系的一位教师。她在湖北大学获得数学理学学士学位后，又在武汉理工大学获得了管理科学与工程硕士学位，毕业后到前武汉测绘科技大学从事管理方面的教学工作，2000年四校合并后来到武汉大学商学院。

在我的印象中，李梅属于不爱讲话，每次系里开会时总是静静地坐在不太显眼的位置的一位女老师。在读博士之前和攻读博士学位之中，她一直从事着统计学、运筹学课程的讲授，也就是在延续着她那数学的基础，展示着数学的功底。在她考上博士后，我记得经常提醒她的是，不要丢了数学，要凭借自己的数学功底，在工商管理系教师群体中形成自己独特的研究特色。虽然李梅很少正面回应老师的要求，但目前发展的良好状况和颇具数学功底的研究证明她记住了老师的话。在攻读博士学位期间，她成为了一位母亲，也就是在重新投入教学科研工作之后，在与许多困难的搏击中完成了她的学业，于2007年6月获取了管理学博士学位。

李梅的博士论文以《中国企业跨国并购绩效的实证研究》为题研究了正在迅速发展的跨国并购问题。该问题研究的重要性正如她自己在书的导论中所说到的“中国作为最大的发展中国家，正在积极地适应全球经济一体化的趋势，尤其是2001年中国加入WTO后，中国企业明显加快了融入世界经济一体化的步伐。一方面，外资对中国企业的并购风起云涌；另一方面，国内一批优秀企

业也主动出击，尝试着通过跨国并购的方式进行对外投资。那么，对于卷入跨国并购浪潮中的中国企业而言，无论是被外资并购的目标企业还是走出去收购国外企业的收购企业，其经营绩效是否得到了改善？是否为股东创造了价值？由于无论是外资并购我国企业还是我国企业对外收购的历史都不长，因此目前国内对中国企业跨国并购这一现象尚缺乏深入系统的实证研究。本书针对这些十分重要的问题，结合中国企业的跨国并购实践，对外资并购我国上市公司和我国上市公司海外并购的效应进行实证分析，并据此提出相关建议。”结合许多实际的案例，如 TCL 收购法国的汤姆逊彩电业务和阿尔卡特手机业务，联想收购 IBM 的 PC 事业部，宝钢集团收购澳洲矿企 Aquila Resources，中色收购澳稀土矿业公司 Lynas，以及近来沸沸扬扬的四川腾中收购美国通用的悍马等，就可以进一步理解作者对“中国企业跨国并购绩效”的问题开展研究的意义了。

博士论文的研究，特别是作为新一代年轻的社会科学的学者在研究过程中注意研究方法的科学性是十分重要的，这既是科学研究的需要，也是研究工作科学性的体现。在对中国企业的跨国并购是否能给中国企业带来了预期的绩效改善或者股东财富增加的问题研究中，作者采用了国际主流的并购绩效的研究方法——事件研究法和会计指标研究法对绩效问题进行了分析。作者在研究中发现，外资并购为上市公司股东带来的财富效应要显著高于国内并购为股东带来的财富效应；而中国企业的海外并购绩效却不容乐观，中国上市公司在整个事件期获得了负的累积超额收益率，表明海外并购给股东带来了显著的财富损失，中国企业的海外并购并未改善公司经营绩效。许多事实表明这一结论对于中国的企业界是有帮助的。作者对自己的研究结论十分谨慎，她说“事件研究法和会计指标研究法都是建立在对大样本的统计分析基础之上的，在绩效评价指标、样本容量、事件期的选择等存在较大差异的情况下，以统计分析的结果来笼统说明企业并购的绩效不免偏颇。”也用临床诊断法对自己的结论进行了进一步的验证，作为导师，为李梅在自己的研究过程中能沿用当今世界通行的科学方法对相关问题进行有效研究感到高兴，也为她严谨的科学态度感到欣慰，因为这是一位年轻教

师成长过程中最为需要和最为重要的东西。

“宝剑锋从磨砺出，梅花香自苦寒来。”就是凭借这样的科学和严谨的态度，李梅在攻读博士学位期间和取得博士学位后，在武汉大学和经济与管理学院确定的权威和核心杂志上发表了多篇论文，根据自己的愿望，开始了国际企业管理方面的教学和研究工作。李梅的努力得到了学术界的承认，2008年晋升为副教授，2009年获得了国家自然科学基金资助的课题，同时成为武汉大学跨国公司研究中心副主任。

算起来这是我为自己指导的博士生专著出版撰写的第四篇序言了。我知道，序言的写完往往就意味着该书即将付梓出版了，作为李梅的导师感到十分的宽慰，既为她的研究成就感到骄傲，也为她的奋斗精神感到兴奋。与此同时，更希望在此书出版后，李梅能接受读者的帮助，实践的检验，为更为深入的研究创造条件。

最后祝愿李梅在今后的教学、科研岗位上凭借着自己的聪明与智慧，踏实与勤奋，作出自己更大的贡献，取得更大的成功。

武汉大学经济与管理学院 教授

谭力文

2009年秋于武昌珞珈山

前 言

自 20 世纪 90 年代以来，随着经济全球化和信息技术的快速发展，全球掀起了第五次并购浪潮。在此次浪潮中，跨国并购表现活跃，已经取代了绿地投资成为跨国直接投资的主要方式。越来越多的跨国公司通过跨国并购的方式来实施和实现自己的国际化战略，融入世界经济一体化的进程当中。联合国贸发会议（UNCTAD）2005 年的《世界投资报告》显示，2000 年全球跨国并购交易额占世界直接投资交易额的 81%。虽然近几年的跨国并购交易额与 2000 年相比有大幅下降，但跨国并购交易额占世界直接投资总额的比重仍保持在 60% 左右。

从目前来看，跨国并购仍以发达国家为主导，但发展中国家的跨国并购也日益活跃。中国作为最大的发展中国家，正在积极地适应全球经济一体化的趋势，尤其是 2001 年中国加入 WTO 后，中国企业明显加快了融入世界经济一体化的步伐。一方面，外资对中国企业的并购风起云涌；另一方面，国内一批优秀企业也主动出击，尝试着通过跨国并购的方式进行对外投资。那么，对于卷入跨国并购浪潮中的中国企业而言，无论是被外资并购的目标企业还是走出去收购国外企业的收购企业，其经营绩效是否得到了改善？是否为股东创造了价值？由于无论是外资并购我国企业还是我国企业对外收购的历史都不长，因此目前国内对中国企业跨国并购这一现象尚缺乏深入系统的实证研究。本书针对这些十分重要的问题，结合中国企业的跨国并购实践，对外资并购我国上市公司和我国上市公司海外并购的效应进行实证分析，在此基础上，为中国的“引进来”和“走出去”提供有建设性的政策建议。

在本书的研究中，首先，对跨国并购的一般理论以及相应的实

证研究文献作了简单的回顾。跨国并购的绩效研究是公司并购研究领域和国际直接投资研究领域的热点，但是学者们对它的研究并未得出让人信服的实证结论。并且现有的一些研究跨国并购绩效的文献，基本上是以美国和英国的数据为基础的，而发展中国家和转型国家则缺乏相应的证据。因此，研究中国企业的跨国并购的绩效有着非同寻常的意义。其次，对全球跨国并购实践和中国的跨国并购实践进行了详细总结。在经济全球化和信息技术的推动下，中国已不可避免地卷入全球的跨国并购浪潮中。一方面，以跨国并购方式流入的外商投资迅猛增长；另一方面，中国企业也纷纷“走出去”，开始兴起了一股海外并购热潮。再次，运用国际主流的并购绩效的研究方法——事件研究法和会计指标研究法对外资并购的财富效应和经营绩效进行了广泛的实证分析，并与国内并购的财富效应和经营绩效进行了对比研究。此外，结合中国的外资并购实践，对外资并购的财富效应的影响因素也作了一些探讨。之后，运用事件研究法和会计指标研究法对中国企业海外并购的绩效进行了详细的实证分析。最后，作为事件研究法和会计指标研究法的补充，本研究还运用临床诊断法对中国企业的跨国并购绩效进行了研究。以美国凯雷集团对徐工机械的收购以及联想对 IBM 的 PC 业务的收购这两个典型的外资并购事件和海外并购事件为案例，分析了其并购动因及绩效。本书最后结合前面各章的理论和实证分析，提出了规范外资并购以及推进中国企业海外并购的相关建议。

本研究通过缜密的理论分析和实证分析，得到了以下结论：第一，外资并购给我国上市公司带来了较为明显的绩效。一方面，外资并购为上市公司股东带来的财富效应要显著高于国内并购为股东带来的财富效应，投资者普遍将外资并购视为利好消息。另一方面，和国内并购相比，被外资并购的上市公司的财务绩效从总体上得到了改善。事件研究法和会计研究法的实证结果相互印证。第二，对外资并购的财富效应的影响因素的相关研究表明，并购方式、外资是否控股、并购前目标公司的管理表现、政府关联程度以及行业等对外资并购的财富效应都有一定影响。第三，中国企业的海外并购绩效不佳。中国上市公司在并购事件期内获得了负的累积

超额收益率，表明中国企业的海外并购给股东带来了显著的财富损失，从会计指标法的研究结果看，无论是三大财务指标（每股收益、净资产收益率和主营业务利润率）还是综合指标法的研究都表明，中国企业的海外并购并未改善公司经营绩效。

本书研究在以下几个方面进行了创新：一是运用规范的事件研究法和会计指标研究法对外资并购中国企业和中国企业海外并购的财富效应和经营绩效进行了实证研究。国外一些研究跨国并购绩效的文献，基本上是以美国和英国的数据为基础的，而发展中国家和转型国家则缺乏相应的证据。此外，在现有的实证文献中，大部分使用的是 20 世纪七八十年代的历史数据，20 世纪 90 年代以后的数据还没有被充分挖掘。国内的相关研究则主要侧重于外资并购的实证研究，且大多属案例研究性质的，中国企业海外并购的绩效研究目前还鲜有学者涉足。本研究选取了尽可能多的外资并购样本和海外并购样本对其经营绩效和财富效应作了实证研究，这对政府制定“引进来”和“走出去”的相关政策有重要的理论意义和现实意义。二是对国内并购和外资并购的财富效应和经营绩效进行了对比研究。研究表明，和国内并购相比，外资并购能为我国上市公司股东带来更多的财富效应，我国上市公司的经营绩效也因外资的介入有了明显改善，而被国内公司并购的上市公司的绩效并未得到改善，相反，还有一定程度的恶化。这为我国进一步规范国内并购和更好地利用外资并购提供了一定的理论基础。三是研究了并购方式、外资是否控股、并购前目标公司的管理表现、政府关联程度以及行业等因素对外资并购的财富效应的影响。四是运用国际流行的临床诊断法对中国企业的跨国并购绩效进行了研究，这种研究方法通过深入观察特定并购案例的绩效动态变化过程来判断公司并购效应。该方法是对事件研究法和会计指标研究法研究的补充。

本书的研究还存在一定的不足之处。由于外资并购我国上市公司和我国上市公司海外并购的历史都不长，因此可供选取的样本容量有限，本研究结论的解释力会受到一定的影响。同时，由于上市公司并购信息披露的精确度和全面性有限，样本的选取和数据资料的获得存在一定局限，从而可能影响本研究的结论。

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景和意义	1
第二节 研究方法 with 结构	5
一、研究方法	5
二、结构	6
第三节 预期创新点	7
第二章 跨国并购的相关理论与实证研究文献回顾	9
第一节 跨国并购的含义及相关理论回顾	9
一、跨国并购的含义	9
二、跨国并购的动因理论综述	14
第二节 跨国并购绩效的实证研究综述：国外研究	24
一、跨国并购对企业经营绩效的影响	24
二、跨国并购对企业股东财富的影响	26
三、跨国并购的财富效应的影响因素研究	29
第三节 跨国并购绩效的实证研究综述：国内研究	34
第四节 现有研究的局限及本节的研究方向	38
第三章 全球跨国并购实践和中国的跨国并购	41
第一节 全球跨国并购概述	41
一、跨国并购的现状	41
二、跨国并购的历史演进	44
三、当代跨国并购的新特点、原因及趋势	47
第二节 外资并购中国企业	55

一、外资并购国内上市公司的动因分析	56
二、外资并购中国企业的现状和特点	60
三、外资并购中国企业的方式	68
四、外资并购对我国的正负效应分析	76
第三节 中国企业的海外并购	81
一、中国企业海外并购的动因分析	82
二、中国企业海外并购的现状和特点	84
三、中国企业海外并购的方式和效应	91
第四章 外资并购中国企业绩效的实证研究	95
第一节 外资并购绩效研究方法	96
一、事件研究法	96
二、会计指标研究法	98
三、临床诊断法	99
四、问卷调查法	100
第二节 外资并购的市场反应的实证研究 ——与国内并购的 市场反应对比	100
一、研究方法、样本选择及数据来源	100
二、外资并购和国内并购的市场反应比较	106
第三节 外资并购长期经营绩效的实证研究 ——与国内并购的 长期经营绩效对比	114
一、研究方法、样本选择和数据来源	115
二、单一指标法的实证结果	119
三、综合指标法的实证结果	124
第四节 外资并购绩效影响因素的实证分析	132
一、并购方式对股东财富的影响	134
二、外资是否控股对股东财富的影响	141
三、并购前目标公司的管理表现对股东财富的影响	147
四、政府关联程度对股东财富的影响	151
五、行业对股东财富的影响	156
第五节 研究的结论与不足	158

一、研究的结论·····	158
二、研究的不足·····	161
第五章 中国企业海外并购绩效的实证研究·····	162
第一节 中国企业海外并购的市场反应的实证研究·····	162
一、样本选择、数据来源和研究方法·····	162
二、实证结果及分析·····	163
第二节 中国企业海外并购的经营绩效的实证研究·····	177
一、样本选择、研究方法和数据来源·····	177
二、单一指标法的实证结果·····	177
三、综合指标法的实证结果·····	180
第三节 研究的结论与不足·····	182
一、研究的结论·····	182
二、研究的不足·····	183
第六章 并购案例分析·····	185
第一节 外资并购中国企业的案例分析——凯雷—徐工案 分析·····	185
一、并购公司简介·····	186
二、并购背景·····	187
三、并购过程·····	189
四、并购的市场反应·····	194
五、并购中的纷争与反思·····	203
第二节 中国企业海外并购的案例分析——联想—IBM PC 案分析·····	209
一、公司简介·····	209
二、并购动因·····	211
三、并购分析·····	212
四、联想并购的启示·····	217
五、联想并购 IBM 的绩效分析·····	221

第七章 提升我国上市公司跨国并购绩效的建议	226
第一节 规范外资并购我国上市公司的建议	226
一、完善外资并购法律监管	226
二、明确外资并购的产业导向和政策	234
三、完善外资并购的信息披露制度	236
四、支持民营企业参与相关企业的重组	236
五、加强国有资产评估规范	237
第二节 推进中国企业海外并购的建议	238
一、中国企业海外并购面临的主要障碍	238
二、促进中国企业海外并购，推进中国企业国际化的建议	240
参考文献	247
附录	267
后记	285

第一章 导 论

第一节 研究背景和意义

在当前经济全球化和信息技术的推动下，跨国资本流动对世界各国的经济增长、技术进步和国民福利具有越来越重要的影响，尤其是跨国并购投资作为当前全球跨国直接投资最主要的投资形式，已经成为世界经济自由化的重要表现形式，并彻底改变了世界投资的格局。研究跨国并购不但是一个现实的热点问题，同时也是一个对市场竞争、资本市场改革及政府政策制定等有重大影响的理论问题。

联合国贸易与发展会议（UNCTAD）2005 年《世界投资报告》显示，近 20 年来，全球跨国并购交易额增长迅速。1987 年，全球跨国并购交易额还不到 1000 亿美元，而 1995 年为 2372 亿美元，1999 年则为 7660 亿美元，2000 年更是高达 11438 亿美元，占世界直接投资交易额的 81%。2000 年以后，由于世界大部分地区经济增长放慢，全球投资活动剧减，跨国并购交易额也有一定程度的回落，2001 年跨国并购交易额仅为 5940 亿美元，2002 年、2003 年跨国并购交易额持续回落，但从 2004 年开始回升到 3806 亿美元，比 2003 年的 2970 亿美元增长近 28%。虽然近几年的跨国并购交易额与 2000 年相比有大幅下降，但跨国并购交易额占世界直接投资总额的比重仍然保持在 60% 左右，显然，跨国并购已成为跨国公司对外直接投资的主要形式。

发达国家的跨国公司是跨国并购的主体，美国和英国的跨国公司是其中最为活跃的参与者，其近 10 年的跨国并购额基本保持在

全球的40%左右。然而近年来,发达国家跨国并购占总量的百分比有所下降,这是由于发展中国家跨国并购活动的逐渐活跃。20世纪90年代中期以来,发展中国家的跨国并购一直在迅速增长。1995年发展中国家的跨国并购额只有160亿美元,此后3年迅速增长,到1998年已经达到824亿美元,此后几年有一定程度下降,但在2001年又达到857亿美元。伴随着发展中国家跨国并购的迅速增长,跨国并购的重要性和必要性逐步显示出来。

作为正在崛起的全球最大新兴经济国家,中国在国际投资格局中的重要性已毋庸置疑。在许多跨国公司看来,抓住在中国的投资机会,是它们进入21世纪后企业发展的最重要战略。1995年以跨国并购形式流入中国的直接投资额只有4亿美元,此后几年增长迅速,到2000年已达到22亿美元,最近几年,伴随着中国对外资政策的逐步开放、相关法律法规的不断完善以及股权分置改革的顺利进行,外资对中国企业的并购交易额更为迅猛增长,2004年的外资并购交易额已经高达67亿美元,比2003年的38亿美元增长近76%。在最近两三年间涌现了许多引人注目的外资并购事件。例如,在金融业,2004年8月,汇丰银行以144.61亿元收购交通银行19.9%的股权;在啤酒行业,2004年美国AB公司以57亿元收购哈啤股权,2006年2月,全球第一大啤酒巨头比利时英博啤酒集团又以58.86亿元收购净资产6.19亿元的雪津啤酒100%股权;在钢铁行业,产能规模全球排名前两位巨头——米塔尔和阿塞洛也分别以26亿元和20.86亿元完成对华菱钢管和莱钢股份的收购;机械行业则出现了国际投资基金收购中国大型国企绝对控股权的第一例——美国凯雷集团以3.75亿美元的价格收购徐工集团工程机械有限公司85%的股权^①;水泥行业,并购风潮也不断涌起,海螺、华新、双马等均已打上外资的烙印。

与此同时,受政府“走出去”政策的推动,国内一批优秀企

^① 凯雷收购徐工案自双方2005年10月签订协议以来,一直遭遇到各界人士的议论和评价,政府审批一拖再拖,最终该交易未能获批,凯雷未能入主徐工。

业也主动出击，进军国外市场。尤其是 2001 年我国加入 WTO 后，中国兴起了海外并购浪潮。在这一时期出现了一系列有重大影响的海外并购事件。2001 年 8 月，浙江万向集团斥资 280 万美元一举收购了美国上市公司 UAI，成为国内第一家通过并购进军美国的民营企业。2001 年 6 月，海尔集团斥资 700 万美元，收购意大利迈尼盖蒂公司一家冰箱厂，这是中国白色家电企业首次实现跨国并购。2002 年 1 月，中国海洋石油有限公司以 5.85 亿美元收购了西班牙瑞普索公司在印尼的五大油田的部分权益。2003 年，京东方收购韩国现代显示技术株式会社（HYDIS）的 TFT-LCD（薄膜晶体管液晶显示器件）业务，收购金额为 3.8 亿美元。这一系列事实表明，越来越多的中国企业实施“走出去”战略时都选择了跨国并购的方式。尤其是近两年，我国企业的海外并购活动更为活跃。其中尤以 TCL 和联想为代表。TCL 先后收购德国施耐德电器公司、法国著名品牌汤姆逊旗下的彩电、DVD 业务，此后又以成立合资公司的方式控制了阿尔卡特集团的全球移动电话业务。联想集团则以 17.5 亿美元的高价购下了 IBM 旗下的 PC 业务，一夜之间其业务规模便暴长了 4 倍，以 8.6% 的市场份额挤进世界 PC 三强之列，成为首个进入世界 500 强的中国民营企业，此举震动国内外业界。

跨国公司对中国企业的并购活动，有利于缩短中国与世界主要国家和地区在利用外资方式上的差距，并从更深层面参与中国经济发展，推动经济体制改革。例如，“十五”计划纲要中明确指出，除关系国家安全和经济命脉的重要行业或企业必须由国家控股外，取消对其他企业的股权比例限制；鼓励外资特别是跨国公司参与国有企业改组改造；积极探索采用并购、风险投资、投资基金等各种方式，促进外资和国有企业产权制度改革。“十六大”报告中强调，通过多种方式利用长期国外投资，把利用外资与国内经济结构调整、国有企业改组结合起来。与此同时，中国企业的对外并购则是中国企业国际化发展的重要方式。通过对外并购，中国企业可以获得战略性自然资源、避开贸易壁垒开拓国际市场、获取国外先进技术及相关经营资源等。

然而，机会与风险总是并存的。历史经验表明，大多数并购最后都是以失败而告终。美国著名的麦肯锡咨询公司以 1986 年的财务资料为分析依据，研究了 1972—1983 年英美两国最大工业企业进行的 116 项并购活动，结果显示失败率^①高达 61%，并购 10 年后，只有近 1/4 的公司重新赚回了用于并购及与此相关的费用。波特也做过一个长期统计，对 1956—1986 年美国企业成长失败率进行了调查，结果表明：新建企业的失败率为 44%，合资企业的失败率为 50.3%，并购企业的失败率最高，达 53.4% ~ 74%。一般国内并购成功的概率尚且如此之低，跨国并购的成功概率更是小之又小。国外诸多学者从实证的角度对跨国并购的绩效（包括经营绩效和财富效应两方面）也作了一些相关研究，但由于样本选择、研究方法、测量区间以及选取指标等方面原因，对此论题并没有取得十分一致的结论，并且现有的一些研究跨国并购绩效的文献，基本上是以美国和英国的数据为基础的（这与跨国并购在英美的蓬勃发展有关），而发展中国家和转型国家则缺乏相应的证据。那么，卷入跨国并购浪潮中的中国企业的并购绩效如何呢？一方面，被外资并购后的目标企业，其经营绩效是否得到了改善？是否为股东创造了价值？另一方面，中国企业收购国外企业后是否实现了既定目标？是否为股东创造了价值和改善了经营绩效？我国作为一个发展中国家，由于外资并购中国企业以及中国企业海外并购的历史均不长，国内对跨国并购的研究主要集中在跨国并购的现状、动机、得与失以及相关法律问题的探讨，实证方面的研究不多，仅有的一些文献也只是用小样本研究了外资并购中国企业的绩效问题，中国企业对外并购的绩效研究目前可以说还是一片空白。因此，结合中国的跨国并购实践，探讨中国企业参与跨国并购的绩效，寻找

① 有的研究认为并购失败指因为受到各种阻碍导致并购中途破产，也称并购未果；有的研究将并购定义企业在并购发生后一段时间内破产清算，这样定义的失败率较低，在 20% 以下；本书关于并购失败的定义特指企业并购后不能为并购所投入的资金带来预期的回报，其主要判断尺度是并购后企业的中长期盈利性。