

刘兰凤 著

基于产业演进的

JIYU CHANYE YANJIN DE
QIYE BINGGOU JUECE YANJIU

企业并购决策研究



合肥工业大学出版社
HEFEI UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

本书由“国家社会科学基金(13CGL011)”“安徽大学博士科研项目”“安徽大学青年骨干教师项目”“2013 阜阳哲学社科项目(FSK2013007)”等资助出版

基于产业演进的 企业并购决策研究

刘兰凤 著

合肥工业大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

基于产业演进的企业并购决策研究/刘兰凤著. —合肥:合肥工业大学出版社, 2013. 12

ISBN 978-7-5650-1608-0

I. ①基… II. ①刘… III. ①企业合并—经营决策—研究 IV. ①F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 285625 号



基于产业演进的企业并购决策研究

刘兰凤 著

责任编辑 章建

出版	合肥工业大学出版社	版次	2013年12月第1版
地址	合肥市屯溪路193号	印次	2013年12月第1次印刷
邮编	230009	开本	880毫米×1230毫米 1/32
电话	总编室:0551—62903038	印张	7.625
	市场营销部:0551—62903198	字数	160千字
网址	www.hfutpress.com.cn	印刷	合肥学苑印务有限公司
E-mail	hfutpress@163.com	发行	全国新华书店

ISBN 978-7-5650-1608-0

定价: 25.00 元

如果有影响阅读的印装质量问题,请与出版社市场营销部联系调换。

前 言

随着中国市场经济体系的不断完善，在持续的经济高速增长带动下，企业并购的发展状况呈现出高速增长、多样化、复杂化的态势。在世界各国，企业并购活动的数量、金额和交易价格都呈上升趋势，但同时并购的效果却不够理想。对此，当前学术界对企业并购行为的动机和绩效研究已经成为热点之一，但多数理论是对于并购行为本身进行研究，然将其置于产业演进的影响下进行研究的并不多见、也不深入。由此，本研究将产业演进阶段性特征引入企业并购研究，并基于该视角分析企业并购行为模式，总结其中的规律性结论，将有助于简化企业并购的决策工作。

本研究系统吸收产业组织理论、战略管理理论、演化理论、认知理论、组织学习理论等相关理论，在深入刻画并购行为模式的基础上，形成一个立体化、动态化的并购行为研究框架，由此构建产业演进背景下并购行为及惯性的分析模型，借此探究产业演进与企业并购行为选择之间的匹配性，以期能为企业并购行为创造出更大的价值。本研究的主要内容和结论

如下：

第一，分析产业演进作用于企业并购行为的机理。产业演进不同阶段的竞争特性，决定了产业和企业的相对位势，由此企业采取了相应的竞争战略；竞争战略又决定了企业的并购行为，而且并购行为及其惯性发展的结果反作用于产业和企业位势。

第二，构建立体化的并购行为分析框架。企业并购行为包含并购方向和并购动量两个维度，具体包含业务跨度、地域跨度、交易相对规模和交易时间间隔四个属性。在此基础上本研究提出了两个基于产业演进的企业并购行为假说：一是在产业演进不同阶段，并购行为选择的“主导方向”不同，即在成长期，并购行为倾向于横向并购、区域内并购，相对规模小、时间间隔长；在成熟期，并购行为倾向于纵向并购、跨区域并购，相对规模大、时间间隔短；在衰退期，并购行为根据产业后期不同的发展状态而选择不同。二是在产业演进的不同阶段，并购行为的“主导属性”不同，即并购行为分别是以相对规模、多元化程度和业务相关性为导向的。

第三，构建动态化的并购行为惯性分析框架。本研究在分析并购行为惯性形成机制的基础上，沿着对并购行为的分析，进一步探析企业一系列并购行为在时间序列上的惯性模式。在特定产业演进阶段的内部，企业并购行为呈“惯性发展”模式，即并购方向保持惯性不变、并购动量惯性增强，反映惯性与绩效关系的并购惯性曲线呈“S形”变化趋势；在产业演进阶段交替时，并购行为呈“惰性变革”模式，即并购方向更加多元化、并购动量降低，并购惯性曲线在新的起点上开始下一个产业演进阶段的“S形”并购惯性发展。

第四，实证研究。一是用计量的方法，通过长期绩效来检验不同产业演进阶段的并购行为模式选择，研究证实了理论部

分提出的“不同产业演进阶段的并购行为的主导属性”假说。二是通过对上市公司大样本并购事件的统计，证实了并购行为惯性的存在性。三是通过两个处于不同产业演进阶段的企业案例分析，验证和比较了企业并购行为惯性的模式。

第五，基于产业演进的视角，从政府产业政策和企业并购对策两方面提出具体的建议。

本研究可能的创新之处有：从产业演进的独特视角来分析企业并购；对企业并购行为的研究内容和方法进行了探索；从惯性的角度将并购行为选择动态化；提出反映并购惯性和绩效关系的“S形”惯性曲线及演化趋势；用构建的理论模型对我国上市公司企业并购现状进行深入探究。

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 问题的提出	(1)
第二节 研究的意义	(4)
一、理论意义	(4)
二、实践意义	(6)
第三节 研究思路 and 结构	(7)
一、研究思路	(7)
二、全书结构	(9)
第四节 研究方法	(12)
第五节 研究的创新尝试	(13)
第二章 相关概念探讨与文献述评	(16)
第一节 相关概念及探讨	(17)
一、并购	(17)
二、并购行为	(18)

三、并购行为惯性	(19)
四、产业演进	(20)
第二节 并购历史研究的文献回顾	(21)
第三节 并购行为的文献研究	(30)
一、并购相关性研究	(31)
二、跨区域并购研究	(36)
三、并购位势研究	(41)
四、并购规模研究	(43)
五、并购连续性研究	(45)
六、并购行为惯性研究	(47)
第四节 基于产业演进的企业并购研究	(53)
一、产业演进阶段研究	(53)
二、产业演进与企业并购研究	(56)
第五节 简要评述	(59)
第三章 基于产业演进的企业并购理论分析	(61)
第一节 产业的竞争性分析	(61)
一、产业演进的推动因素	(61)
二、产业竞争性的影响因素	(64)
第二节 产业演进作用于企业并购的机理分析	(67)
一、产业演进对企业战略的作用机理	(68)
二、企业战略对并购行为的作用机理	(72)
三、并购行为和惯性对产业演进的反馈机理	(72)
第三节 产业演进各阶段的竞争性分析与 并购特点	(74)
一、初创期的并购特点	(74)

二、成长期的并购特点	(76)
三、成熟期的并购特点	(81)
四、衰退期的并购特点	(85)
五、小结	(87)
第四章 企业并购行为分析	(90)
第一节 并购行为分析思路及实现路径	(90)
一、整体思路	(90)
二、实现途径	(91)
第二节 企业并购行为的理论基础	(97)
一、规模经济理论	(97)
二、交易成本理论	(98)
三、风险分散理论	(99)
四、企业竞争优势理论	(100)
五、资源流动理论	(100)
第三节 并购行为的两个维度	(101)
一、并购方向维度	(102)
二、并购动量维度	(107)
第四节 基于产业演进的企业并购行为选择	(110)
一、并购位势与并购行为	(110)
二、产业演进各阶段的并购主导方向	(114)
三、产业演进各阶段的并购主导属性	(119)
第五节 本章小结	(120)
第五章 实证分析	(122)
第一节 变量的界定及计算	(123)
一、变量的界定	(123)

二、产业演进阶段的判定	(126)
三、综合绩效变量的构成及计算	(129)
第二节 样本来源及选择方法	(130)
一、并购数据的来源及选择方法	(130)
二、并购方企业绩效数据的来源	(133)
第三节 自变量的描述性统计	(134)
一、分行业的描述性统计	(134)
二、分产业演进阶段的描述性统计	(135)
第四节 计量检验与结果分析	(136)
一、指标选取及说明	(136)
二、检验过程	(139)
三、结果分析	(141)
四、存在的问题及讨论	(143)
第六章 企业并购行为惯性研究	(145)
第一节 并购行为的惯性分析	(146)
一、并购惯性的测度	(148)
二、并购方向的惯性	(149)
三、并购动量的惯性	(151)
第二节 产业演进阶段内部的“惯性发展”	(153)
一、并购惯性发展的影响因素	(153)
二、并购行为的惯性发展分析	(156)
三、并购惯性存在性的统计证明	(161)
四、惯性与绩效的 S 形惯性曲线	(165)
第三节 产业演进阶段交替的“惰性变革”	(170)
一、惰性变革的探讨	(170)
二、并购行为惰性变革分析	(171)

三、S形并购惯性曲线的移动	(173)
第四节 企业并购行为惯性的案例研究	(175)
一、中联重科并购案例分析	(175)
二、复星医药并购案例分析	(182)
三、两企业并购行为惯性比较与启示	(186)
第五节 本章小结	(188)
一、并购惯性模式选择的综合解释	(188)
二、本章主要结论	(190)
第七章 产业演进视角的并购政策建议	(192)
第一节 相关产业政策建议及其他	(192)
一、制定和完善相关制度与法律，规范企业并购 行为	(192)
二、制定与产业演进阶段相契合的产业政策， 引导企业并购行为	(194)
三、针对不同产业类型，采取差异化的并购 监管方式	(195)
四、打破地方保护主义的制约，推动跨区域并购、 海外并购	(196)
五、鼓励并购强强联合，避免干预企业自主 选择	(196)
第二节 基于产业演进的企业并购对策建议	(198)
一、根据所处产业演进阶段，发展战略型 并购	(198)
二、优先选择横向并购，发展主导业务	(199)
三、分析混合并购的可行性，围绕产品或市场 拓展	(200)



四、以规模化并购为主导，抑制频繁的低效 并购	(200)
五、基于惯性评估，动态调整并购行为	(201)
第八章 研究结论和展望	(203)
第一节 主要结论	(203)
第二节 未来研究方向	(205)
参考文献	(207)
后 记	(228)

第一章 导 论

第一节 问题的提出

伴随全球经济一体化的到来,全球企业在经历了五次大规模的并购浪潮后,新一轮并购浪潮正蓄势待发,企业并购的发展状况呈现出高增长、多样化、复杂化的态势。2007年全球并购交易总额达到了4.8万亿美元,即便遭遇了2008年金融危机的重创,企业并购整体发展势态依然活跃,规模之大、速度之快令人瞠目。从现代企业的成长来看,并购是企业重新配置资源和实施发展战略的一条重要而普遍的途径,已经成为许多企业优先选择的发展战略。科尔尼公司^①断言,成功企业的发展道路不能靠自然成长,企业要在激烈的竞争中胜出,并购是不可避免的,并购能力成为赢家的核心竞争力。中国企业如何应对世界范围内

^① 科尔尼管理咨询公司(A. T. Kearney)是一家全球领先的高增值管理咨询公司,也是最早进入中国的国际咨询公司之一。《科尔尼并购策略》一书对产业演进和企业并购有诸多独到的见解。

的大规模并购，以及如何通过并购来扩张实力是摆在每个中国企业家面前值得深思的问题。

随着中国市场经济体制和证券市场的不断完善，在持续的经济高速增长带动下，企业并购扩张的热情升温，中国企业参与并购的数量和金额开始进入世界前列。我国企业已有了二十多年并购的实践，上市公司的并购始于 1993 年的“宝延风波”，并在 1997 年后并购迅速升温，1998—2001 年，发生了 1700 多起并购交易，交易额达 1250 亿元。令人瞩目的是，2002 年以来并购的交易数量和交易额增长迅猛（如表 1-1 所示）。特别是 2006 年完成股权分置改革后，资本市场全流通助推我国的企业并购活动达到了新的高潮。

表 1-1 2002—2010 年中国上市公司并购发展表

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
交易数量（笔）	951	934	1541	1219	1788	1773	1441	1527	2115
交易额（亿元）	778	923	2117	1323	3075	4410	4888	5981	7171

资料来源：北京交通大学中国企业兼并重组研究中心：《中国企业并购年鉴 2011》，中国经济出版社 2011 年版，第 9 页。

企业的并购战略不仅同自身的经营与发展密不可分，同样与其所处产业的特征和产业演进趋势息息相关。在技术经济为主导的信息时代，创新的冲击导致产品结构性变化，企业间竞争加剧，产业生命周期缩短，市场成长发育加速。在这种情形下，与企业自身积累的成长方式相比，并购这种外部成长方式无疑以其快速高效的特点成为企业热衷的战略选择，企业可以通过并购在短时间内实现扩大生产规模、优化资源配置、开辟市场渠道等。

在产业演进的不同阶段，企业面临的产业特性和竞争态势有所不同，因此产业演进阶段会影响到企业的并购战略选择。鉴于此，Weston（1998）明确提出，产业演进理论可以被作为一种框架，用来指示在产业演进的不同阶段中不同类型的并购在什么时候可能会具备发生的基础。科尔尼公司的丁焕明等（2004）的研究结果也揭示了产业演进和企业并购之间具有强大的联系，即企业的每个重要的战略和行动都必须考虑产业演进的影响，产业演进曲线可以作为指导企业并购战略的工具。

而以往对企业并购的研究大都没有考虑产业演进的影响。产业演进的文献研究（Gort & Klepper, 1982; Klepper & Grady, 1990 等）都表明，大多数产业都会经历一个周期性的发展历程。在产业演进的不同阶段，产业的竞争特性和企业的竞争优势可能会发生变化。产业的成长期适用的企业并购，比如大量资本密集型并购，如果用在产业的衰退期，就可能导致企业竞争优势的恶化（Ghemawat & Nalebuff, 1985）。实证研究也表明，处于成长期的产业内部的横向并购可能比成长期不同产业间的多元化并购的绩效表现要好，而处于衰退期产业内的横向并购可能会比同样衰退期的不同产业间的多元化并购的绩效表现要差（刘笑萍，2009）。如果不首先判定企业所处产业演进阶段，而直接将企业的不同并购形式的绩效进行比较，就很难做出有意义的判断。因此，正是由于没有考虑产业演进阶段因素的影响，以往很多并购研究得出了不同结论。

从近些年国内外的研究可以看出，产业演进阶段与企

业并购的关联性已引起学界和商界的重视，细致分析产业竞争环境、准确判断企业在产业演进中所处的位置、构建基于不同产业演进阶段的企业并购行为选择模式是一项值得研究的内容。加州大学的 Halebian (2009) 在一篇并购研究文献综述中展望，今后要从时间对并购过程的作用上开展研究，他认为时间会潜在地对并购的结果产生影响，这是很多并购文献研究结果模棱两可的原因。

从以上分析可以看出，伴随着大量出现的企业并购以及并购实践中出现的新问题，需要从新的理论视角来加以拓展，本书研究的问题是如何从产业演进的视角来分析企业并购行为的选择。为此，需要进一步明确三个方面的问题：

第一，产业演进如何对企业并购行为产生影响？

第二，如何细致刻画企业的并购行为及行为的动态变化？

第三，企业并购行为如何随着产业演进的不同阶段而发生改变？

本书将在这些方面给予回答。

第二节 研究的意义

一、理论意义

(一) 从产业演进的独特视角研究企业并购行为模式

目前对企业并购的研究多为并购的微观效应，集中在企

业并购的动因、绩效的理论和实证研究，而将宏观、微观相结合的系统研究并不多见。现有的并购理论在指导企业并购行为时仍显不足，这也许是在并购实践中，大量并购战略没有发挥作用甚至失败的原因。本书在并购研究中更强调产业背景的影响，强调并购对产业演进阶段的适应性，这将在一定程度上补充和发展企业并购理论和并购战略的操作性。

基于产业演进动态地构建企业并购行为模式选择模型，是并购理论研究的新视角，目前国内外从这个角度研究的文献资料比较少。通过文献搜索发现，可能正是由于研究者未能考虑产业演进阶段因素的影响，以往很多对并购绩效的研究得出了甚至相反的结论。不同的产业处于各自的产业演进阶段，不同的产业演进阶段的竞争性特征差异很大，但从产业演进对企业并购模式选择的影响角度来研究企业并购行为和绩效的文献很少。这是现有的企业并购理论与产业经济理论所缺乏的。因此，科学深入地探讨、归纳、总结产业演进的阶段特性对企业并购行为模式选择的影响，企业在从事不同性质产业活动时应该如何结合产业演进阶段选择企业并购行为的理论与方法，无疑是一个独特的研究视角。所以，本课题的研究内容在理论上具有一定的学术价值。

（二）构建企业并购行为立体化、动态化的研究框架

现有对于并购行为的研究大多从探索并购行为的动因开始，沿着“动因—行为—绩效”逻辑展开，对并购动因和绩效的研究很多，而对并购行为本身的研究很少，或者仅是简单地按照某种标准划分类型，缺乏构建一个全面刻画并购行为的研究框架。本书首先对并购行为进行刻画，