

公司的盈利能力、发展能力、资产管理水平、现金流量、公司规模、公司在行业中的地位对并购类型的选择有显著影响。  
公司财务状况和经营情况的好坏在很大程度上决定着公司是进行相关并购还是多元化并购。

# 中国上市公司并购类型的 影响因素研究

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI BINGGOU LEIXING  
DE YINGXIANG YINSU YANJIU

本书在重新界定并购类型的基础上，采用实证研究方法全面、系统地研究了我国上市公司并购类型选择的影响因素以及不同并购类型对上市公司盈利能力和公司价值的影响，并构建了价值链优化视角的企业并购决策框架。

邸丛枝◎著

公司的盈利能力、发展能力、资产管理水平、现金  
公司在行业中的地位对并购类型的选择有显  
公司财务状况和经营情况的好坏在很大程度上决定着公司是进

# 中国上市公司并购类型的 影响因素研究

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI BINGGOU LEIXING  
DE YINGXIANG YINSU YANJIU

本书在重新界定并购类型的基础上，采用实证研究方法全面、系统地研究了我国上市公司  
并购类型选择的影响因素以及不同并购类型对上市公司盈利能力、公司价值的影响，并构  
建了价值链优化视角的企业并购决策框架。

邸丛枝◎著



人民教育出版社

责任编辑:赵圣涛

装帧设计:肖 辉

责任校对:吴晓娟

## 图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司并购类型的影响因素研究/邸丛枝 著.

-北京:人民出版社,2013.10

ISBN 978-7-01-012166-6

I. ①中… II. ①邸… III. ①上市公司-企业合并-影响因素-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 111141 号

## 中国上市公司并购类型的影响因素研究

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI BINGGOU LEIXING DE  
YINGXIANG YINSU YANJIU

邸丛枝 著

人民出版社 出版发行  
(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京集惠印刷有限责任公司印刷 新华书店经销

2013 年 10 月第 1 版 2013 年 10 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:8.125

字数:270 千字 印数:0,001-1,500 册

ISBN 978-7-01-012166-6 定价:28.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

## “河北经贸大学学术文库”编委会

顾问：王莹

主任：纪良纲

副主任：柴振国

委员：王莹 纪良纲 申富平 武建奇 柴振国

李建平 张晋武 杨淑君 古建芹 郭晓君

王春和 郭广辉 刘华光 柴艳萍 王重润

执行委员：李建平 刘东英

# 总 序

时光荏苒,岁月如梭,河北经贸大学已历经 60 年岁月的洗礼。回首她的发展历程,深深感受到经贸学人秉承“严谨为师、诚信为人、勤奋为学”的校训,孜孜不倦地致力于书山学海的勤奋作风,而“河北经贸大学学术文库”的出版正是经贸师生对她的历史底蕴和学术精神的总结、传承与发展。为其作序,我感到十分骄傲和欣慰。

60 年来特别是改革开放以来的三十多年,河北经贸人抓住发展机遇,拼搏进取,一步一个脚印,学校整体办学水平和社会声誉不断提升,1995 年学校成为河北省重点建设的 10 所骨干大学之一,1998 年获得硕士学位授予权,2004 年在教育部本科教学工作水平评估中获得优秀,已成为一所以经济学、管理学、法学为主,兼有文学、理学和工学的多学科性财经类大学。

进入新世纪以来,我国社会经济的快速发展,社会各届对高等教育提出了更高的要求,高等教育进入了提升教育质量、注重内涵发展的新时期,不论是从国内还是从国际看,高校间的竞争日趋激烈。面对机遇和挑战,河北经贸人提出了以学科建设为龙头,走内涵发展、特色发展之路,不断提高人才培养质量,不断提升服务社会经济发展的能力和知识创新的能力,把我校建设成高水平大学的奋斗目标和工作思路。

高水平的科研成果是学科建设水平的体现。出版“河北经贸

大学学术文库”的主要目的是进一步凝练学科方向、推进学科建设。近年来,我校产业经济学、会计学、经济法学、理论经济学、企业管理、财政学、金融学、行政管理、马克思主义中国化研究等重点学科在各自的学科领域不断进取,积累了丰富的研究成果。收入文库的著作有的是教授们长期研究的结晶,有的则是刚刚完成不久的博士学位论文,其作者有的是在本学科具有较大影响力的知名专家,更多的则是年富力强、立志为学的年轻学者,文库的出版对学科梯队的培养、学科特色的加强将起到非常积极的作用。

感谢人民出版社为“河北经贸大学学术文库”的出版所付出的辛勤劳动,人民出版社在出版界的影响力及其严谨务实的工作作风,与河北经贸大学积极推进学科建设的决心相结合,成就了这样一个平台。我相信,借此平台我们的研究将有更多的机会得到来自社会各界特别是研究同行们的关注和指教,这将成为我们学术生涯中的宝贵财富;我也希望我们河北经贸学人能够抓住机会,保持锲而不舍的钻研精神、追求真理的科学精神、勇于探索的创新精神和忧国忧民的人文精神,在河北经贸大学这块学术土壤中勤于耕耘、善于耕耘,不断结出丰硕的果实。

河北经贸大学校长 纪良纲

# · 目 录 ·

|            |                              |     |
|------------|------------------------------|-----|
| <b>第一章</b> | <b>导论</b> .....              | 1   |
| 第一节        | 研究背景与研究视角 .....              | 1   |
| 第二节        | 研究综述 .....                   | 7   |
| 第三节        | 研究目标与研究思路 .....              | 33  |
| 第四节        | 研究内容与框架 .....                | 35  |
| 第五节        | 概念界定 .....                   | 36  |
| 第六节        | 研究方法和研究样本 .....              | 42  |
| 第七节        | 研究创新 .....                   | 49  |
| <b>第二章</b> | <b>上市公司并购发展历程及动因分析</b> ..... | 51  |
| 第一节        | 上市公司并购发展历程 .....             | 51  |
| 第二节        | 上市公司并购的相关法律法规及政策 .....       | 60  |
| 第三节        | 中国上市公司并购的驱动因素 .....          | 66  |
| 第四节        | 不同并购类型的并购动因分析 .....          | 71  |
| <b>第三章</b> | <b>公司特征与并购类型</b> .....       | 73  |
| 第一节        | 文献回顾 .....                   | 74  |
| 第二节        | 研究假设 .....                   | 77  |
| 第三节        | 数据与变量 .....                  | 82  |
| 第四节        | 实证结果 .....                   | 97  |
| 第五节        | 稳健性检验 .....                  | 114 |

|            |                      |     |
|------------|----------------------|-----|
| <b>第四章</b> | <b>管理层的背景特征与并购类型</b> | 116 |
| 第一节        | 研究假设                 | 118 |
| 第二节        | 数据与变量                | 122 |
| 第三节        | 实证结果                 | 129 |
| <b>第五章</b> | <b>公司治理结构与并购类型</b>   | 141 |
| 第一节        | 假设形成                 | 142 |
| 第二节        | 数据与变量                | 154 |
| 第三节        | 实证结果                 | 165 |
| <b>第六章</b> | <b>政府干预与并购类型</b>     | 185 |
| 第一节        | 假设形成                 | 186 |
| 第二节        | 数据和变量                | 187 |
| 第三节        | 实证结果                 | 192 |
| <b>第七章</b> | <b>并购类型与公司价值</b>     | 195 |
| 第一节        | 理论分析与假设形成            | 199 |
| 第二节        | 数据和变量                | 204 |
| 第三节        | 实证结果                 | 210 |
| <b>第八章</b> | <b>并购类型的决策框架构建</b>   | 216 |
| 第一节        | 价值链管理理论对并购类型决策的影响    | 216 |
| 第二节        | 价值链优化视角的企业并购类型决策基本框架 | 217 |
| 第三节        | 价值链优化视角的企业并购决策的具体步骤  | 219 |
| <b>第九章</b> | <b>研究结论与建议</b>       | 225 |
| 第一节        | 研究的主要结论              | 225 |



|                |     |
|----------------|-----|
| 第二节 政策建议 ..... | 227 |
| 第三节 研究局限 ..... | 229 |
| 第四节 研究展望 ..... | 230 |
| 参考文献 .....     | 231 |

## · 图 表 索 引 ·

|       |                             |     |
|-------|-----------------------------|-----|
| 图 1—1 | 研究思路图 .....                 | 8   |
| 图 1—2 | 结构框架图 .....                 | 10  |
| 图 1—3 | 样本行业和年度分布 .....             | 19  |
| 图 1—4 | 不同并购类型的年度分布 .....           | 21  |
| 图 1—5 | 不同并购类型的行业分布 .....           | 23  |
| 图 2—1 | 并购事件年度分布图 .....             | 53  |
| 图 8—1 | 并购类型决策的基本框架 .....           | 218 |
|       |                             |     |
| 表 1—1 | 并购样本公司的行业和年度分布表 .....       | 17  |
| 表 1—2 | 制造业样本公司分布 .....             | 19  |
| 表 1—3 | 不同并购类型的年度分布 .....           | 20  |
| 表 1—4 | 不同并购类型的行业分布 .....           | 21  |
| 表 2—1 | 并购事件年度分布表 .....             | 52  |
| 表 2—2 | 并购相关法律法规(1993—2010 年) ..... | 61  |
| 表 3—1 | 公司特征变量定义表 .....             | 86  |
| 表 3—2 | 公司特征变量描述性统计表 .....          | 88  |
| 表 3—3 | 公司特征与并购类型相关系数表 .....        | 92  |
| 表 3—4 | 资产负债水平与并购类型回归结果表 .....      | 97  |
| 表 3—5 | 盈利能力与并购类型回归结果表 .....        | 98  |

|        |                                   |     |
|--------|-----------------------------------|-----|
| 表 3—6  | 发展能力与并购类型回归结果表 .....              | 103 |
| 表 3—7  | 资产管理水平与并购类型回归结果表 .....            | 105 |
| 表 3—8  | 现金流量对并购类型回归结果表 .....              | 107 |
| 表 3—9  | 公司规模与并购类型回归结果表 .....              | 110 |
| 表 3—10 | 公司在行业中地位与并购类型回归结果表 .....          | 111 |
| 表 3—11 | 公司综合特征对并购类型回归结果表 .....            | 113 |
| 表 4—1  | 管理层的背景特征变量定义表 .....               | 124 |
| 表 4—2  | 管理层及董事长、总经理特征变量描述性<br>统计表 .....   | 126 |
| 表 4—3  | 管理层、董事长、总经理特征与并购类型相关<br>系数表 ..... | 128 |
| 表 4—4  | 管理层的背景特征与并购类型回归结果表 .....          | 131 |
| 表 4—5  | 董事长背景特征与并购类型回归结果表 .....           | 134 |
| 表 4—6  | 总经理特征与并购类型回归结果表 .....             | 138 |
| 表 5—1  | 公司治理结构变量定义表 .....                 | 155 |
| 表 5—2  | 公司治理结构变量描述性统计表 .....              | 158 |
| 表 5—3  | 公司治理与并购类型相关系数表 .....              | 162 |
| 表 5—4  | 董事会和监事会治理与并购类型回归结果表 .....         | 168 |
| 表 5—5  | 薪酬激励和股权激励与并购类型回归结果表 .....         | 174 |
| 表 5—6  | 股权比例和并购类型回归结果表 .....              | 178 |
| 表 5—7  | 股权性质与并购类型回归结果表 .....              | 180 |
| 表 5—8  | 公司治理对并购类型回归结果表 .....              | 182 |
| 表 6—1  | 政府干预和并购类型变量定义表 .....              | 188 |
| 表 6—2  | 政府干预和并购类型描述性统计表 .....             | 189 |
| 表 6—3  | 政府干预和并购类型相关系数表 .....              | 191 |
| 表 6—4  | 政府干预和并购类型回归结果表 .....              | 192 |

|       |                        |     |
|-------|------------------------|-----|
| 表 7—1 | 并购类型与公司价值变量定义表 .....   | 206 |
| 表 7—2 | 公司价值变量描述性统计表 .....     | 209 |
| 表 7—3 | 并购类型与公司价值变量相关系数表 ..... | 210 |
| 表 7—4 | 并购类型对 ROE 回归结果表 .....  | 211 |
| 表 7—5 | 并购类型对 ROA 回归结果表 .....  | 213 |
| 表 7—6 | 并购类型对托宾 Q 回归结果表 .....  | 214 |

# 第一章 导 论

## 第一节 研究背景与研究视角

### 一、研究背景

并购是企业寻求扩张的一项战略选择。相比内部发展而言,并购是获取市场、产品、技术、管理技能的迅速而且风险较小的方法。并购能让企业快速地增长,扩大规模。世界 500 强公司大部分都经历过并购。全球并购的兴起与衰退伴随着世界经济周期高峰与低谷的轮回交替,技术革命和技术创新是重要的推动力量。十九世纪末出现的并购至今已有六次,它们持续的时间段分别为:1897—1904 年,1916—1929 年,1965—1969 年,1984—1989 年,1991—2000 年和 2004—2007 年。金融危机以来,并购曾经短暂低迷,但是最近两年并购活动又掀起新的热潮。汤森路透(Thomson Reuters)年终数据显示,“2010 年全球并购交易总额达到 2.4 万亿美元,较 2009 年增长 22.9%,创下 2008 年以来的年度最高水平,反映出 2010 年全球并购交易市场正在逐步摆脱危机影响”。而路透社的 2011 年 2 月 15 日的消息表明,“2011 以来,全球并购额在这波热潮中增长 62% 至 3770 亿美元,为 2007 年以来的最高水平。不计企业分拆和重组,全球并购总额为 2598 亿美元,较上年同期增长 12.4%。同业之间的战略性收购在这波并购潮中占据很大比例,今年以来接近 94%”。2011 年 2 月 17 日,国

际会计和咨询公司安永称,根据其最新调查,“2011 年中国公司拥有加速寻求收购的资金、动力和机会,其并购意愿更为强烈;中国企业在国内和海外并购已蓄势待发,预计在下半年提速。据美国 Thomson Reuters 统计,全球并购自 2009 年 4—6 月后呈恢复趋势,进入 2011 年后更趋活跃,全球将再现并购潮。2011 年 1 月至 2 月第一周,全球并购额达 3096 亿美元,比上年同期增长 69%,为 2000 年 IT 泡沫破裂以来最高值。此次并购潮有如下特点:一、并购金额大。2011 年 1 月至 2 月第一周并购项目的平均金额为 1 亿美元,同比增长一倍;二、资源和原材料行业为主。上次并购潮(IT 泡沫期间)以通信和网络相关行业为主,此次以资源和原材料行业为主。”<sup>①</sup>

上市公司的并购重组一直是资本市场上的热点,它是资本市场优化配置资源功能的重要体现,是推动上市公司做大做强的重要途径。我国上市公司自从 1993 年深宝安收购延中实业也开始了并购的历程。我国资本市场上的并购活动逐渐活跃,特别是 1997 年以来更是表现出波澜壮阔之势。我国上市公司并购经历了四个发展阶段:第一,1993 年到 1996 年的萌芽阶段。这个阶段并购活动不活跃,法律法规、市场规则和市场监管滞后。第二,1997 年到 2001 年的快速发展阶段。这个阶段上市公司并购不断增多,形成一股浪潮;民营企业成为收购方的主体;并购市场很不规范;投机收购比较多,出现了掏空上市公司的现象。第三,2002 年到 2005 年 5 月的调整和规范阶段。这个阶段并购逐渐规范;实质性资产重组增多,投机性并购减少;并购市场化程度增强;各种重组题材和并购方式多样化。第四,2005 年 5 月至今的创新发展

---

<sup>①</sup> 数据资料来源于商务部网站, [www.mofcom.gov.cn](http://www.mofcom.gov.cn)。

阶段。这个阶段并购数量和规模迅速增大,战略性并购增多;并购方式不断创新;法律法规逐渐完善;政府提供了政策、税收和资金等方面的支持,推动上市公司进行战略并购和重组。最近几年,上市公司并购又掀起新的热潮。2009年,中国上市公司并购频繁,被称为“并购年”。普华永道公布的2009年企业并购报告显示,“全年并购交易数量达到3200宗,交易活动涉及行业领域分布广泛;制造业在交易数量上最活跃,而金融服务业和地产业的交易金额最高。2009年上市公司并购重组总体数量日趋增多,交易规模日渐加大,创新方式日益丰富,以调整产业结构为目标的并购重组逐步成为主流”。<sup>①</sup>普华永道的报告指出,“2010年中国并购交易数量及披露金额均达到历史新高。2010年并购交易数量达到创纪录的4251宗,已披露的交易金额超过2000亿美元,较2009年分别增长16%和27%”。<sup>②</sup>中国经济的持续强劲增长及行业整合成为并购交易快速增长的重要驱动因素。

并购浪潮对经济的发展产生重大影响。经历了十几年的发展,我国上市公司并购更加活跃和规范,在经济发展和资源配置中起着重大的作用。因此,对并购活动进行研究有重要的现实意义。企业并购行为最常见的分类方法是按照交易各方之间的市场关系,把并购分为横向并购、纵向并购和多元化并购三种基本类型。并购类型的选择反映了企业并购的动因,表明了企业的并购发展战略和目标企业的选择方向,对企业有不同的影响。在六次并购浪潮中每次都以不同的并购类型为主:第一次浪潮中以横向并购为主,占78.3%;第二次浪潮中以纵向并购为主,

---

① 资料来源:《上海证券报》,2009年12月16日。

② 资料来源:《上海证券报》,2011年1月18日。

大概占并购总体的 85%;第三次浪潮中以多元化并购为主,美国的所有并购中混合并购大约占 63%;第四次浪潮中纵向并购较多,横向并购和混合并购方式也存在;第五次浪潮中横向并购和资产剥离活动并存,大量公司剥离无关业务而并购同类型企业;第六次并购浪潮中大型跨国企业之间的横向并购和纵向并购频频出现。由此引发我们思考,为什么每次浪潮中都有不同的并购类型呢?传统的横向并购和纵向并购在最近几次浪潮中又成为主角,为什么企业要做出这种选择呢?不同的并购类型对企业价值的影响相同吗?哪种并购类型会为收购方公司创造更大的价值?影响企业选择并购类型的因素是什么?这正是本书要研究的问题。

国外对并购的研究已经有几十年的历史,国内的研究也随着我国上市公司并购的兴起而增多。对并购的动因和绩效研究取得了丰富的成果,但是尚未得出一致的结论。在研究并购的动因时,多是从并购的绩效推断。虽然不同的并购动因会引起不同的并购绩效,但是影响并购绩效的因素除了并购的动因还有很多,从绩效推断动因的研究方法可能带来研究结论的偏差。因此,有必要理清并购动因与并购绩效的关系。通过大量的阅读和整理文献,本书认为需要选择一个中间变量把并购动因和并购绩效结合起来,这样能更清楚地发现并购动因和绩效的逻辑关系。因为不同的并购动因会让企业做出不同的并购决策,而不同的并购决策会引起不同的并购绩效。因此,并购决策是联系二者的重要变量。并购决策包含许多方面,并购类型的选择是并购决策中最重要的一环,而且最能体现公司的并购动因。因此,本书通过研究并购类型把并购动因和并购绩效结合起来,探寻引起不同的并购类型的动因是什么,不同的并购类型的绩效怎么样。



国内外对不同并购类型的影响因素和绩效也做了相关研究,但是只是限于某些特征对并购类型的影响,以及不同类型的后果。很少有研究把并购类型的影响因素和经济后果联系起来,而且对并购类型的分类也难以反映并购的动因。一般说来,公司并购的动因可以归纳为两类:一类是公司内部发展的客观要求,一类是管理者个人利益的主观需要。这两类动因会引起不同的并购类型的选择,而管理者背景、公司特征和治理结构都将反映出不同的并购动因。从我国上市公司并购发展的历程来看,我国上市公司并购还受到政府的干预和影响,因此,本书从公司和政府干预两个角度研究并购类型的影响因素,在研究中要从管理者、公司特征、公司治理结构、政府干预等多个方面来分析公司并购的动因,探寻影响并购类型决策的因素,以及并购类型决策产生的影响。从国内外文献来看,我们尚未发现系统的相关研究,这正是本书研究的出发点。

## 二、研究视角

公司并购是一项综合性的决策行为,是公司的高层管理者对公司内部和外部环境分析之后,按照不同的目标做出的选择。并购类型的选择反映了公司并购的动因,是并购决策中重要的内容,对公司发展战略有重大影响。因此,本书将在重新界定并购类型的基础上,全面分析影响并购类型选择的各种因素,主要从管理层背景、公司财务和行业特征、公司治理结构、政府干预四个角度进行分析,从各种因素对并购类型选择的影响进行实证检验。然后,对不同的并购类型对公司盈利能力和价值的影响做出分析。