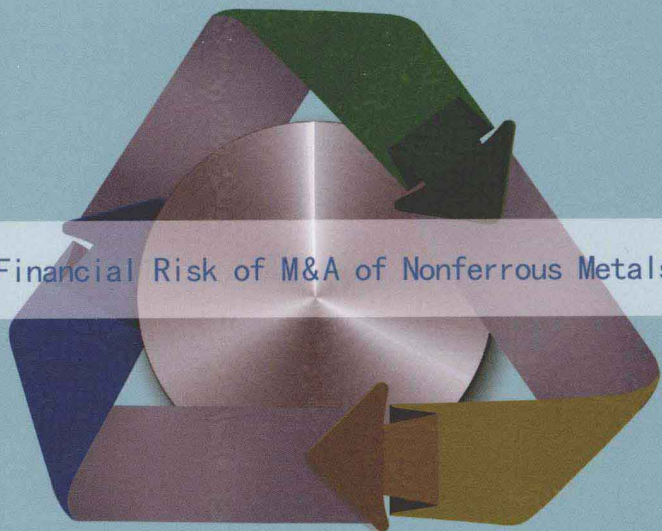


中国有色金属行业 并购财务风险研究

张自义 ● 著

Research on Financial Risk of M&A of Nonferrous Metals Industry



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

中国有色金属行业 并购财务风险研究

张自义●著

Research on Financial Risk of M&A of Nonferrous Metals Industry



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国有色金属行业并购财务风险研究/ 张自义著.

北京: 中国经济出版社, 2014. 1

ISBN 978-7-5136-2871-6

I. 中… II. ①张… III. ①有色金属冶金—冶金工业—企业合并—财务风险—研究—中国 IV. ①F426.32

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 255851 号

责任编辑 赵静宜

责任审读 贺 静

责任印制 张江虹

封面设计 朱日新

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京科信印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 880mm×1230mm 1/32

印 张 4.875

字 数 100 千字

版 次 2014 年 1 月第 1 版

印 次 2014 年 1 月第 1 次

书 号 ISBN 978-7-5136-2871-6/F·9932

定 价 35.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换(联系电话: 010-68319116)

版权所有 盗版必究(举报电话: 010-68359418 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话: 12390)

服务热线: 010-68344225 88386794

第一章 绪论/1

- 第一节 研究背景和意义 3
- 第二节 研究内容、方法与研究现状综述 8
- 第三节 创新与不足之处 14

第二章 理论综述/17

- 第一节 并购理论综述 19
- 第二节 风险理论综述 24
- 第三节 并购风险理论综述 32
- 第四节 并购财务风险研究综述 39

第三章 中国有色金属行业并购财务风险特征研究/49

- 第一节 中国有色金属行业现状分析 51
- 第二节 中国有色金属行业并购财务风险
特征分析 68

第四章 A 公司并购案例财务风险研究/97

第一节 云南省有色金属行业概况 99

第二节 A 公司并购案例研究 109

第五章 中国有色金属行业并购财务风险防范

措施研究/129

第一节 中国有色金属行业并购定价风险的
防范 131

第二节 中国有色金属行业并购融资风险的
防范 134

结语/141

参考文献/142

表目录

表 1-1	2001 年以来中国上市公司并购基本情况表 ...	5
表 2-1	并购风险一览表	35
表 3-1	有色金属行业子行业分类	53
表 3-2	2007—2011 年有色金属行业主要指标统计	57
表 3-3	2007—2011 年有色金属行业工业总产值	58
表 3-4	2007—2011 年有色金属行业产量情况	58
表 3-5	2007—2011 年十种有色金属产量	59
表 3-6	2007—2011 年有色金属行业销售收入情况	60
表 3-7	中国和全球有色金属消费量	60
表 3-8	2009 年以来我国有色金属企业重大并购 事件	70
表 3-9	发达国家的融资结构	90
表 3-10	部分有色金属上市公司截至 2012 年 9 月 30 日	

股市融资情况	91
表 4-1 2011 年全国主要地区十种有色金属产量 情况	102
表 4-2 2011 年有色金属行业资产区域分布情况 ...	104
表 4-3 2011 年有色金属行业销售收入区域分布 情况	106
表 4-4 主要铅锌上市公司铅锌金属储量与企业 市值的对比情况表	117
表 4-5 按照市值/铅锌金属储量平均值计算标的 公司企业铅锌市值估算表	118
表 4-6 主要铜业上市公司铜金属储量与企业市 值的对比情况表	119
表 4-7 按照市值/铜金属储量平均值计算标的公 司企业铜市值估算表	119
表 4-8 按企业市值/金属储量指标计算标的公司 及标的资产估值情况表	120
表 4-9 主要铅锌上市公司年铅锌精矿产量与企 业市值的对比情况表	121
表 4-10 按市值/年铅锌精矿产量平均值计算标 的公司企业铅锌市值估算表	122
表 4-11 主要铜业上市公司铜精矿产量与企业市	

	值的对比情况表	123
表 4-12	按照市值/年铜精矿产量平均值计算标的 公司企业铜市值估算表	124
表 4-13	按企业市值/精矿产量指标计算标的公司 及标的资产估值情况表	125
表 4-14	主要铅锌上市公司市盈率情况表	125
表 4-15	按市盈率指标计算标的公司及标的资产 估值情况表	126

中国有色金属行业并购财务风险研究 CONTENTS

图目录

图 1-1 论文框架结构图	9
图 2-1 风险评估图	30

第一章 绪 论

第一节 研究背景和意义

第二节 研究内容、方法与研究现状综述

第三节 创新与不足之处



○ 第一节 研究背景和意义 ○

企业做大做强的方式主要有内延式扩张和外延式扩张两种基本方式，从近百年企业的发展历程来看，“一个企业通过兼并其竞争对手的途径成为巨型企业是现代经济史上一个突出的现象，没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司是靠内部扩张成长起来的。”^① 美国通用电气公司（GE）经过 100 多年的发展，在发展的过程中经历了无数次的并购、重组，得以存活下来并获得了长足的发展。

从企业的发展史来看企业的并购，主要经历了五次大的浪潮。第一次浪潮发生于 1895 年至 1905 年间，其特征主要是横向合并。第二次浪潮发生于第一世界

^① 乔治·J·斯蒂格勒，《产业组织与政府管制》，上海三联出版社，1989 年。

大战之后的经济衰退时期，持续时间近 10 年，此次浪潮的特征是纵向合并。第三次浪潮发生于 20 世纪的 50 年代末至 70 年代初，特征是多元化并购和混合并购。第四次与第五次浪潮发生于 20 世纪的八九十年代，在第四次浪潮中出现了许多新型的收购方式，如敌意要约收购、杠杆收购等。第五次并购浪潮起始于 90 年代中叶，而这次浪潮竟在几年的时间内达到了并购产生以来的巅峰，产品、服务和资本市场呈现出了全球化的趋势，跨越国界的并购现象日趋增多。

我国企业的并购始于改革开放之后，大约 20 世纪 80 年代，大致可以分为三个阶段：第一个阶段是 20 世纪 80 年代，这一阶段并购的特征是以行政为主导的关停并转；第二阶段是为了消除企业亏损，让赢利企业并购亏损企业的“拉郎配”阶段；第三个阶段是我国开始确立社会主义市场经济体制以来，企业按照公司法等相关法规开始了并购的市场化道路。中国上市公司的并购最早出现于 1993 年宝安公司对延中实业的敌意收购，回顾 2001 年以来的并购历史，

其基本情况如下表：

表 1-1 2001 年以来中国上市公司并购基本情况表

年份	并购宗数（宗）	并购金额（亿美元）
2001	470	16.95
2002	1042	33.8
2003	778	30.86
2004	1265	62.19
2005	1847	70.87
2006	2418	128.06
2007	3334	165.54
2008	3799	252.02
2009	3664	1575
2010	4251	2000
2011	5364	

资料来源：根据网络资料整理

在并购的研究中，对并购绩效的研究，即对并购是否创造价值是并购研究的核心内容。从各种对并购绩效的研究来看，无外乎三种观点：一是并购并不创造价值。Grubb 和 lamb 评论道：“客观事实是只有大

约 20% 的合并真正取得了成功。多数并购侵蚀了股东的财富……残酷的现实是多数合并都没有真正的财务回报……合并失败率很高……难以遏制的合并失败”^①。一是并购能为并购企业创造价值。Bruner 在 1971—2001 年间 130 篇从不同角度研究成熟市场并购绩效文章的基础上，非常谨慎地指出：并购重组固然能在一定程度上为某些利益相关方创造价值，但须谨慎对待。一是难以确定。Muller 汇总了七个国家对并购绩效的研究，其评论道：因此，就七国而言，赢利水平的提高或恶化不存在任何一致的模式。并购似乎导致赢利水平在一国有些改善，而在另一国又有些恶化。如果非要给出一个一般性的结论，那么就是并购对企业在并购后三到五年内的赢利水平影响甚微，并购并没有改善或破坏经济效率。^②

就企业而言，并购的基本目的显然是为了提升企

① Grubb, Thomas M, and Robert B. Lamb, 《Capitalize and Merger Chaos》, New York : Free Press , 2000 .

② Muller , D. 《Mergers and Market Share》, Review of Economics and Statistics, 67 (NO 2 , May 1985: 259 - 267.

业的价值。那么，从并购绩效研究的结论来看，企业要获得并购绩效仍存在较大的不确定性。如何控制并购过程中的风险，尤其是并购中的财务风险是让并购获得价值创造的重要因素。现有的财务理论对并购财务风险已有了基本论断，但是，如何把并购财务风险的基本理论应用到并购实践中，并针对行业特点，提出有针对性的防范措施建议，仍然有待深入。

我国有色金属行业上市公司的并购始于 21 世纪初，2002 年以后开始呈上升的趋势，2009 年国际金融危机的爆发，从某种程度上来说，为有色金属行业的并购，尤其是跨国并购带来了机遇，2010 年达到了一个阶段性的高峰。有色金属企业并购过程中，其并购的目标企业主要是矿山类企业，由于并购金额通常较大，投资回收期长，这就使该行业的并购财务风险较其他行业来说显得更为突出。如何防范企业在并购过程中的财务风险也成为该行业在并购过程中须重点研究的问题。笔者在有色金属行业工作近三十年的时间，主持了近年来所在集团公司的多起并购，对并购财务

风险防范拥有较为丰富的实践经验，结合相关理论，对此问题进行更进一步的深入研究，为同行提供一定借鉴，是本书的研究目的，也是本书的研究意义所在。

○ 第二节 研究内容、方法与 研究现状综述 ○

一、研究内容

本书共分为六个部分：

第一部分为绪论部分，主要介绍了本书的研究背景、研究意义、研究方法与创新与不足之处。

第二部分为理论综述，主要介绍了并购理论、风险理论、并购的风险理论、并购的财务风险理论四个方面的内容。

第三部分对我国有色金属行业并购过程中所面临的财务风险进行了深入的分析与研究。