

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15420071151208

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国上市公司并购绩效及其影响因素的实证研究

An Empirical Study of the M&A Performance and the Influencing Factors on Chinese Listed Company

冷鹏磊

指导教师姓名: 周永强 副教授

专业名称: 国民经济学

论文提交日期: 2010年4月

论文答辩日期: 2010年 月

学位授予日期: 2010年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2010年4月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

金融危机的爆发，推动了全球资源的进一步整合，并购作为资源整合的一个重要手段，也越来越多的被采用，前段时间吉利收购沃尔沃的事件也是十分吸引大家的眼球。大家之所以如此关心这些问题，主要是在考虑并购之后企业是否能够发展的更好，也就是所谓的并购绩效问题。近年来，我国并购市场的交易量越来越大，但是并购作为资源整合的重要手段，是否确实推进了企业的发展？影响企业并购绩效的因素又有哪些呢？本文的研究意义就在于解决这两个问题，进而为我国政府相关政策的制定以及上市公司的并购提供相应的建议。

本文首先介绍了与并购有关的相关理论，然后选取在 2004 年发生股权收购的 49 家上市公司作为样本，利用 DEA 交叉评价的方法，计算 49 家上市公司在 2002 年~2006 年各年的经营绩效，通过并购前后的绩效对比来判断并购是否促进了上市公司的发展。然后本文以各年之间的绩效变化作为因变量，同时从交易事件本身，公司运营状况，公司内部治理三个角度选择自变量，例如：交易规模，资产负债率，第一大股东持股比例等。通过多元回归分析的方法，找出影响企业并购绩效的因素。

创新之处：本文采用 DEA 交叉评价的方法对 2004 年发生过并购事件的上市公司的并购绩效进行研究，克服了单个指标评价的缺点，同时克服了普通 C^2R 模型容易出现多个有效值的弊端。本文同时引入反映交易事件本身、企业运营状况和公司内部治理的变量，采用多元回归分析的方法找出影响企业并购绩效的变量。

主要观点：总的来说，并购并没有促进上市公司的发展。公司并购绩效主要受第一大股东持股比例、并购类型、企业性质、交易规模、资产负债率、整合能力等因素影响。

关键词：上市公司 并购绩效 DEA 交叉评价 多元回归分析

Abstract

The outbreak of the financial crisis promotes further integration of global resources, mergers and acquisitions as important means of integration of resources is also increasingly being used. And a few days ago, the event that Geely acquired Volvo has attracted the attention of the people. The people are so concerned about this thing, because they want to know if the M&A will benefit the development of the company. That is called the performance of the M&A. In recent years, the transaction volume of M&A occurred in china is becoming larger and larger. But whether the M&A can promote the development of the company? And what factors affect the performance of the M&A? The significance of this dissertation is to solve these two problems. And give some advice to our government and the listed company.

Firstly, this dissertation introduces the basic theory about M&A. Secondly, chose forty-nine companies which acquired the shares of other companies in 2004, then use the method of DEA cross-evaluation to compute the performance of the companies from 2002 to 2006. Through the comparison to determine whether M&A can benefit the companies. Thirdly, this dissertation takes the change of performance as dependent variable, and chooses variables which can reflect the trading event, Operating performance or corporate governance as independent variables. such as, trading size, asset-liability ratio, the share owned by the largest shareholder. Through multiple regression analysis this dissertation finds the factors which influence the performance of M&A.

Innovation: In this dissertation, using the method of DEA cross-evaluation to evaluate the performance of the company which acquired the shares of other companies in 2004. This method can overcome the shortcomings of individual indicators. At the same time it can overcome the drawbacks of the C^2R model which may has a number of valid values. And this dissertation uses the trading variables, the Operating performance variables and governance variables, using multiple regression analysis to find variables that affect the M&A performance of the company.

Main Views: In the whole, M&A can not improve the listed company. Many factors influence the performance of M&A, such as the share owned by the largest shareholder, categories of M&A, owned by the state or private, trading size asset-liability ratio, ability of integration.

Keywords: listed company; M&A performance; DEA cross-evaluation; multiple regression analysis.

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

中文摘要	I
英文摘要	II
第一章 绪论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 本文的研究方法与分析框架	1
1.3 本文的不足之处	3
第二章 并购的基本概念及种类	4
2.1 并购的基本概念	4
2.2 并购的类型	6
第三章 上市公司并购动机分析	10
3.1 国外的并购动因理论	10
3.2 国内并购动机的相关研究	13
3.3 我国企业并购中的特殊动机	13
第四章 并购绩效理论	15
4.1 事件研究法	15
4.2 会计研究法	19
4.3 其他研究方法	21
4.4 本章小结	22
第五章 DEA 模型介绍	23
5.1 DEA 方法简介	23
5.2 C^2R 模型的介绍	24
5.3 DEA 交叉评价模型介绍	29
第六章 上市公司并购绩效及其影响因素的实证研究	31

6.1 样本的选取	31
6.2 上市公司财务指标的选择	32
6.3 数据处理	32
6.4 应用软件及相关的统计方法	33
6.5 DEA 实证结果及分析	34
6.6 企业并购绩效的影响因素分析	42
6.7 本章小结	47
第七章 对策及建议	49
7.1 慎重选择并购类型	49
7.2 我国政府应该加大对民营上市公司的支持	50
7.3 适当提高第一大股东的持股比例	50
7.4 合理控制交易规模	51
7.5 保持清醒，合理安排资金计划	52
7.6 加强对关联交易的监管	52
7.7 规范机构投资者，并发挥其在公司治理方面的作用	53
7.8 加强并购后的整合	53
7.9 本章小结	53
附录.....	55
参考文献	59
致谢.....	62

Contents

Abstract in Chinese.....	I
Abstract in English	II
Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Query the Question	1
1.2 Method of the Research and Framework of the Dissertation.....	1
1.3 Inadequacies	3
Chapter 2 Basic Concept and Categories of M&A.....	4
2.1 Concept of M&A	4
2.2 Categories of M&A	6
Chapter 3 Analysis of Motivation about Listed Company	10
3.1 Motivation Theory of M&A in West Countries.....	10
3.2 Relevant Research about Motivation in China.....	13
3.3 Endemic Motivation of M&A in China.....	13
Chapter 4 Performance Theory of M&A	15
4.1 Method of Event-Study.....	15
4.2 Financial Indicator Analysis Method	19
4.3 Other Methods.....	21
4.4 Conclusion	22
Chapter 5 Introduction of DEA Model	23
5.1 Introduction of the Method.....	23
5.2 Introduction of C ² R Model	24
5.3 Introduction of DEA Cross –Evaluation Model	29
Chapter 6 Empirical Study of M&A Performance and Influencing	

Factors on Listed Company	31
6.1 Selection of Sample	31
6.2 Selection of Financial Indicator	32
6.3 Data Processing	32
6.4 Analysis Software and Method	33
6.5 Result of the DEA Model and Relevent Analysis	34
6.6 Analysis of Factors that Influence M&A Performance	42
6.7 Conclusion	47
Chapter 7 Suggestion.....	49
7.1 Select Categories Carefully	49
7.2 The Government Should Support the Private Enterprise	50
7.3 Increase the Share Owned by the Largest Shareholder	50
7.4 Choose Trading Size Reasonably.....	51
7.5 Keep Awake, Arrange the Funding Reasonably.....	52
7.6 Strengthen the Supervision over Related Transactions.....	52
7.7 Supervise Institutional Investors, Play Their Role in Governance	53
7.8 Focus on the Integration.....	53
7.9 Conclusion	53
Appendix.....	55
Reference	59
Acknowledgement.....	62

第一章 绪论

1.1 问题的提出

西方国家的经济发展历程可以证明，目前世界上一些著名的企业几乎都是通过资本运作发展起来的，比如，通用电气、花旗银行、丰田汽车等跨国公司都是如此。我国的一些知名企业，如青岛海尔、宝钢也是通过企业并购和资本运作而不断发展壮大的。企业并购作为资源配置的一种重要方式，也越来越多的被很多企业所使用。近年来，我国经济的迅速发展以及资本市场的逐渐完善为我国上市公司的并购提供了越来越宽松的环境，上市公司的并购事件也是越来越多，但是我国上市公司的并购是否达到了企业价值最大化的目的，是否促进了上市公司的发展？如果企业的经营效率并没有提高，那么原因是什么呢？因此，本文以我国上市公司发生的并购事件作为研究样本，研究我国上市公司的并购绩效，并通过定量分析和定性分析相结合的方法，找出影响我国上市公司并购绩效的因素，力求为我国政府相关政策的制定以及上市公司的并购提供相应的对策和建议。

1.2 本文的研究方法与分析框架

1.2.1 本文的研究方法

(1) 采用定量分析与定性分析相结合的方法

通过选取 2004 年发生并购事件的上市公司作为样本，采用数据包络分析的方法，对企业发生并购前后的经营效率进行评价，然后根据评价结果，利用多元回归分析的方法，找出影响企业并购绩效的因素，同时结合我国上市公司并购事件中存在的问题，提出相应的对策及建议。

(2) 借鉴与创新相结合

在书写本文的过程中，借鉴了国内外相关文献，同时也提出了自己的一些想法，在文中，采用数据包络技术和多元回归分析相结合的方法，从交易事件本身、公司运营状况、公司治理三个角度找出影响企业并购绩效的因素，最后本文认为第一大股东持股比例、机构投资者持股比例、并购类型、资产负债率等因素对企

业的并购绩效有较大的影响。同时本文指出企业并购是一个整体的过程，上市公司必须认真对待各个环节。

1.2.2 本文的分析框架

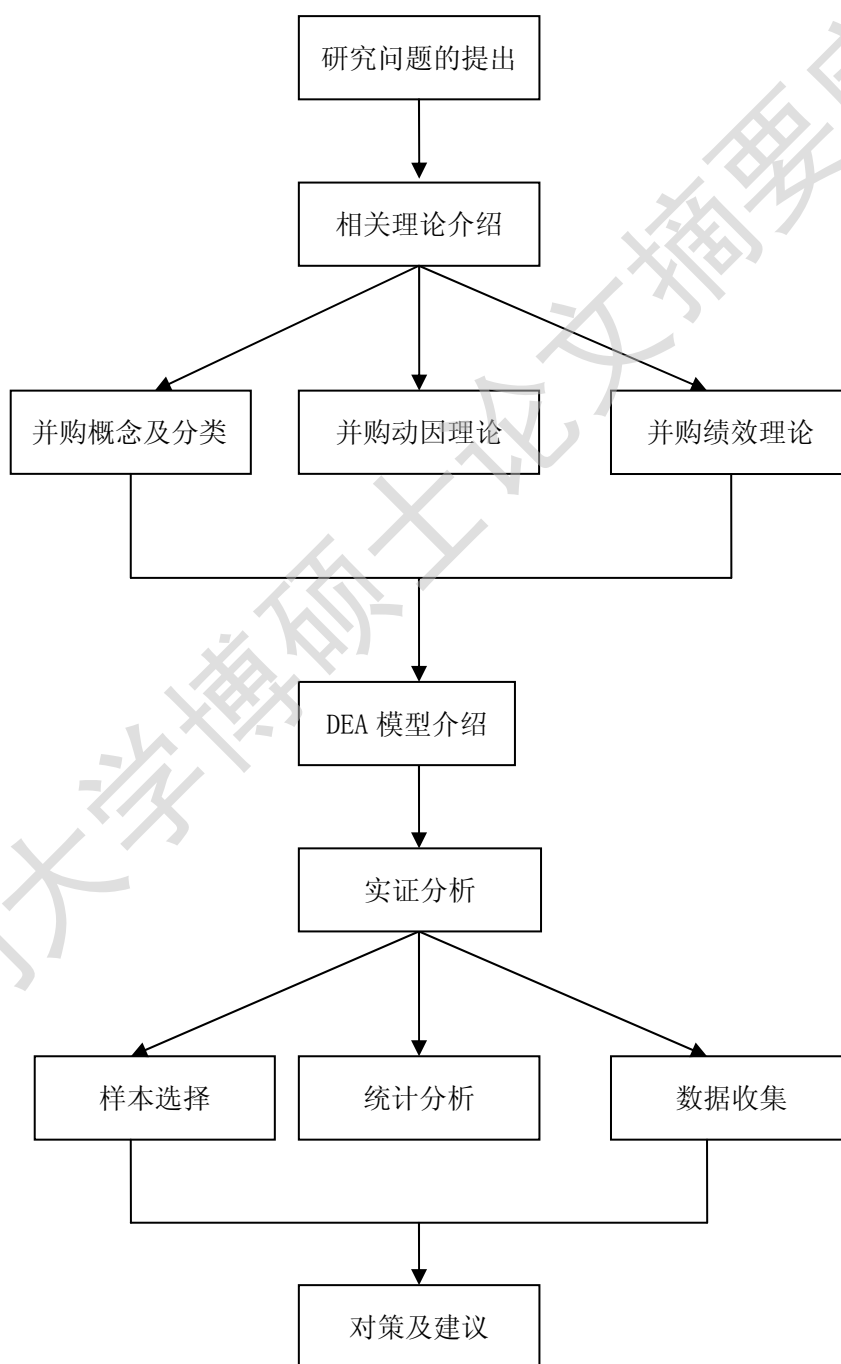


图 1.1 本文的分析框架

具体来说，本文主要分为以下内容：

(1) 第一章主要阐述本文的研究背景以及研究意义，同时介绍本文的分析方法以及分析框架。

(2) 第二章主要阐述并购的基本概念以及并购的分类。

(3) 第三章介绍企业并购动机的相关理论，同时指出我国并购市场上存在的特有动机。

(4) 第四章主要阐述并购绩效的几种研究方法以及国内外的研究成果。

(5) 第五章介绍 DEA 模型，并指出该模型适合用来做上市公司的并购绩效分析。

(6) 第六章通过实证分析，对我国上市公司的并购绩效做出判断，同时利用多元统计分析的方法，找出影响企业并购绩效的因素。

(7) 第七章结合分析结果为我国政府相关政策的制定以及上市公司的并购提供建议。

1.3 本文的不足之处

由于笔者的能力有限以及搜集数据方面的困难，本文存在以下不足：

(1) 在对企业并购绩效的影响因素进行研究时，虽然笔者已经考虑了较多因素，但是仍然存在一些因素是无法获得，而这些因素对于并购绩效却有着重要的影响，如管理者的能力，公司内部的监督机制，企业的融资方式，并购时如何确定价格等等。

(2) 由于目标公司很多是非上市公司，数据收集比较困难，所以笔者只对发生股权收购的上市公司作为研究对象，并没有考虑被收购公司的情况，使得整个研究不是很完整。

(3) 由于笔者能力有限，本文只得出了影响企业并购绩效的因素，并没有建立拟合度较高的方程以及比较好的预测模型。

第二章 并购的基本概念及种类

2.1 并购的基本概念

并购（Merger&Acquisition，简称 M&A）是兼并和收购的统称，其表现形式是多种多样的，到目前为止国内外对并购还没有一个统一的界定，都只是从不同的视角加以阐释，所以在这种情况下就很容易导致相关的研究人员之间没有共同的研究基础，研究成果也就缺乏可比性，甚至会造成对某些研究成果的误解。因此，笔者认为首先需要对并购的概念加以梳理，明确本文的研究对象。

2.1.1 国外企业并购的概念^{[1]30-31}

（1）兼并（Merger）

权威的《大不列颠全书》对“Merger”一词的解释是：“两家或更多的独立的企业、公司合并组成一家企业，通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司”。从定义中可以看出，在实施兼并之后，被吸收公司就会失去其法律地位，最后只存在一家企业。即 $A+B=A(B)$ 。兼并主要是通过利用现金、资产、或股权换取其他公司的股权或资产来实现的。

（2）合并（Consolidation）

企业合并的方式主要有：新设合并和吸收合并。《美国标准公司法》和《日本公司更生法》都规定：吸收合并是指一家公司接受另一家公司，该含义同上文中提到的兼并是相同的。新设合并是指现有的几家公司共同成立一家新公司，在新公司成立之后，原有几家公司的法律地位都不复存在，即“ $A+B=C$ ”。

（3）收购（Acquisition）

在《大美百科全书》中对收购的解释为：“主要是指取得财产的行为，可经继承、买卖、赠予等方式取得，借自然原因运作或借合并其他财产取得。”这种解释是比较笼统的。通常认为收购是指一家公司用现金、实物资产或股票换取另一家公司的股票或资产，从而能够对另一家公司产生一定影响的行为。在收购完成之后，被收购企业的法人地位仍然存在。通过上面的定义我们可以发现按照交易标的的不同，可以将收购分为资产收购和股权收购。资产收购是指双方在进行

交易时以资产作为标的物；股权收购是指双方在进行交易时以股权作为标的物。股权收购按收购方所收购的比例不同，可分为三类：①参股收购，即收购方仅购得目标公司的部分股权。其目的往往只是为了进入目标公司的董事会，对目标公司的经营决策产生影响，并不能起到控制目标公司的作用。②控股收购，即收购方购得目标公司达到控股比例的股权，控股比例通常以 50%为界。其目的是为了有效地控制整个目标公司。③全面收购，即收购方购得目标公司的全部股份，这样目标公司就成为其全资子公司。

(4) 接管 (Takeover)

接管一般是指一家公司原来处于控股地位的股东由于出售或转让股权，或者其他原因使得股权持有数量被他人超过，导致控股地位被取代的情况。在接管之后，被接管方通常要面临董事会的改组和管理层的更替。

2.1.2 国内企业并购的概念

并购种类繁多，从不同的角度有不同的理解，因而不同的行为主体对于并购也有着不同的分类。

在我国的规范性文件当中第一次出现“兼并”一词是在 1989 年 2 月 19 日国家体改委、国家计委、财政部、国家国有资产管理局联合发布的《关于企业兼并的暂行办法》当中。该办法规定企业兼并是指一个企业购买其他企业的产权，使其他企业失去法人资格或改变法人实体的一种行为，不通过购买方式实行的企业之间的合并，不属本办法规范。同时该办法中提到企业兼并主要有以下几种形式：(1) 承担债务式，即在资产与债务等价的情况下，兼并方以承担被兼并方债务为条件接受其资产。(2) 购买式，即兼并方出资购买被兼并方企业的资产。(3) 吸收股份式，即被兼并企业的所有者将被兼并企业的净资产作为股金投入兼并方，成为兼并方企业的一个股东。(4) 控股式，即一个企业通过购买其他企业的股权，达到控股，实现兼并^[2]。

在中国注册会计师协会编制的《会计》一书中将企业合并的合并方式划分为控股合并、吸收合并和新设合并。控股合并是指合并方（或购买方，下同）通过企业合并交易或事项取得对被合并方（或被购买方，下同）的控制权，企业合并后能够通过所取得的股权等主导被合并方的生产经营决策并自被合并方的生产经营活动中获益，被合并方在企业合并后仍维持其独立法人资格继续经营的，为控股

合并。吸收合并是指合并方在企业合并中取得被合并方的全部净资产，并将有关资产、负债并入合并方自身的帐簿和报表进行核算。企业合并后，注销被合并方的法人资格，由合并方持有合并中取得的被合并方的资产、负债，在新的基础上继续经营，该类合并为吸收合并。新设合并是指参与合并的各方在企业合并后法人资格均被注销，重新注册成立一家新的企业，由新注册成立的企业持有合并各企业的资产、负债在新的基础上经营^[3]。

综上所述，笔者对企业并购做以下分类，按照并购后参与各方的法律地位是否存在来划分，将并购分为以下几种：

表 2.1 按照并购后参与者的法律地位进行分类

并购方式 \ 参与者	收购者法律地位	被收购者法律地位
兼并	存在	消失
收购	存在	存在
新设合并	消失	消失

按照收购的对象来划分，可以将收购分为资产收购、股份收购以及混合收购，混合收购是指在交易的过程中，交易标的既有资产又有股份。

综上所述，可以将并购定义为企业运用自身的资源（现金、股权、资产）去获取目标公司的资产、部分或全部股权，同时并购双方的法律地位发生变化的市场行为，其中购买者被称为收购方，转让或出售者被称为目标公司或被收购方。本文研究的对象是上文中提到的以获取股权为目的的上市公司。

2.2 并购的类型

并购的种类有很多，按不同的分类方式可以将其分为很多种类型。

2.2.1 按并购双方行业特征划分^{[4]81-88}

(1) 横向并购

横向并购是指处于同一行业，生产相同产品或者同类产品的企业之间的并购。横向并购使得企业的竞争对手减少，企业规模扩大，产品的市场占有率提高，同时通过并购可以实现资源和技术的集中，提高企业的研发能力，增强企业的竞

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库