

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 17520071151064

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国上市公司多元化并购绩效及动因研究

Motivation and Performance of Conglomerate Merger:

Evidence from Listed Companies in China

金 鑫

指导教师姓名: 陈少华 教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2010年4月

论文答辩时间: 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

多元化战略是企业增长和扩张的主要战略之一，而公司并购是企业实现多元化战略的主要方式。随着我国社会主义市场经济模式的建立与资本市场的蓬勃发展，越来越多的中国企业采用并购方式实现多元化经营。在此背景下研究我国上市公司多元化并购绩效与动因具有一定的理论与现实意义。因此，本文在回顾国内外相关文献的基础上，以我国 A 股上市公司 2002-2006 年的并购事件为样本，综合运用描述性统计、主成分分析、因子分析、相关分析、差异分析、多元 Logistic 回归等实证研究方法对我国上市公司多元化并购的绩效及动因进行研究。

首先，本文对并购类型与多元化并购类型进行了界定，在此基础上描述了我国上市公司并购事件的类型分布、行业分布与地区分布。本文研究发现：我国选择同业并购的上市公司略多于选择多元化并购的上市公司；新兴行业的上市公司更多地选择同业并购，而传统行业的上市公司更多选择多元化并购；经济较发达地区的并购活动更加频繁。

其次，本文关于多元化并购绩效的研究结果表明：从长期看，采用多元化并购的公司绩效劣于采用同业并购的公司绩效；从总体趋势上看，相关多元化与非相关多元化并购都有损公司长期绩效，但非相关多元化并购绩效波动相对更大；国有上市公司的多元化并购行为在并购当年能够带来相对更好的财务绩效，但是，多元化并购带来的优于民营上市公司的业绩拉伸并不能延续；并购方所处的行业不同，多元化并购对长期绩效的影响不同。

再次，本文关于多元化并购动因的研究结果表明：绩效相对较差的公司更可能实施多元化并购；自由现金流相对较高的公司更可能进行多元化并购；国家作为第一大股东更可能选择多元化并购。与此同时，政府关联度对多元化并购决策的影响并不显著受政府持有的关联股份比例影响，而是与政府是否具有最高比例的股权相关。

最后，本文总结了实证研究的结论及启示，并指出本文的研究局限及未来研究方向。

**关键字：**多元化并购；绩效；动因

## Abstract

Diversification is one of the most important strategies for corporate expansion and development, and M&A is the main method for enterprises to diversify. As the establishment of socialist market economy and the development of capital market in China, M&A is utilized to by more and more Chinese enterprises to achieve diversification and corporate expansion. Under this background, it should have a certain level of theoretical and practical significance to study on the performance and motivation of conglomerate mergers initiated by listed companies in China. Therefore, on the basis of retrospective study of both Chinese and foreign researches, this paper selects samples from A-share listed companies from 2002 to 2006 in China and adopts empirical study to investigate the performance and motivation of their M&A decisions by statistical methods such as descriptive statistics, principal component analysis, factor analysis, correlation analysis, variation analysis, multivariate logistic regression, et al.

First of all, this paper defines the types of M&A and conglomerate merger, which form the foundation of the descriptive statistic of M&A classified by M&A types, industries and regions. There are 3 results of the descriptive statistic: 1. There are a little more companies which choose to merger or acquire companies in the same industry than in different industries; 2. Listed companies from emerging industries are inclined to take companies of the same industry as the target companies, while companies from the traditional industry tend to merger or acquire companies from a different industry. 3. M&A happens more frequently in developed regions than developing regions.

Secondly, the study on the performance of conglomerate merger demonstrates that: 1. the acquirers initiating nonconglomerate merger, have better long-term performance than those initiating conglomerate merger, 2. The general trend of performance of conglomerate merger is declining, no matter related or unrelated diversification. 3. State-owned listed companies perform relatively better in the year

when M&A happens, however, the lifting of performance could not last after the merger accomplished. 4. The performance after merger is different when the acquirers are in different industries.

Thirdly, the study on the motivation of conglomerate merger demonstrates that companies with worse performance, higher free cash flow or stronger government linkage tend to acquire companies in a different industry than the same industry. At the same time, the effect government linkage on M&A decisions is not significantly related to percentage of government share, but to whether government hold the most share.

Finally, the study reaches several conclusions, proposes several suggestions, and states the limitation of this study and issues for future research.

**Key words:** Conglomerate Merger; Performance; Motivation

# 目 录

中文摘要 .....	I
英文摘要 .....	II
<b>第 1 章 导论 .....</b>	<b>1</b>
1.1 选题背景与研究动机 .....	1
1.2 研究对象 .....	3
1.3 研究方法 .....	4
1.4 研究框架 .....	4
<b>第 2 章 概念界定与文献综述 .....</b>	<b>7</b>
2.1 概念界定 .....	7
2.1.1 多元化经营的概念 .....	7
2.1.2 公司并购的概念 .....	9
2.1.3 多元化并购的概念 .....	11
2.2 多元化经营的文献综述 .....	12
2.2.1 多元化经营绩效相关文献 .....	12
2.2.2 多元化经营动因相关文献 .....	13
2.3 多元化并购的文献综述 .....	15
2.3.1 多元化并购绩效相关文献 .....	15
2.3.2 多元化并购动因相关文献 .....	20
2.4 本章小结 .....	23
<b>第 3 章 我国上市公司多元化并购现状 .....</b>	<b>25</b>
3.1 样本范围界定 .....	25
3.1.1 并购的界定 .....	25
3.1.2 并购类别的界定 .....	25
3.1.3 多元化并购类别的界定 .....	26
3.2 样本选取 .....	27
3.2.1 样本数据来源 .....	27

3.2.2 样本数据筛选 .....	27
<b>3.3 样本描述分析 .....</b>	<b>29</b>
3.3.1 并购类型分布 .....	29
3.3.2 行业分布 .....	30
3.3.3 地区分布 .....	33
<b>3.4 本章小结 .....</b>	<b>34</b>
<b>第 4 章 多元化并购绩效研究 .....</b>	<b>35</b>
<b>4.1 研究假设 .....</b>	<b>35</b>
<b>4.2 研究设计 .....</b>	<b>37</b>
4.2.1 研究方法 .....	37
4.2.2 财务指标体系 .....	39
4.2.3 绩效评价体系 .....	40
<b>4.3 实证结果 .....</b>	<b>45</b>
4.3.1 所有并购样本绩效 .....	45
4.3.2 多元化并购样本绩效 .....	51
<b>4.4 本章小结 .....</b>	<b>56</b>
<b>第 5 章 多元化并购动因研究 .....</b>	<b>57</b>
<b>5.1 研究假设 .....</b>	<b>57</b>
<b>5.2 研究设计 .....</b>	<b>59</b>
5.2.1 模型选择 .....	59
5.2.2 变量设计 .....	60
<b>5.3 实证结果 .....</b>	<b>62</b>
5.3.1 单变量对比分析 .....	62
5.3.2 多变量回归分析 .....	62
<b>5.4 本章小结 .....</b>	<b>65</b>
<b>第 6 章 结论与启示 .....</b>	<b>67</b>
<b>6.1 研究结论 .....</b>	<b>67</b>
<b>6.2 研究启示 .....</b>	<b>68</b>
<b>6.3 研究局限及未来研究方向 .....</b>	<b>70</b>
<b>附录 .....</b>	<b>72</b>



参考文献 ..... 错误！未定义书签。

致谢 .....79

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## Table of Contents

<b>Abstract in Chinese</b> .....	<b>I</b>
<b>Abstract in English</b> .....	<b>II</b>
<b>Chapter 1 Introduction</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 Background and Research Motivation</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2 Research Object</b> .....	<b>3</b>
<b>1.3 Research Methodologies</b> .....	<b>4</b>
<b>1.4 Research Framework</b> .....	<b>4</b>
<b>Chapter 2 Conception Definition and Research Review</b> .....	<b>7</b>
<b>2.1 Conception Definition</b> .....	<b>7</b>
2.1.1 Definition of Diversification .....	7
2.1.2 Definition of M&A .....	9
2.1.3 Definition of Conglomerate Merger .....	11
<b>2.2 Review of Previous Research on Diversification</b> .....	<b>12</b>
2.2.1 Previous Research on Performance of Diversification .....	12
2.2.2 Previous Research on Motivation of Diversification .....	13
<b>2.3 Review of Previous Research on Conglomerate Merger</b> .....	<b>15</b>
2.3.1 Previous Research on Performance of Conglomerate Merger .....	15
2.3.2 Previous Research on Motivation of Conglomerate Merger .....	20
<b>2.4 Summary</b> .....	<b>23</b>
<b>Chapter 3 Status Quo of Conglomerate Merger of the Listed Companies in China</b> .....	<b>25</b>
<b>3.1 Sample Scoping</b> .....	<b>25</b>
3.1.1 Scoping of M&A .....	25
3.1.2 Definition of M&A Types .....	25
3.1.3 Definition of Types of Conglomerate Merger .....	26

<b>3.2</b>	<b>Sample Obtaining .....</b>	<b>27</b>
3.2.1	Data Source.....	27
3.2.2	Data Selection.....	27
<b>3.3</b>	<b>Sample Description.....</b>	<b>29</b>
3.3.1	Description Classified by M&A Types .....	29
3.3.2	Description Classified by Industry .....	30
3.3.3	Description Classified by Regions .....	33
<b>3.4</b>	<b>Summary .....</b>	<b>34</b>
<b>Chapter 4 Performance of Conglomerate Merger .....</b>		<b>35</b>
<b>4.1</b>	<b>Research Hypothesis.....</b>	<b>35</b>
<b>4.2</b>	<b>Research Design .....</b>	<b>37</b>
4.2.1	Methodologies .....	37
4.2.2	Financial Indices System.....	39
4.2.3	Performance Evaluation System.....	40
<b>4.3</b>	<b>Results of Empirical Researches .....</b>	<b>45</b>
4.3.1	Performance of M&A Samples .....	45
4.3.2	Performance of Conglomerate Merger Samples.....	51
<b>4.4</b>	<b>Summary .....</b>	<b>56</b>
<b>Chapter 5 Motivation of Conglomerate Merger.....</b>		<b>57</b>
<b>5.1</b>	<b>Research Hypothesis.....</b>	<b>57</b>
<b>5.2</b>	<b>Research Design .....</b>	<b>59</b>
5.2.1	Model Selection.....	59
5.2.2	Variables Definition .....	60
<b>5.3</b>	<b>Results of Empirical Research.....</b>	<b>62</b>
5.3.1	Univariate Analysis .....	62
5.3.2	Multivariate Analysis .....	62
<b>5.4</b>	<b>Summary .....</b>	<b>65</b>
<b>Chapter 6 Conclusion and Suggestion .....</b>		<b>67</b>
<b>6.1</b>	<b>Conclusions.....</b>	<b>67</b>
<b>6.2</b>	<b>Suggestions .....</b>	<b>68</b>

6.3	Limitations and Issues for Future Research .....	70
	Appendix.....	72
	References.....	错误！未定义书签。
	Acknowledgements .....	79

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第1章 导论

### 1.1 选题背景与研究动机

美国著名经济学家 Chandler (1962) 在其专著《战略与结构：美国工商企业成长的若干篇章》中指出，美国企业成长一般都经历了四个阶段的战略：(1) 数量扩大战略；(2) 地区扩展战略；(3) 垂直一体化战略；(4) 多元化经营战略。企业成长模式也有三种，即规模型成长、纵向成长、多元化成长<sup>[1]</sup>。因此，多元化战略是企业实现增长和发展的主要战略之一。

20 世纪 20 年代起美国企业大举进行多元化扩张，到 60 年代进一步加速并达到顶峰，出现了大规模的多元化企业集团。据统计，在《财富》500 强中，实施多元化经营的企业从 1949 年的 30% 增加到 1974 年的 63%<sup>[2]</sup>。但是到 80 年代，潮流开始逆转，许多公司倾向于通过分立、剥离等资产重组方式重新回归核心业务，Markides (1992) 将其称为“归核化”(Re-focusing)<sup>[3]</sup>。但是，这个变化并不能掩盖的事实是大企业的业务范围仍然是多元化的，它们削减掉的，仅仅是自身没有绝对优势的行业或项目。Lichtenberg (1992) 研究结果显示，即使从总体样本——6505 家样本企业来看，在 1985 年至 1989 年期间企业多元化程度下降了，但这些数据表明，最大的 500 家企业多元化程度实际上提升了<sup>[4]</sup>。可见，多元化经营战略中美国经济发展中扮演着十分重要的角色。

实施多元化的途径在一百多年来一直是公司规划中的普遍因素之一<sup>[5]</sup>。美国诺贝尔经济学奖得主 George J. Stigler (1996) 在《通向垄断和寡占之路——兼并》的开篇指出：“一个企业通过兼并其竞争对手的途径发展成巨型企业，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主要是靠内部扩张成长起来的”<sup>[6]</sup>。多元化经营促进了美国公司的成长，而并购是其成长过程中不可缺少的一环。公司并购、公司重组以及公司治理代表了现代金融环境和经济环境的主要力量<sup>[7]</sup>。

在计划经济时代，中国的企业基本都是国有企业或集体企业，这一时期的企业并不是真正的现代化企业，并没有多元化经营的环境及动机。自 20 世纪 80 年代中国逐步建立市场经济以来，随着企业规模的扩大和企业间竞争的加剧，一批现代企业集团陆续建立起来。到 20 世纪 90 年代早期，由于经济的持续高速发

展, 新兴行业不断涌现, 我国不少企业纷纷向多领域投资, 形成了不少跨行业的多元化企业集团。到了 20 世纪 90 年代中后期, 随着巨人、太阳神等明星企业因大举扩张与盲目多元化而轰然倒塌, 我国企业一度出现了“归核化”趋势。

进入 21 世纪, 资本市场的进一步健全和市场行情的周期性波动推动了各种交易形式的产生, 同时, 对证券市场以及并购市场影响最大的股权分置改革推动了并购市场新时代的到来。随着资本市场的进一步开放, 企业通过资本市场进行并购的难度也在降低, 2000 年至今, 我国越来越多的上市公司采用多元化并购方式实现多元化经营, 并购已经成为我国证券市场资源配置的重要环节<sup>[8]</sup>。

基于以上背景, 本文拟结合 A 股上市公司的 2002-2006 年的并购事件, 对我国上市公司的多元化并购行为进行研究。一方面, 从多元化并购的经济后果方面衡量财务绩效, 给出合理的理论解释; 另一方面, 结合中西方相关理论建立假说, 用数理分析的方法验证我国上市公司多元化并购的动因。本文研究绩效与动因的动机如下:

首先, 公司经营的目的是股东财富最大化, 实现绩效提升是股东对公司多元化并购策略实施结果的合理预期。从本质上来说, 虽然选择多元化并购的目的在于实施多元化经营战略, 但是多元化经营战略并不是最终目的, 最终目的是公司长期绩效的提升。上市公司的财务绩效虽然代表公司的历史表现, 但它是上市公司对过去经营状况的总结, 并在很大程度上影响股东对公司未来业绩的预期, 因此这种并购行为对公司业绩的影响是本文首先要研究的问题。

其次, 进行多元化并购是企业的战略选择与策略行动, 公司在选择多元化战略与以并购方式实现多元化经营必然是基于其内外部各种经济情况, 研究公司多元化并购的动因可以发现影响上市公司多元化并购决策的因素, 从而更好地理解上市公司的多元化并购行为。因此, 在研究公司多元化并购绩效的基础上, 本文进一步拓展对多元化并购的研究, 对我国上市公司多元化并购的动因进行探索。

综上所述, 本文提出以下问题: 在 21 世纪初, 我国上市公司多元化并购的现状如何, 有怎样的地域分布、行业分布与类型分布? 我国上市公司多元化并购的绩效如何, 与同业并购相比有优势吗? 不同的多元化并购方式、不同性质的第一大股东、不同行业对多元化并购绩效有何影响? 影响我国上市公司作出多元化

并购决策的因素有哪些？它们如何影响决策？

## 1.2 研究对象

本文的研究对象为 2002-2006 年我国上市公司多元化并购行为、这种行为对并购方公司绩效的影响及公司实施这种行为的动机。本文将“多元化”(Diversify)界定为企业的产品或服务跨一个以上行业的经营方式或成长行为。将“并购”(Merger and Acquisition)界定为上市公司作为收购方(Acquirer)实施吸收合并或取得另一家公司控制权(超过 50%股权)的行为。将上市公司“多元化并购”(Conglomerate Merger)定义为上市公司作为并购方取得与其自身并购前所处行业不同的某公司的控制权(超过 50%股权),并且其并购后自身最终产品或服务因此次并购出现跨行业特征的并购行为。归纳以上概念界定,做以下说明:

1. 主体的界定。本文拟从实证角度探索公司多元化并购行为的财务绩效及动因,基于数据的公开性与信息含量,本文选择我国 A 股上市公司(剔除特别处理的公司)为研究对象,通过分析这些公司的公开财务信息与会计数据,探求其中的规律及背后的经济解释。另外,由于公开上市公司(Listed Company)的公众公司(Public Company)的性质,其并购行为涉及更多的利益相关方,可能比非上市公司具有更广泛的影响,因此以其为研究主体可能更有意义。

2. 并购行为的界定。本文研究的是公司的并购行为,对于并购行为的界定,基于数据的可比性与代表性,本文采用了狭义的“并购”定义,从上市公司的并购行为中筛选出吸收合并及收购控制权的样本作为研究对象。首先,本文的研究不包含未取得控制权的样本,因为增加这些样本只会增加研究结果的噪音<sup>[9]</sup>。公司的吸收合并行为与取得控制权的并购行为使并购公司对被并购公司的经营决策、管理方式有最终控制权,这样的并购行为在发挥协同效应方面不存在因控制权不足而产生的障碍,因此具有代表性。其次,除了吸收合并与取得控制权的股权收购,还有新设合并、资产收购与不取得控制权的股权收购。新设合并在我国资本市场并不多见,且其合并完成后原来的公司不复存在,无法对其并购后的绩效进行研究,因此不具可比性;资产收购与不取得控制权的股权并购完成后并购公司并不一定对被并购公司的战略与决策具有决定权,且其并购绩效的发挥往往不具有长期性,因此也不具可比性。

3. 时间范围的界定。本文选取并购事件样本的时间范围为 2002-2006 年，以 2002 年为起点是因为这一年是上市公司并购行为大量出现的开始，以 2006 年为终点则基于数据的可取得性。为了衡量多元化并购行为对公司绩效的影响，本文选取了并购前两年（第  $t-2$  年，第  $t-1$  年）、并购当年（第  $t$  年）及并购后两年（第  $t+1$  年，第  $t+2$  年）的年末为时点评价并购方上市公司的绩效表现。因此，本文涉及样本上市公司 2000-2008 年的财务数据。

### 1.3 研究方法

本文选取我国 A 股上市公司 2002—2006 年的并购事件为样本，综合运用会计学、财务学相关理论，在规范研究的基础上，采用描述性统计、主成分分析、因子分析、相关分析、差异分析、多元 Logistic 回归等实证研究方法对我国上市公司多元化并购的绩效及动因进行研究。

对多元化绩效的研究主要借鉴徐国祥等（2000）<sup>[10]</sup>构建的利用主成分分析法与因子分析法综合评价上市公司财务业绩的框架。对多元化动因的研究主要借鉴洪道麟等（2006）<sup>[11]</sup>、李善民等（2006）<sup>[12]</sup>构建的 Logistic 模型。

### 1.4 研究框架

本文共分为 6 章，前两章是理论基础与文献综述，第 3 章是样本选取与现状描述，第 4、5 章是多元化并购绩效的差异分析与多元化并购动因的回归分析，最后一章为结论与启示。

第 1 章导论阐述选题背景与研究动机、研究对象、研究方法、研究框架等基本问题；第 2 章对国内外关于多元化并购的研究进行回顾，为以后章节的研究奠定理论基础。

第 3 章是本文实证研究的基础，主要根据概念界定对我国 2002-2006 年度符合本文多元化并购概念界定的事件进行筛选与统计以取得研究对象，并对其基本特征进行描述与分析，反映我国上市公司多元化并购的现状。

第 4 章、第 5 章是本文实证研究的主体部分，在前 3 章的基础上基于理论研究建立假设对多元化并购的绩效与动因进行实证研究，从数据中探求规律与经济



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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库