

# 研究報告

从美国并购史看

当前我国上市公司并购重组绩效

潘妙丽

资本市场研究所

# 目录

|   |    |
|---|----|
| 一、并购重组绩效总体分析.....                                 | 3  |
| (一) 并购重组理论分析.....                                 | 3  |
| (二) 并购重组绩效的实证证据.....                              | 4  |
| 1. 宏观和产业层面作用积极.....                               | 5  |
| 2. 微观层面的作用结论不一.....                               | 5  |
| 3. 促进公司治理成效显著.....                                | 6  |
| 二、当前 A 股上市公司并购重组所处的阶段.....                        | 7  |
| (一) 从并购背景看, A 股现阶段并购大致在美国第一次并购浪潮附近.....           | 8  |
| (二) 从并购模式看, A 股兼具美国第一、第三次并购浪潮的特征.....             | 11 |
| (三) 从并购友好程度看, A 股呈现出美国第四次并购浪潮的特征.....             | 12 |
| (四) 从并购对象看, A 股现阶段并购更像美国第三、第四、第五次并购浪潮的综合.....     | 14 |
| 三、A 股上市公司并购重组绩效分析.....                            | 15 |
| (一) 并购重组能够帮助企业迅速“做大”.....                         | 15 |
| (二) 并购重组能够在短期内帮助企业“做强”, 但可持续性较差.....              | 17 |
| (三) 与未并购重组公司相比, 并购重组能够显著提升盈利能力, 但长期看两者并无显著差异..... | 20 |
| 四、结论与建议.....                                      | 23 |
| (一) 结论.....                                       | 23 |
| (二) 建议.....                                       | 25 |
| 附件.....   | 27 |

# 从美国百年并购史看 当前我国上市公司并购重组绩效

并购重组是资本市场支持企业发展的重要途径。一直以来，监管层将完善并购重组制度、推动上市公司并购重组作为政策的核心，市场各界也一直将并购重组视作企业做大做强的有力工具，但有关并购重组的实际绩效却较少关注。在当下 A 股市场步入并购浪潮之际，本文系统梳理了美国历次并购浪潮的绩效，并对当前我国上市公司所处的并购阶段与美国进行对标，进而重点研究我国上市公司并购重组的绩效。最后，在总结报告结论的基础上，提出政策建议。

## 一、并购重组绩效总体分析

### （一）并购重组理论分析

经济学家乔治·斯蒂格勒说过：“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”。理论界也一直将做大做强视为企业并购重组的终极目标。具体而言，企业进行并购重组一般具有以下几个动机。

1. **获取协同效应。**协同效应是最受认同的企业并购动机理论。该理论认为，企业通过合并产生协同效应达成的结果，通常能够减少成本和增加收入。协同效应具体表现为三种效应：一是管理协同，两家公司管理水平不同的企业通过并购重组活动完成合并，合并后的企业管理效率水平明显高于合并前两家企业的管理水平之和。二是经营协同，

并购后企业经营效率、经营业绩的提升明显大于合并前两家企业的经营业绩之和。三是财务协同，企业并购重组活动对企业财务管理方面带来诸如避税、财务指标提升等各类改善。

值得注意的是，协同效应的发挥在不同类型的并购重组间存在差异。横向并购有助于公司迅速扩大生产能力、降低生产成本，并进而提高行业集中度，降低竞争激烈程度，最终保持较高的利润率。纵向并购有助于公司获取对上下游产业链的控制权、提高与前端客户和后端原材料供应商的议价能力、行业信息的获取能力等。多元化并购有助于企业进入新产业，分散经营风险，实现战略转型。

**2. 获取独有的资源。**一些成熟公司无法有效降低成本时，倾向于通过并购获取竞争优势。比较典型的如跨国并购，跨国公司通过寻求扩展市场，获取原材料以及接触资本市场等，可以提供一种有效的获取全球商业目标的方式。

**3. 管理层个人动机。**由于企业管理者的薪酬和公司的规模高度相关，因而管理层有强烈的动机扩大企业的规模，而不是扩大所有者的权益，并且企业的管理层通常容易自大。

**4. 节约税费。**盈利的主并公司通过并购亏损的目标公司，可以获得由于亏损导致的递延所得税资产，但监管层通常很难证明税收考虑是一个主要动机。

## （二）并购重组绩效的实证证据

大量实证证据表明，并购重组在宏观和产业层面产生了积极的作用；在企业微观层面则结论不一，能否带来正的绩效视并购规模、并

购类型而定；对公司治理，并购重组则有着巨大的促进作用，表现在加速了现代企业制度的建立，推动公司治理模式从内部治理转向外部治理，并进而过度到以经理层激励为主，以追求股东价值最大化为目标的公司治理文化。

### 1. 宏观和产业层面作用积极

在宏观层面，并购重组使年轻的公司被收购，使成熟的公司适应环境的变化，从而在整体上促进了经济的发展。在产业层面，并购重组有助于提升产业集中度，减少无效竞争。例如，第一次并购浪潮奠定了美国 20 世纪的工业结构，75%的并购由至少 5 家企业合并而成<sup>1</sup>，结果是某个行业只留下一两家占有绝大市场份额的公司。由此造就了美国钢铁、美国烟草、国际收割机、杜邦等一大批著名的大型企业。行业集中度大大提升，1901 年一些行业的集中度分别高达 78.8%（钢铁）、71%（纸张及其产品）、57.3%（运输设备），第一次浪潮间形成的 93 家公司中，有 72 家对各自行业市场控制力达到了 40%，其中 42 家甚至达到 70% 以上。

### 2. 微观层面的作用结论不一

在微观层面，研究表明，63% 并购重组不仅没有为上市公司带来增量收益，甚至有可能招致损失。从规模角度看，一般而言，并购导致了巨大的利润增长，但是降低了合并后企业的销售额，这一规律在不同行业、不同国家均存在。从盈利能力角度看，对 1986-2001 年间 7 个发达国家的并购案例研究后发现，除小公司外，主并公司的长期

---

<sup>1</sup> 摘自 Nelson 的统计研究。

资产收益率（ROA）相比并购前的资产收益率（ROA）有下降的趋势；对 1964-1972 年间的并购案例研究后发现，并购当年，不论是主并公司还是目标公司，资产收益率（ROA）均会大幅下降到行业后 30% 水平，且在并购后的 5 年内持续下滑，在第 5 年达到波谷。此外，SEC 于 1983 年对 1968 年以来企业并购情况进行了分析，同样认为，并购活动能够为社会创造价值这一观点并不充分，因而修订了相关规则，不鼓励也不限制企业之间的并购。

从并购在微观层面带来增量收益的案例看，成功的并购一般是一些横向、纵向或进行资产剥离的并购，而失败的公司大多是进行多元化的公司。例如，美国第三次并购浪潮中的多元化并购在上世纪 80 年代弊端逐渐显现，有学者对 1950-1986 年间的 33 家大型美国公司进行研究后发现，每家公司平均进入了 27 个不相关的新领域、80 多种的具体行业，而这其中 70% 通过并购获得。剥离方面，平均每个公司将其收购的 53.4% 的产业进行了剥离，在新领域内的剥离率为 60%，而剥离后企业绩效有所提升。

### 3. 促进公司治理成效显著

除在宏观、产业和微观层面外，并购重组对提升公司治理的作用异常显著。

一是并购活动有助于加快现代企业制度的建立，确立以经理人为核心的管理体系。美国的第一、第二次并购浪潮便是很好的例证，它加速了美国企业公司治理两权分离这一变革的速度。

二是并购活动推动公司治理模式由内部转向外部。20 世纪 80 年

代以前，美国企业的经理资本主义盛行，公司治理以股东会、董事会、经理层等内部治理模式为主。80年代以敌意收购为主的第四次并购浪潮，直接催生了公司控制权市场的产生，并使公司治理模式逐渐转向以外部治理为主。

三是随着并购活动的进一步发展，美国公司治理模式由外部治理逐渐演变到以激励为主、追求股东价值的治理体系。80年代公司控制权市场出现后，为应对各类敌意收购，美国企业兴起了毒丸计划、白衣骑士等一系列反收购的措施。其中比较重要的变化是给经理层提供大量股权改变对经理们的激励，使其履行追求股东价值的友好政策。统计显示，第四次并购浪潮后，美国企业经理层普遍增加了4倍的股权，从之前的1.4%增加到6.4%。到90年代，经理层股票期权、董事会及股东深度介入公司管理，成为美国企业公司治理的显著特征。至此，股东、管理层利益趋于一致，追求股东价值最大化的公司治理文化得以形成。

## 二、当前A股上市公司并购重组所处的阶段

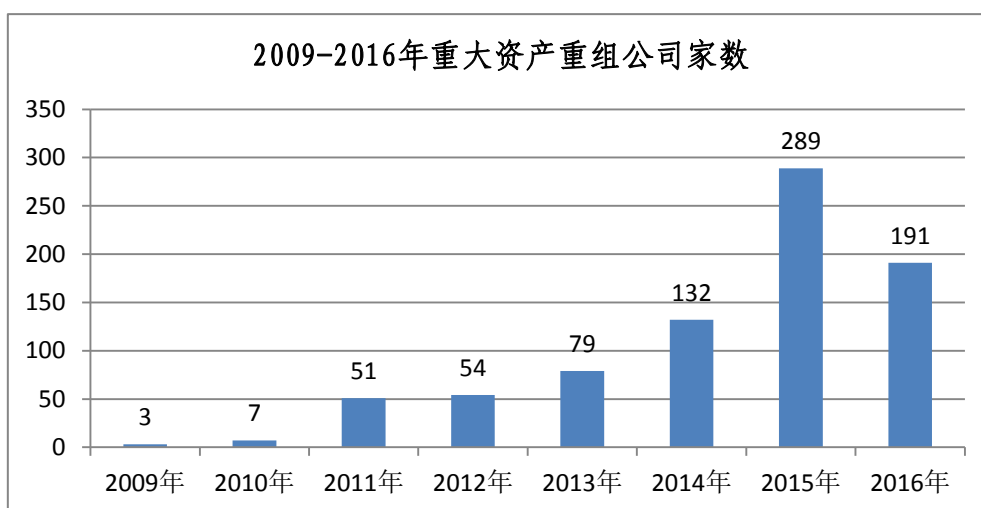
历史经验表明，并购重组的绩效与并购重组所处的历史阶段密切相关。20世纪初期至今，美国一共经历了5次并购浪潮<sup>2</sup>。相较而言，我国企业的并购史较短，几乎与资本市场的发展同步。1993年，第一起并购案例“宝延风波”诞生，股权分置改革后，大规模的并购交易出现，2012年起逐渐形成并购浪潮。从浪潮所处阶段看，由于我国企业发展的历史阶段、所处资本市场、宏观经济的内部和外部环境

---

<sup>2</sup> 也有部分研究将其划分为6次并购浪潮，区别就是将2003年至今的国际化并购作为第6次浪潮，但学者在是否将本次并购浪潮并入美国并购浪潮有不同意见。

等因素不尽相同，我国市场很难与美国历史上的 5 次并购浪潮一一对应。总体上，我国企业现阶段的并购浪潮更像美国数次并购浪潮的综合。

图表 1 A 股重大资产重组公司数量分布



（一）从并购背景看，A 股现阶段并购大致在美国第一次并购浪潮附近

美国第一次并购浪潮发生在 19 世纪末、20 世纪初。这次浪潮除宏观经济复苏、技术进步、股票市场即将走出低迷等历次浪潮的共性特征外，更重要的背景在于产业层面。当时，美国经济刚经历了一段快速增长的时期，固定资本过度投资导致产能迅速扩张，企业间的价格竞争异常激烈，致使行业整体业绩不佳。许多大公司将矛头指向行业内很多小而无效率的公司，它们纷纷发起成立信托公司，接受公司股东的委托，运用手中的投票权作出了大量的并购决策，希望通过并购扩大企业规模，减少同行竞争，改善公司业绩。在这样的产业背景下，美国第一次并购浪潮以横向并购为主，目的是迅速扩大企业规模、



提高市场集中度。至该浪潮结束时，一些行业的集中度分别达到了78.8%（钢铁）、71%（纸张及其产品）、57.3%（运输设备），还出现了美国钢铁、美国烟草、国际收割机、杜邦等一大批著名的大型企业。

产业发展的一般规律是从分散到集中再到高度专业化。我国企业的发展历程较短，产业发展处于高度分散、高度竞争的阶段。数据显示，截至2014年末，大部分行业的集中度<sup>3</sup>在30%以下。其中，传统行业中的钢铁、煤炭的集中度分别为33%和41%，虽较以前年度有大幅提升，但相比成熟市场仍明显偏低。例如，美国钢铁行业第一大企业的销售额占全行业的25%，韩国第一大钢铁企业的销售额占全行业的60%。其他行业特别是新兴行业的集中度更低，普遍呈现“小、散、乱”的格局。以医药行业为例，截至2012年底，我国医疗器械生产企业数量近18万家，90%左右的企业为年收入在一两千万以内的中小企业，能生产电子监护设备、CT等拥有自主品牌的高技术含量产品，且收入过5亿元的企业非常少。2015年，上市医疗器械公司中，仅15家公司的收入规模超过5亿元，营业收入为2亿元的公司已是某个细分领域的龙头企业。

上述背景导致的结果是，近年来，A股上市公司的并购重组集中体现为低集中度行业大规模的横向并购。数据显示，2009-2016年间，发生横向并购次数最多的是医药、机械、计算机和电子元器件等这些高度分散的行业。而钢铁、煤炭、汽车、食品饮料等集中度较高的行业进行横向并购的次数明显较少，相反，这些行业进行资产调整或多

---

<sup>3</sup> 行业前十大企业的销售额占全行业的比重

元化并购的次数较多。这与美国第一次并购浪潮的背景高度相似。

图表 2 我国目前行业集中度情况（2014 年底）

|       | 前十大企业销售额占比 | 备注                        |
|-------|------------|---------------------------|
| 基础化工  | 10%        | -                         |
| 百货零售  | 7.50%      | 美国 64%，日本 58.7%           |
| 电子元器件 | 5.80%      | -                         |
| 医药    | 15%        | -                         |
| 涂料    | 12.96%     | 行业前八大企业                   |
| 钢铁    | 33.58%     | 美国第一大占比 25.4%，韩国第一大占比 60% |
| 煤炭    | 41.00%     | 美国前四大企业占比>50%             |
| 通用设备  | -          | 大型企业数量占比仅为 0.6%           |
| 汽车行业  | 72.00%     | -                         |
| 医疗器械  | -          | 90%的企业年收入<2000 万          |
| IT 行业 | -          | -                         |

数据来源：WIND 数据库及网络公开数据整理而成。

图表 3 A 股上市公司各行业并购类型统计（2009-2016 年）

| 行业      | 垂直整合 | 多元化战略 | 横向整合      | 买壳上市 | 业务转型 | 整体上市 | 资产调整 | 合计 |
|---------|------|-------|-----------|------|------|------|------|----|
| 医药      | 1    | 4     | <b>41</b> | 9    | 1    | 1    | 2    | 60 |
| 机械      | 6    | 13    | <b>38</b> | 3    | 2    | 1    | 1    | 65 |
| 计算机     | 4    | 3     | <b>34</b> | 4    | 0    | 0    | 0    | 45 |
| 电子元器件   | 5    | 10    | <b>32</b> | 5    | 3    | 2    | 2    | 59 |
| 传媒      | 4    | 7     | <b>31</b> | 10   | 1    | 1    | 2    | 56 |
| 基础化工    | 3    | 11    | <b>31</b> | 13   | 1    | 1    | 4    | 64 |
| 电力及公用事业 | 2    | 5     | <b>21</b> | 7    | 1    | 1    | 1    | 39 |
| 通信      | 4    | 5     | <b>18</b> | 4    | 1    | 0    | 0    | 32 |
| 电力设备    | 5    | 2     | <b>15</b> | 3    | 0    | 0    | 2    | 27 |
| 商贸零售    | 2    | 5     | <b>14</b> | 4    | 3    | 1    | 2    | 32 |
| 国防军工    | 2    | 1     | <b>13</b> | 0    | 1    | 0    | 0    | 17 |
| 建材      | 4    | 3     | <b>13</b> | 4    | 2    | 1    | 2    | 29 |
| 房地产     | 0    | 6     | <b>12</b> | 5    | 5    | 0    | 4    | 36 |
| 家电      | 2    | 2     | <b>12</b> | 2    | 1    | 0    | 0    | 19 |
| 有色金属    | 1    | 4     | <b>12</b> | 6    | 6    | 0    | 0    | 30 |
| 汽车      | 0    | 6     | <b>11</b> | 3    | 2    | 3    | 1    | 27 |
| 建筑      | 1    | 4     | <b>10</b> | 2    | 1    | 0    | 0    | 18 |
| 交通运输    | 1    | 0     | <b>10</b> | 4    | 1    | 0    | 1    | 17 |

|       |    |     |            |     |    |    |    |     |
|-------|----|-----|------------|-----|----|----|----|-----|
| 餐饮旅游  | 0  | 3   | <b>9</b>   | 2   | 1  | 0  | 1  | 16  |
| 农林牧渔  | 5  | 4   | <b>9</b>   | 1   | 0  | 1  | 2  | 22  |
| 钢铁    | 0  | 1   | <b>7</b>   | 3   | 3  | 0  | 1  | 15  |
| 非银行金融 | 0  | 3   | <b>6</b>   | 2   | 1  | 0  | 2  | 15  |
| 煤炭    | 2  | 0   | <b>6</b>   | 1   | 1  | 1  | 3  | 14  |
| 轻工制造  | 2  | 7   | <b>3</b>   | 4   | 0  | 0  | 3  | 19  |
| 食品饮料  | 2  | 4   | <b>3</b>   | 3   | 0  | 0  | 0  | 12  |
| 综合    | 0  | 5   | <b>3</b>   | 1   | 1  | 0  | 1  | 11  |
| 石油石化  | 0  | 0   | <b>1</b>   | 1   | 1  | 0  | 0  | 3   |
| 银行    | 0  | 0   | <b>1</b>   | 0   | 0  | 0  | 0  | 1   |
| 纺织服装  | 0  | 2   | <b>0</b>   | 1   | 0  | 0  | 0  | 4   |
| 合计    | 58 | 120 | <b>416</b> | 107 | 40 | 14 | 37 | 804 |

数据来源：WIND 数据库，统计对象为已完成的重大资产重组案例。

## （二）从并购模式看，A 股兼具美国第一、第三次并购浪潮的特征

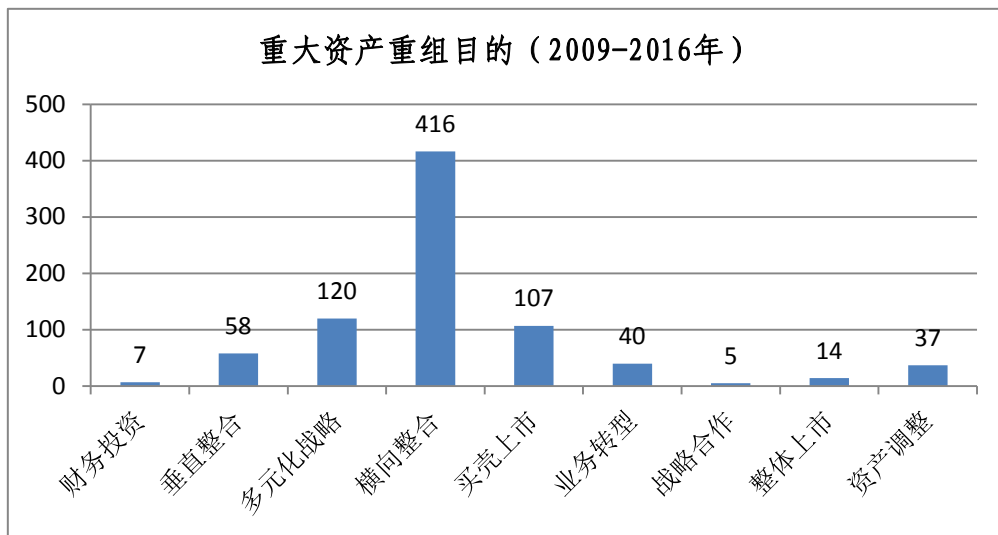
在并购模式上，美国的第一次并购浪潮均以横向并购为主。资料显示，这一期间有 78.3% 的并购为横向并购，12% 的并购为纵向并购，其余 9.7% 的并购为混合并购。第三次并购浪潮以多元化并购为主，在并购高潮的 1967 年，多元化并购占比达到 60%。

我国目前的并购模式以横向并购、买壳上市和多元并购为主。2009-2016 年，有 416 起重大资产重组为横向并购，占比达 52%，其次是多元化并购和买壳上市，分别占比 15% 和 13%。买壳上市是基于我国现阶段特有的发行、退市制度形成的重组模式，而横向并购和多元化并购是全球产业并购的一般模式，可分别对应美国的第一次和第三次并购浪潮。

但在并购动因上，我国的多元化并购与美国第三次浪潮中的多元化并购有着本质区别。美国多元化并购兴起有三个原因，一是二战后美国政府运用财政及货币政策对经济进行积极干预，活跃了并购市场。

二是战后科学技术突飞猛进，一些新兴产业应运而生，并得到了快速发展。三是美国管理科学大发展，人们普遍认为得到最好训练的“最杰出、最优秀”的管理人才无所不能，跨行业管理可以做到游刃有余。而我国现阶段的多元化并购，主要原因是宏观经济和产业结构存在转型升级的需求，特别是一些传统过剩型行业亟需找到新的增长点，与美国相比，缺少技术大革命及企业管理理念大变革这两个条件。

图表 4 A 股上市公司重大资产重组目的统计



(三) 从并购友好程度看，A 股呈现出美国第四次并购浪潮的特征

美国第四次并购浪潮除规模大外，另一个重要特征是敌意收购盛行。数据显示，1982-1989 年间，大约有 27% 的企业经历了友好收购，23% 的公司经历了敌意收购，7% 的公司为防御敌意收购进行了重组<sup>4</sup>。

美国敌意收购的盛行具有特殊的历史背景。一是上世纪 70 年代，美国许多上市公司的股价出现了大跌，为大规模低价收购提供了可能。

<sup>4</sup> 参考以下研究报告：Mitchell, Mulherin, The Impact of industry shocks on takeover and restructuring activity[J], Journal of Financial Economics, 1996: 193-229

二是上一次并购浪潮产生的“后遗症”开始显现。美国第三次并购浪潮中的多元化并购产生了大量的多元化集团，但由于管理、整合等因素，一些多元化集团到 80 年代业绩持续下滑，这为资产剥离式收购提供了机会。三是资本市场的创新融资工具为收购方融资提供了便利。垃圾债券在上世纪 80 年代盛行，并成为敌意收购的主要融资手段，使得收购交易的杠杆比例通常达到 80%-90%，这极大地缓解了敌意收购的资金压力。

目前，A 股市场也涌现了一批敌意收购。2015 年股市异常大幅波动以来，市场整体处于低位，特别是一些绩优白马股，估值相对偏低，引发了保险机构纷纷举牌上市公司，并在 A 股市场掀起一股收购与反收购的浪潮。统计显示，雅化集团、伊利股份等十多家上市公司纷纷在章程中引入反收购条款，防御敌意收购的目的凸显。

但从敌意收购的目的看，A 股现阶段的敌意收购与美国第四次并购浪潮时期存在差异。美国的敌意收购主要不是为了获取更大的生产份额、更经济的生产规模，也不是为了整合上下游产业链及规避风险，而是为了将来（一般是 5-7 年）以更高的价格出售，赚取买卖差价。因此收购方往往是一些 KKR 之类的金融机构，产业资本较少。而目前 A 股的敌意收购目的仍有待观察。部分敌意收购对象为绩优白马股，收购后多伴有提名董事、更换管理层、参与企业经营决策等股东积极主义行为，显示出价值发现及长期投资的目的。但部分敌意收购的短期炒作意图明显。

#### （四）从并购对象看，A股现阶段并购更像美国第三、第四、第五次并购浪潮的综合

美国历次并购浪潮背后，都有强烈的经济结构调整和经济发展方式转变的诉求，体现为每一次并购浪潮都带有鲜明的行业特征。第一次浪潮以制造业和采矿业为主，反映了当时铁路技术的大发展；第二次浪潮以钢铁、石油、化工、汽车行业为主，与当时汽车工业的大发展相呼应；第三次浪潮正值美国第三次科技革命爆发，涌现了以计算机、激光、宇航、核能、合成材料和生物制药为代表的新兴工业部门，并购对象以医药、消费等新兴行业为主；第四次浪潮以石油、石化、医药、医疗设备、航空和银行业为主；第五次浪潮时期，美国进入了以互联网、生物技术为核心的新经济时代，相应的，并购对象也以金融、高新技术产业为主，传播、金融、广播、计算机软件及设备、石油等行业的并购金额占比达到了49%。

目前，我国正处于后工业化时代，经济结构调整、产业转型升级的需求较大。实践中，企业的并购对象也主要集中在信息技术、可选消费、金融、医疗保健等新兴行业，有色金属、钢铁、煤炭、石油石化等传统行业成为并购对象的较少。这与美国第三、第四、第五次浪潮偏向新兴产业这一特征相似。

图表5 2013年至今我国企业并购对象行业分布（数量占比）

| 行业   | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年1-11月 |
|------|-------|-------|-------|------------|
| 信息技术 | 18%   | 23%   | 26%   | 29%        |
| 可选消费 | 13%   | 14%   | 12%   | 16%        |
| 工业   | 19%   | 18%   | 18%   | 16%        |
| 金融   | 16%   | 15%   | 18%   | 15%        |
| 医疗保健 | 8%    | 7%    | 8%    | 9%         |

|      |     |     |     |    |
|------|-----|-----|-----|----|
| 材料   | 14% | 12% | 10% | 8% |
| 日常消费 | 5%  | 4%  | 3%  | 3% |
| 公用事业 | 4%  | 4%  | 3%  | 3% |
| 能源   | 3%  | 3%  | 2%  | 2% |
| 电信服务 | 0%  | 1%  | 1%  | 0% |

数据来源：Wind 中国并购库。

### 三、A 股上市公司并购重组绩效分析

2009 年以来的 A 股并购重组浪潮可大致对应我国的第一次并购重组浪潮。本部分即以我国上市公司 2009 年以来已经完成的重大资产重组事件为研究对象，考察并购重组在我国实践中取得的成效，得出以下结论。

#### （一）并购重组能够帮助企业迅速扩大规模

本节用营业收入和净利润两个指标衡量企业规模。

总体上，从已经完成重大资产重组的 A 股公司看，并购重组能使企业在短期内迅速扩大规模。数据显示，在完成重大资产重组的当年，无论是营业收入还是净利润，都较实施重大资产重组前有了显著提升。其中，重组完成当年，营业收入平均增长 92%，净利润平均增长 162%，完成后三年内，上述两项指标每年均保持正增长，至第三年，分别较实施前增长 4 倍和 6.5 倍。

从并购重组类型看，“买壳上市”、“横向整合”和“多元化战略”对规模的提升效果最显著，重组完成三年后较实施重组前，营业收入平均增长 5 倍，净利润平均增长 4 倍；“垂直整合”和“资产调整”对规模提升不明显，“垂直整合”三年后的规模略有缩小。

从规模指标看，“买壳上市”对营业收入的提升作用最显著，完

成当年及三年后的增长幅度分别达到 228%和 543%，显著高于其它重组类型；“横向整合”对净利润的提升效果最显著，完成当年净利润平均增长 1 倍，三年后平均增长 7 倍，年均增长率达到 68%。

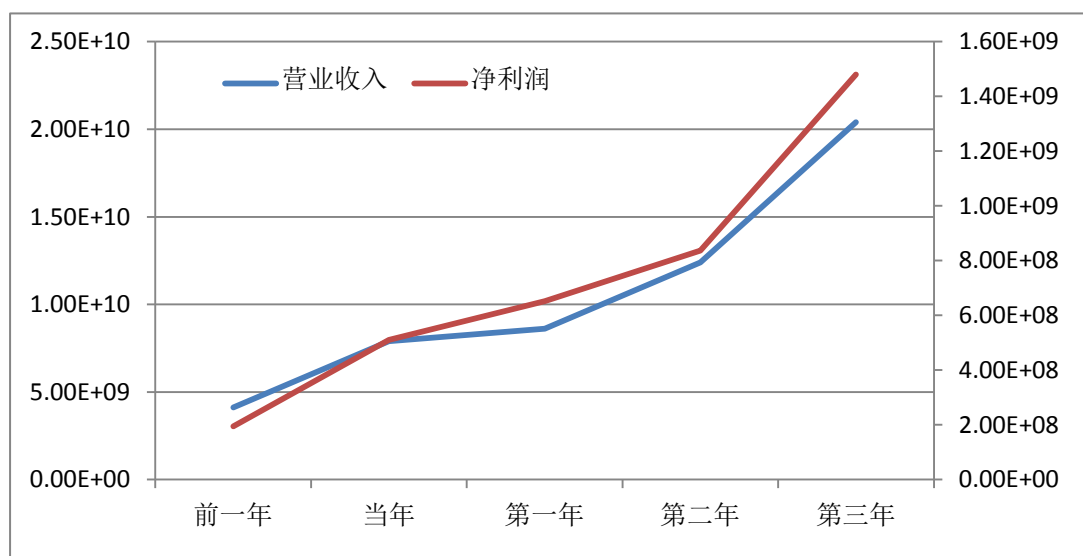
从扩张节奏看，重组完成当年规模扩张最显著，营业收入平均增长 24%，净利润平均增长 34%，此后三年虽然仍保持业绩正增长，但增速逐年下滑，至第四年，净利润增速已为负数。

从个案看，百视通（现为东方明珠）是依靠借壳上市及横向并购“做大”的典型案列。2012 年，百视通借壳上海广电信息完成重组上市，完成当年，上市公司营业收入和净利润分别增长 52%和 40%。2015 年，百视通吸收合并东方明珠，同时非公开发行股份购买 4 家影业文化类公司股权。并购完成当年，营业收入和净利润分别达到 211 亿元、30 亿元，相比借壳上市前分别增长 9 倍和 10 倍，市值接近 2000 亿元人民币，成为中国 A 股市场上第一家市值超千亿的文化传媒集团，在中国互联网公司中，位居第五。

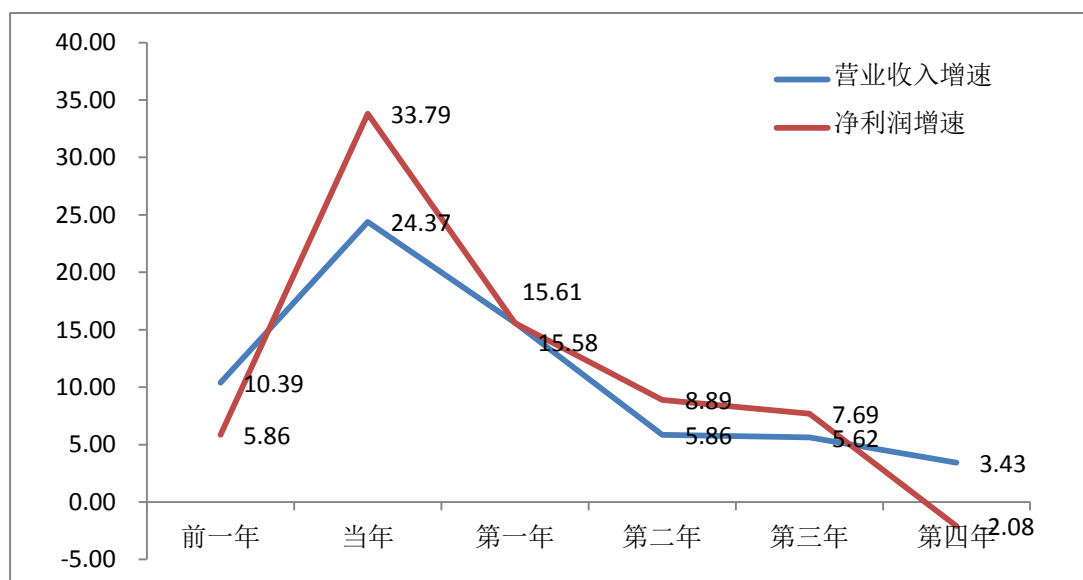
紫光国芯是依靠横向并购做大的典型案例。紫光国芯于 2012 年完成对同方微电子以及国微电子的横向收购，加快了公司在高端精密电子器件产品和专用设备、仪器及应用系统方面的研发，提升了公司现有高端产品的市场竞争力和产品的技术附加值，将公司石英晶体元器件业务做大做强。并购完成第一年，其营业收入和净利润分别增长 57%和 92%，完成第三年，分别增长 113 和 133%。



图表 6 重大资产重组完成前后规模指标变化（2009-2016 年）



图表 7 重大资产重组完成前后业绩增速（%，2009-2016 年）



## （二）并购重组能够帮助企业改善业绩，但可持续性较差

本节用净资产收益率（ROE）指标衡量企业业绩。

总体上看，重大资产重组完成前后，公司的 ROE 呈现先上升后下降的趋势，至重组完成第四年末，ROE 回到重组前的水平。重组前一年，平均 ROE 为 6.4%，重组当年 ROE 迅速提升至 10.07%，此后三年大致维持在 8% 左右，第四年则快速下降至 6.6% 左右，和重组

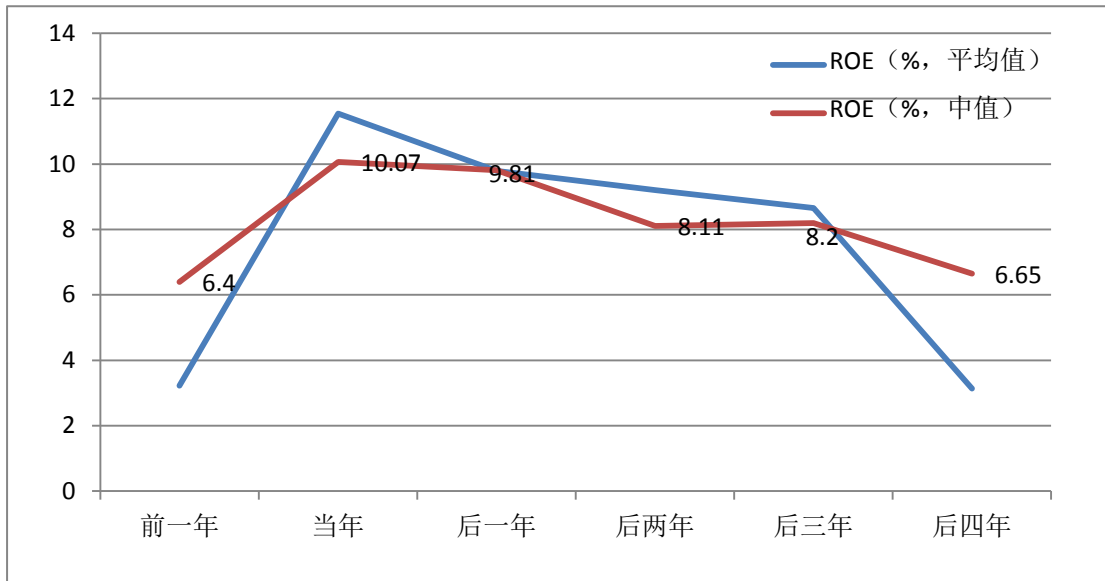
前水平相当。

**分年度看**，上述现象在 2010 年进行重组的公司中表现的更为突出，其重组完成后第四年的 ROE 降为负值（见图表 9）。

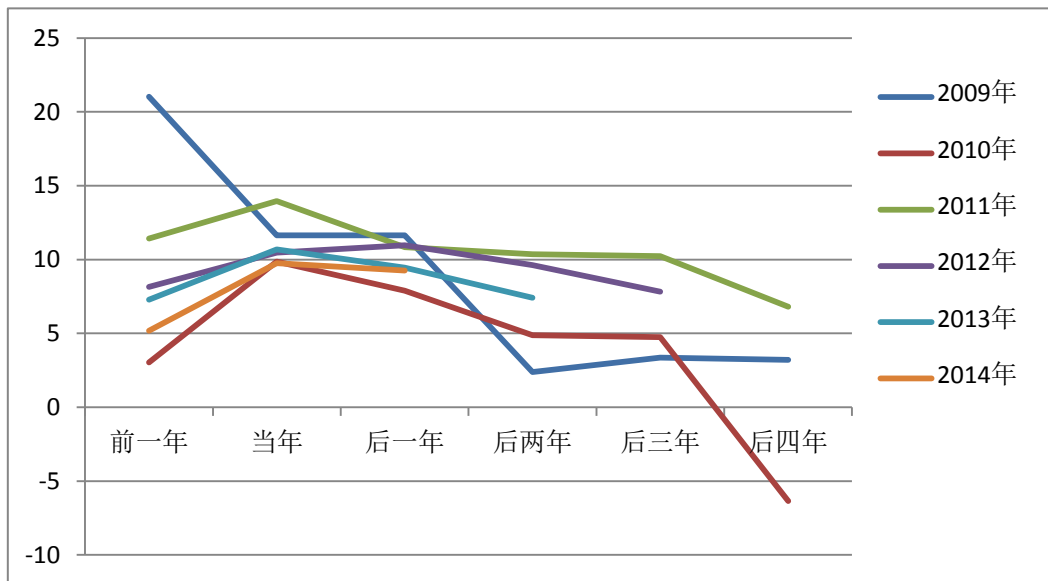
**分重组类型看**，“横向整合”、“多元化战略”和“资产调整”这三种类型的重组，其 ROE 在重组前后的走势比较稳定，第四年的 ROE 明显高于重组前一年，重组对保持及提升 ROE 的作用显著；“买壳上市”的 ROE 变动较为剧烈，重组完成当年和重组后第一年的 ROE 较重组前有大幅提升，从平均 3.3% 提升到 17% 左右，然而，从重组完成第三年开始 ROE 逐年下滑，至第四年末，ROE 水平仅略高于重组前；“垂直整合”明显不利于 ROE 的提升，重组完成当年和后一年的 ROE 较重组前略有提升，但从第二年开始 ROE 迅速下降，到第三年已降为负数（见图表 10）。比较典型的是北京利尔。北京利尔于 2013 年 8 月完成菱镁矿资产的收购，菱镁矿是公司生产镁砂的主要原材料，是典型的垂直整合。收购完成后，北京利尔第一年的资产收益率达到 7.48%，比收购前一年上升了近 2 个百分点，但从第二年开始，公司净资产收益率逐年下降，到第三年，仅为 -1.59%。

**分公司属性看**，不同所有制企业的并购重组绩效表现与整体保持一致，即，重组完成当年 ROE 迅速上升，但此后便进入下降通道。值得注意的是，从下降幅度看，地方国有企业和民营企业比较接近，而中央国有企业的 ROE 下降幅度显著高于前两者。

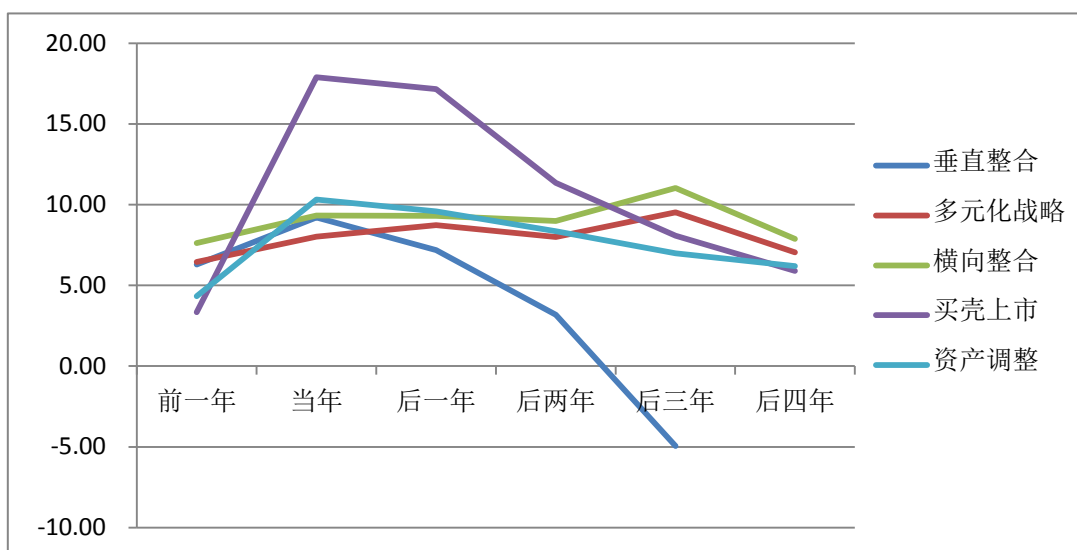
图表 8 重大资产重组完成前后净资产收益率变化（%，整体）



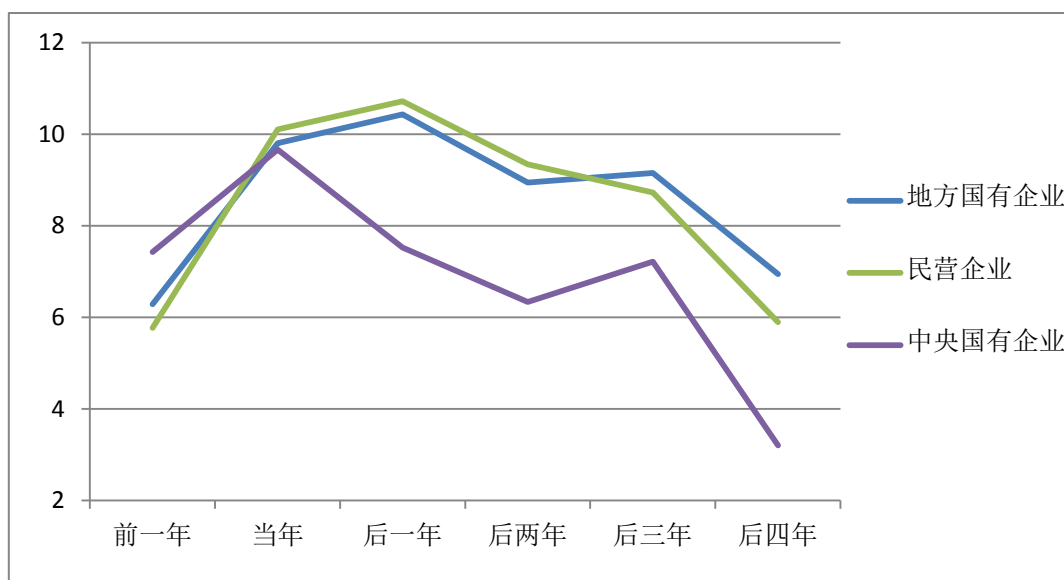
图表 9 重大资产重组完成前后净资产收益率变化（%，分重组完成年度）



图表 10 重大资产重组完成前后净资产收益率变化（%，分重组类型）



图表 11 重大资产重组完成前后净资产收益率变化（%，分公司属性）



（三）与未并购重组公司相比，并购重组能够显著改善业绩，但长期看两者无显著差异

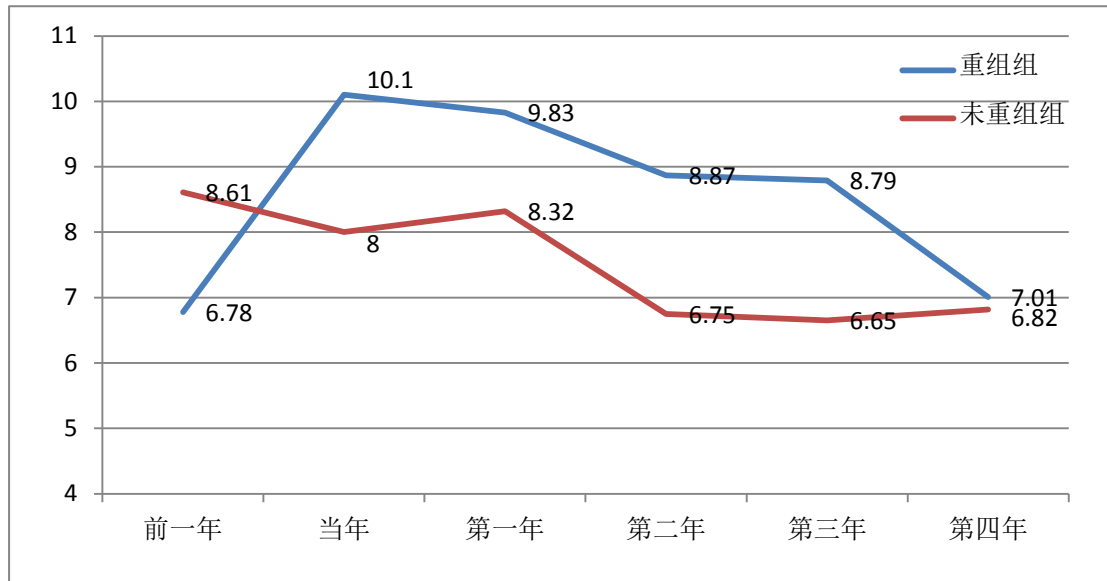
以上从纵向角度考察了并购重组的绩效，本节从横向角度进行考察，即，与未作并购重组的公司相比，进行并购重组的公司是否显著提升了绩效。

本节用年度、行业和规模（总资产）三个指标进行配对，寻找当

年未进行重大资产重组的公司，形成重组组和对照组。结果显示，重组组在重组前一年的 ROE 显著低于对照组，前者平均为 6.78%，后者为 8.61%；重组完成后，重组组 ROE 大幅提升，相比对照组平均高 2 个百分点，且此种优势持续保持到重组后第三年；到第四年，重组组 ROE 较第三年平均下降了 1.8 个百分点，而此时对照组 ROE 却上升了 0.2 个百分点，致使两组 ROE 在第四年几乎相当。这说明，进行重大资产重组的公司通常在重组前业绩较差，而重组显著提升了 ROE，且这种优势保持了三年，到第四年，优势消失，ROE 下降至与未进行重组的公司相接近的水平。

以制造业中的大连重工和柳工为例。大连重工（原华锐铸钢）主要从事大型高端铸锻件产品的研发、生产、销售和服务，2011 年完成与重工起重集团的横向合并。合并完成后，上市公司原有业务规模扩大，成为在行业内领先的大型装备制造业上市公司，盈利能力也随之提高。合并前，大连重工净资产收益率为 12.34%，远低于同行业的柳工。合并当年，公司净资产收益率提升至 16.83%，超过柳工。合并后的前两年，大连重工保持了相比同行的优势，但在合并后第三、第四年，净资产收益率快速下降，并低于同行。

图表 12 重组组与未重组组 ROE 表现对比（%，2009-2016 年）



图表 13 部分并购重组公司与对照公司 ROE 比较

| 公司代码   | 公司名称 | 重组完成年度 | 前一年 ROE | 当年 ROE | 第一年 ROE | 第二年 ROE | 第三年 ROE | 第四年 ROE | 行业   | 组别 |
|--------|------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|------|----|
| 600259 | 广晟有色 | 2009   | 21.03   | 11.65  | 13.66   | 45.02   | 12.05   | -15.9   | 采矿业  | 重组 |
| 000975 | 银泰资源 | 2009   | -3.48   | 1.63   | -2.48   | 3.24    | 1.72    | 14.02   | 采矿业  | 对照 |
| 600403 | 大有能源 | 2011   | 1.66    | 30.57  | 19.24   | 11.71   | 1.11    | -14.1   | 采矿业  | 重组 |
| 600508 | 上海能源 | 2011   | 24.83   | 21.42  | 12.15   | 1.94    | 0.61    | 0.14    | 采矿业  | 对照 |
| 600532 | 宏达矿业 | 2012   | -26.8   | 14.57  | 16.68   | 15.57   | -26.5   |         | 采矿业  | 重组 |
| 000975 | 银泰资源 | 2012   | 3.24    | 1.72   | 14.02   | 7.33    | 6.63    |         | 采矿业  | 对照 |
| 000883 | 湖北能源 | 2010   | 5.42    | 11.41  | 6.95    | 6.55    | 7.11    | 8.21    | 公用事业 | 重组 |
| 000027 | 深圳能源 | 2010   | 16.39   | 10.52  | 7.97    | 6.50    | 8.74    | 11.91   | 公用事业 | 对照 |
| 000027 | 深圳能源 | 2013   | 6.50    | 8.74   | 11.91   | 9.19    |         |         | 公用事业 | 重组 |
| 600098 | 广州发展 | 2013   | 7.05    | 7.85   | 9.05    | 9.09    |         |         | 公用事业 | 对照 |
| 600735 | 新华锦  | 2012   | 8.78    | 10.32  | 8.07    | 9.37    | 5.85    |         | 制造业  | 重组 |
| 300213 | 佳讯飞鸿 | 2012   | 9.65    | 2.60   | 5.88    | 9.03    | 8.89    |         | 制造业  | 对  |

|        |      |      |       |       |       |       |       |       |              |    |
|--------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|----|
|        |      |      |       |       |       |       |       |       |              | 照  |
| 002204 | 大连重工 | 2011 | 12.34 | 16.83 | 6.08  | 5.41  | 0.34  | 0.34  | 制造业          | 重组 |
| 000528 | 柳工   | 2011 | 32.36 | 14.93 | 3.01  | 3.60  | 2.16  | 0.24  | 制造业          | 对照 |
| 600077 | 宋都股份 | 2011 | 3.85  | 19.75 | 19.49 | 15.46 | 1.43  | 2.06  | 房地产          | 重组 |
| 000667 | 美好置业 | 2011 | 4.02  | 3.24  | 3.11  | 0.96  | 1.39  | 7.56  | 房地产          | 对照 |
| 600278 | 东方创业 | 2011 | 5.90  | 7.97  | 6.18  | 4.68  | 5.07  | 4.98  | 批发和零售<br>业   | 重组 |
| 002556 | 辉隆股份 | 2011 | 30.76 | 6.05  | 3.67  | 4.72  | 7.09  | 8.15  | 批发和零售<br>业   | 对照 |
| 600350 | 山东高速 | 2011 | 12.77 | 12.75 | 11.60 | 12.57 | 12.71 | 12.48 | 交通运输         | 重组 |
| 600269 | 赣粤高速 | 2011 | 13.91 | 11.48 | 11.21 | 5.85  | 5.86  | 5.67  | 交通运输         | 对照 |
| 600754 | 锦江股份 | 2011 | 8.10  | 7.60  | 8.99  | 8.87  | 10.41 | 7.55  | 住宿和餐<br>饮业   | 重组 |
| 000428 | 华天酒店 | 2011 | 10.20 | 8.12  | 6.56  | 7.44  | -6.20 | 0.76  | 住宿和餐<br>饮业   | 对照 |
| 000156 | 华数传媒 | 2012 | 0.00  | 22.67 | 24.89 | 19.14 | 7.84  |       | 文化、体<br>育和娱乐 | 重组 |
| 000665 | 湖北广电 | 2012 | 10.61 | 8.63  | 8.25  | 7.84  | 7.18  |       | 文化、体<br>育和娱乐 | 对照 |
| 000917 | 电广传媒 | 2012 | 18.03 | 18.00 | 11.41 | 3.45  | 3.73  |       | 信息技术         | 重组 |
| 600959 | 江苏有线 | 2012 | 6.83  | 7.61  | 8.36  | 9.31  | 8.66  |       | 信息技术         | 对照 |
| 600965 | 福成股份 | 2013 | 3.81  | 10.70 | 7.85  | 10.58 |       |       | 农林牧渔         | 重组 |
| 600975 | 新五丰  | 2013 | 3.90  | 2.46  | -9.17 | 4.21  |       |       | 农林牧渔         | 对照 |

数据来源：WIND 数据库

## 四、结论与建议

### （一）结论

一是美国经验表明，并购重组在宏观层面意义显著，集中体现为

加速产业的整合，但在微观层面结论不一。宏观层面，并购重组有助于提升产业集中度，减少无效竞争。如第一次并购浪潮为美国造就了一大批世界级和超世界级的跨国公司，对美国经济成为全世界的“火车头”奠定了雄厚的基础。微观层面，并购重组有助于企业规模的扩张，但长期看盈利能力反而下降。特别是多元化并购，在并购几年后弊端逐渐显现，并最终引发下一次以资产剥离为主的并购浪潮。

二是美国经验表明，并购重组对公司治理具有巨大的促进作用。并购重组有助于加快现代企业制度的建立，确立以经理人为核心的管理体系；有助于公司控制权市场的形成，推动公司治理模式由内部转向外部；大量、频繁的敌意收购最终将推动公司治理模式由外部治理，逐渐转向“以管理层激励为主，以追求股东价值最大化为目标”的现代公司治理体系。

三是当前我国的并购重组浪潮很难与美国一一对应，而更像是美国历次并购浪潮的综合。从并购背景看，A股现阶段并购最像美国第一次并购浪潮；从并购模式看，A股兼具美国第一、第三次并购浪潮的特征；从并购友好程度看，美国第四次并购浪潮的特征已在A股市场初露端倪；从并购对象看，A股现阶段并购像美国的第三、第四、第五次并购浪潮的综合。

四是在微观层面，A股并购重组能够帮助企业迅速做大做强，重组完成三年内有助于企业改善业绩，但从第四年开始，无论相比重组前，还是相比未重组的公司，业绩指标均无显著差异。具体地，“买壳上市”、“横向整合”和“多元化战略”的“做大”效果最显著，



“资产调整”的“做大”效果不明显，“垂直整合”则不利于“做大”；重组完成前后，公司的 ROE 呈现先上升后下降的趋势，至重组完成第四年，ROE 回归到重组前的水平，特别是“垂直整合”的 ROE 表现最差；与未进行并购重组的公司相比，并购重组能够显著提升公司的盈利能力，但这种相对优势只能保持三年，从第四年开始，两者间的差异不显著。

## （二）建议

一是大力支持以横向并购为主的兼并重组活动。美国经验及我国市场的实证证据表明，横向并购在助推企业“做大”、重塑产业结构方面具有积极的意义。我国目前仍处于产业结构高度分散的阶段，应当对标美国第一次并购浪潮，大力支持集中度较低的行业企业进行横向并购，减少恶性价格竞争，转向技术、研发、品牌的竞争，培育一批行业龙头企业、标杆企业。

二是对非真正意义上的垂直整合，应当采取一定的限制措施。美国经验表明，从长期看，产业整合包括横向整合和垂直整合，对宏观、产业及微观的做大规模层面都有一定的积极作用。但实证数据表明，我国的“垂直整合”对扩大规模及提升盈利能力均具有负向作用。这其中的原因，一方面可能与我国目前仍不具备垂直整合的条件有关。一般而言，垂直整合适用于相对成熟且规模较大的企业，而我国目前很多垂直整合的企业仍是小企业，在本行业的地位尚难以巩固。另一方面，与很多并购并非真正意义上的垂直整合有关。例如，“锦富新材”在重组公告中披露，“本次交易的标的公司迈致科技的测试治具

是移动终端生产线上必需的组成部分，处于公司产业链中暂未覆盖的领域”，这本质上有点类似多元并购，而非真正意义上的上下游产业链整合。建议对明显不符合垂直整合的并购，通过加强问询、强化信息披露等，提高并购门槛。

三是加强监管，预防盲目多元化并购带来“后遗症”。美国的并购史表明，相当一部分多元化并购在未来几年显示出增长乏力、盈利下降等“后遗症”，以至于下一次并购浪潮时，将上一次多元化产业进行剥离。从数据结果看，目前我国市场的多元化并购能够助推企业“做大做强”，但持续时间较短，仅为三年，要警惕未来年度多元化并购的负面影响集中爆发。建议对一些主业尚可、以概念炒作为主的盲目多元化并购，通过加大重组问询力度使其知难而退。

四是积极培育控制权市场的形成，引导公司治理向“以激励为主，股东和管理层共同追求股东价值最大化”的模式迈进。历史表明，并购重组在公司治理方面具有巨大的推动作用。这其中，公司控制权市场的形成是重要的一环，正是上世纪 80 年代的恶意收购导致了控制权市场的形成，而控制权市场的形成，直接促成了美国企业实行管理层持股、管理层期权等一系列薪酬制度的改革，并最终促使美国公司治理进入了股东价值最大化的时代。当前，我国资本市场的顽疾很大程度上与股东与管理层利益不一致，缺乏股东价值最大化这一公司治理使命有关。建议积极看待当前市场出现的控制权争夺事件，对价值发现型、价值投资型控制权争夺予以呵护，加快培育控制权市场的形成。

## 附件

附表 1 我国上市公司重大资产重组数量分布 (2009-2016 年)

| 行业      | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 合计  |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
| 餐饮旅游    | 0    | 0    | 4    | 1    | 2    | 1    | 5    | 3    | 16  |
| 传媒      | 0    | 0    | 2    | 5    | 4    | 20   | 18   | 7    | 56  |
| 电力及公用事业 | 0    | 1    | 2    | 5    | 5    | 6    | 13   | 7    | 39  |
| 电力设备    | 0    | 0    | 1    | 2    | 4    | 5    | 12   | 4    | 28  |
| 电子元器件   | 0    | 0    | 0    | 3    | 5    | 12   | 29   | 10   | 59  |
| 房地产     | 0    | 0    | 5    | 3    | 0    | 2    | 14   | 12   | 36  |
| 纺织服装    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 2    | 2    | 0    | 4   |
| 非银行金融   | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 3    | 4    | 3    | 15  |
| 钢铁      | 0    | 0    | 2    | 2    | 3    | 2    | 1    | 5    | 15  |
| 国防军工    | 0    | 1    | 2    | 0    | 2    | 3    | 6    | 3    | 17  |
| 基础化工    | 0    | 0    | 2    | 3    | 10   | 5    | 27   | 17   | 64  |
| 机械      | 0    | 0    | 1    | 4    | 3    | 12   | 27   | 18   | 65  |
| 计算机     | 0    | 0    | 0    | 2    | 1    | 14   | 15   | 13   | 45  |
| 家电      | 0    | 0    | 0    | 1    | 0    | 4    | 7    | 7    | 19  |
| 建材      | 0    | 1    | 5    | 0    | 5    | 4    | 8    | 6    | 29  |
| 建筑      | 0    | 0    | 0    | 2    | 1    | 4    | 7    | 4    | 18  |
| 交通运输    | 0    | 1    | 5    | 2    | 1    | 0    | 4    | 4    | 17  |
| 煤炭      | 0    | 1    | 2    | 3    | 1    | 1    | 4    | 2    | 14  |
| 农林牧渔    | 0    | 0    | 2    | 0    | 1    | 2    | 8    | 9    | 22  |
| 汽车      | 0    | 0    | 3    | 5    | 1    | 3    | 7    | 8    | 27  |
| 轻工制造    | 0    | 0    | 1    | 2    | 1    | 2    | 9    | 4    | 19  |
| 商贸零售    | 0    | 1    | 4    | 2    | 3    | 4    | 7    | 11   | 32  |
| 石油石化    | 0    | 0    | 1    | 0    | 0    | 0    | 2    | 0    | 3   |
| 食品饮料    | 0    | 0    | 1    | 2    | 1    | 1    | 4    | 4    | 13  |
| 通信      | 0    | 0    | 0    | 0    | 8    | 5    | 12   | 7    | 32  |
| 医药      | 1    | 0    | 3    | 2    | 7    | 11   | 25   | 11   | 60  |
| 银行      | 0    | 0    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1   |
| 有色金属    | 1    | 0    | 0    | 2    | 8    | 4    | 8    | 7    | 30  |
| 综合      | 0    | 0    | 1    | 0    | 1    | 0    | 4    | 5    | 11  |
| 合计      | 3    | 7    | 51   | 54   | 79   | 132  | 289  | 191  | 806 |

附表 2 我国上市公司重大资产重组数量分布 (分公司属性, 分重组类型)

|       | 中央国有企业 | 地方国有企业 | 民营企业 | 公众企业 | 外资企业 | 合计  |
|-------|--------|--------|------|------|------|-----|
| 垂直整合  | 6      | 6      | 41   | 0    | 4    | 57  |
| 多元化战略 | 7      | 14     | 85   | 7    | 4    | 117 |
| 横向整合  | 46     | 76     | 257  | 14   | 16   | 409 |

|      |           |            |            |           |           |            |
|------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|------------|
| 买壳上市 | 9         | 19         | 68         | 4         | 2         | <b>102</b> |
| 业务转型 | 5         | 9          | 22         | 1         | 1         | <b>38</b>  |
| 整体上市 | 1         | 8          | 5          | 0         | 0         | <b>14</b>  |
| 资产调整 | 5         | 9          | 19         | 1         | 2         | <b>36</b>  |
| 合计   | <b>80</b> | <b>143</b> | <b>504</b> | <b>27</b> | <b>30</b> | <b>784</b> |

附表 3 我国上市公司重大资产重组完成前后 ROE 变化 (2009-2016 年)

|       |         | 前一年   | 当年    | 第一年   | 第二年   | 第三年   | 第四年    |
|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 财务投资  | 公司数     | 6     | 5     | 5     | 5     | 4     | 3      |
|       | ROE 平均值 | 3.74  | 15.57 | 16.20 | 13.51 | 13.26 | 12.63  |
|       | ROE 中值  | 4.98  | 19.75 | 19.49 | 13.34 | 11.46 | 10.26  |
| 垂直整合  | 公司数     | 40    | 36    | 16    | 10    | 3     | -      |
|       | ROE 平均值 | 3.50  | 9.23  | -0.90 | 2.01  | -5.25 | -      |
|       | ROE 中值  | 6.29  | 9.20  | 7.19  | 3.18  | -4.94 | -      |
| 多元化战略 | 公司数     | 75    | 64    | 30    | 11    | 9     | 6      |
|       | ROE 平均值 | 6.21  | 9.43  | 9.12  | 7.32  | 7.98  | 7.04   |
|       | ROE 中值  | 6.45  | 8.03  | 8.73  | 7.99  | 9.52  | 7.05   |
| 横向整合  | 公司数     | 279   | 201   | 117   | 75    | 46    | 25     |
|       | ROE 平均值 | 3.58  | 9.25  | 9.02  | 8.90  | 10.59 | 1.68   |
|       | ROE 中值  | 7.62  | 9.32  | 9.31  | 8.98  | 11.03 | 7.88   |
| 买壳上市  | 公司数     | 75    | 71    | 39    | 21    | 10    | 7      |
|       | ROE 平均值 | 0.27  | 22.14 | 16.66 | 12.96 | 9.53  | 4.05   |
|       | ROE 中值  | 3.33  | 17.88 | 17.16 | 11.34 | 8.09  | 5.89   |
| 业务转型  | 公司数     | 26    | 25    | 16    | 14    | 6     | 1      |
|       | ROE 平均值 | 1.44  | 9.81  | 7.02  | 10.97 | 1.50  | -14.07 |
|       | ROE 中值  | 1.76  | 10.72 | 13.20 | 11.45 | 6.06  | -14.07 |
| 战略合作  | 公司数     | 4     | 3     | 1     | 1     | -     | -      |
|       | ROE 平均值 | 10.81 | 15.25 | 11.19 | 7.53  | -     | -      |
|       | ROE 中值  | 10.96 | 12.47 | 11.19 | 7.53  | -     | -      |
| 整体上市  | 公司数     | 12    | 11    | 2     | -     | -     | -      |
|       | ROE 平均值 | 4.64  | 3.00  | -0.11 | -     | -     | -      |
|       | ROE 中值  | 2.50  | 6.05  | -0.11 | -     | -     | -      |
| 资产调整  | 公司数     | 22    | 15    | 8     | 8     | 6     | 4      |
|       | ROE 平均值 | -1.52 | 15.83 | 19.18 | 11.76 | 8.08  | 8.71   |
|       | ROE 中值  | 4.33  | 10.32 | 9.58  | 8.36  | 6.98  | 6.19   |
| 合计    | 公司数     | 539   | 431   | 234   | 145   | 84    | 46     |
|       | ROE 平均值 | 3.25  | 11.62 | 9.92  | 9.40  | 8.92  | 3.72   |
|       | ROE 中值  | 6.39  | 10.10 | 9.81  | 8.79  | 8.56  | 6.74   |

## 免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

---

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse\_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120

---