

学校编码：10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号：B200342027

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

中国上市公司并购动因与绩效研究

**A Study on the Motive and Performance of Mergers and  
Acquisitions by China's Listed Companies**

黄 兴 李

指导教师姓名：郑 振 龙 教授

专业名称：金 融 学

论文提交日期：2009 年 4 月

论文答辩日期：2009 年 月

学位授予日期：2009 年 月

答辩委员会主席：\_\_\_\_\_

评 阅 人：\_\_\_\_\_

2009 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(国家自然科学基金“基于控股股东自利行为的上市公司投资行为研究(70772094)”)课题(组)的阶段性研究成果,获得(基于控股股东自利行为的上市公司投资行为研究)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

本文在国内学者现有的研究基础之上,基于我国上市公司丰富多元的制度背景,更为全面地考察我国上市公司的并购动因与绩效。通过回顾我国上市公司与证券市场的发展历程,论文分别对国有控股上市公司和民营上市公司的基本治理特征进行梳理,即我国国有控股上市公司存在“政府干预”与“内部人控制”的双重治理特征,而民营上市公司集中体现了“大股东控制”的基本特征。

基于不同类型上市公司的治理机制,本文分别就“政府干预”、“大股东控制”对公司并购行为的影响机制进行理论分析,在此基础上提出了我国上市公司“掏空”和“支持”的并购动因,同时对不同类型上市公司的并购绩效差异提出了研究假设。

论文最后以 1999-2004 年我国上市公司收购非上市公司的 613 个大额并购事件为研究样本,采用“事件研究”和“财务指标(ROE)”两种方法,对上市公司并购绩效进行实证分析,并检验论文提出的研究假设。研究表明,上市公司并购之前年度的财务业绩与并购绩效显著负相关,这一证据支持了“掏空”和“支持”的并购动因假设。此外,在短期上,国有控股上市公司的并购绩效优于民营上市公司,中央控股上市公司的并购绩效优于地方政府控股上市公司,但从长期来看,并购未能提高公司的财务业绩。

通过对收购公司并购事件累计超额收益率的单因素和多元回归分析,本文还发现,我国证券市场对于上市公司并购事件存在明显的提前反应现象,同时,收购公司累计超额收益率与并购交易规模显著正相关。此外,投资者对于上市公司多元化的收购有更为积极的反应,这些证据综合反映了我国资本市场上的投资者对并购重组事件的炒作行为。

关键词：国家控制；大股东控制；并购绩效





## Abstract

Against the background of diversified institutions of China's listed companies and based on the current research conducted by Chinese researchers, this dissertation aims to do a more comprehensive study on the motive and performance of mergers and acquisitions (M&As) by listed companies in China. By reviewing the course of development of China's listed companies as well as the securities market, this dissertation sorts out the basic governance characteristics of the state-owned holding listed companies and private listed companies. While the former exhibits dual governance characteristics of "government intervention" and "insider control", the latter embodies the basic features of "large shareholder control".

Based on governance mechanisms of different types of listed companies, this dissertation makes a theoretical analysis of the impact of "government intervention" and "majority shareholder control" on the company's M&As, puts forward "tunneling" and "propping" as the M&A motives for China's listed companies, and proposes hypotheses for the performance differences of M&As by varied listed companies.

With the 613 samples of China's listed companies acquiring non-listed companies during 1999 through 2004, this dissertation employs the methods of "event study" and "financial ratio (ROE)" to carry out an empirical study on the performance of M&As of the listed companies and test the proposed hypotheses. The results show that the pre-acquisition annual financial results of the listed companies and the acquisition performance is negatively relative, which is in favor of the M & A motives hypothesis for China's listed companies' "tunneling" and "propping". In addition, in the short term, the M&A performance of the state-owned holding listed companies is better than that of private listed companies, the M&A performance of the central government controlling listed companies is better than that of local governments controlling listed companies, but in the long term, M&As fail to improve the company's financial performance.

Through the analysis of the single factor and multiple regression of the cumulative abnormal return (CAR) in the event of company's M&A, this paper also finds that

China's securities market apparently reacts before the listed companies' M&A, meanwhile, the acquiring company's cumulative excess return has a significant positive correlation with the scale of M&A transactions. In addition, investors respond more positively to the listed companies' diversified acquisition, which reflects the investors' speculation in China's capital market over the events of M&A.

**Keywords:** State control ; Large shareholder control ; Performance of M&As.

# 目录

导 论.....	1
一、选题依据 .....	1
二、研究对象与研究内容 .....	4
三、论文结构 .....	6
四、论文的创新之处与研究意义 .....	6
第一章 公司并购的基本概念与理论基础 .....	8
第一节 公司并购的含义及特征.....	8
一、公司并购的概念.....	8
二、公司并购的特征.....	10
三、并购的基本类型.....	10
第二节 国外文献回顾——企业并购的动因.....	12
一、协同效应理论（Synergy Effect Theory） .....	13
二、代理理论（Agency Theory） .....	14
三、“自大”假说与过度自信理论（Hubris and Overconfidence Theory） .....	16
四、股票市场驱动理论（Stock Market Driven Acquisitions Theory） .....	16
五、大股东掏空理论（Tunneling Theory） .....	17
第三节 国外文献回顾——并购绩效 .....	18
一、并购绩效的评价方法 .....	18
二、基于事件研究的并购绩效研究.....	20
三、基于公司财务指标的并购绩效研究.....	21
第四节 国内学者的研究回顾.....	22
第二章 制度背景分析.....	25
第一节 我国上市公司与资本市场发展历程.....	25
一、股份制改造 .....	25
二、证券市场的发展.....	27

三、证券市场股票发行的制度安排.....	28
四、国有企业改制中的股权设置 .....	31
第二节 国有控股上市公司的基本治理特征.....	<b>33</b>
一、内部人控制 .....	34
二、政府干预 .....	36
第三节 民营上市公司的公司治理特征 .....	<b>39</b>
<b>第三章 理论分析与研究假设.....</b>	<b>41</b>
第一节 政府干预与公司并购行为 .....	41
第二节 民营上市公司的并购动因与绩效.....	43
第三节 政府控制转型过程中的国有企业所引起的成本和收益.....	45
<b>第四章 实证分析 .....</b>	<b>50</b>
第一节 基于事件研究法的实证分析 .....	50
一、事件研究法 .....	50
二、研究样本与数据来源 .....	52
三、并购累计超额收益率及其单因素分析 .....	53
四、多元回归分析.....	62
第二节 基于财务业绩指标的研究方法 .....	78
<b>第五章 结论与政策建议.....</b>	<b>85</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>88</b>
<b>附表：并购交易样本概况.....</b>	<b>99</b>
<b>致谢.....</b>	<b>114</b>

## Table of Content

<b>Introduction .....</b>	<b>1</b>
Part One   Background of Research Subject .....	1
Part Two   Research Object and Scope .....	4
Part Three  Paper Structure.....	6
Part Four   Significance and Innovations of Paper .....	6
<b>Chapter 1. Basic Concepts and Theories of M&amp;As.....</b>	<b>8</b>
<b>Section One   Meanings and Features of M&amp;As.....</b>	<b>8</b>
Part One   Basice Concepts of M&As.....	8
Part Two   M&As Features .....	10
Part Three  Types of M&As.....	10
<b>Section two   Literature Review of M&amp;A Motives.....</b>	<b>12</b>
Part One   Synergy Effect Theory ) .....	13
Part Two   Agency Theory ) .....	14
Part Three  Hubris and Overconfidence Theory .....	16
Part Four   Stock Market Driven Acquisitions Theory.....	16
Part Five   Tunneling Theory.....	17
<b>Section Three   Literature Review of M&amp;A Performance.....</b>	<b>18</b>
Part One   Measures of M&A Performance.....	18
Part Two   Event Study on M&A Performance.....	20
Part Three  Financial Indicators Study on M&A Performance.....	21
<b>Section Four   Domestic Literature Review .....</b>	<b>22</b>
<b>Chapter 1. Aanlysis of Institution Background .....</b>	<b>25</b>
<b>Section One    The Course of China’s Capital Market and Listed     Companies.....</b>	<b>25</b>
Part One   Shareholding Reform.....	25

Part Two	Development of Securities Market in China.....	27
Part Three	Rules on Stock Issue .....	28
Part Four	Ownership Design During SOE’s Restructuring .....	31
<b>Section Two</b>	<b>The Corporate Governance of State-owned Holding Listed Companies.....</b>	<b>33</b>
Part One	Insider Control.....	34
Part Two	Government Intervention.....	36
<b>Section Two</b>	<b>The Corporate Governance of Private Listed Companies ...</b>	<b>39</b>
<b>Chapter 3.</b>	<b>Theory Analysis and Hypothese .....</b>	<b>41</b>
Section One	Government Intervention and M&As.....	41
Section Two	M&A Motives and Performance of Private Listed Companies .....	43
Section Three	The Benefit and Cost of SOEs in the Process of Economic Transition .....	45
<b>Chapter 4.</b>	<b>Emprical Study .....</b>	<b>50</b>
Section One	Event Study on M&A Performance.....	50
Part One	Methodology of Event Study .....	50
Part Two	Samples and Data Source .....	52
Part Three	Single Facor Analysis of M&As CAR .....	53
Part Four	Multiple Regression of M&As CAR .....	62
Section Two	Financial Indicator Study on M&A Performance.....	78
<b>Chapter 5.</b>	<b>Conclusions .....</b>	<b>85</b>
<b>Reference</b>	<b>.....</b>	<b>88</b>
<b>Appendix. Research Sample Briefing</b>	<b>.....</b>	<b>99</b>
<b>Acknowledgements</b>	<b>.....</b>	<b>114</b>

## 导 论

### 一、选题依据

兼并收购是资本市场永恒的主旋律。与西方此起彼伏的兼并浪潮相似,我国资本市场自 1997 年以来也表现出资产重组的“井喷”现象,并有愈演愈烈之势。与此同时,上市公司并购问题也成为国内公司金融(或公司财务)学术研究的热点之一。多数学者以西方的并购理论为基础,从并购事件的股价反应(即事件研究)和公司长期的财务业绩指标两个角度对我国上市公司的并购绩效进行了实证检验。但是陆正飞和叶康涛(2004)在回顾国内学者对上市公司并购行为的相关研究后指出,由于中国资本市场的特殊性,如保“配”保“壳”动机、大股东掠夺动机、政府干预动机、获取壳资源动机等的存在,使得中国资本市场上的并购动因与国外有着很大的不同,这使得试图借用西方理论来分析中国并购行为的研究往往不能得出非常有意义的结论<sup>[1]</sup>。简言之,研究中国上市公司的并购行为,必须立足于中国上市公司和资本市场的制度背景。

由于历史原因,我国上市公司大部分是原国有企业改制而成,并且,为了维护公有制的主体地位,这些公司在企业改制过程中往往采用了国家绝对控股或相对控股的股权设置模式。理论研究与实际调查表明,尽管改制后的国有控股上市公司的治理结构在形式上取得了巨大进步,但实质性的进展却严重滞后。这突出表现在政企不分现象仍较为严重,政府职能存在“缺位”、“错位”、“越位”问题(中国公司治理报告,2006)<sup>[2]</sup>。现有的产权理论与转轨经济的研究表明,在国有产权为主导的制度安排下,政府职能的“缺位”容易导致“内部人控制”问题。与此同时,政府职能的“错位”与“越位”又将导致“政府干预(或行政干预)”问题。正如 Qian(1996)、李稻葵(1999)、李增泉(2002)等人的研究表明,我国国有企业以及证券市场上由国家控股的上市公司在公司治理上表现出“政府干预”和“内部人控制”的双重特征<sup>[3]-[5]</sup>。

与此相对应的是,近一二十年来,我国民营经济的力量迅速壮大,越来越多的民营企业经过改制或并购成为上市公司(公司实际控制人为个人,以下称民营上市公司),开始成为我国资本市场的一股新生力量。虽然民营上市公司在形式

上与国有控股上市公司一样，已建立了较为完整的公司治理结构，但上海证券交易所研究中心（2005）认为，由于以下的两个原因，使得民营上市公司的治理机制与国有控股上市公司存在显著的差异<sup>[6]</sup>。其一，民营上市公司控股股东（大股东）与公司存在更紧密的利益关系，使民营上市公司不像国有控股上市公司那样缺乏自我监督和存在严重的代理问题；其二，由于我国尚缺乏有效的投资者利益保护机制，使民营上市公司控股股东比国家更有激励去侵占外部中小股东的财产（利益）或把公司财产占为己有，就是说，民营上市公司大股东滥用控制权的道德风险可能更加严重。

但是，近年来国内多数学者对我国上市公司股权融资、资本结构、投资行为等公司财务政策的理论研究，是基于我国上市公司“股权分置”与“一股独大”所导致的大股东与外部中小股东的利益冲突产生的代理问题这一制度背景。例如，唐宗明和蒋位（2002）、徐晓东和陈小悦（2003）、刘峰等（2004）、叶康涛和陆正飞（2004）、阎大颖（2004）、白重恩等（2005）、陈文斌和陈小悦（2005）、马曙光等（2005）、王化成和胡国柳（2005），等等<sup>[7]-[15]</sup>。这些研究虽然能够一定程度上解释了我国上市公司“股权融资偏好”、“股利政策”、“多元化投资”等财务政策，但显然对于国有控股上市公司的“国家股东”和“政府行为”缺乏进一步的深入分析。与私人股东不同，中央或地方政府作为国家股东的代表，不仅要考虑资本保值增值的经济目标，还要考虑就业、社会养老、社会稳定等非经济目标（Lin 等，1998）<sup>[16]</sup>。因此，虽然 Shleifer 和 Vishny（1997）、La Porta 等人（1999，2000）指出，英美以外的绝大多数国家或地区，上市公司股权高度集中，属于典型的由大股东控制的公司，公司基本的代理问题是中小股东与几乎完全控制了管理者的控股股东之间的利益冲突<sup>[17-19]</sup>。但我国国有控股上市公司的“国家大股东”与拉美国家、东南亚地区的上市公司的“私人大股东”在性质上以及目标函数存在根本的差别。

基于大股东的研究视角，还可能忽视了国有控股上市公司依然存在的伯利与米恩斯式的委托代理问题——股东与经理人员的利益冲突导致经理人员可能做出不利于公司价值的行为。以不久前发生的“赵新先被拘事件”为例，2005年年底，赵新先被深圳检察院刑事拘留。耐人寻味的是，这起事件距赵新先“退位”已一年有余。因此，这一年多时间到底发生了什么？赵新先被拘的真正原因是什



么等问题成为当时各大媒体关注的焦点。在“赵新先被拘事件”之前，“三九事件”——三九医药股份有限公司（简称三九医药，证券代码 000999）因被集团公司三九企业集团占用资金高达数十亿人民币，而一直被视为大股东掏空上市公司的典型案例。在赵新先被拘之后，《中国证券报》独家调查表明，三九集团及其上市公司、子公司的总负债已接近 180 亿元，持续的债务将直逼 200 亿元，这几乎是原三九集团的全部资产。而这些巨额负债与赵新先和一些高层管理人员转移资产密切相关。例如，三九内部一高层人士称，有些高层在利用私人公司接纳三九的股权或变相转移三九的资产。联系“三九事件”与“赵新先被拘事件”，不难看出，我国“一股独大”下所致的大股东掏空上市公司的背后，可能存在另一个更深层次的原因，即原国有企业改制成国有控股上市公司后所遗留的“内部人控制”问题。

无论是“内部人控制”、“政府干预”，还是民营上市公司“大股东掠夺”，都可能影响上市公司的投资行为与并购决策。一方面，经理人员出于私利的考虑，可能诱发公司的并购行为。例如，Baumol（1959）、Marris（1964）、Donaldson（1984）等研究发现公司经理们具有构建企业帝国（empire-building）的倾向<sup>[20-22]</sup>。Jensen（1986，1993）在此基础上提出了“自由现金流假说”，认为经理们不断扩大企业规模是出于谋求私利的目的，如更高的工资水平或津贴等，因此经理们可能滥用公司现金流，甚至盲目兼并收购，使实际投资金额超过企业的最优投资规模，而经理们并不需要为此类过度投资行为支付成本或者只承担其中很少的一部分<sup>[23-24]</sup>。张小军（2004）对“三九集团”的案例研究表明，三九集团由于过度兼并和收购，使集团规模扩张迅速，几年内，二级、三级企业扩展到几百家，产业扩大到十几个，有些产业与主业没有一点联系，既不能与主业发展有效衔接，还分散了注意力。可以说，正是通过兼并收购导致三九集团急剧膨胀的资产成为不断消耗三九集团资金的无底洞，进而引发了前文提及的“三九事件”和“赵新先被拘事件”<sup>[25]</sup>。

另一方面，政策性负担和政府官员的政治晋升目标可能成为政府干预的基本动机，而政府干预行为会影响国有企业或国有控股上市公司的财务决策，包括兼

---

据中国证监会的调查结果，截至 2001 年 5 月 31 日，三九医药的大股东三九药业及其关联公司占用三九医药资金约 25 亿元，这相当于三九医药当时净资产的 96%。详情请登录 <http://www.csrc.gov.cn> 进行查阅。

[http://www.cs.com.cn/ssgs/02/200512/t20051231\\_834722.htm](http://www.cs.com.cn/ssgs/02/200512/t20051231_834722.htm)。

并收购的决策。Shleifer (1998) 指出, 地方政府会利用政所有权追求社会目标, 这会导致国有企业的低效率<sup>[26]</sup>。此外, Shleifer 和 Vishny (1994, 1998) 的研究还表明, 政治家还会利用政府所有权追求自身的政治目标, 如利用国有企业向其政治支持者输送利益<sup>[27][26]</sup>。陈信元和黄俊 (2007) 研究发现, 为了降低地方失业率、帮助本地企业“脱贫解困”, 我国地方政府确实会倾向于主导其直接控制的国有企业进行兼并收购<sup>[28]</sup>。方军雄 (2008) 考察了存在地方政府干预的背景下不同所有权性质与企业并购决策的关系, 研究发现, 地方政府直接控制的企业更易实施本地并购, 更多的实施无关的多元化并购, 而中央政府控制的企业则可以突破地方政府设置的障碍, 实施跨地区并购<sup>[29]</sup>。

对于民营上市公司而言, 控股股东的自利行为必将对上市公司的投资行为产生重要影响。一方面, 大股东可能为了实现其控制权私利而不断巧设投资名目, 在资本市场上大肆“圈钱”; 另一方面, 大股东的掏空行为又可能造成公司内部资金的严重短缺, 并不得不放弃一些有利可图的投资项目。Bae 等人 (2002) 的研究表明, 当隶属于韩国大型企业财团 (chaebols) 的不同公司间发生并购时, 收购公司的股票显著下跌, 该公司的小股东遭受损失, 但平均而言控股股东却可以从中获利, 因为并购使得企业财团内的其他公司的价值获得提升<sup>[30]</sup>。郎咸平、纪丽琴等人 (2004)<sup>[31]</sup>通过格林柯尔收购科龙电器 (ST 科龙, 股票代码 000921) 的案例分析, 深入揭示了民营上市公司如何在国退民进的浪潮中掠夺国有资产以及中小股东的财富。

综合以上分析, 本文希望在国内学者现有的研究基础之上, 基于我国上市公司丰富多元的制度背景, 更为全面地考察我国上市公司的并购动因与绩效。

## 二、研究对象与研究内容

国内外学者对公司并购行为的研究, 基本上围绕并购的动因和并购的绩效两个方面来展开。但出于不同的研究目的, 学者们在研究对象的选择上存在差异。

---

在郎咸平的文章发表后不久, 包括顾维军在内的 9 名科龙及格林柯尔高管被警方控制, 随后因涉嫌虚假出资、虚假财务报表、挪用资产和职务侵占等罪名被警方正式拘捕。该案于 2006 年 11 月和 12 月两度在佛山中院开庭审理。2009 年 1 月 30 日, 广东佛山市中院对格林柯尔系掌门人顾维军案一审作为判决, 顾维军因虚报注册资本罪、违规披露和不披露重要信息罪、挪用资金罪被判 10 年有期徒刑, 并处罚金 680 万元。  
<http://news.sina.com.cn/c/1/2008-01-30/103713353502s.shtml>

一类研究以被收购公司(目标公司)为研究对象,通过考察被收购公司在并购前后的绩效变化,检验控制权市场的效率,其代表人物是 Manne (1965)、Fama (1980)、Jensen 和 Ruback (1983)、Jensen (1988) 等<sup>[32-35]</sup>。控制权市场理论认为,通过公司控制权市场可以形成对不良管理者进行替代的持续性外部威胁,这种外部威胁在英美模式的公司治理中发挥着非常重要的作用。Manne (1965) 在其开创性论文中指出,公司控制权市场的存在大大削弱了所谓的所有权与控制权的分离问题,这个市场把小股东在公司事务中的与其拥有的权益相当的权利与应受到的保护移交给他们<sup>[32]</sup>。Fama (1980) 也指出,即使仅仅存在被接管的可能,低股价也会对管理层施加压力,使其改变方式,并且忠于股东利益<sup>[33]</sup>。Jensen (1986, 1988 等) 在一系列文章中抨击上个世纪 7、80 年代的美国上市公司严重失灵的内部控制体系,认为公司董事会基本被经理人员们所操纵,企业盲目扩张、多元化投资、不愿意分配现金红利等现象非常普遍,因此只有通过外部的并购接管行为才能有效解决这种代理问题<sup>[23][35]</sup>。

另外一类的研究是以收购公司为研究对象,或以收购公司与被收购公司(通常也是上市公司)为共同的研究对象,学者们基于现代财务理论,剖析收购公司的并购动因,并通过并购绩效的实证分析对并购动因假说进行检验。综合现有的文献,西方学者们先后提出了“协同效应假说”(Arrow, 1975; Weston, 2001; 等等)<sup>[36-37]</sup>、“自大假说”(Roll, 1986)<sup>[38]</sup>、“自由现金流假说”(Jensen, 1986)<sup>[23]</sup>和“股票市场驱动假说”(Shleifer 和 Vishny, 2003)<sup>[39]</sup>等并购动因。在经验研究上,这些理论都得到了了一定的证据支持。但与此同时,也有许多不一致的经验证据表明,现实中企业并购的动因可能并不单一(Argrawal 和 Jaffe, 2000)<sup>[40]</sup>。这种不一致主要集中在收购公司并购绩效的实证研究上,相对而言,西方学者的实证研究比较一致地发现,在并购过程中,被收购公司的股东获得了显著为正的超额收益(Jarrell 等人, 1988; Andrade、Mitchell 和 Stafford, 2001; Homstrom 和 Kaplan, 2001; Bruner, 2002; 等等)<sup>[41-44]</sup>。

本篇论文将以上市公司收购非上市公司的并购事件为研究对象,在对我国上市公司与证券市场的制度背景分析的基础上,提出可能适合我国资本市场的并购动因理论,并试图通过收购公司的并购绩效对其进行检验。

### 三、论文结构

全文共分五章，第一、二章为研究背景，包括公司并购的基本概念与理论基础，以及我国上市公司和证券市场的制度背景分析；第三章基于现有的并购理论以及我国特有的制度背景对我国上市公司并购行为进行进一步的理论分析，并相应提出论文的研究假设；第四、五章是实证分析与结论部分。具体结构如下：

第一章，公司并购的基本概念理论基础。论文对公司并购的基本涵义、并购的特征、并购的类型与方式等有关概念进行科学的界定，并回顾了国内外学者关于公司并购的研究文献，探讨了企业兼并收购的动因与绩效问题，这是本文研究的必要前提。

第二章，制度背景分析。论文首先指出我国证券市场的发展是服务于国有企业改革的政策举措，然后基于我国证券发行的制度安排分析认为国有控股公司成为证券市场运行的微观基础，是对我国证券市场“创租”特征的集中反映，并在分析企业改制模式的基础上，指出我国上市公司的股权结构由政策因素内生决定。第二节重点对我国国有控股上市公司的“内部人控制”与“政府干预”的双重治理特征进行分析。第三节则分析民营上市公司的“大股东控制”的治理特征。

第三章，理论分析与研究假设。论文剖析政府干预、大股东控制与公司并购的内在联系，探讨我国上市公司可能的并购动因，并对国有与民营上市公司的并购绩效提出研究假设。为分析中央控制与地方政府控制的国有控股上市公司的并购绩效差异，论文进一步分析政府控制转型过程中的国有企业或国有控股上市公司所引起的成本和收益，并在此理论分析基础上，提出论文的研究假设。

第四章，实证分析。本章内容包括对研究方法的讨论、相关变量的定义、研究样本的选取以及主要数据的描述性统计等。其后论文采用“事件研究法”与“财务业绩指标法”实证分析我国上市公司的并购绩效，对论文提出的研究假设进行检验。

第五章，研究结论与启示。首先对本文的主要发现进行了总结，然后基于研究发现对有关上市公司并购的主要问题进行了探讨，并提出政策与建议。

### 四、论文的创新之处与研究意义

本篇论文具有一定的学术价值。首先，分别剖析政府股东与私人股东的行为，

有助于全面深入揭示上市公司实际控制人的利益动机对上市公司投资行为(包括并购活动)的影响机制,并为相关的实证研究提供理论基础,这也是本文在理论上的创新之处。此外,Stein(2001)在对代理问题与投资行为的主要文献进行综述后指出,在投资者保护较弱的制度环境下,公司实际控制人(控股股东或经理)甚至可能掏空上市公司,代理问题将使公司投资行为的扭曲更具严重性和普遍性,但显然由于这类问题在美国尚不常见,相关研究也比较缺乏,以至于被Stein所忽略<sup>[45]</sup>。相对于美国等发达市场而言,我国的资本市场为这项研究提供了良好的条件。因此,本篇论文可以丰富国内外公司财务领域特别是企业投资行为方面的理论文献。

在实证研究上,为更多地获得有关公司并购的相关信息,以解释我国上市公司并购绩效问题,本文整理了上千份公司并购公告说明书,建立了一个比较全面的上市公司并购数据库。其中包括收购标的、涉及金额、是否关联交易、行业是否相关等多方面的信息。在后文的多元回归分析中,实证研究表明,被收购公司的财务业绩是至关重要的控制变量之一,能够在较大程度上解释收购公司股票在收购事件窗口期内的价格变动。相比国内现有的关于上市公司并购的实证研究,这是本文的又一贡献。其次,国内已有学者研究表明,政府控制最有力的手段就是直接任命企业管理者。因此本文通过对国有控股上市公司的经理人员变更以及变更前的财务业绩指标,构建了一个“政府干预”的代理变量。而现有的文献基本上采用樊纲等人编制的市场化指数中的相关指标,或者结合地方财政支出、财政赤字、失业率等宏观经济指标,构造政府干预的代理变量。因此本文在研究设计上有一定的创新。

当然,本文的研究意义还体现在实际应用价值上。首先,只有对企业微观层面的并购与投资行为进行深入分析,才能正确解读我国宏观经济的短期波动和长期增长。而鉴于我国上市公司盲目“圈钱”和过度投资问题的普遍性和严重性,本文的研究具有相当的紧迫性和重要的实践意义。其次,本文的研究成果将有助于外部投资者正确解读上市公司的投资政策,从而规避股票投资风险;有助于政府部门针对上市公司的不当并购行为制定相应的宏观调控措施;有助于证券监管部门加强监管力度,制定合理的监管机制。

## 第一章 公司并购的基本概念与理论基础

企业并购的理论一般包括宏观经济分析与微观经济分析两部分。企业并购的宏观经济分析主要研究各种宏观经济变量（如 GDP、股票价格指数等）与并购活动总体水平之间的相关关系；而微观经济分析主要研究企业并购的动因、并购绩效以及两者之间的关系。宏观经济分析能够部分地说明并购活动总体水平随宏观经济变动的的原因，但是这种解释仍需追溯到微观层次的分析上，所以对企业并购的微观分析是全面正确理解企业购并活动的核心和关键。在本章中，论文首先对公司并购的基本涵义、并购的特征、并购的类型与方式等有关概念作以科学的界定，然后回顾了国内外学者关于公司并购的研究文献，探讨了企业兼并收购的动因与绩效问题。

### 第一节 公司并购的含义及特征

#### 一、公司并购的概念

企业并购（M&A）是企业兼并（Merger）与企业收购（Acquisition）、企业合并以及接管等概念的统称。它是企业进行资本集中、实现企业扩张的重要形式，也是在市场经济条件下调整产业组织结构、优化资源配置的重要途径。20 世纪 80 年代以来的接管、收购及其相关的活动，比起以前的并购活动在范围上要宽广得多。传统的主题已经扩展到包括接管、收购以及相关的公司重组、公司控制、企业所有权结构变更等问题上。就其具体内涵来讲，企业并购包括如下几个方面的内容：

（1）兼并。所谓兼并，是指两家或更多的独立企业、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。一般认为，兼并的含义有广义和狭义之分：狭义的兼并仅指两个或两个以上的企业依照法定程序，重组后只有一个企业继续保持其法人地位，而其他企业的法人资格消失；广义的兼并则包括狭义兼并、收购、联合以及接管等几种形式的企业产权变更行为，目标企业的法人地位可能消失，也可能继续保留。

(2) 合并。在西方公司法中,企业合并有两种方式:吸收合并(存续合并)和新设合并(创立合并)。吸收合并也就是狭义的兼并。新设合并也称为“联合”,其一般含义是指两个或两个以上的公司通过法定方式重组,重组后原有的公司都不再继续保留其法人资格,而是重新组成一家新公司。

(3) 收购。是指一家企业用现金、债券或股票等购买另一家企业的股票或资产,以获得对目标企业的控制行为。收购是企业资本经营的重要形式,既有经济意义,又有法律意义。其经济意义是指一家企业的经营控制权易手,原来的投资者丧失了对该企业的控制权,而收购公司取得了经营控制权。从法律意义上讲,我国《证券法》的规定,收购是指持有一家上市公司发行在外的股份的30%时发出要约收购该公司股票的行为,其实质是购买被收购企业的股权。此外,收购有两种形式:资产收购和股权收购。资产收购是指一家公司购买另一家公司的部分或全部资产;股权收购则是指一家公司直接或间接购买另一家公司的部分或全部股份,从而成为被收购公司的股东,同时也相应地承担该公司的债务。从兼并的狭义角度考虑,兼并与收购这两个概念是有所区别的,主要区别在于产权交易所涉及的目标企业法人地位保留与否。这种区别从法律的角度和财务处理的角度来看是显著的,但从企业实际控制权即企业法人财产权的易位来看,两者却没有本质的差别:兼并直接使目标企业的资产处于兼并方的控制之下,收购使目标企业的法人并进而使法人财产受收购方的控制。故从广义的角度来看,收购也可以看作是兼并的一种。

(4) 接管。与收购含义相近的一个概念是“接管”。接管,一般是指取得对目标公司的控制权或经营权,但不一定以绝对财产权利(股权或资产所有权)的转移为条件。接管除了可以采取收购(特别是以发行垃圾债券和公开收购要约式进行的收购)方式外,还可以通过竞争目标公司的股东代表权等方式来实现接管。接管之后,通常要发生对目标公司管理层的改组。因此,接管也常常被称作敌意并购,即收购者在目标公司管理层对其收购意图尚不知晓或持反对态度的情况下,对目标公司强行进行收购的行为。与敌意并购相对的一个概念是友好并购(或善意并购),即并购双方管理层通过协商来决定并购具体安排的一种并购方式。协商的内容可能包括支付价格、支付方式、人事安排及资产处置等。

在实际实施过程中,兼并和收购交织在一起,很难严格区分。学术界和实务

界通常习惯于将二者合在一起使用，简称并购（M&A）。目前，并购已经逐渐成为公司所有并购活动的总称，它包含公司重组、公司控制、公司所有权结构变更等问题。除了从会计、审计角度处理财务数据以及在法律规章中有所区别外，一般不对二者做特别的区分。因此，本文中不再严格区分“兼并”和“收购”，而统称为“并购”。

## 二、公司并购的特征

从公司战略的高度出发考虑，并购行为应当理解为公司在市场机制的作用下，为了获取其他公司的控制权以实现公司战略发展的预期目标而进行的产权交易行为。一个市场经济环境下的、真正意义的公司并购行为，应当具备以下几个基本特征：市场经济条件下的公司并购的主体与客体，应当是以现代公司制度为组织形式的、具有公司法人资格的有限责任公司或股份有限公司，当然也包括在证券交易所挂牌上市的公司。公司的并购是一种进行产权（所有权或股权）交易的经济活动，它是一种有偿的交换，而不应是无偿划拨。交易可以通过购买资产，也可以通过购买股票（股权）进行；支付手段既可以是现金，也可是股票、债券或其他形式的回报。

公司并购的结果必然会导致目标公司控制权的不同程度转移，并购的最直接目的也在于此。具体表现为目标公司控（参）股股东和决策集团构成人员较大比例的更换。控制权转移是公司并购活动的根本特征。公司并购过程中，虽然也伴随物权或各种资产所有权的转移，但这只是公司并购行为结果的表现形式，其实质是并购方对目标方公司这个具有自我生存、自我发展能力的有机体的控制权的占有。并购与公司战略紧密相连，公司并购是实现公司发展战略，尤其是扩张战略的常见形式，是公司根据自身发展需要，经过科学决策而内生的、自发的一种战略实施方案。

## 三、并购的基本类型

按照不同的划分标准，企业并购可以分为以下几种类型：

（一）按并购企业与目标企业的行业关系划分

（1）横向并购。横向并购是指生产同类产品，或生产工艺相近的企业之间



的并购，实质上也是竞争对手之间的合并。一般地说，横向并购可以迅速扩大生产规模，节约共同费用，并提高通用设备使用效率。此外，横向并购有助于公司在更大范围内实现专业分工协作，采用先进技术设备和工艺。最后，横向并购便于统一技术标准，加强技术管理和进行技术改造，便于统一销售产品和采购原材料等。

(2) 纵向并购。纵向并购是指与企业的供应商或客户之间的合并，即优势企业将同本企业生产紧密相关的生产、营销企业并购过来，以形成纵向生产一体化。纵向并购实质上处于生产同一种产品、不同生产阶段的企业间的并购，并购双方往往是原材料供应者或产品购买者，所以对彼此的生产状况比较熟悉，有利于并购后的相互融合。从并购的方向看，纵向并购又有前向并购和后向并购之分。前向并购是指并购生产流程前一阶段的企业；后向并购是指并购生产流程后一阶段的企业。纵向并购的优点是：能够扩大生产经营规模，节约通用的设备费用等；可以加强生产过程各环节的配合，有利于协作化生产；可以加速生产流程，缩短生产周期，节省运输、仓储、资源和能源等。

(3) 混合并购。混合并购是指既非竞争对手又非现实中或潜在的客户或供应商的企业之间的并购。具体又可分为三种形态：a) 产品扩张型并购。相关产品市场上企业间的并购。b) 市场扩张型并购。一个企业为扩大竞争地盘而对尚未渗透的地区生产同类产品企业进行并购。c) 纯粹的混合并购。生产与经营彼此间毫无相关产品或服务的企业间的并购。通常所说的混合并购是第三类纯粹的混合并购。主要目的是为了减少长期经营一个行业所带来的风险，与其密切相关的是多元化经营战略。由于这种并购形态因收购企业与目标企业无直接业务关系，其并购目的不易被人察觉，收购成本较低。

## (二) 按出资方式划分

(1) 现金购买资产式并购。并购企业使用现金购买目标企业全部或大部分资产以实现对目标企业的控制。

(2) 现金购买股票式并购。并购企业使用现金购买目标企业以部分股票，以实现控制后者资产和经营权的目标。出资购买股票即可以在一级市场进行，也可以在二级市场进行。

(3) 股票换取资产式并购。收购公司向目标企业发行自己的股票以交换目

标公司的大部分资产。

(4) 股票互换式并购。收购公司直接向目标企业的股东发行收购公司的股票,以交换目标公司的大部分股票。对收购公司来说,换股式并购无需支付现金;对目标公司的股东来说,其所持股份由目标公司转到了并购公司。

(5) 杠杆并购(LBO),指由一家或几家公司在金融信贷支持下进行的并购。特点是并购公司只需少量的自有资本即可进行对外并购,并且常常以目标公司的资本和收益作为信贷抵押。这是一种比较特殊的现金购买式并购。

(三) 按并购企业对目标企业进行收购的态度划分

(1) 善意并购。又称友好收购。是指收购方事先与目标公司协商,探讨诸如资产评估、并购条件等事宜。征得其同意并通过谈判达成收购条件的一致意见,在友好的气氛中进行的“善意收购”。

(2) 敌意并购,也称强迫接管兼并。是指收购方在收购过程中遭到目标公司抗拒但仍然进行强行收购,或者收购方事先没有与目标公司进行协商,而直接向目标公司股东开出价格或者收购要约的一种并购行为。

(四) 按是否通过证券交易所公开交易划分

(1) 要约收购,又称“标购”或“公开收购”,是指一家企业绕过目标企业的董事会,以高于市场的报价直接向股东招标的收购行为。标购是直接在市场外收集股权,事先不需要征求对方同意,因而也被认为是敌意收购。标购可以通过三种方式进行。第一种是现金标购,即用现金来购买目标企业的股票。第二种是股票交换标购,即用股票或其他证券来交换目标企业的股票。第三种是混合交换标购,即现金股票并用来交换目标企业的股票。

(2) 协议收购。并购企业不通过证券交易所,直接与目标企业取得联系,通过谈判、协商达成协议,据以实现目标企业股权转移的收购方式。一般属于善意收购。

## 第二节 国外文献回顾——企业并购的动因

自19世纪以来,西方市场经济国家(主要指美国)已先后掀起了五次并购浪潮,西方学者们也试图从各个角度对并购浪潮以及并购的基本动因做出解释。综合这些文献,西方学者先后提出了“协同效应假说”、“自大假说”(Roll,1986)

“自由现金流假说”(Jensen, 1986)和“股票市场驱动并购假说”(Shleifer 和 Vishny, 2003)等并购动因。本节将对不同理论背景下的并购动因进行梳理和评述<sup>[38] [23] [39]</sup>。

### 一、协同效应理论 ( Synergy Effect Theory)

协同效应理论认为企业并购会产生“协同效应”,即所谓“ $1 + 1 > 2$ ”的效益。这一理论包含两个基本的要点:第一,企业并购与重组活动的发生有利于改进管理层的经营业绩;第二,企业并购与重组将导致某种形式的协同效应。并购的协同效应可归纳为:管理协同效应、经营协同效应、财务协同效应、市场力量等。

实现协同效应的方式之一是提高目标公司的管理效率。当一家经营有方的公司收购管理上低效率的目标公司,通过适当的并购整合,将增加目标公司的价值,实现并购协同收益 (Servaes, 1991)<sup>[46]</sup>。这不仅会给单个企业带来效率,也会给整个社会带来福利的增进,这是一种帕累托 (Pareto) 改进。Palepu (1986) 认为,目标公司被收购之前的净资产收益率 (ROE) 可以用来衡量其经营效率<sup>[47]</sup>。而 Delong (2003) 则使用资产净利率 (ROA) 衡量公司的经营效率<sup>[48]</sup>。此外,托宾 Q 指标也经常被用来判断公司经营效率的代理变量 (例如, Lang, Stulz 和 Walking, 1989)<sup>[49]</sup>。

其次,通过并购获得规模经济也是实现协同效应的方式之一。经营协同理论认为,同一行业内的公司如果均未达到最优生产水平时,可以通过兼并与收购实现规模经济。这种规模经济可以源于生产制造或者研发方面的资源共享 (Weston 等人, 2001)<sup>[37]</sup>,也可以通过垂直兼并降低生产经营环节间的沟通与谈判等成本 (Arrow, 1975; Klein, Crawford 和 Alchian, 1978)<sup>[36] [50]</sup>。Slusky 和 Caves (1991) 认为,同一行业内的公司基于经营协同效应的动因实施并购的可能性更高<sup>[51]</sup>。

第三, Weston 等 (2001) 指出,通过并购降低企业内部融资成本实现财务上的协同效应,也是并购协同效应的方式<sup>[37]</sup>。财务协同效应理论认为,有大量内部现金流和少量投资机会的企业与有投资机会但缺乏内部资金的企业进行合并,可能会获得较低的内部资本成本优势 (Myers, 1984)<sup>[52]</sup>。换言之,对收购公司而言,目标公司的现金持有水平较高,则通过并购可以有效地降低其资本成本。

---

有的学者称之为“效率理论 (Efficiency Theory), 例如 Weston (2001)<sup>[37]</sup>。

因此,目标公司的现金持有量可以用来判断收购公司的并购动因是否为实现财务协同效应。此外,企业通过并购实现的财务协同效应还表现在合并之后公司负债能力的提高。因此,收购公司和目标公司的资本结构差别较大时,也可以说明双方公司的资本成本差异显著,通过并购实现财务协同效应的可能性也较大 (Slusky 和 Caves, 1991) <sup>[51]</sup>。

最后,兼并与收购可能导致政府与公司之间的财富重新分配,从而为公司节省税收 (Weston 等人, 2001) <sup>[37]</sup>。但值得一提的是,现有文献没有足够的证据表明公司出于税收节省的动因实施并购行为 (Auerbach 和 Reishus, 1988; Hayn, 1989; Ghosh 和 Jain, 2000; 等等) <sup>[53-55]</sup>。

## 二、代理理论 (Agency Theory)

Berle 和 Means (1932) 通过对美国最大的 200 家工业公司的实证研究,明确提出“所有权与控制权相分离”的论点<sup>[56]</sup>。Jensen 和 Meckling (1976) 进一步指出,在公司所有权与经营权的分离的情况下,股东同经理人员之间的关系是委托人与代理人的关系,如果所有者和经理人员之间的合约不完全或者不可能被低成本地执行,就产生了代理成本问题<sup>[57]</sup>。Jensen 和 Meckling 把代理成本归纳为:(1) 所有人与代理人的签约成本;(2) 监督与控制代理人的成本;(3) 限定代理人执行最佳决策的成本或执行次佳决策所需的额外成本;(4) 剩余利润的损失。

企业并购的代理理论认为,公司经理会出于自身利益最大化的考虑做出收购其他公司的决定,从而可能侵害了公司股东的利益。具体而言,公司并购活动中的代理问题包括:

### (一) 建造企业帝国和过度投资

Baumol (1959)、Marris (1964)、Donaldson (1984) 等人认为<sup>[20-22]</sup>,公司经理们具有建造企业帝国的倾向,这是因为,随着企业规模的扩大,他们将控制更多的资源,经理们的薪酬也将随之增长。同时,企业规模的不断扩张也为下属员工创造更多的提升机会,这为公司的高层经理们在权力分配过程中提供了寻租空间。Jensen (1986, 1993) <sup>[23-24]</sup>指出,建造企业帝国倾向将导致公司经理人员从事大量的兼并收购等投资活动。

### (二) 多元化经营

如果建造企业帝国确实可以给公司经理们带来控制权私人利益 (private benefits of control), 那么经理们不仅会有过度投资的倾向, 而且还会想方设法维持其所控制的企业帝国。例如, Amihud 和 Lev (1981) 认为, 公司经理们喜欢多元化经营, 目的在于分散公司的经营风险, 同时降低自身的职业风险<sup>[58]</sup>。Shleifer 和 Vishny (1989) 研究表明经理们非常乐意投资或收购那些他们所专长的项目, 以强化自身在公司中的地位<sup>[59]</sup>。Morck, Shleifer 和 Vishny (1990) 发现以下三种类型的收购, 其绩效显著较差: (1) 多元化并购; (2) 被收购公司销售增长快速; (3) 收购公司业绩差。这表明经理人员确实会出于自利动机实施并购行为<sup>[60]</sup>。

### (三) 自由现金流

根据 Jensen (1986) 的定义, 自由现金流量是指“满足所有具有正净现值的投资项目所需资金后多余的那部分现金流量。这些投资项目的净现值按相关资本成本贴现计算出来”<sup>[23]</sup>。Jensen 认为, 如果公司要有效率, 要让股东价值最大化, 此类现金流量就必须支付给股东。但事实上, 公司经理却不愿意把自由现金流量还给股东。因为一方面, 把自由现金流还给股东减少了公司经理所能控制的资源。另一方面, 现在把自由现金流量支付给股东, 将来需要钱时就可能面临再融资问题, 从而给自身套上了“资本市场监督”的枷锁。因此, 在自由现金流量的使用上面, 股东和经理之间存在利益冲突。公司经理可能会滥用公司产生的自由现金流, 投资于那些低收益的项目上, 包括从事一些不能为股东创造价值的并购活动。例如, 上个世纪 70 年代初石油价格迅速攀升, 为美国的石油公司创造了大量的现金流量。到 1984 年时, 美国十大石油公司共拥有现金 485 亿美元, 相当于美国 200 强公司现金总量的 28%。而且正如自由现金流量理论指出的那样, 这些公司的经理们并不舍得将多余的现金流量支付给股东, 而是在石油价格不断回落的情况下, 仍不断花费巨资从事新油井的勘探和开采, 并大量收购与石油行业无关的零售、制造、办公设备和矿产业公司 (事实证明, 这些收购活动是上个世纪 70 年代末 80 年代初 10 年间最为失败的收购)。非常有意思的是 Jensen 同时主张, 在公司内部控制失灵的情况下, 资本市场上的兼并与收购恰好也是解决这一问题的最有效的方法。

### 三、“自大”假说与过度自信理论 (Hubris and Overconfidence Theory)

早在 1986 年, Roll 就提出经理们的“狂妄自大 (hubris)”可能导致在并购活动中支付给被收购公司过高的价格,从而使收购公司的股东遭受损失<sup>[38]</sup>。值得说明的是,该假说并不假定经理人员自私自利,经理人员在决定并购重组之初可能抱有美好的意愿,但由于野心、自大或过于骄傲而在评估并购机会时犯了过分乐观的错误。近些年来,随着行为金融学的发展与成熟,经理人员的过度自信也成为公司财务领域内的一个热门话题。

Miller 和 Ross (1975) 研究发现,人们希望自己能成功,因而常倾向于把成功归因于自己的行动,而把失败归因于坏的运气<sup>[61]</sup>。当人们在评估自己的技能时,往往估计自己的能力强于一般人。这种优越效应可能延伸到投资决策等经济决策中。随后, Weinstein (1980) 发现下列三个因素中的任何一个都有可能引发过度自信,即控制幻觉、高度向往良好收益、难于比较个体间业绩的抽象参考点<sup>[62]</sup>。随后, March 和 Shapira (1987) 的调查结果表明,经理人员总是低估内在的不稳定性,相信自己能全面控制公司的经营业绩<sup>[63]</sup>。拥有投资项目的高管们总是相信他们能控制收益,并且容易低估失败的可能性。Gilson (1989) 的研究也认为经理们基于财富、职业声誉等考虑会非常关注公司业绩,并在投资过程中表现出过度自信<sup>[64]</sup>。

在实证研究上, Lys 和 Vincent (1995) 采用案例研究的方法分析了 NCR 的 AT&T 并购决策<sup>[65]</sup>。研究表明,并购中的价值毁损与管理者过度自信有关。Hayward 和 Hambrick (1997) 也通过实证研究验证了 Roll 的“自大”假说,并认为良好的公司业绩、媒体对高管的表扬和高管相对较高报酬的心理反应都会导致高管过度自信<sup>[66]</sup>。还有足够的证据表明,高管过度自信会导致企业为达到目标而支付较高的成本。

### 四、股票市场驱动理论 (Stock Market Driven Acquisitions Theory)

股票市场驱动理论认为股票市场错误定价是公司并购的一个重要驱动因素。股票市场驱动并购的思想最早可以追溯到 Neolson (1959)<sup>[67]</sup>, 后来 Shleifer 和 Vishny (2003) 明确建立了一个“股票市场驱动并购”的理论模型<sup>[39]</sup>。Friedman (2004)<sup>[68]</sup>则遵循 Shleifer 和 Vishny (2003)<sup>[39]</sup>的思路,进一步考虑了管理者

的控制权私利这一因素，构建了表达类似思想的模型。Shleifer 和 Vishny (2003) 认为，基于股票市场驱动的并购动因理论，可以很好地解释诸如“谁收购谁”、“现金收购还是换股收购”、“并购浪潮怎么产生”等等问题<sup>[39]</sup>。值得一提的是，股票市场驱动理论与过度自信理论都是属于行为金融学的范畴，但两者有很大的不同。股票市场驱动理论强调市场的非有效性，而假定公司经理是完全理性的，能够认识到股票市场的错误定价并有效利用这一信息，通过并购实现股东价值最大化。与此相反，过度自信理论则强调经理人员的非理性，而认为股票市场是有效的。

## 五、大股东掏空理论 ( Tunneling Theory)

近年来的研究却发现，美国以外的大多数国家的公司存在单个大股东，公司的所有权高度集中 ( La Porta , Lopez-de-Silanes 和 Shleifer , 1999 ; Claessens, Djankov 和 Lang , 2000 ; 等等 )<sup>[18][69]</sup>。Holderness (2003) 指出，有两个因素推动了大股东的产生：控制权共享收益和控制权私利<sup>[70]</sup>。Shleifer 和 Vishny (1997) 认为，大股东的存在能够解决股东与管理层之间的代理问题<sup>[17]</sup>。因为大股东有动力去收集信息并监督管理者。他们也有足够的权力对管理层施加压力，以使管理层努力工作。如果其他因素不变，随着大股东持股比例的增加，大股东有更大的动力来增加公司价值。如果小股东能够分享由此产生的现金流量，那么就出现了控制权共享收益。但是大股东同样有动力使用控制权来消耗公司资源或者独占小股东无法分享的收益，大股东往往会得到与他所持股份比例不相称的、比一般股东多的收益，这部分额外的收益就是控制权私利。Johnson , La Porta , Lopez-de-Silanes 和 Shleifer (2000) 用“掏空”( tunneling ) 一词来描述资源从公司向控股股东转移的现象，具体表现为直接的偷盗、过高的管理者薪酬、为控股股东贷款担保、侵占公司的发展机会等多种形式<sup>[71]</sup>。Claessens 等人 (2002) 对东亚地区 1301 家公司进行实证研究，发现通过交叉持股、金字塔式的所有权结构，控制性股东对公司掌握了大量的超过现金流量权的控制权，在控制权私利的驱使下，东亚地区存在着广泛的大股东掠夺小股东的现象<sup>[72]</sup>。

Stein (2001) 在对代理问题与投资行为的主要文献进行综述后指出，在投资者保护较弱的制度环境下，公司实际控制人 ( 控股股东或经理 ) 甚至可能掏空上

市公司，代理问题将使公司投资行为的扭曲更具严重性和普遍性<sup>[45]</sup>。Bae 等人（2002）的研究表明，当隶属于韩国大型企业财团的不同公司间发生并购时，收购公司的股票显著下跌，该公司的小股东遭受损失，但平均而言控股股东却可以从中获利，因为并购使得企业财团内的其他公司的价值获得提升，这一证据支持了大股东“掏空”理论<sup>[30]</sup>。郎咸平（2004）通过格林柯尔收购科龙电器的案例分析，深入揭示了民营上市公司如何在国退民进的浪潮中掠夺国有资产以及中小股东的财富<sup>[31]</sup>。

### 第三节 国外文献回顾——并购绩效

公司并购绩效体现在公司资源配置效率和经营业务盈利能力的提高，以及管理成本、经营风险的降低等方面。并购绩效与并购动因密不可分，例如，公司经理基于私利的考虑而实施的并购活动通常会损害股东的价值，难以实现并购绩效。因此，在国外学者对并购动因进行广泛研究的同时，也有大量关于并购绩效的研究。这些研究，有的得出一致的结论，而有些经验证据并没有得出一致的结论。这种不一致主要集中在收购公司并购绩效的实证研究上，相对而言，西方学者的实证研究比较一致地发现，在并购过程中，被收购公司的股东获得了显著为正的超额收益（Jensen 和 Ruback，1983；Jarrell、James、Brickley 和 Netter，1988；Andrade、Mitchell 和 Stafford，2001；Homstrom 和 Kaplan，2001；Bruner，2002；等等）<sup>[34][41-44]</sup>。本节将对国外文献中关于并购绩效的评价方法、并购是否为股东创造价值等方面进行梳理与评述。

#### 一、并购绩效的评价方法

Bruner（2002）在“并购是否创造价值”的综述性文献中概括了公司并购绩效的事件研究法、会计收益率（或财务指标）法、经理人员访谈法、个案研究法四种评价方法。其中前两者是国际学术界研究公司并购绩效的主流方法<sup>[44]</sup>。

（一）事件研究（Event Studies）。通过检验上市公司并购事件公告前后若干天的样本平均累计超额收益率（ACAR）来考察流通股股东对于并购事件的反应。超额收益率可以采用市场模型法计算，即股票的日收益率减去由 CAPM 模型确定的基准收益率。也可以简单地用股票收益率减去指数收益率直接求得。事件研



究法可以追溯到 20 世纪 30 年代，但其完善和被广泛接受则与 Ball 和 Brown (1968) 对会计盈余报告的市场有用性的经验研究和 Fama (1969) 对股票市场有效性的研究中对该方法的成功运用联系在一起<sup>[73-74]</sup>。由于事件研究法有着相对成熟的数理基础，自上世纪 70 年代以来，已经成为学术界研究兼并收购绩效的主流方法。

(二) 会计收益率法。该方法的基本思路就是利用财务报表和会计数据资料，以营业净收入、净资产收益率或总资产收益率、流动比率和每股收益等经营绩效等指标为评判标准，对比考察并购前后经营绩效的变化来衡量公司并购绩效。总体上看，这种方法的好处是财务数据容易取得，既便于计算，也易于理解。但财务指标的研究方法也存在一些不足之处，该方法忽略了公司并购前后的风险变化，而且选取哪些经营绩效指标也没有客观的基准，同时还难以剔除其它因素对经营绩效的影响。

(三) 经理人员访谈。想研究样本的公司经理们发放标准化的调查问卷，并根据问卷调查结果，总结公司并购是否增加了企业价值。

(四) 个案研究。集中对一个并购交易或少数相关的并购交易样本，进行广泛深入地分析。包括对公司经理的访谈，以及与并购专家们进行沟通，并仔细观察并购的相关背景以及其他细节问题。

表 1-1 概括了上述四种评价方法的优点与不足之处。正如 Bruner (2002) 指出，尽管有的方法（例如事件研究法）具备成熟的理论基础与科学性，但没有一种方法是完美无缺的<sup>[44]</sup>。

---

关于事件研究法，在第四章“实证分析”中有更为详细的介绍。

表 1-1：四种并购绩效评价方法的比较

	事件研究法	会计收益率法	经理人员访谈法	个案研究法
优点	(1) 是股东价值变化最直接的评价指标； (2) 股价是预期未来现金流量的现值，具有前瞻性。	(1) 由于财务报表经过审计，财务指标具有可靠性； (2) 便于计算，是价值创造的间接评价指标。	(1) 能够获得资本市场无法直接提供的信息； (2) 有助于发现成功并购的共同之处。	(1) 更加客观； (2) 更深入的研究，有助于发现新的并购模式与行为。
不足	(1) 需要对资本市场的运行作一些假设：如有效性、投资者理性等； (2) 难以排除其它事件对公司股价的影响	(1) 会计指标的选取不具客观性； (2) 后瞻性； (3) 忽视了无形资产的价值； (4) 易受物价变化的冲击； (5) 公司可能没有充分披露； (6) 忽略了公司并购前后的风险变化	(1) 经理人员与股东对于价值创造的理解可能存在观念上的偏差； (2) 对历史事件的记忆可能会模糊； (3) 调查问卷的回收率难以保证。	(1) 样本数量的限制，从而不适合对研究假设进行检验； (2) 一个并购交易的不同研究报告可能差异较大，使分析者难以获得一致的结论。

资料来源：翻译自 Bruner (2002)：“Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker”<sup>[44]</sup>。

## 二、基于事件研究的并购绩效研究

### (一) 目标公司的并购绩效

几乎所有的实证研究表明，公司并购能为目标公司带来比较丰厚的收益。一般来说，其平均超额收益率在 10% ~ 30% 之间。例如，Jensen 和 Ruback (1983) 对 20 世纪 70 年代末完成的 13 篇关于美国并购活动的相关文献进行了回顾，发现在成功的要约收购和并购活动中，目标企业的股东分别获得了 30% 和 20% 的超额收益<sup>[34]</sup>。Schwert (1996) 研究了 1975 ~ 1991 年间的并购事件后得出结论：在事件窗口内，目标公司股东的累积平均超额收益为 26.3%<sup>[75]</sup>。其他学者，如 Bradley、Desai 和 Kim (1983)，Loughran 和 Vijh (1997) 等在研究中也得出了相似的结论<sup>[76-77]</sup>。

### (二) 收购公司的并购绩效

国外学者们对于收购公司的并购绩效并没有取得一致的结论。一些实证研究发现收购公司的股东在事件窗口期获得了显著为正的超额收益率（例如，Dodd 和 Ruback, 1977 ; Kummer 和 Hoffmeister, 1978 ; Jarrell 和 Bradley, 1980 ; Loderer 和 Martin, 1990 ; Eckbo 和 Thorburn, 2000 ; Leeth 和 Borg, 2000 ; 等等）<sup>[78-83]</sup>。有些学者则报告了显著为负的平均累积超额收益率，幅度在-1%至-3%之间（Dodd, 1980 ; Varaiya 和 Ferris, 1987 ; Healy、Palepu 和 Ruback, 1992 ; Mitchell 和 Stafford, 2000 ; Walker, 2000 ; 等等）<sup>[84-88]</sup>。此外，还有部分学者的实证研究表明，收购公司在并购窗口期间并没有给股东带来显著为正或是负的累积超额收益率（Bradley, 1980 ; Lang、Stulz 和 Walking, 1989 ; Mock、Shleifer 和 Vishny, 1990 ; Franks、Harris 和 Titman, 1991 ; Mulherin 和 Boone, 2000 ; 等等）<sup>[89] [49] [60] [90-91]</sup>。Brunner (2002) 在其综述性文献中认为，总体上收购公司在并购事件窗口内获得的超额收益率几乎为 0<sup>[44]</sup>。一个合理的解释就是并购交易是公平的，收购公司获得了与风险相对称的风险溢酬。

### （三）并购双方公司的联合绩效

如上所述，尽管几乎所有的研究表明目标公司的事件累积超额收益率显著为正，而总体上收购公司的股东在并购事件窗口内获得累积超额收益率与 0 没有显著差异。但因为收购公司的规模通常比目标公司要大得多，所以并不能简单地认为，从事件研究的角度，并购双方公司的联合绩效必然显著为正。许多研究以并购双方公司各自的市值为权重，考察并购双方公司投资组合的加权平均收益率，从而解决了公司规模差异问题，例如：Firth, 1980 ; Kaplan 和 Weisbach, 1992 ; Houston 等人, 2001 ; 等等<sup>[92-94]</sup>。总体上，多数的研究表明并购双方的联合绩效显著大于 0。

## 三、基于公司财务指标的并购绩效研究

第二类研究并购绩效的主流方法是比较收购公司并购前后的财务指标，包括：销售净利率、销售增长率、资产收益率、净资产收益率等。运用财务指标研究法所作的研究大多是对并购中收购方收购完成后公司绩效的研究。与事件研究法一样，这些研究并没有得出一致结论。有些研究发现收购公司在并购之后的财务绩效比并购前显著要差（例如，Meeks, 1977 ; Mueller, 1985 ; 等等）<sup>[95-96]</sup>。

而有的学者研究表明收购公司在并购后的财务绩效显著改善了 (Seth, 1990; Parrino 和 Harris, 1999; 等等)<sup>[97-98]</sup>。其他一些研究则认为收购公司在并购前后的财务绩效没有显著区别,或者有些方面的财务指标改善了,但有些方面的财务指标明显下降了(例如:Herman 和 Lowenstein, 1988; Healy、Palepu 和 Ruback, 1992; Ghosh, 2001; 等等)<sup>[99][86][100]</sup>。

#### 第四节 国内学者的研究回顾

随资本市场的发展,我国企业以并购为主的资产重组活动也逐渐兴起并蓬勃发展,甚至 1997、1998 年被认为是中国证券市场的“资产重组年”。因此上市公司并购问题成为学术研究的一个热点,研究的中心问题也是上市公司并购的动因以及公司(包括收购公司与被收购公司)并购后的绩效问题。以西方的并购理论为基础,国内许多学者从并购事件的股价反应(即事件研究)和公司长期的财务业绩两个角度对我国上市公司的并购绩效进行了实证检验。

如上所述,国外多数研究表明目标公司在并购中可以获得显著为正的超常收益,但我国学者对国内公司并购中目标公司的股东收益的研究结论没有普遍支持这一观点。陈信元和张田余(1999)以 1997 年沪市上市公司重组公司为样本,选取公告前后 31 个交易日进行事件研究,检验了并购重组对公司价值的影响,发现股权转让、资产剥离和资产置换类公司公告前股价上升,之后下降,市场对并购重组没有明显反应<sup>[101]</sup>。梁岚雨(2002)以 1998 到 2002 年的 92 起控股权转让的并购事件进行事件研究,结果发现市场对并购无显著反应,对并购无正的评价<sup>[102]</sup>。还有其他一些学者就目标公司股东收益的研究也没有发现目标公司股东获得了显著为正的超常收益(洪锡熙和沈艺峰,2001;李善民和陈玉罡,2002)<sup>[103-104]</sup>。但也有学者的研究表明目标公司股东获得了显著的超常收益,余光和杨荣(2000)研究了 1993 - 1995 年上市公司的并购事件,计算了公告前后各 10 天、5 天和 1 天的累积平均超常收益,认为控制权变更公司的股东获得了超常收益<sup>[105]</sup>。张新(2003)对 1993-2002 年中国上市公司的 1216 个并购重组事件进行了研究,发现并购重组为目标公司股东创造了价值,年化后的超额收益率为 29.05%<sup>[106]</sup>。

与国外学者的多数研究类似,国内学者对于收购公司的并购绩效的事件研究

也没能取得一致的结论。例如,陈信元和张田余(1999)研究发现,收购公司股票 CAR 在公告日后有上升趋势,但统计检验结果与 0 没有显著差异<sup>[101]</sup>。余光和杨荣(2000)的实证分析表明,在并购中,目标企业的价值将上升,而收购方公司的价值不会上升,基本维持不变<sup>[105]</sup>。而江斌(2002)通过检验上市公司兼并收购消息和股价之间的关系,发现投资者能对上市公司兼并收购消息做出迅速反应。并且对上市公司作为并购方的样本而言,并购事件公告日的平均超额收益率达到 1.95%,显著为正<sup>[107]</sup>。李善民和陈玉罡(2002)采用事件研究法,对 1999—2000 年中国证券市场深、沪两市 349 起并购事件进行了实证研究。结果表明,并购能给收购公司的股东带来显著的财富增加,而对目标公司股东财富的影响不显著<sup>[104]</sup>。张新(2003)对 1993 至 2002 年间中国上市公司的 1216 个并购重组事件是否创造价值进行了全面分析,研究发现并购重组对收购公司股东产生了负面影响,收购公司的 ACAR(-60,30)达到 -16.76%<sup>[106]</sup>。李善民和朱滔(2005)采用长期事件研究法(BHAR),对我国沪、深两市的 1672 起并购事件进行了实证研究,结果表明,大多数收购公司股东在并购后 1~3 年内遭受了显著的财富损失<sup>[108]</sup>。

国内学者基于财务指标法对上市公司的并购绩效也有较多的研究成果。例如,冯福根和吴林江(2001)考察了上市公司购并绩效的变化,发现购并后第一年的业绩得到了一定程度的提高,但在随后的年份里却普遍出现业绩下滑的现象<sup>[109]</sup>。李善民和李珩(2003)对于 316 家重组类上市公司的 Wilcoxon 检验表明,控制权转移、扩张、战略转移类的公司在重组当年,重组后 1 年以及重组后 2 年内绩效都没有发生明显改善,只有数量较少的收缩类公司在重组 2 年后绩效发生显著性改善,资产重组在总体上对公司绩效改变作用很小<sup>[110]</sup>。廖理和朱正芹(2004)考察了 2001 年进行重大资产重组的 71 家上市公司,分析其重组前后的业绩变化。重大资产重组后企业盈利能力指标得到了显著改善,现金流管理、财务稳健性和经营能力指标的提高不显著。公司重组后第 2 年的业绩改善要高于重组后的 2 年平均业绩改善,表明我国上市公司的重组是实质性重组而非报表性重组<sup>[111]</sup>。

针对这些与西方文献并不一致的实证结论,我国学者先后提出了基于我国制度背景考虑上的几种并购动因。例如,冯根福和吴林江(2001)基于第一大股东

持股比例与并购当年的业绩显著正相关,但与并购以后年度的绩效不相关的实证发现,认为股权集中度过高的公司所进行的并购活动可能是“投机性资产重组”或“政府干预型资产重组”<sup>[109]</sup>。张新(2003)在系统评述西方传统并购动因理论的基础上,结合我国并购重组的市场动机和利益机制的特殊性,提出了“体制因素下的价值转移与再分配”假说,指出有些并购重组本身不应该发生,或发生后不一定创造价值,但是会由于体制因素,导致以转移其他利益相关者为代价提高并购公司的价值<sup>[106]</sup>。陈信元、叶鹏飞和陈冬华(2003)分析了我国资本市场的刚性管制的特殊制度背景,提出了“机会主义资产重组”以规避管制的观点<sup>[112]</sup>。李增泉等(2005)<sup>[113]</sup>则吸收了 Johnson、La Porta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer (2000)<sup>[71]</sup>以及 Friedman、Johnson 和 Mitton (2003)<sup>[114]</sup>等针对集中的所有权结构所提出的“掏空与支持”理论,以 1998-2002 年间我国上市公司作为收购方的 416 起并购事件作为研究样本,从股票投资收益以及会计收益两个角度对上市公司并购绩效进行实证分析。研究表明,基于我国特殊的制度背景,“掏空与支持”理论能够有效解释我国上市公司的并购行为。换言之,上市公司对非上市公司的并购行为是地方政府和控股股东支持或掏空上市公司的一种手段,支持的目的是为了帮助上市公司满足监管部门对上市公司融资资格的管制要求,掏空则是赤裸裸的利益侵占行为。黄兴李和沈维涛(2006)以我国上市公司与其第一大股东或实际控制人的 331 起关联并购为研究样本的实证研究表明:大股东在与其控制的业绩优良的上市公司的关联并购中具有较强的掏空动机;而对于业绩一般和较差的公司,大股东为了“保壳”或保“配”,会向上市公司注入优质资产或转让部分盈利性的股权,表现为一种“支持”。此外,关联并购并没有真正提高上市公司的财务绩效<sup>[115]</sup>。

## 第二章 制度背景分析

研究我国上市公司兼并收购等财务政策，首先要了解上市公司的治理特征。因为证券市场发展的规范从根本上决定了上市公司治理机制的制度安排，而我国国有企业改革的方向又决定了证券市场的发展历程。因此，本章将较为详细地讨论我国国有企业改革历程以及资本市场的运行轨迹，以剖析我国上市公司的基本治理特征。

### 第一节 我国上市公司与资本市场发展历程

#### 一、股份制改造

在从计划经济体制向市场经济体制过渡或转轨的进程中，国有企业改革一直是改革的核心部分之一。1978 年以来，围绕国有企业的改革，政府进行过一系列的组织创新和制度变革，这期间大致经历了四个阶段：放权让利阶段、实行利改税阶段、承包经营责任制阶段和建立现代企业制度阶段（白津夫，2000；Sun 和 Tong，2003）<sup>[116-117]</sup>。在改革的初期，无论是放权让利，还是利改税或承包经营责任制，都未能真正解决国有企业经营机制不灵活和资本金严重不足的问题，经济发展需要寻找新的企业改革和制度创新形式。

1992 年以后，中国国有企业改革进入了所谓的建立现代企业制度阶段。中共十四届三中全会通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，明确国有企业改革的目的是建立现代企业制度。1993 年颁布了《中华人民共和国公司法》，为国有企业公司化提供法律依据。在这里，现代企业制度指的是一种产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学的企业制度。其核心形式是公司制企业，基础是产权的明晰。因此，以此为标志，我国经济体制的市场化取向改革进入了配套实施的新阶段，国有企业改革也不再局限于经营权的调整，而是产权制度改革的深化与其他体制的配套改革协同推进。

1984 年 7 月，北京天桥百货股份有限公司宣告成立，这是我国首家企业实行股份制。同年上海飞乐音响公司成立，这是建国以来第一家比较规范的向社会

公开发行的股份有限公司（汪斌，2000）<sup>[118]</sup>。在此之后，全国许多地区的一小部分企业也开始采取各种形式和办法实行股份制，但这段时期的股份制经济还处于初期实践阶段。1986年12月，国务院颁布的《关于深化企业改革增强企业活力的若干规定》决定推行多种形式承包制的同时，在部分国有企业进行股份制试点，这标志着我国国有企业股份制经济进入有步骤有计划的试点阶段。在此期间，上海、深圳、武汉、重庆以及福建等经济比较发达、改革开放较早的省市先后选择了一些国有企业进行股份制试点，并相继制定了本地的股份制试点法规。由于部分企业股份制试验取得了明显效果，推动了更多地区和更多的企业进行股份制改革试点。据有关资料统计，到1991年底，我国各类股份制试点企业约3220家，其中工业企业1781家，占到了55%。

随着股份制试点规模的扩大，股票交易市场也逐步发展起来。1990年11月和1991年4月，上海、深圳两地先后开办了证券交易所，随后又相继推出了全国证券交易自动报价系统（STAQ系统）和武汉、沈阳、天津三个证券交易中心。为进一步规范和完善股份制经济，国家有关部门于1992年先后颁布了《股份制企业试点办法》、《股份有限公司规范意见》、《有限责任公司规范意见》、《股份制企业会计制度》、《股份制试点企业宏观管理的暂行规定》等13个文件，引导和规范股份制试点的推进，使我国社会主义股份制经济试点工作取得明显成效。截至1992年底，全国共有42家公司的股票上市公开交易，为股份制改革创造了市场发展条件，是我国股份经济逐步走向正规和成熟的一大标志。

1992年10月，党的十四大明确提出中国经济体制改革的目标是建立现代企业制度。1993年党的十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，进一步明确了国有企业建立现代企业制度的目标和步骤。从此，中国国有企业的改革步入了制度创新的阶段。要按照社会主义市场经济体制的目标要求，建立适应市场经济要求的产权明晰、责任明确、政企分开、管理科学的现代企业制度，使我国国有企业真正成为独立的法人实体和市场竞争主体。为此，国务院于1994年11月颁布了《关于选择一批国有大中型企业进行现代企业制度试点的方案》，决定在全国选择100家不同类型的国有企业进行建立现代企业制度的试点。与此同时，各部门、各地区也选择了2598家不同类型

---

转引自汪斌（2000）<sup>[118]</sup>。



的国有企业进行建立现代企业制度的试点,标志着国有企业建立现代企业制度的试点工作全面展开。

## 二、证券市场的发展

股份制改革作为国有企业改革的重要形式随着整个改革进程的推进面临着严峻的考验,集中表现在股份制改造的基本框架已经确定,但一些关键问题和难点问题,例如国有企业的债务重组、并购、拍卖、破产等产权流动问题长期得不到妥善的解决(汪彬,2000)<sup>[118]</sup>。因此,发展证券市场是进一步深化经济体制改革的需要,在我国国有企业改革中具有十分重要的战略地位。

上个世纪80年代末上海、深圳等地陆续开始出现以股票、债券为主要形式的有价证券的交易活动,两地政府先后出台了一些地方性法规对当地的证券市场进行监管。中国人民银行作为金融主管部门,国家体改委作为国家体改主管部门也先后介入证券市场的监管。上海证券交易所和深圳证券交易所就是在这样的背景下,分别在1990年11月和1991年4月经国务院和中国人民银行总行的批准设立。

我国证券市场在1992年之前主要由中国人民银行主管,国家体改委、其他政府机构和上海、深圳两地政府参与管理。但随着股份有限公司的发展和上市流通股增加,中国证券市场对国民经济的影响开始显著起来。为了促进证券市场的健康发展,国务院于1992年10月成立了国务院证券委员会(简称证券委)和中国证券监督管理委员会(简称证监会),并于同年12月发布了《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》,明确指出证券委是国家对全国证券市场进行统一宏观管理的主管机构,证监会是证券委的监管执行机构,并将发行股票的试点从上海、深圳等少数地方发展到全国。随后,各省、自治区、直辖市、计划单列市和原省会计划单列市也相继组建了隶属于地方人民政府的证券监管机构。从1996年3月开始,证监会授权部分地方证券和期货市场行使部分监管职责,形成了中央和地方分级监管的全国证券市场监管体系。1997年,中央决定中国证监会对上海证券交易所、深圳证券交易所和各期货交易所实行垂直管理,并分别在上海和深圳设立了监管专员办事处。1998年,国务院证券委撤消,其职能并入中国证监会,并对证监会的职能、内设机构和人员编制以及各地证券监管机构

作了规定。1999年，中国证监会在天津、沈阳等11个城市设立了监管办公室或办事处。至此，一个覆盖全国的三级证券监管体制已初步形成。

上述分析表明，中国证券市场是在传统计划经济体制下萌芽，社会主义市场经济体制框架下孕育，伴随着国有企业公司制改革的过程快速成长起来的（李东平，2001）<sup>[119]</sup>。从1990年和1991年沪深两个证券交易所成立至今，短短十几年内中国证券市场得到了迅速的发展。截止2006年底，中国境内上市公司总数为1160家，总市值89403.89亿元，与当年GDP之比为42.69%，市值规模上升至全球第10位，亚洲第3位。但是，值得注意的是，在2000年之前，我国证券市场上绝大多数的上市公司都由国有企业（或政府部门）控股（包括绝对控股和相对控股）。从90年代初沪深两个证券交易所设立以后，得以公开发行股票、进入交易所挂牌上市的企业，几乎清一色由原来的国有企业改制而来，并且国有股在这些新出现的上市公司中无一例外地占据着控股地位。近些年来，随着发行机制的改革和对上市公司频繁实施并购重组，民营控股上市公司日渐增多，但国有控股上市公司在我国上市公司占主导地位的状况并未改变。以上海证券交易所为例，截至2005年底，835家上市公司中，国有控股上市公司有587家（绝对控股公司为370家），占上市公司总数的比重超过了70%，民营控股和集体企业控股公司分别为221家和23家。

### 三、证券市场股票发行的制度安排

从各国证券市场的实践来看，股票发行的管理制度主要有三种类型：审批制、核准制和注册制。由于脱胎于传统的计划经济体制以及资本市场刚刚起步，我国证券监管部门在上个世纪90年代基本上都是采用了行政审批制度（额度制）。但随着我国资本市场的不断发展，行政审批制的弊端愈发明显，并阻碍了资本市场规范发展，因此，1999年实施的《证券法》对发行管理制度作了改革，其第十五条明确规定：“国务院证券管理机构依照法定条件负责核准股票发行申请。”2000年3月6日，《中国证监会股票发行核准程序》颁布实施，标志着核准制（通

中国证券监督管理委员会统计信息年鉴：

<http://www.csrc.gov.cn/n575458/n4239016/n4239073/n4847325/n4847340/index.html>

转引自：上海证券交易所研究中心.《中国公司治理报告（2006）——国有控股上市公司治理》[M].上海：复旦大学出版社，2006.

道制)的正式施行。

### (一) 行政审批制

在资本市场建立的初期,中国股票上市发行实行的是审批制,由证券监管部门限定每年的上市发行额度,地方政府或部门对本地公司进行初步遴选,根据发行额度向证券监管部门推荐上市公司,证券监管部门行使最终的上市审批职能。在计划经济体制下,银行是整个国家金融体系的核心,整个国家的资金都受到人民银行信贷资金计划的控制,人民银行也就自然成了早期证券发行和企业改制的审批部门。例如,深圳市1989年出台的《关于企业股票发行的审批管理原则》就规定,“特区内的企业发行股票由人民银行特区分行审批,宝安县内的企业发行股票由人民银行宝安支行参照本审批原则提出意见,转报人民银行深圳特区分行批准”。随着证券发行规模的扩大和证券市场对国民经济重要性的增强,国家开始对证券发行的相关制度进行规范。为了加强证券市场的宏观管理,统一协调有关政策,建立健全证券监管的工作制度,国务院于1992年12月颁发了《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》(以下简称《通知》),将证券发行的审批权由人民银行划归中国证券委实施。《通知》还就股票发行的程序作了明确的规定:“经过批准的股份制试点企业,经证监会认可的资产评估机构和会计师事务所进行资产评估和财务审核后,向企业所在地的省级或计划单列市人民政府提出公开发行上市股票的申请,地方企业由省级或计划单列市人民政府在国家下达给该地的规模内审批;中央企业由其主管部门所在地的省级或计划单列市人民政府在国家下达给该部门的规模内审批;被批准的发行申请送证监会进行资格复审后,由上海、深圳证券交易所发行上市委员会审核批准,报证监会备案(同时抄报证券委),十五日内无异议即可发行。何时上市,由证券交易所发行上市委员会确定。”

### (二) 核准制

1999年我国证券发行监管部门停止下达发行计划,开始向市场化方向改革。1999年7月1日《证券法》的实施和中国证监会依据《证券法》制订的《中国证监会股票发行审核委员会条例》、《新股发行定价报告指引》、《关于进一步完善股票发行方式的通知》、《中国证监会股票发行核准程序》、《股票发行上市辅导工作暂行办法》等一系列文件的出台,确立了股票发行核准制的框架,市场化的股

票发行制度趋于明朗。2001年4月1日,我国证监会正式取消了实行了9年之久的审批制,开始实行核准制。核准制采用的是主承销商推荐、发行审核委员会表决、证监会核准的上市发行办法。核准制取消了审批制下由行政计划手段分配上市额度的做法,这有助于提高股票发行过程的透明度,并弱化股票上市过程中的行政干预因素。

### (三) 我国证券市场股票发行制度问题分析

国内的一些学者研究认为,尽管程度可能不同,但无论是审批制还是核准制,都面临严重的政府干预问题,与自由的市场属性存在着冲突。王靖婧和白俊鹏(2007)认为在这种以全面管制为核心的股票发行制度导致如下问题:(1)上市成本不断增加,寻租现象严重;(2)股票发行审核程序存在缺陷,设计目标难以实现;(3)资源配置功能弱化,资金使用效率低下;(4)定价机制存在缺陷,中小投资者利益得不到有效保护<sup>[120]</sup>。而李增泉(2002)则认为,无论是通过显性的“寻租”过程还是政府的明文规定,实行以行政审批为主导的股票发行机制的最终结果就是清一色地国有企业构成了我国证券市场的微观基础,并把上市公司的利益与地方政府的利益紧密地连在了一起,使地方政府、中介机构与上市公司在争取融资权方面结成了“利益共同体”,这或许就是我国上市公司治理问题的根源所在<sup>[5]</sup>。

一方面,计划性的发审制度具有典型的创租特征。这是因为,在发展初期,我国证券市场沿袭了计划经济体制下的审批制和额度制,严格控制股票发行的规模。但在当时居民收入和储蓄不断上升以及存款利率不断下降的情况下,投资者对股票投资却有着强烈的需求。上述两种力量共同作用结果就是导致我国股票市场出现了严重的“供需瓶颈”(李东平,2001)<sup>[119]</sup>。股票市场的这种供需矛盾集中反映为股票首次发行过程中奇高的冻结资金倍数、市盈率以及发行溢价等。与此同时,已经开始转轨的国有商业银行面对沉重的国有企业贷款呆帐和坏帐,对资金的放贷有了更高的要求,许多企业并不能够很容易地取得银行贷款。这表明股票融资的成本将大大低于债务融资成本,几年前还流行一种观点,发行股票并不需要到期还帐,也不用支付利息,至于企业在发行股票后的红利分配也非常自由,愿意分就分,不愿意分就不分(周俊生,2000)<sup>[121]</sup>。资金面的这种变化使得相对于银行贷款的传统融资方式,企业通过发行股票筹集资金将带来额外的资

本收益。

另一方面，由于我国毕竟是一个在计划经济体制下运行了几十年的国家，政府与国有企业有着天然的联系，当政府掌握着企业股票发行的审批大权时，它自然而然地对国有企业表现出了倾向性。当地方政府在拥有了企业股票发行的额度分配权后，也无一例外地把额度分配到了地方政府辖下的国有企业之中。为了让尽可能多的企业得到低成本的资金，有的地方政府还采取了把额度“切碎”的方法，让更多地企业挤进了上市的行列。例如，1992年上海市分四批发行了53只股票，其中发行额最少的企业只有400万股。而到了90年代中期，股票市场终于被赋予了为国有企业改革服务的全新使命，随之而来的就是更多地国有企业拥进了证券市场。例如，中国证监会于1996年12月颁发的《关于股票发行工作若干规定的通知》中明确提出，“各地、各部门在执行1996年度新股发行计划中，要优先考虑国家确定的1000家特别是其中的300家重点企业，以及100家全国现代企业制度试点企业和56家试点企业集团。在产业政策方面，要重点支持农业、能源、交通、通讯、重要原材料等基础产业和高新技术产业，从严控制一般加工工业及商业流通性企业，金融、房地产等行业暂不考虑。”

#### 四、国有企业改制中的股权设置

如前所述，我国证券市场的发展与国有企业改革是紧密联系在一起的，自1992年中央政府要求国有企业实行公司制，建立现代企业制度以来，证券市场成为我国国有企业改革的最佳载体。通过特殊的股票发行制度安排，我国上市公司绝大多数由国有企业改制而来。但是，在我国证券市场发展初期，中国经济渐进式改革的特点决定了在当时必须坚持“公有制占主体”的国民经济性质。而且，在股份制试点的初期，国有股的权益常常得不到有效的保护。因此，国家相关部门在90年代初连续下发了多个文件就上市公司的股权设置与国有股权的管理问题作了相应的规定。主要包括：《股份制企业试点办法》（1992年）、《股份制企业试点企业国有资产管理暂行规定》（1992年）、《股份制企业国有股权管理的实施意见》（1994年）、《股份有限公司国有股权管理暂行规定》（1994年）以及1993年底颁布的《公司法》等。这些文件共同形成了我国证券市场“股权分置”与“一

---

转引自：李增泉（2002）<sup>[5]</sup>。

股独大”的制度根源。

首先，上述文件在提到股份制改组过程中股权设置的原则时，都特别强调要维护公有制的主体地位。例如，《股份制企业试点办法》提到要“坚持以公有制为主体，切实维护公有资产不受侵害”《股份制试点企业国有资产管理暂行规定》指出要“贯彻发展以公有制为主体的股份制企业的方针，对应由国家控股的股份制试点企业必须保证国有资产股份在企业中的主导地位”。

其次，股份有限公司中的股份，按照不同的投资主体分别被界定为国家股、国有法人股、职工股、外资股、社会公众股等基本类型。根据《股份有限公司国有股权管理暂行办法》，股份类型被界定为“国家股权”和“非国家股权”两种形式。

#### （1）国家股权

国家股是指有权代表国家投资的机构或部门向股份公司出资形成或依法定程序取得的股份。在股份公司股权登记上记名为该机构或部门持有的股份。国有法人股是指具有法人资格的国有企业、事业及其他单位以其依法占用的法人资产向独立于自己的股份公司出资形成或依法定程序取得的股份。在股份公司股权登记上记名为该国有企业或事业及其他单位持有的股份。国家股和国有法人股统称为国有股。

#### （2）非国家股权

非国家股权包括个人股，外资股和社会公众股。个人股是指以个人合法财产向公司投资形成的股份。经批准，由外国和我国香港、澳门、台湾地区投资者向公司投资形成的股份，称为外资股。社会公众股即通常意义上的 A 股，是公司直接向投资者发行并在交易所上市流通的股份。

《股份制试点企业国有股权管理的实施意见》指出“特定行业和特定企业以及在本地区经济中占有举足轻重地位的企业，要保证国家股（或国有法人股，该国有法人单位应为纯国有企业或国有独资公司）的控股地位”。

第三，关于“控股”，也有专门的法律规定。根据《股份制试点企业国有股权管理的实施意见》和《股份有限公司国有股权管理暂行规定》，国有股权控股分为绝对控股和相对控股。绝对控股是指国有股权持股比例占 50% 以上（不含 50%）；相对控股是指国有股权持股比例高于 30% 但低于 50%，但因股权分散，

国家对股份有限公司具有控制性影响。

而且,为保障公有制的主体地位不被动摇,国有企业改制成上市公司时被附加了一项人为的限制:上市公司股权结构被划分为非流通股(主要是国有股和法人股)和公众流通股,国有股和法人股不能在证券交易所流通、交易。

综合上述分析表明,我国上市公司的股权结构是由政府的相关规则来确定的。对于国有企业来说,这些规则一般保证国家所有权具有完全的控股地位,并且对公众股和职工股的持股比例也有严格的规定。而且,大多数国有企业在这样规则控制下所形成的股权结构并不能成为决定企业绩效的内生变量,因为股权结构并不完全是企业自己能够决定和选择的。虽然上市后企业可以就股权结构进行一定程度的调整,但由于国有股权的转让仍然受到严格的限制,通常不允许企业放弃国有股权的控股地位,因此,即使经过一定时期的发展,企业绩效也很难成为影响股权结构的重要因素。

## 第二节 国有控股上市公司的基本治理特征

如上所述,由于历史原因,我国上市公司大部分是原国有企业改制而成,并且,为了维护公有制的主体地位,这些公司在企业改制过程中往往采用了国家绝对控股或相对控股的股权设置模式。理论研究与实际调查表明,尽管改制后的国有控股上市公司的治理结构在形式上取得了巨大进步,但实质性的进展却严重滞后。这突出表现在政企不分的现象仍较为严重,政府职能存在“缺位”、“错位”、“越位”问题(中国公司治理报告,2006)<sup>[2]</sup>。

现有的产权理论与转轨经济的研究表明,在国有产权为主导的制度安排下,政府职能的“缺位”容易导致“内部人控制”问题。即政府部门在下放了企业的经营管理权的同时,却没能有效地控制和监督企业经营者的行为,致使企业经理人员能够为牟取个人私利而损害企业出资者的权益。与此同时,政府职能的“错位”与“越位”又将导致“政府干预”问题。例如,政府部门通过行政命令方式决定上市公司的高管人员;相当一部分国有控股公司的高管人员仍具有行政级别;高管薪酬的决定程序和机制依然带有浓重的行政管理 and 政府干预色彩。简言之,国有控股上市公司依然存在传统国有企业的“行政干预下的内部人控制”问题。

## 一、内部人控制

青木昌彦(1994)较早地提出“内部人控制”的概念并对其进行深入分析<sup>[122]</sup>。他认为,内部人控制是从前的国有企业的经理或工人在企业公司化的过程中获得相当大一部分控制权的现象。在青木昌彦看来,内部人控制是转轨过程中固有的一种潜在可能的现象,是从计划经济制度的遗产中演化而来的,其趋势是内生的。之所以这样,是因为在计划经济向市场经济转轨过程中,政府丧失了过去传统体制下对企业高度集中的行政管理权,即企业“所有者缺位”或所有者功能丧失,同时在市场经济体制条件下有效的国有资产管理体制尚未建立,使得国有企业的内部人员(经理或职工)在企业公司制改造过程中获得相当一部分的控制权。这种“内部人控制”使原有企业经理和职工能够运用所掌握的经营决策权,以侵占所有者权益为代价,来实现个人和小集体利益的最大化,由此导致企业运营的低效率。

钱颖一(1995)认为,我国国有企业的内部人控制源于以扩大企业自主权和增加利润留成为核心的企业改革<sup>[123]</sup>。在我国国有企业改革的前几个阶段,改革的基本取向是在不断放权的同时,相应地调整国家与企业之间的利益分配关系。随着企业自主经营权的扩大,企业的命运更加依赖于企业经营管理者集团特别是领导者的决策与交易能力。同时,由于分配格局的调整,企业产生了独立利益,有了追求利益最大化的动力。但是,各政府部门并不是原业主,“所有者缺位”使得政府部门在下放了企业的经营管理权后,难以有效地控制和监督企业经营者的行为,致使企业经理人员能够为牟取个人私利或本企业职工的小集团利益而损害企业出资者的权益,从而形成了事实上的内部人控制。一个非常普遍的做法是,对企业进行一系列的转型,例如把企业拆散,组织“二级法人”、与国内外人士组成合资企业、有限责任公司等,往往经过几轮的转型,经理人员就能获得对下属企业的事实上的控制权。

但是,我国国有企业的经理人员尽管能够在资产使用方面获得相当的控制权,有关企业控制权的另一个重要方面,即对企业高层经理人员的任免权,却仍然牢牢控制在政府手中。这是中国和东欧国家与俄罗斯的一个重要差别(钱颖一,1995)<sup>[123]</sup>。具体说来,国家一般对一定级别(包括大中型国有企业的高层经理人员)以上的人事拥有最终的控制权,这就是我们常说的“党管人事”的原则(钱



颖一，1995）<sup>[123]</sup>。例如，地方政府部门掌握所属地区的绝大多数国有企业的人事任命权（刘小玄，2001）<sup>[124]</sup>。特大型国有企业的人事任命由经济工委负责；中央级国有商业银行或保险公司等金融企业高级管理人员的任命由中央金融工委负责，其他中央级大型企业高级管理人员的任命由人事部负责（李增泉，2002）<sup>[5]</sup>。张春霖（1995）将我国国有企业的内部人控制称为“行政干预下的内部人控制”<sup>[125]</sup>。

关于我国国有企业内部人控制问题的原因及其性质，国内其他一些学者也进行了众多的讨论。例如，费方域（1996）认为，出现内部人控制的根本原因，在于降低企业经营活动的行政管理成本，即行政协调成本和行政激励成本<sup>[126]</sup>。换言之，在向市场经济过渡的过程中，控制权以不同的方式从政府向内部人转移，有利于发挥内部人在信息占有和管理方面的比较优势，调动他们的商业积极性以使企业成为能对市场信号做出敏感反应的、自主经营、自负盈亏的独立实体。张维迎（1999）则认为，国有企业产权委托——代理链条过长，是导致国有资本所有者代表的监督激励不足，企业经营者缺乏约束，造成国有企业内部人控制问题<sup>[127]</sup>。关于内部人控制的性质，国内学者也有不同的观点。一种观点认为，内部人控制是现代公司治理制度不完善的必然产物，特别是转轨经济过程中的内生现象，其代表人物是青木昌彦。与此相对。另一种观点（例如，张承耀，1995）则认为，公司的内部人控制是现代公司制度的本质特征之一<sup>[128]</sup>。这是针对 Berle 和 Means（1932）所谓的“两权分离”的现代公司情况而言的<sup>[56]</sup>。

尽管学者们内部人控制的成因及其性质有不同的观点，但多数学者认为，内部人控制问题在可能产生积极作用的同时带来更多的是负面效应。例如，吴敬琏等（1996）认为，内部人控制造成了大量的国有资产流失<sup>[129]</sup>。张维迎（1999）则指出，国家对国有企业人事权的控制导致了另外两种代理成本：经理行为的短期化和经营者的选择问题<sup>[127]</sup>。具体而言，张维迎认为，内部人控制尽管提高了经理追求利润的短期激励，但却不能解决对经理的长期激励问题。在现实中，不少国有企业的经理更愿意将留存利润分给工人或投资于“短平快”的项目，而非促进生产力长期发展的投资项目和研究开发项目。经理人员之所以存在严重的短期行为，首先是因为他们不持有公司的股份，对利润的享用不可能超过其在企业的任期。另外一个更重要的原因则是，国有企业的经理由政府官员任命，经理在

企业任期的长短主要取决于官员的偏好而与企业业绩关系不大。这也同时产生了另外一个问题，就是由于选择经理的政府官员并不是真正承担风险的资产所有者，也就不可能保证真正具有经营才能的人占据经营者岗位，即行政干预下的内部人控制无法解决经营者的选择问题。解建立（1999）将内部人控制的负面效应归纳为以下几个方面：（1）承包人利益与企业利益、国家利益不相一致；（2）当前国有资产严重流失的主要原因；（3）内部人控制必然导致腐败；（4）进一步摆脱监管，强化个人独裁、抵制或扭曲企业改革；（5）政企勾结，权钱结盟<sup>[130]</sup>。陈家琰等人（2008）基于对山东上市公司的抽样调查的研究，总结了国有上市公司内部人控制的几个表现形式：（1）利用职权谋取灰色收入；（2）在职消费膨胀。常见的方式是把高级住宅和办公室、豪华轿车、公费出国旅游等记入经营成本；（3）追求短期利益，盲目发展；（4）加大企业投资风险。企业由内部人控制，实际上是一种权力失衡的表现，没有外部人有效的监督和约束，内部人将会不顾风险而大量举债、扩张投资；（5）从关联交易中牟取私利，并常常伴随着国有资产的转移和流失；（6）信息披露不规范<sup>[131]</sup>。

## 二、政府干预

按照成思危的定义（1998），政府包括广义和狭义两个概念，广义的概念泛指行使国家权力的所有机关，包括立法、行政和司法机关；狭义的概念仅指国家政权机关中的行政机关<sup>[132]</sup>。本文采用广义的政府概念，文中提及的政府包括中央政府和地方政府。地方政府包括了除中央政府以外的各级政府，是政府体系中的重要组成部分。其管辖的范围是与各级地方政府相对应的由国家按行政管理而划分的各级区域或地方。

在西方，政府对企业的干预更多地是从政府管制（regulation）的角度来理解的。意为以法律、规章、政策、制度来加以控制和制约。在经济学范畴，政府管制通常是指政府为控制企业的价格、销售和生产决策而采取的各种行为，包括政府为改变或控制企业的经营活动而颁布的规章和法律，如控制定价水平、规定产品和服务质量标准等，其目的是要努力制止不充分重视社会利益的私人决策。余晖（1997）给出了一个比较通俗的政府管制的定义，他认为：“政府管制是指政府的许多行政机构，以治理市场失灵为己任，以法律为根据，以大量颁布法律、

法规、规章、命令及裁决为手段，对微观经济主体（主要是企业）的不完全公正的市场交易行为进行直接的控制或干预。”<sup>[133]</sup>简言之，政府管制是政府部门依法对企业的有关活动施加影响的行为，作为政府经济职能的组成部分，它与政府对经济的宏观调控既有联系也有区别。

李江（2003）认为，从中国的现实情况来看，政府管制这个概念无法涵盖中国政府对企业的干预<sup>[134]</sup>。政府作为所有者与管理者对企业的干预不仅包括管制的内容，而且更多地带有宏观调控的目的。如对产业的保护、扶持与产业结构调整以及宏观经济的发展等方面。概而言之，我国政府对企业的干预主要有两种方式 and 三种手段，两种方式是指：直接管理和间接调控。直接管理包括管制、财政、政府生产、人事任免等。间接控制则指收入转移，产业政策等等。三种手段是指：行政管制、经济调节、法律约束。

对国有企业（或国有控股上市公司）而言，政府作为企业所有者（或控股股东）的代表，不仅是市场竞争规则的制定者，而且是市场竞争的参与者。因此学者们对于政府干预等政府行为是否影响经济效率，国有产权是否不利于企业的治理机制与经营绩效等问题，一直存有争论。

二战前后，凯恩斯学派建立起了一套完整的以国家干预主义为原则的宏观经济理论和宏观经济政策，并使得经济干预理论成为现代西方经济学的主流，在此基础上形成了“政府干预理论”。但70年代西方经济的“滞胀”局面对凯恩斯主义的政府干预理论提出了挑战，也动摇了“政府干预理论”。越来越多的学者把研究注意力转移到了政府行为上面，并形成了两种观点（Vickers 和 Yarrow，1989）<sup>[135]</sup>。一种观点认为，在一个有效的政治市场上，只有与选民利益最一致的政治家才可能被选做政府官员，因此，任何理性的政府都会将社会财富最大化（即生产者和消费者的效用总和最大化）作为其政策的根本出发点；另一种观点则指出，由于信息不对称引致的逆向选择和道德风险使得政治市场并非充分有效，政府官员对企业的干预行为更多是基于自身效用（例如选票、收入和个人偏好等）的考虑。但相关研究发现，无论是仁慈的政府（Benevolent Government）还是自私的政府（Self-Interested Government），政府干预总会导致企业经济效率的降低。

对于国有产权与私有产权对企业的治理机制与经营绩效是否存在差异，也是

学术界争论已久的难题。Leibenstein (1966)、Machlup (1967)、Hart (1983) 等古典经济理论认为,市场竞争将驱使企业产出自动维持在价格等于边际成本的最佳水平,因此影响企业绩效的经理人员懈怠行为只存在于竞争不充分的市场环境中<sup>[136-138]</sup>。换言之,是产品市场的竞争,而不是产权性质决定了企业绩效,从而国有企业与私有企业不存在孰优孰劣的问题。但是,在分析了政府的行为特征后,许多学者对上述观点提出了质疑,认为不仅市场结构,产权性质也对企业效率具有重要影响。

Sappington 和 Stiglitz (1987)、Shleifer 和 Vishny (1994) 等人指出,私有企业主要承担政府干预所导致的全部损失,而国有企业经理则只须承担很少或根本不用承担任何损失,因此,私有企业主必须得到更多的补偿才会接受政府的干预,换言之,公有产权在一定程度上降低了政府对企业的干预成本<sup>[26] [139]</sup>。此外,Shleifer 和 Vishny (1994)、Boycko、Shleifer 和 Vishny (1996) 等研究也发现,由于承担很少甚至不承担干预的直接成本(补贴)和间接成本(低效率),但却享有全部的干预收益,政府官员对国有企业比对私有企业的干预更普遍。这说明,公有产权与私有产权在效率上的差异依赖于政府(或者说是官员)干预的有效性<sup>[26] [140]</sup>。一些学者们认为(De Alessi Louise, 1983; Boardman 和 Vining, 1989; Kileri 等人,等等),相比私人委托人而言,国家作为委托人对其财产代理者的监督激励不足,监督能力专业化较低,因此,国有企业是极端低效的,造成了国家财富的巨大浪费<sup>[141-143]</sup>。Groosman 和 Krueger (1993) 甚至认为,国有企业并不比私人企业能更好地服务于公共利益,在许多国家,国有企业比私人企业制造了更多的污染<sup>[144]</sup>。

但国内学者关于政府干预对于国有企业或国有控股上市公司的影响有不同的看法。夏立军等(2005)指出,政府控制尤其是县级和市级政府对公司价值产生了负面影响,但公司治理环境的改善有助于减轻这种影响<sup>[145]</sup>。而 Qian (1995, 1996)、李稻葵(1999) 等人则认为,中国地方政府对公司的绩效产生了正面的影响,因为在转型经济中,他们有助于保护稀缺资源,同时在公司治理很差的公司中可以降低代理问题<sup>[3] [146] [4]</sup>。

### 第三节 民营上市公司的公司治理特征

我国民营上市公司是我国民营经济发展和我国证券市场发展的产物。上海证券交易所研究中心（2005）认为，除了突破融资瓶颈外，借助资本社会化的契机提高公司的社会知名度、转换经营管理机制、迅速提升企业核心竞争力等形成了民营企业上市的强大动力<sup>[6]</sup>。根据上海证券交易所研究中心的划分，总体上，我国民营企业的上市历程可以分为以下四个阶段：

（一）起步阶段（1992-1994年）。1992年第一家民营企业深华源进入证券市场，揭开了民营企业上市的序幕。1993年6月，福耀玻璃在上海证券交易所上市，成为首家由家族控股的民营上市公司。1994年1月，东方集团作为首家由民营企业为主发起人并控股的公司，在上海证券交易所上市。与同期国企改革上市的热闹场面相比，这一阶段进入资本市场的民营企业极为少数。

（二）停滞阶段（1995-1996年）。1995年我国股市处于低迷期，上市节奏放慢。同时，在股票发行上市中存在一定的所有制歧视，民营企业上市步伐也相应缓慢，基本上处于停滞状态。

（三）发展阶段（1997-1998年）。1998年3月，民营企业新希望完成股份制改造上市，标志着民营企业进入证券市场的道路有了突破性进展，民营上市公司数量呈逐年递增趋势。

（四）高速发展阶段（1999年以来）。随着资本市场的逐步开放和国家扶持民营企业的发展政策的不断出台，1999年以后，民营企业直接上市和买壳上市达到了前所未有的高峰。浙大海纳、民生银行、天通股份、用友软件等公司均在这一时期上市。

一些的研究和统计数据表明，我国民营企业日益成为我国社会主义市场经济重要组成部分，并对我国国民经济发展作出重要贡献。但由于我国资本市场还处于起步阶段，对投资者利益的保护机制很不完善，我国民营上市公司虽然在形式上已建立了较为完整的公司治理结构，但在公司治理的运行机制上远未达到健全的地步，一个根本的原因在于民营上市公司“大股东控制”的治理特征。据伍秉华（2008）的统计，在深圳证券交易所中小企业板上市交易的39家民营上市公司中，截至2006年末，第一大股东持股比例在20%以下的只有4家，而第一大股东持股比例最高的达69.09%。前五大股东持股比例低于50%的只有3家，比

例最高的达 75.5%<sup>[147]</sup>。在“一股独大”的股权结构下，易于出现大股东及家族成员过多干预企业的经营管理、侵害中小股东利益等公司治理方面的问题。

研究表明，与东亚地区的家族控股上市公司类似，在我国上市公司“一股独大”的股权结构和经济转轨的制度背景下，我国民营上市公司的实际控制人多数采用金字塔方式以实现用较少的投资控制较多的企业股份的目的。数据表明，我国民营上市公司所有权与控制权的偏离较国有控股上市公司更为严重。而且，在“大股东控制”或“家族控制”下，民营上市公司广泛存在“一言堂”的决策现象，这容易导致公司缺乏有效的内部风险控制，同时也损害了公司中小股的权益（《中国公司治理报告》，2005）<sup>[6]</sup>。金信证券的一份研究报告中也指出，民营上市公司在治理模式上缺乏国有控股上市公司所具有的行政约束机制，民营上市公司的实际控制人、执行董事以及其它高管往往采用亲缘化的人事安排等。这些因素都导致了大股东侵害中小股东行为的易发性（于海涛，1998）<sup>[148]</sup>。

## 第三章 理论分析与研究假设

如前所述,我国国有控股上市公司在公司治理上具有“政府干预”与“内部人控制”的双重特征,而民营上市公司的公司治理则集中表现了“大股东控制”的基本特征。在本章中,论文将剖析政府干预、大股东控制与公司并购的内在联系,探讨我国上市公司可能的并购动因,并对国有与民营上市公司的并购绩效提出研究假设。为进一步分析中央控制与地方政府控制的国有控股上市公司的并购绩效,论文进一步分析政府控制转型过程中的国有企业或国有控股上市公司所引起的成本和收益,并在此理论分析基础上,提出论文的研究假设。

### 第一节 政府干预与公司并购行为

在现代市场经济条件下,并购重组是资本市场的重要主题,是推动上市公司做大做强、实现资本市场资源优化配置功能的有效途径和重要方式。但是,目前我国并购市场在很大程度上受各种行政力量的干预,特别是国有及国有控股公司的并购活动。政府主导型的并购活动在整个并购市场上仍居主导地位(天亮,2008)<sup>[149]</sup>。那么,为什么地方政府会干预辖区内国有企业的并购决策?潘红波等人(2008)认为,目前有两种理论用来解释地方政府的干预动机,即地方政府的政策性负担和地方政府官员的政治晋升目标<sup>[150]</sup>。

Shleifer(1998)指出,地方政府会利用政所有权追求社会目标,这会导致国有企业的低绩效<sup>[27]</sup>。Lin, Cai 和 Li(1998)认为转型经济中国有企业承担了政府的多重目标,如经济发展战略、就业、社会养老、社会稳定等等,由此导致国有企业的政策性负担<sup>[16]</sup>。曾庆生和陈信元(2006)以1999—2002年健康运营的上市公司为样本,从公司雇员角度研究了控股股东的所有制性质对上市公司社会性负担的影响。他们的经验研究表明,国家控股公司比非国家控股公司雇佣了更多的员工,并且国家控股公司的超额雇员主要源自上市初的历史遗留冗员;超额雇员和高的工资率导致了国家控股公司承担了比非国家控股公司更高的劳动力成本<sup>[151]</sup>。

Konai(1980)认为,出于父爱主义,地方政府偏好于扶持其控制的国有企业<sup>[152]</sup>。而在另一方面,从政府官员角度来说,他们可以通过非正式税费、发放

许可证等政府干预手段对企业进行掠夺。(Frye 和 Shleifer, 1997)<sup>[153]</sup>。例如,白重恩等人(2004)研究发现,中国政府官员有权任免国有企业的主管人员,所以比起其他类型企业,他们有更多方法可以从国有企业捞取好处,因此,中国政府从国有企业中获得的利益远超过其他类型的企业<sup>[154]</sup>。可见,由于政府目标的多元性,不能片面地把政府看作是一只“援助的手”或是“攫取的手”(Frye 和 Shleifer, 1997; Shleifer 和 Vishny, 1998)<sup>[153] [27]</sup>,而应该动态地分析。潘红波等人(2008)指出:“在我国从计划经济走向市场经济的过程中,政府权力配置经历了从集权到分权的过程,地方政府在此过程中获得了财政自主权、经济管理权等权力。同时,诸如就业、社会养老、社会稳定等社会目标也落到地方政府肩上。随着我国市场化程度的提高和民营企业的不断发展,许多中小企业,尤其是国有中小企业的经营举步维艰,濒临破产,这会危及到当地的就业、社会稳定等一系列问题。一般来说,地方政府可以采取两种措施来改善这种局面:一是地方政府直接对这些企业进行补贴;二是地方政府利用当地盈利企业来收购这些企业。特别是当地财政赤字越严重、失业率越高,地方政府干预当地企业并购活动的动机就越强”<sup>[150]</sup>。

除了政策性负担外,Shleifer 和 Vishny (1994, 1998)的研究还指出,政治家还会利用政府所有权追求自身的政治目标,如利用国有企业向其政治支持者输送利益<sup>[26-27]</sup>。Li 和 Zhou (2005)以及周黎安(2004)的研究表明,我国发端于上个世纪 80 年代初以改革开放为核心的经济体制改革,其中的财政分权和相应的以 GDP 为主的政绩考核与晋升体制,极大地赋予了地方政府发展本地区和维持本地区社会稳定的动力<sup>[155-156]</sup>。因此,不同地区的地方官员不仅会在经济上为 GDP 和利税进行竞争,而且也在“官场”上为晋升而竞争。这就使得地方官员在考虑竞争利益时不仅需要计算经济收益,还要计算晋升博弈中的政治收益。周黎安(2004)认为,作为政府官员,政治收益的计算也许更为重要<sup>[156]</sup>。

周黎安(2004)进一步指出,政治晋升博弈会导致各种没有效率的重复建设问题,即各个地方竞相甚至过度进入同一行业或一拥而上从事每个国家重点项目<sup>[156]</sup>。重复建设问题通常是针对一个产业或者一个较大的项目,这会导致一些地区形成一个以大型上市公司为核心的产业集群或集团公司,进而导致地方政府有迅速做大相关上市公司的动机,而将效率放在次要的位置。潘红波等人(2008)



据此推定，由于并购重组能在较短的时间内迅速扩大公司的规模，地方政府常常会利用并购重组来达到这种目标。所以，上市公司的并购活动还可能出于地方政府的政治晋升目标，这在地方政府干预较多的地区会更加突出<sup>[150]</sup>。

综合以上分析表明，出于自身的政策性负担或政治晋升目标，地方政府有强烈的动机干预辖区内企业的并购活动，而且这种干预通常会损害企业的价值。而且，对于盈利的地方国有企业和亏损的地方国有企业，地方政府的干预方向可能不同。具体而言，对于盈利的地方国有企业，地方政府可能会要求这些企业通过收购活动来实现其政治目标，形成地方政府对这些企业的掏空效应；而对于亏损的地方国有企业，地方政府则可能会通过并购活动向这些企业输送利益，形成地方政府对这些企业的支持效应。

以上分析没有考虑各级政府动机和行为的差异。对此，夏立军等（2005）认为：“由于行政分权，中央政府的角色更像是一个委托人，而地方政府的角色更类似于一个代理人。在从证券市场竞争资源方面，地方政府比中央政府具有更强的动机。另一方面，由于在各级地方政府中，上下级政府之间同样存在着类似的委托代理关系，因此相对下级政府来说，上级政府更可能约束自身的行为，注意自身的形象。这样，在侵害中小股东的行为上，下级政府可能更为严重”<sup>[145]</sup>。据此可以推定，地方政府对公司并购的干预程度要高于中央政府。方军雄（2008）在考察了存在地方政府干预的背景下不同所有权性质与企业并购决策的关系后，研究发现，地方政府直接控制的企业更易实施本地并购，更多的实施无关的多元化并购，而中央政府控制的企业则可以突破地方政府设置的障碍，实施跨地区并购<sup>[29]</sup>。

## 第二节 民营上市公司的并购动因与绩效

前述的制度背景分析中已经表明，我国民营上市公司存在“大股东控制”的基本治理特征。在“大股东控制下”，由于中小股东持股数量较少且缺乏一致行动，中小股东和控股股东之间的信息不对称，以及中小股东普遍存在的“搭便车”的行为倾向，导致了他们在公司治理中处于相对弱势地位，容易受到控股股东的“掠夺”。例如，Denis 和 McConnell（2003）指出，在司法体系不完善的国家，能够控制公司的大股东不仅可以向公司委派管理人员，还可以采用关联交易的方

式掏空公司<sup>[157]</sup>。

当然,这种“掏空”行为也并非没有代价,财务学者发现,以不同法源或大股东的控制权与现金流量权的分离程度衡量的大股东掏空动机与以 Tobin Q 衡量的公司业绩之间存在显著的负相关关系(La Porta 等人,2000;Claessens 等,2002)<sup>[18] [72]</sup>。换言之,大股东承担了“掏空”行为的部分甚至全部成本(李增泉等,2005)<sup>[113]</sup>。此外,李增泉等(2005)还认为,控股股东上市公司的掏空行为在一定程度上会受到证券监管部门融资管制的约束<sup>[113]</sup>。具体地说,为了保证稀缺资金的优化配置,我国《公司法》、《证券法》等法规对股份公司发行股票、股票上市、增发配股、股票暂停交易等都有明确的规定,其中最为重要的是对公司盈利能力的要求。例如:证监会于1993年12月规定,上市公司配股必须满足某些条件,而其中的一条就是:“公司连续两年盈利”。1994年9月,证监会将盈利标准更加具体地规定为,“公司在最近三年内连续盈利;公司净资产税后利润率三年平均在10%以上,属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低于10%”。到了1996年1月,为了将更多的资金留给一级市场,证监会又进一步修改上述规定,将“三年平均10%”,改为“在最近三年内净资产税后利润率每年都在10%以上”。1999年又改回为“最近3个完整会计年度的净资产收益率平均在10%以上”,且其中“任何一年的净资产收益率不得低于6%”。同时,对于能源、原材料、基础设施等公司,证监会则略微降低要求,其净资产收益率只要达到9%即可。从中可以发现,我国证监会对10%或6%的ROE指标情有独钟,陈信元等(2003)称之为“刚性管制”<sup>[158]</sup>。

因此,大股东有时候不得不对其掏空行为有所限制,甚至当其公司陷入困境或受到不利的外部冲击时,这些控股股东也会动用私人财产以“支持”公司,而且具有金字塔式的控制权结构的公司有更强的“支持”倾向。证据是这类公司在亚洲金融危机时有更高的负债比率和更小范围的股价波动(Friedman、Johnson和Mitton,2003)<sup>[114]</sup>。

基于上述分析,本文认为,在控股股东的主导下,民营上市公司可能存在“掏

---

这里转引自陈信元、叶鹏飞和陈冬华(2003)<sup>[158]</sup>,具体参见:《关于上市公司送配股的暂行规定》(1993年12月17日,证监发字[1993]128号);《关于执行<公司法>规范上市配股的通知》(1994年9月28日,证监发字[1994]131号);《关于1996年上市公司配股工作的通知》(1996年1月24日,证监发字[1996]17号)《关于上市公司配股工作有关问题的通知》(1999年3月17日,证监发字[1999]12号)。

空”或“支持”的收购动机。“掏空”是为了获取控制权私人利益，而“支持”则是为了帮助上市公司达到管制要求的“会计利润”，这种重组通常也只是机会主义的，长期来看不一定会为企业带来持久的盈利能力，而且，“支持”可能是为了更长久的“掏空”。

综合上述分析，无论是“国家股东”所致的“政府干预”，还是民营上市公司的“大股东控制”，都可能引发“掏空”或“支持”的公司并购行为。基于此，我们提出研究假设 H1：上市公司并购前的财务业绩与并购的短期绩效负相关，而长期来看，并购未必能提高公司的绩效。具体地说，对于绩优公司，往往具有较多的自由现金流量，并购的“掏空”动机较强；而对于业绩一般和较差的公司，控股股东可能会为了更长远的利益而向公司注入优质资产或盈利能力较强的股权，表现为一种“支持”行为。当控股股东具有较强的“掏空”动机时，流通股股东能够识别并会做出消极的反应，导致股价下挫；当控股股东表现出较强的“支持”动机时，流通股股东预期公司业绩会有改善，从而对此并购事件的公告有积极的反应，导致股价的上扬。

对于国有控股上市公司与民营上市公司的并购绩效孰优孰劣，理论分析难有定论，需要实证检验进行比较。上交所研究中心 2005 年的《中国公司治理报告》显示，我国民营上市公司的盈利能力和公司治理状况总体上要比国有控股上市公司差<sup>[6]</sup>。基于这一结论，我们提出研究假设 H2：国有控股上市公司的并购绩效优于民营上市公司。

### 第三节 政府控制转型过程中的国有企业所引起的成本和收益

如前所述，我国国有上市公司的公司治理具有“政府干预”与“内部人控制”的双重特征。在“行政干预下的内部人控制”的制度背景下，Qian (1996) 认为<sup>[3]</sup>：国有企业要承担两种类型的成本，一方面是由 Kornai (1980, 1992)<sup>[152][159]</sup>、Shleifer 和 Vishny (1994)<sup>[26]</sup>提出的政治成本（或官僚成本），即由政府政治控制而引发的成本；另一方面是由内部人控制而引发的代理成本。如果仅从单方面而言，政治成本或代理成本都将使企业价值降低。但综合而言，李稻葵 (1999) 指出：这两种成本之间可能存在此消彼长的关系<sup>[4]</sup>。即：尽管过于严密的政府控制会引发高额的政治成本，但是由于缺乏数量巨大的积极的私人投资者的参与，

缺乏有效的公司监控机构，政府监控有助于限制企业内部人员的滥用权力行为，有助于降低代理成本。由此，在公司治理意义上，政府干预和内部人控制双重因素引致的综合成本将呈现 U 型的特征。具体而言，对于国有控股的上市公司而言，因政府部门的严重“缺位”产生的内部人控制问题会导致过高的代理成本。而过于紧密的政府控制虽然有利于代理成本的大幅降低，但又将引发过高的政治成本。在这两个极端的状态中间，存在一个最优的政府干预程度，可以平衡代理成本与政治成本，使得综合成本最小。对于这一思想，李稻葵（1999）通过建立一个简单的理论模型分析了国有企业的政府干预行为与委托代理问题的综合影响<sup>[4]</sup>。

假定某国有企业的管理者为 M（内部人员），他在 B（政府机构）的控制之下。在我们考虑到的时间范围之内，企业资产可以产生的现金流为 R，B 不能确认这笔现金流，除非他对 M 进行直接监管。这个不能确认的假设排除了以 R 为基础的简单激励合约存在的可能性。

B 对 M 进行直接监控的概率为  $p$ ， $p$  在此模型中是外生的。一旦 B 对 M 进行直接监控，他就会强迫 M 进行“对社会有益”的投资，从而产生一个社会福利净损失  $x$ ， $p$  可以被看作一个衡量政府控制程度的简单指数， $x$  假定源于政府官员的教条（well-documented behavior）的行为。

M 的行为假定如下：如果没有 B 的监管，M 会盗窃或消费现金流 R，放弃赢利的投资项目。此假定成立的前提是，M 对企业未来的清算价值没有完全的权利和责任，这样 M 总是希望在还有控制权的今天进行现期消费。

假设  $s$  是由 M 的盗窃行为所造成的投资不足而引发的社会福利损失。简单起见，假定  $s$  与  $p$  成负相关的关系， $s'(p) < 0$ 。总的来说，与特定的政府控制水平  $p$  相联系的社会福利为：

$$p(R-x)+(1-p)(R-s(p))=R-px-(1-p)s(p) \quad (3-1)$$

在等式(3—1)中， $px$  可以被解释为政府控制的官僚成本(bureaucratic cost)，它的产生是由于政府机构将其非经济的目标强加在企业身上。相似的， $(1-p)s(p)$  表示内部人控制的代理成本，源于内部人员对权力的滥用行为。通过  $p$  的变化，我们就可以考察政府控制的成本和收益的关系。

由这个简单的框架我们还可以得出三个简单的结果。第一个结果是关于官僚

成本。即政府控制越紧密 ( $p$  越高), 官僚成本就越高。而且当  $x$  减少时, 即政府变得更加有效率时, 上述联系就会减弱。图 3-1 说明了这一结果。

第二个结果是关于代理成本。政府控制越紧密 ( $p$  越高), 代理成本越低。而且, 当每一单位的  $p$  所对应的  $s(p)$  变小时——政府掌握了更多的有关企业内部人员的信息——效果会更大。这一结果也在图 3-1 中得到了说明。

第三个结果是关于政府控制的整体影响。作为一个规范的理论, 前文提到的理论框架告诉我们, 存在政府控制的最优程度,  $p^*$ , 可以最好的平衡企业的这两种成本。而且, 政府行为越有效率,  $x$  就越低,  $p^*$  就越高。

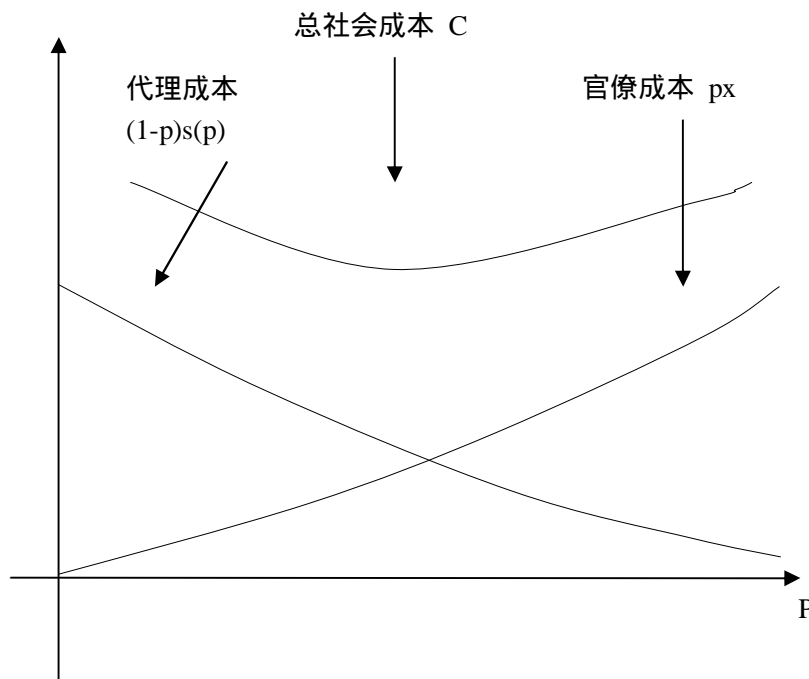


图 3-1：国有企业的官僚成本和代理成本

正如李稻葵 (1999) 所言, 这在理论上只是一种规范性的分析, 我们很难对这一“最优程度”进行精确的度量<sup>[4]</sup>。但尽管如此, 我们可以借助一些政府干预的代理变量, 对这一理论分析框架进行实证检验。

现有的文献基本上采用樊纲等人编制的市场化指数中的相关指标, 或者结合地方财政支出、财政赤字、失业率等宏观经济指标, 构造政府干预的代理变量。例如: 夏立军和方轶强 (2005)、高雷等 (2006)、陈信元和黄俊 (2007)、潘红波等 (2008)<sup>[145][160][28][150]</sup>。我们认为, 一个地方政府对其辖区内的国有企业或

国有控股上市公司的干预程度会存在差异,这与地方政府官员与公司经理之间的政治关系、企业本身的财务状况等因素有关,而宏观经济指标无法体现这些因素的影响程度。因此,在本文中,我们分别构造两个指标作为政府干预的代理变量,首先是上市公司的实际控制人类型,即中央控制型与地方政府控制型。我们认为,相比地方政府控制的国有控股上市公司,中央控制型公司的委托代理关系更为直接,政府与上市公司之间的信息不对称程度较低,这有助于提高政府控制的效率。其次,夏立军和方轶强(2005)认为,地方政府比中央政府具有更强的“掏空”或“支持”上市公司的动机,掏空是赤裸裸的侵占中小股东利益的行为<sup>[145]</sup>。而在现有的制度环境下,支持的最终目的很可能还是为了掏空。由此,我们提出研究假设 H3:中央控制型国有控股上市公司的并购绩效高于地方政府控制的国有控股上市公司。

表 3-1:我国上市公司 CEO 离职原因统计表(1998-2005)

离职原因	事件个数	占比
退休	55	0.019
任期届满	564	0.190
控股权变动	89	0.030
工作变动	1018	0.343
辞职	513	0.173
解聘	122	0.041
健康原因	93	0.031
个人	32	0.011
完善公司治理结构	268	0.090
涉案	13	0.004
结束代理	27	0.009
其他	5	0.002
未披露	170	0.057
合计	2969	1.000

数据来源:CSMAR 经济、金融、证券研究数据库

第二,李稻葵(1999)研究发现,政府控制最有力的手段就是直接任命企业管理者<sup>[4]</sup>。因此,我们试图从不同上市公司 CEO 的变更情况分析政府干预行为。表 3-1 是 1998 年至 2005 年间我国上市公司 CEO 离任及离职原因的统计简表。我们将 CEO 的“退休、任期届满、股权变更”视为经理人员正常离任,而将 CEO 的“工作变动、辞职、解聘、健康原因、个人、完善公司治理结构、涉案”等视为经理人员非正常离任。对于后一种情况,我们根据 CEO 离任前的公司绩效情况根据表 3-2 的标准 将其分为“合理的非正常离任与不合理的非正常离任”两种。对于国有控股上市公司,不合理的非正常离任可以视为政府的过度干预的结果,而合理的非正常离任则是政府适度干预的结果。结合上述的理论分析,我们提出研究假设 H4 :政府适度干预的公司并购绩效高于政府过度干预的上市公司。

表 3-2 : 上市公司 CEO 非正常离任是否合理的判断标准

业绩大幅下滑: ROE 下降 50%, 或者由盈转亏	合理
业绩稳定, 但过去 3 年平均低于 6%, 且当年低于 6%	合理
业绩大幅上升: ROE 上升 50%, 或者扭亏为盈	不合理
业绩稳定, 过去 3 年平均高于 10%, 且当年高于 10%	不合理

表 3-2 中的判断标准的确定依据是我国证券监管部门对于 ROE 的“刚性管制”, 具体见前文中的分析。

## 第四章 实证分析

本章将采用“事件研究法”与“财务业绩指标法”实证分析我国上市公司的并购绩效，对上文提出的研究假设进行检验。内容包括研究方法的讨论、相关变量的定义、研究样本的选取以及主要数据的描述性统计、实证分析等部分。

### 第一节 基于事件研究法的实证分析

#### 一、事件研究法

事件研究法可以追溯到 20 世纪 30 年代，但其完善和被广泛接受则与 Ball 和 Brown (1968) 对会计盈余报告的市场有用性的经验研究和 Fama (1969) 对股票市场有效性的研究中对该方法的成功运用联系在一起<sup>[73-74]</sup>。事件研究法已发展成为并购价值研究中的主流方法，它通过考察某个事件所产生的超常收益来衡量该事件的绩效。

事件研究法的主要优点在于过程简单，线索清晰。但事件研究法的一个重要前提假设是资本市场的有效性。它通过计算事件期内的超常收益来衡量特定事件对股票价值的影响，其中事件窗口的确定是一个关键。事件窗口一般以公告日为中心，将公告日设为第 0 天，并在公告日前后各选择若干天，将选定的这个时间段定义为事件窗口。在具体应用中，不同的实证研究采取了不同的事件窗口，没有统一的关于时间选取长短的标准了。一般的情况是，资本市场越有效率，股票价格对于某一特定信息的反应越迅速，因此在事件研究上，通常采用较短的事件窗口。美国学者对于美国资本市场上公司并购的事件研究多数采用并购前后 3 天即  $(-1, 1)$  作为事件窗口。对于发展中国家的资本市场，股票价格对于某一特定信息可能提前反应，也可能滞后，所以可以采用较长的事件窗口，例如  $(-5, 5)$  或  $(-30, 30)$ ，甚至更长的窗口。但是，较长的事件期可能覆盖事件的全部影响，却难以保证事件窗口的“清洁”，即不受其它因素影响。

采用短期的累计超常收益通常是用来反映在市场上投资者在并购事件发生后对企业未来发展的预期。而运用事件研究法还可以对并购价值采取更长时期的



检验，包括事件发生日到事件后 240 日和事件发生后 1 个月至 12 个月的累计超常收益率的计算，通常采用这种长期累计超常收益率的计算来分析并购方在并购后的总收益，这种总收益是通过并购后的整合来实现的（例如，Jensen 和 Ruback，1983）<sup>[34]</sup>。

对于事件研究法而言，该方法的核心假设是投资者能够准确估计合并公司未来的现金流量和风险的变化，而这些又取决于资本市场的效率。显然，此方法的基本思路在于通过并购事件在公告期内引起公司股价的反应来衡量公司并购绩效。事件研究的方法主要是考察并购对样本公司股票价格的影响。评价两个公司并购成功与否的主要标准是：一定时期后股价的相对变化。如果在并购发生一段时间以后，公司的市值（也就是股价）超过了公司合并以前的市值，或者超过了同行业公司的市值，一般就认为并购获得了成功，取得了协同效应。

我国资本市场发展的时间虽然还不算长，但也有不少研究表明我国的证券市场达到了弱式有效（沈艺峰，1996；吴世农和黄志功，1997；等等）<sup>[161-162]</sup>。我们并不否认在一个弱式有效的证券市场上，仍然存在投资者对一些题材的炒作现象，但也并不能否认投资者的“有限理性”。因此，使用事件研究法研究我国上市公司的并购绩效具有一定的理论基础。本文在采用事件研究法中，首先使用市场模型来计算并购前后（-30，30）的股票超常收益率  $AR_{it}$ ：

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta} R_{mt}) \quad (4-1)$$

在等式（4—1）中， $R_{it}$  是第  $i$  只股票在  $t$  日的实际收益率， $R_{mt}$  是市场指数在第  $t$  日的实际收益率。在本文中，沪市股票对应的市场指数为上证 A 股指数，深市股票对应的市场指数为深圳 A 股指数。我们使用 200 个交易日（-230，-31）的股票价格和市场指数的数据估计市场模型的  $\alpha$  和  $\beta$ 。然后我们计算公司股票在并购前后  $T_1$  至  $T_2$ （ $T_1, T_2$ ）的累计超额收益率  $CAR_i$  和各样本的平均累计超额收益率  $ACAR$ ，并采用  $t$  统计量检验其显著性。计算过程见下列公式，其中  $S$  是标准误， $N$  为各样本中的股票数量。

研究样本中有接近 30 家收购公司股票截至收购公告日的交易日期不足 200 天，对这些公司，根据股票收益率直接扣除指数收益率计算股票的超额收益率。

$$CAR_i(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it} \quad (4-2)$$

$$ACAR(T_1, T_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(T_1, T_2) \quad (4-3)$$

$$t = \frac{ACAR}{S_{CAR} / \sqrt{N}} \quad (4-4)$$

## 二、研究样本与数据来源

本文的主要并购数据来源于国泰安经济、金融、证券研究数据库数据库 (CSMAR), 被收购公司的行业状况、财务业绩等信息据“中国上市公司资讯网”上发布的收购公告书整理。本文的究样本为 1999 年至 2004 年度上市公司收购非上市公司的并购事件, 同时按照如下标准进一步剔除样本: (1) 收购金额小于 3000 万元; (2) 收购年度上市公司为 ST 公司; (3) 截至收购公告日, 收购公司股票交易不满一年; (4) 收购公告当日同时有其他事项公告。我们得到最终样本为 613 个, 其中 251 个并购事件的并购公告披露的被收购公司的财务信息。具体样本筛选过程如表 4-1 所示:

表 4-1: 样本及数据来源

原始样本: 2986	筛选标准	数据来源
-2069	收购金额是否超过 3000 万元	CSMAR
-25	收购时是否 ST 公司	CSMAR
-279	公告当日是否有其它公告事项	中国上市公司资讯网
=613		
其中: 251	是否公告被购公司财务业绩的信息	中国上市公司资讯网

表 4-2 是收购公司所属行业与年度分布。如表所示, 制造业的公司并购事件

占整体样本的一半以上，达 309 个，其后是通信业和综合类公司，而建筑业、农林渔业等行业的公司并购事件占总体样本的比重最低。

表 4-2：样本行业与年度分布

	农林 渔业	采矿 业	制造 业	电力 蒸汽	建筑 业	交通 运输	通信 业	零售 业	房地 产	旅游	信息 传播	综合 类	合计
1999	0	1	33	2	1	2	5	5	0	0	1	2	53
2000	2	0	55	5	0	7	7	2	2	2	5	14	103
2001	0	2	50	12	2	7	5	2	5	5	5	5	100
2002	2	0	58	10	2	7	17	10	2	0	1	14	123
2003	2	7	65	14	0	7	12	12	0	0	2	17	139
2004	4	5	48	5	0	5	12	10	2	2	0	2	95
合计	10	15	309	48	6	36	58	40	12	10	14	55	613

数据来源：根据 CSMAR 经济、金融、证券研究数据库整理

### 三、并购累计超额收益率及其单因素分析

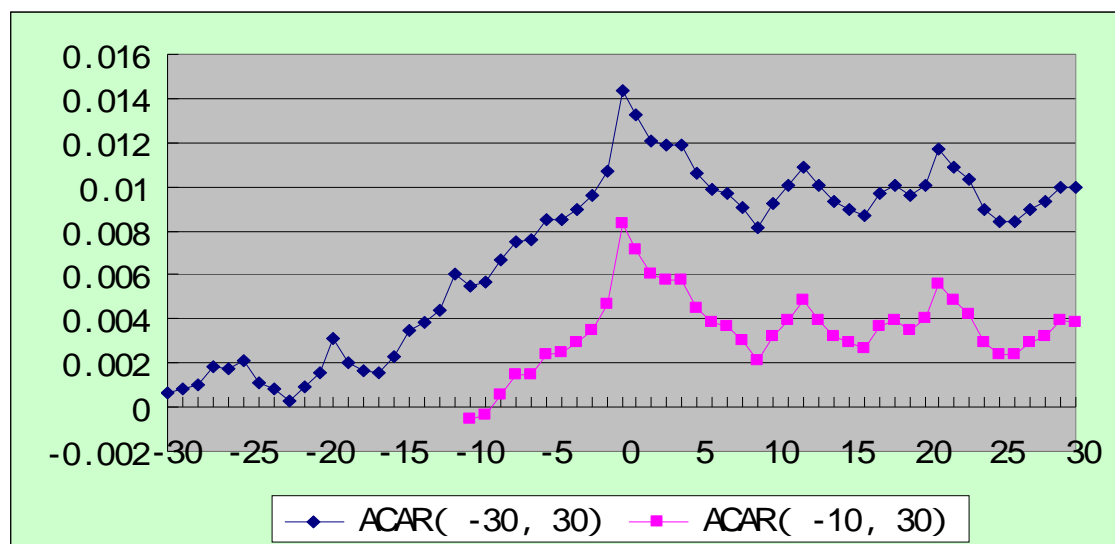


图 4-1：样本总体的 ACAR

图 4-1 是并购总体样本在事件窗口的平均累计超额收益率情况。表 4—3 是样本总体的 CAR 均值与中位数及其显著性检验。图 4-1 显示，样本总体的 ACAR 在事件公告之前逐渐上升，在事件公告之后开始下降，ACAR(-30, 30)

为 0.01。从表 4-3 中可以看出,从事件研究的角度,我国上市公司并购样本在并购事件前后 3 天 (-1, 1)、5 天 (-2, 2) 以及 60 天 (-30, 30) 的平均累计超额收益率 (ACAR) 显著为正,显著水平分别为 1%、10%、10%。

表 4-3: 样本总体的 CAR 均值与中位数及其显著性检验

	(-1, +1)	(-2, +2)	(-5, +5)	(-10, +10)	(-10, +30)	(-30, +30)
均值	0.0036***	0.0031*	0.0030	0.0032	0.0038	0.0099*
中位数	0.0016**	-0.00013	-0.0009	0.0002	-0.0041	-0.0010

注 1: 均值显著性检验为 t 检验, 中位数检验为 wilcoxon 检验。

注 2: \*表示 10% 的显著水平, \*\*表示 5% 的显著水平, \*\*\*表示 1% 的显著水平。

为考察国家控制与大股东控制对并购绩效的影响,我们首先根据最终控制人类型将上市公司分为“中央控制”、“地方政府控制”、“个人控制”三类子样本,考察各样本的股票在并购前后的平均累积超额收益率(ACAR)。从 2003 年度起,CSMAR 数据库提供了我国上市公司的实际控制人名称、性质等信息。对于 1999-2002 年间发生并购事件的收购公司的实际控制人类型,我们根据 CSMAR 数据库上市公司股权变更文件进行分析,如果 2003 年之前收购公司大股东发生变更,则根据数据库提供的变更前后股东性质的信息判别公司实际控制人类型。如果 2003 年之前收购公司大股东没有发生变更,则之前年度收购公司的控制人类型与 2003 年度相同。根据这一判断方法,以中央政府以及国资委为实际控制人的公司并购事件共 110 个、以地方政府或地方国资为实际控制人的公司并购事件共 337、个人控制人类型的公司并购事件有 132,其他的共 34 个。

如图 4-2 和图 4-3 所示,三种控制人类型的上市公司股票在并购前的平均累计超额收益率(ACAR)均呈上升趋势,但在并购事件公告之后,不同样本的股票的 ACAR 有显然不同的表现特征。其中中央控制的上市公司表现最为优异。ACAR(-30, 30)和 ACAR(-10, 30)超过了 2%,并在 10% 的水平上显著为正。其次是地方控制的上市公司,ACAR(-30, 30)和 ACAR(-10, 30)分别为 1.11%和 0.91%。而个人控制的上市公司股票在并购之后的平均累计超额收益率呈显著下降趋势,ACAR(-30, 30)几乎为 0, ACAR(-10, 30)为-1.23%,但在统计上不显著。表 4-4 是各控制人类型的累计超额收益率(CAR)的均值与

中位数的具体数值及其统计检验。值得说明的是，中央控制型、地方政府控制型、个人控制型三类样本之间的均值差异，在  $t$  统计检验上不显著，表明单因素分析尚不能支持研究假设 H2。

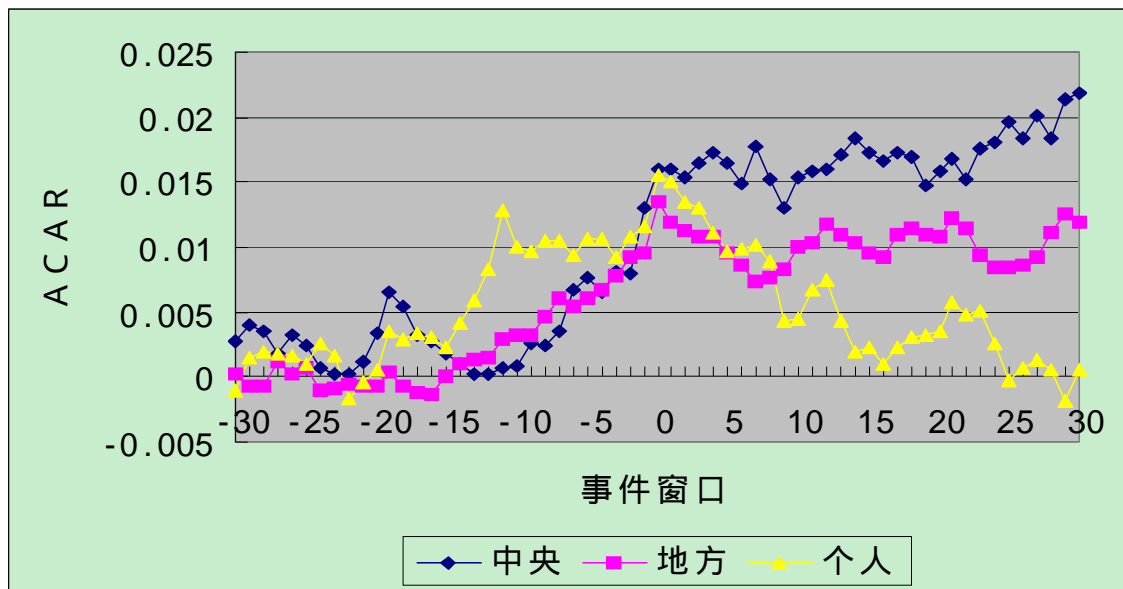


图 4-2：控制人类型与 ACAR (-30, 30)

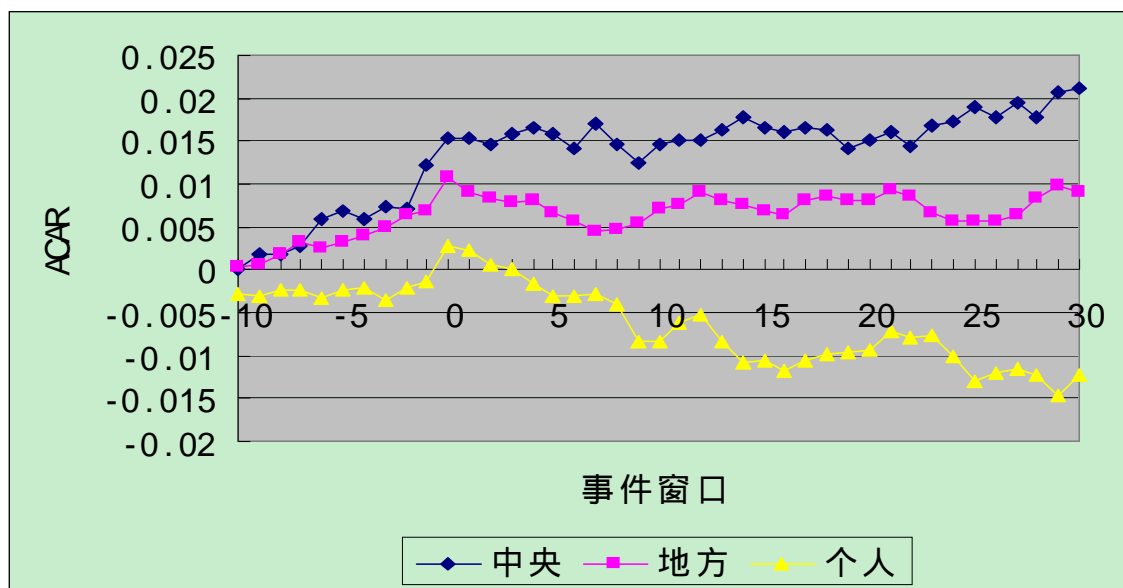


图 4-3：控制人类型与 ACAR (-10, 30)

表 4-4：控制人类型与 CAR 及显著性检验

事件窗口	中央		地方		个人	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
(-1, +1)	0.0067***	0.0056**	0.0027*	0.0013	0.0040	-0.0011
(-2, +2)	0.0051*	0.0058*	0.0034	0.00098	0.0039	-0.0030
(-5, +5)	0.0088*	0.0051	0.0042	0.0016	-0.00021	-0.0043
(-10, +10)	0.0156**	0.0096**	0.0073	0.0035	-0.0086	-0.016
(-10, +30)	0.0211*	0.0175*	0.0091*	0.0034	-0.012	-0.0279**
(-30, +30)	0.0219*	0.0067	0.012*	0.0055	0.0004	-0.012

注 1：均值显著性检验为 t 检验，中位数检验为 wilcoxon 检验。

注 2：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。

其次，如前文所述，我们选出并购样本中在并购年度之前有发生 CEO 变更的收购公司，并根据公告的 CEO 变更原因，将 CEO 的“工作变动、辞职、解聘、健康原因、个人、完善公司治理结构、涉案”等视为经理人员非正常离任，获得了 256 个样本。以上市公司并购前的财务绩效为判断标准，将上市公司的非正常离任分为是否合理两种情况，对于合理的非正常离任，归为政府适度干预的类别，这包含了 132 个子样本；而对于不合理的非正常离任，归于政府过度干预类别，包括 124 个子样本。

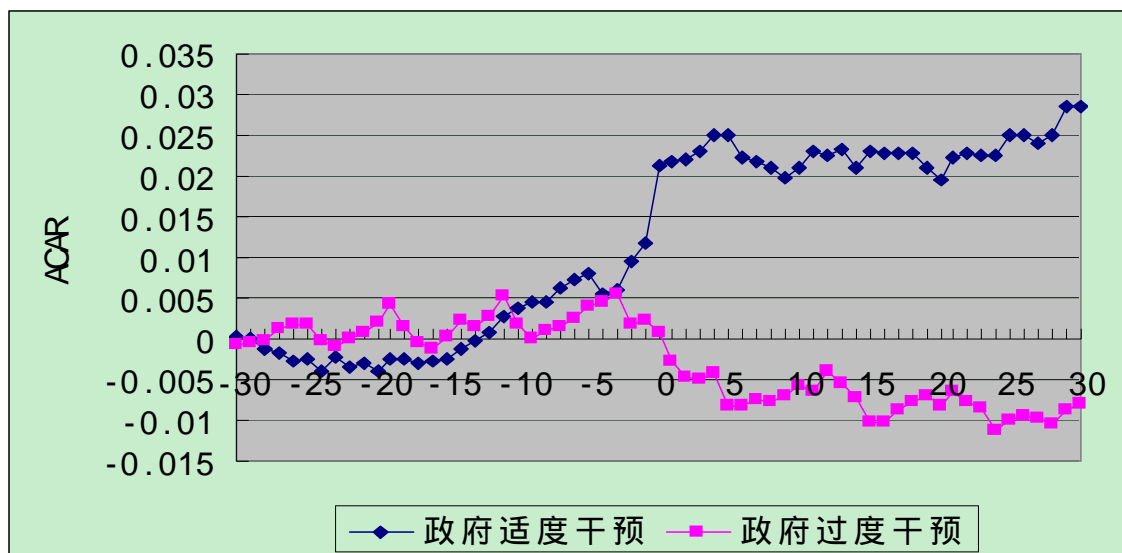


图 4-4：政府是否适度干预与 ACAR (-30, 30)

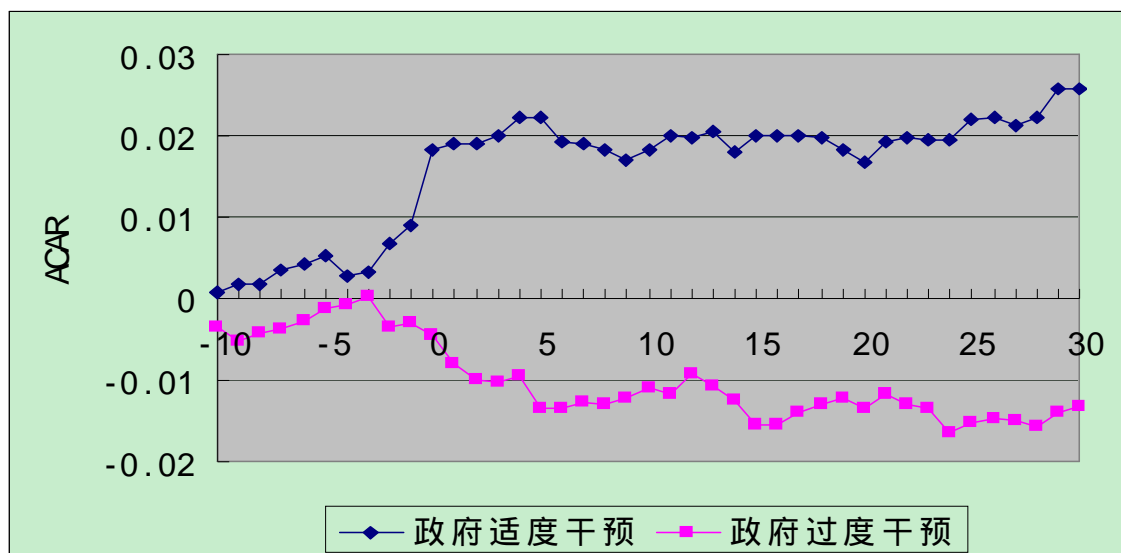


图 4-5：政府是否适度干预与 ACAR (-10, 30)

图 4-4 和图 4-5 分别代表政府是否适度干预的两类样本在并购事件公告前后 60 天 (-30, 30) 和 40 天 (-10, 30) 的平均累计超额收益率示意图。可以清楚地看到，投资者对两类样本公司的并购事件有明显不同的反应。表 4-5 列示了两类样本各自不同事件窗口 CAR 的均值及其差异的 t 统计检验，检验结果支持了研究假设 H4，即政府适度干预的公司并购绩效显著高于政府过度干预的公司。

表 4-5：政府是否适度干预与 CAR 及显著性检验

事件窗口	政府适度干预 (a)	政府过度干预 (b)	差异 (a-b)
(-1, +1)	0.0122**	-0.0046	0.0168***
(-2, +2)	0.0163**	-0.0103*	0.0261***
(-5, +5)	0.0178***	-0.0107*	0.0285***
(-10, +10)	0.0182*	-0.0109*	0.0291***
(-30, +30)	0.0286**	-0.0079*	0.0365***

注：\*表示 10% 的显著水平，\*\*表示 5% 的显著水平，\*\*\*表示 1% 的显著水平。

图 4-6 和图 4-7 考察了收购公司第一大股东是否绝对控股的两类样本在并购事件公告前后 60 天 (-30, 30) 和 40 天 (-10, 30) 的平均累计超额收益率。图中显示绝对控股的样本在并购之前的 ACAR 有更大幅度的上升趋势,但在收购后呈现出快速下降的趋势。不过 t 统计检验表明两类样本没有显著的差异。

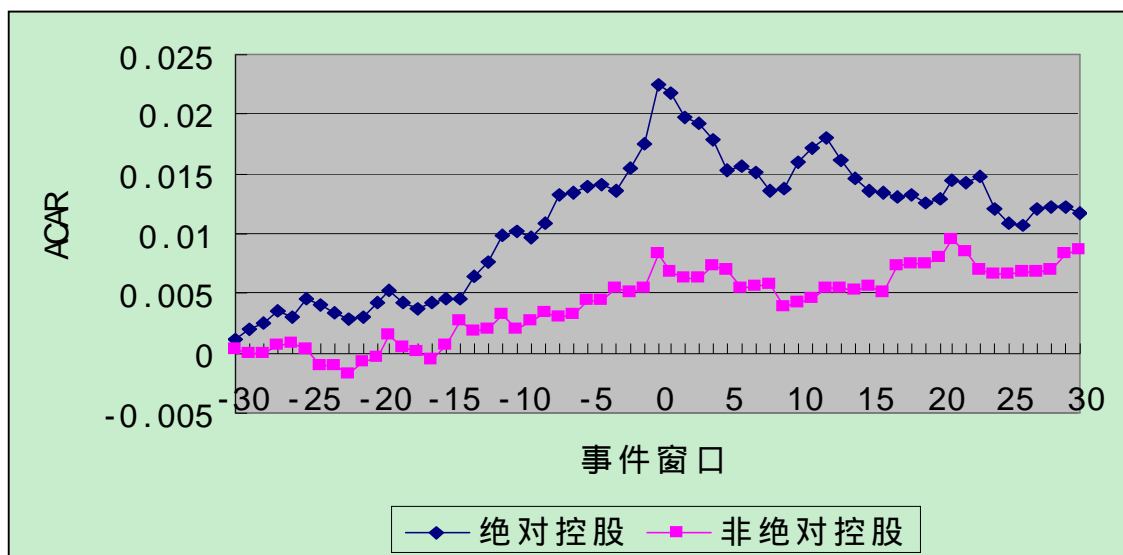


图 4-6：第一大股东是否绝对控股与 ACAR (-30, 30)

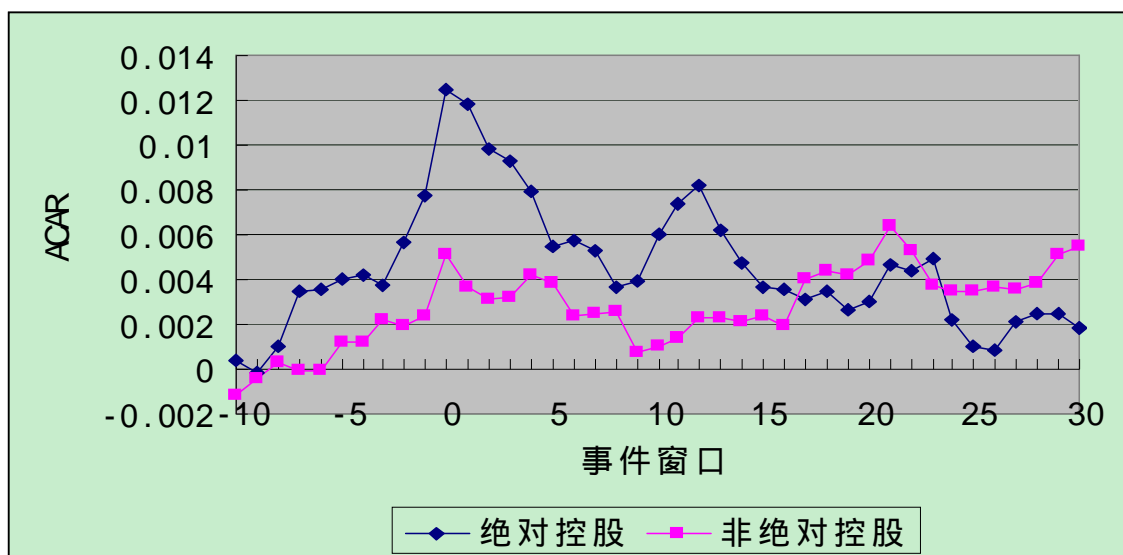


图 4-7：第一大股东是否绝对控股与 ACAR (-10, 30)



图 4-8 和图 4-9 分别代表并购公司双方业务是否相关的两类样本在并购事件公告前后 60 天 (-30, 30) 和 40 天 (-10, 30) 的平均累计超额收益率示意图。Berger 和 Ofek (1995) 研究发现基于多元化目的的并购导致收购公司 13%-15% 的价值损失<sup>[163]</sup>。其他一些学者 (例如, Comment 和 Jarrell, 1995; Healy、Palepu 和 Ruback, 1997; Macquieria、Meggison 和 Nail, 1998; 等等) 的研究也表明相关多元化的并购其绩效明显优于那些非相关多元化的并购, 并购双方的经营业务的关联度越大, 则并购绩效越好<sup>[164-166]</sup>。但从图 4-8 和图 4-9 中可以看出, 与发达国家的资本市场显然不同的是, 我国资本市场对上市公司基于多元化的并购比对专业化的并购有更为积极的反应, 其中两类样本的 ACAR (-30, 30) 相差 3.10%, 且在 1% 的水平上显著异于 0; ACAR (-10, 30) 相差 1.06%, 在 10% 的水平上显著。

从图 4-8 和图 4-9 中还可以清楚地看到, 在收购与自身业务无关的并购事件公告日之前, 收购公司的股票就已经呈现明显异动的特点, ACAR (-30, 0) 和 ACAR (-10, 30) 分别达到 4.91% 和 2.20%, 且均在 1% 的水平上显著异于 0。这在一定意义上说明, 西方的协同理论不能有效地解释我国上市公司的并购行为, 也反映了我国资本市场对多元化并购事件具有一定的炒作现象。

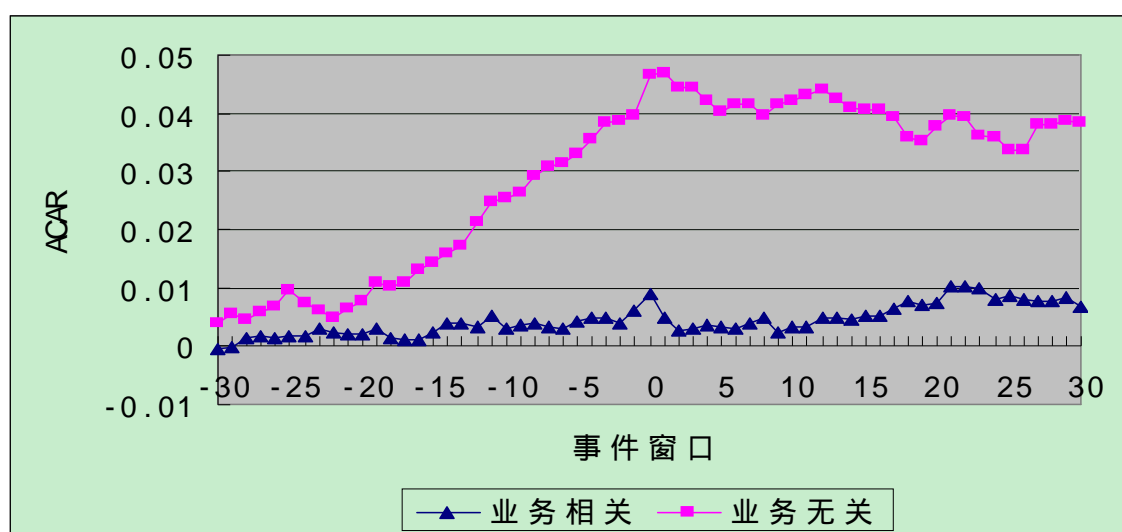


图 4-8 : 并购双方业务是否相关与 ACAR (-30, 30)

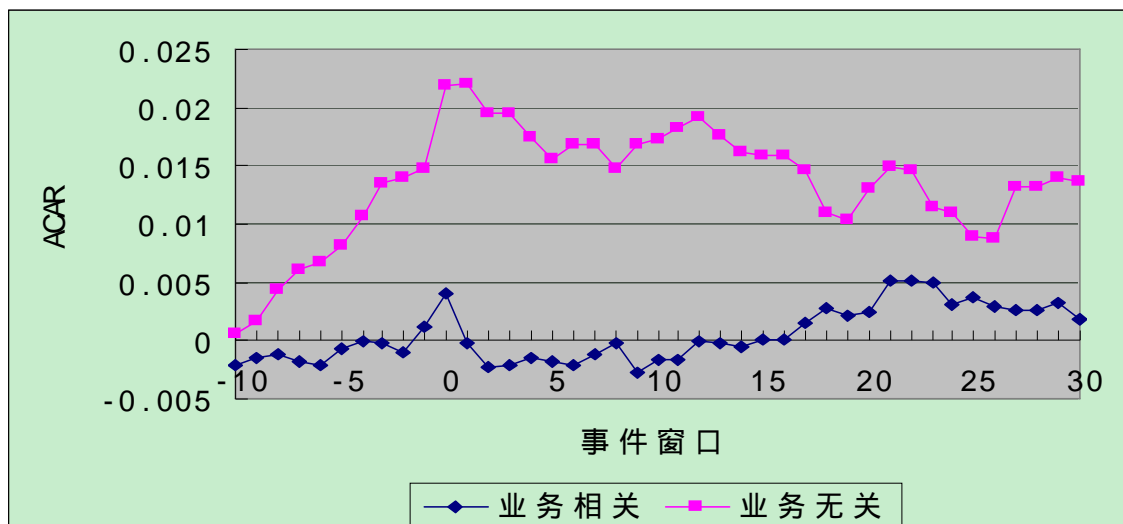


图 4-9：并购双方业务是否相关与 ACAR (-30, 30)

最后，本文研究的并购样本中，有 251 个并购事件的收购公告说明书中披露了收购目标公司的财务业绩。论文根据目标公司被收购之前的年度的 ROE 是否大于 10% 的标准，将其分为收购目标公司业绩是否优良两类样本，其中被收购公司业绩优良的并购事件为 102 个，业绩一般的并购事件为 149 个。图 4-10 和图 4-11 反映了两类样本在收购事件前后一段时期的平均累计超额收益率。

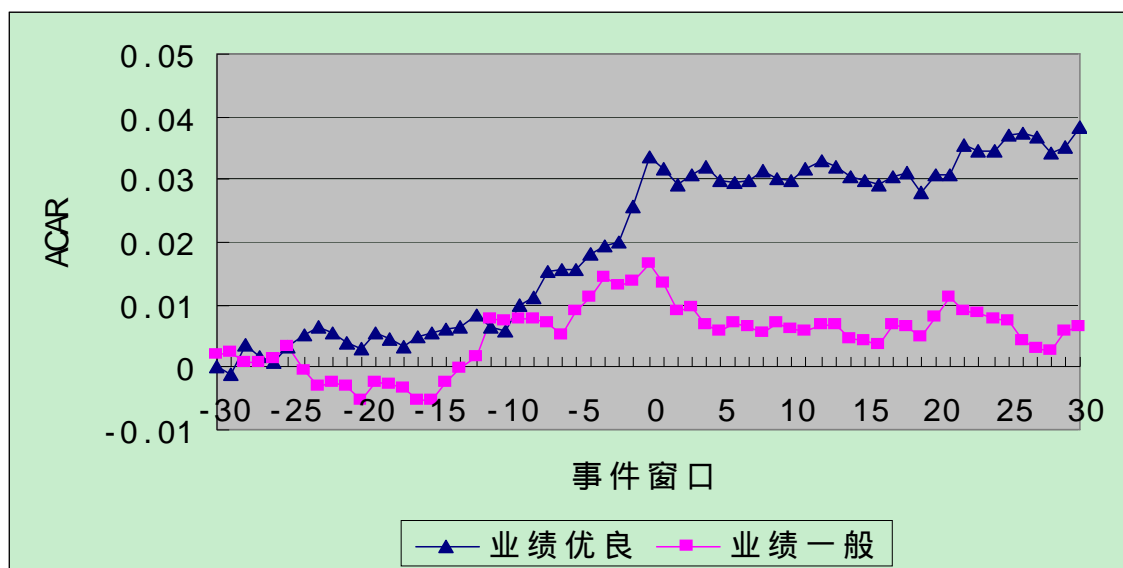


图 4-10：收购目标公司业绩是否优良与 ACAR (-30, 30)

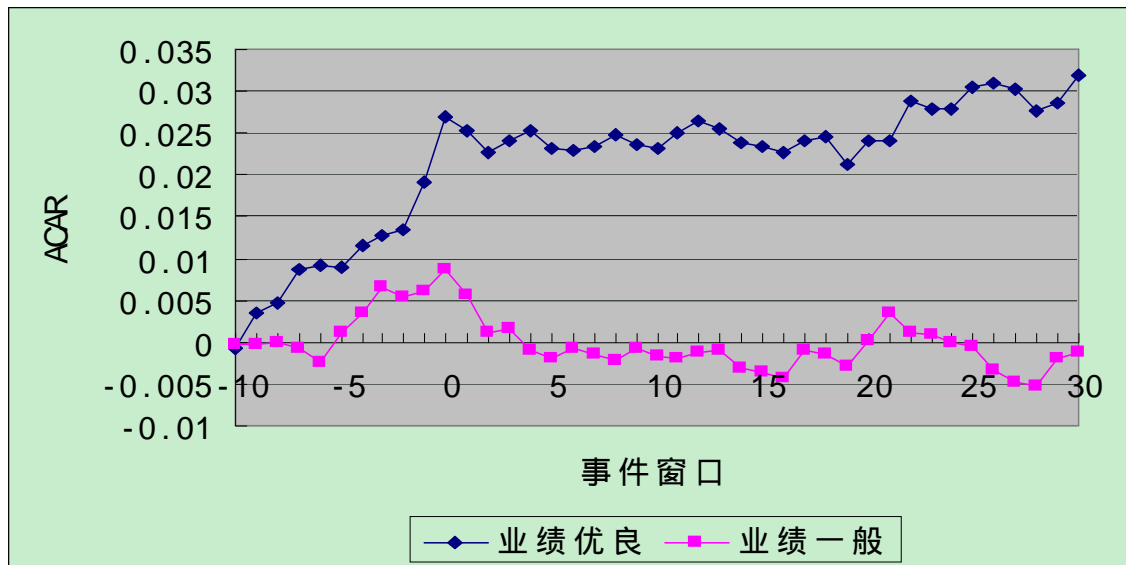


图 4-11：收购目标公司业绩是否优良与 ACAR (-10, 30)

从图 4-10 和图 4-11 中可以清楚地看到，在收购事件公告之前，由于信息的不对称，无论收购目标公司的业绩如何，收购公司的股票整体上都表现上涨趋势，两者差异不大，但随着信息的披露，目标公司业绩好的公司收购显然更被投资者所欢迎，股票累计超额收益率显著大于目标公司业绩差的收购样本。表 4-6 是样本超额收益率的均值、中位数、样本均值差异及其统计检验。

表 4-5：目标公司业绩是否优良与 CAR 及其统计检验

事件窗口	目标公司业绩优良		目标公司业绩一般		均值差异
	均值	中位数	均值	中位数	
(-1, +1)	0.0121***	0.0064***	-0.0002	0.0000	0.0123**
(-2, +2)	0.0099**	0.0055*	-0.0046**	-0.0038**	0.0145**
(-5, +5)	0.0141**	0.0121**	0.0052	0.0027	0.0089*
(-10, +10)	0.0231***	0.0080**	0.0069	-0.0027	0.0162**
(-10, +30)	0.0318***	0.0145**	0.0064	-0.0043	0.0254***
(-30, +30)	0.0384***	0.0321***	0.0138	0.0076	0.0246***

注 1：均值以及均值差异的显著性检验为 t 检验，中位数检验为 wilcoxon 检验。

注 2：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。

## 四、多元回归分析

为进一步检验上文提出的研究假设，我们建立如下多元回归模型：

$$CAR = c + \beta_1 State + \beta_2 ROE(-1) + \beta_3 CEO \& Director + \beta_4 DealSize + \beta_5 Return + \beta_6 Related Business + \beta_7 Tobin Q + \beta_8 Size + \beta_9 Leverage + \beta_{10} Financial Slack + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon$$

$$CAR = c + \beta_1 Governant + \beta_2 ROE(-1) + \beta_3 CEO \& Director + \beta_4 DealSize + \beta_5 Return + \beta_6 Related Business + \beta_7 Tobin Q + \beta_8 Size + \beta_9 Leverage + \beta_{10} Financial Slack + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon$$

其中，被解释变量 CAR 代表收购公司的累计超额收益率，解释变量的名称、定义以及预期符号见表 4-7，表 4-8 是解释变量的描述性统计，表 4-9 是解释变量之间的相关性检验。

表 4-7：多元回归模型中的变量名称、定义及预期符号

变量名称	变量定义	预期符号
Central State	是否中央控制，哑变量	+
Government	政府是否适度干预，哑变量	+
ROE(-1)	收购公司在收购前一年度 ROE (-1)	
CEO&Director	总经理和董事长兼任，哑变量	-
Deal Size	收购前的交易规模=交易总价/总资产	
Return	被收购公司业绩是否优良，哑变量	+
Related Trade	是否关联交易，哑变量	-
Related Business	业务是否相关，哑变量	+
Tobin Q	收购公司投资机会	+
Size	收购前的公司规模=log(总资产)	+
Leverage	收购前的公司资产负债率	
Financial Slack	收购前资金状况=货币资金/总资产	-

经过行业调整。  
经过行业调整。

表 4-8：解释变量描述性统计

变量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	偏度	峰度
Central State	0.2096***	0.0000	1.0000	0.0000	0.4079	1.4269	3.0360
Government	0.5143***	1.0000	1.0000	0.0000	0.5200	-0.0572	1.0033
ROE (-1)	0.0857***	0.0838	0.5964	-0.5811	0.0823	-1.4500	28.7307
CEO&Director	0.0956***	0.0000	1.0000	0.0000	0.2946	2.7502	8.5040
Deal Size	0.1295***	0.0731	1.5161	0.0010	0.1756	4.1584	26.2143
Return	0.3450***	0.0000	1.0000	0.0000	0.4764	0.6522	1.4254
Related Trade	0.6376***	1.0000	1.0000	0.0000	0.4818	-0.5723	1.3275
Related Business	0.6769***	1.0000	1.0000	0.0000	0.4687	-0.7563	1.5720
Tobin Q	1.5789***	1.3831	4.5724	0.6271	0.6656	2.1640	8.8369
Size	9.2098***	9.0961	11.5663	8.2660	0.5088	1.4776	6.8326
Leverage	-0.0066	-0.0032	0.4784	-0.3476	0.1589	0.1373	2.5642
Financial Slack	0.0029***	-0.0240	0.5261	-0.2167	0.1311	0.9503	3.7682

表 4-9：解释变量之间的相关性检验

	Central State	Government	ROE(-1)	CEO&Director	Deal Size	Return
Central State	1.000	0.034	-0.058	0.090	-0.125	-0.090
Government		1.000	-0.209	-0.135	0.064	-0.054
ROE(-1)			1.000	-0.056	0.177	0.102
CEO&Director				1.000	-0.088	-0.059
Deal Size					1.000	0.123
Return						1.000

	Related Trade	Related Business	Tobin Q	Size	Leverage	Financial Slack
Central State	0.138	0.051	0.001	0.133	0.024	0.111
Government	-0.289	-0.014	0.032	-0.016	0.140	0.012
ROE(-1)	0.135	-0.036	0.176	-0.020	-0.006	0.041
CEO&Director	0.214	-0.088	0.026	0.079	0.103	0.020
Deal Size	0.061	-0.207	0.247	-0.302	-0.153	0.210
Return	-0.116	-0.019	0.032	-0.156	-0.159	-0.019
Related Trade	1.000	0.067	0.117	0.155	0.027	-0.055
Related Business		1.000	-0.090	0.176	-0.077	-0.066
Tobin Q			1.000	-0.506	-0.286	0.208
Size				1.000	0.340	-0.232
Leverage					1.000	-0.400
Financial Slack						1.000

## (一) 并购绩效的影响因素分析

首先,分别以并购事件的 CAR(-2,2)和 CAR(-1,1)为被解释变量,以收购公司在收购之前年度的 ROE、董事长与总经理是否兼任、交易规模、是否关联交易、业务是否相关、Tobin Q、收购公司规模、财务杠杆、资金状况等为解释变量,对整体样本的并购绩效进行多元回归分析,结果见表 4-10 和表 4-11。

表 4-10: 并购绩效的影响因素回归分析(1)

Dependent Variable: CAR(-2,2)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.02293	0.049617	-0.46209	0.6442
ROE(-1)	0.016491	0.020779	0.793653	0.4278
CEO&Director	-0.01071*	0.00598	-1.79183	0.0738
Deal Size	0.011945	0.014095	0.847451	0.3971
Related Trade	-0.0066*	0.00405	-1.62988	0.1037
Related Business	-0.00352	0.004418	-0.79724	0.4257
Tobin Q	0.003517	0.00308	1.142	0.254
Size	0.00579	0.005128	1.129083	0.2594
Leverage	-0.01283	0.01218	-1.05356	0.2926
Financial Slack	-0.01929	0.015536	-1.24131	0.2151
Included observations: 549				
R-squared	0.025213	Mean dependent var	0.00268	
Adjusted R-squared	0.00801	S.D. dependent var	0.042145	
Log likelihood	915.9382	F-statistic	1.465665	
Durbin-Watson stat	2.061571	Prob(F-statistic)	0.15759	

注: \*表示 10% 的显著水平, \*\*表示 5% 的显著水平, \*\*\*表示 1% 的显著水平。

根据表 4-10 的回归结果，董事长与公司经理兼任、关联交易与公司并购绩效  $CAR(-2, 2)$  显著负相关，这与预期相符合。但  $R^2$  和  $F$  统计值表明线性回归模型对样本观测值的拟合程度较差。

表 4-11：并购绩效的影响因素回归分析（2）

Dependent Variable: CAR(-1,1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.05655	0.03556	-1.59036	0.1124
ROE(-1)	0.006917	0.014892	0.464484	0.6425
CEO&Director	-0.00192	0.004285	-0.44861	0.6539
Deal Size	0.013678	0.010101	1.354102	0.1763
Related Trade	-0.004748*	0.002903	-1.63129	0.1034
Related Business	-0.00534*	0.003167	-1.68533	0.0925
Tobin Q	0.005877***	0.002207	2.662995	0.008
Size	0.006809*	0.003675	1.852679	0.0645
Leverage	-0.00337	0.008729	-0.38621	0.6995
Financial Slack	-0.01427	0.011134	-1.28197	0.2004
Included observations: 549				
R-squared	0.035398	Mean dependent var	0.003071	
Adjusted R-squared	0.018376	S.D. dependent var	0.030364	
Log likelihood	1089.164	F-statistic	2.079495	
Durbin-Watson stat	1.847157	Prob(F-statistic)	0.029739	

注：\*表示 10% 的显著水平，\*\*表示 5% 的显著水平，\*\*\*表示 1% 的显著水平。

表 4-11 以并购前后 3 天的累计超额收益率  $CAR(-1, 1)$  为被解释变量，对并购绩效进行多元回归分析。与表 4-10 相比，该线性回归的拟合程度显著提高。与表 4-10 相同的是，回归结果表明关联并购的绩效显著低于非关联并购，这与 Jian 和 Wong (2003)<sup>[167]</sup> 的研究结论殊途同归。Jian 和 Wong 研究了我国上市公司与关联方之间的关联交易（产品销售和资金往来）后发现，集团控制的上市

公司会利用关联方交易向关联方输送资金，严重侵害了外部股东的利益。此外，专业化并购的业绩不如多元化的并购，这与上述单因素分析的结果一致，反映了我国上市公司并购行为与发达资本市场中的并购活动的一个显著差异。最后，Tobin Q 代表公司的投资机会，Tobin Q 的值越大，公司投资活动为股东创造价值的可能性也越高。表 4-11 的回归结果显示，我国上市公司并购绩效与 Tobin Q 正相关，这与 Tobin Q 理论相符。

表 4-12：并购绩效的影响因素回归分析（3）

Dependent Variable: CAR(-2,2)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.13553	0.057629	-2.35176	0.0196
ROE(-1)	-0.06617**	0.028078	-2.35678	0.0194
CEO&Director	-0.00178	0.008298	-0.21475	0.8302
Deal Size	0.05192***	0.017005	3.053306	0.0026
Return	0.014351***	0.005088	2.820844	0.0053
Related Trade	-0.00493	0.0051	-0.96675	0.3348
Related Business	0.001294	0.005247	0.246573	0.8055
Tobin Q	0.009679**	0.004207	2.300947	0.0224
Size	0.014997***	0.005857	2.560474	0.0112
Leverage	-0.02456*	0.015243	-1.61116	0.1087
Financial Slack	-0.03651*	0.019302	-1.89132	0.06
Included observations: 238				
R-squared	0.148166	Mean dependent var	0.000546	
Adjusted R-squared	0.10641	S.D. dependent var	0.035423	
Log likelihood	430.8559	F-statistic	3.548341	
Durbin-Watson stat	2.023396	Prob(F-statistic)	0.000238	

注：\*表示 10% 的显著水平，\*\*表示 5% 的显著水平，\*\*\*表示 1% 的显著水平。



表 4-13：并购绩效的影响因素回归分析（4）

Dependent Variable: CAR(-1,1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.09515	0.050356	-1.88957	0.0602
ROE(-1)	-0.0517**	0.024535	-2.10704	0.0363
CEO&Director	0.003088	0.007251	0.425925	0.6706
Deal Size	0.038877***	0.014858	2.616516	0.0095
Return	0.015141***	0.004445	3.405855	0.0008
Related Trade	-0.00244	0.004456	-0.54678	0.5851
Related Business	-0.00516	0.004584	-1.1245	0.2621
Tobin Q	0.007405**	0.003676	2.014675	0.0453
Size	0.009663*	0.005118	1.887984	0.0604
Leverage	-0.0093	0.013319	-0.69817	0.4859
Financial Slack	-0.02179	0.016866	-1.29176	0.1979
Included observations: 238				
R-squared	0.135992	Mean dependent var	0.003778	
Adjusted R-squared	0.093638	S.D. dependent var	0.030733	
Log likelihood	459.8628	F-statistic	3.210883	
Durbin-Watson stat	1.523904	Prob(F-statistic)	0.000738	

注：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。

表 4-12 和表 4-13 是加入被收购业绩变量后的公司并购绩效多元回归结果。我们发现，被收购公司的业绩（Return）是回归分析的重要控制变量，如果没有控制该变量，回归方程的整体显著水平和拟合优度较差（如表 4-10 和表 4-11 所示），但加入了被收购公司的业绩这一变量，两个回归方程的解释能力都显著提高。而且，被收购公司的业绩与并购绩效显著正相关，这与我们的预期相符。因为若公司的收购公告披露其收购对象业绩优良，这在多数情况下对收购公司的流通股股东来说显然是一个利好信息。

根据表 4-12 和表 4-13 的回归结果，可以发现，上市公司并购绩效与收购公

司收购之前年度的 ROE 显著负相关,都在 5%的水平上显著。这无法使用经营协同的并购动机理论进行解释,因为一般而言,财务绩效越好的公司,其经营协同能力也越强。但这一证据则支持了本文提出的研究假设 H1。也与李增泉等(2005)和黄兴李等(2006)的研究结论相一致,即用“掏空与支持”的理论能够更有效解释我国上市公司的并购现象<sup>[113][115]</sup>。具体而言,并购前业绩优良的上市公司,往往具有较多的自由现金流量,控股股东利用收购活动谋取私利的动机较强;而收购前业绩一般或较差的公司,控股股东可能会为了更长远的利益而向公司注入优质资产或盈利性较强的股权。前者是一种“掏空”行为,后者则表现为一种“支持”行为。

对于并购规模与并购绩效的关系,本文认为,如果是出于“掏空”动机的并购行为,并购规模越大,对外部流通股股东越不利;并购规模越小,则对外部股东的侵害程度也相对较小。如果是“支持”性的并购行为,则结论相反。表 4-12 和表 4-13 中的回归结果显示,并购交易规模则与并购绩效显著正相关,上述观点无法对此进行解释。更为合理的解释是,这个结果在一定程度上反映了流通股股东对于公司并购重组题材的炒作行为。

收购公司的 Tobin Q 与并购绩效显著正相关,如上所述,这符合 Tobin Q 理论,也与现有的多数文献发现相一致(例如 Lang 等人,1989)<sup>[49]</sup>。最后,Jensen (1986)的“自由现金流”理论认为,财务杠杆的使用可以抑制公司经理过度投资或盲目收购的行为,从而有利于公司降低代理成本<sup>[23]</sup>。但回归结果表明,公司财务杠杆与并购绩效负相关(在回归分析 3 中,显著水平为 10%),并没有支持“自由现金流”理论。

## (二) 控制人类型与公司并购绩效的多元回归分析

表 4-14 到表 4-19 的系列多元回归分析中考察了上市公司实际控制人类型与上市公司并购绩效的关系。

表 4-14 和表 4-15 显示中央控制类型的上市公司的并购绩效显著优于非中央控制型上市公司(包括地方政府控制和个人控制)。回归系数显示,中央控制型上市公司的 CAR(-2, 2)和 CAR(-1, 1)平均而言比非中央控制型公司分别高出 1.16%和 1.24%,且分别在 10%和 5%的水平上显著。表 4-16 和表 4-17 中的回归结果表明,在控制了相关变量之后,国有控股上市公司(中央控制和地方控

制)的并购绩效显著优于个人控制上市公司,支持了研究假设 H2。表 4-18 和表 4-19 是国有控股上市公司并购绩效的多元回归分析结果。从表中可以知道,中央控制的国有控股上市公司的并购绩效优于地方政府控制的国有控股上市公司,其中以 CAR(-2, 2) 为被解释变量的回归显示的绩效差异为 0.010, 显著水平是 0.12; 以 CAR(-1, 1) 为被解释变量的回归显示的绩效差异是 0.011, 显著水平为 0.10。这基本支持了我们的研究假设 H3。

表 4-14: 控制人类型与公司并购绩效的多元回归结果(1)

Dependent Variable: CAR(-2,2)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.06539	0.059226	-1.10409	0.2708
Central State	0.011569*	0.006221	1.859701	0.0643
ROE(-1)	-0.06973**	0.030417	-2.29255	0.0228
CEO&Director	-0.0076	0.008724	-0.87115	0.3846
Deal Size	0.034589**	0.01529	2.262252	0.0247
Return	0.017357***	0.005154	3.367804	0.0009
Related Trade	-0.00507	0.005282	-0.96017	0.338
Related Business	0.002474	0.005382	0.459578	0.6463
Tobin Q	0.006298	0.004335	1.452729	0.1477
Size	0.007162	0.006127	1.168834	0.2438
Leverage	-0.03645**	0.016983	-2.14628	0.033
Financial Slack	-0.03024	0.019711	-1.53392	0.1265
Included observations: 230				
R-squared	0.143401	Mean dependent var	0.001486	
Adjusted R-squared	0.099979	S.D. dependent var	0.038262	
Log likelihood	440.581	F-statistic	3.302496	
Durbin-Watson stat	2.102032	Prob(F-statistic)	0.000326	

注: \*表示 10% 的显著水平, \*\*表示 5% 的显著水平, \*\*\*表示 1% 的显著水平。

表 4-15：控制人类型与公司并购绩效的多元回归结果（2）

Dependent Variable: CAR(-1,1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.03026	0.053012	-0.57085	0.5687
Central State	0.012454**	0.005568	2.23676	0.0263
ROE(-1)	-0.05276*	0.027226	-1.9377	0.054
CEO&Director	-0.00377	0.007809	-0.48285	0.6297
Deal Size	0.027094**	0.013686	1.979756	0.049
Return	0.016455***	0.004613	3.566985	0.0004
Related Trade	-0.00434	0.004728	-0.91686	0.3602
Related Business	-0.00436	0.004818	-0.90451	0.3667
Tobin Q	0.004716	0.003881	1.215356	0.2256
Size	0.003613	0.005485	0.65884	0.5107
Leverage	-0.02215	0.015201	-1.457	0.1466
Financial Slack	-0.01997	0.017643	-1.13197	0.2589
Included observations: 230				
R-squared	0.131139	Mean dependent var	0.004902	
Adjusted R-squared	0.087095	S.D. dependent var	0.034005	
Log likelihood	465.9637	F-statistic	2.977475	
Durbin-Watson stat	2.140775	Prob(F-statistic)	0.001052	

注：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。

表 4-16：控制人类型与公司并购绩效的多元回归结果（3）

Dependent Variable: CAR(-2,2)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.08302	0.057599	-1.44138	0.1509
State	0.01194*	0.006329	1.886441	0.0606
ROE(-1)	-0.07448**	0.03033	-2.45547	0.0149
CEO&Director	-0.00854	0.008744	-0.97686	0.3297
Deal Size	0.036411**	0.015311	2.37817	0.0183
Return	0.016716***	0.005131	3.257946	0.0013
Related Trade	-0.006	0.005333	-1.12579	0.2615
Related Business	0.002529	0.005365	0.471398	0.6378
Tobin Q	0.007978*	0.004341	1.837615	0.0675
Size	0.00833	0.005991	1.39037	0.1658
Leverage	-0.03075*	0.01695	-1.81438	0.071
Financial Slack	-0.02529	0.019468	-1.29922	0.1952
Included observations: 230				
R-squared	0.14372	Mean dependent var	0.001515	
Adjusted R-squared	0.100513	S.D. dependent var	0.038181	
Log likelihood	443.0339	F-statistic	3.326331	
Durbin-Watson stat	2.0823	Prob(F-statistic)	0.000298	

注：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。

表 4-17：控制人类型与公司并购绩效的多元回归结果（4）

Dependent Variable: CAR(-1,1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.04991	0.051651	-0.96628	0.335
State	0.01176**	0.005676	2.072109	0.0394
ROE(-1)	-0.05758**	0.027198	-2.11712	0.0354
CEO&Director	-0.00465	0.007841	-0.59278	0.5539
Deal Size	0.028739**	0.013729	2.093217	0.0375
Return	0.015652***	0.004601	3.401761	0.0008
Related Trade	-0.00525	0.004782	-1.09838	0.2732
Related Business	-0.00437	0.004811	-0.90783	0.365
Tobin Q	0.006429*	0.003893	1.651324	0.1001
Size	0.005024	0.005373	0.935128	0.3508
Leverage	-0.01724	0.015199	-1.1345	0.2578
Financial Slack	-0.01487	0.017457	-0.85188	0.3952
Included observations: 230				
R-squared	0.128211	Mean dependent var	0.004884	
Adjusted R-squared	0.084221	S.D. dependent var	0.033932	
Log likelihood	468.1051	F-statistic	2.914585	
Durbin-Watson stat	2.158115	Prob(F-statistic)	0.001313	

注：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。

表 4-18：控制人类型与公司并购绩效的多元回归结果（5）

Dependent Variable: CAR(-2,2)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.1005	0.068059	-1.47667	0.1416
Central State	0.010073	0.006447	1.562294	0.1201
ROE(-1)	-0.11857***	0.040817	-2.90496	0.0042
CEO&Director	-0.01061	0.010982	-0.96634	0.3353
Deal Size	0.071372***	0.019968	3.574419	0.0005
Return	0.014669**	0.005787	2.534685	0.0122
Related Trade	-0.00761	0.00612	-1.24325	0.2155
Related Business	0.006336	0.006302	1.00544	0.3161
Tobin Q	0.012131**	0.005149	2.356246	0.0196
Size	0.010883	0.006905	1.576077	0.1169
Leverage	-0.04906**	0.019225	-2.5521	0.0116
Financial Slack	-0.03447	0.023195	-1.48591	0.1392
Included observations: 182				
R-squared	0.221469	Mean dependent var	0.003709	
Adjusted R-squared	0.166189	S.D. dependent var	0.039752	
Log likelihood	352.0056	F-statistic	4.006288	
Durbin-Watson stat	1.951187	Prob(F-statistic)	0.000018	

注：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。

表 4-19：控制人类型与公司并购绩效的多元回归结果（6）

Dependent Variable: CAR(-1,1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.07346	0.06043	-1.21566	0.2258
Central State	0.010737*	0.005725	1.875593	0.0624
ROE(-1)	-0.09202**	0.036242	-2.53915	0.012
CEO&Director	-0.0003	0.009751	-0.03064	0.9756
Deal Size	0.058752***	0.017729	3.31388	0.0011
Return	0.012951**	0.005139	2.520317	0.0127
Related Trade	-0.0091*	0.005434	-1.67456	0.0959
Related Business	-0.00411	0.005595	-0.73402	0.464
Tobin Q	0.009264**	0.004571	2.026468	0.0443
Size	0.007506	0.006131	1.22426	0.2226
Leverage	-0.02799*	0.01707	-1.63962	0.1029
Financial Slack	-0.02134	0.020594	-1.03637	0.3015
Included observations: 182				
R-squared	0.193543	Mean dependent var	0.006856	
Adjusted R-squared	0.13628	S.D. dependent var	0.034679	
Log likelihood	373.6448	F-statistic	3.37988	
Durbin-Watson stat	1.892077	Prob(F-statistic)	0.000192	

注：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。



## （二）政府干预与公司并购绩效的多元回归分析

表 4-20 到表 4-22 列示的政府干预与公司并购绩效  $CAR(-2, 2)$  的回归结果。如前所述，我们分析整体样本的公司 CEO 变更情况，按照上述标准筛选出公司 CEO 非正常离任的子样本（256 个收购事件），我们进一步根据表 3-2 的判断标准，将 CEO 非正常离任分为合理和不合理两类样本，前者视为政府适度干预的结果，后者视为政府过度干预的结果。表 4-20 的回归结果表明，当控制了并购前一年度 ROE（-1）、交易规模、公司规模等变量后，政府适度干预样本的公司并购绩效比政府过度干预样本的公司并购绩效高出 0.026， $t$  统计值表明其显著异于 0，这支持了研究假设 H4。

在公司 CEO 非正常离任的 256 个收购事件中，有 105 个并购事件的收购公告书包含了收购目标公司的财务业绩。表 4-21 的回归方程中，进一步控制的收购目标公司的财务业绩，回归结果显示，政府适度干预的公司并购绩效虽然高于政府过度干预的公司，但在统计检验上没有显著。对这一子样本，我们不考虑目标公司财务业绩的变量，重复进行多元回归分析，结果如表 4-22 所示。表中显示，政府是否适度干预变量的符号为正，但其数值在统计上也不够显著。

综合表 4-20 到表 4-22 的多元回归结果，本文认为，通过上文所述的方法构造的政府干预变量，能够在一定程度上解释我国上市公司的并购绩效，并支持李稻葵（1999）<sup>[4]</sup>提出的观点，适度的政府干预有助于降低国有企业的“内部人控制”导致的代理成本。尽管由于样本的限制，本文构造的政府干预代理变量在解释能力上还不够稳定。这一思路为今后研究政府干预与上市公司财务政策相关问题提供了有益的尝试。

表 4-20：政府干预与公司并购绩效的多元回归结果（1）

Dependent Variable: CAR(-2,2)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.06986	0.067222	-1.03923	0.2998
Government	0.026077***	0.005292	4.928052	0.000
ROE(-1)	-0.066947**	0.028212	-2.373029	0.0185
CEO&Director	-0.00448	0.012728	-0.35195	0.7252
Deal Size	0.037791**	0.019799	1.908729	0.0576
Related Trade	-0.01058*	0.005703	-1.85485	0.0649
Related Business	0.003767	0.006469	0.582242	0.561
Tobin Q	0.003638	0.003628	1.002955	0.317
Size	0.007115	0.006586	1.080295	0.2812
Leverage	-0.01022	0.015892	-0.643	0.5209
Financial Slack	-0.01842	0.021097	-0.8733	0.3834
Included observations: 238				
R-squared	0.152476	Mean dependent var	0.002793	
Adjusted R-squared	0.11514	S.D. dependent var	0.041307	
Log likelihood	440.9205	F-statistic	4.083894	
Durbin-Watson stat	1.737746	Prob(F-statistic)	0.000035	

注：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。

表 4-21：政府干预与公司并购绩效的多元回归结果（2）

Dependent Variable: CAR(-2,2)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.17175	0.090949	-1.88844	0.0623
Government	0.00472	0.007424	0.635731	0.5266
ROE(-1)	-0.09306**	0.04174	-2.22963	0.0283
CEO&Director	-0.04897**	0.024534	-1.99617	0.049
Deal Size	0.084303***	0.02226	3.787155	0.0003
Return	0.014103*	0.007383	1.910111	0.0594
Related Trade	-0.01525*	0.007925	-1.92425	0.0576
Related Business	0.008143	0.007635	1.066556	0.2891
Tobin Q	0.015077	0.005571	2.706443	0.0082
Size	0.026237***	0.008209	3.195927	0.0019
Leverage	-0.04773**	0.023845	-2.00162	0.0484
Financial Slack	-0.08006***	0.027904	-2.86909	0.0052
Included observations: 105				
R-squared	0.377165	Mean dependent var	0.002755	
Adjusted R-squared	0.292232	S.D. dependent var	0.038568	
Log likelihood	209.888	F-statistic	4.440778	
Durbin-Watson stat	1.735638	Prob(F-statistic)	0.000016	

注：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。

表 4-22：政府干预与公司并购绩效的多元回归结果（3）

Dependent Variable: CAR(-2,2)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.24064	0.088509	-2.71888	0.0078
Government	0.007057	0.007417	0.951402	0.3439
ROE(-1)	-0.07357*	0.042731	-1.72174	0.0884
CEO&Director	-0.0056	0.0208	-0.26935	0.7883
Deal Size	0.091926***	0.022922	4.010402	0.0001
Related Trade	-0.01995**	0.007963	-2.50561	0.014
Related Business	0.008424	0.007819	1.077331	0.2841
Tobin Q	0.01347**	0.005597	2.40681	0.0181
Size	0.02501***	0.008455	2.958069	0.0039
Leverage	-0.053**	0.023538	-2.25183	0.0267
Financial Slack	-0.08223***	0.028769	-2.85825	0.0053
Included observations: 105				
R-squared	0.308559	Mean dependent var	0.001865	
Adjusted R-squared	0.226776	S.D. dependent var	0.038459	
Log likelihood	212.9913	F-statistic	3.772881	
Durbin-Watson stat	1.722966	Prob(F-statistic)	0.000175	

注：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。

## 第二节 基于财务业绩指标的研究方法

由于投资者进行投资分析时还会依据公司的经营绩效和成长前景,从这个意义上说,公司并购前后财务状况和业绩的变化也可以很大程度上反映公司并购的绩效。

尽管我国上市公司财务指标存在利润操纵现象,但是陈晓等(1999)的实证研究表明,我国上市公司财务报表盈余数据具有很强的信息含量<sup>[168]</sup>。冯根福和

吴林江(2001)指出,任何会计指标操纵也只能是暂时的,如果给予足够长的会计期间,公司绩效的变化最终都会反映到其会计报表之中,因此采用财务指标来检验上市公司并购前后期绩效的变化也可以得出比较客观、准确的结果<sup>[109]</sup>。李善民(2003)也指出,尽管我国证券市场累计异常收益率(CAR)评价方法的一致性较强,但是它在反应并购重组的实际结果时确实存在一些影响真实性的因素,其结果需要采用公开披露的相关财务指标来印证<sup>[110]</sup>。所以,本节采用财务业绩指标的方法来检验上市公司并购前后业绩的变化。

从我国证券市场开设以来,净资产收益率(ROE)一直是评判一家公司,尤其是上市公司经营业绩的主要指标。总体上讲,这一指标的设立有三个方面的作用:(1)综合作用,由于这一指标表示的是每股收益与每股净资产的比值,而每股收益又直接与市盈率相关,所以它是判断公司股票价值即股东利益最大化的综合性指标之一;(2)分析作用,净资产收益率是所有财务分析比率指标中最具有代表性、综合性最强的一个指标;(3)标尺作用,在中国证券市场,公司增发股票、配股、股票是否特别处理(ST)等等,主要依据ROE指标。因此,本文采用ROE指标考察我国上市公司并购前后的绩效变化。

为了检验本文的研究假设H1,我们将613起并购事件分为三大类,即并购前业绩优良公司的并购(绩优公司)、并购前业绩一般公司的并购(业绩一般公司)以及并购前业绩较差公司的并购。具体分类标准如下:

(1) 业绩优良的标准为  $ROE(-1) \geq 10\%$ , 且  $ROE(-2) \geq 6\%$  ;

(2) 业绩一般的标准为  $ROE(-1) < 10\%$  或  $ROE(-1) \geq 10\%$  但  $ROE(-2) < 6\%$  ;

(3) 业绩较差的标准为  $ROE(-1) < 0$ 。

图4-12和图4-13分别是各样本在并购前后6年的ROE和经行业调整后的ROE变化图。如图所示,对绩优公司以及并购前业绩一般的公司,平均而言,并购活动并没有提高上市公司的财务绩效,相反,上市公司的ROE在并购之后逐年递减。而对于并购前亏损的上市公司,上市公司轻而易举地实现了扭亏为盈的目的,然而在此之后,ROE一路下滑,甚至又陷入亏损状态。

---

计算过程中排除了非正常极值的公司。

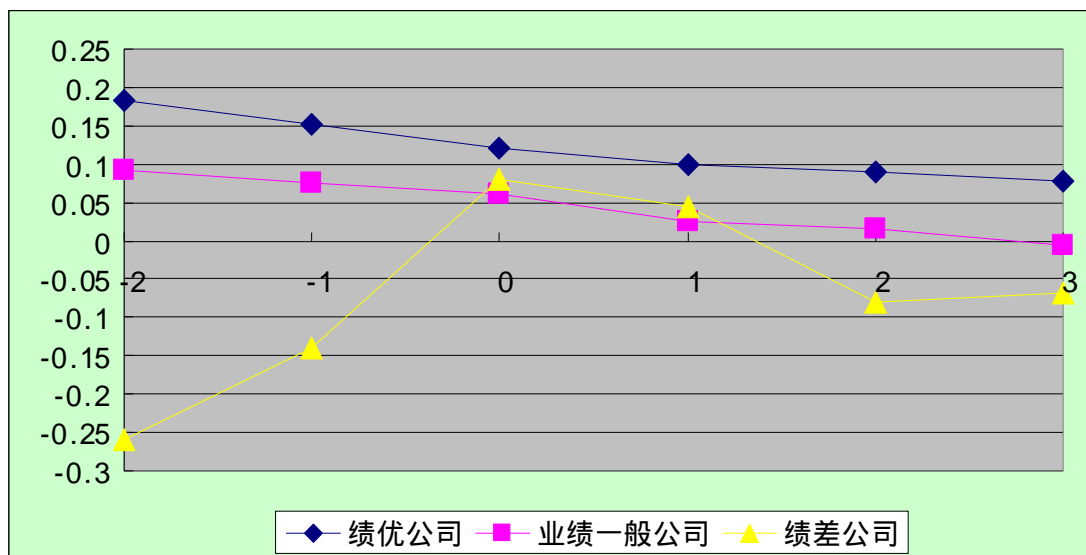


图 4-12：业绩不同的公司在并购前后的 ROE 变化

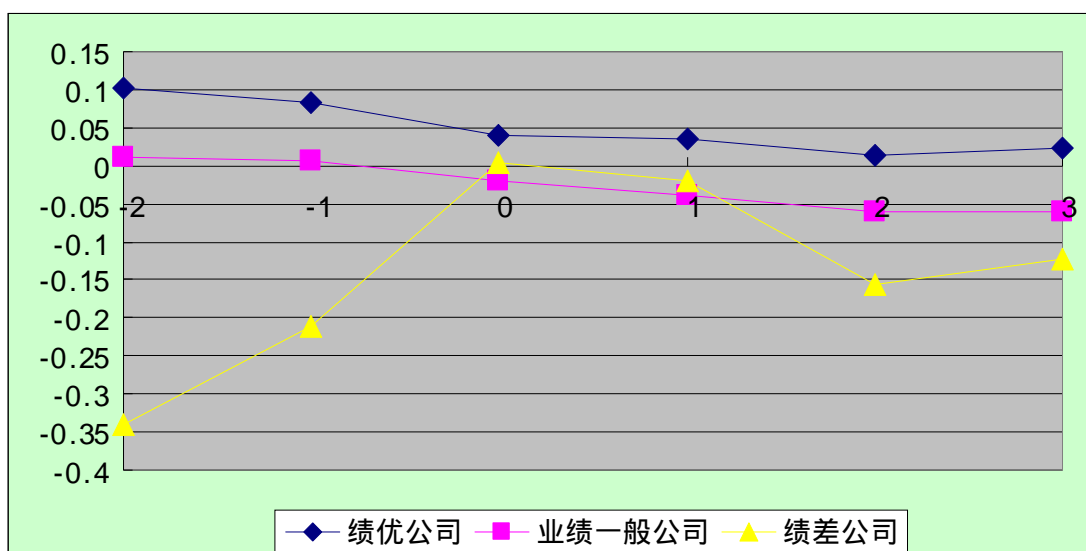


图 4-13：业绩不同的公司在并购前后的 ROE（经行业调整后）变化

表 4-23 和 4-24 是不同样本并购前后 ROE 变化的统计检验。检验结果部分支持了研究假设 H1。在并购后的一段时期内，业绩优良的上市公司并不能通过整合实现协同效应，并购后的业绩逐年递减。而对于业绩较差的公司，并购活动在短期内显著提高了公司的财务绩效，但从长期（本文是并购后 3 年）来看，公司并购并没有提高公司业绩。

表 4-23：按并购前业绩分类的不同样本在并购前后 ROE 变化的统计检验

	T <sub>0</sub> -T <sub>1</sub>	T <sub>1</sub> -T <sub>0</sub>	T <sub>1</sub> -T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub> -T <sub>0</sub>	T <sub>3</sub> -T <sub>0</sub>
绩优公司	-0.0320*	-0.0200*	-0.0520**	-0.0300***	-0.0420***
业绩一般	-0.0160*	-0.0350*	-0.0510*	-0.0450***	-0.0658***
绩差公司	0.2200***	-0.0350***	0.1850***	-0.1600***	-0.1480***

\*表示 10% 的显著水平，\*\*表示 5% 的显著水平，\*\*\*表示 1% 的显著水平。

表 4-24：不同样本在并购前后 ROE（行业调整）变化的统计检验

	T <sub>0</sub> -T <sub>1</sub>	T <sub>1</sub> -T <sub>0</sub>	T <sub>1</sub> -T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub> -T <sub>0</sub>	T <sub>3</sub> -T <sub>0</sub>
绩优公司	-0.0420*	-0.0050*	-0.0470**	-0.0260***	-0.0170***
业绩一般	-0.0260*	-0.0200*	-0.0460*	-0.0410***	-0.0408***
绩差公司	0.2150***	-0.0250***	0.1900***	-0.1610***	-0.1280***

\*表示 10% 的显著水平，\*\*表示 5% 的显著水平，\*\*\*表示 1% 的显著水平。

图 4-14 和图 4-15 分别反映了根据控制权类型划分的各子样本在并购前后 6 年 ROE 和经行业调整后的 ROE 变化情况。如图所示，整体上，我国上市公司 ROE 在并购之后呈现下降趋势，其中个人控制型公司的下降最为明显。而中央控制型公司的 ROE 在并购事件发生一年后略有提升，但之后也小幅下降。各样本的 ROE 变化的统计检验如表 4-25 和表 4-26 所示。统计检验表明，虽然从长期来看，各种控制类型的上市公司在并购之后的财务业绩均显著下降，但中央控制型公司下降幅度最小，而民营上市公司最大，这从财务指标的角度，支持了论文的研究假设 H2 和 H3。

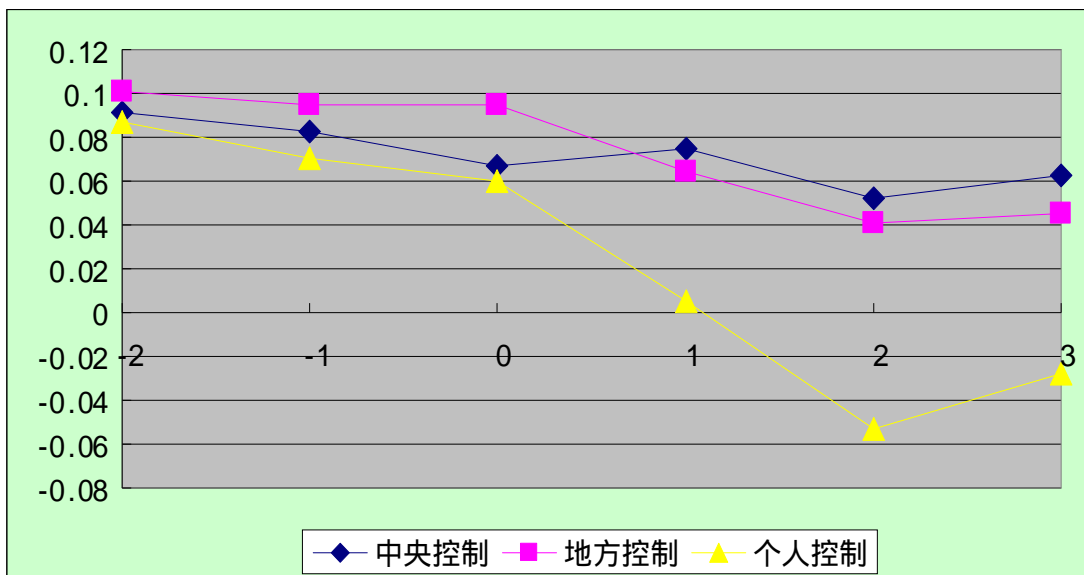


图 4-14：不同控制权类型的上市公司并购前后的 ROE 变化

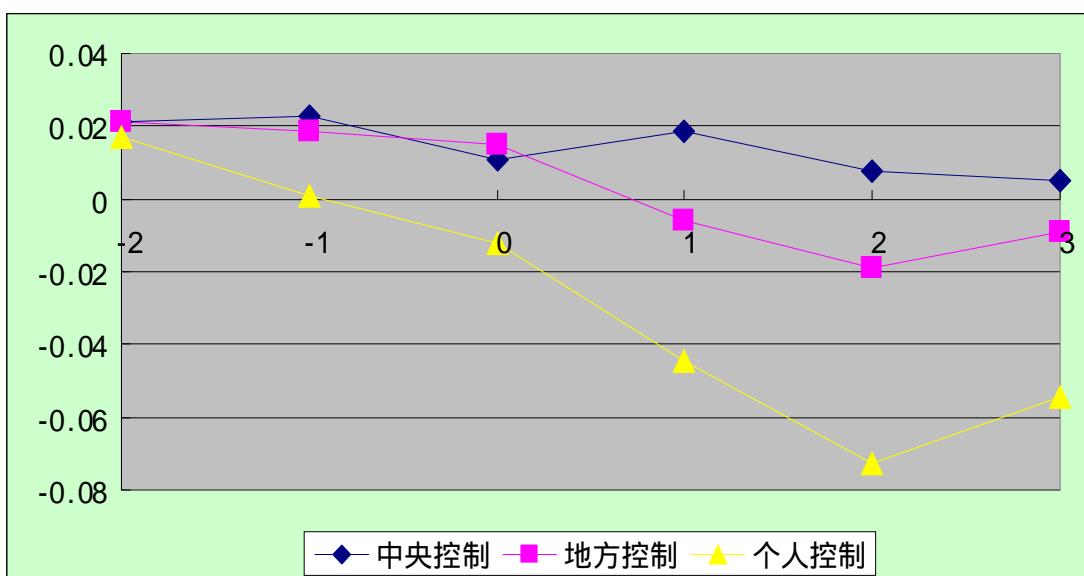


图 4-15：不同控制权类型的上市公司并购前后的 ROE (经行业调整) 变化

表 4-25：控制人类型不同的公司样本并购前后年度 ROE 变化的统计检验

	T <sub>0</sub> -T <sub>-1</sub>	T <sub>1</sub> -T <sub>0</sub>	T <sub>1</sub> -T <sub>-1</sub>	T <sub>2</sub> -T <sub>0</sub>	T <sub>3</sub> -T <sub>0</sub>
中央控制	-0.0158*	0.0080*	-0.0077*	-0.0149**	-0.0041***
地方控制	0.0001	-0.0304**	-0.0303**	-0.0539***	-0.04993***
个人控制	-0.0107*	-0.0545**	-0.0653***	-0.1128***	-0.08791***

注：\*表示 10% 的显著水平，\*\*表示 5% 的显著水平，\*\*\*表示 1% 的显著水平



表 4-26 :控制人类型不同的公司并购前后年度行业调整后 ROE 变化的统计检验

	$T_0-T_{-1}$	$T_1-T_0$	$T_1-T_{-1}$	$T_2-T_0$	$T_3-T_0$
中央控制	-0.0121*	0.0077*	-0.0043*	-0.0030**	-0.0056**
地方控制	-0.0039*	-0.0204*	-0.0243**	-0.0339***	-0.0236***
个人控制	-0.0127**	-0.0325**	-0.0453**	-0.0608***	-0.0422***

注：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。

图 4-15 和图 4-16 分别是政府是否适度干预两类样本在并购前后的 ROE 和行业调整后的 ROE 变化情况图。各样本的 ROE 变化的统计检验如表 4-23 和表 4-24 所示。基于 ROE 财务指标的研究方法，根据图 4-16 和 4-17 以及统计检验表无法得出，政府适度干预样本的并购绩效优于适度干预样本。

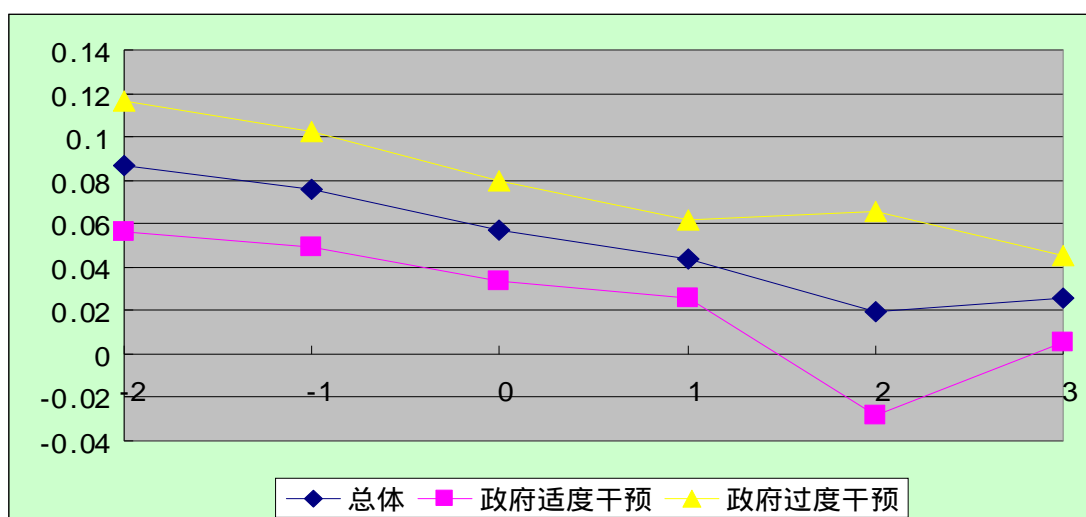


图 4-16 :政府干预程度不同的上市公司并购前后的 ROE 变化

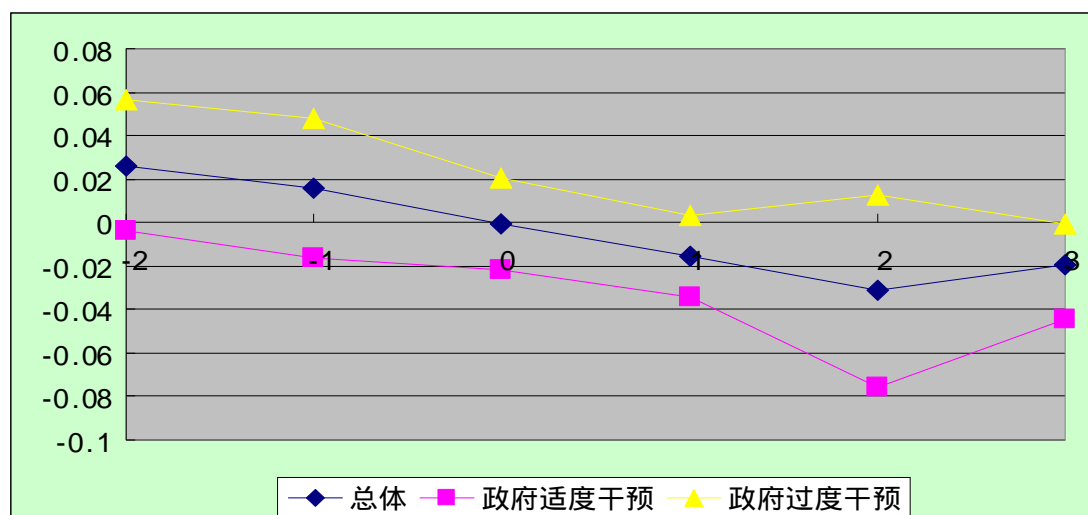


图 4-17：政府干预程度不同的上市公司并购前后的 ROE 变化

表 4-27：政府是否适度干预样本的并购前后 ROE 变化的统计检验

	T <sub>0</sub> -T <sub>1</sub>	T <sub>1</sub> -T <sub>0</sub>	T <sub>1</sub> -T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub> -T <sub>0</sub>	T <sub>3</sub> -T <sub>0</sub>
总体	-0.0112*	-0.0180*	-0.0292**	-0.0383**	-0.0320***
适度干预	-0.0155*	-0.0080	-0.0235**	-0.0616***	-0.0279***
过度干预	-0.0227*	-0.0179**	-0.0406***	-0.0138***	-0.0342***

注：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。

表 4-28：政府是否适度干预样本的并购前后行业调整后 ROE 变化的统计检验

	T <sub>0</sub> -T <sub>1</sub>	T <sub>1</sub> -T <sub>0</sub>	T <sub>1</sub> -T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub> -T <sub>0</sub>	T <sub>3</sub> -T <sub>0</sub>
总体	-0.0164*	-0.0151*	-0.0315**	-0.0303**	-0.0191***
适度干预	-0.0055	-0.0130*	-0.0185*	-0.0546***	-0.0229***
过度干预	-0.0277*	-0.0170**	-0.0447***	-0.0078***	-0.0212***

注：\*表示 10%的显著水平，\*\*表示 5%的显著水平，\*\*\*表示 1%的显著水平。

## 第五章 结论与政策建议

本文基于我国丰富多元的制度背景,全面考察了我国上市公司的并购动因与绩效,通过采用事件研究法和财务指标研究法,本文主要得到以下结论:

首先,多元回归分析表明,上市公司并购之前的财务业绩 ROE(-1)与并购绩效成反比。西方现有的并购理论难以对此进行有效地解释,但这一结果支持了本文的研究假设,也也与李增泉等(2005)和黄兴李等(2006)的研究结论相一致,即用“掏空与支持”的理论能够更有效解释我国上市公司的并购现象<sup>[113][115]</sup>。

其次,事件研究表明,相对国有控股上市公司,民营上市的并购短期绩效显著较差。这支持了上海证券交易所研究中心(2005)的研究结论,即我国民营上市公司盈利能力和公司治理状况总体上比国有控股上市公司差。而从公司并购前后的 ROE 变化上看,无论是国有控股上市公司,还是民营上市公司,并购在长期范围内未能提高公司的财务业绩。

第三,事件研究表明,中央控股上市公司的并购绩效比地方政府控股上市公司好,这在一定意义上能够表明中央政府能够对上市公司更加有效地控制,减少“内部人控制”引发的代理成本,同时也与夏立军和方轶强(2005)的研究结论相一致。

第四,本文通过收购公司 CEO 的变更情况与变更前财务业绩变化构造的“政府干预”代理变量能够在一定程度上反映政府干预程度,无论是单因素分析还是多元回归分析,都表明政府适度干预的国有控股上市公司的并购绩效显著优于政府过度干预的国有控股上市公司,但财务指标法的实证分析没能得出类似的结论。

第五,我国证券市场对于上市公司并购事件存在明显的提前反应现象,无论上市公司收购对象如何,收购公司的股票在并购事件公告之前整体上呈现上涨的趋势,公告之后开始回落。同时,收购公司累计超额收益率与并购交易规模显著正相关。此外,投资者对于上市公司多元化的收购有更为积极的反应,这与国外多数学者的实证结论基本不一致。但这些证据综合反映了我国资本市场上的投资者对并购重组事件的炒作与追捧。

第六,国内学者在对我国上市公司并购行为的研究中,较少考虑收购目标公司的财务业绩。但本文的研究发现,目标公司的财务指标是公司并购绩效的重要影响因素之一,也是多元回归分析中不可或缺的控制变量之一。

基于上述研究结论,我们认为我国上市公司的并购动因与绩效,是我国上市公司与资本市场制度背景下自然衍生的产物,要使并购重组成为推动上市公司做大做强、实现资本市场资源优化配置功能的有效途径和重要方式,必须改革完善我国上市公司治理所必需的外在环境,建立有效的财产权利保护和股东权利保护机制,并在此基础上完善民营经济发展的制度环境。具体地说,本文提出如下几点建议。

首先,要减少政府干预,推动市场主导型的并购发展。即,企业根据自身发展的需要,在资本市场上按照并购市场的规则进行的并购活动。政府部门作为国有企业与国有控股上市公司的所有者(或控股股东),介入和干预企业的并购活动是必然和必要的,但应当避免其负面效应。在我国市场经济体制不完善的情况下,各级政府作为对市场机制的补充,利用其政治资源和信息资源,积极介入企业的并购活动,对消除亏损的企业,促成跨地区、跨行业、跨所有制的企业并购,保障国企改革的推进等发挥了积极的作用。但是,应该避免政府部门为了自身利益最大化而对企业并购进行盲目干预。政府应该减少对上市公司并购重组的直接介入和干预,而将工作重点放在推动市场建设和规范上市公司的并购行为上。政府可以指导或引导企业开展并购重组活动,但必须尊重市场,减少行政干预,严格遵循市场化原则,努力推动上市公司实现重组效益的最大化,促进社会资源的有效配置。因此,在经济体制改革的同时,也要加快政治体制改革,明确政府部门的职责,规范各级政府的行为,使政府行为符合市场规律的要求,避免越权越位行政。

其次,在投资者利益保护机制尚未有效建立的前提下,企图通过民营化实现经济增长的努力将是徒劳的。虽然自2000年上海证券交易所首次发布《上市公司治理指引》以来,我国在股东财产权利保护制度方面已取得显著的进展,例如累积投票制度、分类表决制度、独立董事制度等相继出台,证券市场民事赔偿制度也开始起步。然而,总体上看,股东权利保护无法可依、执法不严的现象仍十分普遍。在我国当前的法制建设水平下,应在“国退民进”中加强对民营上市公

司收购行为的监管，重点关注收购资金来源的合理合法性，防范其从控股的上市公司套取资金用以收购其他上市公司，避免格林柯尔收购科龙电器类似案例的再次出现。

第三，进一步深化“股权分置”的改革，不仅要积极推动现有非流通股的上市流通，还要着眼解决“全流通”后仍可能存在的“一股独大”的问题，大力发展控制权市场。在当前“一股独大”下，上市公司的战略行为与控股股东的利益高度一致，我国上市公司并购重组表现的一些基本特征，例如追求外延式规模扩张、追求多元化发展战略、频繁的大规模的资产关联交易等，深刻地反映了控股股东滥用社会公众资本的心态，也严重侵害了中小股东的财产和利益。如果在“股权分置”改革完成之后，我国资本市场与亚洲其他资本市场一样，依然存在高度集中的股权结构，那么大股东掏空问题还将会反复出现，当前的“股权分置”改革的成效将大打折扣。

## 参考文献

- [1]陆正飞,叶康涛.中国资本市场的公司财务研究:回顾与评论(下)[J].财会通讯(综合版),2004,(11):10—14.
- [2]上海证券交易所研究中心.中国公司治理报告:国有控股上市公司治理[M].上海:复旦大学出版社,2006.
- [3]Qian, Y.i. Enterprise Reform in China: Agency Problems and Political Control [J]. Economics of Transition, 1996,(4): 427—447.
- [4]李稻葵.政府控制转型过程中的国有企业所引起的成本和收益:来自中国的证据.working paper <http://ncer.tsinghua.edu.cn/lunwen/paper2/wp199904.doc>, 1999.
- [5]李增泉.国家控股与公司治理的有效性[D].上海财经大学博士学位论文,2002.
- [6]上海证券交易所研究中心.中国公司治理报告(2005):民营上市公司治理[M].上海:复旦大学出版社,2005.
- [7]唐宗明,蒋位.中国上市公司大股东侵害度实证分析[J].经济研究,2002,(4):44-50.
- [8]徐晓东,陈小悦.第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J].经济研究,2003,(2):64—74.
- [9]刘峰,贺建刚,魏明海.控制权、业绩与利益输送[J].管理世界,2004,(8):102-110.
- [10]叶康涛,陆正飞.中国上市公司股权融资成本影响因素分析[J].管理世界,2004,(5):127—131.
- [11]阎大颖.中国上市公司控股股东价值取向对股利政策影响的实证研究[J].南开经济研究,2004,(6):94—100.
- [12]白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜.中国上市公司治理结构实证研究[J].经济研究,2005,(2):81-91.
- [13]陈文斌,陈小悦.大股东代理问题与IPO募集资金的使用[J].南开管理评论,2005,(3):4—8.
- [14]马曙光,黄志忠,薛云奎.股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策[J].会计研究,2005,(9):44—50.
- [15]王化成,胡国柳.股权结构与企业投资多元化关系:理论与实证分析[J].会计研究,

- 2005, ( 8 ): 56—62.
- [16] Lin Y., F. Cai, and Z. Li. Competition, Policy Burdens, and State-owned Enterprise Reform [J]. American Economic Review, 1998, ( 88 ): 422—427.
- [17] Shleifer, A. and Vishny, R. A Survey of Corporate Governance [J]. Journal of Finance, 1997, ( 52 ): 737—783.
- [18] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and A. Shleifer. Corporate ownership around the world [J]. Journal of Finance, 1999, ( 54 ): 471—517.
- [19] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. Investor Protection and Corporate Governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000, ( 58 ): 3—28.
- [20] Baumol, W. Business Behavior, Value, and Growth [M]. New York : Macmillan, 1959.
- [21] Marris, R. The Economic Theory of Managerial Capitalism [M]. Glencoe IL: Free Press, 1964.
- [22] Donaldson, G. Managing Corporate Wealth [M]. New York: Praeger, 1984.
- [23] Jensen, M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986, ( 76 ): 323—329.
- [24] Jensen, M.C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems [J]. Journal of Finance, 1993, ( 48 ): 831—880.
- [25] 张小军. 多元化掏空中国制药之王? ——“三九”资本迷雾 [J]. 当代经理人, 2004, ( 8 ): 60-62.
- [26] Shleifer, A., and R. W. Vishny. Politicians and Firms [J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, ( 109 ): 995—1025.
- [27] Shleifer, A. State versus Private Ownership [J]. Journal of Economic Perspectives, 1998, ( 12 ): 133—150.
- [28] 陈信元, 黄俊. 政府干预、多元化经营与公司业绩 [J]. 管理世界, 2007, ( 1 ).
- [29] 方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购 [J]. 管理世界, 2008, ( 9 ): 118—123.
- [30] Bae, K., Kang, J., Kim, J. Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups [J]. Journal of Finance, 2002, ( 57 ): 2695-2740.
- [31] 郎咸平, 纪丽琴等. 在“国退民进”盛筵中狂欢的格林柯尔 [N]. <http://finance.sina.com.cn/t/20040816/1202951523.shtml>, 2008-08-16.
- [32] Manne, H.G. Mergers and the Market for Corporate Control [J]. The Journal of Political Economy, 1965, ( 73 ): 110—120.

- [33]Fama, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm [J]. The Journal of Political Economy ,1980, ( 88 ): 288—307.
- [34]Jensen, M. C. and R. S. Ruback. The Market For Corporate Control [J]. Journal of Financial Economics ,1983, ( 11 ): 5—50.
- [35]Jensen, M. C. Takeovers: Their Causes and Consequences [J]. Journal of Economic Perspectives, 1988, ( 2 ): 21—48.
- [36]Arrow, K.J. Vertical Integration and Communication [J]. Bell Journal of Economics, 1975, ( 6 ): 173—183.
- [37]Weston, F.J., J.A. Siu and B.A. Johnson. Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance [M]. Prentice Hall, 3<sup>rd</sup> edition, 2001.
- [38] Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers [J]. Journal of Business, 1986, ( 59 ): 197—216.
- [39]Shleifer, A. and R. Vishny. Stock Market Driven Acquisitions [J]. Journal of Financial Economics, 2003, ( 70 ): 295—311.
- [40]Agrawal A., F.F. Jaffe. The Post-Merger Performance Puzzle [M]. In Cooper, C. , and A.Gregory, Eds. Advances In Mergers and Acquisitions, Stamford, CT: JAI Press, 2000.
- [41]Jarrel, G.A., J.A. Brickley and J.M. Netter. The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980 [J]. Journal of Economics Perspective ,1998 , ( 2 ): 49—68.
- [42]Andrade,G., Mitchell,M., and Stafford,E.,2001,“ New Evidence and Perspectives on Mergers ”, Journal of Economics Perspectives 15 : 103-120.
- [43]Holmstrom, B. and S. N. Kaplan. Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s [J]. The Journal of Economic Perspectives 2001, ( 15 ): 121—144.
- [44]Bruner, R. F. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker [J]. Journal of Applied Finance, 2002, ( 12 ): 48—68.
- [45]Stein, J.C. Agency, Information and Corporate Investment. Working paper, 2001, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=273568](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=273568).
- [46]Servaes, H. Tobin’s Q and the Gains from Takeovers [J]. Journal of Finance, 1991, ( 46 ): 409—419.
- [47]Palepu, K.G. Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis [J].



- Journal of Accounting and Economics, 1986, ( 8 ): 3-35.
- [48]DeLong, G. Does Long-Term Performance of Mergers Match Market Expectations? Evidence from the US Banking Industry [J]. Financial Management ,2003, ( 32 ): 5—25.
- [49]Lang, L. H. P., R. M. Stulz and R.A. Walkling. Managerial Performance, Tobin's Q, And The Gains From Successful Tender Offers [J]. Journal of Financial Economics ,1989, ( 24 ): 137—154.
- [50]Klein, B. R. Crawford and A.Alchian. Vertical Integration, Appropriable Rents and Competitive Contracting Process [J]. Journal of Law and Economics, 1978, ( 21 ): 297—326.
- [51]Slusky, A.R. and R.E. Caves. Synergy, Agency and the Determinants of Premia Paid in Mergers [J]. Journal of Industrial Economics, 1991, ( 39 ): 277—296.
- [52]Myers, S. C. The Capital Structure Puzzle [J]. Journal of Finance, 1984, ( 39 ): 575—592.
- [53]Auerbach, A.J. and D. Reishus. The Impace of Taxation on Mergers and Acquisitions [M]. Chapter 4 in Mergers and Acquisitions , Alan J. Auerbach ed., Chicago and London: The University of Chicago Press, 1988.
- [54]Hayn, C. Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions [J]. Journal of Financial Economics, 1989, ( 23 ): 121—153.
- [55]Ghosh, A. and P.C. Jain. Financial Leverage Changes Associated with Corporate Mergers [J]. Journal of Corporate Finance, 2000, ( 6 ): 377—402.
- [56]Berle, A.,and G. Means. The Modern Corporation and Private Property, New York : Mc-Millan, 1932.
- [57]Jensen, M. C. and W. H. Meckling .Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, ( 3 ): 305—360.
- [58]Amihud, Y. and B. Lev. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers [J]. Bell Journal of Economics, 1981, ( 12 ): 605—617.
- [59]Shleifer, A. and R.W. Vishny. Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments [J]. Journal of Financial Economics, 1989, ( 25 ): 123—139.
- [60]Morck, R., A.Shleifer, and R.Vishny. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? [J]. Journal of Financial Economics, 1990, ( 13 ): 187—221.
- [61]Miller, D.T. and M.Ross. Self-Serving Biases In The Attribution of Causality: Fact or Fiction?

- [J]. Psychological Bulletin, 1975, ( 82 ): 213—225.
- [62]Weinstein, N. Unrealistic Optimism about Future Life Events [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1980, ( 39 ): 806—820.
- [63]March, J. G. and Z. Shapira . Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking [J]. Management Science, 1987, ( 33 ): 1404-1418.
- [64]Gilson, S.C. Management Turnover and Financial Distress. Journal of Financial Economics ,1989, ( 25 ): 241—62.
- [65]Lys, T. and L. Vincent. An Analysis of Value Destruction in AT&T's Acquisition of NCR [J]. Journal of Financial Economics, 1995, ( 39 ): 353—378.
- [66]Hayward, M. L. A. and D. C. Hambrick. Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris [J]. Administrative Science Quarterly ,1997, ( 42 ): 103—127.
- [67]Nelson, R.. Merger Movements in the American Industry [M]. New York: NBER, 1959.
- [68]Friedman, J.N. Stock Market Driven Acquisitions: Theory and Evidence. Working paper, <http://kuznets.fas.harvard.edu/~jnfriedm/papers/papers.html>, 2006.
- [69]Claessens, S., S. Djankov and H.P. Lang. The separation of ownership and control in East Asian Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2000, ( 58 ): 81—112.
- [70]Holderness, C. A Survey of Blockholders and Corporate Control [J]. Economic Policy Review, 2003, ( 9 ): 51—63.
- [71]Johnson, S., R. La Porta, F.Lopez-de-Silanes and A.Shleifer. Tunneling [J]. American Economic Review ,2000, ( 90 ): 22—27.
- [72]Claessens, S., D. Simeon, P.H.Fan, and H.P. Lang. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings [J]. The Journal of Finance ,2002, ( 57 ): 2741-2771.
- [73]Ball, R. and P. Brown. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers [J]. Journal of Accounting Research, 1968, ( 6 ): 159—178.
- [74]Fama, E. F., L. Fisher, M.C. Jensen and R. Roll. The Adjustment of Stock Prices to New Information [J]. International Economic Review ,1969 ( 10 ): 1—21.
- [75]Schwert, G.W. Markup Pricing in Mergers and Acquisitions [J]. Journal of Financial Economics, 1996, ( 41 ): 153—162.
- [76]Bradley, M., A. Desai, and E.H. Kim. The Rationale Behind Interfirm Tender Offers:

- Information or Synergy? [J]. *Journal of Financial Economics* , 1983, ( 11 ):
- [77]Loughran, T. and A. Vjih. “Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?” *Journal of Finance*, 52 (December 1997): 1765-1790.
- [78]Dodd, P. and R. Ruback. Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 1977, ( 5 ): 351—374.
- [79]Kummer D and R. Hoffmeister, “Valuation consequences of cash tender offers,” *Journal of Finance*, 1978 , ( 33 ): 505-516.
- [80]Jarrell, G. and M. Bradley “The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers,” *Journal of Law and Economics*, 1980 , ( 23 ): 371-407.
- [81]Loderer C. and K. Martin. Corporate Acquisitions by Listed Firms: The Experience of a Comprehensive Sample [J]. *Financial Management*, 1990, ( 19 ): 17—33.
- [82]Eckbo, E. and K. Thorburn. Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2000, ( 35 ): 1—25.
- [83]Leeth, J. and J.R. Borg. The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth During the 1920s Merger Wave [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2000, ( 35 ): 217—238.
- [84]Dodd, P. Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth [J]. *Journal of Financial Economics* ,1980, ( 8 ): 105—138.
- [85]Varaiya N. and K. Ferris. Overpaying in Corporate Takeover: The Winner’s Curse [J]. *Financial Analysts Journal*,1987, ( 43 ): 64—70.
- [86]Healy, P. ,K. Palepu and R. Ruback. Does Corporate Performance Improve After Mergers? [J]. *Journal of Financial Economics*, 1992, ( 31 ): 135—175.
- [87]Mitchell, M.L. and E. Stafford. Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance[J]. *Journal of Business*, 2000, ( 73 ): 287—329.
- [88]Walker, M. Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-firm Shareholder Wealth [J]. *Financial Management*, 2000, ( Spring ): 53—66.
- [89]Bradley, M. Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control [J]. *Journal of Business*,1980, ( 53 ): 345—376
- [90]Franks, J., R. Harris and S. Titman. The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms [J]. *Journal of Financial Economics*,1991, ( 29 ): 81—96.

- [91]Mulherin, J.H. and A.L. Boone. Comparing Acquisitions and Divestitures [J]. Journal of Corporate Finance,2000, ( 6 ): 117—139.
- [92]Firth, M. Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm [J]. Quarterly Journal of Economics,1980 ( 3 ): 235—60.
- [93]Kaplan, S. and M. Weisbach. The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures [J]. Journal of Finance, 1992, ( 47 ): 107—138.
- [94]Houston, J., C. James, and M. Ryngaert. Where Do Merger Gains Come From? [J]. Journal of Financial Economics, 2001 ( 60 ): 285—331.
- [95]Meeks, G. Disappointing Marriage: A Study of the Gains From Merger [M].Cambridge: Cambridge University Press, 1977.
- [96]Mueller, D. Mergers and Market Share [J]. Review of Economics and Statistics, 1985, ( 67 ): 259—267.
- [97]Seth, A. Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation [J]. Strategic Management Journal, 1990, ( 11 ): 431—446.
- [98]Parrino, J.D., and R.S. Harris. Takeovers, Management Replacement, and Post-Acquisition Operating Performance: Some Evidence from the 1980s [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1999, ( 11 ): 88—97.
- [99]Herman, E. and L. Lowenstein. The Efficiency Effect of Hostile Takeovers [M]. In J.C. Coffee, Jr.; L. Lowenstein;and S. Rose-Ackerman; eds., Knights, Raiders, and Targets, 211-240. New York : Oxford University Press, 1988.
- [100]Ghosh, A. Does operating performance really improve following corporate acquisitions? [J]. Journal of Corporate Finance,2001, ( 7 ): 151—178.
- [101]陈信元、张田余. 资产重组的市场反应—1997 年沪市资产重组实证分析[J]. 经济研究 , 1999 ,( 9 ): P47-55.
- [102]梁岚雨. 中国上市公司并购绩效的实证分析[J].世界经济文汇 , 2002 ,( 6 ): 50—61.
- [103]洪锡熙 , 沈艺峰. 公司收购与目标公司股东收益的实证分析[J]. 金融研究 , 2001 ,( 3 ): 26—33.
- [104]李善民 , 陈玉罡.上市公司兼并与收购的财富效应[J]. 经济研究 , 2002 ,( 11 ): 27—35.
- [105]余光 , 杨荣.企业并购股价效应的理论分析和实证分析[J].当代财经 , 2000 ,( 7 ): 70-74.
- [106]张新. 并购重组是否创造价值[J].经济研究 , 2003 ,( 6 ): 20—29.

- [107]江斌.兼并收购和市场反应[J].预测, 2002,(6): 49—53.
- [108]李善民,朱滔.中国上市公司并购的长期绩效——基于证券市场的研究[J].中山大学学报(社会科学版), 2005,(05): 80—86.
- [109]冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究[J].经济研究, 2001,(1): 54—61.
- [110]李善民,李珩.中国上市公司资产重组绩效研究[J].管理世界, 2003,(11): 126—134.
- [111]廖理,朱正芹.上市公司重大资产重组的业绩改善研究[J].中国工业经济, 2004,(10): 97—104.
- [112]陈信元,叶鹏飞,陈冬华.机会主义资产重组与刚性管制[J].经济研究, 2003(5): 13-22.
- [113]李增泉,余谦,王晓坤.掏空、支持与并购重组[J].经济研究, 2005(1): 95—105.
- [114]Friedman, M., S. Johnson and T. Mitton. Propping and Tunneling[J]. Journal of Comparative Economics, 2003,(31): 732—750.
- [115]黄兴李,沈维涛.掏空或支持——来自我国上市公司关联并购的实证分析[J].经济管理, 2006,(12): 57—64.
- [116]白津夫.国有企业制度变迁及改革[J].学习与探索, 2000,(6): 10—16.
- [117]Sun, Q. and W. H. S. Tong. China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success[J]. Journal of Financial Economics, 2003,(70): 183—222.
- [118]汪彬.股份制改革与资本市场建设[M].北京:新华出版社, 2000.
- [119]李东平.大股东控制、盈余管理与上市公司业绩滑坡[D].上海财经大学博士学位论文, 2001.
- [120]王靖婧,白俊鹏.对中国股票市场发行制度的实证研究[J].市场研究, 2007,(12): 23-25.
- [121]周俊生.中国股市批判[M].天津:天津教育出版社, 2000.
- [122]青木昌彦.对内部人控制的控制:转轨经济中公司治理的若干问题[J].改革, 1994,(6): 11—24.
- [123]钱颖一.企业的治理结构改革和融资结构改革[J].经济研究, 1995,(1): 20—29.
- [124]刘小玄.中国企业发展报告[M].北京:社会科学文献出版社, 2001.
- [125]张春霖.从融资角度分析国有企业的治理结构改革[J].改革, 1995,(3): 34—46.
- [126]费方域, 1996, 控制内部人控制:国企改革中的治理机制研究,《经济研究》第6期: 31-38
- [127]张维迎.企业理论与中国企业改革[M].北京:北京大学出版社, 1999.
- [128]张承耀.“内部人控制”问题与中国企业改革[J].改革, 1995,(3): 29—33

- [129]吴敬琏、张军扩、刘世锦等. 国有经济的战略性改组[M]. 北京:中国发展出版社,1998.
- [130]解建立. 关于国有企业“内部人控制”问题研究综述[J].理论与现代化,1999(5):41-42.
- [131]陈家琰,赵洪军,赵会. 上市公司“内部人控制”问题研究——基于对山东上市公司的抽样调查[J]. 西部金融,2008,(3):45—47.
- [132]成思危. 政府如何管理企业[M]. 北京:民主与建设出版社,1998.
- [133]余晖.政府与企业:从宏观管理到微观管制[M].福州:福建人民出版社1997.
- [134]李江. 企业并购中政府干预的经济学分析[D].复旦大学博士学位论文,2003.
- [135]Vickers, J. and G. Yarrow. Privatization:An Economic Analysis[M]. Cambridge: MIT University Press,1989.
- [136]Leibenstein, H. Allocative Efficiency vs. X-Efficiency [J]. American Economic Review, 1966, ( 56 ): 392—415.
- [137]Machlup, F. Theories of The Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial [J].American Economic Review, 1967, ( 57 ): 1—33.
- [138]Hart, O.D. The Market Mechanism As An Incentive Scheme [J]. The Bell Journal of Economics ,1983, ( 14 ): 366—382.
- [139]Sappington, D. and J. Stiglitz. Privatization, Information and Incentives [J]. Journal of Policy Analysis and Management, 1987, ( 6 ): 567—582.
- [140]Boycko, M., A. Shleifer, and R.M. Vishny. A Theory of Privatization. The Economic Journal,1996, ( 106 ): 309—319.
- [141]De Alessi Louis. Property Rights, Transaction Costs, and X-Efficiency: An Essay in Economic Theory [J].America Economic Review, 1983, ( 73 ): 64—81.
- [142]Boardman ,A.E. and A.R. Vining. Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed and State-Owned Enterprises [J]. Journal of Law and Economics, 1989, ( 32 ): 1—33.
- [143]Kikeri , S., J. Nellis and M. Shirley. Privatization: the Lessons of Experience [M]. Washington DC: World Bank, 1992.
- [144]Grossman, G.M. and A.B. Krugger. Economic Growth and the Environment [J]. Quarterly Journal of Economics, 1995, ( 110 ): 353—377.
- [145]夏立军,方秩强. 政府控制、治理环境与公司价值[J]. 经济研究,2005,(5):40—51.
- [146]Qian, Y.Y., M. Gabriella and W. Barry. Federalism, Chinese Style: The Political Basis for

- Economic Success in China [J]. *World Politics*, 1995, ( 48 ): 50—81.
- [147]伍秉华. 民营上市公司股权结构成因和公司治理研究[J]. *市场论坛*, 2008 ,( 9 ): 21-22.
- [148]于海涛. 民营上市公司违规死灰复燃：公司治理形式化[N]. *21 世纪经济报道*, 1998 年 12 月 25 日.
- [149]天亮. 推动我国并购市场发展[N]. *商业周刊 ( 中文版 )*, 2008 ,( 12 ): 4—8.
- [150]潘红波, 夏新平, 余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J]. *经济研究*, 2008 ,( 4 ): 41—52.
- [151]曾庆生, 陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本[J]. *经济研究* 2006 ,( 5 ): 74—86.
- [152]Kornai, J. *The Economics of Shortage* [M]. Amsterdam: North-Holland, 1980.
- [153]Frye, T. and A. Shleifer . *The Invisible Hand and the Grabbing Hand*. *The American Economic Review*, 1997, ( 87 ): 354—358.
- [154]白重恩、杜颖娟、陶志刚、仝月婷. 地方保护主义及产业地区集中度的决定因素和变动趋势[J]. *经济研究* 2004 ( 4 ): 29—40.
- [155]Li , H. , and L. A. Zhou. Political Turnover and Economic Performance: The Incentive Role of Personnel Control in China [J]. *Journal of Public Economics* 2005, ( 89 ): 1743 —1762.
- [156]周黎安. 晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因[J]. *经济研究*, 2004 ,( 6 ): 33—40.
- [157]Denis, D.K. and J.J. McConnell. International Corporate Governance [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, ( 38 ): 1—36.
- [158]陈信元, 叶鹏飞, 陈冬华. 机会主义资产重组与刚性管制[J]. *经济研究*, 2003 ,( 5 ): 13—22.
- [159]Kornai, J. *The Socialist System: The Political Economy of Communism* [M]. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1992.
- [160]高雷、何少华、仪垂林. 国家控制、政府干预、银行债务与资金侵占[J]. *金融研究*, 2006 ,( 6 ): 90—98.
- [161]沈芝峰. 会计信息披露与我国股票市场半强式有效性的实证检验[J]. *会计研究*, 1996 ( 1 ): 14—17.
- [162]吴世农, 黄志功. 上市公司盈利信息报告、股价变动与股市效率的实证研究[J]. *会计研究*, 1997 ,( 4 ): 12—17.
- [163]Berger, P. and E. Ofek. Diversification's Effect on Firm Value [J]. *Journal of Financial*

- Economics ,1995, ( 37 ): 39—65.
- [164]Comment, R. and G.A. Jarrell. Corporate Focus and Stock Returns [J]. Journal of Financial Economics 1995, ( 37 ): 67—87.
- [165]Healy, P., K. Palepu and R. Ruback. Which Takeovers are Profitable: Strategic of Financial? [J]. Sloan Management Review, 1997 , ( 38 ): 45—57.
- [166]Maquieria, C., W. Megginson and L. Nail. Wealth Creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers [J]. Journal of Financial Economics, 1998, ( 48 ): 3—33.
- [167]Jian, Ming, and TJ Wong. Tunneling and Earning Management through Related Party Transactions: Evidence from Chinese Corporate Groups. HKUST Working Paper, 2003, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=424888](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=424888).
- [168]陈晓, 陈小悦, 刘钊. A股盈余报告的有效性研究[J].经济研究, 1999, ( 5 ): 21—28.



附表：并购交易样本概况

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
000037	1999-05-07	深南电 A	52500000		股权收购
000040	1999-09-11	深鸿基 A	18258180000	经营现金流- <del>负债</del>	资产收购
000058	1999-12-30	深赛格	3733000000	自有资金- <del>贷款</del>	资产收购
000069	1999-06-18	华侨城 A	2067330500		资产收购
000078	1999-05-15	海王生物	848070600		资产收购
000078	1999-10-11	海王生物	1400000000	自筹资金	资产收购
000089	1999-04-27	深圳机场	510012600	自有资金	资产收购
000404	1999-06-23	华意压缩	2403180392	银行贷款	资产收购
000514	1999-09-21	渝开发	36000000	募股资金	资产收购
000523	1999-12-07	广州浪奇	64403900	自有资金	资产收购
000530	1999-07-12	大冷股份	80000000	变更募集资金	股权收购
000532	1999-05-01	力合股份	50000000		股权收购
000548	1999-06-23	湖南投资	47291400	自有资金	资产收购
000549	1999-09-11	湘火炬 A	4800000000	自有资金	股权收购
000567	1999-12-07	琼海德 A	124516800	自有资金	资产收购
000615	1999-11-26	湖北金环	104110000	变更募集资金	资产和股权收购
000627	1999-11-30	百科药业	194340000	自有资金	资产收购
000633	1999-09-09	合金投资	619843237		资产收购
000650	1999-11-10	九江化纤	57480000	自有资金	资产收购
000663	1999-04-16	永安林业	95928500		股权收购
000677	1999-10-16	山东海龙	1153900500	债权抵收购款	资产收购
000680	1999-04-20	山推股份	36406000	债权抵收购款	股权收购
000719	1999-09-04	焦作鑫安	139620351	IPO资金	资产收购
000787	1999-07-14	创智科技	246817619	自有资金- <del>贷款</del>	股权收购
000827	1999-07-21	长兴实业	132830000	募集资金	资产收购
000850	1999-09-06	华茂股份	63656300	变更募集资金	资产收购
000852	1999-09-29	江钻股份	91406388	自有资金	股权收购
000890	1999-07-09	法尔胜	62038036		资产收购
000898	1999-03-23	鞍钢新轧	79845600	自有资金- <del>贷款</del>	资产收购
000916	1999-12-22	华北高速	92350000	自有资金	股权收购
600052	1999-10-26	浙江广厦	204077497	债权抵收购款- <del>自筹资金</del>	股权收购
600104	1999-07-05	上海汽车	450000000	变更募集资金	股权收购
600111	1999-12-14	稀土高科	54800000	自有资金- <del>贷款</del>	资产收购
600115	1999-12-08	东方航空	348650000		股权收购
600153	1999-05-28	建发股份	59500000		股权收购
600171	1999-11-11	上海贝岭	108705700		资产收购
600177	1999-03-29	雅戈尔	66404200	债权抵收购款	资产收购

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
600199	1999-11-04	金牛实业	1409907700	自有资金	资产收购
600218	1999-05-25	海螺型材	106169300	募集资金	资产收购
600621	1999-11-19	上海金陵	94448030	自有资金	资产收购
600626	1999-02-09	申达股份	304390000	可转债募集资金	资产收购
600642	1999-08-25	申能股份	687808568		股权收购
600669	1999-06-29	鞍山合成	95530000		股权收购
600728	1999-10-26	新太科技	67200000	自筹资金	股权收购
600739	1999-03-10	辽宁成大	50000000	自有资金	股权收购
600747	1999-11-22	大显股份	36330000	自有资金	股权收购
600767	1999-10-23	运盛实业	30721500	自有资金	股权收购
600772	1999-11-30	石油龙昌	88263600	自筹资金	资产收购
600779	1999-07-23	全兴股份	201567100	自有资金	股权收购
600794	1999-06-25	保税科技	519086878	自有资金	股权收购
600795	1999-04-03	国电电力	71380000	变更募集资金	股权收购
600799	1999-04-16	科利华	103650351	自有资金	资产收购
600805	1999-06-30	悦达投资	45844000	自有资金	资产收购
600811	1999-08-25	东方集团	352370000		股权收购
600849	1999-03-11	上海医药	277137656	承债方式	资产收购
600876	1999-07-22	洛阳玻璃	147010000	债权抵收购款	资产收购
000002	2000-01-14	万科 A	70347952	债权抵收购款	资产收购
000005	2000-05-18	世纪星源	95452000	自有资金	资产收购
000034	2000-10-24	深信泰丰	299300000	自有资金	股权收购
000036	2000-01-19	华联控股	99068900	自有+自筹资金	股权收购
000046	2000-07-21	光彩建设	407780700	自有资金	股权收购
000420	2000-11-30	吉林化纤	128713500	承债方式	资产收购
000429	2000-12-16	粤高速 A	40000000	自有资金	资产收购
000511	2000-11-16	银基发展	104083200		股权收购
000527	2000-10-28	美的电器	190310000		资产收购
000529	2000-12-01	粤美雅	133314600	自有资金	股权收购
000533	2000-05-30	万家乐 A	191140940	债权抵收购款	资产收购
000539	2000-10-27	粤电力 A	78249481	自有资金	资产收购
000544	2000-03-29	白鸽股份	156510304.4		资产和股权收购
000571	2000-11-21	新大洲 A	330000000	自筹资金	股权收购
000578	2000-11-30	数码网络	133317193	自有资金	资产收购
000583	2000-11-18	托普软件	54401712	自有资金, 回购协议	股权收购
000585	2000-03-24	东北电 A	40000000		股权收购
000619	2000-03-30	海螺型材	287547286	自有资金+债务承接	资产收购
000636	2000-01-29	风华高科	52212600	自有资金	股权收购
000652	2000-02-17	泰达股份	108900000	变更募集资金	股权收购
000698	2000-08-17	沈阳化工	94156630		股权收购
000703	2000-09-22	世纪光华	148503000	转债募集资金	资产收购
000703	2000-01-11	世纪光华	92000000	自有资金	股权收购

附表：并购交易样本概况

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
000712	2000-11-25	锦龙股份	121428400	自有资金	股权收购
000717	2000-08-16	韶钢松山	54645700	自有资金	股权收购
000732	2000-12-16	福建三农	92764800	自筹资金	资产收购
000766	2000-09-05	通化金马	58688400	变更募集 货币资金	资产收购
000780	2000-11-01	草原兴发	84134523	自有资金	资产收购
000818	2000-11-29	锦化氯碱	36281975		股权收购
000827	2000-05-27	长兴实业	326972000	债权抵收购款 现金	股权收购
000850	2000-08-31	华茂股份	233647000	首发募集资金	资产收购
000860	2000-03-18	顺鑫农业	40563000	债权抵收购款	资产收购
000861	2000-11-21	茂化永业	1357205000	募集资金	资产收购
000863	2000-12-30	和光商务	956507093		股权收购
000882	2000-01-14	华联股份	97750000	自有资金	股权收购
000885	2000-08-15	春都 A	388800000	自有资金	股权收购
000892	2000-05-26	长丰通信	44120000	债权抵收购款	资产收购
000893	2000-11-29	广州冷机	40000000	配股资金	资产收购
000905	2000-08-04	厦门港务	362327000	自筹资金	资产收购
000916	2000-12-05	华北高速	98438208	债权抵收购款 部分现金	资产收购
000931	2000-06-20	中关村	112905000	自有资金	股权收购
000953	2000-10-19	河池化工	182680800	变更募集资金用途	资产收购
000965	2000-12-28	天水股份	75929055		股权收购
000975	2000-12-15	科学城	148750000	资产置换	股权收购
600070	2000-12-20	浙江富润	50000000		资产收购
600076	2000-06-17	青鸟华光	170000000		股权收购
600102	2000-11-29	莱钢股份	48000000	自有资金	股权收购
600108	2000-09-12	亚盛集团	80101234	债权抵收购款	股权收购
600122	2000-06-15	宏图高科	46685600	变更募集资金	股权收购
600163	2000-11-29	福建南纸	73185800	债权抵收购款	资产收购
600185	2000-07-22	海星科技	45990000		股权收购
600188	2000-08-07	兖州煤业	102481111	增发新股资金	股权收购
600209	2000-10-09	罗顿发展	54492200	自有资金	资产收购
600210	2000-11-14	紫江企业	68315800		资产收购
600219	2000-05-30	南山实业	233107400	债权抵收购款	资产收购
600220	2000-11-21	江苏阳光	175853300		股权收购
600226	2000-09-15	升华拜克	1704000000	增发募集资金	股权收购
600228	2000-05-28	昌九生化	2451000000	募集资金 自有资金	资产收购
600282	2000-12-20	南钢股份	1242586000	自有资金 贷款	资产收购
600600	2000-08-10	青岛啤酒	168146000		股权收购
600608	2000-07-05	上海科技	48560650		股权收购
600615	2000-10-28	丰华股份	104000400	自有资金	资产收购
600649	2000-05-23	原水股份	35250000	自有资金	股权收购
600657	2000-06-15	青鸟天桥	41000000		股权收购
600657	2000-11-24	青鸟天桥	81472690		资产收购

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
600660	2000-03-21	福耀玻璃	157950000	变更募集资金	资产收购
600663	2000-07-18	陆家嘴	81219000	募集资金	股权收购
600672	2000-09-29	英豪科教	140859900		股权收购
600675	2000-06-09	中华企业	45000000	自有资金	股权收购
600687	2000-09-12	新宇软件	128900000	自有资金	资产和股权收购
600690	2000-09-12	青岛海尔	260000000	自有资金	资产收购
600719	2000-08-09	大连热电	133429356	自有资金	股权收购
600737	2000-11-25	新疆屯河	547909800		股权收购
600739	2000-11-29	辽宁成大	93140000	债权抵收购款	股权收购
600744	2000-05-31	华银电力	210278849	债权抵收购款	股权收购
600752	2000-12-28	哈慈股份	623200000	债权抵收购款	资产收购
600754	2000-04-03	锦江酒店	43650000	债权抵收购款	股权收购
600756	2000-12-20	浪潮软件	162251500	自有资金	资产收购
600779	2000-04-02	全兴股份	153260000	自有资金	股权收购
600787	2000-11-11	中储股份	87995400	自有资金	资产收购
600799	2000-11-29	科利华	43813000		股权收购
600805	2000-11-28	悦达投资	273007300		资产收购
600805	2000-05-10	悦达投资	267115661		资产收购
600812	2000-07-29	华北制药	55413500	变更募集资金	资产收购
600819	2000-08-30	耀皮玻璃	116350500	募集资金	股权收购
600825	2000-05-31	华联超市	63000000		股权收购
600830	2000-05-25	大红鹰	140000000	自有资金	股权收购
600834	2000-06-14	申通地铁	51143000	变更募集资金	股权收购
600839	2000-05-31	四川长虹	76000000		股权收购
600839	2000-11-21	四川长虹	376015181		资产收购
600854	2000-11-21	春兰股份	66300000		股权收购
600860	2000-09-20	北人股份	61140140	自有资金	资产收购
600870	2000-10-30	厦华电子	106675000		股权收购
600880	2000-09-07	博瑞传播	40000000		资产收购
600899	2000-11-22	信联股份	148220000	自筹资金	股权收购
000004	2001-05-23	北大高科	217640000		资产收购
000031	2001-06-02	深宝恒 A	32000000	自有资金	股权收购
000069	2001-03-27	华侨城 A	79067200	自有资金	股权收购
000070	2001-01-10	特发信息	100000000	变更募集资金	股权收购
000099	2001-08-16	中信海直	85936700		股权收购
000401	2001-12-08	冀东水泥	69950000		股权收购
000422	2001-10-30	湖北宜化	127241200	自有资金	资产收购
000425	2001-12-01	徐工科技	585343500		资产收购
000426	2001-04-18	大地基础	117300000	资产出售收入	股权收购
000503	2001-11-30	海虹控股	97698576		股权收购
000504	2001-05-29	赛迪传媒	108161600	变更募集资金	资产收购
000510	2001-08-14	金路集团	66000000		股权收购

附表：并购交易样本概况

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
000516	2001-12-18	陕解放 A	99975000	自有资金	股权收购
000539	2001-11-27	粤电力 A	39868400	自有资金	股权收购
000540	2001-10-20	世纪中天	38947200		股权收购
000590	2001-01-18	紫光古汉	105392000		股权收购
000591	2001-11-13	桐君阁	3817000000	海外融资	资产收购
000610	2001-03-22	西安旅游	45271100	自有资金	股权收购
000620	2001-10-20	圣方科技	59940658		股权收购
000629	2001-02-07	新钢钒	47494055	自有资金	股权收购
000631	2001-11-21	兰宝信息	54320000	自有资金	股权收购
000636	2001-02-27	风华高科	1257480000	自有资金+贷款	资产收购
000659	2001-10-27	珠海中富	336256955	自有资金	资产收购
000663	2001-06-20	永安林业	63543200	债权抵收购款	资产收购
000677	2001-03-21	山东海龙	96000000		股权收购
000693	2001-05-30	聚友网络	200000000	重大资产重组	股权收购
000700	2001-03-27	模塑科技	479947300		股权收购
000708	2001-11-15	大冶特钢	47140500	变更募集资金	股权收购
000720	2001-03-24	鲁能泰山	31680000	变更募集资金用途	股权收购
000727	2001-03-30	华东科技	48750000	自有资金	股权收购
000728	2001-11-29	北京化二	192000000	可转债募集资金	股权收购
000751	2001-10-31	锌业股份	90419100	自有资金	资产收购
000761	2001-04-24	本钢板材	175859500	自筹资金	资产收购
000780	2001-11-13	草原兴发	531750000	自有资金+可转债募集资金	股权收购
000791	2001-11-24	西北化工	106126911	自有资金	资产收购
000793	2001-08-30	燃气股份	52350000		股权收购
000799	2001-11-29	湘酒鬼	215590000	债权抵收购款	资产收购
000810	2001-11-14	华润锦华	75000000	变更募集资金	资产收购
000820	2001-11-28	金城股份	34582300	自有资金	资产收购
000839	2001-07-26	中信国安	67929800	变更募集资金+自有资金	股权收购
000848	2001-11-29	承德露露	36220000		股权收购
000880	2001-07-05	山东巨力	40000000		股权收购
000903	2001-05-14	云内动力	382389500	债权抵收购款	资产收购
000926	2001-05-30	福星科技	130919400	变更募集资金	股权收购
000928	2001-09-06	吉林炭素	86000000	自有资金+变更募集资金	股权收购
000936	2001-03-10	华西村	36000000		资产收购
000950	2001-02-08	民丰农化	150000000		资产收购
000950	2001-12-29	民丰农化	256700000	变更募集资金	资产收购
000966	2001-09-26	长源电力	291085900	自有资金	资产收购
000977	2001-08-14	浪潮信息	308722200		资产收购
000983	2001-11-30	西山煤电	167625315	变更募集资金	股权收购
600019	2001-06-21	宝钢股份	36763600	自有资金	资产收购
600033	2001-09-12	福建高速	164611000	自有资金	资产收购
600038	2001-11-22	哈飞股份	626000000	自有资金	资产收购

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
600062	2001-11-24	双鹤药业	244189503	募集资金	股权收购
600068	2001-11-27	葛洲坝	315400000		股权收购
600073	2001-12-26	上海梅林	72430000	自有资金	股权收购
600078	2001-05-19	澄星股份	45636100		股权收购
600080	2001-11-27	金花股份	3300000000		资产收购
600096	2001-06-08	云天化	355920526	自有资金	资产收购
600112	2001-05-31	长征电器	51000000	自有资金	股权收购
600116	2001-08-29	三峡水利	57288000		资产收购
600127	2001-10-20	金健米业	45150000	自有资金	资产收购
000591	2001-05-09	桐君阁	67810000		股权收购
600135	2001-11-29	乐凯胶片	41167900	变更募集资金	股权收购
600141	2001-12-01	兴发集团	48780000	配股募集资金	股权收购
600152	2001-10-19	维科精华	143115000		资产收购
600163	2001-09-14	福建南纸	1230805000	增发募集资金	资产收购
600173	2001-05-26	牡丹江	137616300		资产收购
600177	2001-07-04	雅戈尔	62985930	自有资金	股权收购
600188	2001-10-31	兖州煤业	87500000		股权收购
600190	2001-04-25	锦州港	49702100	债权抵收购款	资产收购
600196	2001-08-18	复星医药	45000000	变更募集资金	股权收购
600203	2001-11-24	福日股份	147580000	变更募集 + 自筹	股权收购
600208	2001-11-29	中宝股份	55100000		股权收购
600221	2001-09-29	海南航空	237717500	自筹资金	资产和股权收购
600231	2001-05-12	凌钢股份	71632347	自有资金	股权收购
600233	2001-11-10	大连创世	401697600	债权抵收购款 + 自有资金	资产收购
600257	2001-12-13	洞庭水殖	46626000	债权抵收购款	股权收购
600263	2001-05-16	路桥建设	340000000	自筹资金	资产收购
600281	2001-11-13	太化股份	1254689000	变更配股募集资金	资产收购
600292	2001-11-16	九龙电力	69300000		资产收购
600293	2001-08-13	三峡新材	49400000	银行贷款	股权收购
600295	2001-05-18	鄂尔多斯	50451136		资产收购
600299	2001-11-28	星新材料	154438100	自有资金	资产收购
600306	2001-09-26	商业城	71132438		资产收购
600336	2001-07-05	澳柯玛	590369850	出售资产 - 变更资金用途	股权收购
600339	2001-07-03	天利高新	1113317639	自有资金 - 贷款	股权收购
600358	2001-11-23	国旅联合	120000000	变更募集资金	股权收购
600368	2001-10-20	五洲交通	105275400	募集资金	资产收购
600377	2001-09-05	宁沪高速	36864800	自有资金	股权收购
600383	2001-11-16	金地集团	54200000	自有资金	资产收购
600605	2001-11-10	轻工机械	136161600		股权收购
600634	2001-05-25	海鸟发展	71145000		股权收购
600646	2001-05-29	国嘉实业	139709500	配股募集资金	股权收购
600649	2001-11-30	原水股份	383228000	承债方式	资产收购

附表：并购交易样本概况

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
600651	2001-04-26	飞乐音响	383000000		资产收购
600652	2001-06-07	爱使股份	200000000	变更募集资金+自有资金	股权收购
600663	2001-04-20	陆家嘴	1046000000	自筹资金	股权收购
600669	2001-01-20	鞍山合成	49200000		股权收购
600674	2001-02-09	川投控股	1639820000	自有资金+贷款	资产收购
600675	2001-04-30	中华企业	48000000	自有资金	资产收购
600679	2001-04-14	凤凰股份	71392300		股权收购
600699	2001-12-27	辽源得亨	1525000000	增发募集资金+贷款	资产收购
600717	2001-04-25	天津港	1072567500	自有资金	股权收购
600726	2001-08-04	华电能源	564000000		股权收购
600740	2001-05-22	山西焦化	200233475	自有资金	股权收购
600742	2001-08-15	一汽四环	35000000		股权收购
600750	2001-12-12	江中药业	344843000	债权抵收购款	股权收购
600755	2001-08-23	厦门国贸	42460000		股权收购
600756	2001-05-31	浪潮软件	33861700	自有资金	资产收购
600757	2001-11-30	华源发展	822198100	增发募集资金	资产收购
600761	2001-05-22	安徽合力	219317500	债权抵收购款	资产收购
600769	2001-06-02	祥龙电业	167797600	债权抵收购款	股权收购
600779	2001-11-06	全兴股份	32819000	自有资金	股权收购
600784	2001-08-21	鲁银投资	46459000		资产收购
600793	2001-11-30	宜宾纸业	55500000	自有资金	股权收购
600795	2001-11-23	国电电力	320000000	自有资金	股权收购
600805	2001-09-29	悦达投资	32000235360		资产收购
600850	2001-11-17	华东电脑	148405703		股权收购
600874	2001-09-26	创业环保	101540000	募集资金	股权收购
600881	2001-09-28	亚泰集团	1657946700	自有资金	资产收购
000156	2002-11-13	安塑股份	50751600	自有资金	资产收购
000401	2002-05-30	冀东水泥	55213600	自有资金	资产收购
000404	2002-02-04	华意压缩	383731900		资产收购
000415	2002-11-26	汇通水利	54744000		股权收购
000429	2002-02-06	粤高速 A	291600000	自筹资金	股权收购
000501	2002-12-17	鄂武商 A	68000000	子公司自有资金	资产收购
000503	2002-12-04	海虹控股	40665500	自有资金	资产收购
000507	2002-01-29	粤富华	49473900	自有资金	资产收购
000510	2002-04-12	金路集团	98463700	自筹资金	资产收购
000521	2002-06-26	美菱电器	127000000	银行贷款	资产收购
000526	2002-05-30	旭飞实业	58422300		股权收购
000527	2002-09-28	美的电器	192000000		股权收购
000539	2002-05-29	粤电力 A	65679700	债权抵收购款	资产收购
000570	2002-05-29	苏常柴 A	51400000	变更募集资金	股权收购
000583	2002-02-25	托普软件	275572000	债权抵收购款	股权收购
000598	2002-11-30	蓝星清洗	169000000	自筹资金	股权收购

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
000601	2002-03-28	韶能股份	90000000	自筹资金	股权收购
000616	2002-07-13	亿城股份	42013400		资产收购
000617	2002-05-24	石油济柴	56450000	增发募集资金	资产收购
000625	2002-04-23	长安汽车	87976771		资产收购
000652	2002-09-25	泰达股份	50000000	配股资金	股权收购
000659	2002-03-16	珠海中富	50000000		股权收购
000677	2002-04-30	山东海龙	43363400		资产收购
000691	2002-05-28	寰岛实业	151560000	变更募集资金+自有资金	股权收购
000708	2002-11-20	大冶特钢	208530950		股权收购
000711	2002-11-07	天伦置业	383046000	可转债募集资金	资产收购
000712	2002-07-17	锦龙股份	388000000	银行贷款	资产收购
000725	2002-09-26	京东方 A	462499900	变更募集资金	资产收购
000729	2002-07-16	燕京啤酒	70126000	自筹资金	股权收购
000782	2002-11-30	美达股份	77978875	自筹资金	股权收购
000825	2002-11-21	太钢不锈	204000000	变更募集资金	股权收购
000830	2002-08-23	鲁西化工	54944700	自有资金	资产收购
000831	2002-04-16	关铝股份	137220900	募集资金	资产收购
000839	2002-01-31	中信国安	66258289		股权收购
000839	2002-05-25	中信国安	175345000		资产收购
000848	2002-05-29	承德露露	400049853	债权转让	资产收购
000876	2002-07-20	新希望	130983100		股权收购
000882	2002-03-29	华联股份	34000000	自有资金	资产收购
000895	2002-05-18	双汇发展	69321700	自筹资金	资产收购
000898	2002-09-25	鞍钢新轧	170000000		资产收购
000910	2002-05-28	大亚科技	51000000		股权收购
000920	2002-08-07	南方汇通	75885300		股权收购
000923	2002-10-12	河北宣工	46000000		股权收购
000963	2002-03-09	华东医药	62250000	自有资金	股权收购
000975	2002-04-02	科学城	351297000	募集资金+自有资金	资产收购
000977	2002-05-18	浪潮信息	169790000	自有资金	股权收购
000999	2002-03-02	三九医药	62205800		资产收购
000999	2002-11-16	三九医药	86164920		股权收购
600001	2002-10-09	邯郸钢铁	153750000	自有资金	股权收购
600011	2002-05-10	华能国际	70000000		股权收购
600011	2002-11-16	华能国际	59000000	子公司自有资金	资产收购
600019	2002-09-12	宝钢股份	51243000	变更募集资金用途	资产收购
600037	2002-02-01	歌华有线	123210000	变更募集资金用途	股权收购
600050	2002-11-21	中国联通	346980649	债权抵收购+变更募集资金	资产收购
600058	2002-05-28	五矿发展	175308700		股权收购
600060	2002-10-10	海信电器	107248200	集团公司债权	股权收购
600074	2002-11-26	中达股份	262139200	增发募集资金	股权收购
600076	2002-06-29	青鸟华光	230000000		股权收购



附表：并购交易样本概况

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
600090	2002-11-29	啤酒花	147082489	重大资产重组	资产收购
600090	2002-09-25	啤酒花	76888000		资产收购
600098	2002-12-02	广州控股	85936700	自有资金	股权收购
600104	2002-04-02	上海汽车	87000000	自有资金 +贷款	股权收购
600118	2002-05-27	中国卫星	189160000	自有资金	资产收购
600118	2002-10-29	中国卫星	74966400		股权收购
600159	2002-05-29	宁城老窖	99450000		股权收购
600170	2002-04-27	上海建工	106044000	自有资金	股权收购
600181	2002-03-23	云大科技	607900000	ST公司重大资产重组	股权收购
600191	2002-09-19	华资实业	81712387	自有资金 +贷款	资产收购
600193	2002-02-09	创兴科技	44553400	自有资金	股权收购
600195	2002-06-28	中牧股份	2050000000	自有资金	资产收购
600203	2002-07-02	福日股份	415000000	自有资金 +贷款	股权收购
600212	2002-09-21	江泉实业	48650000	自有资金	股权收购
600217	2002-05-29	秦岭水泥	4513000000	自有资金 +贷款	股权收购
600236	2002-06-29	桂冠电力	2025000000	自有资金	股权收购
600246	2002-10-09	先锋股份	223940055	债权 +政府协调融资 +债转股	资产收购
600258	2002-09-12	首旅股份	99055100	债务形式	资产收购
600275	2002-10-31	武昌鱼	131973586	自有资金	资产收购
600301	2002-05-28	南化股份	244041100	债权 +贷款 +出售股权	股权收购
600302	2002-05-17	标准股份	42400000	自有资金	股权收购
600307	2002-09-25	酒钢宏兴	53550000	募集资金	股权收购
600315	2002-04-29	上海家化	100036000	债权抵收购款	资产收购
600316	2002-04-12	洪都航空	140148600	变更募集资金	股权收购
600328	2002-10-10	兰太实业	193309480	自有资金	资产收购
600361	2002-04-20	华联综超	148180000	自有资金	股权收购
600361	2002-10-09	华联综超	98200000	自有资金	股权收购
600377	2002-04-09	宁沪高速	30000000		股权收购
600396	2002-02-07	金山股份	128700000		股权收购
600399	2002-10-25	抚顺特钢	262512200		资产收购
600400	2002-11-19	红豆股份	155830000	自筹资金	资产收购
600580	2002-09-25	卧龙科技	149989711	自有资金	资产收购
600585	2002-08-30	海螺水泥	198771876		股权收购
600602	2002-11-20	广电电子	43000000	债权抵收购款	资产收购
600619	2002-03-14	海立股份	736052800	自有资金 +贷款	股权收购
600619	2002-10-29	海立股份	71621239		资产收购
600632	2002-11-26	华联商厦	37100000		股权收购
600641	2002-06-06	中远发展	30000000	债权抵收购款	资产收购
600642	2002-04-27	申能股份	585011203	自有资金	资产收购
600649	2002-06-13	原水股份	150950000	变更募集资金 +自有资金	股权收购
600651	2002-08-03	飞乐音响	136718400	募集资金 +变更	股权收购
600652	2002-10-17	爱使股份	39392947	自筹资金	股权收购

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
600656	2002-11-16	华源制药	40000000		股权收购
600657	2002-09-27	青鸟天桥	80000000		资产收购
600675	2002-09-26	中华企业	38040000	自筹资金	股权收购
600683	2002-10-12	银泰股份	35000000	变更募集资金	股权收购
600694	2002-11-06	大商股份	160550000	自有资金	股权收购
600699	2002-04-30	辽源得亨	100000000	配股募集 自筹	资产收购
600703	2002-11-26	天颐科技	591600000	增发募集资金	股权收购
600705	2002-10-29	北亚集团	79891200	自有资金	资产收购
600731	2002-07-17	湖南海利	78390000	银行贷款	资产收购
600733	2002-11-20	前锋股份	105777400	银行贷款	股权收购
600736	2002-02-04	苏州高新	56808805	债权抵收购款 现金	股权收购
600737	2002-11-29	新疆屯河	282087300	债权抵收购款	资产收购
600742	2002-03-19	一汽四环	1060000000	增发募集资金	股权收购
600756	2002-04-27	浪潮软件	180414500	债权 自有资金	股权收购
600757	2002-02-28	华源发展	50827800	自有资金	股权收购
600773	2002-10-29	西藏金珠	185000000	自有资金	股权收购
600785	2002-04-09	新华百货	42000000	银行贷款	股权收购
600787	2002-08-13	中储股份	48000000		资产收购
600787	2002-11-30	中储股份	230000000	负债方式	股权收购
600795	2002-01-25	国电电力	118750000		股权收购
600801	2002-11-20	华新水泥	157081522	自有资金	股权收购
600801	2002-03-22	华新水泥	66402000		资产收购
600820	2002-11-20	隧道股份	316400000	自有资金	资产收购
600849	2002-04-05	上海医药	150376920	自有资金	资产收购
600877	2002-08-10	中国嘉陵	129000000	募集资金 债权抵收购款	股权收购
600877	2002-04-23	中国嘉陵	124669000	变更募集资金	股权收购
000039	2003-06-23	中集集团	270000000	变更募集资金用途	股权收购
000078	2003-07-01	海王生物	353070036	资产置换	股权收购
000156	2003-05-14	安塑股份	44000000	变更募集资金	股权收购
000157	2003-11-21	中联重科	182000000	发行可转债	股权收购
000157	2003-08-19	中联重科	505580000	配股募集资金	资产收购
000158	2003-11-22	常山股份	258000000	自筹资金	资产收购
000401	2003-01-02	冀东水泥	2113049300	自筹资金	股权收购
000417	2003-10-24	合肥百货	150000000		资产收购
000419	2003-11-29	通程控股	191261900		股权收购
000509	2003-07-25	同人华塑	60000000	自有资金	股权收购
000532	2003-12-23	力合股份	38336300	自有资金	股权收购
000540	2003-10-21	世纪中天	179180000		股权收购
000549	2003-08-21	湘火炬 A	136040000	自筹资金	股权收购
000583	2003-07-01	托普软件	340000000	自有资金 资产置换	股权收购
000600	2003-05-30	建投能源	31000000		股权收购
000611	2003-11-29	时代科技	109009000	自有资金	股权收购

附表：并购交易样本概况

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
000667	2003-08-30	名流置业	58000000	变更募集资金	股权收购
000671	2003-12-24	阳光发展	179000000	自有资金 + 等值资产	资产收购
000691	2003-11-27	寰岛实业	40000000	自有资金	股权收购
000702	2003-11-19	正虹科技	41000000	银行贷款	股权收购
000712	2003-12-26	锦龙股份	49188163		资产收购
000716	2003-04-09	广西斯壮	288463054	募集资金	资产收购
000725	2003-08-07	京东方 A	38139100	变更募集资金	股权收购
000731	2003-09-04	四川美丰	253350000	自有资金 + 贷款	股权收购
000736	2003-07-03	重庆实业	193327000	债权抵收购款	资产收购
000750	2003-05-23	桂林集琦	129982400	自有资金	资产收购
000789	2003-10-29	江西水泥	63681120	银行贷款	资产收购
000797	2003-03-14	中国武夷	115969358		股权收购
000810	2003-10-24	华润锦华	49222811		股权收购
000818	2003-05-31	锦化氯碱	169000000	自有资金	股权收购
000822	2003-03-26	山东海化	57207340		股权收购
000875	2003-09-10	吉电股份	246648640	变更募集资金 + 自有资金	股权收购
000882	2003-07-05	华联股份	69895900	自有资金	股权收购
000883	2003-05-15	三环股份	200000000	增发募集资金	股权收购
000895	2003-09-09	双汇发展	49069700	变更募集资金	股权收购
000913	2003-09-16	钱江摩托	39000000	债权 + 自有资金	股权收购
000915	2003-02-13	山大华特	88030000		资产收购
000917	2003-10-30	电广传媒	50608400		股权收购
000919	2003-07-24	金陵药业	139680000		股权收购
000928	2003-12-31	吉林炭素	240629400	自筹资金	股权收购
000929	2003-12-30	兰州黄河	239600000	自有资金 + 贷款	股权收购
000932	2003-11-25	华菱管线	240300100		资产收购
000965	2003-12-31	天水股份	312888700	自有资金	资产收购
000966	2003-11-11	长源电力	67537600	自筹资金	资产收购
000999	2003-11-01	三九医药	418963500	募集资金	资产收购
600006	2003-02-15	东风汽车	43853600		资产收购
600010	2003-06-18	钢联股份	157465238.7	增发新股	资产收购
600012	2003-08-13	皖通高速	40000000		股权收购
600018	2003-09-05	上港集箱	700000000	配股募集资金	股权收购
600019	2003-09-12	宝钢股份	84980000	自有资金 + 贷款	股权收购
600028	2003-10-29	中国石化	180000000	自筹资金	股权收购
600028	2003-12-30	中国石化	60353600	自筹资金	资产收购
600033	2003-05-29	福建高速	63000000	债权 + 现金	股权收购
600062	2003-06-04	双鹤药业	49686800	自有资金	资产收购
600073	2003-09-27	上海梅林	107000000	自有资金	股权收购
600076	2003-12-12	青鸟华光	35000000	债权抵收购款	股权收购
600100	2003-07-01	清华同方	253011300	债权抵收购款	资产收购
600115	2003-04-25	东方航空	1215680000		资产收购

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
600133	2003-06-26	东湖高新	89579000		资产收购
600167	2003-03-26	沈阳新开	300000000	自有资金	资产收购
600175	2003-01-23	美都控股	150797700		股权收购
600185	2003-05-24	海星科技	154123500		股权收购
600189	2003-11-28	吉林森工	150000000		股权收购
600203	2003-11-14	福日股份	99056600		资产收购
600208	2003-09-26	中宝股份	90000000		资产收购
600215	2003-12-31	长春经开	30000000	自有资金	股权收购
600240	2003-08-30	仕奇实业	53000000		股权收购
600252	2003-11-24	中恒集团	88320000		资产收购
600265	2003-08-23	景谷林业	31200000	自有资金	股权收购
600277	2003-04-19	亿利科技	325216000	现金+资产置换	股权收购
600281	2003-11-28	太化股份	45000000		资产收购
600295	2003-06-02	鄂尔多斯	37924718	自有资金	资产收购
600302	2003-04-22	标准股份	84639200	自有资金	资产收购
600310	2003-12-03	桂东电力	84485000		股权收购
600315	2003-03-27	上海家化	660000000	子公司自筹资金	资产收购
600318	2003-11-27	巢东股份	60000000	资产出售资金	股权收购
600321	2003-06-25	国栋建设	204696200	自有资金	资产收购
600381	2003-12-19	白唇鹿	81000000	自有资金	股权收购
600383	2003-08-26	金地集团	193000000		资产收购
600388	2003-01-25	龙净环保	157250000	自筹资金	股权收购
600397	2003-10-11	安源股份	62866000	银行贷款	资产收购
600425	2003-09-27	青松建化	46526400	自筹	股权收购
600496	2003-09-30	长江精工	91032669	资产重组	股权收购
600499	2003-09-09	科达机电	82000000		股权收购
600500	2003-04-19	中化国际	82347800	自有资金	股权收购
600505	2003-05-12	西昌电力	360880000	银行贷款	股权收购
600548	2003-01-02	深高速	171573804		资产收购
600549	2003-08-28	厦门钨业	34190000		资产收购
600552	2003-11-13	方兴科技	140850000		资产收购
600552	2003-02-26	方兴科技	70267712	自筹资金	股权收购
600565	2003-05-13	迪马股份	37240000	募集资金	股权收购
600584	2003-12-17	长电科技	79000000	变更募集资金用途	股权收购
600601	2003-09-06	方正科技	100000000	集团公司债权	资产收购
600621	2003-10-21	上海金陵	262140000	债权抵收购款	股权收购
600633	2003-12-27	白猫股份	244678200	现金+债权	资产收购
600644	2003-09-30	乐山电力	115841400	资产置换	资产收购
600645	2003-12-26	望春花	39817128	债权+自有资金	股权收购
600656	2003-09-30	华源制药	39220000	自有资金	股权收购
600674	2003-12-26	川投控股	234806312	银行贷款	股权收购
600694	2003-01-10	大商股份	63867000	募集资金	股权收购

附表：并购交易样本概况

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
600694	2003-07-22	大商股份	42115953	自有资金	股权收购
600705	2003-04-24	北亚集团	35000000	配股募集 +自有资金	股权收购
600706	2003-12-25	长安信息	89760900	配股募集资金	股权收购
600707	2003-07-10	彩虹股份	80000000	债权抵收购款	股权收购
600708	2003-12-05	海博股份	1260180000	可转债募集资金	股权收购
600716	2003-05-30	耀华玻璃	85000000		股权收购
600716	2003-09-09	耀华玻璃	186011475	自有资金	股权收购
600723	2003-09-26	西单商场	145669900		股权收购
600740	2003-09-02	山西焦化	616310000	自筹资金 +贷款	股权收购
600755	2003-11-14	厦门国贸	76321051		资产收购
600757	2003-04-01	华源发展	588800000	自有资金	股权收购
600764	2003-04-25	中电广通	88228400		股权收购
600780	2003-01-22	通宝能源	66000000	资产置换 +现金	股权收购
600801	2003-06-24	华新水泥	87000000	自有资金 +贷款	股权收购
600821	2003-12-16	津劝业	70090000	自有资金	股权收购
600824	2003-06-28	益民百货	107450000		股权收购
600863	2003-07-19	内蒙华电	158850000	自有资金	股权收购
600877	2003-04-26	中国嘉陵	81920000		资产收购
000059	2004-09-15	辽通化工	92160000		股权收购
000078	2004-11-24	海王生物	52518900	募集资金	股权收购
000158	2004-05-26	常山股份	67500000		股权收购
000404	2004-11-19	华意压缩	156602800	重大资产重组	资产收购
000408	2004-12-02	河北华玉	278000000	自筹资金	股权收购
000419	2004-05-29	通程控股	72695900	自有资金	股权收购
000430	2004-11-27	张家界	69300000		资产收购
000547	2004-10-29	闽福发 A	51000000		资产收购
000549	2004-01-02	湘火炬 A	335712100		资产收购
000558	2004-09-18	莱茵置业	155969100		股权收购
000576	2004-12-07	广东甘化	920480900	募集资金	资产收购
000584	2004-08-21	舒卡股份	60000000	重大资产重组	股权收购
000611	2004-04-10	时代科技	272910000	自筹资金	股权收购
000623	2004-09-28	吉林敖东	125000000	募集资金	股权收购
000631	2004-05-21	兰宝信息	65000000	自有 +贷款	股权收购
000651	2004-09-14	格力电器	132850000	配股募集资金	股权收购
000662	2004-09-03	广西红日	79740000	自有资金	股权收购
000726	2004-07-17	鲁泰 A	182215965	自筹资金	股权收购
000738	2004-07-03	南方摩托	285203600	自有资金	资产收购
000779	2004-09-28	三毛派神	153662200	自有资金 +变更募集资金	股权收购
000829	2004-01-03	赣南果业	33497400	应收账款置换	股权收购
000852	2004-03-04	江钻股份	52680000	自有资金	股权收购
000882	2004-06-26	华联股份	32000000		股权收购
000889	2004-08-24	渤海物流	473000000		资产收购

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
000897	2004-11-23	津滨发展	130000000	自有资金	股权收购
000898	2004-03-24	鞍钢新轧	89690300	变更募集资金 +自有资金	股权收购
000911	2004-11-19	南宁糖业	32237100	自筹资金	资产收购
000930	2004-09-24	丰原生化	40323600	自有资金	资产收购
000966	2004-11-23	长源电力	800200000	自有资金 +贷款	股权收购
000972	2004-03-12	新中基	31585400		资产收购
000976	2004-09-15	春晖股份	50000000	变更募集资金	股权收购
600006	2004-10-16	东风汽车	125672960	自筹资金	股权收购
600011	2004-04-19	华能国际	110000000	银行贷款	股权收购
600011	2004-08-06	华能国际	123163000		股权收购
600029	2004-11-12	南方航空	121610400	自有资金	资产收购
600056	2004-11-25	中技贸易	69795900	自有资金	资产收购
600057	2004-05-11	夏新电子	153697918	自有资金	资产收购
600110	2004-11-25	中科英华	34966400	应付款	股权收购
600119	2004-08-03	长江投资	32100000		股权收购
600120	2004-05-27	浙江东方	35000000	自有资金	股权收购
600130	2004-05-22	波导股份	304390000	自有资金	股权收购
600131	2004-03-16	岷江水电	36272000	承债 +资金	资产收购
600141	2004-12-07	兴发集团	359710000	自筹资金	股权收购
600161	2004-03-08	天坛生物	65000000	自有资金	股权收购
600185	2004-05-22	海星科技	33174700	募集资金	股权收购
600196	2004-02-05	复星医药	30488900	自有资金	资产收购
600197	2004-10-23	伊力特	48896600	自有资金	股权收购
600207	2004-05-24	安彩高科	32740000	自有资金	资产收购
600220	2004-03-23	江苏阳光	100965300	变更募集资金 +自有资金	资产收购
600250	2004-11-26	南纺股份	81000000	自筹资金	股权收购
600251	2004-05-21	冠农股份	276150800		股权收购
600253	2004-07-13	天方药业	70000000	自有资金 +债权	股权收购
600257	2004-06-30	洞庭水殖	66091505	募集资金	资产收购
600273	2004-06-03	华芳纺织	80000000		资产收购
600277	2004-11-27	亿利科技	39200000	自筹资金	股权收购
600278	2004-11-04	东方创业	70815000	自有资金	资产收购
600307	2004-06-15	酒钢宏兴	160414900		股权收购
600310	2004-10-12	桂东电力	50000000	自有资金, 回购协议	股权收购
600362	2004-09-28	江西铜业	34094474		股权收购
600376	2004-09-15	天鸿宝业	64266480		资产收购
600382	2004-03-06	广东明珠	269727400	自有资金	股权收购
600388	2004-09-14	龙净环保	82617200	贷款 +自有资金	股权收购
600398	2004-02-17	凯诺科技	177935565	自有资金	资产收购
600406	2004-08-24	国电南瑞	41393520	自有资金	股权收购
600416	2004-02-11	湘电股份	101759070	自有资金	股权收购
600418	2004-11-27	江淮汽车	176000000		股权收购

附表：并购交易样本概况

股票代码	首次公告日期	股票名称	交易总价	资金来源	业务类型
600428	2004-03-23	中远航运	43570000		资产收购
600449	2004-09-15	赛马实业	59500000	自有资金	资产收购
600481	2004-07-10	双良股份	49339100		资产收购
600489	2004-11-16	中金黄金	175224800		股权收购
600511	2004-12-10	国药股份	109600000	变更募集资金+自有资金	股权收购
600547	2004-11-29	山东黄金	145758750		股权收购
600548	2004-12-09	深高速	72000000		股权收购
600550	2004-03-19	天威保变	240000000	自有资金	股权收购
600559	2004-04-22	裕丰股份	128000000	变更募集资金	股权收购
600585	2004-11-19	海螺水泥	265000000		资产收购
600642	2004-04-24	申能股份	272308900	自有资金+贷款	资产收购
600651	2004-05-29	飞乐音响	170401700	债权抵收购款	资产收购
600654	2004-11-27	飞乐股份	36225000	自有资金	股权收购
600666	2004-09-03	西南药业	354563300	债权抵收购款	股权收购
600688	2004-05-20	上海石化	76000000		股权收购
600696	2004-03-09	利嘉股份	149160800	自筹资金	股权收购
600717	2004-05-29	天津港	32959000		股权收购
600720	2004-06-23	祁连山	151401000	自有资金	资产收购
600723	2004-07-02	西单商场	35660000	自有资金	股权收购
600739	2004-09-28	辽宁成大	498000000	变更募集资金+自筹	资产收购
600739	2004-06-16	辽宁成大	76995000		股权收购
600747	2004-12-02	大显股份	174456907	自有资金	股权收购
600750	2004-02-24	江中药业	69930000		股权收购
600764	2004-11-05	中电广通	48000000	自筹资金	股权收购
600777	2004-05-20	新潮实业	160191200	资产置换	资产收购
600787	2004-02-26	中储股份	288384000	自有资金	股权收购
600787	2004-11-30	中储股份	530590000	3.6亿股权置换+自有资金	资产和股权收购
600828	2004-03-18	成商集团	238000000	自有资金	股权收购
600843	2004-06-11	上工申贝	92400000	自有资金	股权收购
600859	2004-12-08	王府井	415225117	自有资金	股权收购

## 致 谢

五月的凤凰花又如期绽放，红遍了美丽的厦大校园。我的博士毕业论文却因个人的懈怠一延再延，迟迟未能开花结果。在攻博的第六个年头，论文终于得以脱稿。回首漫长的读博历程，有太多的人需要感谢，太多的事无法忘怀。

首先我要向我的恩师——郑振龙教授表示诚挚的谢意！六年前有幸来到郑老师门下攻读博士学位，是我一生的荣幸和骄傲。导师渊博的知识、横溢的才华、敏捷的思维、对中国金融市场现实问题敏锐的洞察力、对学术研究的执着追求和严谨态度，都令弟子深深折服并常怀敬畏之心。在过去六年的求学路上，导师对我的谆谆教诲，我将终生铭记在心。在我今后的教学和研究工作中，导师深厚的学术造诣和非凡的人格魅力，将是我永远效仿的榜样！

特别感谢管理学院的沈维涛教授——我的硕士导师！十多年来，沈老师教我学业，教我做人，并对我的工作和生活给予了无微不至的关怀和帮助。谢谢您，沈老师！

感谢厦门大学金融系张亦春教授、江曙霞教授、魏巍贤教授、朱孟楠教授、邱崇明教授、李晓峰教授、张顺明教授、陈国进教授及其他老师！教授们的授课或讲座，大大拓宽了我的研究视野。教授们的风采，此生难忘！特别感谢蔡淑昭老师多年来的辛勤工作和无私帮助！

感谢同门所有师兄弟、师姐妹的关心和帮助。他们是林海、陈蓉、陈淼鑫、邱文华、陈惠玲、康朝锋、冯玲、周乐伟、唐革榕、王保合、郑泽星、马喜德、俞琳、包苏星、张蕾、刘晓曙、何凯浩、秦洪元、胡韡、黄蕙舟、黄文彬、杨伟、陈志娟、邓雪春……请恕我不一一列出，但请接受我衷心的感谢！感谢孙坚强、黄君慈、林泓等所有金融系 03 级博士研究生同学。与你们一起生活、学习和交流，使我得到了许多有益启发，也丰富了我的求学生活。

感谢管理学院的柯士涛博士、于永军博士、张耕博士、江伟博士、林泉博士以及高世威、俞满娇、陈松劲、刘文彬、林澜等博士研究生，兄弟（妹）般的情谊实在无法用三言两语来表达！

感谢我的父母生我、养我、教我学文化，是你们的爱让我长大成人；感谢我的兄弟姐妹，感谢我的岳父、岳母，是你们的理解和支持帮助我顺利完成了学业。我愿把我最真诚的祝福送给你们，祝你们健康、平安、幸福！

最后，我要把我最真挚的爱献给我的妻子——纪丽琴女士！谢谢您！愿您永远幸福！