

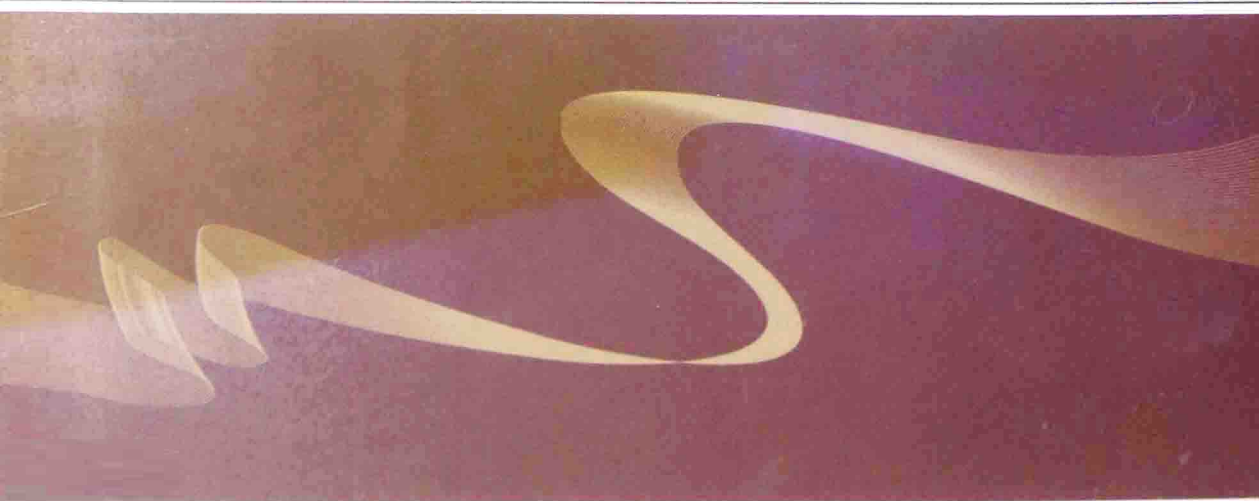


重庆工商大学会计学院学术文库

并购方视角下的 股权制衡治理效应研究

BingGouFang ShiJiaoXia De
GuQuan ZhiHeng ZhiLi XiaoYing YanJiu

◎ 蒋弘 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press



重庆工商大学会计学院学术文库

本著作得到国家自然科学基金重点项目（项目批准号：71232004）
国家自然科学基金面上项目（项目批准号：71172082）的资助

并购方视角下的 股权制衡治理效应研究

BingGouFang ShiJiaoXia De
GuQuan ZhiHeng ZhiLi XiaoYing YanJiu

◎ 蒋弘 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

并购方视角下的股权制衡治理效应研究 / 蒋弘著. — 北京: 经济科学出版社, 2014. 8
(重庆工商大学会计学院学术文库)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 4940 - 1

I. ①并… II. ①蒋… III. ①上市公司 - 股权管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 195876 号

责任编辑: 刘明晖 李 军
责任校对: 徐领弟
版式设计: 齐 杰
责任印制: 王世伟

并购方视角下的股权制衡治理效应研究

蒋 弘 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京盛源印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 12 印张 160000 字

2014 年 8 月第 1 版 2014 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4940 - 1 定价: 36.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

总 序

改革开放以来，随着中国经济的高速发展以及国际化的不断推进，我国资本市场有了长足的发展。但2008年全球金融危机爆发后，我国股票市场的表现并不尽如人意。2014年5月，国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》发布，新股发行改革配套措施也正式落地，中国企业又一次迎来了资本市场发展的制度红利。中国企业在经济全球化这个不可逆转的发展潮流中，如何有效利用内外部资源、提高自身的抗风险能力和治理水平，抓住机遇，迎接挑战，是企业在变幻莫测的环境下实现可持续发展所面临的突出问题。

产业结构调整推动不同企业之间相互合作，以实现规模经济和协同效应，使得企业并购活动日益频繁。20世纪80年代以来，随着中国股票市场的发展，企业之间的并购——尤其是跨国并购与日俱增。据统计，2004~2013年，中国企业累计跨国并购金额近1 000亿美元，中国已经成为全球第五大对外投资国。多样化上市公司股权收购逐渐占据主要地位。在经济日益全球化的今天，世界对资源的争夺愈演愈烈，企业所控资源的多寡、优劣，决定着其未来发展速度和发展前景。在这场国

际化的资源争夺战中，企业为适应环境选择多元化战略，形成大的企业集团。据统计，目前，中国企业集团的数量已有3 000家，达到国家工商总局规定的注册为企业集团标准的上市公司就有300多家。并购浪潮作为企业集团迅速发展的主要原因之一，引发了一波又一波的理论争鸣：并购到底是优化资源配置还是大股东“掏空”的手段？不同股权结构的企业在并购中的股权制衡效应又会对企业绩效产生怎样的影响？通过并购形成的企业集团内部资本市场是否真正发挥了其缓解融资约束和重新有效配置资源的功能？内部资本市场在外部资本市场紧缩的情况下又会发生怎样的变化？如何通过品牌资源的优化提升企业在国际化进程中的核心竞争力？企业向经营者实施的股权激励制度是否能有效解决企业代理问题？这些都已成为企业发展过程中需要解决的理论问题。

企业的发展一方面受宏观经济环境的影响，另一方面也与企业的治理水平有着密切的联系。为深入研究当前经济形势下企业的可持续发展路径，本套丛书结合当前宏观环境的变化，深入分析了微观主体的行为及其公司治理的相关问题：为应对全球化进程中企业所面临的挑战，从品牌资源的优化方面探索国内会计师事务所的发展方向；从并购战略视角分析企业股权制衡的治理效应的传导机制，为企业的并购行为提供指导意见；结合外部环境变化（金融危机）探析并购形成的企业集团内部资本市场的运行机理、效率决定及价值影响，为企业应对外部风险、进行多元化并购策略提供参考建议；为提高公司治理水平，深入考察了公司经营者股票期权的定价及相关问题；同时，为实现收入分配的公平，研究了“福利公平”原则下彩票供需以及公益金管理，为彩票市场的健康发展提

供一些思路。

尽管不同企业所处的地区环境不同，自身的发展方式也存在差异，但书中所介绍的一些典型企业（主要是上市公司）的发展经验对于其他企业也有十分重要的借鉴意义。

周宇华

2014 年 7 月

序

随着我国上市公司并购活动的蓬勃发展，针对上市公司并购绩效影响因素的研究也成为热点。该专著以此为主题，深入探讨了股权制衡对我国上市公司并购绩效的影响，为股权制衡在上市公司并购活动中的治理效应提供了进一步的经验证据。

具体而言，该专著以并购方上市公司的并购交易为分析视角，从现实经济问题与客观经济现象出发，结合中国制度环境的背景特征，采用逻辑推理到大样本实证检验的研究思路，从“股权制衡对并购方上市公司并购绩效的影响”、“相关影响的传导路径”以及“股权制衡效果发挥的影响因素”这三个方面进行了详细探究，得出股权制衡在上市公司并购活动中具有治理效应的研究结论，并据此提炼出启示意义，为我国上市公司治理环境的改善，以及并购活动中中小股东权益的保护提供了相应的政策建议。

该专著的研究进一步完善了有关并购方并购绩效影响因素的研究成果，在一定程度上弥补了股权制衡治理效应传导机制方面研究的不足，具有重要的理论与现实意义。该专著不仅反映出作者具有扎实的理论基础、系统的专业知识和较强的科研能力，而且书中所展现出的一些新的研究方法和分析视角，值得读者仔细品味，并相信会有所收获。

刘 星

2014年7月1日

前 言

我国的股权分置改革虽然为上市公司的非流通股提供了在证券市场上自由流通的机会，但是，从目前的情况来看，股权分置改革并未完全改变上市公司股权过度集中的局面。而在集中型股权结构下产生的大股东与中小股东间的代理冲突，已经成为我国上市公司最迫切需要解决的公司治理问题。我国一些学者研究发现，在上市公司的并购活动中，大股东的代理行为存在明显的侵占效应，表明许多并购交易已经成为了公司大股东攫取控制权私利的一种手段。然而，另一些学者的研究则显示，并购交易对我国并购方上市公司是有利的。分析上述大相径庭的结论背后所隐含的原因，发现线索都不约而同地指向公司股权结构的优化设计问题。而建立多个大股东并存的相互制衡的股权结构，在国内外的许多研究中都被视为一种可能制约大股东“掏空”行为的治理模式。那么，具有不同制衡程度的股权结构，是否是并购方上市公司在并购交易后出现不同绩效表现的主要动因呢？股权制衡效应又是以什么作为传导中介对并购方上市公司绩效产生影响的呢？什么因素会影响股权制衡效应的发挥呢？这些问题尚待进一步研究。

鉴于此,本书基于上市公司并购方视角,对股权制衡在并购活动中的治理效应展开研究。研究结果显示:①公司的股权制衡程度越高,并购绩效越好,并购交易后的公司价值也越高;②股权制衡能够有效限制并购活动中大股东与高管人员的合谋行为,压缩高管人员私有收益的空间,进而提高公司的并购绩效;股权制衡还能够减少并购活动中信息操纵现象的发生,改善公司并购信息披露质量,促进收购公司价值的增长;③大股东股权性质的异同会影响股权制衡的效果。在公司前两大股东股权性质相同的情况下,股权制衡对并购绩效的影响不显著;而在双方股权性质不同的情况下,公司的股权制衡与并购绩效显著正相关。投资者异质预期水平的高低也是影响因素之一。与较低的异质预期水平相比,当投资者异质预期水平较高时,股权制衡对并购绩效的正面促进作用大大减弱。

与现有国内外相关研究相比,本书的特色与创新点主要体现在:

(1) 本书较为全面地分析了股权制衡对收购公司并购绩效的影响,而现有许多研究并购问题的文献,虽然都将公司的股权结构纳入考察的范围,但主要集中于研究股权集中度、股权性质所代表的狭义股权结构可能产生的影响,而往往忽视了广义上的股权结构还包括股权制衡这一状态,从而很少讨论股权制衡在并购活动中的作用。因此,本书的研究扩展和完善了有关并购方并购绩效影响因素的研究成果。

(2) 本书在研究股权制衡与并购绩效之间的关系时,并非简单地着眼于这种关系的两个端点,而是深入地剖析了端点间所存在的联系纽带,发掘股权制衡对并购绩效的作用机理,从而弥补了在股权制衡效应的传导机制方面存在的研究不足。

(3) 本书还考察了并购活动中影响股权制衡效果发挥的公司内外部因素。对这些因素的确定，一部分是通过文献分析，一部分是依赖模型推导，而最终的实证检验也证实这些因素确实会对股权制衡的效果产生显著影响。这一方面是对现有研究成果的进一步验证，另一方面也提供了新的理论视角和经验证据，使对股权制衡治理效应的研究更加细致和完善。

蒋 弘

2014 年 8 月

| 目 录 |

第1章 绪论	1
1.1 问题提出与研究意义	1
1.2 研究目的与研究方法	3
1.2.1 研究目的	3
1.2.2 研究方法	4
1.3 研究内容与分析框架	5
1.3.1 研究内容	5
1.3.2 分析框架	8
1.4 相关概念辨析与界定	9
1.5 本书特色与研究创新	10
第2章 理论基础与文献评述	12
2.1 股权制衡的研究	12
2.1.1 股权制衡治理模式的理论基础	12
2.1.2 股权制衡治理模式的提出背景	16
2.1.3 股权制衡形成机制的理论模型	18
2.1.4 股权制衡治理效应的实证研究	20
2.2 并购问题的研究	22
2.2.1 企业并购动因理论概述	22
2.2.2 并购方的绩效表现	27
2.2.3 股权结构与并购绩效的关系	28

2.3 国内外研究评述	30
第3章 我国上市公司治理现状与并购活动分析	32
3.1 我国上市公司的治理现状分析	32
3.1.1 我国上市公司的股权特征	32
3.1.2 我国上市公司的权力分配情况	36
3.2 我国上市公司的并购活动分析	40
3.2.1 我国企业并购历程概述	40
3.2.2 我国上市公司并购的市场特征	49
3.3 本章小结	56
第4章 股权制衡对并购绩效的影响	58
4.1 文献回顾和研究假设	58
4.2 研究方法设计	62
4.2.1 变量设计	62
4.2.2 样本选取与数据来源	66
4.2.3 计量模型与描述性统计	66
4.3 实证结果与分析	69
4.3.1 并购事件的财富效应	69
4.3.2 回归结果及分析	71
4.3.3 稳健性检验	77
4.4 本章小结	79
第5章 异质预期下股权制衡与并购绩效的关系	81
5.1 文献回顾	81
5.1.1 异质预期、股价波动与并购绩效	81
5.1.2 股权制衡的治理效应	83
5.2 理论分析与研究假设	84

5.2.1	模型构建	84
5.2.2	影响分析	87
5.3	研究方法设计	89
5.3.1	变量设计	89
5.3.2	样本选取与数据来源	92
5.3.3	计量模型与描述性统计	92
5.4	实证结果与分析	95
5.4.1	并购事件的财富效应	95
5.4.2	回归结果及分析	97
5.4.3	稳健性检验	102
5.5	本章小结	103
第6章	股权制衡对并购中合谋行为的影响	105
6.1	理论分析和研究假设	106
6.2	研究方法设计	110
6.2.1	变量设计	110
6.2.2	样本选取与数据来源	113
6.2.3	计量模型与描述性统计	114
6.3	实证结果与分析	116
6.3.1	回归结果及分析	116
6.3.2	稳健性检验	123
6.4	本章小结	124
第7章	股权制衡对并购信息披露质量的影响	125
7.1	理论分析和研究假设	125
7.2	研究方法设计	131
7.2.1	样本选取与数据来源	131
7.2.2	计量模型与变量定义	132

7.2.3 描述性统计 137

7.3 实证结果与分析 139

7.3.1 回归结果及分析 139

7.3.2 稳健性检验 144

7.4 本章小结 145

第8章 研究结论与政策建议 147

8.1 主要结论 147

8.2 政策建议 148

8.3 研究局限与展望 153

附 录 155

参考文献 161

后 记 176

第 1 章

绪 论

1.1 问题提出与研究意义

当前的中国为适应全球化加剧的趋势和市场开放的压力，正经历着新一轮产业结构调整，这推动了不同企业之间的相互合作，也使作为应对手段之一的企业并购活动日益频繁。尽管受源于美国次贷危机的全球金融危机的影响，企业的并购活动有所放缓（2009 年全球并购交易的成交笔数及成交金额同比下降 2% 及 15%），但就中国而言，在活跃的并购交易拉动下，交易金额呈现出逆势增长的态势（具体内容如图 1-1 所示）。而与中国企业日益增长的并购活动相伴随的，是学者们所开展的对中国企业，特别是中国上市公司并购问题的深入研究。

作为一种企业资源配置和权利让渡行为，上市公司并购一直以来都是各方关注的热点话题。随着我国上市公司并购活动的蓬勃发展，学术界针对上市公司并购绩效影响因素的研究文献也逐渐增多，有从并购类型角度进行的研究（冯根福、吴林江，2001；李善民、朱滔，2006；洪道麟等，2006），也有从支付方式角度展开的分析（周晓静等，2005；王萌，2010；陈涛、李善民，2011）。然而，无论是并购类型还是支付方式的选择，都依赖于公司管理层的决策。而不同的股

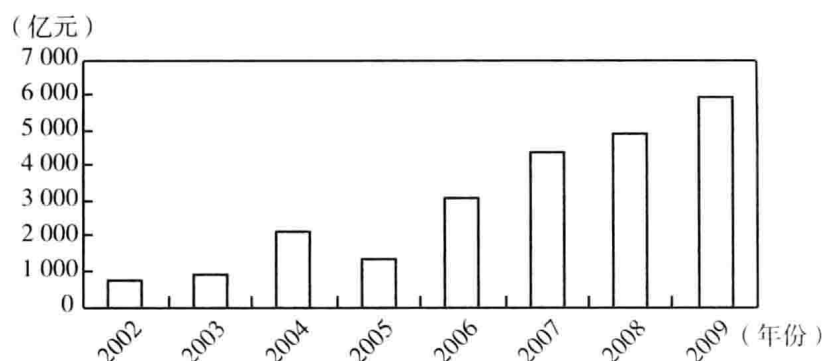


图 1-1 我国 2002 ~ 2009 年并购交易金额走势

资料来源:《中国企业并购年鉴(2010)》。

权结构所形成的不同企业治理结构,对公司管理层的决策起着至关重要的作用(La Porta et al., 1999; Cronqvist & Fahlenbrach, 2009)。因此,从并购方上市公司内部出发所进行的有关并购问题的研究,不能脱离股权结构这一本质属性。

由于国情的原因,我国多数上市公司还保持着相对集中的股权结构,这为大股东实施攫取控制权私利的活动提供了较好的机会。因此,我国上市公司迫切需要解决的公司治理问题是集中型股权结构下大股东与中小股东之间的代理冲突。根据我国一些学者的研究,在中国上市公司的并购活动中,大股东的代理行为存在明显的侵占效应(李君,2007;胥朝阳,黄晶,2010),并购交易并没有给并购方公司广大中小股东带来财富的增长(张新,2003;洪道麟等,2006)。这说明,许多并购活动已经成为公司大股东以牺牲中小股东利益为代价来换取控制权私利的一种手段。然而,另一些学者的研究则显示,并购交易对我国并购方上市公司是有利的(李善民,陈玉罡,2002;徐润萍、李银珠,2001)。对于这种大相径庭的结论,目前尚未有研究者进行过细致的分析。但是,在上述学者的研究中,都不约而同地涉及公司的股权结构。所以,要解释研究结论不一致的现象,仍然要回到股权结构这一原点上来。

国外一些学者针对最优股权结构的设计问题,提出应该通过适当

的股权安排，形成多个大股东共同控制公司的局面。在这种情况下，由于大股东之间的相互制衡，使得每个大股东都处于被监督的环境中，无法独立支配或操纵公司决策，从而在一定程度上制约了大股东的“掏空”行为（Pagano & Roell, 1998; Gomes & Novaes, 1999 & 2005; Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Block & Hege, 2001）。我国一些学者按此思路进行的实证研究也证实了股权制衡能够减少大股东对中小股东利益侵害的观点（刘星、刘伟，2007；陈明贺，2007）。由于股权结构是指公司总股本中，不同性质的股份所占的比例及其相互关系，所以，广义上的股权结构包括股权制衡这一状态。那么，具有不同制衡程度的股权结构，是否是并购方上市公司在并购交易后出现不同绩效表现的主要动因呢？股权制衡效应又是以什么作为传导中介对并购方上市公司绩效产生影响的呢？什么因素会影响股权制衡效应的发挥呢？这都有待进一步研究。而本书就着眼于对上述问题的解答。因此，本书的研究意义在于：①将股权制衡作为待检验的因素，研究股权制衡对并购方上市公司并购绩效的影响，从而扩展有关并购方并购绩效影响因素的研究成果；②通过深入剖析股权制衡对并购绩效的作用机理，弥补在股权制衡效应的传导机制方面存在的研究不足；③考察并购活动中影响股权制衡效果发挥的公司内外部因素，使针对股权制衡治理效应的研究更加细致和完善；④为我国上市公司治理环境的改善，以及并购活动中中小股东合法利益的保护提供理论依据和政策建议。

1.2 研究目的与研究方法

1.2.1 研究目的

从上市公司并购方视角研究股权制衡的治理效应，不仅能够进一步对并购方并购绩效的表现进行细致和深入的解析，也有助于发掘股