



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

并购交易特征、股权结构与 市场绩效研究

——基于后股权分置时代上市公司的经验数据

刘 锴 / 著

BINGGOU JIAOYI TEZHENG GUQUAN JIEGOU YU SHICHANG JIXIAO YANJIU
JIYU HOUQUQUAN FENZHI SHIDAI SHANGSHI GONGSI DE JINGYAN SHUJU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

并购交易特征、股权结构与市场绩效研究

——基于后股权分置时代上市公司的经验数据

Research on M&A Transactional Characters, Ownership Structure and Market Performance

——Evidence from ~~Listed~~ Companies in the Post
~~Share-splitting Reform~~ Era

刘 锴 著

经济科学出版社

责任编辑：王长廷 王冬玲
责任校对：郑淑艳
版式设计：代小卫
技术编辑：邱 天

图书在版编目（CIP）数据

并购交易特征、股权结构与市场绩效研究：基于后
股权分置时代上市公司的经验数据/刘锴著. —北京：
经济科学出版社，2011. 4

（中青年经济学家文库）

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0359 - 5

I. ①并… II. ①刘… III. ①上市公司 - 股份制 -
研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 013114 号

并购交易特征、股权结构与市场绩效研究

——基于后股权分置时代上市公司的经验数据

刘 锴 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

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京中科印刷有限公司印刷

三河市德利装订厂装订

880 × 1230 32 开 8.5 印张 220000 字

2011 年 4 月第 1 版 2011 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0359 - 5 定价：28.00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

序

刘锺同志的专著《并购交易特征、股权结构与市场绩效研究》是在她的博士学位论文基础上撰写的。我作为她攻读博士学位期间的导师，欣然接受为其作序。

企业并购一直以来受到理论界和实务界的广泛关注，是国内外学者讨论并研究的热点话题。与西方发达国家的并购有所不同，中国上市公司的并购重组活动是在新兴转轨市场经济背景下发展起来的，带有鲜明的股权分置制度色彩。随着证券市场规模的不断扩大，由于缺乏市场化操作的基础，并购重组等资本运营活动中的投机行为愈演愈烈，资源配置效率低下，严重制约了并购市场的运行和发展。中国证监会于2005年5月启动了股权分置改革试点，资本市场开始进入后股权分置时代，此次重大制度性变革使得中国资本市场发生了脱胎换骨的变化，并购作为一种企业行为，是与宏观经济与产业发展密不可分的，制度变革和市场环境是推动其发展的重要因素。随着股权分置改革工作的基本完成，长期以来制约中国资本市场发展的制度性障碍得以清除，并购市场得到了极大的活跃，并购逐渐成为企业跨越式发展的最主要的方式，并购动机、并购支付方式、并购的估值和定价以及并购交易类型都将显现出与以往不同的特点，在这样的背景下研究并购行为与并购市场绩效的意义更为重大。

本书立足于中国后股权分置时代资本市场的制度背景，以上市公司的并购行为及市场绩效作为研究选题，基于产权理论，从短期和长期两个角度，构建收购公司并购交易特征、股权结构与市场绩效研究的理论框架，并实证检验了并购交易特征、收购公司股权结构对收购公司短期和长期市场绩效的直接影响，以及二者对收购公司短期和长期市场绩效的交互影响，从控股股东的并购动机和机构投资者的投资动机出发，挖掘并购行为背后隐藏的深层次动因，从而全面揭示出股权分置改革对中国上市公司并购活动的影响。这不仅有助于政策制定者和监管部门在新环境下完善并购法律法规和监管策略，来促进上市公司并购活动健康的市场化运作，而且对于上市公司制定合理的并购投资战略以及投资者投资时机的选择都具有现实意义。

本书的特色和主要贡献如下：

第一，对国内外有关公司并购动机、并购绩效评价方法以及并购绩效影响因素的最新研究成果进行全面的阐述，并对国内外的研究现状进行了比较和评价，从而得出在后股权分置市场背景下尚待研究的空间。

第二，注重从中国的实际国情出发，通过对资本市场在股权分置时期的基本特征和后股权分置时期呈现出来的新特征进行对比分析，揭示出并购活动赖以生存的外部环境的变化，并结合并购活动的阶段性特点，系统地分析了资本市场在公司并购中起到的作用。分析表明：在资本市场基本功能逐渐恢复和财富效应形成的过程中，长期以来制约中国并购市场发展的制度性障碍得以清除，奠定了市场化并购的基础，并将与国外成熟资本市场上的并购行为接轨，其并购交易特征呈现出不同于以往的新特点。这种基于后股权分置时代背景的对上市公司并购的研究进一步完善了上市公司的并购理论体系，并为今后全流通市场背景下上市公

司的并购研究起到承上启下的作用。

第三，本书以产权理论为基础，从源于股权分置背景下企业产权中转让权缺失所导致的并购效率低下的制度性根源出发，遵循“并购动机——并购行为——并购绩效评价”的研究思路，首次构建了后股权分置时代收购公司并购交易特征、股权结构与市场绩效研究的理论框架。

第四，在对理论基础和制度背景深入分析的基础上，注重运用实证的方法研究中国上市公司的并购问题，有较强的说服力。本书的研究样本是以个别上市公司的股改完成日为基准选取的，突破了传统的按照会计年度选取样本方法下盲目扩大样本量所产生的不足，从而可以较为准确地反映出后股权分置时代上市公司的并购行为和并购绩效；结合后股权分置时代的市场背景，使用直接体现并购交易行为变化的支付方式、并购标的和并购关联属性作为并购交易特征的代理变量，同时构造并购交易特征与股权结构的交互变量，从根源上挖掘并购行为背后隐藏的深层次动因，以及是如何影响并购绩效的，使得从制度层面上对国内并购进行研究成为可能。研究表明：随着股权分置问题的解决，中国上市公司的并购行为以及不同并购行为下的并购绩效较股改前有了显著的变化，股改为上市公司并购采用股票支付方式创造了必要的市场条件，打破了现金支付方式一统天下的格局，第一大股东在关联并购中的支持作用得以体现，机构投资者在股权收购和非关联并购活动中起到了积极推动和监督作用，然而也存在市场对定向增发、资产注入和整体上市等并购行为的短期炒作，国有股东在关联并购中的非正常关联交易，以及机构投资者在资产收购和关联并购活动中表现出的为实现私利而损害中小投资者利益等问题，因此应辩证看待股改为上市公司并购带来的新变化。

由于我国资本市场正处于从股权分置向全流通过渡的时期，

并购交易特征、股权结构与市场绩效研究

上市公司并购也会存在一个逐渐市场化的过程，本书的某些观点和结论因而缺乏持久的解释力，还需要后续更为深入的研究与探索。希望这部书的出版能进一步完善上市公司并购的理论研究，为规范上市公司并购行为和保护投资者利益起到积极的推动作用，同时希望刘锴能以此第一部专著为起点，在今后的学术道路上阔步前进。

宋献中

2011年4月于暨南园

前 言

中国上市公司的并购活动是在新兴转轨市场背景下发展起来的，带有鲜明的股权分置制度色彩。由于涉及制度问题，国内有关并购的研究大都缺乏深层次分析，然而，制度变迁仍然是不容回避的。股权分置改革为市场化并购奠定了基础，积压已久的并购重组动力日益显现。后股权分置时代，上市公司并购能否创造价值？并购市场绩效受到哪些因素的影响，隐藏在并购行为背后的深层次原因是什么？这都是现阶段中国资本市场发展中值得研究的重要问题。本书基于后股权分置时代中国资本市场的制度背景，构建了并购交易特征、股权结构与市场绩效的理论分析框架，探讨了并购交易特征、股权结构对收购公司市场绩效的直接影响以及二者对收购公司市场绩效的交互影响，并以 2005 ~ 2007 年间已完成股改上市公司发生的并购事件为研究对象，从短期和长期市场绩效差异的角度进行了实证检验。

全书共分为 7 章，第 1 章为导论；第 2 章对国内外有关并购的理论和实证文献进行了较为全面的回顾与评述；第 3 章是对我国并购市场的制度背景进行探讨和分析；第 4 章是在国内外文献评述和制度背景分析的基础上，对后股权分置时代并购绩效理论进行深入分析，并提出研究假设；第 5 章采用实证的方法对后股权分置时代收购公司的短期市场绩效及其影响因素进行数据检

验；第6章采用实证的方法对后股权分置时代收购公司的长期市场绩效及其影响因素进行了数据检验；第7章是本书的主要研究结论与政策建议。各章具体研究内容如下：

第1章“导论”：提出本书要研究的问题，包括本选题的研究背景和研究意义；界定并购和后股权分置时代这两个基本概念；介绍本书的总体思路、主要目标和研究方法；最后介绍本书的研究特色与贡献。

第2章“文献综述”：对国内外文献从并购动机理论、并购绩效评价方法和并购绩效影响因素三个角度进行了较为全面的回顾与综述，在此基础上总结出尚待研究的空间，并给出了一个研究后股权分置时代并购绩效问题的理论框架，为后续实证研究奠定方法论基础。

第3章“中国并购市场制度背景分析”：首先对并购活动赖以生存的外部环境——资本市场在股权分置时期的基本特征和后股权分置时期呈现出的新特征进行回顾和展望，揭示出后股权分置时代并购活动外部环境的变化；然后在回顾公司并购历史进程的基础上，考察公司并购活动中资本市场的发展轨迹，结合并购活动的阶段性特点，系统地分析资本市场在公司并购中所起的作用，并对后股权分置时代并购市场的发展进行了展望。

第4章“后股权分置时代并购绩效理论分析与研究假设”：在对前面章节论述的理论基础和制度背景的基础上，进一步剖析后股权分置时代的并购绩效及其影响因素，并从代理理论出发，构建后股权分置时代收购公司并购交易特征、股权结构与市场绩效研究的理论框架。首先，就制度变迁对收购公司市场绩效的影响提出研究假设；然后，针对已完成股改的收购公司，从短期和长期两个角度，分别提出并购交易特征假设（包括并购支付方式假设、并购类型假设和并购关联属性假设）、公司股权结构特

征假设（包括公司股权性质假设、第一大股东持股比例假设和机构投资者持股比例假设）、并购交易特征与股权结构交互影响假设（包括并购支付方式与股权结构的交互影响假设、并购类型与股权结构的交互影响假设和并购关联属性与股权结构的交互影响假设）。

第5章“后股权分置时代收购公司短期市场绩效研究”和第6章“后股权分置时代收购公司长期市场绩效研究”：分别采用短期事件研究法（累积超额收益，CAR）和长期事件研究法（连续持有超额收益，BHAR）计算收购公司的短期市场绩效和长期市场绩效，并实证检验制度变迁对收购公司短期市场绩效的影响，并购交易特征、收购公司股权结构对收购公司短期和长期市场绩效的直接影响，以及二者对收购公司短期和长期市场绩效的交互影响，总结出收购公司短期和长期市场绩效的影响因素。研究表明：已完成股改公司短期市场绩效显著为正，且高于未完成股改公司，持续性较差；但长期遭受了显著的财富损失。收购公司采用股票支付的短期市场绩效优于现金支付；国有收购公司和第一大股东持股比例越高的收购公司并购后一年的市场绩效越差，但在更长的时间差异不显著；机构投资者持股比例对并购短期和长期市场绩效均有改善作用。国有收购公司采用股票支付方式和进行资产收购对并购短期和长期市场绩效均有改善作用，但在关联并购中的长期市场绩效较差，非国有收购公司采用股票支付方式和进行股权收购仅对短期市场绩效有改善作用；第一大股东持股比例越高的收购公司采用股票支付方式的短期市场绩效越差，而在关联并购中的长期市场绩效越好；机构投资者持股比例越高的收购公司在资产收购和关联并购中的长期市场绩效越差。

第7章“研究结论与政策建议”：总结本书的主要研究结论、研究局限和今后的研究方向，并为上市公司和投资者提供决

并购交易特征、股权结构与市场绩效研究

策依据，同时为政策制定者和监管者提供政策依据。

总之，中国上市公司的并购行为逐渐显现出市场化的特征，股权分置改革在对上市公司并购产生积极作用的同时，也带来了消极影响。因此，制定和完善并购法律法规、加强并购重组的信息披露以及针对不同类型股东建立分类监管体系，是促进上市公司并购健康运作的重要保障。

刘 锴

2010 年 12 月

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 基本概念的界定	4
1.3 研究思路、研究目标及研究方法	9
1.4 研究内容安排	12
1.5 研究特色与贡献	14
第 2 章 文献综述	16
2.1 公司并购动机理论文献综述	16
2.2 公司并购绩效评价方法文献综述	25
2.3 公司并购绩效影响因素文献综述	34
第 3 章 中国并购市场制度背景分析	49
3.1 中国资本市场的制度特征	49
3.2 中国上市公司并购发展历程	57
3.3 后股权分置时代公司并购行为的变化	64
第 4 章 后股权分置时代并购绩效理论分析与研究假设	71
4.1 制度变迁对收购公司市场绩效的影响	71
4.2 并购交易特征对收购公司市场绩效的影响	74

并购交易特征、股权结构与市场绩效研究

4.3	股权结构对收购公司市场绩效的影响	79
4.4	并购交易特征与股权结构对收购公司 市场绩效的交互影响	83
第5章	后股权分置时代收购公司短期市场绩效研究	90
5.1	研究设计	91
5.2	实证检验与结果分析	110
5.3	后股权分置时代收购公司短期市场 绩效及影响因素的总体评价	141
第6章	后股权分置时代收购公司长期市场绩效研究	145
6.1	研究设计	146
6.2	实证检验与结果分析	153
6.3	后股权分置时代收购公司长期市场绩效及 影响因素的总体评价	177
第7章	研究结论与政策建议	179
7.1	主要研究结论	179
7.2	政策建议	186
7.3	研究局限	191
7.4	未来拓展方向	192
附录一	关于上市公司股权分置改革的指导意见	195
附录二	上市公司收购管理办法 (2008 年修订)	202
主要参考文献		235
后 记		258

第 1 章

导 论

1.1

研究背景与意义

公司并购作为优化股权结构、推进存量资产资源优化配置的重要环节，是世界各国学者讨论并研究的一个永恒话题，而有关并购绩效的研究更是并购研究中的重要内容之一。在西方成熟资本市场上，已经经历了五次大的并购浪潮，国外学者对于兼并收购的研究已经非常深入和细致，形成了一系列较为成熟和完整的并购绩效研究方法和并购理论框架体系。与西方发达国家成熟的资本市场相比，一方面，中国资本市场虽然成立时间较短，但已形成了较强的资本运营观念，其高速发展为上市公司的并购重组活动提供了宽松的外部环境，上市公司并购重组活动经历了迅速的增长，上市公司通过并购重组寻求快速发展的做法也得到了理论界和实务界的普遍认可；另一方面，中国资本市场从 1992 年 5 月至 2005 年 6 月经历了整整 13 年的股权分置时代，上市公司的并购重组活动是在新兴转轨市场经济背景下发展起来的，并购重组市场的运行规则是以股权分置背景来设计的，带有鲜明的股

权分置制度色彩，国内学者基于股权分置资本市场背景，围绕“并购是否创造价值”这一主线展开了大量的研究，发现上市公司并购行为具有较强的投机性和非市场化的特征。可见，上市公司的并购重组日益受到理论界和实务界的关注，并成为中国资本市场上的热点问题。

随着证券市场规模的不断扩大，并购活动日益受到股权分置资本市场的制度性制约，股权分置最主要的危害就是割裂了非流通大股东和中小流通股股东的利益基础，使控股股东偏好掏空上市公司进而获得私人收益。为了解决长期困扰中国资本市场的股权分置问题，2004年2月，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（“国九条”）明确提出要“积极稳妥解决股权分置问题”，中国证监会于2005年5月启动了股权分置改革试点，并在试点之后全面推开，截至2006年10月10日，以中国石化完成股改复牌为标志，中国A股市场股改基本完成，股改公司市值超过93%^[1]，2006年也被中国经济界称为“并购年”。

步入2007年，中国并购市场得到了空前的活跃，普华永道会计师事务所发布的《企业并购岁末回顾与前瞻》报告显示，2007年中国并购市场呈现强劲增长态势，总体并购交易数量（不包括海外交易）增长了18%，交易金额增长了25%，其中，内资本土战略并购贡献最大，交易金额和数量占比均超过50%，而此前外商直接投资是并购增长的主要驱动因素^[2]。伴随股权分置改革这一革命性的制度变革，政府陆续出台了许多配合、支持资本市场发展的相关政策法规，其中《上市公司收购管理办法》使得新环境下上市公司并购重组的操作细则得以规范，同时以定价机制市场化为代表的各项制度的改革，以及以全面要约收购为特征的市场化并购重组机制的形成，意味着全流通时代资

本市场新的运行规则正在形成。在全流通市场条件的刺激下，上市公司间通过二级市场的并购案将继续大幅扩张，并购支付手段、并购类型和运作方式等交易特征都将显现出不同于以前的特点，二级市场的价格将直接影响到大股东的利益，大股东行为将完成从股东之间的内部博弈到市场博弈的转变，其中，作为大股东代理人的政府的行为也会发生变化，逐渐趋于理性，同时，由于市场化资产估值标准的形成，收购公司在进行并购活动之前，更关注的不一定是上市公司的壳资源，而是更多地用市场评判标准来做出决策，并购程序也日渐透明，投机性的并购重组会得到一定程度的遏制，上市公司的并购行为将越来越趋于市场化。因此，后股权分置时代，机遇、流动资金和政府支持是中国并购市场上内资并购增长的三个主要的驱动因素。

可以看出，从股权分置改革开始到全流通这段时间的市场背景与中国原来的股权分置市场背景有很大差异，同时，上市公司股改后有一个承诺期，大股东在承诺期期间不得抛售所持公司股份，因此，与西方发达国家全流通的市场背景也有一定差异，在这样的背景下研究并购行为与并购市场绩效的意义更为重大，其理论意义在于通过构建后股权分置时代收购公司并购交易特征、股权结构与市场绩效研究的理论框架，体现后股权分置时代控股股东以及机构投资者的投资行为特点，从根源上挖掘并购行为背后隐藏的深层次原因，揭示股权分置改革对中国上市公司并购的影响；现实意义在于从微观角度为上市公司并购行为模式的选择和投资者正确把握证券市场并购重组行为提供决策依据，从宏观角度为政策制定者、立法和监管者进行并购指引和监督提供政策依据。鉴于此，本书研究的主要问题有：（1）如何构建后股权分置时代收购公司并购交易特征、股权结构与市场绩效研究的理论框架？（2）后股权分置时代，上市公司并购能否为收购公司

股东创造价值？（3）后股权分置时代，并购绩效的大小受到哪些因素的影响，隐藏在并购行为背后的深层次原因是什么？

本书将结合后股权分置时代资本市场的制度背景，在对国内外并购绩效评价方法和并购绩效理论文献综述与评价的基础上，从收购公司短期和长期市场绩效两个角度，构建收购公司并购交易特征、股权结构与市场绩效研究的理论框架，并通过规范的实证研究探讨后股权分置时代收购公司的市场绩效及其影响因素，最后结合收购公司短期市场绩效和长期市场绩效的研究结论，提出政策建议。

笔者预期本书的研究结论对于政策制定者、政府监管部门以及上市公司都将有重要的参考和指导意义。参考本书的研究结论，一方面，将有助于政策制定者针对并购市场出现的新变化制定和完善与并购相关的法律法规；另一方面，将有助于政府监管部门根据不同股东的行为变化特点制定不同的监管策略，保护中小投资者的利益。根据本书的研究结论，上市公司可以根据自身特点制定合理的并购投资战略和反收购策略，以适应日趋活跃的资本市场环境。

1.2

基本概念的界定

在研究之前，有必要清晰地界定研究对象，不理清这些基本概念，研究之间将没有共同的基础，也就缺乏可比性，甚至会造成对某些研究成果的误解。

1. 并购及相关概念

威斯通等（Weston et al., 1998）的经典教科书《兼并、重