

中青年经济与管理学者文库

# 重大资产重组： 市场反应与管理层终止决策

高丽◎著

非外借



中国财经出版传媒集团  
中国财政经济出版社

中青年经济与管理学者文库

本书受华北水利水电大学高层次人才科研启动项目资助

# 重大资产重组：市场反应 与管理层终止决策

高 丽 著

中国财经出版传媒集团  
中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

重大资产重组：市场反应与管理层终止决策/高丽著. —北京：中国财政经济出版社，2018. 11  
(中青年经济与管理学者文库)  
ISBN 978 - 7 - 5095 - 8590 - 0

I. ①重… II. ①高… III. ①上市公司 - 资产重组 - 研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 247472 号

责任编辑：孙 琛

责任校对：黄亚青

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: [cfeph@cfeph.cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：010 - 88190744

天猫网店：中国财政经济出版社旗舰店

网址：<https://zgczjjcbs.tmall.com>

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 6.25 印张 141 000 字

2018 年 12 月第 1 版 2018 年 12 月北京第 1 次印刷

定价：35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 8590 - 0

(图书出现印装问题，本社负责调换)

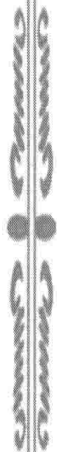
本社质量投诉电话：010 - 88190744

打击盗版举报热线：010 - 88191661 QQ: 2242791300





# 策划人语



题记：一个人的精神成长史，取决于他的阅读史。只有阅读能最有效地培养精神生活习惯，而好的习惯又培养性格，性格决定人生。

——我们自豪，因为我们就是创造这精神产品的人。

1

选择了飞翔，总能看到蓝天；选择了远航，总能感受大海。人生不仅要作出选择，也要坚持住自己的选择。学会计、当编辑是我的意外选择。人说编辑是为人做嫁衣，可是这一选择我坚持了27年，苦在其中，乐在其中，也算是有声有色。每当我把一本本好书呈献给人们的时候，我觉得我是“富贵”的人：富，不是你身上的钱财，而是你心里的满足；贵，不是你地位的显赫，而是你被人需要的程度。

## 书海探寻，情怀永恒

我要说，做编辑我幸运，因为我不仅是第一个读者，可以对作品“品头论足”，也可以对作品“生杀予夺”；更重要的是，这是一个很高层次的平台，在多年与名家的交往和名著的“对话”中，深深地为他们的人格和才学所感动，被作品的精彩所吸引，这不仅使我“下笔如有神”，更使我的思想和灵魂也受到一次次洗礼和震撼，得到一次次升华。对于我的作者我的书，如数家珍，作者中不乏才学和为人同样过人的多位泰斗和“颜值高责任大”的众多才子佳人；策划的作品不仅立足专业还兼顾人文，也是情怀所在，专业加人文路才会更宽。

多年的体会是，作为一名编辑，起码要“三心二意”，即“责任心、细心、耐心”和“服务意识、创新意识”。要多策划一些有分量的拳头产品，用一个选题推动一个系统工程，用一个系统工程培养一个出版社品牌。给新入职编辑讲座时我做过一个比喻：编辑两项基本功，审稿——甚至要比博导审批学生论文还要全面、细致；选题策划——要像电影导演一样做“星探”，善于发现优秀作者和挖掘好的原创作品。记不得27年来我策划和编辑了多少书，组织和策划了一大批教材、业务培训用书、通俗读物、理论专著等，有的获得过国家、省部级各类奖项，有的以其填补空白、社会热点、风格新颖、开拓尝试等特点受到读者的欢迎。20世纪90年代我开始自主策划选题，多年来每年都有新丛书问世。比如，21世纪初内部控制研究在国内刚兴起时，策划了《现代内部控制丛书》，其中《企业内部控制管理操作手册》是我鼓励作者将自己饱含心血的经过长期钻研和实践并证明卓有成效的成果奉献付梓，使得更多的人能受益于此，这无疑是对我国内部控制理论探索和实践发展的一种贡献，内部控制选题至今还是热点。2013年的《来去无尘——一位财政部长的生



前事》所展现的吴波精神，与深入推进党风廉政建设相得益彰，得到中央领导同志的高度重视和重要批示。中央各大主流媒体纷纷连续报道，掀起了全社会学习吴波高尚情操的热潮。2014年至今的前沿选题《财务云丛书》等也越来越受到业界认可。

### 想是问题，做是答案

众所周知，目前的图书出版业在行业竞争和纸质图书受到严重冲击的情况下，出版人无不感到莫大的危机。在这种背景下，策划一套专业图书是颇感困惑的一件事，风险更大。但即使这样我们也不能因噎废食、停滞不前，还要积极应对，继续发挥纸质图书的固有特质，挖掘出版内容和形式都精彩的原创作品，适应新形势下读者的更高需求。2017年，我们接受新的挑战，开启新的征程，又策划《中青年经济与管理学者文库》《当代税收名家丛书》《中国税务律师系列丛书》《现代管理实务丛书》《高等院校应用型会计人才精细化培养系列教材》等，继续为扶持学术研究和总结最新成果，在高端研究与专业知识普及和应用之间搭建一座座有益的桥梁。

每一个时代的经济环境不同，理论研究和实务探索所需要解决的问题也有所差别。当前我国不仅处于经济结构调整和供给侧改革的攻坚期，同时也处于大数据和互联网突飞猛进的变革期，矛盾叠加，风险交汇，市场环境和组织模式不断演变发展、推陈出新，经济、管理、财税等领域的新理论、新思想、新方法、新工具也层出不穷。乱花渐欲迷人眼，击水三千浪几何？这些领域的研究人员被时代赋予了更艰巨的责任，也面临着更高、更多元的要求，我们不仅要具备更广阔的学术视野，而且要有更严谨的学术思维。

### 输在犹豫，赢在行动

《中青年经济与管理学者文库》的作者，都是我国经济与管



理领域的中坚力量，也是未来的大家。他们中有些人潜心从事理论研究，有些人则深耕在实务一线，但无论现实身份如何，视野全都没有被拘泥在“象牙塔”内。他们从不同视角对市场经济的不同要素进行细致审视，然后汇聚于“财经版”这面旗帜之下，相互碰撞，彼此激荡，力求在市场经济转型升级的关键时期留下最新鲜的“中国印记”。

这些经济与管理领域的中青年学者，就是我国市场经济发展的潜力与优势，他们的研究成果，不仅将引领市场经济的各个组成环节向更科学、更先进的方向发展，而且将成为我国政府和企业在未来经济世界扮演更重要角色的支点与动力。祝愿这些中青年学者能攀上更高的学术之山，走向更远的研究之路，也期待宏观、中观、微观各个层面的市场参与者都能从这套文库中得到切实的启发与指引，在全面深化改革、增强发展活力的关键时期，发挥正能量和积极作用，为经济社会发展增添新的动力！

如果您认可，如果您有意愿，欢迎您和您的朋友加盟我们的作者队伍！在中国财经出版传媒集团的“旗舰”下，中国财政经济出版社这“老字号”，一定励精图治，谱写新的篇章。我们用“龙的精神，玉的品质”来助力您实现梦想！

策划人：樊清玉

邮箱：qingyuf@sina.com

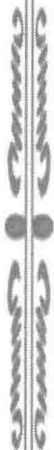
2017年春





前

言



1

信息是资本市场的根本，股价的信息含量和信息的良好传递是提高资本市场效率的关键。本书基于手工收集的股改后上市公司重大资产重组的样本数据，考察了在全流通背景下，企业管理层在具体投资决策时是否主动从资本市场获取信息，以及资本市场的股价信息能否有利于实体企业投资决策的优化，得到了如下结论：

(1) 我国重大资产重组事件的停复牌机制在一定程度上抑制了内幕交易的发生，并购预案公告日附近的市場反应较能真实地揭示投资者的市场预期，但仍然存在信息提前泄露的情况，这将有损股价信息的真实性、削弱股价信息含量。

(2) 在并购预案公告后，企业管理层会积极从市场获取信息以制定相应的并购决策



(是否终止并购)，预案公告后的市场反应越差，企业越有可能自行终止并购，证明了管理层在投资决策时存在倾听市场声音的行为。

(3) 在管理层从市场获取信息的过程中，管理者持股、大股东持股和机构持股的作用机制存在差异。管理者持股并不能发挥约束代理行为的作用，相反，管理者持股比例越大，管理层从市场获取信息的可能性越低，支持管理主义理论；第一大股东在个人利益受损的情况，能在一定程度上促使企业管理层积极关注市场信息；机构投资者能够有效发挥监督作用，机构持股比例越大，管理层越有可能关注市场信息。

(4) 基于预案公告时的市场预期，从短期和长期两个方面考察了企业并购终止决策的后果。从短期来看，当终止决策符合市场预期时，相比于预案公告时的市场反应，终止时的市场反应存在显著的反转现象；当不符合市场预期时，反转效应不显著。从长期来看，当终止决策符合市场预期时，企业的长期市场绩效会有少量提升，但结果不显著；企业的财务绩效在并购的当年会有显著提升，这在一定程度上说明投资者传递的市场信息有利于企业绩效的改善。

本书的研究结论表明，我国资本市场的股价能为企业管理层传递有价值的信息，企业依据股价信息制定的投资决策更加优化，这有助于更好地理解资本市场信息效率与企业真实投资效率之间的内在关系。通过本书的实证研究，一方面可为监管部门的政策制定提供经验证据；另一方面也可为企业管理者和广大投资者的决策提供参考依据。

全书共七章，具体如下：

第1章为绪论。首先阐述本书的研究背景，通过对重大资产重组现实状况的描述，提出了本书的研究视角；其次对本书



的研究目的、研究意义、研究思路和本书的创新点进行了阐述。

第2章是制度背景与理论分析。首先明晰了重大资产重组的基本概念；其次梳理了重大资产重组监管制度的演变，并分析了现阶段呈现的新趋势，为本书的选题进一步提供支撑；再次探讨了全流通背景下重大资产重组的特征和重组终止的特征；最后对本书涉及的并购重组理论和资本市场效率理论进行了简要回顾，为本书的后续章节奠定了理论基础。

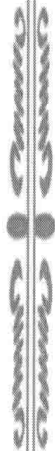
第3章为文献综述。本章遵循“市场反应（预期）—管理层决策（是否终止）—终止后果”的研究框架，主要从并购重组的市场反应、并购终止决策的影响因素以及并购终止的经济后果三个方面对相关文献进行了回顾，并在文献梳理的基础上进一步阐明了本书研究的理论意义和创新之处。

第4章是重大资产重组的短期市场反应。本章首先分析了重大资产重组预案公告时的短期市场反应状况及影响因素；其次对重组公告后的股价信息含量进行了初步检验，为后续章节奠定了基础。

第5章是管理层倾听市场的声音吗？本章实证检验了管理层终止决策与预案公告时短期市场反应的关系，以检验管理层是否倾听市场的声音，并从管理者、大股东和机构投资者三个维度对倾听市场的原因进行了分析。

第6章是管理层终止决策的后果分析。本章结合投资者的市场预期（即预案公告时的市场反应），考察了管理层终止决策的短期财富效应和长期后果，实证验证了我国资本市场的股价能够为微观企业决策者提供有价值的信息。

第7章为结论、局限和展望。本章对全文进行了总结并给出了相关的政策含义和建议，同时指出了本书的研究局限和研究



展望。

虽然本书针对股价信息对实体经济具体投资决策的影响进行了一些探索性研究，并得出了期望的结果，但局限于作者的学识和研究水平，文中难免存在一些不到位、有待深入之处，还有很多问题有待继续完善、深化和拓展。

高丽

2018年9月于明慧园



第 1 章 绪论 .....	( 1 )
1.1 选题背景与研究视角 .....	( 1 )
1.2 研究目的与研究意义 .....	( 7 )
1.3 研究思路、方法和内容 .....	( 9 )
1.4 主要的创新 .....	( 13 )
第 2 章 制度背景与理论分析 .....	( 14 )
2.1 重大资产重组的概念、监管 与特征 .....	( 14 )
2.2 理论分析 .....	( 29 )
第 3 章 文献综述 .....	( 34 )
3.1 并购重组的市场反应 .....	( 34 )
3.2 并购终止决策的影响因素 .....	( 47 )

3.3	并购终止决策的经济后果 .....	( 52 )
3.4	文献评述与总结 .....	( 54 )
<b>第4章</b>	<b>重大资产重组的短期市场反应 .....</b>	<b>( 57 )</b>
4.1	短期市场反应的测算 .....	( 58 )
4.2	短期市场反应的分析 .....	( 72 )
4.3	本章小结 .....	( 90 )
<b>第5章</b>	<b>管理层倾听市场的声音吗? ——基于预案公告 时市场反应的分析 .....</b>	<b>( 93 )</b>
5.1	理论分析与假设提出 .....	( 95 )
5.2	数据来源与研究设计 .....	( 105 )
5.3	实证结果分析 .....	( 113 )
5.4	稳健性检验 .....	( 128 )
5.5	本章小结 .....	( 133 )
<b>第6章</b>	<b>管理层终止决策的后果分析：基于市场预期 ...</b>	<b>( 135 )</b>
6.1	管理层终止决策的短期后果 .....	( 136 )
6.2	管理层终止决策的长期后果 .....	( 149 )
6.3	本章小结 .....	( 159 )
<b>第7章</b>	<b>结论、局限和展望 .....</b>	<b>( 161 )</b>
7.1	研究结论与启示 .....	( 161 )
7.2	研究不足与展望 .....	( 164 )
	<b>参考文献 .....</b>	<b>( 166 )</b>



# 第1章

## 绪 论



### 1.1 选题背景与研究视角

#### 1.1.1 选题背景

资本市场效率 (Market Efficiency) 是金融经济学的核心问题之一<sup>①</sup>。从本质上看, 市场效率有两个层面的含义: 一是基于市场层面的信息效率 (Informational Efficiency), 是指虚拟资本价格对信息的反应速度和反应程度, 也称定价效率 (Price Efficiency); 二是对实体经济层面的资源配置效率 (Resource Allocation Efficiency), 是指虚拟资本价格对实体层面资

<sup>①</sup> 广义资本市场通常包括股票市场、股票期权市场、金融衍生品市场、中期票据和银行贷款市场、抵押产品市场、私人股份融资市场和外汇市场等, 本书中的资本市场主要是指股票市场。

源配置的影响程度。在“信息—价格—实体经济—新信息”的循环框架下，一个有效的市场将通过引导资源的合理流动，以更低的资源投入，创造更大的社会产出，从而实现资源的合理配置，促进经济的快速发展。

经典的金融理论认为，当市场价格总是能够充分反映市场的所有信息时则为有效（Fama, 1970），并指出在一个完全市场条件下，证券市场价格能够在任何时候提供准确的资源配置信号，优化企业的生产投资决策（Fama and Miller, 1972），即强调市场的信息效率与资源配置效率具有一致性。在这一逻辑下，市场如何快速或较好地将信息反映到价格中，是促进资产市场效率的基本目标（O'Hara, 1997）。然而，现实的资本市场很难满足完全市场的假设条件，由于信息不对称和代理冲突的普遍存在，信息的获取不可能没有成本，那么在一个非完全的市场条件下，市场的信息效率仅是信息引导价格变化过程中资本市场的效率，只代表资本市场效率的一个方面，价格变化对实体经济资源配置过程的影响则是市场配置效率的问题。Dow and Gorton（1997）通过理论模型证明了存在着市场信息有效而资源配置无效的可能性。游家兴（2008）指出，脱离市场的资源配置效率，片面地追求市场信息效率的提高，不仅框限了理论研究的视野，而且背离了证券市场以优化资源配置效率为终极目标的出发点。因此，市场效率的理论研究离不开对市场信息的资源配置效率的探讨。

从宏观层面来看，市场的资源配置效率主要表现为资本从投资回报率低的行业（或企业）向投资回报率高的行业（或企业）流动，其流动的速度越快意味着市场配置效率越高；从微观层面来看，市场的资源配置效率主要表现为企业投资决策带来的投资效益最大化。可见，无论是宏观还是微观层面，市场配置效率的改善最终均要通过实体经济的具体投资决策得以实现，那么，对



市场资源配置效率研究的重点在于考察市场股价信息对实体经济效率的影响。Bond, Edmans and Goldstein (2012) 在综述中指出, 资本市场的价格有效不应该仅仅只关注股票价格在多大程度上反映了企业未来现金流的期望估值, 而更应该关注价格在多大程度上反映了对企业决策有用的信息, 即强调股价对实体经济的资源配置的有效性。因此, 资本市场的股价信息对企业微观层面决策过程的影响是资本市场效率理论研究中一个值得探索的话题。

当然, 股票市场要达到资源配置有效, 其内含的前提条件是股价应富有信息含量 (Stock Price Informativeness)。中国资本市场从无到有, 在曲折中不断发展壮大, 现有研究发现我国资本市场已初步具备弱式有效 (陈晓悦等, 1997; 吴建环和赵君丽, 2007; 瞿宝忠和徐启航, 2010 等), 特别是股权分置改革后, 制度性缺陷得到缓解。那么, 在此背景下, 我国资本市场的股价能为微观企业管理者在决策过程中传递有价值的信息吗? 这是本书研究的基本出发点。

### 1.1.2 研究视角

依据本书研究的基本出发点, 本书将立足我国上市公司的重大资产重组<sup>①</sup>事件, 考察资本市场的股价信息对企业具体决策的影响及其经济后果, 主要源于以下几个方面的考虑。

#### 1.1.2.1 重大资产重组的政策变化

重大资产重组因涉及金额较大, 为充分保障上市公司或者投

---

<sup>①</sup> 重大资产重组是我国并购重组的特殊术语, 是指上市公司及其控股或者控制的公司在日常经营活动之外购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易达到规定的比例, 导致上市公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易行为, 包括吸收合并、出售股权、发行股份购买资产、资产置换等重组形式。





投资者合法权益，中国证监会对上市公司的重大资产重组实施审核制。在2008年之前，为防止虚假重组，重大资产重组的基本流程是“董事会决议（重组预案公告）—证监会审核—股东大会审议”，公司的股票在董事会决议公告日至证监会审核意见公告日之间一直处于停牌期<sup>①</sup>。但为充分发挥市场投资主体的积极性，2008年出台的《重大资产重组管理办法》（证监会令第53号）取消了重大资产重组中的长期停牌机制，重大资产重组的基本流程是“董事会决议（重组预案公告）—股东大会审议—证监会审核”，即上市公司的重组预案应先由股东大会审议，表决通过后再提交证监会审核。

政策变化后，我国上市公司重大资产重组大致需要经历以下五个阶段：第一阶段，公司宣布因重大事项停牌，在停牌期间，重组公司定期发布进展公告；第二阶段，董事会公布重组方案（预案）并复牌；第三阶段，公司召开临时股东大会表决重组方案；第四阶段，重组方案上报证监会，被受理，等待审核，此阶段公司股票正常交易；第五阶段，证监会通知，将于近期审核公司的资产重组方案，公司在收到通知后应及时公告，并停牌，待证监会审核结果公告后复牌。

可见，新的政策为研究投资者的股价信息对企业决策的影响提供了有利的契机：首先，在预案公告后，上市公司的重组方案能否获得股东大会或者证监会审议通过尚存在较多的不确定性，因而企业管理者有动机从市场获取信息，以了解市场投资者对重组方案的评估状况，并据以判断重组方案的合理性；其次，由于预案公告后上市公司股票即复牌交易，投资者会更加积极主动地

<sup>①</sup> 参考《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》（证监公司字〔2001〕105号）。