



中大管理论丛

上市公司并购的 短期和长期绩效研究

朱滔 著



经济科学出版社



中大管理论丛

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

上市公司并购的 短期和长期绩效研究

朱滔 著

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司并购的短期和长期绩效研究 / 朱滔著. —北京:
经济科学出版社, 2007. 7

(中大管理论丛)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6435 - 1

I. 上… II. 朱… III. 上市公司 - 企业合并 - 研究 -
中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 102532 号

责任编辑: 文远怀 卢元孝

责任校对: 徐领弟

技术编辑: 潘泽新

上市公司并购的短期和长期绩效研究

朱滔 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: 100036

总编室电话: 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)

北京欣舒印务有限公司印刷

华丰装订厂装订

787 × 1092 16 开 12 印张 235000 字

2007 年 7 月第一版 2007 年 7 月第一次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6435 - 1/F · 5696 定价: 20.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

西方成熟资本市场上，自 1895 ~ 1904 年第一次兼并浪潮开始，至今已经历了 5 次并购浪潮，并购在配置存量资产和完善公司外部治理机制方面的重要作用不言而喻。在我国，进入 20 世纪 80 年代，才出现首例兼并收购案例——保定纺织机械厂兼并保定针织器材厂（1984 年 7 月 5 日），这得益于企业经营权的下放，企业自主权的扩大，以及相对独立的经营主体和利益主体的形成。之后，上市公司兼并收购得到了蓬勃发展，尤其是最近几年，我国并购市场与全球并购市场呈现相反走势，世界各地市场受经济萧条和股市疲软影响而不断下跌时，中国并购市场却经历了成倍增长。在这样的背景下研究并购是否创造价值的问题，变得尤为重要，尤其是大样本、长时间跨度的研究更是如此。研究成果对于上市公司并购是否创造价值的整体判断，对于监管和立法的价值取向，都具有重要和直接的参考价值。

朱滔同志用事件研究法（CAR）研究了并购短期绩效，用 Tobin's Q 和长期研究方法（BHAR）研究了并购的长期绩效，克服了之前国内孤立地研究短期市场反应或长期财务绩效的问题。在本书中，作者对并购理论进行了系统地梳理和归类，并结合我国资本市场制度背景，构建了绩效分析的理论模型，提出研究假设。在此基础上，选择 1998 ~ 2002 年内的 1672 起并购事件为研究样本，考察了并购前后共 5 年内的绩效，经过系统的分析和研究，得出研究结论。本书得到的基本结论进一步证实了本人多年来的研究认识，可以说他的研究成果为课题组过去研究成果的可信性和科学性又增添了重要的一笔。同时，也希望本书的出版能够对以后的并购研究起到一定的促进作用。

兼并与收购在国内仍是一门新兴学科，随着资本市场的发展，尤其是近一两年，股权分置改革的全面推进，新的问题、新的现象将会不断产生，实践的发展变化要求研究也要与时俱进。希望朱滔

博士持续不懈，在兼并与收购领域取得更多、更新的突破性成果。

李善民

于广州中山大学管理学院

2007 年 3 月

摘 要

从 20 世纪 90 年代末开始,随着我国资本市场的正式设立,并购(重组)就一直持续不断,并有愈演愈烈之势。并购也成为了国内企业(尤其是上市公司)寻求快速发展的重要手段。现阶段,并购扩张是否是我国企业寻求快速发展的一条可行的道路;并购扩张是否显著提高了这些(上市)公司的经营能力,改善了经营绩效,或者说并购(重组)是否创造了价值?这些问题都是中国资本市场发展中值得研究的重要问题。本书以 1998 年 1 月 1 日~2003 年 9 月 30 日在我国资本市场上发生的 1672 起并购事件为研究对象,在对国内外并购研究的新近方法和成果进行总结、整理基础上,结合我国特定的并购市场背景,对我国上市公司并购的短期和长期绩效做了理论和实证两方面的探讨和研究,得到以下几点主要结论:

1. 在我国并购市场背景下,构建了我国上市公司并购的短期和长期绩效的理论分析、预测模型。

我国上市公司收购的目标公司集中为非上市公司,理论分析认为目标公司资产在并购交易中存在非流动性折价,收购后,目标公司资产将间接地被市场重新定价而产生溢价,这种溢价主要被收购公司获得,短期内为收购公司股东带来财富增加。长期中,收购公司市场价值(绩效)可能将因无效的內部资本市场而下降。理论分析还认为政府干预有助于改善收购公司短期绩效,但长期中却可能给收购公司带来负面影响。理论分析结论得到了实证研究结论的支持。

2. 采用事件研究法研究了收购公司的短期(并购前后 60 个交易日)绩效。

短期内,收购公司股东获得了显著的累积超常收益(CAR)。混合并购和同行业并购的收购公司获得的 CAR 没有显著差别。财务绩效的变化、短期市场的过度反应等对收购公司短期绩效缺乏解释力。收购溢价为收购公司短期绩效提供了部分的解释。此外,国有股比

例等股权结构变量对收购公司 *CAR* 有显著的影响。收购公司短期绩效在年度间呈明显的下降趋势。

3. 采用 *Tobin's Q* 研究法研究了收购公司的长期（1~3 年）绩效。

整体而言，收购公司在并购后的 1~3 年内没能改善公司绩效。混合并购的公司和同行业并购的公司，在并购前绩效和规模存在显著差异，长期中都没能改善公司绩效，但两种类型并购失败的原因有所不同。国有股比例等股权结构变量对 1~2 年内改善收购公司绩效作用显著，但在更长的时间（3 年）中，这种作用消失了，并倾向为负面影响。无效率的内部资本市场能够为收购公司长期绩效的下降提供部分的解释。收购公司的长期绩效在年度间呈明显的上升趋势，内部资本市场效率的改善为此提供了部分的解释。此外，*Tobin's Q* 绩效的研究结论支持自大假说，而不支持绩效推断假说。

4. 采用长期事件研究法（*BHAR*）研究了收购公司的长期（1~3 年）绩效。

大多数收购公司股东在长期中遭受了显著的财富损失，加强了 *Tobin's Q* 一章的研究结论。此外，*BHAR* 的研究结论支持自大假说，而不支持自由现金流量假说，该结论表明，现阶段，上市公司在并购过程中容易犯过于乐观的错误，其危害比代理问题带给公司的危害可能更为严重。

5. 探讨了多元化并购公司的绩效及其影响因素。

我们发现多元化并购（发展）并不如想象的那么具有吸引力，政府关联对并购绩效影响显著，政府可能更多地支持了无效率的并购。政府关联与公司管理能力之间存在显著的替代关系，从实证结论来看，政府应当避免直接参与并购，更多地任务在于建立健全并购环境。公司管理能力与公司资源之间存在显著的互补关系，说明企业多元化发展在能力和资源的结合下具有较好的绩效。相反，并不具有优势的企业，规避原行业竞争，寻求在其他行业的发展，绩效并不理想。

6. 结合收购公司短期和长期绩效的研究结论，认为“市场误定价理论”为我国上市公司短期绩效提供了部分的解释，而自大假说、无效内部资本市场为收购公司长期绩效提供了部分的解释。研究结论不支持效率理论和代理理论对收购公司短期和长期绩效的预测。

总之，理论分析和实证研究结论表明，在我国特殊的市场背景下，短期中，上市公司并购通常都能够给股东带来显著的超常收益，但长期中却有损企业价值，大多数上市公司的并购扩张都是失败的。研究认为，现阶段，我国企业规模普遍较小，上市公司由于外部融资的优势条件产生了强烈的扩张动机，但过多地依靠外部资本来推动企业的快速发展在我国可能是行不通的，伴随企业并购扩张而来的往往是资产素质的降低和股价的不断下跌。

Abstract

Since the end of 1990s, with the formally setting up of the capital market in China, M&A (Restructuring) events have been continually emerging, and become more and more popular. M&A becomes major means for domestic enterprises (especially listed companies) to seek fast-developing. At the present stage, whether is merger and acquisition a feasible route for enterprises of our country to seek fast-developing? Have M&A improved the management ability and performance of these (listed) M&A companies. These are hot problems which demanding urgently to be studied.

This paper studies 1672 M&A events happened during January 1, 1998 to September 30, 2003 in China. Firstly, we summarize and retrospect the methods used in M&A studies and the newly achievements in M&A studies both at home and abroad. Then, under our country's special capital market background we study the short-term and long-term performance of the acquiring firms (Listed companies) theoretically and empirically. Main results are following:

1. Under our country's special capital market background, we set up a theoretical model to analyze both the short-term and long-term performance of the M&A firms.

Since targeting companies mainly are unlisted companies, there exists an illiquidity discount for targeting companies' shareholders who are willing to accept a discounted price in merger. Our model suggests that merger will improve the liquidity of the target companies' equity, which would increase the valuation of the equity. So in short-term, purchasing an unlisted company will increase the wealth of the acquiring firms' shareholders. Nevertheless, in long-term, the performance of the acquiring company could decrease because of inefficient internal capital market. The theoretical analyses also suggests that the subsidy which mainly comes from government contributes to improving the short-term performance of acquiring company, while the subsidy could has a negative effect on the acquiring company shareholders' long-term wealth.

2. Event study has been used to verify the short-term (60 bargain days before and after M&A announcement) performance of the acquiring company.

Shareholders of acquiring companies obtain statistically significant positive accumulative abnormal return (CAR). There is no significant difference between the accumulative abnormal return of the acquiring firms who take conglomerate mergers and

that of the acquiring firms who merger in the same industry. Changes in financial performance and overreaction of market cannot explain the acquiring companies' positive *CAR*. Purchasing premiums offer partial explanations to the short-term performance improvement of acquiring company. In addition, the proportion of state-owned shares of acquiring companies has significant influence on acquiring companies' *CAR*. The short-term performance of acquiring companies has an obvious downward trend among years.

3. *Tobin's Q* has been used to measure the long-term (1 – 3 years after M&A announcement) performance of the acquiring firms.

In general, the acquiring companies fail to improve their performance within 1 – 3 years after M&A announcement. There are significant differences in the performance and size between the acquiring firms who take conglomerate mergers and the acquiring firms who merger in the same industry one year before M&A announcement. Proportion of state owned shares of the acquiring firms has significant positive effect on the long-term performance within 1 – 2 years after merger, while this effect becomes negative in 3 years after merger. Inefficient internal capital market of the acquiring firms partially explains the decline of the long-term performance of the acquiring firms. The efficiency improvement of the internal capital market offers partial explanations for the acquiring firms' long-term performance's upward trend among years. Additionally, the empirical results support the hubris hypothesis rather than the performance extrapolation hypothesis.

4. The long-term event study (*BHAR*) has been used to verify the long-term (1 – 3 years M&A announcement) performance of the acquiring firms.

Empirical results show that most acquiring firms' shareholders suffer significant wealth losses in the long run, which enhances the results when using *Tobin's Q* as performance measure of the acquiring firms. In addition, the research conclusions of *BHAR* supports hubris hypothesis rather than free cash flow hypothesis. These conclusions indicate that, at present stage, shareholders and managers of the acquiring firms are apt to overly optimistic in the course of merging, which may cause the long-term loss of the acquiring firms. Moreover, Hubris could more seriously decrease the acquiring firms' long-term performance than agency problem do.

5. The long-term event study (*BHAR*) has been used to verify the long-term performance of the Conglomerate acquiring firms.

Empirical results show that acquiring firms' shareholders suffer a wealth loss from 6.5% to 9.6% within 1 – 3 years after the M&A. And we find there is some degree of substitution relations between government-linked and managerial ability, while there

is some degree of complementary relations between government-linked and company resources, and between managerial ability and company resources; government-linked have an significant effect on the firm value especially the bad ones.

6. Combining the research conclusions of both short-term and long-term performance of the acquiring companies, the author suggests that the market misevaluation theory offers partial explanations for positive short-term announcement effect of M&A event, while hubris hypothesis, and inefficient internal capital market of the acquiring firms offer partial explanations for long-term performance decline of acquiring company. Empirical results don't support the efficiency theory and agency theory's prediction on the acquiring firms' short-term and long-term performance.

In a word, Results of empirical studies and theoretic analyses indicate that under our country's special capital market background, shareholders' wealth of the acquiring firms always gains significantly increase during the M&A event in the short run. Nevertheless, Shareholders' wealth of most acquiring firms suffers significant loss in the long run. So, most listed companies' expansion behavior is failed. The author believes that at present stage, the size of the listed companies in China are relatively small. The listed companies in our country have produced the strong expansion motive because of the advantage condition of outside financing. Nevertheless, too much relying on the outside capital to realize the fast development of the acquiring firms may be impractical. It is often the case that the assets' quality and stock price of the acquiring firms constantly decline with the expansion through merger.

目 录

第一章 绪论	(1)
第一节 研究动机	(1)
第二节 研究对象的界定	(2)
第三节 研究角度和框架	(7)
第四节 研究问题与可能的创新	(10)
第五节 符号约定	(12)
第二章 文献综述	(13)
第一节 文献回顾	(13)
第二节 文献评论	(23)
第三节 并购绩效的研究方法	(28)
第三章 短期和长期绩效的理论模型分析	(31)
第一节 收购非上市公司的相关研究	(31)
第二节 理论模型的构建及分析	(34)
第三节 短期和长期绩效预测	(49)
第四章 短期绩效——基于证券市场的研究	(51)
第一节 研究样本	(51)
第二节 并购事件样本的描述统计	(52)
第三节 短期绩效研究	(59)
第四节 短期绩效的预测能力研究	(68)
第五节 短期绩效的影响因素研究	(70)
第六节 短期绩效的来源研究	(77)
第七节 短期绩效年度间变化分析	(85)
第八节 小结	(89)

第五章 长期绩效——基于 <i>Tobin's Q</i> 的研究	(90)
第一节 收购公司并购前绩效、规模分析	(90)
第二节 长期绩效研究	(95)
第三节 股权结构与长期绩效	(100)
第四节 内部资本市场效率——基于现金流的研究	(104)
第五节 混合并购公司的内部资本市场效率研究	(110)
第六节 长期绩效年度间变化及成因研究	(112)
第七节 自大假说与绩效推断假说的检验	(116)
第八节 小结	(119)
第六章 长期绩效——基于证券市场的研究	(120)
第一节 长期超常收益 (<i>BHAR</i>) 的计算	(120)
第二节 长期绩效研究	(125)
第三节 股权结构与长期绩效	(132)
第四节 自由现金流量假说与自大假说的检验	(136)
第五节 长期绩效——行业调整的 <i>BHAR</i>	(144)
第六节 小结	(146)
第七章 多元化并购绩效研究	(148)
第一节 公司多元化的相关研究	(148)
第二节 样本选择与研究设计	(150)
第三节 实证结果及分析	(152)
第四节 结论与讨论	(160)
第八章 主要结论与研究局限	(162)
第一节 短期和长期绩效研究总结	(162)
第二节 主要研究结论	(164)
第三节 研究局限	(166)
参考文献	(167)
后记	(177)

第一章 绪 论

第一节 研究动机

兼并收购是企业寻求快速成长与发展的重要手段,是企业持续经营过程中的重要战略之一。在西方成熟资本市场上,自 1895~1904 年第一次兼并浪潮开始,至今已经历了 5 次并购浪潮,最近一次浪潮发生于 1992~2000 年,才过去几年时间。^① 国外对于兼并收购的研究已经非常深入和细致,形成了较完整的框架体系。在我国,随着 20 世纪 80 年代开始下放企业经营权,扩大企业自主权,相对独立的经营主体和利益主体的形成,才开始出现企业的并购行为。1984 年 7 月 5 日,保定纺织机械厂通过承担目标企业全部债务,接管其全部债权的方式,兼并了保定针织器材厂,成为改革开放后我国首例兼并收购案例。之后,1993 年 10 月深圳宝安集团通过证券市场购买,吸收了上海延中实业股份有限公司总股本 19.8% 的股权,正式拉开了我国资本市场兼并收购的帷幕。虽然我国资本市场的正式设立才短短 10 多年时间,但已经形成了较强的资本运营理念,上市公司兼并收购更是方兴未艾,尤其是最近几年,我国并购市场与全球并购市场呈现相反走势,在 2002 年,正当世界各地市场受经济萧条和股市疲软影响而不断下跌时,中国并购市场却经历了成倍增长。1998~2003 年上市公司公告的兼并收购事件已多达 2000 多起,兼并收购日益受到理论界和实务界的关注,并成为了我国资本市场上的热点问题,企业通过兼并收购寻求快速发展也获得了理论界和实务界的普遍认同。

经济学家和金融学家在过去 30 年里,对上市公司并购(重组)进行了广泛而深入的研究,这其中也包括近年来我国学者的有益探索,研究的核心问题之一就是并购(重组)是否能够上市公司创造价值?对这一问题的回答不仅对企业发展具有重要指导意义,而且会直接影响监管和立法的基本价值取向。在回顾国内外研究成果时,笔者发现,我国兼并收购发展的时间短,虽然资本市场的高速发展为并购提供了宽松的舞台,但新兴市场和转轨经济决定了我国的资本市场与国外成熟的市场背景尚存在较大的差异,在这样的背景下研究并购是否创造价值意义更为重大,因为经济转轨的特征一方面使得并购(重组)

① 不同学者对此看法存在分歧,有的学者认为第 5 次并购浪潮至今仍在继续。

有创造价值的巨大空间；另一方面如果搞得不好，并购（重组）则可能给我国企业的持续经营发展带来沉重的负担。与此同时，国外的研究成果很多又不适用于我国的资本市场，国内的研究也有待规范化和系统化，存在许多值得研究的问题，也提供了很多研究的机会。上市公司通过并购是否优化了资源配置，提高了他们的绩效？并购扩张是否是我国企业（尤其是上市公司）实现快速发展的一条可行的道路？正是本研究试图回答的问题。

第二节 研究对象的界定

一、广义并购、狭义并购与资产重组

国内对并购的研究虽然已经比较丰富，但仍然存在不少问题，最为突出的就是，并购概念界定不清，存在混淆。不理清这些基本概念，研究之间没有共同的基础，自然也就缺乏可比性，甚至会造成对某些研究成果的误解。如李善民、陈玉罡（2002）将发生收购兼并的上市公司划分为收购公司，将股权转让和资产剥离的公司划分为目标公司进行研究，得出收购公司的短期公告效应显著为正，而目标公司没有显著的公告效应的结论。而张新（2003）则将股权收购的上市公司确定为目标公司，即被收购或被重组的公司，将吸收合并的上市公司确定为收购公司，研究得出目标公司短期获得显著正的超常收益，而收购公司股东却遭受了财富损失的结论。^① 收购兼并及相关概念的界定，是兼并收购研究的首要问题，理清相关概念，后续研究也才具有一致的基础。

威斯通等（2003）在《兼并、重组与公司控制》一书中全面总结了国外兼并收购的理论和实证研究成果，在该书中，作者提供了完整的企业并购（重组）框架体系（见表1-1）。本节中，笔者将对国内常用的资产重组概念与表1-1公司重组框架中的概念进行对比，在此基础上明确界定本书的研究对象。

表 1-1 公司重组框架

I. 扩张（Expansion）
兼并与收购（Merger and Acquisition）
要约（招标）收购（Tender Offer）
联营公司（Joint Venture）
II. 售出（收缩）（Sell-off）
分立（Spin-off）
子股换母股（Split-off）

① 事实上，两篇文章的研究结论是基本一致的。

-
- 完全析产分股 (Split-up)
 - 资产剥离 (Divestiture)
 - 股权切离 (Equity Carve-outs)
 - Ⅲ. 公司控制 (Corporate Control)
 - 溢价购回 (Premium Buy-back)
 - 停滞协议 (Standstill Agreement)
 - 反接管条款修订 (Antitakeover Amendment)
 - 代表权争夺 (Proxy Contest)
 - Ⅳ. 所有权结构变更 (Changes in Ownership Structure)
 - 交换发盘 (Exchange Offer)
 - 股票回购 (Share Repurchase)
 - 转为非上市公司 (Going Private)
 - 杠杆收购 (Leveraged Buy-out)
-

资料来源：威斯通等（2003）第3页；科普兰等（2003）第548页。

1. 广义的兼并与收购

从表1-1中可以看出，威斯通等（2003）的公司重组框架包含了极其丰富的内容，正如作者在其书《兼并、重组与公司控制》中开篇即指出：公司接管以及相关的公司重组、公司控制、企业所有权结构变更等活动统称为并购（M&As）。这就是广义并购概念的定义。但当我们试图对具体的某一类并购事件进行研究时，使用上述广义并购的概念却并不适用，因为，不同类型的并购行为的理论解释和实证检验方法、结论之间都是不同的，需要对广义并购概念进行细化。

2. 狭义的兼并与收购

从理论研究角度看，威斯通等（2003）在其经典著作中明确区分了兼并、要约收购和其他重组事件。^①从并购的实证研究来看，无论是研究并购事件的短期公告效应还是长期市场绩效，一般都集中在兼并（Merger）、收购（Acquisition）和要约收购（Tender Offer）事件上。当然，近年来也有一些研究，以发生资产剥离的公司（Divestiture）为研究对象，事实上，资产剥离是企业的收缩行为，是扩张行为的对立面，也被称为“逆并购”。

总之，在并购研究的文献中，所选取的样本事件主要是企业的扩张或收缩行为。就企业的扩张行为而言，主要是：兼并、收购和要约收购三种。这也正是狭义并购的主要内容。对应于威斯通等（2003）公司重组框架中的扩张。具体而言：

^① 威斯通等（2003），第171页。

(1) 兼并 (Merger) 是指任何一项由两个或两个以上的实体形成一个经济单位的交易。兼并公司承接被兼并公司的资产和负债继续存在, 被兼并公司不再以独立法人实体存在。兼并与吸收合并 (Consolidation) 略有差异, 吸收合并是指两家或两家以上的公司联合组成为一家新公司, 所有参加合并的公司自动解散, 以新公司的形式继续运作。

(2) 收购 (Acquisition) 是指一个公司通过购买股票或股份等形式, 取得另一个公司的财产权、控制权或管理权的行为。但与兼并不同, 另一个公司仍然存续而不必消失, 但已被纳入收购方的体系之中。这里取得另一个公司控制权或管理权的公司称为收购公司 (Acquiring Company) 或进攻性公司, 另一家公司则称为目标公司 (Target Company) 或被收购公司 (Acquired Company)。

(3) 要约收购 (Tender Offer) 在我国也常被译为: 标购、公开收购或盘查收购。要约收购就是指一家公司向另一家公司的股东提出按一定的价格 (通常稍高于市价) 收购其所持股票的建议, 其目的在于迅速购买一定数量的股票, 从而实现收购与兼并。

综上所述, 狭义并购是指一家企业 (收购公司) 将另一正在营运中的企业 (目标公司) 纳入其集团中, 目的是企业借兼并其他企业来扩大市场占有率或进入其他行业, 追求企业自身的发展。^① 因此, 狭义并购包含的内容除《公司法》上的吸收合并和新设合并外, 还包括对目标公司股权或资产的购买, 并且此种购买不以取得被购买方全部股份或资产为限, 仅取得部分资产或股份, 并随之取得控制权也属于狭义并购的范畴。

对于并购的方式, 主要有三种: 用现金或证券作为支付手段购买其他公司的资产; 用现金或证券作为支付手段购买其他公司的股份或股票; 对其他公司股东发行新股票以换取其所持有的股权, 同时取得其他公司的资产和负债。就我国上市公司并购而言主要是现金支付方式。

3. 资产重组

资产重组的概念在我国资本市场上已经被广泛地使用。重组方式被约定俗成地分为基本的四大类: 股权转让、兼并收购、资产剥离、资产置换。可见, 国内常用的资产重组概念包含了狭义并购的内容, 但资产重组与狭义的兼并收购概念又有明显的差异, 下面就这四类基本的重组方式逐一加以说明。

股权转让是指通过有偿转让或无偿划转的方式改变上市公司原有控股股东的资产重组行为。虽然, 股权转让部分原因是希望新股东入主后能够使公司的经营业绩发生变化, 产生脱胎换骨的重组效果。但事实上, 由于我国上市公司普遍存在的二元股权结构, 使得股权转让行为具有很强的机会主义特征, 包括

^① 严格地讲, 狭义并购不包括纯粹以投资为目的而不参与营运的股权购买行为, 也不包括为了将目标企业分解出售以牟取利益的投机性并购。但实证研究中想对此加以区分是非常困难的。