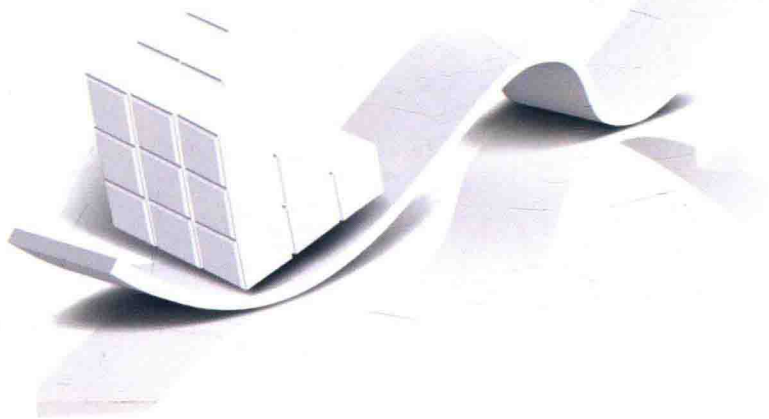


本书得到国家自然科学基金重点项目（批准号：71232004）
国家自然科学基金面上项目（批准号：71172082）
重庆邮电大学引进人才基金项目（合同号：K2016-27）资助

制度环境、终极控制人代理 与并购绩效

Institutional Environment, Agent of
the Ultimate Controller and Performance of
Mergers and Acquisitions

付 强 刘 星 / 著



科学出版社

本书得到国家自然科学基金重点项目(批准号:71232004)、国家自然科学基金面上项目(批准号:71172082)、重庆邮电大学引进人才基金项目(合同号:K2016-27)资助

制度环境、终极控制人代理与并购绩效

Institutional Environment, Agent of the Ultimate Controller and Performance of Mergers and Acquisitions

付 强 刘 星 著

科学出版社
北 京

内 容 简 介

随着股权分置改革的完成,我国上市公司通过股权并购来优化股权结构、实现资源整合的事件大幅增加,同时并购行为与绩效的研究成为公司财务领域的热点之一。本书以标的方上市公司的并购交易为样本,以终极控制人代理理论和公司控制权市场理论为基础,结合中国渐进式转轨的制度背景,采用从理论分析、模型推导到大样本实证检验的研究思路,探究了制度环境和终极控制人代理对标的方上市公司并购行为和绩效的影响,从而提供了制度环境和公司控制权市场的治理效应影响终极控制人并购行为和并购绩效的经验证据,并且根据研究结论提炼出研究启示,为我国上市公司治理机制的改进和制度政策的制定提供了相应的政策建议。

本书可供公司财务政策及公司治理领域的高等院校师生和科研人员参考,也可作为公司并购行为与制度建设的政府监管部门和企业管理人员的参考读物。

图书在版编目(CIP)数据

制度环境、终极控制人代理与并购绩效/付强,刘星著. —北京:科学出版社,2017.2

ISBN 978-7-03-051633-6

I. ①制… II. ①付… ②刘… III. ①上市公司-研究-中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第019864号

责任编辑:张展 黄桥/责任校对:韩雨舟

责任印制:罗科/封面设计:墨创文化

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

成都锦瑞印刷有限责任公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2017年2月第一版 开本:16(787×1092)

2017年2月第一次印刷 印张:9.25

字数:220千字

定价:68.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

自序

2015年以来，中国资本市场上演的“宝万之争”，为我们提供了一个关于公司控制权市场化争夺博弈的生动案例。外部“闯入者”与内部经理层攻守双方你来我往、手段频出，恒大的意外闯入又让争夺战更加波诡云谲、结局难料。“宝万之争”不管未来结果如何，都将代表旧时代的结束、新时代的开始，预示着中国公司控制权交易市场化阶段的初步来临。

从19世纪末至20世纪初，英、美等西方国家发生的第一次企业并购高潮算起，至今已历经六次企业并购高潮。兼并和收购这种资源重组的方式在全球化和开放竞争的大环境中发挥了极其重要的作用，有关企业并购的理论也已成为目前经济与管理学科最活跃的研究领域之一。该领域的研究主题主要集中在并购动因和并购绩效两个方面，两者共同构成理解企业并购经济合理性和制定公共政策的基础。

公司控制权市场兼具资源优化配置和公司治理两大功能。推进公司控制权市场的发展是各国政府的重要目标。中国公司控制权市场的形成与发展同经济体制改革路径具有相似性，都是由政府主导向市场化的方向演进。由于历史的原因，我国资本市场很长时期都存在流通股和非流通股的割裂、国有大股东的绝对控制现象，严重扭曲了股票市场的功能和控制权市场治理功能的发挥。2006年股权分置改革的完成，对解决市场分割、股票流动性限制起到了至关重要的作用，进一步提高了控制权交易的市场化程度，市场化的并购手段与支付手段也将逐渐得到广泛的运用。2010年国务院发布《国务院关于促进企业兼并重组的意见》，提出进一步推进资本市场企业并购重组的市场化改革，2014年国务院发布《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》和《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，对上市公司并购重组的市场化改革制定了方案。随后对《上市公司收购管理办法》的修订也体现了减少审批、建立规则、加强事中及事后监管的原则，这对市场化的控制权交易规则的建立起到了关键作用。

随着股权分置改革的完成和市场化交易规则的建立，我国上市公司通过股权并购优化股权结构、实现资源整合的事件大幅增加，同时并购行为与绩效的研究也成为公司财务领域的热点之一。该书以此为主题，结合我国的制度环境，深入探讨终极控制人代理对公司并购行为与绩效的影响，为进一步揭示制度因素和终极所有权结构对并购行为与绩效的影响提供了较好的理论基础，具有重要的理论与现实意义。

该书以标的方上市公司的并购交易为样本，以终极控制人代理理论和公司控制权市场理论为基础，结合中国渐进式转轨的制度背景，采用从理论分析、模型推导到大样本实证检验的研究思路，探究了制度环境和终极控制人代理对标的方上市公司并购行为和

绩效的影响，从而提供了制度环境和公司控制权市场的治理效应影响终极控制人并购行为和并购绩效的经验证据，并且根据研究结论提炼出研究启示，为我国上市公司治理机制的改进和制度政策的完善提供了相应的政策建议。

该书的主要研究贡献如下：

(1) 将宏观层面的制度环境因素和微观层面的企业决策行为相结合、制度环境治理机制和控制权市场治理机制相结合，深入探讨了制度因素在微观企业层面的传导机制以及对企业并购决策行为的影响，并检验了这两种外部治理机制的效果，拓展了现有文献的研究框架。

(2) 在现有的文献中，考察终极控制人代理问题引起投资行为及效率扭曲的文献较多，但在并购情景下研究并购行为的治理机制对并购前后公司投资行为和效率影响的文献较少。该书从公司投资效率的视角，结合制度环境因素研究了并购行为的治理效应对公司投资行为和效率的影响，弥补了这一缺失。

(3) 分析并验证了终极控制人代理问题是影响上市公司并购绩效的重要因素。并购标的公司终极控制人代理问题在并购时会表现为阻止控制权发生转移，而控制权的转移能够减轻过度投资和掏空等代理问题。由此一方面进一步验证了现有的研究成果，另一方面也提供了新的理论视角和经验证据，从而使得针对终极控制人代理问题对并购绩效影响的研究更为细致和完善。

该书结合制度环境背景和公司终极产权控制特征研究并购行为和效率，对推进制度经济学在微观企业层面的研究和终极产权论的研究具有重要的理论意义，同时对解释制度因素和终极所有权结构对公司并购行为和经济后果的影响具有现实意义。从理论贡献上看，该书基于法与金融理论和终极控制人代理理论，立足于我国转型时期的制度环境变迁和所有权制度安排，从上市公司的终极产权性质和控制权结构出发，构建终极控制人代理动机下的并购决策模型，并在控制权转移、投资和掏空等不同财务决策目标下展开规范分析。这不仅将有助于丰富和拓展终极产权控制下代理问题的研究，而且为进一步深入探讨制度环境在公司经营决策中的作用提供了新的理论依据。从实践意义上看，该书系统地研究制度环境变迁下，终极控制人治理对企业并购行为和效率造成的影响，该研究不仅有助于动态分析终极控制人在外部制度环境变化过程中所采取的并购决策的变化，深化终极控股股东超额控制下的投资偏好对企业资本配置决策影响的理解，而且对揭示制度因素和终极所有权结构对公司并购行为和经济后果的影响具有现实意义。同时，也为提出制度建设和公司治理机制改革的政策建议提供现实依据。

作者

2017年1月于重庆

前 言

并购不仅能够起到优化资源配置和股权结构的作用，而且还能通过公司控制权市场的治理效应改善目标公司的治理水平，进而提升公司绩效。而同样作为外部治理机制的制度环境对公司的行为也能起到相应的治理效应，它与控制权市场治理效应共同构成两种互为补充的治理机制。在这两种治理机制的作用下，终极控制人的代理问题在并购前后就表现为控制权的争夺和掏空程度的改变。基于此，本书主要基于中国制度背景，以终极控制人代理理论和公司控制权市场理论为理论基础，考察终极控制人在并购交易前后的行为及其经济后果。

本书主要采用规范研究和实证分析相结合、定性分析与定量分析相结合的研究方法，研究我国制度环境的区域差异、终极控制权特征对上市公司并购行为和绩效所产生的影响。采用从理论分析、模型推导到大样本实证检验的研究思路，利用 CSMAR、WIND 等数据库，选择我国 A 股上市公司并购事件作为研究样本，运用相关性分析、 t 检验、Logit 回归、多元回归等计量方法，并通过 Heckman 样本自选择和 DID 双差分模型设计，克服内生性影响，实证研究了制度环境、终极控制人代理与并购绩效的关系，从而为理论分析和结论归纳提供经验支撑。该书在每章实证章节前加入引导案例，方便读者通过具体公司案例理解研究的理论问题。

本书得到国家自然科学基金重点项目（批准号：71232004）、国家自然科学基金面上项目（批准号：71172082）、重庆邮电大学引进人才基金项目（合同号：K2016-27）的资助，在此表示感谢！

目 录

第1章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	2
1.2.1 理论意义	2
1.2.2 现实意义	3
1.3 研究内容和逻辑框架	4
1.3.1 研究内容	4
1.3.2 逻辑框架	5
1.4 研究目的和研究方法	7
1.4.1 研究目的	7
1.4.2 研究方法	8
1.5 研究的特色与创新	8
1.5.1 研究特色	8
1.5.2 创新之处	8
第2章 理论基础与机理分析	10
2.1 主要概念界定	10
2.1.1 公司治理	10
2.1.2 终极控制人及其特征	11
2.1.3 制度与制度环境	14
2.1.4 公司并购	16
2.2 理论基础	20
2.2.1 委托代理理论	20
2.2.2 并购动因理论	24
2.2.3 控制权市场理论	28
2.3 终极控制人代理下的公司投资及控制权转让决策机理分析	29
2.3.1 模型设定	29
2.3.2 终极控制人私利行为	30
2.3.3 终极控制人代理与投资项目的选择	33
2.3.4 终极控制人代理与公司投资规模的决策	34
2.3.5 终极控制人代理与公司控制权转让决策	35
2.4 本章小结	36

第3章 相关研究文献综述	37
3.1 并购绩效度量方法综述	37
3.1.1 基于事件研究的市场绩效法	37
3.1.2 基于会计指标的财务绩效法	37
3.1.3 并购绩效度量方法总结	39
3.2 并购绩效研究结果综述	40
3.2.1 国外并购绩效研究结果	40
3.2.2 国内并购绩效研究结果	42
3.3 并购绩效影响因素研究综述	43
3.3.1 控制权转移与并购绩效的研究	43
3.3.2 终极控制人特征影响并购绩效的研究	44
3.3.3 制度环境影响并购绩效的研究	51
3.4 对现有文献的评价	55
3.5 本章小结	56
第4章 我国渐进式转轨过程中的制度环境变迁	57
4.1 政府管理体制改革与依法治国	58
4.1.1 政府管理体制改革与政府职能转变	58
4.1.2 依法治国与法制建设	60
4.2 经济体制改革与市场化转轨	62
4.3 国有企业产权制度改革	64
4.3.1 国有资产管理体制改革	64
4.3.2 公司治理结构及现代企业制度的建立	64
4.3.3 国有企业产权多元化改革	64
4.4 并购及公司控制市场建设	65
4.4.1 股权分置改革与控制权市场建设	65
4.4.2 并购立法与控制权市场建设	68
4.4.3 产权保护与控制权市场建设	70
4.4.4 我国公司控制权市场建设总结	71
4.5 我国中小投资者法律保护历程	72
4.6 本章小结	73
第5章 政府干预、终极控制人代理与并购控制权转移	74
5.1 引导案例	74
5.2 引言	74
5.3 理论分析与制度背景	76
5.3.1 终极控制人代理冲突	76
5.3.2 政府干预制度背景	77
5.4 假设的提出	78
5.4.1 终极控制人超额控制与并购时控制权转移	78

5.4.2	政府干预、终极所有权性质与并购控制权转移	78
5.5	研究设计	79
5.5.1	样本选择与数据来源	79
5.5.2	模型设计、指标选取与变量定义	80
5.6	实证分析	82
5.6.1	描述统计分析	82
5.6.2	终极控制人超额控制权与并购时控制权转移倾向实证检验	83
5.6.3	政府干预、所有权性质与并购时控制权转移倾向实证检验	85
5.6.4	稳健性检验	86
5.7	本章小结	86
第6章	政府干预、控制权转移与自由现金流过度投资	88
6.1	引导案例	88
6.2	引言	88
6.3	理论分析与文献综述	90
6.3.1	理论分析	90
6.3.2	文献综述	91
6.4	假设发展	92
6.4.1	并购控制权转移与投资非效率	92
6.4.2	政府干预、控制权转移与并购后投资效率	93
6.5	研究设计	93
6.5.1	样本选择与数据来源	93
6.5.2	模型设计、指标选取与变量定义	94
6.6	实证分析	96
6.6.1	数据描述统计分析	96
6.6.2	并购交易与非效率投资关系实证检验	97
6.6.3	政府干预、控制权转移与并购后自由现金流过度投资实证检验	98
6.6.4	稳健性检验	99
6.7	本章小结	100
第7章	投资者法律保护、终极控制人代理与并购绩效	101
7.1	引导案例	101
7.2	引言	102
7.3	制度背景与研究假设	103
7.3.1	制度背景分析	103
7.3.2	理论分析与研究假设	104
7.4	研究设计	107
7.4.1	样本选择与数据来源	107
7.4.2	模型设计、指标选取与变量定义	108
7.5	实证分析	111

7.5.1 描述统计	111
7.5.2 并购前后掏空程度及公司绩效分组检验	112
7.5.3 回归分析	114
7.5.4 稳健性检验	120
7.6 本章小结	121
第8章 结论与展望	122
8.1 主要研究结论	122
8.2 启示与政策建议	123
8.3 研究局限与未来展望	124
参考文献	126

第 1 章 绪 论

1.1 研究背景

改革开放 30 多年来,中国经济实现了持续、快速增长,被国际学者称为“中国奇迹”。然而,中国是一个新兴加转型的经济体,既没有健全的法律体系,也没有发达的金融系统,一向被认为不具备商业发展的制度基础。因此,在一些学者看来中国的经济实践违背了经典文献中关于法律、制度、金融发展和经济增长的普遍结论,被称为“中国之谜”。为了解开这个“谜”,国内外学者从不同角度对推动中国经济增长的因素进行了探讨。其中主要从资源投入、人力资本、市场效率、技术进步和激励机制等角度解读中国经济增长的根源,但是,不可否认的是:30 多年来的政治、经济体制改革和法制化进程释放出的制度力量也是推动中国经济增长的重要因素。

张维迎认为,中国经济“最好的十年”源自前 25 年改革所产生的制度红利。这些改革红利包括三个方面:第一,社会政治环境的松动促进了民营企业的发展;第二,国有企业改革所带来的效率提升;第三,加入 WTO 使中国与国际市场接轨。^①

本研究试图从中国改革开放 30 多年的转轨过程中行政和经济体制改革释放出的强大制度力量与基于法规的制度视角解析中国经济增长奇迹。行政体制改革目的在于转变政府职能,实现政企分开,减少过度干预,捋顺政府和市场的关系,其突出的特征就是下放企业经营决策权。经济体制改革目的是建立市场机制,使市场在资源和要素配置中起决定性作用,优化资源配置,增强企业效率。中国经济在 30 多年的体制改革过程中释放了经济活力,解放了生产力以及实现了产权主体的多元化,这些都促进了微观企业在经营行为和效率上的改进,进而推动了经济增长。法制化进程在推动资本市场发展,规范经济主体行为,建立契约关系上具有强大的制度力量,从而保障了市场经济的顺利发展,推动经济增长。本研究试图通过研究转轨过程中制度环境是如何影响企业并购决策行为、控制权市场功能和公司资本配置效率,并检验制度环境如何通过影响微观企业决策行为,进而起到改善市场资本配置效率和推动经济增长的作用。

另外,由于我国的资本市场起步较晚,且早期多数上市公司都是由国有企业改制而来,加之我国民营经济发展时间短暂,又受到诸多制度政策上的限制,因此我国上市公司终极控制权大多是由国家控制。加之,我国的法制不完善,中小股东保护制度不健全,由此形成了相对集中的所有权结构,从而造成了上市公司由终极控制人高度控制、并且控制权主要集中在国家和少数家族手中的现象。这种集中的终极控制权结构极易引起控制权私利的掏空行为等代理问题。在并购交易过程中,公司的终极控制人才是企业的实际控制人和决策者,终极控制人的性质、两权分离度等特征的不同影响着终极控制人的

^① 摘自张维迎 2013 年 6 月 8 日在西南财经大学举办的 2013 中国留美经济学会年会上的主题发言。

代理行为和决策选择，最终影响公司的价值。

1.2 研究意义

本书的研究结合制度环境背景和公司终极产权控制特征研究并购行为和效率，对推进制度经济学在微观企业层面的研究和终极产权论的研究具有重要的理论意义，对揭示制度因素和终极所有权结构对公司并购行为和经济后果的影响具有现实意义。

1.2.1 理论意义

制度经济学认为制度规则决定经济主体的行为选择。因此，制度在人的行为和企业决策过程中起到至关重要的外部约束作用。

新制度经济学从 North(1971, 1990)开始关注制度环境及其变化在经济增长绩效中的作用。随后有大量的文献检验经济增长中制度的作用。Glaeser 等(2004)的研究发现，人力资本才是经济增长的更为基本的源泉，而不是制度；贫穷的国家摆脱贫穷通常是通过集权者推行的好政策，随之提升了他们的政治制度。Allen 等(2005)研究中国的法律、金融和经济增长的关系。认为中国违背了经典文献关于法律、制度、金融发展和经济增长的研究结论：中国既没有健全的法律体系，也没有发达的金融系统，但是，中国却是世界上增长最快的经济体之一。这也常被学者们称为“中国之谜”。Allen 和 Qian(2009)的研究认为，中国和印度在最近几十年的非凡的经济增长对人们传统观念中“必须由法律制度作为商业发展的基础”的论断提出了质疑。他们认为，只要保障充分的竞争，系统的法律机制并不是那么重要，而法律体系之外的替代机制，比如基于“信誉”和“关系”的融资渠道和治理机制，可以相当有效且能够比修改法律更快地适应环境变化。然而，Xu(2011)对中国改革和发展的制度基础的研究认为，解决“中国之谜”同样可以从中国的制度——一个区域分权和中央集权的制度框架入手。中央政府拥有政策制定和人员任命的权力，而地方政府负责具体执行大量的经济发展任务。在这种晋升激励和分散决策的机制下，中国的改革轨迹已经形成了区域性的放权格局和制度环境差异。

已有大量研究表明，企业财务行为和经营绩效与其所处的制度环境密切相关(Claessens and Laeven, 2003; Beck et al., 2005)，而并购行为作为公司重大投资决策，受到制度环境的影响更大。在转型经济体中，由于制度不完备性会增加企业的交易成本和风险，从而使制度的制定和制度因素在经济活动中尤其重要。不过，对于新兴经济体，尤其是转型经济国家来说，往往缺乏一个稳定的制度环境，这种不稳定的制度环境使许多企业无法有效和及时地应对制度变化，或者迫使企业通过非正式的机制以满足制度环境的要求。在中国经济体制渐进式改革过程中，由于资源禀赋、地理位置及国家政策的差异导致我国各个地区经济发展水平与制度环境差异明显(樊纲等，2006)。文献研究也表明中国的中央集权与区域分权的体制框架很可能是中国经济增长之谜的根源(Xu, 2011; Radhakrishnan, 2014)。这也为本书将基于国别制度差异的研究思路与框架运用到中国内部不同地区间的公司财务决策研究提供了可能。

在过去的十多年里，由 La Porta 等(1997, 1998)开启的“法与金融”研究逐渐成为

公司治理研究领域最为活跃的热点话题。理论分析和实证研究表明,投资者的法律保护不仅在宏观层面上对金融发展和经济增长起到重要作用,而且在微观层面上对公司的所有权结构、资本成本、财务政策以及公司价值产生极大影响。因此,终极控制人的并购决策行为同样会受到投资者法律保护等外部制度因素的影响。

另外,公司实际控制人是公司并购行为的主要决策者,而控制权结构也是影响并购行为和绩效的重要因素。Berle和Means(1932)在研究中发现,在股权高度分散的公司中,任何股东都没有足够的激励对管理者进行监督,从而造成全部股东的“搭便车”现象,很容易导致管理者成为公司的实际控制人。管理者从自身利益最大化出发做出的决策,容易给公司造成过度投资、盲目多元化和“帝国构建”等扭曲性资本配置,损害股东利益。但是,进入20世纪80年代后,研究者们逐步意识到,像Berle和Means研究中那样股权极其分散的公司并不是广泛存在的,除英美等少数几个国家外,世界上大多数国家的企业股权不再是高度分散而是相当程度的集中。特别是自1999年以来,La Porta等(1999)发现,终极产权控制现象普遍存在,由此发现世界很多国家的上市公司实际上并不是由公司第一大股东控制,而是受终极控股股东的控制。终极控股股东通常通过金字塔股权结构、交叉持股和优先表决权的一股多票等方式实际控制着上市公司,对公司行使不对称的控制权与所有权,从而造成两权分离。在复杂所有权结构公司中,终极控股股东对公司的控制权超过现金流权,两权分离潜藏着终极控股股东和中小股东之间的利益冲突,产生严重的代理成本。因而,终极控股股东与其他股东间的利益分歧成为复杂所有权结构下的公司治理主要矛盾(刘星等,2014)。

并购交易作为公司重大投资决策行为,自然受到终极控股股东的关注,甚至并购实际的决策制定权往往掌握在最终控制人手中(邓淑芳等,2007)。如果在并购过程中涉及到控制权的转移,更是被视为对并购标的公司终极控制人利益的重大调整,因此一般会受到来自他们的干预。

并购在现代企业经营投资行为中越来越成为一项比较普遍的资源整合方式,在现代公司治理中也起到更加重要的作用。随着股权分置改革的完成,我国资本市场进入了全流通时代,这为通过二级市场的股权并购扫清了障碍,资本市场上并购交易的日趋活跃也意味着我国并购市场在公司治理中扮演着越来越重要的角色。并购行为能够分别通过控制权市场和经理人市场的控制权转移和经理层更换对上市公司经营管理形成外部监督约束及股权结构优化,从而使公司的经营管理目标朝着实现股东利益最大化的方向迈进。

本书将基于法与金融理论和终极控制人代理理论,立足于我国转型时期的制度环境变迁和所有权制度安排,从上市公司的终极产权性质和控制权结构出发,构建终极控制人代理动机下的并购决策模型,并在控制权转移、投资和掏空等不同财务决策目标下展开规范分析。这将不仅有助于丰富和拓展终极产权控制下代理问题的研究,而且为进一步深入探讨制度环境在公司经营决策中的作用提供新的理论依据。

1.2.2 现实意义

我国的上市公司大多数是由国有企业改制而成,改制过程中为保证公有制的主导地位,公司普遍采用国家控股的所有权结构模式。但是在近几年资本市场向非公有制公司

敞开及股权分置改革的作用下，上市公司股权结构开始多元化，治理结构进一步优化。

长期以来，由于国有的终极所有者缺位及公司管理层和控制性股东的同源性特质，导致我国上市公司的资本配置决策通常都是有内部代理人和控股股东的交替控制(郝颖，2010)。这种独特的控制权格局，为控股股东及其代理人利用控制权地位通过利润转移、配股增发、非公允关联交易、并购等手段损害中小股东的利益，获取控制权隐性收益提供了可能。而这种收益的本质是控股股东在实现自身利益最大化过程中对企业资源的一种重新分配，此种分配方式是扭曲性的、非效率的，它虽然有利于控股股东实现自身价值最大化，但却是以降低整个企业的资本配置效率为代价的。我国这种特殊的产权结构和终极控制人特征，也使得公司财务行为与西方国家有着明显的差异。因此，基于中国公司终极控制人治理特征对公司并购行为和效率的研究具有现实的指导意义。

基于以上分析，本书将系统地研究在制度环境变迁下，终极控制人治理对企业并购行为和效率造成的影响。本研究拟分别从地方政府治理(政府干预)、地区市场化进程和地区产权保护与法治水平等制度环境视角，分析终极控制人性质和控制权结构对公司并购行为和绩效产生的影响。该研究不仅可以动态分析终极控制人在外部制度环境变化过程中所采取的并购决策的变化，深化终极控股股东超额控制下的投资偏好对企业资本配置决策影响的理解，而且对揭示制度因素和终极所有权结构对公司并购行为和经济后果的影响具有现实意义。同时，也为我们提出制度建设和公司治理机制改革的政策建议提供现实依据。

1.3 研究内容和逻辑框架

1.3.1 研究内容

本书首先回顾了制度经济学、法与金融、终极控制人代理与并购动因等理论；在对相关研究进行综述后，本书结合多种制度环境变量和终极控制人特征变量实证考察了公司并购决策行为及其经济后果；最后，总结归纳研究结论，提出有针对性的政策建议和未来研究展望。全文共分为八章进行：

第一章，绪论。主要阐明了本书的研究背景、主要内容、结构安排和逻辑框架等，并对本书的主要创新点进行了讨论。

第二章，理论基础与机理分析。主要对本书涉及的相关概念进行了界定，对研究的理论基础进行了梳理，并通过模型分析阐释了终极控制人代理下的私利行为、投资决策行为及并购控制权转让决策行为以及对公司价值影响的机理。

第三章，文献综述。主要回顾和梳理了相关研究领域的国内外研究现状与进展。

第四章，制度背景回顾。主要对中国改革开放以来的行政和经济体制改革进程及法制化建设进行回顾，探析制度环境变迁对公司决策行为的影响机制。

第五章，政府干预、终极控制人代理与并购控制权转移。主要通过实证分析检验在终极控制人代理下，并购标的公司在并购过程中的控制权转移倾向，以及政府干预在这一过程中所起的作用。

第六章，政府环境、控制权转移与并购前后投资效率。主要研究政府环境、控制权转移与公司并购前后投资效率的变化，基于“并购效率理论”和“自由现金流假说”，沿着“终极控制人动机、政府干预→并购控制权转移行为→投资效率变化”研究思路，主要分析在政府干预和控制权转移背景下，并购标的公司投资效率的变化。

第七章，投资者法律保护、终极控制人代理与并购绩效。主要基于“掏空”理论和法与金融视角，沿着“终极控制人代理、投资者保护水平→掏空行为→公司绩效”研究思路，考察中小股东权利法律保护等法制环境对终极控制人并购前后掏空行为和公司绩效的影响。

第八章，结论与展望。主要对本书的理论与实证研究结果进行总结，并据此提出有针对性的政策建议，同时对本研究领域未来的研究前景进行了展望。

1.3.2 逻辑框架

本书所遵循的技术路线可归纳为：

第一步，回顾与本研究有关的制度经济学、法与金融理论，评述终极控制人代理冲突和公司并购研究文献，为后续章节的开展做好理论铺垫。

第二步，分析我国上市公司终极控制人代理现状和制度背景，探析终极控制人代理问题在制度环境变迁背景下对公司并购决策影响的内在机制及经济后果。

第三步，在现有研究文献的基础上，实证研究我国制度环境的区域差异、终极控制权特征对公司并购行为和效率所起的作用。分别从政府环境和法制环境等角度展开研究，在控制权转移、投资效率和掏空程度等不同财务决策目标下研究终极控制人并购行为。

第四步，总结研究结论，提出相应的政策建议及进一步研究的展望。

具体技术路线如图 1.1 所示。

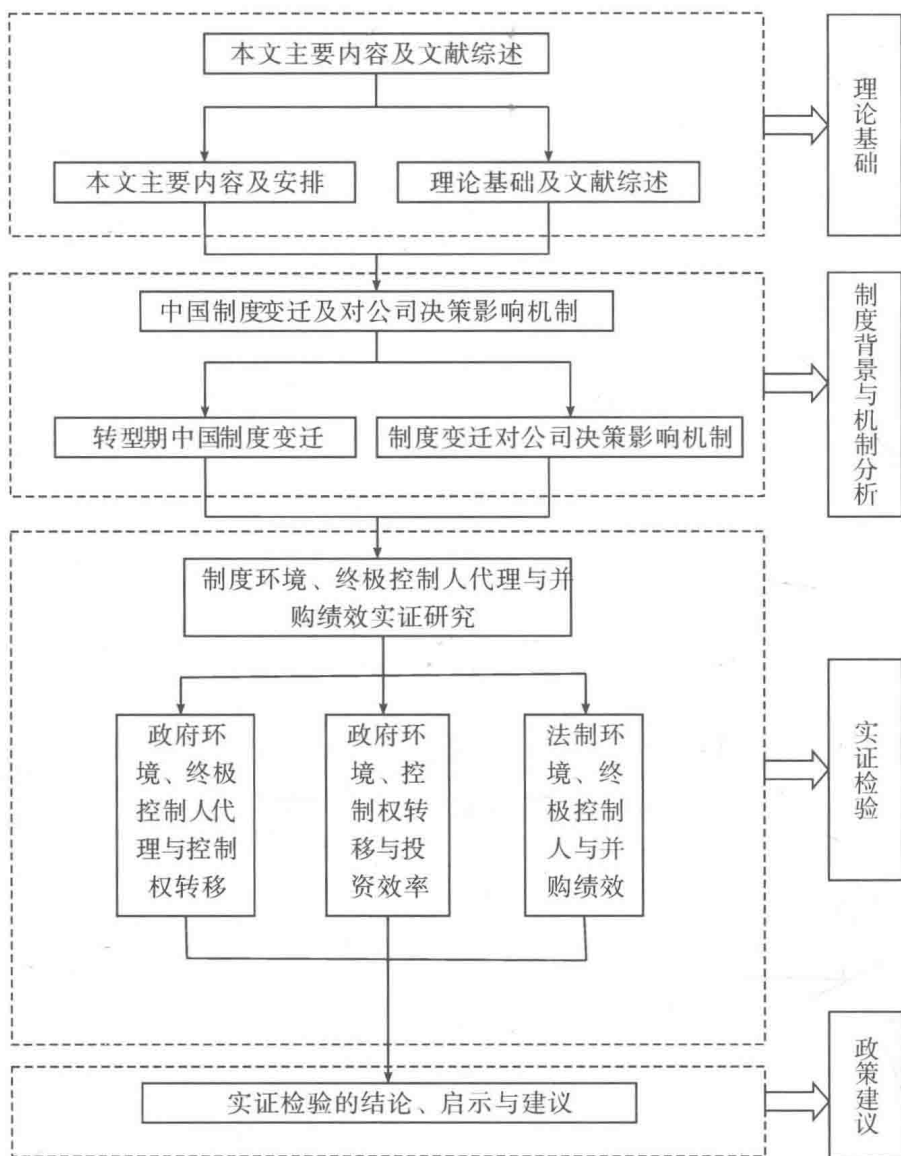


图 1.1 本书研究技术路线

本书研究的逻辑思路可以概括为：从终极控制人代理的动机出发，结合制度环境背景，分析终极控制人并购决策行为，最后检验并购绩效。

终极控制人的性质以及两权分离度等特征的不同，在并购过程中其动机和行为也存在着差异。制度环境的考察主要包括市场环境、政府环境和法制环境。一般来说，市场化程度越高的地区，经济发展水平越高、法治化程度相对越高，地方政府干预经济的程度越低。由于从总体市场化视角研究并购行为的文献较多(方军雄，2009；倪静和王成方，2010；徐虹，2012)，且市场环境主要由政府环境和法制环境所组成，因此本书在实证研究中主要侧重从政府干预和法制化进程等制度背景视角研究并购行为和绩效。并购行为的研究主要从并购控制权转移行为视角，研究对并购前后投资和掏空行为产生的影响，进而考察并购前后公司经营绩效的变化。三章实证内容的内在逻辑关系体现了制度环境和终极控制人代理对标的公司并购行为的影响，然后通过对投资行为和掏空行为两

大影响路径，最终落脚在对并购绩效影响的检验上。第5章体现了制度环境和终极控制人代理对标的公司在并购时控制权是否转移决策行为的影响，该研究有助于揭示制度因素和终极控制人代理对公司并购行为的影响；第6章体现了制度环境和控制权转移行为对并购前后投资效率的影响，该研究有助于揭示并购行为对终极控制人代理问题的治理效应，同时也有助于理清并购绩效改善的路径和机制；第7章将研究主题落脚在掏空程度和财务绩效上，目的是检验制度因素和终极控制人代理对公司并购绩效影响的路径和经济后果。本书研究逻辑如图1.2所示。

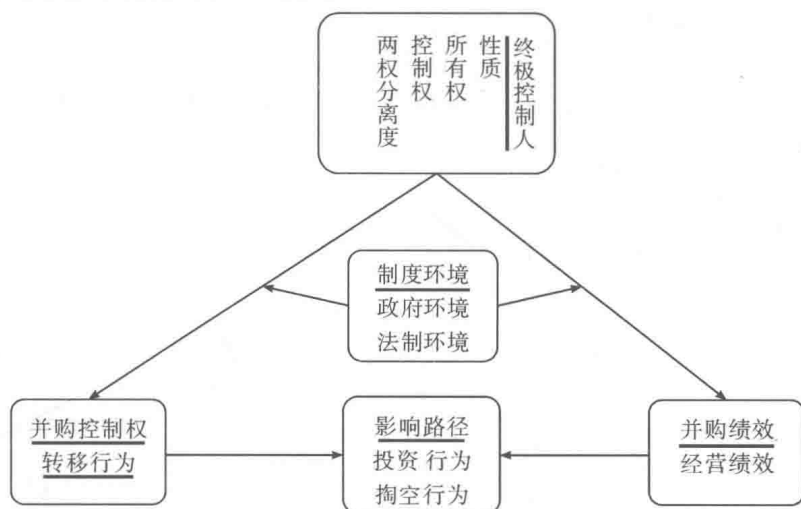


图 1.2 本书研究逻辑思路图

1.4 研究目的和研究方法

1.4.1 研究目的

在宏观经济研究中，制度作为经济增长的一个重要因素已经被广泛认可，但是在微观企业层面，制度因素是如何传导，又是如何作用于公司决策的制定，进而影响公司价值等问题的研究尚显不足。另外，在股权高度集中、国有终极控制人占主导的中国上市公司，终极控制人才是企业的实际控制人和决策者，终极控制人的性质，两权分离度等特征影响着终极控制人的代理行为和决策选择，最终影响公司的价值。

因此，本书将在新制度经济学和法与金融等理论框架下，综合分析终极控制人代理问题对公司并购行为的影响以及与公司价值的内在关联。研究目的是通过研究制度环境对公司决策行为的影响，解读中国经济增长过程中的制度力量作用，以及终极控制人行为在制度环境变迁下的变化和演进，最终揭示制度因素和终极控制人行为对公司并购绩效产生的影响。针对这些我国上市公司中普遍存在但不同于经典公司财务理论中的财务决策行为的研究，为规范我国的资本市场，提高企业资源的配置效率，提升企业价值提供理论依据与决策参考。