



经济管理学术文库·管理类

政府干预壳资源并购效应研究

——基于不同层级政府干预动因差异性的分析

A Research on the Effect of Government's
Intervention on Shell Resource Mergers
—the motive analysis of government at different levels

杨 沁 吴艳霞 扈文秀 苏 明/著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



经济管理学术文库·管理类

政府干预壳资源并购效应研究

——基于不同层级政府干预动因差异性的分析

A Research on the Effect of Government's
Intervention on Shell Resource Mergers
—the motive analysis of government at different levels

杨 沁 吴艳霞 扈文秀 苏 明/著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

政府干预壳资源并购效应研究——基于不同层级政府干预动因差异性的分析/杨沁, 吴艳霞, 扈文秀著. —北京: 经济管理出版社, 2019. 4

ISBN 978 - 7 - 5096 - 6421 - 6

I. ①政… II. ①杨… ②吴… ③扈… III. ①行政干预—影响—企业合并—研究—中国
IV. ①F279. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 035923 号

组稿编辑: 杨国强

责任编辑: 杨国强 王 洋

责任印制: 黄章平

责任校对: 陈 颖

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京虎彩文化传播有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 11.5

字 数: 219 千字

版 次: 2019 年 6 月第 1 版 2019 年 6 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 6421 - 6

定 价: 68.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前言

壳资源并购形成于我国资本市场“总量控制、限报家数”的企业上市准入制度。无论是采用“买壳”方式上市还是“借壳”方式上市，均是企业因受困于 IPO 上市高昂的时间机会成本和交易成本，不得不通过购买已有上市资格的壳公司，以壳资源并购的方式实现的间接上市。据统计，从壳资源交易的第一案——“宝延”事件开始，壳资源交易活动已经在我国资本市场上蓬勃发展持续了 20 多年。即使未来“注册制”的推出，参照西方国家的经验，壳资源并购依然是资本市场并购重组活动中重要而特殊的组成部分。

然而，由于我国的壳资源并购本质上是一种制度衍生物，是政府干预证券市场的结果，几乎绝大多数的壳资源并购都是在政府的直接参与或安排下进行的。一方面，政府对壳资源并购给予了大力支持。上市公司一旦业绩下滑，沦为壳公司，遭遇退市危机时，地方政府一定会千方百计通过各种形式给予“保壳”支持，并且会不遗余力地为壳资源的重组利用提供一些优惠措施，以促进壳资源交易的顺利完成。另一方面，政府又会干涉壳资源并购，甚至对重组方的选择、交易价格的确定、交易模式的选择等进行直接决策。

既然政府干预成为壳资源并购问题研究中不可避免的关键因素，那么政府干预行为究竟会产生怎样的经济后果，对壳资源并购的资源配置效率施加了何种影响，“支持效应”更多还是“掠夺效应”更甚，就成为政府干预壳资源并购问题研究的核心。要回答这些问题，壳资源并购中政府干预效应这一命题就应该经过实证的检验。遗憾的是，现有文献有关壳资源并购中政府干预效果方面的研究，只关注了政府干预对公司绩效的影响，未能从政府视角出发去关注政府干预行为带来的社会效应；也未能考虑不同层级政府干预目标差异性对干预效果的影响，仅依据政府终极产权理论提出的政府私利动机来评价政府干预效应，无法保证效应评价结果的准确性、客观性。

鉴于此，本书以壳资源并购中不同层级政府干预动因的差异性为研究视角，构建了政府干预动因决定干预行为、进而影响到干预效应的理论模型与研究框架，选取 351 家壳资源并购样本，采用双重差分（DID）模型、Logistics 分析、多元回归分析和对照检验的方法，对政府干预壳资源并购的效应进行了评价与检



验。这些研究将有助于揭示壳资源并购中基于不同干预动因下政府干预行为产生的效果,进一步完善政府终极产权理论,并为壳资源并购中政府的干预行为提供有益的理论参考。具体研究内容包括:

(1) 运用规制理论与政府终极产权理论,分析了不同层级政府干预动因的差异性。

在我国的壳资源交易中,政府拥有双重身份:既是社会管理者,又是国有企业资产所有人。基于此,本书首先从政府社会管理者的角度,运用政府规制理论中“规制非整体观”的思想分析我国政府的分层特征与干预动机;进而运用政府终极产权理论一并考虑政府大股东的身份,从政府双重身份的角度,结合中国转型经济中的政府财政分权改革、地方政府保护主义等典型特征,构建了不同层级政府的目标函数,并建立中央政府与地方政府的博弈模型,探索了政府介入壳资源并购的根源与动机。研究发现,中央一级的上级政府更具公共利益动机;地方一级的下级政府更具地方利益动机。本书依据政府规制权、终极产权乃至政府终极产权的逻辑推演,从内在根源上分析了政府干预壳资源并购的依据及动机,提出了政府干预效应研究应考虑不同层级政府干预动因差异性的研究新视角。

(2) 构建政府干预壳资源并购绩效检验的整体理论框架。

本书以壳资源并购中的政府干预动因作为研究切入点,遵循“政府控制(动因)—干预方式(行为)—干预效应(结果)”的分析框架,构建了不同层级政府的干预动因、干预方式与干预效应的双通道模型,即“不同层级政府基于不同动因、采取不同干预方式继而产生不同干预效果”的机理模型:中央政府拥有的管理者的“强制权”与对中央企业的大股东终极产权,基于公共利益动因的基础上对其控制的中央企业壳资源并购实施了跨区化、相关性并购等干预方式带来了相应的干预效应。地方政府拥有的地方管理者的“强制权”与对地方国有企业的大股东终极产权,基于地方利益动机的基础上,对其控制的地方国有企业壳资源并购实施了本地化、多元化并购等干预方式,带来了相应的干预效应。

(3) 研究不同层级政府干预下的并购模式选择。

运用 Logistic 回归分析,对基于不同动因的政府介入壳资源交易的方式及并购模式的选择进行了研究。在壳资源交易中,两级层级政府干预动因不同,导致其干预方式具有差异性,既有财政补贴、贷款担保等资金支持,以及要素投入、资源调配、政府兜底等政策支持,也有跨区并购、本地化并购、同属化并购、多元并购等干预方式,进而形成相应不同的并购模式。实证检验证明,地方政府控股的上市公司更多采取了本地并购和多元化并购模式,中央政府控制和非政府控制的壳资源并购多采用异地化并购,本地化特征并不明显。行政协调方式的直接干预和以本地化/异地化、多元化/同属化并购模式的干预方式,成为政府干预动

因与干预效应之间的中间变量，证实了“政府终极产权（基础与根源）—政府干预（动因）—直接干预和并购模式（方式）”的传导路径。

（4）评价政府干预壳资源利用的企业微观效应。

该部分从壳公司股东、收购方股东等关键利益相关者的角度，研究了政府干预行为对壳资源并购产生的企业微观效应。为了将政府干预效应分离出来，并对不同层级政府干预的效果进行对比，采用了 DID 双重差分模型及多元回归分析的研究方法，将样本分为中央政府控制组、地方政府控制组和非政府控制组进行两两对比检验。实证研究结果表明，政府干预下的壳资源并购对并购双方产生了显著的政府干预效应，短期内政府干预对并购双方股东均有支持作用；但长期来看，政府控制的壳资源并购的企业微观效应不如非政府控制的民营企业，说明政府的干预对企业产生了掠夺效应。地方政府控制的壳资源并购的企业微观效应不如中央政府控制的中央企业，说明地方政府的干预对企业产生了更大的掠夺效应。

（5）评价政府干预壳资源利用的社会宏观效应。

从社会效应视角出发，政府干预对壳资源并购产生的效应，不仅包括对企业的影响，还包括了对社会福利的影响，且受到政府干预方式的调节。因而该部分研究了政府干预壳资源并购通过企业优化而产生的财政收入效应及就业效应等社会宏观效应。为了获得准确的不同层级政府干预效应，本书采用了 DID 双重差分模型、多元回归分析的研究方法，并将样本分组进行两两对比检验。综合看来，政府干预下的壳资源并购对社会效应产生了有利的影响，短期内并购有显著财税增长效应与就业效应；即使长期来看，地方国企壳资源并购的经济增长效应不佳，就业效应依然良好。这说明，仅从收购方股东利益的视角出发，认为壳资源并购带来了“成功悖论”的结论有失偏颇。当我们从企业微观效应与社会宏观效应的综合视角来看，政府干预下的壳资源并购具有良好的综合效应，企业在追逐自身利润的同时也承担着相应的社会责任，充分体现了政府干预的政策效应。

（6）提出政府干预行为改革的政策建议。

改革的基本思路是借鉴西方国家再规制的新动向，在放松传统的行政性规制的同时，引入适应我国市场经济要求的经济性规制，让政府和市场各就其位，各司其职。首先，推进混合所有制改革，逐步消除政府对企业的“终极产权”。其次，构建适合地方政府的激励性规制体系。再次，加强法制监管和机构投资者监督，健全限制政府机会主义行为的外部监督机制。最后，立足于转轨经济的特点，借鉴“激励性”规制的研究范式，进行适合我国企业的经济性规制创新。

本书得到了陕西省软科学基金（2014KRM68）的支持与赞助，由于笔者水平有限，书中难免有不当和错误之处，望广大读者多提宝贵意见。

目 录

1 导论	1
1.1 选题的实践价值	1
1.2 选题的理论价值	5
1.3 研究问题的提出与研究内容、研究目标	6
1.4 研究方法与技术路线	9
1.5 研究框架	10
2 理论基础与文献综述	14
2.1 关键概念界定	14
2.2 壳资源并购动因的相关研究	17
2.3 政府干预壳资源并购动因的相关研究	20
2.4 壳资源并购效果的相关研究	25
2.5 政府干预壳资源并购效果的相关研究	27
2.6 各基础理论的综合评述	28
3 政府干预壳资源并购效应评价的概念模型	32
3.1 政府的干预动因分析	32
3.2 动因、方式及效应概念模型的构建	44
3.3 整体概念模型与理论分析框架	52
3.4 本章小结	53
4 基于不同动因的政府干预壳资源并购方式研究	54
4.1 中央政府的干预方式	54
4.2 地方政府的干预方式	56
4.3 政府干预下壳资源并购的模式	58
4.4 政府干预与壳资源并购模式的实证检验	61



4.5 本章小结	78
5 基于不同动因的政府干预壳资源并购的企业微观效应研究	80
5.1 政府干预对壳公司股东利益的影响	80
5.2 政府干预对收购公司股东利益的影响	109
5.3 本章小结	129
6 基于不同动因的政府干预壳资源并购的社会宏观效应研究	130
6.1 研究假设的提出	130
6.2 研究设计	135
6.3 实证分析	139
6.4 本章小结	154
7 政府干预行为改革的政策建议	156
8 结论与创新点	159
8.1 研究结论	159
8.2 创新点	162
参考文献	164
后记	175

1 导论

1.1 选题的实践价值

1.1.1 壳资源交易 20 多年长盛不衰

壳资源交易形成于我国资本市场特殊的“总量控制、限报家数”的上市准入制度。从 1993 年壳资源交易第一案——“宝延”事件开始，壳资源交易活动在我国资本市场上蓬勃发展已经持续 20 多年。尽管企业的上市制度从审批制、核准制到保荐制，以及未来的注册制，上市制度一直在向市场化的方向改革，但由于企业直接以 IPO（Initial Public Offering）方式上市的要求较为严格，门槛较高，每年获批上市的公司数量有限。高昂的排队等待成本和 IPO 交易成本迫使很多公司不得不放弃 IPO，退而转向寻求已有上市资格的壳公司，以“买壳”“借壳”的方式间接上市。这种把壳公司像经济资源一样在资本市场上进行买卖转让的行为，即为“壳资源交易”。

本书运用同花顺 iFinD 数据、Wind 并购数据库及中国企业家数据库统计发现，截至 2018 年底，通过借壳成功上市的企业已经接近 500 家。仅在 2008 ~ 2018 年，经官方公开认定为通过借壳交易成功上市的企业就达到 229 家，如图 1-1 所示。但这一数据并未包括那些绕开借壳认定标准或以其他并购方式规避监管而未归入借壳上市的企业，如考虑到这些实质上属于壳资源交易的事件，壳资源交易的发生接近千起。例如，仅 2015 年发生的借壳事件就有 83 起，交易总额达 5753.17 亿元。

根据 Wind 数据库统计，2008 ~ 2018 年，证监会审核的有条件、无条件通过的 1132 个上市公司重大资产重组案例中，其中涉及借壳行为的并购 229 例，占有审核通过案例的 20.22%，如图 1-2 所示。若算上通过各种途径绕开借壳的公司，据不完全统计，构成借壳上市的案例比例或接近 30%。显然，壳资源交

易是我国资本市场上并购重组活动的重要组成部分。

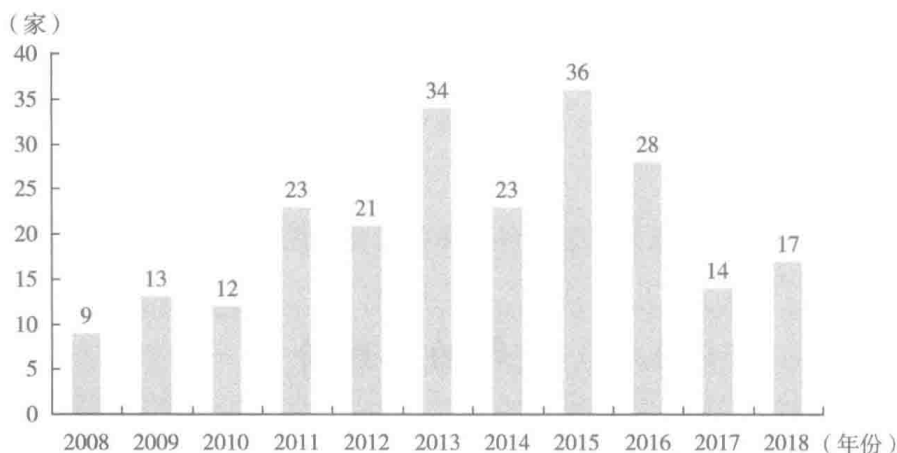


图 1-1 2008 ~ 2018 年通过借壳成功上市的企业数

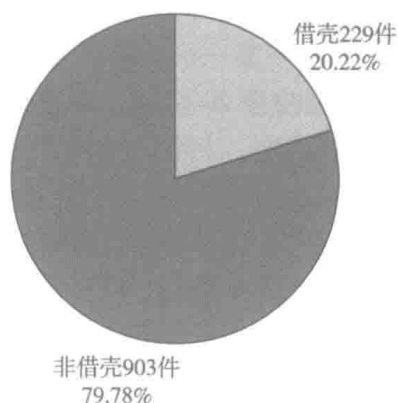


图 1-2 重大资产重组涉及借壳案例数

1.1.2 壳资源交易仍将长期存在

自 2009 年创业板创设以来，市场上就一直充斥着“壳”将失去价值、壳资源交易将消失的说法。然而多年过去了，壳资源交易不仅没有消失，反而交易火热。研究表明，不仅是在“创业板”“科创板”等多层次证券市场格局建立的当下，即使在实施“注册制”的未来，壳资源交易依然会长期存在。一方面，科创板仅针对科技创新类企业开放且试点注册制。这意味着，注册制在主板推进的速度有可能延缓，而其他类别的企业仍需要在主板排队上市。因而壳资源股仍然



有被借壳的价值。另一方面,未来“注册制”实施,上市门槛的降低将导致企业通过购买壳资源间接上市、迂回上市的需求大大降低,壳资源价值会出现一定程度的下降,但这并不意味着壳资源完全失去了价值。

(1)“注册制”没有从根本上改变壳资源的稀缺性。

“注册制”的确会带来“上市流量”宽松的实情,但仍然存在的上市门槛并没有从根本上改变壳资源的稀缺性。“注册制”虽然称作“形式审核”,但也绝非走“形式”。在“核准制”的上市机制下,证监会重点关注企业上市之前的盈利能力、经营状况、公司治理状况的审查以及上市后的获利能力、是否有关联交易等实质性审核,而“注册制”实施后,之前的“行业监管”原则将转变为“功能监管”原则,审核的关注点也将发生本质变化。之前监管部门重点审核的内容将交由投资者自主判断,投资风险自担,当然也会加强承销商的追责机制;监管部门未来的主要职责在于关注上市公司形式性审查的信息披露内容。可见,注册制并不意味着想上市就能上市,更不能滥竽充数,上市依然是有门槛的。拥有上市资格的壳资源毫无疑问仍然具有稀缺性、具有价值。

(2)“注册制”下,壳资源交易因其更大的经济性和成功率会长期存在。

事实上,即便是实施了“注册制”的美、欧、中国香港、新加坡等高度发达的证券市场,壳资源交易依然长期存在并拥有相当的规模。以美国为例,萌芽于20世纪30年代的美国壳资源市场交易,是目前世界上最发达、市场化程度最高的壳资源交易市场,目前的年交易金额已经达到数百亿美元,其市场规模与交易组织达到了相当高的水平,成为美国资本市场的重要组成部分。据美国 PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board)^① 2011 年披露,2001~2010 年,壳交易在美国发生了 1608 起,巅峰时期的 2010 年发生了 258 起,而且近年来通过借壳上市的公司数量一直明显高于以 IPO 上市的数量。如图 1-3 所示,2005~2011 年,美国每年完成的 IPO 数量平均 102 起,壳交易数量则是 217 起 (Troy Pollard, 2016)。新兴市场的壳资源交易更是大量存在, Roy Song 等 (2014) 指出,与美国公司相比,韩国私营企业通过壳交易上市的比率更高,占到上市数量的 23%。这是因为壳资源交易提供了更大的灵活性,无论是在时间上或成本上都更为经济。在美国,相对于 IPO 需要仔细的程序和严格的监管审查的高门槛,“借壳”上市手续简单、条件宽松,没有 IPO 必需的新股承销、层层审核的步骤,大大节约了上市的时间,从洽谈借壳到最终上市通常只需 1~3 个月。借壳上市只需要支付 50 万~70 万美元的买壳费就可以了,平均为 IPO 成本

^① PCAOB. Activity summary and audit implications for reverse mergers involving companies from the china region: January 1, 2007 through March 31, 2010 [R]. 2011: 1-8.

的 30% ~ 50% (Gleason, 2005), 具有较大的成本优势。

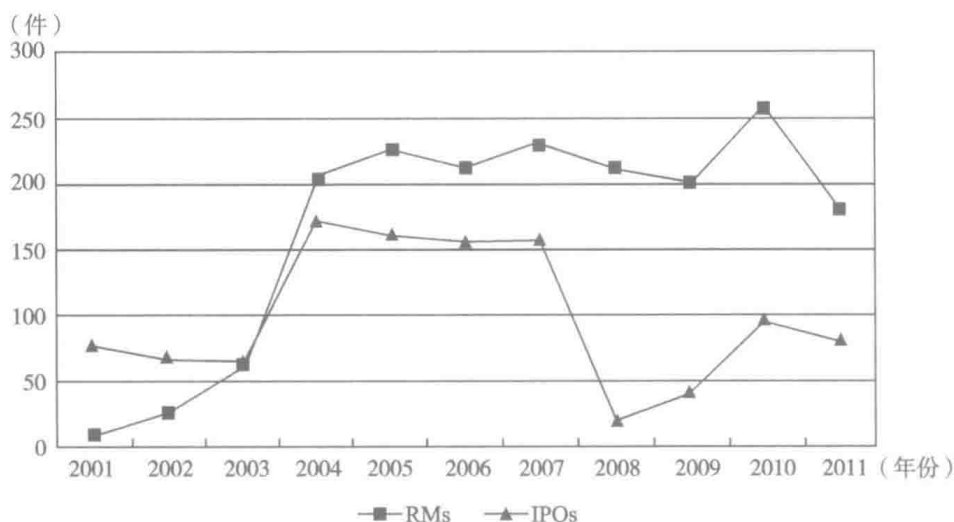


图 1-3 2001 ~ 2011 年美国 IPO 案例数与壳资源并购案例数

在我国, 壳资源交易除时间、成本上的优势外, 通过壳资源交易获得上市的成功率还高于 IPO。尤其是在股票市场不景气导致 IPO 非常困难的背景下, 借壳是上市公司与买壳方双方自愿的交易, 不仅能对濒临亏损退市的上市公司起到挽救和改善作用, 还能缓解 IPO “堰塞湖” 问题, 二级资本市场的股票价格也会因为重组预期而上涨, 监管层在审核壳资源并购重组事件时需要考虑更多的因素, 否决不予通过需要更大的勇气, 因此借壳审核成功率比 IPO 要高得多。

以上分析表明, 在我国现有制度安排下, IPO 排队进程缓慢, 虽然“借壳上市”的政策监管趋严, 壳资源依然具有很高的投资价值; 即使未来实施了“注册制”, 借鉴西方壳资源交易市场的发展轨迹, 我国资本市场壳资源交易依然会长期存在。

1.1.3 政府高度介入壳资源交易并产生深刻影响

西方成熟市场的企业并购属于市场化行为, 政府并不直接干预, 主要以政策、法规与监管体系架构起来的政府规制对其进行规范与引导, 以达到打破垄断, 保护竞争的目的, 而我国几乎绝大多数的“壳”交易都是在政府的直接参与或安排下进行的, 政府的干预达到了前所未有的深度。

一方面, 政府对壳资源交易给予了大力支持。上市公司一旦业绩下滑, 沦为壳公司, 遭遇退市危机时, 地方政府一定会千方百计通过各种形式, 如并购重



组、资产注入、政府补贴或者资产赠予等方式“保壳”给予支持，极力维护和控制本地区的“壳资源”。在壳资源交易中，政府也会不遗余力地为壳资源的重组利用提供一些优惠措施，如税收减免、不良资产的剥离、富余人员的安置、政府担保贷款、相关债务的重组安排等，为壳资源的重组利用提供了一个良好的运作前提和运作环境，促进壳资源交易顺利完成。

另一方面，政府又会干涉壳资源并购行为，甚至直接参与壳资源交易中重组方的选择、交易价格的确定、交易模式的选择等。例如，地方政府在卖出壳资源时，会根据本地区发展的利益诉求选择买家，尽可能将壳资源留在本地，避免优质的壳资源流失而对本地区经济发展和社会稳定不利；会积极“鼓励和倡导”优质的非上市企业的资产注入即将破产退市的上市企业，去挽救壳资源，让上市壳公司脱贫解困。有研究表明（李增泉等，2005；孙烨和罗党论，2011），这种强行把优势企业和即将亏损退市的企业捆绑在一起，不按市场化原则、不顾及双方意愿的“拉郎配”并购重组活动，不仅不能有效地整合资源，反而有可能违背市场经济资源配置的规律，带来资源再分配的扭曲。政府的干预还可能诱发企业对政府官员进行贿赂等腐败行为，带来严重的社会不公平，导致巨大的社会资源损失并最终致使经济发展放缓。

可见，政府高度参与壳资源交易中，既有对并购的“支持之手”，又有对之施加的“掠夺之手”，对壳资源交易行为产生了重大影响。既然政府干预成为壳资源并购问题研究中决不能回避的关键因素，那么这样的政府干预行为究竟会产生怎样的经济后果？对壳资源并购的资源配置效率施加了何种影响？“支持效应”更多还是“掠夺效应”更甚？要回答这些问题，壳资源并购中政府干预效应这一命题应该经过实证的检验。

1.2 选题的理论价值

在为数不多的考虑政府干预对壳资源并购效应影响的研究中，学者们主要采用经验研究的方法，检验了在政府干预的制度背景下，壳资源并购对买卖双方股东财富的影响，提出了壳公司并购仅给壳公司带来了股东财富的显著增加，多数情况下并未能为收购方股东创造财富，也未给收购方带来业绩显著增长，甚至可能出现毁损收购方股东财富的所谓的并购“成功悖论”现象。

然而这些研究中，一方面，仅依据政府终极产权理论提出的政府私利动机来评价政府干预效应，未考虑不同层级政府不同干预动机带来的不同影响，这样的



评价是不准确的。政府上下层级不同、目标不同、动机不同,采取的方式必然不同,带来的效果也必然各异。现有研究对不同层级政府行为目标的差异性缺乏关注,无法保证效应评价的准确性与客观性。不仅如此,壳资源并购效应还与壳资源并购模式息息相关。例如,壳资源并购的模式表现出明显的同地并购、多元化并购的特征,这正是现阶段壳资源并购中政府干预目标与动机的体现,也正是政府干预的结果(孙烨和罗党论,2011)。可见,壳资源并购模式中隐含着政府干预的动因,并购效应则是在不同动因驱动下行为选择的结果。要有效解释政府干预壳资源并购的效应问题,需要对政府干预的动因、干预的方式直至干预的效应做系统的思考与分析。

另一方面,从政府干预视角出发,考虑到政府承担的政治目标、社会目标及经济目标等多重目标,政府干预壳资源并购不仅关注上市公司股东的利益,还会高度关注其他利益相关者(如收购方股东、员工等)的利益,尤其是壳资源并购对地方经济增长、税收、就业、社会福利等社会宏观效应的影响。现有研究仅关注壳公司股东利益,也有文献提及了政府干预的公共治理效应,但仅停留在个案研究和思考探索阶段,这样的效应评价显然是片面的。

基于现有研究中存在的上述不足,本书将针对我国壳资源并购的实际情况,遵循“政府控制(动因)—干预行为(方式)—干预效应(结果)”的研究思路,通过分析动因、行为来评价结果,构建一个基于不同层级政府干预动因差异的并购效应检验的理论框架;并运用对比分析方法从企业微观效应、社会宏观效应两个角度对政府干预的效果进行实证检验。这不仅能够准确评价政府干预视角下壳资源利用的效应、解释壳资源并购的“成功悖论”,而且可以在理论上为政府干预理论的“哈佛学派”与“芝加哥学派”之争提供经验支持,还可以丰富与拓展法与金融理论架构下的政府“掠夺之手”和“支持之手”理论。

1.3 研究问题的提出与研究内容、研究目标

1.3.1 研究问题与研究内容

(1) 从政府干预视角研究时,研究出发点是政府干预的动因,而对动因的研究需要考虑到上下级政府的多层级性以及政府承担的政治目标、社会目标、经济目标等多重目标性。政府上下层级不同、目标不同,动机就会不同,动机不同采取的方式会不同,带来的效果也必然各异。因此,研究政府干预效应时,第一



步需要分析政府不同层级、不同的干预动因对干预行为的影响。”据此提出本书的第一个研究问题：政府不同干预动因导致干预方式的差异性。

针对该问题，首先，需要分析政府不同的干预动因对干预方式的影响机理；其次，分析政府不同干预动机下导致干预方式差异性的表现。该部分的研究为下文研究政府干预的效应提供研究路径与理论依据。因此，探索“政府不同干预动因导致其干预方式的差异性”，应包含以下研究内容：

1) 政府干预动因影响干预方式的机理研究。以政府终极产权理论为基础，结合我国转型经济中政府的典型特征，运用政府规制理论进行修正，并按照“政府终极产权—不同层级政府干预动因—政府干预方式—并购模式”的逻辑思路，在深入分析、梳理相关理论演变发展的基础上，构建一个政府干预从动因到行为、方式进而形成并购模式的理论框架。

2) 政府干预动因影响干预方式的实证检验。运用国泰安中国上市公司兼并收购数据库（CSMAR），采集2008年以来我国上市公司壳资源交易的有效样本，并进一步筛选出政府干预的样本量。在面板数据统计的基础上，通过对政府干预壳资源交易的行为与方式进行分类整理，寻找影响壳资源并购的政府关键的“支持”行为与“掠夺”行为，并实证检验政府干预的不同动机对其干预方式、对壳资源并购模式的影响。

(2) 从政府干预视角对效应进行考察时，并不唯一关注股东的利益，还高度关注其他利益相关者的利益及并购带来的社会效应。不仅如此，政府干预效应还与政府干预的方式高度相关，干预方式是将政府干预动因传导干预效应的关键路径，干预方式也因而成为干预动因与干预效果之间重要的中间变量。因此，要准确评价我国政府干预壳资源并购的效应，需要结合第一个研究问题对政府干预的动因、干预的方式直至干预的效应做系统的思考与分析。据此提出本书研究的第二个问题：政府不同干预动因导致干预效应的差异性。

针对该问题的探索应包含以下内容：

1) 政府干预下的企业微观效应。运用双重差分（DID）模型、多元回归等经验验证方法，从企业角度，检验政府干预下的壳资源并购对双方股东、员工等企业层面的利益相关者方面发挥的效应。该部分因为主要衡量企业层面的利益相关者效应，因此将其统一归为“企业微观效应”。

2) 政府干预下的社会宏观效应。运用多元回归等经验验证方法，主要从宏观效应角度，检验政府干预下的壳资源并购对当地区域经济发展、就业及民生改善等方面发挥的效应。并通过政府干预对壳资源利用效应的检验，进一步验证政府干预的动因。该部分因为主要衡量社会效应，因此将其统一归为“社会宏观效应”。



1.3.2 研究目标

(1) 构建壳资源并购中政府干预效应评价的概念模型与理论框架。

首先,运用政府激励性规制理论,结合分税制改革、地方政府独立经济利益、地方保护主义等特征构建中央政府、地方政府的目標函数,通过对中央政府与地方政府之间、政府与企业之间的博弈分析,探索政府介入壳资源并购的根源与动机。

其次,通过对政府干预壳资源并购行为的实地调研与统计分析,提炼出有共性特征的政府干预方式,并以 Logistic 计量模型验证政府不同干预动因对干预方式、壳资源并购模式的影响,探索政府干预动因通过干预方式影响干预效应的关键路径。

最后,以政府“终极产权—干预动因—干预方式—干预效应”的研究思路,从企业微观效应与社会宏观效应两方面,构建政府干预效应评价的概念模型与理论框架。

(2) 检验壳资源并购中政府不同干预动因下的干预效应。

以政府干预方式和壳资源并购模式为中介变量,运用面板数据实证检验政府不同干预动因下的干预效应。为了分离政府干预效应,将样本分为非政府干预组与政府干预组、中央政府干预组与地方政府干预组,运用倾向匹配得分(PSM)和双重差分(DID)模型,从企业微观效应、社会宏观效应两方面做政府干预效应的对比检验评价。以非政府干预组的壳资源并购效应为标杆,对比评价政府干预效应;以中央政府干预组的壳资源并购效应为标杆,对照检验和评价地方政府干预效应。

本书所研究的理论问题、研究内容及研究目标如图 1-4 所示。

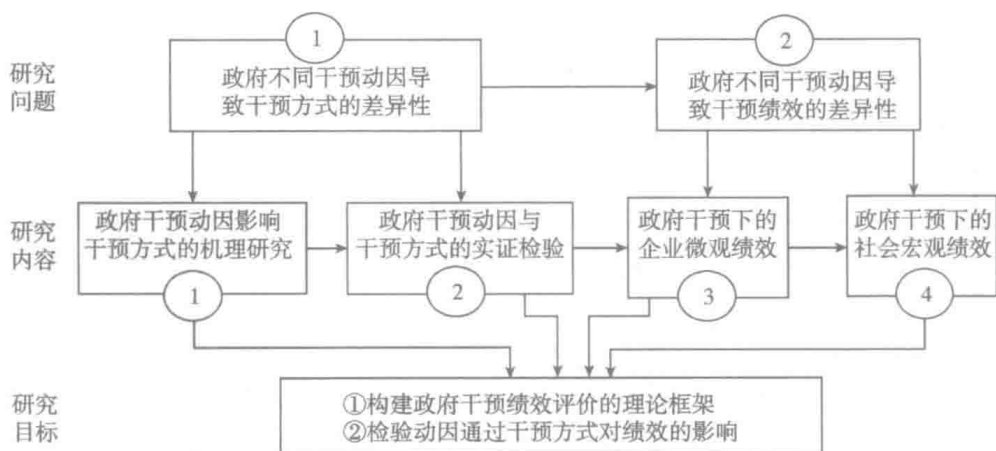


图 1-4 研究问题、研究内容与研究目标



1.4 研究方法与技术路线

1.4.1 研究方法

西方国家在对政府规制效果进行评价时，多采用“成本—效益分析法”和“对比检验法”。成本—效益分析法就是将实施规制带来的成本^①与其带来的效益（私人效益和社会效益）综合比较。如果规制带来的效益大于规制付出的成本，则认定规制有效；相反，规制失效的，需要改革。例如，Stigler（1971）、植草益（1992）采用成本—效益分析法对垄断领域的规制做了深入系统的分析。对比分析法则是在西方规制与放松规制的实践为检验规制和放松规制的效果提供了天然实验室的背景下，运用计量经济学进行政府规制与放松规制效果的对照检验（Peltzman, 1989; Winston, 1993; Trebing, 2004）。

然而，对规制效果进行成本—效益分析是很困难的，甚至是不可能的。李郁芳（2002）指出，由于政府规制行为的社会性，想要准确量化政府规制前后企业和社会的成本、收益变化是非常困难的。这是因为：第一，基于社会公共利益的政府规制是一种特殊的公共产品，其社会后果难以用经济指标准确计量。第二，就规制的成本—收益而言，有长期和短期之间的矛盾。如放松了对企业的规制与约束，短期内会降低企业成本，带来巨大的经济利益，但从长远来看，它可以极大地损害社会公共利益，社会将付出沉重的代价。第三，政治家们不想让公众了解政府用于规制的支出，导致公众很难了解规制的真实成本。考虑到本书要研究的是对政府干预效应的评价，在我国，政府干预的成本与收益就更难估算了。可见，运用“成本—效益”方法来分析政府干预效应几乎是不可能的。

因此，本书借鉴采用对比分析。为了保证对政策效应的准确剥离，具体采用倾向得分匹配法（Propensity Score Matching, PSM）及双重差分模型（Difference

^① 规制是政府机构对微观主体进行的直接的行政干预，因此，Stigler认为规制者的规制成本第一包括立法和司法成本；第二是制度供给成本，包括构建专业化机构耗费的成本、规划设计与组织实施的费用、制度变革变迁发生摩擦费用和由此造成的效率损失；第三是规制运行实施成本；第四是寻租成本，是被规制者为了游说规制者付出的社会成本。