

ZHUANXING JINGJI ZHONG SHANGSHI GONGSI
BINGGOU XINGWEI YU JIXIAO YANJIU

转型经济中上市公司并购行为 与 绩效研究

朱滔 著



中国金融出版社

4

暨南金融文库

转型经济中上市公司 并购行为与绩效研究

朱 滔 著



中国金融出版社

策划编辑：王杰华

责任编辑：戴早红

责任校对：孙蕊

责任印制：张莉

图书在版编目 (CIP) 数据

转型经济中上市公司并购行为与绩效研究 (Zhuanxing Jingji zhong Shangshi Gongsì Binggou Xingwei yu Jixiao Yanjiu) / 朱滔著. —北京: 中国金融出版社, 2009. 9

(暨南金融文库)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5215 - 8

I. 转… II. 朱… III. ①上市公司—企业合并—研究—中国②上市公司—经济效果—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 151905 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

装订 东兴装订厂

尺寸 170 毫米 × 228 毫米

印张 11

字数 170 千

版次 2009 年 9 月第 1 版

印次 2009 年 9 月第 1 次印刷

印数 1 - 1560

定价 26.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5215 - 8/F. 4775

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

暨南大学金融研究所和
金融系经费资助

序

金融作为现代经济运行的神经中枢，其体系结构及运行质量对一国经济发展和居民生活的影响越来越重要。相应地，金融学作为经济学科桂冠上一颗最耀眼的明珠，已经成为上至国家领袖、下至平民百姓的必修课程。

中国在迈向市场经济的进程中，面临着经济体制的转轨和发展模式的转型，金融体制的改革与发展成为这个过程中重要的核心环节。这既需要我们认识并顺应经济系统和金融体系的演进理性，又需要决策者的调控与规划建设。全方位、多层次的问题摆在我们面前，其广度，其深度，其复杂性，远比发达经济体成长过程中所经历的要深刻。

成立于1906年的暨南大学是中国最高华侨学府。始有暨大，便有商科。1918年，应南洋华侨的需要，暨南大学开设商科。马寅初、王亚南等经济学家曾先后执教于此。1958年暨南大学在广州重建，汇集蔡馥生、赵元浩、黄德鸿、张元元等一批在经济学和金融学界颇有名望的专家学者。

伴随着中国的改革开放，依托地缘优势和侨校优势，暨南大学的金融学科不断成长、不断壮大。暨南大学金融学科点历史悠久，其前身是1925年创办的银行理财学。1978年暨南大学复办后即受香港中国银行集团委托在国内率先开办了国际金融专业，并于1979年开始招收本科生，此后又陆续设置货币银行学专业、证券投资学专业、保险学专业，1998年根据教育部的统一要求并

称为金融学专业。1983年开始招收硕士研究生,1998年获博士学位授予权,1999年开始接收博士后进站科研人员,2003~2006年连续被评为广东省重点学科,2003年成为广东省名牌专业,货币银行学课程和国际金融学课程先后于2003年和2006年被评为广东省精品课程,2005年校金融研究所被评为广东省人文社科重点研究基地,2007年被评为国家重点学科,为学校金融学科的进一步发展提供了新的、更高的平台。暨南大学金融学科点自建立以来,始终全面贯彻党的教育方针,坚持“从严治校,从严治教,从严治学”的办学思想,从侨校的特色出发,不断深化科研与教学改革,在科研管理、课程体系、教学管理、教学手段等方面为造就适应经济发展的高素质金融人才进行了有益的探索。经过二十多年的建设和发展,本学科在学术队伍、科学研究、人才培养、学术交流、为政府决策提供咨询服务、为地方经济及企业发展提供服务等各方面都取得了显著成就,学术水平和研究成果在全国有着重要影响,在全国金融学科中具有较强的影响力,在华南居于领先地位,被《金融时报》誉为“华南地区金融教学科研的一个重要重要基地”。

金融学在近三十年来发展迅猛,正在形成宏观金融理论和微观金融理论并行发展的趋势。一方面,金融的宏观问题或宏观金融问题越来越复杂,传统的金融基础理论可能面临着深刻的挑战,需要重新思考和研究这些基础性理论。具体到我国金融学当前的发展,存在如下一些重要研究方向:比如以规范研究与实证研究相结合,研究我国货币政策问题,包括货币政策的目标、货币政策传导机制、货币政策效应等;研究我国实体经济与金融市场发展是否协调,金融市场、金融技术的发展如何促进或制约实体经济的发展,从而为金融市场建设提供政策决策支持。

另一方面,金融研究越来越呈现出微观化的趋势。具体到我国金融学当前的发展,存在如下一些重要研究方向:例如,从制

度缺陷入手研究投资学和金融资产定价问题；从金融制度层面研究金融机构的成本、效率和风险问题，进行制度创新；又例如，法和金融结合的研究，使得金融体系的形成与发展具有突破性进展，深化了金融学研究的内涵，拓展了金融学研究的外延等。也就是研究新兴市场的理论，将心理学、社会学、法学等多学科的研究成果纳入金融学的研究框架中，从而形成新的金融理论。相关研究在国内尚处于起步阶段，还需要结合中国经济金融发展的实际，深入地进行大量的基础理论和实证研究。

与此同时，从金融学研究方法的发展趋势来看，呈现出数理分析化和交叉性两大主要趋势。数理分析化趋势以理工领域的最新发展很快应用到金融领域为标志；交叉性趋势则以制度分析、行为分析和心理分析在金融领域的广泛应用为标志。另外，工程与实验方法也被引入金融学，金融工程与金融实验得以快速发展。

暨南大学金融学人在全方位、多层次地研究与探索。为了记录暨南人把握时代机遇、迎接现实挑战的努力与汗水，为了反映暨南园金融学科的建设水平，为了记录暨南人面对改革与发展所展现的经济学智慧、创新意识与开拓精神，为了反映暨南园对我国经济金融发展、粤港澳经济金融繁荣所作的贡献，我们特此设立了《暨南金融文库》并予以出版。该文库涉及国际金融与金融产业组织、资本市场与公司金融、微观金融理论与实证、现代金融理论与政策等方面的内容，结合金融全球化和我国金融开放改革的实际，在探索中国货币、金融理论体系和政策体系方面出版了一批研究成果。力争在国际金融理论、华人华侨资本与国别金融、国际金融热点和前沿问题的研究方面，结合中国实际，探索中国涉外金融理论、制度及运作问题；力争从微观层面研究资本市场运行规律，研究资本市场定价、交易成本、流动性与资产定价之间的理论与经验关系，为规范与发展我国证券市场提供重要

的理论与实证依据；力争在上市公司的竞争优势、长期绩效和成长能力方面，为推动我国上市公司的持续健康发展提供重要的理论和经验依据。

暨南大学校长 胡军

2009 年 2 月

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	3
第三节 研究的背景与框架	9
第四节 研究的问题与主要创新	15
第五节 文献述评	16
第二章 上市公司并购的市场绩效：模型与实证	39
第一节 制度背景与理论模型的构建	39
第二节 研究样本的描述性统计	58
第三节 研究设计	64
第四节 并购的短期市场绩效研究	70
第五节 并购的长期市场绩效研究	76
第六节 小结	80
第三章 治理环境、政府干预与上市公司并购绩效	82
第一节 理论分析与研究假设	83
第二节 研究设计	86
第三节 实证结果与分析	90
第四节 小结	102
第四章 地方政府激励与地方上市国有企业 并购的经济绩效和社会效益	104
第一节 理论分析与研究假设	105
第二节 研究设计	108

第三节	实证结果与分析	112
第四节	小结	118
第五章	公司特质、政府关联与上市公司多元化并购	119
第一节	多元化并购的相关研究	119
第二节	研究设计	122
第三节	实证结果及分析	124
第四节	小结	135
第六章	民营上市公司并购的经济绩效和社会效益	137
第一节	理论分析与研究假设	138
第二节	研究设计	140
第三节	实证结果与分析	143
第四节	小结	147
第七章	研究结论与展望	149
第一节	主要研究结论	149
第二节	研究的局限与展望	152
参考文献		154

第一章 绪论

研究企业的经济行为和绩效，必须与企业所处的特定经济环境相联系。目前，我国正处于由行政主导的计划经济向以市场为导向的市场经济转型时期，这是目前中国所有经济问题所共同面对的特殊的社会、制度背景。与此同时，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，成为国内企业（尤其是上市公司）寻求快速发展的重要手段。在转型经济的大背景下，研究我国上市公司并购的行为和绩效，有其特有的意义：有助于回答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，以及并购扩张是否显著地提高了（上市）公司的经营能力，是否改善了经营绩效这些企业微观层面的问题。更重要的是，从理论方面来讲，结合我国转型经济背景的并购研究将大大丰富国外的并购理论。从文献来看，尽管国外并购的理论和实证研究已经非常丰富和成熟，但却鲜有对转型经济中企业并购的研究。我们将结合国外并购研究的新近方法、成果和我国特定的转型经济背景，对我国上市公司并购行为与绩效作理论和实证两方面的探讨和研究。

第一节 研究动机

并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行为之一。在西方成熟资本市场上，自1895~1904年第一次并购浪潮开始，至今已经历了五次并购浪潮，最近一次并购浪潮发生于1992~2000年。^①国外对于并购的研究已经非常深入和细致，形成

① 不同学者对此看法存在分歧，有的学者认为第五次并购浪潮至今仍在继续。

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，形成相对独立的经营主体和利益主体，企业的并购行为才开始出现。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并购的案例。1993 年 10 月，深圳宝安集团通过二级市场购买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并购的序幕。虽然我国资本市场正式设立才短短十几年的时间，但已经形成了较强的资本运营理念，上市公司并购更是方兴未艾，尤其是最近一些年，我国并购市场与全球并购市场呈现相反的走势。在 2002 年，正当世界各地并购市场受经济萧条和股市疲软的影响而不断下跌时，中国的并购市场却出现了成倍的增长。1998 ~ 2003 年，上市公司公告的并购事件已多达 2 000 多起，并购日益受到理论界和实务界的关注，并成为我国资本市场上的热点问题，企业通过并购寻求快速发展的路径也获得了理论界和实务界的普遍重视。

经济学家和金融学家在过去三十多年里，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）是否能够为上市公司创造价值，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，由于我国并购业务发展的时间短，虽然资本市场的高速发展为并购提供了宽松的舞台，但经济转型决定了我国的资本市场与国外成熟的市场尚存在较大的差异。在这样的背景下，研究并购（重组）是否创造价值的意义更为重大，因为经济转型的特征一方面使得并购（重组）有创造价值的巨大空间，另一方面如果搞得不好，并购（重组）就可能给我国企业的持续经营与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，同时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，提高了它们的绩效？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？转型经济中的公司并购行为与绩效是否有特殊之处？这也正是本书试图回答的问题。

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也已经比较丰富,但仍然存在不少问题,最为突出的就是对并购的概念界定不清,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)将作为收购方的上市公司称为收购公司,将转让股权和剥离资产的公司称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)则将股权被收购的上市公司定为目标公司,即被收购或被重组的公司,将吸收合并其他公司的上市公司定为收购公司,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 并购及相关概念的界定,是并购研究的首要问题,只有理清相关的概念,后续研究才具有统一的基础。

J. 弗雷德·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并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,并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)

^① 事实上,李善民、陈玉罡(2002)与张新(2003)写的两篇文章的研究结论是基本一致的。

续表

II. 售出 (收缩) (Sell - off)
分立 (Spin - off)
子股换母股 (Split - off)
完全析产分股 (Split - up)
资产剥离 (Divestiture)
股权剥离 (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 (Antitake-over 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: J. 弗雷德·威斯通等:《兼并、重组与公司控制》, 3 页, 北京, 经济科学出版社, 2003。

1. 广义的兼并与收购

从表 1-1 中可以看出, J. 弗雷德·威斯通等 (2003) 的公司重组框架包含了极其丰富的内容, 作者在其《兼并、重组与公司控制》一书中开篇即指出: 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&A)。这就是广义的并购概念的定义。但当我们试图对具体的某一类并购事件进行研究时, 使用上述广义的并购概念却并不适用, 因为不同类型的并购行为的理论解释和实证检验方法、结论都是不同的, 需要对广义的并购概念进行细化。

2. 狭义的兼并与收购

从理论研究的角度看, J. 弗雷德·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(Divestiture)的公司为研究对象,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J. 弗雷德·威斯通等(2003)公司重组框架中的扩张。具体而言:

(1) 兼并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的法人实体存在。兼并与新设合并(Consolidation)略有差异,新设合并是指两家或两家以上的公司联合组成一家新公司,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) 收购是指一家公司通过购买股票或股份等形式,取得另一家公司的财产权、控制权或管理权的行为。但与兼并不同,另一家公司仍然存续而不必消失,但已被纳入收购方的体系之中。这里取得另一家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) 要约收购在我国也常被称为标购、公开收购或发盘收购。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,从而实现并购。

综上所述,狭义的并购是指一家企业(收购公司)将另一家正在营运中的企业(目标公司)纳入其集团中,目的是借兼并其他企业来

^① J. 弗雷德·威斯通等:《兼并、重组与公司控制》,171页,北京,经济科学出版社,2003。

扩大市场占有率或进入其他行业,以追求企业自身的发展。^①因此,狭义的并购包含的内容除《中华人民共和国公司法》中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,仅取得其部分资产或股份,并随之取得控制权。

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,同时取得该公司的资产和负债。我国上市公司并购主要采用现金支付的方式。

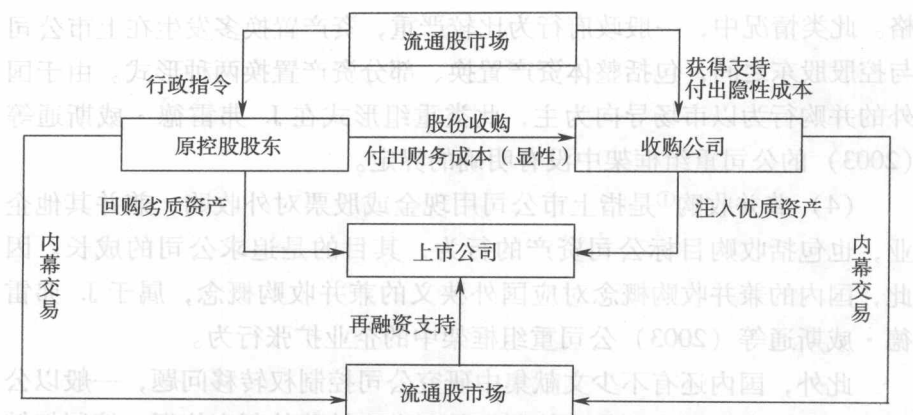
3. 资产重组

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

(1) 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。虽然股权转让的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,股权转让行为具有很强的机会主义特征,包括通过资产重组取得上市公司的控股权,实现借壳上市,或者直接成为新控股股东的融资渠道,相关的讨论在国内也有很多(吴晓求,2004;张新,2003)。图1-1充分反映了我国上市公司股权转让的典型模式,有助于理解股权转让概念与国外狭义并购概念的区别。

目标上市公司通常是处于困境中的上市公司,地方政府支持下的原控股股东在对企业予以包装组织上市后,尽管企业的资产质量、经营管理不善,但由于收购方往往拥有和地方政府或原控股股东进行沟通的资源,在付出隐性成本之后,获得了地方政府的支持,从而以接近净资产值的价格

^① 严格地讲,狭义的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谋取利益的投机性并购。但在实证研究中要对此加以区分是非常困难的。



资料来源：吴晓求：《中国上市公司的股权结构和并购重组的途径与风险》，见李荣融：《并购重组——企业发展的必由之路》，北京，中国财政经济出版社，2004。

图 1-1 我国上市公司股权转让的典型模式

获得上市公司的控股权。收购方的主要目的在于维持目标公司的上市公司地位，从而利用其再融资资源，以及通过内幕交易在二级市场上获利。

上市公司控股权的转让，是我国上市公司资产重组的重要模式。在国内不少研究并购重组的文献中，其研究对象实质上是发生股权转让的上市公司。通过以上分析，可以发现股权转让行为与国外成熟市场条件下界定的狭义并购行为有本质的差别，狭义的并购是企业通过外部寻求企业成长与发展的扩张行为，而股权转让行为是控股权转移的行为，具有投机性特征。股权转让在 J. 弗雷德·威斯通等（2003）的公司重组框架中，属于公司控制和所有权变更中的内容。

（2）资产剥离是指上市公司将自己的资产或持有的其他公司的股权出售、剥离的重组行为，是公司进行收缩的一种形式。目前阶段我国上市公司资产剥离的主要目的在于剥离不良资产、减轻债务，以暂时缓解盈利能力差的问题。在 J. 弗雷德·威斯通等（2003）的公司重组框架中，资产剥离属于企业的收缩行为。

（3）资产置换是指上市公司用不良资产或不产生效益的资产同公司外等值优质的资产交换，以优化公司的资产质量的重组行为。很显然，这种等值仅可能是指账面上的等值，置换出来的资产与置换进去的资产的质量相差较大，其目的是维持上市公司的地位或获取再融资资