

中大管理研究

China Management Studies

2015年 第10卷 (4)



经济科学出版社

中大管理研究

China Management Studies

第10卷 (4)



经济科学出版社

2015年

图书在版编目(CIP)数据

中大管理研究.2015.第10卷.4/李新春主编.--北京:经济科学出版社,2016.1

ISBN 978-7-5141-6645-3

I. ①中… II. ①李… III. ①企业管理-文集 IV. ①F270-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第040720号

责任编辑:黎子民 赵泽蓬

责任校对:杨海

责任印制:邱天

中大管理研究(2015年第10卷—4)

李新春 主编

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:100142

总编室电话:88191217 发行部电话:88191537

网址:www.esp.com.cn

电子邮件:esp@esp.com.cn

天猫网店:经济科学出版社旗舰店

网址:http://jjkxcbs.tmall.com

固安华明印业有限公司 印装

787×1092 16开 21.5印张 370 000字

2016年1月第1版 2016年1月第1次印刷

ISBN 978-7-5141-6645-3 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)

《中大管理研究》学术委员会

(按姓氏拼音字母排序)

陈工孟 上海交通大学

陈信元 上海财经大学

Michael Firth 香港岭南大学

黄俊英 高雄 中山大学

贾建民 香港中文大学

李维安 天津财经大学

刘常勇 高雄 中山大学

陆正飞 北京大学

毛蕴诗 广州 中山大学

钱共鸣 香港中文大学

Joachim Schwalbach 柏林洪堡大学

王重鸣 浙江大学

汪寿阳 中国科学院

吴世农 厦门大学

张 华 香港中文大学

赵曙明 南京大学

《中大管理研究》编辑委员会

(按姓氏拼音字母排序)

陈志祥

韩小芸

李广众

李新春

梁琦

刘静艳

刘运国

林斌

王海忠

辛宇

张书军

朱沆



管理學院
SUN YAT-SEN BUSINESS SCHOOL
SYSBS



CSSCI来源集刊

中大管理研究

2015年 第10卷 (4)

主 编 李新春
副 主 编 (按姓氏拼音字母排序)
张书军 朱 沆

《中国学术期刊网络出版总库》及CNKI系列数据库全文收录

《中文科技期刊数据库》全文收录

《华艺线上图书馆》全文收录

《万方数据—数字化期刊群》全文收录

目 录

- 1 并购审批存在所有制歧视吗?
——基于豁免强制要约收购审批的研究
李善民 万自强 习 超 史欣向
- 23 投资者情绪与企业投资决策: 基于实物期权的动态模型与数值模拟研究
顾乃康 周艳利 邓剑兰
- 44 分析师利益冲突会影响投资者收益吗?
王少东 管总平
- 60 多元化战略、网络特征与企业绩效
——基于我国上市公司所有权网络数据
卢 禹 占长良 符正平
- 84 兄弟并不平等: 国有企业部门地位的案例研究 (1958~2010)
彭长桂 高俊山 吕 源
- 114 创业团队信任动态演化机理研究
徐 勇 郑 鸿
- 149 独立董事推动还是制约了上市公司的慈善捐赠?
龙文滨 李四海
- 182 审计实习生会向审计组长报告客户的财务舞弊吗?
刘光友 许怡月
- 202 基于社会化商务、理性评价程度的商务模式创新策略: 以渠道促销策略为例
殷 实 徐 迪
- 225 团队集体工作满意感前置因素和影响效果的多层次研究
温碧燕 吴秀梅 杜 明 凌 茜
- 245 基于当代员工物质观念的企业薪酬分配公平性影响研究
伍晓奕 詹 虹
- 268 餐桌上的饮酒行为: 原因及影响研究
黄 桂 袁 榕 何心珏 崔凤婷
- 285 “学生—客户”视角的商学院质量管理研究综述
柯建杰 王 帆
- 311 经营期望与家族企业并购: 基于业绩反馈和社会情感财富理论的分析
甘颖琳 韩晓燕

CONTENTS

- 1 Doe M&A Approval Really Exist Ownership Discrimination?: Study on the Mandatory Takeover Bid Exemption of Chinese Listed Company
Li Shanmin Wan Ziqiang Xi Chao Shi Xinxiang
- 23 Investor Sentiment and Corporate Investment Decision: The Real Option Dynamic Model and Numerical Simulation
Gu Naikang ZhouYanli Deng Jianlan
- 44 Analyst Conflicts of Interest will Affect Investor Interests?
Wang Shaodong Guan Zongping
- 60 Research on Diversification and Business Performance Relationship under Social Network Perspective: Using Ownership Network Data of Listed Companies in China
Lu Yu Zhan Changliang Fu Zhengping
- 84 Inequality among Brothers: A Case Study of Department Status in China's SOEs (1958~2010)
Peng Changgui Gao Junshan Lv Yuan
- 114 Research on the Dynamic Evolution Mechanism of the Entrepreneurial Teams of Trust
Xu Yong Zheng Hong
- 149 Do Independent Directors Support or Inhibit Corporate Philanthropy in China?
Long Wenbin Li Sihai
- 182 Are Trainee Auditors Likely to Blow Whistle on Client's Financial Frauds?
Liu Guangyou Xu Yiyue
- 202 Business Model Innovation Strategy Based on Social Commerce and the Level of Rational Valuation: A Case of Social Commerce Channel Promotion Strategy
Yin Shi Xu Di
- 225 A Multi-level Research on the Antecedents and Consequences of Group Task Satisfaction
Wen Biyan Wu Xiumei Du Ming Ling Qian
- 245 The Impacting Mechanism of Pay Fairness: Based on the Employees' Material Value
Wu Xiaoyi Zhan Hong
- 268 The Drinking Behavior at the Dining Table: Types, Factors and Impact
Huang Gui Yuan Rong He Xinjue Cui Fengting
- 285 Review for Quality Management in Business Education in Customer-oriented Vision
Ke Jianjie Wang Fan
- 311 Aspiration and M&A of Family-controlled Firms: Analysis Based on Performance Feedback and Socioemotional Wealth Perspective
Gan Yinglin Han Xiaoyan

并购审批存在所有制歧视吗？ ——基于豁免强制要约收购审批的研究

李善民 万自强 习超 史欣向^①

摘要：审批时间是并购交易的制度成本之一，豁免强制要约审批是中国上市公司监管的重要手段。本文以1994~2010年中国上市公司收购人申请豁免强制要约收购义务的事件为研究对象，运用单变量分析、OLS回归和Blinder-Oaxaca分解法检验了产权性质、收购制度变迁对并购审批时间的影响，研究发现：

（1）交易双方最终控制人的产权性质显著影响审批的速度，国有控制的收购人比非国有控制的收购人在审批上更快，国有控制的出让人比非国有控制的出让人在审批上更慢；进一步地，国有产权中，中央层面的产权比省级层面产权审批速度更快，省级层面又比市县级层面更快，层级越高，速度越快。并购审批中存在“差序格局”，这种差别不仅体现在国有非国有之间，也体现在国有产权内部；（2）随着上市公司收购制度的不断完善，上市公司要约收购的审批速度也在不断地提高。

关键词：产权性质、并购监管、强制要约收购制度、制度变迁、审批时间

中图分类号：F270

^① 李善民、万自强，中山大学管理学院，中山大学并购重组研究中心；习超，香港中文大学法学院；史欣向，广州大学工商管理学院。本文受教育部哲学社会科学重大攻关项目（11JZD020）、国家自然科学基金项目（71372149）、中国香港特区政府优配研究金项目（CUHK-457611）和教育部人文社会科学研究青年项目（14YJC630111）的资助。

一、研究背景

改革开放以来,中国经济飞速发展,但对于新兴加转轨的中国市场而言,制度与市场环境仍然亟待完善(唐跃军等,2014)。“磨不破三双鞋,跑不下一个章”,在中国“审批慢、程序多”成为阻碍并购市场发展的绊脚石,“跑步进金”是许多企业在争取投资机会和市场进入的道路上的形象写照。当前中国正大力推进简政放权和国有企业混合所有制改革,但其中一个重要阻碍就是产权转让的审批复杂。目前各地政府纷纷将国有产权协议转让的审批权下放,减少审批流程,提高审批速度,提高资源配资的效率。那么,什么影响了审批的速度?怎样才能获得更快的审批?

企业并购是影响企业经营和企业价值的战略性事件,控制权市场成为公司资源优化配置的重要场所(Dong et al., 2014; Manne, 1965; 李善民、陈玉罡, 2002; 李善民、张媛春, 2009)。企业能否通过并购抓住投资机会成为企业扩张转型提升企业价值特别是扭转困难局面的关键(陈玉罡等, 2013)。一些现实世界的证据表明,产权性质是影响企业能否获得项目和多快获得审批的关键因素。2008年三一重工和中联重科同时竞购意大利CIFA,因为没有“路条”^①而失去竞购资格^②;多个行业出现倒卖路条的乱象,许多民营企业抢不到“路条”,只能拿资金和技术与有“路条”的企业合作^③。审批的“所有制歧视”无处不在。自科尔纳(Kornai, 1986)提出关于国有企业的“预算软约束理论”以来,经济学和公司金融的文献对产权性质带来的差别待遇进行过大量研究。如国有企业的预算软约束问题(陈斌开、林毅夫, 2012),产权性质对企业获得银行信贷资源(Allen et al., 2005; 白俊、连立帅, 2012; 方军雄, 2010; 苟琴等, 2014; 刘运国等, 2010; 阳丹、赫然, 2014)、企业直接融资(李敏才、刘峰, 2012; 沈红波等, 2011; 祝继高、陆正飞, 2011)、政府税收优惠和直接补贴(Allen et al., 2005; 罗党论、杨玉萍, 2013)以及生产资料的分配(薛爽等, 2013)等方面。极少有文献尝试研究产权性

① 国家发改委同意企业项目开展的批文俗称“路条”。

② 王佑,《三一重工退出竞购中联重科如愿“收编”CIFA》,载于《第一财经日报》2008年06月27日。

③ 张国栋,《分布式光伏遭遇倒卖路条尴尬》,载于《第一财经日报》2014年09月15日, <http://www.yicai.com/news/2014/09/4018656.Ouy2qhtml>。

质与上市公司并购审批的关系, 习 (Xi, 2015) 对中国强制要约收购制度的研究认为, 产权性质对审批速度有显著影响, 所有制歧视在审批速度方面也得到体现。

本文以 1994~2010 年中国上市公司豁免强制要约收购义务的审批为研究对象, 探讨了并购审批中是否存在“所有制歧视”问题, 并分析了并购制度变迁对审批速度的影响。研究结果为中国并购制度改革的效果提供了经验支持并为深化改革提供了方向参考。

二、制度背景、理论分析和研究假设

(一) 制度背景: 强制要约收购制度及其豁免审批

1993 年中国建立股票市场, 从英国并购制度《伦敦城市法典》中引入强制要约收购制度, 成为上市公司产权交易制度的重要组成部分。该制度规定, 如果一起交易导致当事人持股超过 30%, 就会触发强制要约规则, 当事人须向其他股东发出收购要约; 但证监会规定的例外情形可被豁免要约收购义务, 比如控制权未发生变更、上市公司陷入财务困境、上市公司回购导致股权比例超出以及司法裁决等情形。

中国上市公司的股权普遍比较集中, 过半数大股东持股比例超过 30%。实施强制要约收购意味着企业需要付出额外的资金来收购其他股东的股份。为了节省交易成本, 这些上市公司的控制权交易往往会想办法来规避强制要约收购制度, 如采取“两步走”策略, 先收购至 30% 以内的持股比例, 这不会触发强制要约收购机制, 然后在第二步中进一步收购剩余股权, 这样就可以以“控制权未发生变更”为由申请豁免强制要约收购义务。从证监会披露的信息来看, 绝大多数的豁免审批都获得了批准 (Cai, 2011)。这样一来, 申请豁免实际成为许多控制权交易的必经步骤, 股权转让协议生效的条件之一就是获得证监会的豁免批准。也就是说交易中的差别待遇, 不是豁免申请能否获得批准的问题, 而是审批需要花多长时间, 获得证监会豁免批准的时间实际上成为并购结束的标志。

(二) 产权性质与审批速度

“父爱主义”之下, 政府会为了国有企业对证券监管进行干预。科尔纳 (1986) 的预算软约束理论认为在社会主义国家, 由于国有企业承担了许多

政策性任务,无法像私营企业一样参与市场竞争,因此政府对国有企业给予财政等支持,如提供税收优惠、补贴和更多银行贷款。这种由产权带来的优势被称为“预算软约束”。张军(1994)认为社会主义国家面对国有企业时是软弱的——政府不可能从国有企业完全退出,这使得国有企业获得了一种保险契约。

科雷亚(Correia, 2014)的研究发现,在美国有政治关联的企业平均来说受到美国证监会 SEC 的监管检查行为更少,即便是受到查处惩罚也较轻。产生这一结果并不是因为企业直接干扰了 SEC 的监管执法,而是企业通过影响国会间接影响了 SEC 的监管执法。为了争取有利的监管环境以降低监管带来的经营成本,企业总是试图影响监管当局的执法行为。企业发现 SEC 的监管执法常常会屈从来自国会的政治影响力——美国国会对 SEC 的影响可以通过财政预算、人事任免和监督三种机制来实现。为了影响 SEC 的监管行为,企业通过政治献金、支持选举等方式和国会议员建立政治往来,再通过议员在国会的影响力间接地影响 SEC 的执法行为。另一方面议员们从中获得了更多的资金支持并扩大了他们的影响力,也为他们将来转型进入商界提供了机会,这成为企业和议员能够关联在一起的重要原因之一。企业、国会和监管当局的三角利益关系由此建立。我们试图发现国内是否也存在这样一种关联关系,监管当局在豁免强制要约收购中做出对国有企业有利的批准。

鉴于以上现实世界审批的差别待遇现象和已有文献对不同产权下企业融资和市场机会获得的研究,本文认为审批中存在“所有制歧视”。因此,本文做了如下假设:

假设 H1a: 在其他条件相同的情况下,从收购人的角度看,国有控制的企业审批更快。

假设 H1b: 在其他条件相同的情况下,同为国有产权收购人,产权的层级越高,审批越快。

国有产权的出让也受到了政府的干预。国有企业改革被视为中国改革的一块难啃的“硬骨头”,国有企业产权改革则是国有企业改革难题的工作重心。“恒棱事件”既是中国强制要约豁免第一案,也是中国上市公司国有产权转让第一案。十五大之后,国有企业改革的一个突出特点就是通过资本市场的并购重组的方式减持国有股权,实现产权改革。然而,由于制度的不完善和监管的缺失,出现了针对“国有资产流失”的质疑。2003 年底,为了规范国有产权的转让,加强国有产权管理,防止国有资产流失,国务院国资委和

财政部联合颁布了《企业国有产权转让管理暂行办法》，国有产权转让开始逐渐走向规范。然而由于国有产权的特殊性，国有产权转让涉及的资产定价、职工安置等问题使国有产权转让比私有产权转让更复杂和更敏感，对国有产权转让的审批也更谨慎。国有产权转让需要层层审批，特别是涉及重大国有产权、政府社会公共管理和控制权变更等情况的审批更加严格。应该说，国有产权转让的审批相对于私有产权转让的审批不仅更早得到规范，也更加严格。

假设 H2：在其他条件相同的情况下，从出让人的角度看，国有产权转让的审批更慢。

（三）收购制度与审批速度

制度的建立和变更也是信息传递机制的变更，通过提高信息效率，为监管者提供更多更准确的信息以缩短审批时间。为了规范收购行为，证监会从2000年开始对豁免申请进行严格限制，从“一律豁免”到“一般不予豁免”（李炳安，2003）。2002年9月《上市公司收购管理办法》出台，证监会加强了对上市公司强制要约收购的监管。同年11月，证监会发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》第15至19号^①，对豁免要约收购申请和上市公司收购报告书等文件的内容与格式要求做了规定，这些文件为规范上市公司收购行为发挥了巨大作用。

2005年股权分置改革启动，政府着手解决制约并购市场多年的全流通问题。为了进一步激活并购市场，2006年证监会修订了《上市公司收购管理办法》，放宽对并购的限制，为并购市场的发展奠定了坚实基础（陆瑶，2010）。此次修订调整了收购人和当事人申请豁免的情形，新增加的第六十三条规定了符合条件的当事人可以向证监会申请以简易程序免除发出要约，包括“国有资产无偿划转、变更和合并”、“已达到或超过30%的股东继续增持不超过2%”、“已达到或超过50%的股东继续增持的”以及“回购”等情况。同样，为了配置收购制度的修订，证监会修订了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》第15至19号^②，为监管者获取更多信息提供帮助。例如，2006年《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》第16号要求收购人额外填写一张附表，简要说明一些关键信息。2008年证监会修订了《上市公司收购管理办法》第六十三条，对“已达到或超过30%的股东继续增持不超

① 见2002年11月28日证监会发布的证监发[2002]85号文。

② 见2006年8月4日证监会发布的证监公司字[2006]156号文。

过 2%”的行为可以在完成后再向证监会提出豁免申请，这一调整从事前批准到事后批准；原 2002 年《上市公司收购管理办法》第六十三条其他情形则可以在“证监会自收到符合规定的申请文件之日起 10 个工作日内未提出异议的，相关投资者就可以向证券交易所和证券登记结算机构申请办理股份转让和过户登记手续”。上述措施优化了审批程序，提高了审批效率。

2007 年证监会颁布了《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》，规定财务顾问需要对上市公司并购重组活动进行尽职调查，对委托人的申报文件进行核查，出具专业意见，并保证其所出具的意见真实、准确和完整。布斯和史密斯 II (Booth and Smith II, 1986) 认为投资银行在企业 IPO 过程中可以利用自身的声誉发挥鉴证作用来减少发行公司和投资者之间的信息不对称。证监会也利用了金融中介的这种背书功能来缓解上市公司并购重组中的信息不对称问题。金融中介用自身的声誉对承担顾问职能的交易信息进行背书，缓解证监会和并购交易当事人之间的信息不对称。

因此，我们认为 2002 年《上市公司收购管理办法》的颁布，更多的是以制度的建立和规范操作为目的立法，而证监会 2006 年到 2008 年的制度变迁则是对制度的完善，以提高效率和应对新形势的需求。由此我们得出以下假设：

假设 H3：在其他条件相同的情况下，2002 年《上市公司收购管理办法》的颁布使审批时间更长，2006 年的修订提高了审批效率。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文选取了 1994~2010 年中国上市公司并购中豁免强制要约收购义务审批的事件为研究对象。我们手工收集了 1994~2010 年中国上市公司申请豁免强制要约收购义务相关的并购公告和证监会批复豁免申请的公告。其中证监会豁免强制要约收购义务的批文来自中国证监会官方网站信息公开部分关于上市公司监管中对核准豁免要约义务的批复以及中国证监历年发布的期刊《中国证监会公告》，并购公告来自上市公司公告的“收购报告书”和“详（简）式权益变动报告书”及相关上市公司的董事会公告和财务顾问法律顾问报告。上市公司财务数据等其他数据来自 CSMAR 数据库。在此基础上，我们从收集的资料中找出交易双方的最终控制人性质等相关信息，并通过上

市公司官网、百度和谷歌等搜索引擎进行信息补充。

1994~2010 年中国证监会共核准批复了 825 个豁免申请,共涉及 591 家上市公司。本文仅以协议转让和国有股权无偿划转为交易形式的样本为研究对象,在选定研究样本之后,我们剔除了关键数据不完整的样本,包括找不到并购交易双方的最终控制人信息以及上市公司财务数据的并购事件样本。最终,我们得到 331 个有效观测值。本文的数据处理全部采用 Stata12 计量分析软件进行。

(二) 模型设定和主要变量设计

本文首先建立了回归模型来分析并购双方产权性质对审批速度的影响:

$$\text{Duration}=\alpha_0+\alpha_i\sum_{i=0}^2\text{SoeBuyer}_{it}+\beta_i\sum_{i=1}^2\text{SoeSeller}_{it}+Y_i\text{Aindex_1}+\delta_i\sum\text{Control}+\varepsilon \tag{1}$$

其中,Duration 表示审批时间,SoeBuyer 表示收购人的产权性质,SoeBuyer 表示出让人的产权性质,Aindex_1 表示审批上一年末的 A 股市场指数。

进一步地,本文研究了制度变迁对审批速度的影响。

$$\text{Duration}=\varphi_0+\varphi_i\text{Reform}_i+f_i\sum_{i=0}^2B_{it}+\chi_i\sum_{i=0}^{32}S_{it}+Y_i\text{Aindex_1}+v_i\sum\text{Control}+\psi \tag{2}$$

其中,Duration 表示审批时间,Reform_i 表示制度变迁,SoeBUyer 表示收购人的产权性质,SoeSeller 表示出让人的产权性质,Aindex_1 表示审批上一年末的 A 股市场指数。变量释义见表 1。

表 1 变量释义表

变量名称	变量代码	说明
审批速度	Duration	交易双方签署股权转让协议的时间到证监会批文发布时间的时长
收购人产权性质	Buyer10	若收购人的最终控制人为国务院(及其部委)为 1,否则为 0
	Buyer11	若收购人的最终控制人为省直辖市政府(及其省级级别单位或国资部门)为 1,否则为 0
	Buyer12	若收购人的最终控制人为市、县政府(及其同级级别单位或国资部门)为 1,否则为 0
	Buyer20	若收购人的最终控制人为私人 为 1, 否则为 0
	Soe-buy	若收购人的最终控制人为国有 为 1, 否则为 0

表 1 变量释义表（续）

变量名称	变量代码	说明
出让人产权性质	Seller10	若出让人的最终控制人为国务院（及其部委）为 1，否则为 0
	Seller11	若出让人的最终控制人为省直辖市政府（及其省级级别单位或国资部门）为 1，否则为 0
	Seller12	若出让人的最终控制人为市、县政府（及其同级别单位或国资部门）为 1，否则为 0
	Seller20	若出让人的最终控制人为私人为 1，否则为 0
	Soe-seller	若出让人的最终控制人为国有为 1，否则为 0
上市公司规模	Lnta-listed	上市公司上一年末总资产的对数
上市公司上一年 ROE	Roe_1	上市公司上一年 ROE
财务困境	Financial Distress	上市公司是否陷入严重财务困境①，若陷入严重财务困境为 1，否则为 0
控制权转让	Change	交易是否导致上市公司控制权变更，若是则为 1，否则为 0
交易前持股比例	Hld0	收购人及其一致行动人交易前持股比例
转让比例	Dhld	交易转让股权占上市公司股权比例
A 股指数滞后一期	Aindex_1	审批发文上一年上证 A 股指数
制度变迁	Reform1	2002 年《上市公司收购管理办法》出台前
	Reform2	2002 年《上市公司收购管理办法》出台
	Reform3	2006 年和 2008 年对《上市公司收购管理办法》的修订
交易形式	Trade	若交易形式为协议转让则为 1，否则为 0
注册地差异	Address	若收购人的注册地与上市公司的注册地为同一个省份则为 1，否则为 0
支付方式	Pay	支付方式虚拟变量，仅限于协议收购方式的交易，若采用现金支付，则 Pay=1，否则 Pay=0。
行业	Ind	参照中国证监会行业分类指南（2002 年版）

① 根据《上市公司收购管理办法》第六十二条有关上市公司严重财务困难的适用意见——证券期货法律适用意见第 7 号文的规定，上市公司存在以下情形之一的，可以认定其面临严重财务困难：（1）最近两年连续亏损；（2）因三年连续亏损，股票被暂停上市；（3）最近一年期末股东权益为负值；（4）最近一年亏损且其主营业务已停顿半年以上；（5）中国证监会认定的其他情形。

四、实证分析

(一) 描述性统计

表 2 报告了样本各变量的描述性统计。为了克服极端值的影响,本文对连续变量做了前后各 1%分位的 Winsorize 处理。Duration 最小值为 15,最大值为 922,平均值(中位数)为 184.447(134),标准差为 170.574,审批时间的差异较大。^①

买卖双方的产权性质方面,Soe-buy 的平均值为 0.725,表示国有控制的收购人占总样本的 72.5%,非国有控制的收购人占 27.5%。具体来看,中央政府或国资层级控制企业占总样本的 33.84%;省级政府或国资层级控制的收购人占 22.66%;市县及以下政府或国资部门控制的收购人占 16.01%。另一方面,从出让人来看,Soe-seller 的平均值为 0.8308,表示国有控制的出让人占总样本的 83.08%,非国有控制的出让人占 16.92%。具体来看,中央政府或国资层级控制出让人占总样本的 25.68%;省级政府或国资层级控制的出让人占 27.49%;市县及以下政府或国资部门控制的出让人占 29.91%。从描述性统计可以看出,无论是收购方还是出让方,都是国有产权仍然在并购市场上占据主导地位。

Reform1 的平均值为 0.1148,说明 11.48%的样本发生在 2002 年《上市公司收购管理办法》实施之前;Reform2 的平均值 0.5559,说明 55.59%的样本适用于 2002 年《上市公司收购管理办法》;Reform3 的平均值 0.3293,说明 32.93%的样本适用于 2006 年以及后修订的《上市公司收购管理办法》。

交易特征变量方面,Change 的平均值为 0.4290,说明 42.9%的交易导致了上市公司控制权的变更;Trade 的平均值为 0.6918,表示 69.18%的交易采用了协议转让的形式;Hld0 的平均值(中位数)为 0.2356(0.2397),说明转让前收购人及其一致行动人交易前持股的平均值(中位数)为 23.56%(23.97%),Hld0 的最小值为 0,最大值为 0.8383,标准差为 0.2403;A_index_1 的最小值为 647.87,最大值为 5261.56;Pay 的样本数为 229,说明 229 个样本采用了协议转让的交易形式,Pay 的平均值为 0.6288,说明协议收购中 62.88%的交

^① 实际上最快的审批为 2 天,是中国交通建设股份有限公司收购路桥集团国际建设股份有限公司和上海振华港口机械(集团)股份有限公司两家上市公司的审批。最慢的审批为 1248 天,是辽宁省机械(集团)股份有限公司收购沈阳合金投资股份有限公司的交易。