



“市场·竞争·创新”系列丛书

政府干预、内部人控制 与企业多元化并购

高燕燕◎著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



“市场·竞争·创新”系列丛书

政府干预、内部人控制 与企业多元化并购

高燕燕◎著

本书系国家自然科学基金资助项目“政府干预、内部人控制与企业并购决策”（项目编号：71202113）的部分研究成果。



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

政府干预、内部人控制与企业多元化并购/高燕燕著. —北京: 经济管理出版社, 2016.1
ISBN 978-7-5096-4220-7

I. ①政… II. ①高… III. ①上市公司—企业合并—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 001090 号

组稿编辑: 赵喜勤

责任编辑: 张 艳 赵喜勤

责任印制: 黄章平

责任校对: 车立佳

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: 北京九州迅驰传媒文化有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 710mm × 1000mm/16

印 张: 12.5

字 数: 197 千字

版 次: 2016 年 1 月第 1 版 2016 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-4220-7

定 价: 48.00 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

经济转轨时期，政府在行政上的“超强”控制和在产权上的“超弱”控制，导致国有上市公司呈现“政府干预”与“内部人控制”并存的治理特征。政府和内部人分别从企业外部和内部掌控着企业赖以生存的关键资源，使他们有能力利用手中资源将自身目标内化于企业的多元化并购活动中，导致本应以提升企业价值为目标的并购又肩负起履行政府经济、社会职能和实现内部人个人收益最大化的任务，由此造成国有上市公司的多元化并购呈现出一些典型特征，并最终传导到并购绩效上，形成不同的经济后果。因此，本书立足于我国经济转型的制度背景，研究政府干预和内部人控制对国有企业多元化并购行为的影响。

本书在梳理、归纳相关文献后，总结出政府干预、内部人控制影响多元化并购的四大理论基础。同时，从现实状况出发，分析了政府干预和内部人控制影响多元化并购的制度背景。接着，从规范和实证两个角度，利用独立样本检验、配对样本检验、中介效应分析、Logistic 回归、多元线性回归、事件研究法、因子分析等方法探讨了政府干预和内部人控制对多元化并购类型的影响、对并购对象选择偏好的影响以及对长短期绩效的影响。研究发现：①政府干预提高了国有上市公司相关多元化并购的可能性，内部人控制增加了公司无关多元化的可能性，在对并购类型的影响过程中，关键资源发挥了部分中介作用。②国有上市公司多元化并购表现出明显的行业偏好、关联交易偏好和同区域偏好。政府干预程度会显著提升这三种偏好，而内部人控制程度仅对行业偏好、关联交易偏好有影响，对同区域偏好影响不显著。进一步区分上市公司的最终控制人，发现中央和地方政府的不同职能目标和管制策略，使得中央和地方国有上市公司在偏好表现上有



所差异。③多元化并购短期内毁灭企业价值，长期来看并购绩效变化不明显，验证了国有上市公司的多元化并购存在“绩效悖论”。政府干预、内部人控制、并购类型和并购偏好都会对并购绩效产生影响。政府干预提高了并购绩效，内部人控制会降低绩效。无关多元化并购会严重损害企业绩效，相关多元化并购的绩效表现相对较好。行业偏好可以给并购后提高长、短期绩效带来积极作用，关联并购偏好短期内导致业绩下降，但长期来看负面效应并不明显。同区域并购偏好也可以提高并购业绩，但这种作用主要体现在地方国有上市公司中，对中央国有上市公司无显著影响。④政府的适当干预可以一定程度抑制内部人控制在多元化并购中的机会主义行为。本书的最后提出了减少政府和内部人对企业并购不当干预、规范并购活动的相关建议。

本书的主要特色是将政府干预和内部人控制同时纳入多元化并购研究，扩展了已有的企业理论、财务理论关于企业并购行为研究的分析框架，对丰富政府干预理论、内部人控制理论及并购理论，完善政府对并购行为的规制，促进我国资本市场健康发展提供一定依据。

由于作者水平有限，编写时间仓促，所以书中错误和不足之处在所难免，恳请广大读者批评指正。

高燕燕

2015年11月16日

目 录

第一章 绪论	001
第一节 研究背景	001
第二节 问题的提出	003
第三节 研究意义	005
一、理论意义	005
二、实践意义	006
第四节 相关概念界定	006
一、多元化与多元化并购	006
二、政府	007
三、政府干预	007
四、内部人	008
五、内部人控制	009
六、企业资源	010
第五节 技术路线与研究方法	011
第二章 文献综述	015
第一节 多元化相关研究	015
一、多元化的动因	015
二、多元化的经济后果	018



第二节 政府干预相关研究	020
第三节 内部人控制相关研究	023
第四节 文献评述	026
第三章 理论基础、制度背景与分析框架	029
第一节 理论基础	029
一、政府干预理论	029
二、内部人控制理论	031
三、委托—代理理论	032
四、资源利用理论	033
第二节 制度背景	036
一、我国国有上市公司的基本治理特征	036
二、政府干预国有上市公司多元化并购的制度背景	038
三、内部人控制影响国有上市公司多元化并购的制度背景	043
第三节 政府干预、内部人控制与多元化并购的分析框架	050
第四节 本章小结	051
第四章 政府干预、内部人控制与多元化并购类型	053
第一节 理论分析与研究假设	053
一、政府干预与企业多元化并购类型	053
二、内部人控制与企业多元化并购类型	054
三、影响多元化并购类型的路径——基于资源视角	055
第二节 研究方法与设计	059
一、研究方法	059
二、变量定义	061
三、模型设计	064
第三节 样本选取与数据来源	065

第四节 描述性统计	066
一、样本描述性统计	066
二、变量描述性统计	068
第五节 实证结果	068
第六节 稳健性检验	073
一、研究方法与变量设计	073
二、结构方程模型识别	075
三、信度和效度检验	077
四、模型拟合检验	078
五、稳健性检验结果	079
第七节 拓展性检验	080
第八节 本章小结	081
 第五章 政府干预、内部人控制与多元化并购偏好	 083
第一节 理论分析与研究假设	083
一、政府干预、内部人控制与多元化并购的行业偏好	083
二、政府干预、内部人控制与多元化并购的关联偏好	085
三、政府干预、内部人控制与多元化并购的区域偏好	086
第二节 研究设计	087
一、变量定义	087
二、模型设计、样本选取与数据来源	089
第三节 实证结果及分析	089
一、描述性统计	089
二、实证结果	091
第四节 稳健性检验	096
第五节 拓展性检验	098
第六节 本章小结	099



第六章 政府干预、内部人控制与多元化并购的经济后果	101
第一节 理论分析与研究假设	101
一、政府干预与多元化并购经济后果	101
二、内部人控制与多元化并购经济后果	103
三、并购类型与多元化并购经济后果	104
四、并购偏好与多元化并购经济后果	105
第二节 政府干预、内部人控制与多元化并购短期市场业绩	108
一、事件研究法模型	108
二、模型设计与变量定义	111
三、样本选取与数据来源	112
四、单变量检验	113
五、实证结果及分析	134
第三节 政府干预、内部人控制与多元化并购长期财务业绩	136
一、模型设计与变量定义	136
二、样本选取与数据来源	137
三、多元化并购长期绩效得分计算	138
四、单变量检验	150
五、实证结果及分析	152
六、稳健性检验	154
第四节 拓展性检验	155
第五节 本章小结	157
第七章 结论与展望	159
第一节 研究结论	159
第二节 政策建议	163
第三节 研究展望	167

一、本书的特色	167
二、本书的研究局限	168
三、进一步研究方向	168
参考文献	171
后记	189

第一章 绪 论

第一节 研究背景

Penrose 于 20 世纪 50 年代提出“多元化”概念后，西方学者围绕企业多元化展开热烈讨论，随之在欧美跨国公司掀起多元化风潮。但随后的诸多大样本研究均证明多元化存在折价（Bradley，1988），多元化并购作为企业推行多元化战略的基本手段也屡遭诟病。在两种多元化类型中，无关多元化由于新旧业务之间没有明显的战略适应性，企业承受的风险更高，通常被学术界称为多元化战略中的“陷阱”。Porter（1987）曾对美国 1950~1986 年实施多元化战略的 33 家大企业进行统计，发现失败率最高的是以混合并购方式实现无关多元化。Bergh（1997）的研究也证实，无关多元化并购公司的绩效远差于其他类型并购。正因如此，20 世纪 90 年代以来，西方企业出现了“归核化”浪潮。而在我国，上市公司多元化浪潮却一浪高过一浪，2003~2012 年 6 月我国国有上市公司多元化并购的比例一直维持在 40%左右的较高水平（见表 1-1），这其中有 48.68%的企业选择实施风险巨大的无关多元化并购战略（见表 1-2）。既然“多元化折价”现象普遍存在，为何越来越多的国有企业要进行多元化并购，甚至前赴后继地进行无关多元化并购？

表 1-1 国有上市公司并购数量统计

年份		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012.6	合计
同业 并购	数量 (家)	108	141	149	127	82	139	105	125	158	116	1250
	比例 (%)	59.67	63.23	56.23	63.82	62.60	66.51	58.66	63.78	62.70	67.84	62.31
多元化 并购	数量 (家)	73	82	116	72	49	70	74	71	94	55	756
	比例 (%)	40.33	36.77	43.77	36.18	37.40	33.49	41.34	36.22	37.30	32.16	37.69

表 1-2 国有上市公司多元化并购类型统计

年份		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012.6	合计
相关多元 化并购	数量 (家)	35	37	52	38	23	43	39	38	52	31	388
	比例 (%)	47.95	45.12	44.83	52.78	46.94	61.43	52.70	53.52	55.32	56.36	51.32
无关多元 化并购	数量 (家)	38	45	64	34	26	27	35	33	42	24	368
	比例 (%)	52.05	54.88	55.17	47.22	53.06	38.57	47.30	46.48	44.68	43.64	48.68

近期研究证实，公司实施多元化并购要同时受所处国家自然环境、制度环境制约，尤其新兴市场特殊的制度环境导致企业多元化呈现出鲜明制度特征。我国大部分上市公司的前身是国有企业。在改制过程中，为保持原有的公有制主体地位，这些公司大都采用国家绝对控股或相对控股的股权结构形式。改制后的这些国有上市公司虽然治理结构发生了巨大变化，但仍暴露出政府职能“缺位”、“错位”、“越位”的问题，广泛存在着较严重的政企不分问题。根据产权理论与转轨经济研究，如果政府部门下放企业经营管理权时，却缺乏对企业管理者行为的监督 and 有效控制，就会使得管理者为谋取个人私利而损害投资者的利益成为可能，即在国有产权为主的制度环境中，政府职能“缺位”成为“内部人控制”滋生的温床。另外，政府职能的“错位”与“越位”又会产生“政府干预”问题。如钱颖一（1995）指出，国有企业面临政府干预与内部人控制的两难选择：政府过度干预，有助于防止内部人控制，降低代理成本，但会引发政府干预成本和政府成员投入刺激不足；政府干预不足则恰恰相反。正因为我国国有控股公司的国有股东在行政上的“超强”控制和在产权上的“超弱”控制，分别导致国有上市公司呈现“政府干预”与“内部人控制”两大公司治理特征（Qian, 1996；李增

泉, 2002), 两者共同控制着企业的关键性资源。

无论是“政府干预”还是“内部人控制”都可以通过控制关键性资源来影响企业多元化并购决策。一方面, 在新兴加转轨的市场经济环境中, 虽然市场机制在发挥作用, 但企业依然在较大程度上依赖非市场机制获取发展所需资源, 这就使得国有企业包括并购在内的财务决策受到政策性负担和官员政治晋升目标等因素的影响。许多研究结论也证实, 我国目前的并购市场确实很大程度上受到各级政府部门的干预(陈信元、黄俊, 2007; 方军雄, 2008; 肖坤龙, 2012)。另一方面, 公司多元化并购行为可能源于“内部人”私人收益最大化的考虑。管理者具有构建企业帝国的倾向, 他们为扩大企业规模以谋求更高的工资或津贴等私利, 可能滥用企业资源, 引发盲目多元化并购(Jensen, 1986), 而且过度自信的管理者往往会高估并购收益, 相信多元化能带来协同效应, 导致本身不具有价值的多元化并购活动发生。

由上可见, 解释我国上市公司多元化并购行为时, 必须植根于制度环境, 考虑政府干预和内部人控制并存的治理特征。贾良定等(2005)的研究也认为, 与西方理论界强调多元化动机的交易费用论和代理理论不同的是, 国内企业选择多元化战略更强调政府政策论和制度理论。

第二节 问题的提出

随着近年来多元化战略在国内企业中的广泛推行, 国内关于企业多元化的理论与实证研究取得了长足的发展。但已有研究多集中在公司多元化程度与绩效之间的关系以及多元化效果影响因素方面, 鲜有人从“行政干预下的内部人控制”这一特殊的制度背景出发, 对多元化并购行为中政府干预和内部人控制的作用机理和后果进行系统的理论和实证研究。

鉴于目前的研究不足, 本书将在遵照成熟的内外环境因素决定战略选择及动



因一行为一效果的多元化战略研究范式的基础上，尝试将制度分析和制度因素纳入主流的多元化理论，立足于政府干预和内部人控制的双重制度背景，深入剖析政府与内部人对企业多元化并购的影响，为建立适合中国实际的国有上市公司并购体系提供一些借鉴。

基于以上分析，本书将研究焦点确定在政府干预、内部人控制对多元化并购行为和效果的影响这个关系上，试图回答以下四个问题：

第一，政府干预和内部人控制是否影响多元化并购的类型，资源在其中是否发挥作用？无关多元化并购因为极易引起企业价值毁损，在国外广遭诟病，但在国内却占据了国有上市多元化并购的半壁江山。这些大量涌现的无关多元化并购究竟纯粹是企业的自发行为，还是在政府干预和内部人控制下的选择，需要加以分析和检验。如果政府和内部人影响多元化并购类型，这种影响如何发挥作用，他们手中掌握的资源是否在其中扮演了中介角色？由此可以结合我国制度因素实证检验资源观对国有企业多元化行为的解释力。

第二，政府干预和内部人控制是否影响国有上市公司的多元化并购偏好？并购偏好是企业不同并购动因驱动下的行为选择结果。国有上市公司的多元化并购表现出行业、关联交易和同区域三大偏好。既然政府和内部人都有动机干预多元化并购，这些偏好的发生是否受它们影响、体现了它们的不同目标，需要经验数据加以验证。

第三，政府干预和内部人控制双重制度背景下企业多元化并购的长、短期经济后果如何？拟通过事件研究法检验政府干预和内部人控制程度对多元化并购短期市场业绩的影响，通过会计指标研究法检验对并购长期财务业绩的影响，从不同角度验证国有上市公司多元化并购是否存在“多元化折价”及其影响因素。

第四，在政府干预和内部人控制并存的制度背景下，如何针对提高国有上市公司的并购效率提出相应政策建议？

第三节 研究意义

一、理论意义

首先，企业并购活动同时受企业目标、利益、刺激和约束等内部因素以及供求状况、市场条件、法令法规等外部因素的共同影响和制约。企业资源和内部人是引发多元化行为的重要内部因素，而政府干预属于多元化并购的外部因素。本书基于“行政干预下的内部人控制”这一客观事实，深入剖析政府与内部人、企业资源和多元化并购几者之间的关系，这既贴近现实，使得研究结论更加可靠，同时，也拓展了已有企业理论、财务理论关于企业并购行为研究的分析框架。

其次，本书同时以公司财务理论、政府规制经济学、制度经济学、产业组织理论等为理论依据，在学科交叉的基础上，从政府干预与内部人控制的现实背景入手，研究政府与内部人影响多元化并购的动机、路径以及特征，进而从短期市场反应、长期财务业绩方面，考查政府与内部人影响下多元化并购的经济后果。从已有文献看，从政府干预角度研究并购的文献还不多见，而从政府干预与内部人控制双重视角入手的研究更少。在学科交叉的基础上进行研究更有可能获得创新性的发现，对丰富行为公司财务关于企业并购的相关理论具有一定的理论意义。

二、实践意义

首先，政府职能的“错位”与“越位”使得从政府干预角度研究企业并购问题尤为重要，本书将比较系统地揭示在中国特定的制度背景下，政府如何通过其掌控的资源对企业的多元化并购行为和效果产生影响，从而为完善政府对并购行



为的规制，促进我国资本市场健康发展提供一定借鉴意义。

其次，对“内部人控制”问题尤其严重的我国企业来说，深入研究管理者出于自身利益考虑对企业多元化并购决策的作用机理，能够为企业采取有效手段约束管理者行为提供一定的参考依据，为管理者认识自身行为可能导致的经济后果，并在决策过程中约束和避免不良后果提供一定的现实证据。同时，也为我们更好地理解现实中的公司行为具有一定的启示意义。

第四节 相关概念界定

一、多元化与多元化并购

由企业发展历程可知，最早的企业往往生产单一产品或执行单一经济功能，随着技术和市场的发展，企业逐渐从生产唯一产品扩大到生产同系列多种产品，后又生产不同系列的多种产品，现代多运营单位的企业开始出现、成长和成熟。这种被称为“企业多元化”的现象自 20 世纪三四十年代开始，受到社会广泛关注，被经济学和管理学领域的学者从不同视角加以界定。

Penrose 较早地从多元化行为的角度，理论分析企业多元化现象。她提出多元化包括企业生产基地（Production Base）数目的扩充、最终产品种类的增加和纵向一体化程度的提高。另有一些学者从多元化状态角度对之加以分析，Gort（1962）认为，区分多元化的基本条件是生产要素和产品之间的市场需求是否可以快速转换，将多元理解解为基于不同市场的企业产品的异质性。与 Gort 不同，Berry（1975）、Kamien 和 Schwartz（1975）从产业组织理论角度，按产品行业归属界定和度量多元化。Berry 以企业包含的行业数目增加来简单定义多元化。Kamien 等提出多元化程度就是处于特定行业内的企业生产其他行业产品的程度。企业所包含的行业数根据统一的 SIC 编码很容易确定，所以他们提出的多元化概

念虽简单，但实证研究的应用性较强。20 世纪 80 年代后针对多元化定义的争论渐渐平息，到了 90 年代，西方学者们就多元化概念已经基本达成一致——多元化就是特定企业所生产的产品种类的多样化。

我国学者康荣平（1999）认为，理解多元化的要点是对相关行业和市场的界定，他认为多元化经营是企业多个行业内进行生产经营，并且面向不同市场提供不同产品。尹义省（1999）定义多元化是企业的服务或产品跨行业的成长方式或经营行为。其中企业进入其他行业称为动态多元化，强调的是一种成长方式；经营业务分布于多个行业的状态，称为静态多元化，强调的是经营行为。

考虑到实证研究中较难收集企业产品种类的信息，而获取行业信息相对容易，本书沿用国内外实证研究中常用的多元化定义，即多元化是企业的服务或产品跨行业的成长方式或经营行为。多元化并购就是企业通过兼并、收购方式实现跨行业经营，跨行业特征是识别企业实施多元化并购的基本要素。

二、政府

广义政府泛指所有行使国家权力的机关，包括行政、立法和司法机关；狭义政府仅指国家行政机关。本书采用广义政府概念，书中提及的政府包括中央政府和地方政府两个层面，两者的共同点是都属于国家权力机关的组成部分，目标和行为具有许多一致性。两者的区别是在国家权力机关系统中的职权、地位不同而导致管辖范围存在差异：中央政府管辖全国事务，其管辖范围涉及全部国土；地方政府管辖地方事务，其管辖范围仅涉及国家按行政管理划分的各级区域或地方。在探讨中央政府和地方政府的特别行为时，会对两者加以区分，如无特别区分则泛指包括中央和地方在内的各级政府。

三、政府干预

西方学者多从政府规制视角理解政府对企业的干预。规制（Regulation）是指运用法律、法规、政策、制度等予以控制和制约。经济学认为，政府规制是指政府采取各种行为以控制企业的生产、经营决策或商品价格，涵盖政府为控制或