

中国上市公司 并购与重组的 实证研究

Empirical Study on Mergers
and Restructuring
in Chinese Listed Companies

李善民 陈玉罡 曾昭灶 李珩 王彩萍 著



中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司并购与重组的实证研究/李善民等著. —北京:
中国财政经济出版社, 2003.10

ISBN 7-5005-6797-9

I. 中… II. 李… III. ①上市公司—企业合并—研究报告—
中国 ②上市公司—资产重组—研究报告—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 090704 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 10.75 印张 254 000 字

2003 年 10 月第 1 版 2003 年 10 月河北第 1 次印刷

印数: 1-2 000 定价: 22.00 元

ISBN 7-5005-6797-9/F·5934

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本专题研究得到下列基金资助：

国家自然科学基金 (70172022)

国家社会科学基金 (02BJY067)

广东自然科学基金 (001194)

教育部社科博士点基金 (98JBY790022)

前言

1993年9月，深圳宝安集团通过其上海公司在证券市场购买了上海延中实业股份公司总股本19.8%的股权，由此我国的证券市场也开始进入一个更高的发展阶段。特别是近几年来，在我国证券市场中的并购重组事件不断增加，继1996年发生60余起企业并购案以来，1997年上市公司的重组事件达405起，1998年有657起，1999年升至779起，2000年为1014起。兼并收购确实带活了一批企业，但我们也看到不少的企业一而再、再而三地进行重组也没有摆脱多年的困境。并购重组是否创造了价值？目标公司有什么样的特征？用什么指标评估上市公司的绩效？与此相关的问题都是中国资本市场发展中值得研究的重要问题。

1998年我申请得到教育部社科博士点基金项目“资产重组与资本市场”，从此开始了关于并购与重组的实证研究，2000年获得广东省自然科学基金资助项目“上市公司兼并与收购的财富效应研究”，2001年获得国家自然科学基金资助项目“中国上市公司资产重组的绩效评估与预测体系研究”，2002年获得国家社会科学基金“并购重组的短期效应和长期绩效研究”。5年来，课题组围绕上市公司的并购与重组进行了多角度研究，取得了一定的成绩，在《经济研究》等刊物发表了部分成果，现将5份研

究报告汇集出版，作为我们多年来对并购与重组专题研究的一个阶段性总结。感谢国家自然科学基金、国家社会科学基金、教育部博士点基金和广东省自然科学基金对本专题研究的资助。

在研究中，课题组成员刘峰教授、陈平教授、刘娥平副教授、顾乃康副教授、王惠娟同志参加了调研、讨论或部分研究报告的撰写，在研究过程中做出了积极贡献。我们仍在从事该专题的研究活动，也将继续发表或出版我们的研究成果，希望同行专家赐教。

由于我国证券市场发展的时间不长，加上数据收集的困难，因而本书的研究结论受到样本数据量相对有限的制约，随着证券市场趋于成熟并能提供更充分的并购与重组的数据，有必要对其进行更深入的研究，衷心希望本书的出版能对以后的研究起到一定的推动作用。

李善民

于广州中山大学管理学院

2003年7月18日

目 录

第一篇 上市公司兼并与收购的财富效应研究 ·····	(1)
提要·····	(1)
引言·····	(3)
第 1 章 并购财富效应的文献研究·····	(7)
第 2 章 数据来源、样本选择及实证方法·····	(18)
第 3 章 兼并收购财富效应的实证结果·····	(28)
第 4 章 影响并购财富效应的因素分析·····	(47)
第 5 章 结论及讨论·····	(67)
附表·····	(78)
第二篇 控制权转移公司的特征及绩效研究 ·····	(93)
提要·····	(93)
引言·····	(95)
第 1 章 接管和控制权市场的相关理论·····	(104)
第 2 章 目标公司的特征及绩效研究的文献回顾·····	(117)
第 3 章 控制权转移公司特征及绩效的实证分析·····	(127)
第 4 章 结论及讨论·····	(162)

第三篇 上市公司资产重组绩效评估体系研究 ·····	(170)
提要·····	(170)
引言·····	(173)
第1章 文献综述·····	(176)
第2章 研究方法·····	(195)
第3章 实证分析·····	(211)
第4章 结论及讨论·····	(235)
附表·····	(239)
第四篇 1999年上市公司资产重组的绩效研究 ·····	(253)
提要·····	(253)
引言·····	(255)
第1章 资产重组的绩效研究回顾·····	(258)
第2章 资产重组绩效的实证检验方法·····	(271)
第3章 重组绩效的实证结果·····	(281)
第4章 结论及讨论·····	(291)
第五篇 外资并购的财富效应研究	
——格林柯尔收购科龙电器的案例研究·····	(297)
提要·····	(297)
引言·····	(299)
第1章 案例概况·····	(300)
第2章 外资并购的经济动因·····	(303)
第3章 目标公司股东财富变动与公司长期绩效·····	(306)
第4章 结论及讨论·····	(315)
参考文献 ·····	(317)

第一篇

上市公司兼并与收购的财富效应研究

提要

并购引起了收购公司和目标公司股价的变化，因而引起了收购公司和目标公司股东财富的变化。本报告采用事件研究法，对1999—2000年中国证券市场深、沪两市共349起并购事件进行实证研究，结果发现：并购能给收购公司股东带来显著的财富增加，而对目标公司股东的财富影响不显著；在影响并购财富效应的因素中，并购类型、行业、相关性、收购后收购公司是否第一大股东、高级管理人员是否持股对财富效应的影响不大；从股权种类结构来看，国家股比重最大和法人股比重最大的收购公司股东能获得显著的财富增加，而目标公司股东获得的财富增加受股权种类结构的影响不显著。



引言

0.1 问题的提出

1993年9月，深圳宝安集团通过其上海公司在证券市场购买了上海延中实业股份公司总股本19.8%的股权，由此拉开了我国利用证券市场进行兼并与收购的帷幕。我国的证券市场也开始进入一个更高的阶段。特别是近几年来，在我国金融市场上的兼并收购事件不断增加，继1996年发生60余起企业并购案以来，1997年又有160多家上市公司涉足并购，占深沪两市上市公司的五分之一强，1998年我国发生兼并收购的上市公司总数则上升为394家，1999年由上市公司发起的并购有258起，涉及股权转让和资产剥离的并购事件有299起，而2000年上市公司发起的并购有369起，涉及股权转让和资产剥离的并购事件有362起。据统计，1997年到1999年下半年，我国有190余家上市公司的主业发生完全或部分转移，这种转移除了新增投资以外，有许多是通过并购来完成的。通过这种方式，许多上市公司纷纷从传统行业进入了高新技术产业。

并购作为一种重要的重组方式，在深化国有企业改革、提高资产质量、优化资源配置，改善企业经营绩效方面发挥了很大的作用。1999年9月的中共“十五大”通过的《中共中央关于国

有企业改革和发展若干重大问题的决定》，明确地将资产重组列为从战略上调整国有经济布局的重大举措。九届人大第三次会议的政府工作报告把经济结构调整的重要性提高到了前所未有的位置，指出并购重组是促进和实现结构调整最有效和最市场化的工具与手段。在《关于制定国民经济和社会发展第十个五年计划建议的说明》中明确指出，要对技术落后、质量低劣、浪费资源、污染严重和过剩的生产能力实行关停并转，要“继续推进行业改组，促进重点行业提高规模效益”，要“推动优势科技力量参与企业技术改造”、“积极发展多种形式的产学研结合”。国民经济结构的战略调整已经十分紧迫。并购重组作为最具市场化特征的工具和手段，必然会在国民经济结构调整过程中得到广泛的应用。可以说，国民经济结构的战略调整为兴起并购重组浪潮提供了前提条件。

2001年12月11日，中国正式加入WTO。如何面对国外强有力的竞争，如何通过并购重组改变中国企业包括上市公司资本规模和产出规模偏小、技术水平和管理水平偏低的劣势，是国内经济界最关心的问题之一。不少经济学家都认为，为了应对加入WTO后的激烈竞争，为了达到迅速做大做强的目的，行业内部甚至跨行业的改组、兼并、收购与重组势在必行。要通过改组与联合，铸造中国的行业“旗舰”，要通过兼并、收购与重组，构建中国自己的企业“航母”。

资本市场近10年来的迅速发展为并购提供了越来越宽松的外部环境。上市公司并购的发生离不开在资本市场上的运作。但是，国内目前的兼并与收购仍然很不规范，与国外相差甚远。那么国内的兼并与收购是否能真正起到资源配置的作用呢？国内的兼并购是否能带来协同效应而达到真正创造财富的效果呢？国内的兼并购如何与国际接轨，如何规范化？这些都是

我们关心的问题。

上市公司的兼并收购会引起资本市场的反应。在兼并与收购的过程中，收购公司（Acquiring firm）和目标公司（Target firm）的股价在公告前后都发生了剧烈的变动。这种变动将如何影响收购公司和目标公司股东财富的变化；制约财富效应的因素主要有哪些？这些都是我们要研究的问题。

0.2 研究目的

本研究系统收集了 1999—2000 年中国上市公司有关兼并与收购的数据，旨在通过实证方法来研究中国上市公司之间的兼并与收购对收购公司和目标公司股东财富的影响，研究财富如何在两类公司之间进行分配，以及影响兼并收购财富效应的因素，最后为我国证券市场的发展提出一些建议。

0.3 研究方法

本研究采用以实证为主，定量分析与定性分析相结合的研究方法。首先以 CAPM 模型为基础计算上市公司在并购前后共 41 天获得的超常收益，然后用两个独立样本检验法或多个独立样本检验法以及回归分析法检验并购类型、行业、相关性、是否第一大股东、高级管理人员持股比例、股权种类结构这些因素对上市公司财富效应的影响。

0.4 论文框架

本报告共分 5 章，第 1 章是兼并与收购的理论分析，主要是

国内外文献研究。第 2 章介绍本研究数据的来源及样本的选择及实证研究方法。第 3 章是对收购公司和目标公司在公告日前 10 天至公告日后第 30 天这段期间内获得的超常收益进行总体分析。第 4 章研究影响收购公司和目标公司股东财富效应的因素。第 5 章是结论，并就研究结果提出合理化建议。

第1章

并购财富效应的文献研究

1.1 兼并与收购

国外对兼并与收购的研究由来已久，因此对兼并与收购的界定已经比较清楚。兼并的英文称为“merger”，收购的英文称为“acquisition”。尽管国内经常将并购放在一起，但两者还是有所区别。弗雷德·威斯通^①认为兼并是企业产权变动的形式，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。它与收购的共同点都是最终形成一个经济单位，但兼并是由两个或两个以上的单位形成一个新的实体，而收购则是被收购方纳入到收购方公司体系之中。但由于很少有被收购方进入后原有公司不发生重大结构变化的，所以人们往往把收购也看成是一种兼并，或者简称为并购（M&A）。

兼并的方法有三种^②：（1）用现金或证券购买其他公司的资

^① 弗雷德·威斯通，郑光，苏珊·侯格：《兼并、重组与公司控制》，经济科学出版社，1998年版。

^② 金德环，《证券市场热点问题研究》，上海财经大学出版社，1998年版。

产；(2) 购买其他公司的股份或股票；(3) 对其他公司股东发行新股票以换取其所持有的股权，从而取得其他公司的资产和负债。收购的对象有两种：一种是股权，一种是资产。收购的途径有三条：(1) 控股式，指收购公司通过购买目标公司一定的股份而成为目标公司最大的股东，从而控制该目标公司；(2) 购买式，指收购公司通过购买目标公司的全部股份而使之成为其附属的全资子公司，从而使收购后收购公司对目标公司享有支配权；(3) 吸收式，指收购公司通过将目标公司的净资产或股份作为资金投入收购公司而使目标公司成为收购公司的一个股东。

1.2 兼并收购与资产重组

尽管资产重组这一概念在国内资本市场上用得比较广泛，但目前还没有一个一致的定义来界定它。陈惠谷和张训苏认为^①，资产分为存量资产、增量资产和无形资产，资产重组不仅对企业已有的资产存量进行重新配置，使企业获得更多的资产增值，还包括对再投资资产的经营重组和对专利权、专用技术、商标权、商誉、土地使用权等无形资产的充分利用和运作，使企业获得更多的收益。赵兰生、张贡生和黄丽慧认为^②，根据会计理论：资产 = 负债 + 所有者权益，所以资产重组至少包括三个方面的内容：一是资产项目间的重新组合；二是负债结构的变化，如债务的证券化等；三是所有者权益主体的变更以及结构的变动。资产重组还可以定义为主要是通过对不同法律主体的财产权、出资人

^① 陈惠谷，张训苏，《资产经营与重组》，上海财经大学出版社，1998年版。

^② 赵兰生，张贡生，黄丽慧，《资产重组：中国股票市场发展永恒的主题》，《兰州商学院学报》，1999年第4期。

所有权和债权人债权进行符合资本最大增值目的的调整和改变，从而形成对实物资本、金融资本、产权资本和无形资本的重新组合（魏杰，1999）。

根据中国上市公司重组实践，国内一般按照重组方式将资产重组分为股权转让、收购兼并、资产剥离或股权出售、资产置换四种类型。《中国证券报》就是按照这种方式将每年的资产重组事项进行分类的。由此可见，国内将兼并收购作为资产重组的一个子类别，国内的重组概念实际上是广义上的重组。

国外界定的兼并收购与重组和国内有所差别。国外重组的英文叫作“Restructuring”，除国际兼并与重组外，所指的一些重组都是在公司的资产规模、股权总值不变的情况下公司内部变动，这在目前国内经济界称为“改组”。《兼并、重组和公司控制》一书中将接管（takeover）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都统称为“并购”。这意味着国外广义上的并购包括了重组。

从国内和国外的界定来看，兼并收购与重组的范围互有交叉，没有统一的区分标准。

本研究根据研究的需要和国内的实际情况以及国外的一些习惯，将《中国证券报》中罗列的重组事项重新归入新的较广义的“兼并与收购”概念中。作者认为，对上市公司股东财富可能产生显著影响的并购事件是《中国证券报》重组事项总览中的股权转让、收购兼并、资产剥离类的重组。其中发生收购兼并的上市公司是我们研究的收购公司，而发生股权转让、资产剥离的上市公司是我们研究的目标公司。鉴于股权出售类的重组主要出售的是其他非上市公司的股权，对上市公司本身的影响不是很大，所以没有将此类重组纳入我们的研究体系。因此，研究中的兼并与收购事件就包括了三类：收购公司的收购兼并、目标公司

的股权转让和资产剥离。

1.3 国内外有关兼并收购财富效应的文献研究

最近 20 年有大量的研究北美和欧洲兼并与收购的成果问世，其中由于美国和英国有大量的兼并与收购的事件，所以大多数的研究都将对象集中在了美国和英国。而公司并购理论中讨论最多、争论最激烈的问题之一就是公司并购的财富效应。

金融市场的财富效应 (Wealth Effect) 是指在金融市场上，金融资产持有人的财富与金融资产价格成正比，财富随着资产价格的上涨或下跌而同步上升或下降，进而对消费产生刺激或抑制的影响。金融市场的财富效应侧重于从宏观层面考察整个社会的财富是否与金融市场有关。而并购的财富效应则是指市场对并购的反应导致股东持有股票价值的变化，由于股票是股东的财富之一，因而股票价值的变化意味着股东财富的变化。并购的财富效应侧重于从微观层面研究并购对收购公司和目标公司股东财富的影响。在并购中，究竟谁是公司并购的最大赢家？谁是最大的输家？目前还没有一致的结论。

以 Jensen 和 Ruback (1983) 为代表的研究人员从 20 世纪 80 年代开始就研究公司接管 (takeover) 与兼并 (merger) 对股东财富的影响，他们特别感兴趣的是公司接管和兼并行为是否会对收购公司和目标公司自身的收益产生影响。他们研究得出兼并中目标公司股东的超常收益为 20%，收购公司股东的超常收益为 0；而接管中目标公司股东的超常收益达 30%，收购公司股东超常收益则为 4%。他们的研究结果引起了经济学家对财富效应的争论。一部分经济学家认为目标公司股东财富的增加源于协同效应，即股东财富的增加是因为收购公司和目标公司之间在某方面