

西北大学经济管理学院博士文库

XIBEI DAXUE JINGJI GUANLI XUEYUAN BOSHI WENKU

SHANGSHIGONGSIBINGGOUJIXIAO DE LILUN  
YU SHIZHENG YANJIU

# 上市公司并购绩效的理论 与实证研究

—— 基于公司治理视角

并购是企业实现战略扩张、实现资源优化配置的重要手段。中国并购业务的蓬勃发展以及控制权市场的强劲增长态势，要求对企业并购绩效评价、并购绩效的改善等问题进行深入研究。

潘 颖◎著



中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

本书受西北大学经济管理学院“现代企业管理  
与陕西企业成长”特色学科项目资助

西北大学经济管理学院博士文库

SHANGSHIGONGSIBINGGOUJIXIAO DE LILUN  
YU SHIZHENG YANJIU

# 上市公司并购绩效的理论 与实证研究

—— 基于公司治理视角

并购是企业实现战略扩张、实现资源优化配置的重要手段。中国并购业务的蓬勃发展以及控制权市场的强劲增长态势，要求对企业并购绩效评价、并购绩效的改善等问题进行深入研究。

潘 颖◎著

 中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

## 图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司并购绩效的理论与实证研究：基于公司治理视角/潘颖著.

北京：中国经济出版社，2014.3

ISBN 978 - 7 - 5136 - 2117 - 5

I. ①上… II. ①潘… III. ①上市公司—企业兼并—企业绩效—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 271818 号

责任编辑 贺静

责任审读 霍宏涛

责任印制 马小霖

封面设计 华子设计



出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京艾普海德印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开本 710mm × 1000mm 1/16

印张 12.25

字数 194 千字

版次 2014 年 3 月第 1 版

印次 2014 年 3 月第 1 次

书号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 2117 - 5

定价 35.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 [www.economyph.com](http://www.economyph.com) 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010 - 68330607）

版权所有 盗版必究（举报电话：010 - 68355416 010 - 68319282）

国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010 - 88386794

## 总 序

西北大学经济学与管理学学科具有悠久的历史,早在1912年就设立了商科,1937年成立了经济系,王亚南、沈志远、罗章龙、季陶达等著名学者曾先后在此执教。1977年恢复经济学专业和经济学系,1985年成立经济管理学院。在教育部最新发布的2012年学科评估结果中,我院理论经济学在参评的55所高校中总分第7、排名第10,较2009年的第14名上升了4名。

改革开放以来,学院得到了快速发展,现已成为集经济学与管理学、教学与科研为一体的全国著名学院。学院现有国家重点学科——政治经济学;拥有理论经济学、应用经济学和工商管理3个博士后科研流动站,教育部人文社科重点研究基地——中国西部经济发展研究中心,国家经济学人才培养基地,首批教育部质量工程项目——经济学基础人才培养创新实验区,质量工程高等学校特色专业建设点——经济学专业,《政治经济学》《西方经济学》《社会主义市场经济理论与实践》3门国家精品课程,《保险学原理》国家双语示范课,政治经济学国家教学团队,西方经济学省级教学团队。现有理论经济学、应用经济学两个博士授权一级学科,17个博士点,26个硕士点,12个本科专业,3个省级普通高校特色学科。现有教职工150余人,其中专任教师128人,正副教授81人,博士或在职博士学位者96人,在校本科生、硕士生、博士生3000余人。

学院多年来培养博士研究生300多名,各类硕士研究生4000多名,本科生10000余名,其中涌现出一批在国内外有一定影响的中青年经济学家、企业家和高级优秀党政领导干部。《人民日报》《光明日报》《新华每日电讯》等多家新闻媒体对学院在人才培养方面的成绩作了报道。在科学研究方面,学院面向国民经济建设主战场,紧密结合中国经济改革和西部经济发展

中出现的新问题和实践需要,进行了深入的理论探索研究,取得了丰硕的成果。多年来共出版专著 200 余部,发表论文 3000 余篇,完成国家及省部厅局级课题 300 多项,获得省部厅局级奖 200 余项。学院正在成为西部经济发展的研究中心、学术交流中心以及地方政府决策咨询中心。

近年来学院师资队伍及其结构发生了巨大变化。通过引进和选留优秀博士生、鼓励青年教师攻读博士学位,目前已获博士学位或博士研究生在读的教师占专业教师总人数的 70% 以上,一大批青年教师在攻读博士学位的过程中,形成了一批具有学术价值的论文。为了加强对青年教师的培养,带动青年教师的科研,经过院党政联席会议研究,决定以“西北大学经济管理学院博士文库”的名义资助这些青年教师的博士论文出版。

出版书目的选题都是我院青年教师在我校以及其他院校攻读博士学位时的论文,内容涉及政治经济学、西方经济学、人口资源环境经济学、世界经济、企业管理、旅游管理等多个学科,体现出了不同学科的研究特点,也体现了我院青年教师在经济学和管理学前沿问题中的研究成果。同时,“西北大学经济管理学院博士文库”也是我院 211 重点学科建设的一个重要成果。值此出版之际,是以为序。

西北大学经济管理学院院长、教授、博士生导师

任保平

2014 年 1 月于西北大学

## 前 言

并购是实现企业战略扩张的重要途径,正如美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒(George J. Stigler)在《通往垄断的寡头之路——兼并》一文中所言:“企业通过兼并竞争对手成为巨型企业是现代经济史上一个突出的现象,没有一家美国大公司不是通过某种程度、某种方式的并购而成长起来的,几乎没有一家大公司主要是依靠内部扩张成长起来的。”

就中国上市公司并购重组历史而言,1993年9月,深圳宝安集团购买上海延中实业公司19.8%的股份,拉开了中国上市公司并购重组的序幕。到目前为止,中国上市公司并购发展大致经历了四个阶段,特别是2006年股权分置改革完成后,中国上市公司并购重组步伐明显加快,并购形式呈现多元推进的特点。并购形式由简单的协议收购、出售资产、坏账剥离过渡到资产置换、要约收购等。中国进入了资本市场优化配置的新并购时代。后股权分置时代,上市公司并购能否创造价值?并购绩效受哪些因素影响?公司内部治理的完善是否有助于并购绩效的改善?这些都是当代中国资本市场发展过程中值得研究的问题。本书基于后股权分置时期中国资本市场的制度背景,构建了上市公司内部治理结构与并购绩效关系的理论分析框架,采用规范研究与实证研究相结合的方法对股权结构、董事会结构以及管理层激励机制与并购绩效的关系进行研究,以期为中国上市公司并购绩效优化提供具有一定借鉴意义的研究结论。

全书共分为9章:第1章为导论;第2章对并购相关概念进行了诠释并对经济学理论基础进行了系统综述;第3章对股权结构、董事会机制、管理层激励与并购绩效的关系进行了文献综述;第4章对中国并购市场的发展现状

及其特点进行了分析;第5章在构建并购绩效评价模型的基础上,对上市公司并购短期、长期绩效进行了评价;第6章是股权结构与并购绩效关系的实证研究;第7章是董事会结构与并购绩效关系的实证研究;第8章是管理层激励机制与并购绩效关系的实证研究;第9章是本书的研究结论及政策建议。各章具体研究内容如下:

第1章,导论。本章阐述了本书的选题背景、研究意义以及本书研究所要达到的目的,对本书所采用的研究方法、研究思路以及文章结构安排与主要内容进行了简要叙述。

第2章,相关概念诠释及经济学理论综述。本章首先对并购、并购绩效等概念进行了界定与诠释,进而对公司治理以及并购绩效相关经济学理论进行了综述。并结合本书的研究内容、研究目标进行了评述。目的在于通过对相关经济学理论进行述评,为并购绩效与公司内部治理机制关系的研究奠定理论基础。

第3章,公司治理与并购绩效关系的文献综述。首先,对国内外基于事件研究法和会计指标研究法的并购绩效文献进行了系统的回顾和述评。其次,结合本书的研究内容从股权结构、董事会机制、管理层激励三个方面,对公司治理机制与并购绩效关系的相关文献进行了系统梳理,明确了公司治理因素与并购绩效互动研究的重要性,确定了本书研究的切入点和可能的创新点。

第4章,中国上市公司并购重组现状及其特征。在回顾中国并购市场发展的基础上,对2006年股权分置改革完成后中国资本市场的特征进行了总结;并基于“全流通”背景,对上市公司的并购特征进行了分析。

第5章,并购绩效评价模型构建及检验。首先,分析了目前并购绩效评价模型方面存在的问题,提出了本书基于因子分析法的上市公司综合业绩评价模型,并对2003—2008年发生并购的上市公司绩效采用独立样本T检验的方法进行了初步评价。为从股权结构、董事会机制、管理层激励机制等角度对并购绩效问题进行研究奠定了基础。

第6章,股权结构与并购绩效关系的实证研究。在借鉴股权结构与并购绩效关系的文献以及相关经济学理论的基础上,从股权集中度、股权制衡度以及控股股东性质等方面对上市公司股权结构与并购绩效的关系提出了相关研究假设,并采用多元回归模型,运用中国上市公司2004—2008年的数

据,对股权结构与并购绩效之间的关系进行了实证研究,在对相关假设进行检验的基础上,对有关结论进行了解释。

第7章,董事会机制与并购绩效关系的实证研究。在借鉴董事会机制与并购绩效关系的文献以及相关经济学理论的基础上,从董事会规模、董事会领导结构、董事会构成等方面,对董事会机制与并购绩效的关系提出了相关研究假设,并采用多元回归模型,运用中国上市公司2004—2008年的数据,对董事会机制与并购绩效之间的关系进行了实证检验,并对相关结论进行了解释。鉴于中国监事会受董事会领导的特殊性,将对监事会机制与并购绩效关系的机理研究纳入本章。

第8章,管理层激励机制与并购绩效关系的实证研究。在借鉴股权激励与并购绩效关系研究的相关文献以及相关经济学理论的基础上,从高管人员货币薪酬、高管人员隐性收入以及高管人员持股比例等方面,对股权激励机制与并购绩效的关系提出了相关假设,并采用多元回归模型,运用中国上市公司2004—2008年的数据,对股权激励机制与并购绩效之间的关系进行了实证检验,在验证相关假设的基础上,对有关结论进行了解释。

第9章,研究结论与对策建议。本章首先对上述各章的研究成果进行了汇总提炼,得到了本书的研究结论。在主要研究结论的基础上,提出了在公司治理框架下优化上市公司并购绩效的对策建议,并对本书研究存在的局限性以及有待于进一步研究的问题进行了说明。

本书的出版是笔者对上市公司并购绩效问题前期研究成果的系统总结,同时也是一个新的研究起点,笔者将继续对并购绩效问题进行进一步的深入研究,以期实现将科学研究成果向现实社会效用转化的研究目的。

潘 颖

2013年9月



## 摘 要

以美国为首的西方国家先后经历了五次并购浪潮,并购已经成为企业实现战略扩张、在全球范围内实现资源配置的重要手段。2008年席卷全球的金融危机在给众多企业发出生存挑战的同时,也使企业间并购机会日益突显。就并购在中国的实践来看,2005年以来,伴随着上市公司股权分置改革的逐步完成,控制权市场发展日益规范,中国上市公司并购步入发展新阶段,无论是在并购规模、并购方式、并购目的等方面均表现出不同以往各阶段的新特征。新时期上市公司并购呈现出的新特征,要求对并购绩效问题从新的视角展开深入研究。并购市场作为公司治理的外部机制,也是公司治理的内生因素之一,其作用的发挥离不开股权结构、董事会机制、管理层激励机制等公司内部治理因素的共同作用。因此,本书将上市公司并购绩效问题置于公司治理框架下,对上市公司并购绩效评价以及公司治理与并购绩效的关系问题进行了全面而深入的研究。

首先,本书对公司治理、并购等概念进行了界定,并对与公司治理、并购绩效相关的经济学理论进行了综述。通过对国内外学者关于并购绩效评价以及公司治理机制与并购绩效关系的相关研究成果进行回顾,明确了本书研究的切入点。其次,针对新时期中国并购市场的特点,结合中国上市公司治理实际情况,对中国特殊的股权结构、董事会机制、管理层激励机制与并购绩效的关系从理论层面进行了深入分析,并提出了相关假设。再次,在采用因子分析法以及独立样本T检验的方法对上市公司并购绩效进行客观评价的基础上,对公司治理内部机制与并购绩效关系的相关假设,采用多元回归模型进行了实证检验。最后,在相关理论推导及实证研究的基础上,提出了公司治理框架下优化上市公司并购绩效的建议。

通过上述研究,本书主要得到以下研究结论:首先,就股权结构与并购绩效的关系而言,在中国高度集中的股权结构下,第一大股东过高的持股比例将对并购绩效产生负向影响;中小股东对大股东制衡能力的增强有助于并购绩效的改善;最终控制人性质与并购绩效无显著相关性。其次,就董事会机制与并购绩效的关系来看,董事会规模与并购绩效无显著相关性;董事长、总经理两职分离的董事会结构有助于并购绩效的改善;独立董事在董事会成员中所占比例越高,并购绩效越好。再次,就管理层激励机制与并购绩效的关系而言,管理层货币性薪酬与并购绩效成正相关关系;管理层隐性收入在短期内对并购绩效产生了负向影响,与并购长期绩效无显著相关性;管理层持股比例对并购短期绩效影响不明显,与并购长期绩效成正相关关系。

**关键词:** 股权结构、董事会机制、管理层激励机制、并购绩效

1 导论 .....	001
1.1 研究背景 .....	001
1.1.1 现实背景——企业并购进入发展新阶段 .....	001
1.1.2 理论背景——代理冲突与代理难题 .....	005
1.2 研究意义 .....	006
1.2.1 理论意义 .....	006
1.2.2 实践意义 .....	007
1.3 研究目的 .....	008
1.4 研究方法 .....	009
1.4.1 规范研究与实证研究相结合的方法 .....	009
1.4.2 定性研究与定量研究相结合的方法 .....	010
1.4.3 演绎与归纳相结合的方法 .....	010
1.4.4 比较研究的方法 .....	010
1.5 研究思路、结构安排与主要内容 .....	010
1.5.1 研究思路 .....	010
1.5.2 结构安排与主要内容 .....	011
1.6 研究特色与创新之处 .....	013
2 相关概念诠释及经济学理论综述 .....	015
2.1 相关概念诠释 .....	015
2.1.1 并购的概念 .....	015
2.1.2 并购绩效的概念 .....	017
2.1.3 并购的特征与类型 .....	018
2.1.4 并购的治理效应 .....	021

2.2	并购基础理论概述	028
2.2.1	传统规模经济理论	028
2.2.2	马克思的规模经济理论	029
2.2.3	现代企业理论	030
2.3	企业并购动因理论	031
2.3.1	国外企业并购动因理论	031
2.3.2	国内企业并购动因理论	039
2.4	并购绩效理论述评	041
<b>3</b>	<b>公司治理与并购绩效关系的文献综述</b>	<b>043</b>
3.1	并购绩效及其影响因素文献综述	043
3.1.1	国外学者关于并购绩效及其影响因素的研究 现状	043
3.1.2	国内学者关于并购绩效及其影响因素的研究 现状	045
3.1.3	文献述评	047
3.2	股权结构与并购绩效关系文献综述	048
3.2.1	国外学者关于股权结构与并购绩效关系的研究 现状	048
3.2.2	国内学者关于股权结构与并购绩效关系的研究 现状	049
3.2.3	文献述评	049
3.3	董事会机制与并购绩效关系文献综述	050
3.3.1	关于董事会规模与并购绩效关系的研究现状	050
3.3.2	关于董事会领导结构与并购绩效关系的研究 现状	050
3.3.3	关于董事会构成与并购绩效关系的研究现状	051
3.3.4	文献述评	051
3.4	管理层激励与并购绩效关系文献综述	052
3.4.1	国外学者关于管理层激励与并购绩效关系的研究 现状	052

3.4.2	国内学者关于管理层激励与并购绩效关系的研究现状 .....	053
3.4.3	文献述评 .....	054
3.5	国内外研究现状述评 .....	054
4	中国上市公司并购重组现状及其特征 .....	057
4.1	中国并购市场发展历程 .....	057
4.2	后股权分置时期公司并购的特征 .....	061
4.2.1	后股权分置时期中国资本市场的特征 .....	061
4.2.2	后股权分置时期中国企业并购的特征 .....	064
5	并购绩效评价模型的构建及检验 .....	069
5.1	并购绩效评价方法的选择 .....	069
5.2	并购绩效评价模型构建思路 .....	071
5.3	并购绩效评价模型构建过程 .....	073
5.4	上市公司并购绩效评价 .....	076
6	股权结构与并购绩效关系的实证研究 .....	079
6.1	股权结构与并购绩效关系的机理研究及假设提出 .....	079
6.1.1	股权集中度与并购绩效关系的机理研究及假设提出 .....	080
6.1.2	最终控制人性质与并购绩效关系的机理研究及假设提出 .....	082
6.2	样本选取及模型设计 .....	083
6.2.1	样本选择与数据来源 .....	083
6.2.2	模型设计及变量说明 .....	084
6.3	实证检验结果及分析 .....	085
6.3.1	描述性统计结果 .....	085
6.3.2	回归分析结果 .....	087
6.4	重要研究结论 .....	090

<b>7</b>	<b>董事会机制与并购绩效关系的实证研究</b>	<b>093</b>
7.1	董事会机制与并购绩效关系的机理研究及假设提出	093
7.1.1	董事会规模与并购绩效关系的机理研究及假设提出	095
7.1.2	董事会领导结构与并购绩效关系的机理研究及假设提出	096
7.1.3	董事会构成与并购绩效关系的机理研究及假设提出	097
7.1.4	监事会机制与并购绩效关系的机理研究	098
7.2	样本选取及模型设计	100
7.2.1	样本选取及数据来源	100
7.2.2	模型设计及变量说明	100
7.3	实证检验结果及分析	101
7.3.1	描述性统计结果	101
7.3.2	回归分析结果	102
7.4	重要研究结论	104
<b>8</b>	<b>管理层激励机制与并购绩效关系的实证研究</b>	<b>107</b>
8.1	管理层激励机制与并购绩效关系的机理研究及假设提出	107
8.1.1	管理层货币薪酬与并购绩效关系的机理研究及假设提出	108
8.1.2	管理层隐性收入与并购绩效关系的机理研究及假设提出	109
8.1.3	管理层持股比例与并购绩效关系的机理研究及假设提出	110
8.2	样本选取及模型设计	111
8.2.1	样本选取及数据来源	111
8.2.2	模型设计及变量说明	111
8.3	实证研究结果及分析	113
8.3.1	描述性统计结果	113

8.3.2 回归分析结果 .....	114
8.4 重要研究结论 .....	116
<b>9 研究结论与对策建议 .....</b>	<b>119</b>
9.1 主要研究结论 .....	119
9.2 对策建议 .....	121
9.2.1 优化上市公司治理结构 .....	121
9.2.2 完善法制环境,加强对中小投资者利益的保护 .....	122
9.2.3 转变政府职能,加强政府监管水平 .....	123
9.3 研究局限性及有待进一步研究的问题 .....	124
<b>参考文献 .....</b>	<b>127</b>
<b>附 录 .....</b>	<b>143</b>
附录1 上市公司收购管理办法 .....	143
附录2 因子分析的总方差解释 .....	169
附录3 旋转后的因子载荷矩阵 .....	172
附录4 上市公司综合因子得分描述性统计 .....	174
<b>索 引 .....</b>	<b>175</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>177</b>

# 1 导 论 ●●●●

## 1.1 研究背景

### 1.1.1 现实背景——企业并购进入发展新阶段

并购是实现企业战略扩张的重要途径,正如美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒(George J. Stigler)在《通往垄断的寡头之路——兼并》一文中所言:“企业通过兼并竞争对手成为巨型企业是现代经济史上一个突出的现象,没有一家美国大公司不是通过某种程度、某种方式的并购而成长起来的,几乎没有一家大公司主要是依靠内部扩张成长起来的。”

从并购的发展历史来看,自企业产生时企业间的并购就出现了。但是直到19世纪60年代,伴随着现代企业制度的建立,并购才开始活跃起来。自19世纪末至今的100多年时间里,以美国为代表的西方国家经历了五次并购浪潮。第一次并购浪潮发生于1895—1905年,主要以横向合并为主。经过合并,1800多家厂商消失了,各个行业的寡头产生,美国经济亦从新生儿成长为巨人。第二次浪潮发生于20世纪20年代第一世界大战之后的经济衰退期,以纵向合并为主,使得12000多家厂商消失。第三次并购浪潮发生于20世纪50年代末至70年代初,主要特征是多元化并购和混合并购为主。第四次并购浪潮从20世纪70年代中期持续到80年代末,以“垃圾债券”为代表的新型融资工具推动了这次战略驱动型资产重组,敌意要约收购、杠杆收购等新型收购方式出现。第五次并购浪潮自20世纪90年代以来持续至今,全球化、信息技术、金融创新及产业整合要求企业迅速做出调整。在经历了五次并购浪潮之后,西方国家资本规模迅速扩张,产业结构进一步



优化和升级,并促进了一批大型跨国公司的诞生。整体来看,跨国并购的金额与数量在1987—2012年呈稳定上升趋势,全球跨国并购交易额1987年为973.1亿美元,2001年为7304.4亿美元,2007年上升为4.3万亿美元,2008年后,受美国次贷危机和欧债危机的影响,全球并购额与2007年相比有所下降,2008年全球并购交易额为3.18万亿美元,2012年全球并购交易额为2.25万亿美元,与2007年相比下降47%。由美国次贷危机引发的全球性金融危机在向众多企业发出生存挑战的同时,也为企业间的并购提供了千载难逢的好机会,特别是公司市值的大幅缩水,可以使收购方以较低成本获取目标公司。伴随着全球经济的复苏,未来全球并购市场也春意渐浓,并购已经成为资源实现优化配置、企业实现战略升级的重要手段。

在美国全球并购额大幅缩水的同时,中国并购市场与2007年相比却翻了1倍。就中国上市公司并购重组历史来看,1993年9月深圳宝安集团购买上海延中实业公司19.8%的股份,拉开了中国上市公司并购重组的序幕。中国上市公司并购发展大致经历了四个阶段。第一阶段,1993—1996年年末的起步阶段。在这一阶段目标公司特征单一,“三无概念”<sup>①</sup>股是收购的主要对象,并购的主要目的是出于对公司控制权的掌控和对市场题材的追求,而很少针对“壳”资源展开并购。第二阶段,1997—2001年的快速兴起阶段。这一阶段,控制权转让事件数量大大增加,上市公司间并购重组成为股票市场热点,协议收购和区域性并购重组形成浪潮。虽然上市公司并购规模不断扩大,并购手段不断创新,但是上市公司并购呈现混乱局面,“报表重组”比比皆是。重组并没有推进上市公司的持续发展,相反成了股价操纵、投机套利的工具。尽管这一时期存在虚假交易泛滥、内幕交易盛行等诸多负面影响因素,但上市公司并购市场正是从这一阶段进入了活跃期。随着监管的加强以及相关法律法规的颁布实施,并购重组活动日益规范。第三阶段,2002—2005年的规范发展阶段。针对第二阶段上市公司并购重组中的突出问题,政府强化了法律监管和行政监管。2002年9月,中国证监会颁布了《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购办法》)及其配套法规《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》。《收购办法》与《公司法》《证券法》一起

<sup>①</sup> “三无概念”是指股权结构中无国家股、无法人股、无内部职工股,股份全部为流通股,股权结构非常分散,没有具备特别优势的大股东。