



经济管理学术文库·财务类

# 公司并购绩效研究

## ——基于终极控制人视角

The Study on M&A performance  
—Based on the Perspective of Ultimate Controller

曾春华 / 著

海南大学中西部高校提升综合实力工程学科建设项目资助



经济管理学术文库·财务类

# 公司并购绩效研究

## ——基于终极控制人视角

The Study on M&A performance  
— Based on the Perspective of Ultimate Controller

曾春华 / 著



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

公司并购绩效研究——基于终极控制人视角/曾春华著. —北京: 经济管理出版社, 2014. 8

ISBN 978 - 7 - 5096 - 3277 - 2

I. ①公… II. ①曾… III. ①上市公司—企业兼并—经济绩效—研究—中国  
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 178980 号

组稿编辑: 曹 靖

责任编辑: 杨 雪

责任印制: 黄章平

责任校对: 陈 颖

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](http://www.E-mp.com.cn)

电 话: (010) 51915602

印 刷: 大恒数码印刷(北京)有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 9.75

字 数: 180 千字

版 次: 2014 年 8 月第 1 版 2014 年 8 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 3277 - 2

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

公司并购是企业优化股权结构、推进资源优化配置的重要经营活动，所以受到世界各国学者们的关注，而有关并购绩效的研究则成为他们关注的焦点。在过去的三十多年里，各国学者对并购绩效问题进行了大量研究，他们一致发现，在并购过程中，被收购公司的股东获得了显著为正的超额收益，而收购公司收益最多是中性，更大可能会带来财富损失。西方学者最早是从外部股东和内部管理者之间的代理冲突角度来解释这一问题的。但到了 20 世纪 90 年代，人们发现，在世界上大部分国家和地区，股权集中才是公司股权结构的主导形态。股权集中一方面使得控股股东有强烈的动机和能力对经理人的利己行为实施监督；另一方面由于控股股东的现金流权和控制权发生严重背离，他们凭借其控制权来侵占公司的资源，以此获取控制权的私人收益，而并购活动也就可能成为控股股东剥削中小股东的一个利益输送工具。尤其是在投资者法律保护较弱的国家，这种现象更加严重。这无疑为中国上市公司并购绩效的研究提供了一个新视角。

由于历史原因，我国上市公司股权结构高度集中，终极控制人与中小股东的利益冲突表现尤为突出，而且我国普遍存在对中小股东保护的缺失，相关法律体系很不完善。所以，终极控制人控制权私人收益广泛存在。另外，我国上市公司大部分是由国有企业改制而来的，国有股权在上市公司中占据了很大比例，同时也有许多的民营企业发展壮大并成功上市。这些足以说明我国上市公司终极控制的制度及治理结构状况与西方国家的情况有很大的差异。与此同时，我国资本市场是一个新兴市场，同时其发展又根植于经济转轨当中，各个地区之间的市场化程度存在很大差异。外部市场环境是公司治理体系中的重要组成部分，它也会对终极控制人产生影响并进而影响公司并购绩效。因此，在这样的制度背景下研究我国上市公司并购行为及绩效的问题，具有重要的理论和现实意义。

曾春华博士撰写的这部专著，以上市公司的并购决策为研究对象，结合中国特殊的制度背景和实践需要，运用公司财务、委托代理以及政府干预等理论，对公司并购行为和并购绩效两大关键问题展开研究。该书通过系统的理论分析和实证检验，得到了一些颇有价值的实证结论、研究发现和政策启示。总的来看，该书具有如下特点：

(1) 该著作选题新颖，视角独特。该书基于终极控制人这一视角去研究中国上市公司并购行为与绩效问题，具有一定的创新性和新颖性，同时也有利于丰富和发展新兴加转轨型国家制度背景下公司并购动因和经济后果文献。

(2) 该著作框架合理，思路清晰。该书先从终极控制人的不同特征出发研究公司并购行为及绩效问题，然后再将这些问题置于中国特殊的市场环境进行分析，为研究中国上市公司并购行为及绩效问题构建了一个系统的分析框架，有助于读者从不同层面了解企业复杂的并购决策。

(3) 该著作研究规范，方法得当。该书在借鉴国内外相关理论的基础上，结合我国实际，对不同研究内容进行了深入的理论分析和阐述，并分别提出了不同的研究假设，然后搜集上市公司相关数据，对各研究假设进行严谨的分析和检验，并提出了实证结果和政策启示，这对我国公司实务界和政府监管部门具有较强的指导意义。

综合而论，该书理论体系完备，实证证据充分，有一定见地。希望曾春华博士能够持续不懈，在自己的研究领域取得更多、更新的成果。

杨兴全

2014年7月

# 目 录

第1章 导 论	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 研究思路、研究目标与研究方法	4
1.2.1 研究思路	4
1.2.2 研究目标	5
1.2.3 研究方法和技术路线	6
1.3 本书内容与研究框架	6
1.3.1 本书内容	6
1.3.2 研究框架	8
1.4 可能的创新之处	8
第2章 概念界定和理论基础	10
2.1 基本概念界定	10
2.1.1 公司并购	10
2.1.2 并购绩效	11
2.1.3 并购模式	12
2.1.4 终极控制人及特征	12
2.2 公司并购动因理论	15
2.2.1 协同效应理论	15
2.2.2 传统代理理论	16
2.2.3 大股东“掏空”理论	16



2.2.4	管理者过度自信理论	17
2.2.5	内部资本市场理论	17
2.2.6	国内对公司并购动因理论的进一步发展	19
<b>第3章</b>	<b>文献综述</b>	<b>22</b>
3.1	公司并购绩效评价方法的文献综述	22
3.1.1	国外文献综述	22
3.1.2	国内文献综述	24
3.2	公司并购绩效影响因素的文献综述	25
3.2.1	国外文献综述	25
3.2.2	国内文献综述	29
3.3	本章小结	32
3.3.1	国外文献总结	32
3.3.2	国内研究的不足	32
<b>第4章</b>	<b>终极控制人现金流权、两权分离与并购绩效</b>	<b>35</b>
4.1	理论分析与研究假设	37
4.2	研究设计	39
4.2.1	数据来源与样本选择	39
4.2.2	模型的设计与变量定义	41
4.3	实证检验与结果分析	43
4.3.1	主要变量的描述性统计与分析	43
4.3.2	终极控制人现金流权、两权分离与并购绩效的检验	46
4.3.3	基于自由现金流和公司成长性的进一步检验	47
4.3.4	基于终极控制人产权性质的进一步检验	49
4.3.5	稳健性检验	50
4.4	结论	52
<b>第5章</b>	<b>终极控制人性质、金字塔层级与公司并购绩效</b>	<b>53</b>
5.1	制度背景与研究假设	55
5.2	研究设计	58
5.2.1	数据来源与样本选择	58
5.2.2	模型设计与变量定义	59

5.3 实证检验与结果分析	60
5.3.1 主要变量的描述性统计与分析	60
5.3.2 终极控制人性质、政府控制层级与公司并购绩效的检验	62
5.3.3 政府控制、金字塔层级与公司并购绩效的检验	63
5.3.4 稳健性检验	66
5.4 结论	66
<b>第6章 终极人控制、并购模式选择与公司并购绩效</b>	<b>68</b>
6.1 理论分析与研究假设	70
6.2 研究设计	72
6.2.1 数据来源与样本选择	72
6.2.2 模型设计与变量定义	73
6.3 实证检验与结果分析	75
6.3.1 主要变量的描述性统计与分析	75
6.3.2 基于并购行业模式选择的实证检验	77
6.3.3 基于并购区域模式选择的实证检验	79
6.3.4 稳健性检验	82
6.4 结论	83
<b>第7章 股权分置改革、终极人控制与公司并购绩效</b>	<b>85</b>
7.1 理论分析与研究假设	86
7.1.1 股权分置改革与公司并购绩效	86
7.1.2 股权分置改革、两权分离与公司并购绩效	87
7.2 研究设计	89
7.2.1 数据来源与样本选择	89
7.2.2 模型设计与变量定义	89
7.3 实证检验与结果分析	90
7.3.1 主要变量的描述性统计与分析	90
7.3.2 股权分置改革与公司并购绩效的实证检验	90
7.3.3 股权分置改革、两权分离与公司并购绩效的实证检验	91
7.3.4 稳健性检验	94
7.4 结论	94



第8章 市场化进程、终极人控制与公司并购绩效 .....	96
8.1 理论分析与研究假设 .....	98
8.2 研究设计 .....	101
8.2.1 数据来源与样本选择 .....	101
8.2.2 模型设计与变量定义 .....	101
8.3 实证检验与结果分析 .....	103
8.3.1 主要变量的描述性统计与分析 .....	103
8.3.2 市场化进程、两权分离与公司并购绩效的检验 .....	104
8.3.3 市场化进程、终极控制人性质与公司并购绩效的检验 .....	107
8.3.4 市场化进程、金字塔层级与公司并购绩效的检验 .....	110
8.3.5 稳健性检验 .....	111
8.4 结论 .....	112
第9章 市场化进程、管理者权力与公司并购绩效 .....	114
9.1 文献综述与假说发展 .....	115
9.2 研究设计 .....	117
9.2.1 样本选择与数据来源 .....	117
9.2.2 模型构建与变量定义 .....	118
9.3 实证结果与分析 .....	120
9.3.1 主要变量的描述性统计与分析 .....	120
9.3.2 多元回归结果和分析 .....	122
9.3.3 稳健性检验 .....	126
9.4 结论 .....	127
第10章 研究结论与展望 .....	128
10.1 研究结论 .....	128
10.2 启示与建议 .....	130
10.3 研究局限与展望 .....	131
参考文献 .....	133
后记 .....	147

# 第 1 章 导 论

## 1.1 研究背景与研究意义

### 1.1.1 研究背景

公司并购是企业优化股权结构、推进资源优化配置的重要经营活动，所以受到世界各国学者们的关注，而有关并购绩效的问题则成为他们关注的焦点。由于已经历了五次大的并购浪潮，西方学者经过长期的研究，基本形成了一系列较为完整和科学的并购理论和并购绩效的研究方法。与西方成熟的资本市场相比，我国上市公司并购活动起步较晚。1993年9月，深圳宝安集团收购上海延中实业股份有限公司正式拉开了中国上市公司利用证券市场进行兼并和收购的序幕。此后，伴随着20世纪90年代欧美第五次兼并收购浪潮的到来，以及中国经济的不断发展和市场经济体制的进一步确立，我国资本市场进入了并购的高峰期。据统计，2010年我国企业并购交易量同比增长40%，企业并购重组已经涉及二十多个省市的近万家企业。因此，随着我国公司并购实践活动的蓬勃发展，公司并购绩效问题也成为国内学者研究的热点。

在过去的三十多年里，西方学者对并购绩效问题进行了大量研究，并取得了丰富的成果。国外学者的实证研究一致发现，在并购过程中，被收购公司的股东获得了显著为正的超额收益，而收购公司的收益最多是中性，更大可能是财富损失。Bruner (2002) 对欧美发表于1971~2001年的114篇研究进行综合分析，指出20%~30%并购交易能为收购公司创造价值，可见成功的并购是少数的，大量并购以失败而告终。同样，国内学者对于公司并购的市场反应

和财务绩效也没能取得一致结论：并购不能为收购方和目标方带来超常收益（陈信元和张田余，1999；洪锡熙、沈艺峰，2001）；并购为目标方股东带来正的超额收益，而为并购公司带来负的超额收益（张新，2003）；存在“购并公司股东损益之谜”（张宗新、季雷，2003）；并购能给收购公司的股东带来显著的财富增加，而对目标公司股东财富的影响不显著（李善民、陈玉罡，2002）；公司并购的长期绩效表现出先升后降的趋势（冯根福、吴林江，2001）；并购不能从实质上提高公司的经营绩效（李善民等，2004）。

西方学者最早是以 Berle 和 Means（1932）所描述的公司股权高度分散为背景，从外部股东和内部管理者之间的代理冲突角度来解释这一问题的。但到了 20 世纪 90 年代，人们发现，在世界上大部分国家和地区，股权集中才是公司股权结构的主导形态（La Porta 等，1999；Claessens 等，2000）。股权集中一方面使得控股股东有强烈的动机和能力对经理人的利己行为实施监督；另一方面由于现金流权和控制权发生严重背离，控股股东凭借其控制权侵占公司的资源来获取的控制权私人收益，而并购活动也就可能成为控股股东剥削中小股东的一个利益输送工具。尤其是在投资者法律保护较弱的国家，这种现象更加严重。此后，Faccio 等（2001，2002）、Maury 和 Pajuste（2002）等诸多学者从现金流权与控制权的分离、终极控制人的产权性质、组织形式、控制链层级等不同层面开展的研究将这一视角的研究逐步深入，这无疑为中国上市公司并购绩效的研究提供了一个新视角。

我国上市公司股权结构高度集中，终极控股股东与中小股东的利益冲突表现尤为突出，而且我国普遍存在对中小股东保护的缺失，相关法律体系很不完善。所以，终极控制人控制权私人收益广泛存在。另外，我国上市公司大部分是国有企业改制而来的，国有股权在上市公司中占据了很大比例，同时也有许多的民营企业发展壮大并成功上市，所以，从终极控制人的产权性质划分，我国上市公司可分为政府控制与非政府控制两类，其中，政府控制公司按行政级别划分，又可分为中央政府控制与地方政府控制两种类型；按终极控制人控制权的行权方式不同，可以分为直接的水平结构控制和间接的金字塔结构控制。在国有产权的制度背景下，政府职能的“缺位”容易导致“内部人控制”问题；与此同时，政府职能的“错位”与“越位”又将导致“政府干预”问题。这些足以说明我国上市公司终极控制的制度及治理结构状况与西方国家的情况有很大的差异。

我国整个社会和经济都处于转轨当中，自 1978 年开始，市场经济的发展虽然已经取得了举世瞩目的成就，但由于实施的是渐进式改革开放政策，所以

各个地区之间的市场化进程并不平衡。在市场化程度高的地区，法制化建设相对健全，市场秩序也更加规范，市场竞争更加充分。由于外部市场环境是公司治理体系中的重要组成部分，它会对终极控制人产生影响并进而影响公司并购绩效。因此，我们从终极控制人的视角研究公司并购绩效问题时，还必须结合上市公司所处的治理环境进行分析。

综上所述，我国特殊制度背景形成了股权结构的高度集中、股东性质差异化程度高、各级政府利益诉求各不相同的现实情况，而公司的并购行为及绩效也因此会受到终极控制人控制权私利、政府干预的影响；与此同时，我国作为转轨经济背景下的弱法制环境国家，当前在着力整体推进市场化进程的同时，还显著存在着地区间发展不平衡的状况，这些决定了西方并购绩效的理论分析框架并不完全适用于解析我国上市公司“并购绩效之谜”。正是基于以上的制度背景和我国的实践需要，本书选择从终极控制人这一全新的视角深入、系统地探讨我国上市公司“并购绩效之谜”，同时考虑市场化进程的公司治理环境，试图形成一个系统的研究框架，最终达到为公司并购代理成本理论的拓展提供有力证据、为新兴资本市场的特殊并购绩效之谜提供更准确解释的目的，同时也初步验证我国市场化改革的政策效应。

### 1.1.2 研究意义

多年来，公司并购及绩效的研究一直是公司财务和金融领域的热点和难点，国内外学者们不遗余力的研究虽然成果斐然，但各方见解并不一致，尤其是对于新兴资本市场的研究，频频出现理论框架与经验材料无法调和，这使新兴资本市场并购及绩效问题的研究成为公司并购研究领域内的一个重大课题。本书以中国这个新兴资本市场上的上市公司为研究对象，沿着现代公司并购理论思路，从终极控制人视角对公司并购绩效进行全新诠释，不但能够拓展现代公司并购理论的内涵，而且极大地丰富了新兴资本市场上公司并购理论的研究；在此基础上，本书还结合我国市场化进程与终极人控制的内部治理机制来研究公司并购绩效，这无疑将对构建中国特色公司并购理论起到积极的推动作用。

与此同时，随着资本市场的发展，我国企业的并购活动也逐渐兴起并蓬勃发展，上市公司并购重组能否给股东带来超额收益？并购绩效的大小又受到哪些因素的影响？这其中的影响机制又如何？对这些问题的回答不仅能够挖掘我国上市公司“并购绩效之谜”真正的原因，也关系到企业今后并购行为模式的选择，并将为我国相关政策的制定提供参考。因此，本书结合我国特殊的制度



背景，从终极控制人的角度来研究公司并购绩效问题，具有一定的现实意义。同时，本书对于改进上市公司的治理和健全中小投资者的法律保护体系等方面也具有重要的应用价值。

## 1.2 研究思路、研究目标与研究方法

### 1.2.1 研究思路

本书依据我国特殊的制度背景，根据已有文献对并购绩效的研究，选择终极控制人这一全新的视角，深入探讨我国上市公司“并购绩效之谜”形成的原因。本书的每一个章节都是围绕终极控制人的不同角度展开的一个相对独立的研究，每一章都遵循先理论分析，再提出研究假设，最后用我国上市公司的实际数据进行实证检验的思路展开。理论分析的主要内容有：一是从大股东“掏空”的动机出发，分析了终极控制人与中小股东的代理冲突对并购绩效的影响，形成了终极控制人现金流权、两权分离与公司并购绩效的研究假设；二是从政府干预的“动机”出发，分析了政府控制，尤其是地方政府控制的企业可能受政府干预的程度较重，并形成了终极控制人产权性质、政府控制层级以及金字塔层级与公司并购绩效的研究假设；三是从并购模式选择行为出发，分析了从并购动机到并购模式，再从并购模式到并购绩效的相关理论，并形成了终极人控制、并购模式选择与并购绩效的研究假设；四是从外部市场环境出发，讨论了外部环境对终极人控制与并购绩效关系的影响，最终形成了市场化进程及股权分置改革、终极人控制与并购绩效的研究假设；五是从管理者“寻租”的视角，并基于不同的股权性质及市场化进程的制度背景，形成了市场化进程、管理者权力与公司并购绩效的研究假设。

与相关理论对应，本书的实证检验内容也包含以下三个方面：首先，微观层面主要从终极控制人两权分离、产权性质、政府控制层级和金字塔层级以及管理者权力几方面检验它们与并购绩效之间的关系，试图揭示终极控制人的控制权私利、政府干预与管理者“寻租”对并购绩效的影响以及金字塔层级对并购绩效的保护效应。其次，检验终极控制人两权分离、产权性质及政府控制层级对并购模式选择的影响，以及不同并购模式选择下的并购绩效差异。最后，宏观层面以我国市场化进程以及股权分置改革为影响变量，

分别检验其对终极控制人与并购绩效关系的影响，也进而验证我国市场化改革的政策效应。通过对终极控制人和并购绩效关系的微观、宏观的全面分析，旨在建立一个基于终极所有权结构的公司并购绩效的研究体系，探求我国特殊制度背景下的“公司并购绩效之谜”的真正原因，为企业今后并购行为模式的选择以及我国相关政策的制定提供参考。

### 1.2.2 研究目标

本书试图通过对并购绩效的理论逻辑和中国并购市场特殊制度背景的深入分析，从收购公司长期市场绩效差异的角度，构建其并购交易动机、交易行为与市场绩效研究的理论框架，并通过规范的实证研究检验影响收购公司的市场绩效的因素及其传导机制，以期探索我国特殊制度背景下的公司“并购绩效之谜”。具体来看，本书旨在达到以下五个主要目标：

第一，梳理并购绩效理论，结合中国并购市场背景，构建基于终极所有权结构的公司并购绩效的理论研究框架。

第二，计算收购公司的长期市场绩效，并实证检验终极控制人两权分离、产权性质及政府控制层级对收购公司长期市场绩效的直接影响，总结终极控制人的控制权私利、政府干预对并购绩效的影响以及金字塔层级对并购绩效的保护效应。

第三，实证检验终极控制人两权分离、产权性质及政府控制层级对公司并购模式及行为的直接影响，然后进一步检验并购模式的选择对公司并购绩效的影响，总结出可能导致公司非效率并购的内在作用机理。

第四，结合我国各地区市场化进程发展的不平衡性和股权分置改革与上市公司终极人控制的制度背景，实证检验市场化进程及股权分置改革、终极人控制与公司并购绩效的关系，总结出要优化公司的并购投资行为。提高公司并购绩效，不仅要考虑公司的微观制度特性，还应关注在公司治理中发挥“基础性”治理效应的外部环境因素。

第五，从管理者“寻租”的视角，并基于不同的股权性质及市场化进程的制度背景，补充研究了管理者权力对公司并购绩效的影响。总结出在我国制度转型和公司治理弱化的环境下，管理层权力导致的代理冲突仍是目前公司治理的现实问题。研究结果从公司并购视角发现了管理者利用其权力进行“寻租”的证据；同时将宏观层面的市场化进程与微观层面管理层权力所反映的代理冲突相结合，对上市公司并购行为进行研究，并拓展和补充了相关文献。



### 1.2.3 研究方法和技术路线

本书采用规范分析与实证分析相结合、理论与实践相结合的研究方法。理论研究部分主要采用规范研究的方法，运用经济学、管理学的相关理论，采用建立数学模型的方法进行逻辑推理，形成研究假设；对研究假设的检验主要采用多元回归分析的实证分析法，实证分析的数据全部来源于上市公司的公开数据，实证结果反映了经济活动的现实，不但可以验证定性分析结论，还可用于刻画现实经济生活中的一些现象。在本书的文献综述和特征分析及最后的结论等各章中广泛地应用归纳分析和演绎分析法。通过对以上不同方法的综合应用完成本书的研究。

具体研究中的技术路线：查阅文献确定研究课题和内容→根据研究课题和研究内容拟定研究计划→研究理论文献建立数学模型进行理论分析初步提出研究假设→搜集整理数据→建立模型实证检验→稳健性检验→归纳总结检验结果→最终形成结论→指出研究局限与未来研究方向。

## 1.3 本书内容与研究框架

### 1.3.1 本书内容

第1章是导论。作为开篇，本章首先提出了本书选题的背景与意义；其次分别介绍了本书的总体研究思路、主要研究目标和所采用的研究方法；最后说明本书的研究特色和贡献。

第2章是概念界定和理论基础。本章首先界定了并购、并购绩效以及终极控制人等重要概念；然后回顾了协同效应理论、委托代理理论、管理者过度自信理论等对企业并购动因的阐述，并且对国内并购理论最新发展的相关文献进行了回顾，这为下面进一步通过实证来研究并购绩效奠定了理论基础。

第3章文献综述。从实证的角度对国内外有关并购绩效的评价方法和影响因素的文献进行回顾，并对国内外已有文献进行评述，找到继续研究的空间，从而确定本书的研究方向。

第4章是终极控制人现金流权、两权分离与并购绩效。本章首先分别对终极控制人控制权、现金流权与并购绩效的关系进行实证检验；然后基于终极控

制人控制权私利的并购理论分析,将终极控制人的控制权与现金流权的分离程度作为终极控股股东侵占少数中小股东利益的代理变量,并结合公司自有现金流和成长机会对上市公司并购绩效的影响进行了实证研究,试图揭示终极控制人利益侵占效应的存在与作用机理以及我国上市公司终极控制人自利性并购行为的动机与能力。

第5章是终极控制人性质、金字塔层级与公司并购绩效。本章首先分析了终极控制人不同的产权性质对公司并购绩效的影响;其次针对政府控制的上市公司,进一步比较了中央政府控制和地方政府控制对公司并购绩效影响的差异;最后检验金字塔股权结构对政府控制企业并购绩效是否具有保护效应。

第6章是终极人控制、并购模式选择与公司并购绩效。本章是从并购模式选择的视角来实证检验终极控制人的两权分离以及政府控制性质对不同并购模式选择的影响,并在此基础上进一步检验这种选择结果对并购绩效的影响,从而考察终极控制人影响并购绩效的作用机理。本章试图检验终极控制人是通过何种并购模式作为传导途径而导致公司并购的非效率。

第7章是股权分置改革、终极人控制与公司并购绩效。本章结合我国股权分置改革的背景分析我国上市公司并购绩效在股权分置改革前后的变化,以检验股改的成效。首先分析了股权分置对终极控制人代理成本与并购绩效关系的影响;其次检验了股权分置对终极控制人代理成本与并购绩效关系的影响是否受终极控制人性质的影响。

第8章是市场化进程、终极人控制与公司并购绩效。本章是借用樊纲、王小鲁、朱恒鹏《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2010年报告》的研究成果,首先分析了市场化进程对终极控制人代理成本与并购绩效关系的影响;其次检验了市场化进程对公司并购绩效的作用是否受终极控制人性质的影响;最后检验金字塔层级对政府控制企业并购绩效的保护效应是否受到市场化进程的影响。

第9章是市场化进程、管理者权力与公司并购绩效。本章立足于股东与管理者之间的代理问题,补充研究管理者权力对公司并购绩效的影响,并在此基础上,进一步结合控制性股东的产权性质及市场化改革的制度背景,检验股东特征与外部环境如何影响管理者利用权力通过并购攫取私人收益的行为。

第10章是研究结论与展望。本章首先总结了上述各章的研究结论,运用规范分析方法,有针对性地提出规范我国上市公司并购行为,提高我国上市公司



并购绩效的政策建议，并指出本书存在的局限性以及后续研究的方向。

### 1.3.2 研究框架

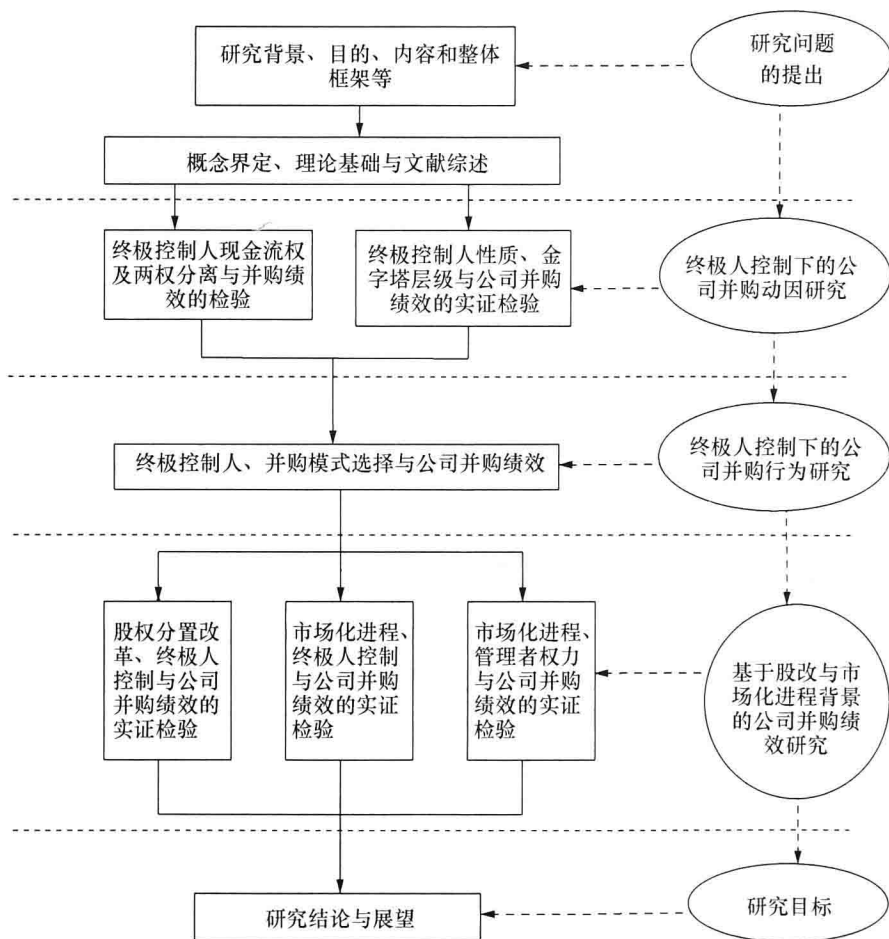


图 1-1 本书研究框架图

## 1.4 可能的创新之处

第一，本书在实证上采用了长期持有超常收益（BHAR）来评价收购公司的并购绩效，并在此基础上检验终极控制人的现金流权及两权分离对公司并购