



相思湖学术论丛·管理论丛

基于控股股东 特质的

我国上市公司并购绩效研究

李田香◎著

中国社会科学出版社



相思湖学术论丛·管理论丛

基于控股股东 特质的

我国上市公司并购绩效研究

李田香◎著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

基于控股股东特质的我国上市公司并购绩效研究/李田香著. —北京: 中国社会科学出版社, 2017. 12

ISBN 978 - 7 - 5203 - 1376 - 6

I. ①基… II. ①李… III. ①上市公司—企业兼并—企业绩效—研究 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 273455 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 王 曦
责任校对 孙洪波
责任印制 戴 宽

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 [http: //www. csspw. cn](http://www.csspw.cn)
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京明恒达印务有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2017 年 12 月第 1 版
印 次 2017 年 12 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 14.25
插 页 2
字 数 201 千字
定 价 66.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

序

在此著即将出版之际，非常荣幸接到作者让我为其写序的邀请。该书之所以聚焦于中国资本市场的企业并购行为与并购绩效研究，是因为并购是资本市场的永恒话题，是资本市场重要的资本活动，因此此选题具有较强的现实意义。出版此书之前，作者在并购和公司治理领域发表过二十多篇相关科研论文，也参与了控股股东特质和企业财务行为相关专著的撰写。此次出版该专著，是对其研究领域的一个拓展和深入。

中国的资本市场相较于全球资本市场有其自身显著的特点。对这些特点的研究与探索，形成了一些具有中国特色的理论。在我国，企业所有者具有一定的特殊性。一般来讲，企业的所有者包括法人和自然人，但是在中国，法人还可以分为国有法人和非国有法人。在现实中，国有法人和非国有法人在进行公司决策时，其目标往往是不同的。国有法人在做决策时往往并不单纯地以盈利为目的，通常带有一定的行政目的，如国家安全、产业整合、社会稳定、扶持亏损企业、国有资产保值增值等，因而，在不同决策动机下产生的决策效果也会存在差异。因此，对不同所有者的经济财务行为进行分层对比研究，是符合中国资本市场的特殊国情的，也是非常有必要的。

早在1988年，郭复初教授就提出了社会主义财务体系，其主要包括国家财务、部门财务和企业财务，这在会计理论界是一个重大的创新，是对财务分层的最早研究。受此理论启发，我在论文《所有者财务：一个全新的领域》中提出了“所有者财务”理论，又在

随后的系列论文和专著中形成了关于所有者财务的较为严密的理论体系,该理论认为,与经营者财务学一样,所有者财务包括筹资、投资和利润分配等体系。2011年,在所有者财务的基础上,我又提出了控股股东特质理论,并计划将控股股东特质理论应用于财务管理的各个领域。本书将控股股东特质理论与并购理论相结合,拓展了控股股东特质理论的应用范围,以适用于中国资本市场。

本书基于控股股东特质,对上市公司的并购绩效进行了研究。一般来讲,并购绩效分为宏观并购绩效和微观并购绩效。宏观并购绩效主要体现在并购能重塑或完善产业格局,调整行业的竞争态势,进行资源的优化配置;而微观并购绩效主要是指并购后主并公司绩效和目标公司绩效的提高。

目前在我国,并购的主要作用主要体现在其具有较强的宏观绩效,而并购后企业的微观绩效是否有所改善,一直是经济学家和学者们研究的课题。通过对已有研究成果进行总结,发现并购对目标公司具有普遍的正收益,而对于主并方来说,并没有因为并购本身而获得超额收益。因此,提升并购后公司的绩效,尤其是主并公司的绩效,能有效促进资本市场的健康发展。

影响并购绩效的因素有很多,本书侧重于从中国上市公司股权结构的特性和控股股东特质的角度进行探究。从选题来看,其是中国资本市场上备受关注的并购话题,选题的角度符合中国资本市场的发展特点,具有显著的中国特色。

本书的主体结构大致分为五大部分。首先是理论阐述;其次是不同特质的控股股东并购行为的比较分析;再次是不同控股股东特质股东的并购绩效比较及其原因分析;复次是控股股东特质指数的设计与绩效检验;最后是为提升上市公司并购的微观绩效所提出的建议。具体来说,本书的主要内容是在控股股东特质理论的基础上,根据控股股东的不同性质,将控股股东分为国有控股股东与民营控股股东,并采用财务研究法、主成分分析法和事件研究法,对比研究不同性质的上市公司之间并购绩效的差异。通过二者并购行

为能力的差异来解释绩效的差异（包括内部人控制程度差异、并购动机差异、并购模式差异、并购风险偏好差异），同时构建指数模型再度检验绩效的研究结果，最后提出相关的对策建议。

本书具有一定的创新性，主要体现在以下几个方面：

（1）本书的理论基础和研究视角比较新颖。本书以所有者财务理论和控股股东特质理论为基础，并将其与并购理论进行结合。本书利用了控股股东的性质概念，将研究的对象划分为两类，即国有上市公司和民营上市公司。在对此两类上市公司的并购绩效与原因进行对比分析时，一方面基于不同控股股东特质下的并购行为差异，对不同控股股东特质下的并购决策的自主性程度、内部人控制程度、并购动机、并购模式以及控股股东的并购风险偏好程度等方面进行对比研究；另一方面基于不同控股股东特质，通过构建指数模型对其进行对比验证。

（2）本书构建了符合我国资本市场特征的控股股东特质指数模型，拓展了控股股东特质理论。本书构建了控股股东对管理层控制力指数、整合风险指数和效率指数，进一步验证了本书的实证结果，同时模型的构建量化了控股股东特质理论，是对控股股东特质理论的进一步应用与拓展。

（3）本书提出了“控股股东决策自主性程度”概念。本书在对国有上市公司与民营上市公司并购绩效产生差异的原因进行分析时，提出了“控股股东决策自主性程度”概念，并对该概念进行了实证分析和验证。本书采用“第一大股东持股数与前十大股东总持股数的比值”来表示控股股东并购决策自主性程度的高低，并通过实证统计，将20%—30%这个比值区间命名为“控股股东决策自主性程度最有效区间”。

本书最难能可贵之处便是基于控股股东特质理论构建了控股股东对管理层控制力指数、整合风险指数和效率指数，对控股股东特质理论进行了量化研究，进一步深化了控股股东特质理论的研究。

本书的出版，可以为进一步规范我国资本市场，提高我国资本

市场的效率，并为今后的并购活动提供一定的参考；可以为各级政府决策部门提供一定的决策参考；为经济与管理领域（尤其是企业管理、公司治理、投资与并购、财务管理等专业领域）的从业人员、学术研究者、各高校经济与管理专业的教师及学生提供研究与学习的参考；为研究者和实务操作者制定具体的对策建议提供参考。

本书作者是我指导的2010级博士生。在攻读博士学位期间，她妥善处理好了学业、家庭、工作之间的关系，勤奋、刻苦钻研学术，终有回报。在此书即将付梓出版之际，借此序，我表示衷心的祝贺。希望她在股东特质与企业并购领域继续深化研究，取得更多具有创新价值的成果。

是为序。

千胜道

2017年2月15日

前 言

从 19 世纪末开始，以美国为代表的西方国家的企业并购活动就如火如荼地进行着。我国从“洋务运动”时期开始，企业也陆续进行了兼并和收购活动。改革开放后，企业的并购活动经历了几次高潮，并购成为最重要的资源整合手段之一。并购绩效分为宏观并购绩效和微观并购绩效，宏观并购绩效主要体现在并购能重塑或完善产业格局，调整行业的竞争态势，进行资源的优化配置；而微观并购绩效主要是指并购后主并公司绩效和目标公司绩效的提高。

并购后企业的微观绩效是否有所改善，一直是经济学家和学者们研究的课题。通过对已有研究成果进行总结，发现并购对目标公司具有普遍的正收益，而对于主并方来说，并没有因为并购本身而获得超额收益。因此，提升并购后公司的绩效，尤其是主并公司的绩效，能有效促进资本市场的健康发展。

影响并购绩效的因素有很多，本书侧重于从中国上市公司股权结构的特性和控股股东特质的角度进行探究，将所有者财务理论、控股股东特质理论与并购理论进行结合，对控股股东特质不同的上市公司的并购行为进行研究，并最终找出引起绩效差异的原因与对策，设计控股股东特质指数。

本书将通过对下列两个并购案例进行分析，提出本书的主要研究目的以及内容。

案例 1：武钢并购案

钢铁行业在国内以资本高度集中、产业关联度高、规模经济显

著为特点而存在,该行业关系到国家的国计民生。我国的铁矿产区大部分集中在冀东、鞍山、攀枝花、五台山等地。到21世纪初,我国钢铁行业基本上呈现出这样的布局:一个龙头企业各领一方。如东北的鞍钢,华北的首钢、唐钢、邯钢,华东的宝钢等。武钢在当时是国内主要的优质板材生产基地之一,拥有一整套先进的钢铁生产工艺设备,在国内钢铁市场也占有重要地位。

由于钢铁行业存在着能源消耗、资源浪费等问题,2005年初,国家发改委出台了《钢铁工业控制总量、淘汰落后、加快结构调整的通知》。按此文件精神,我国在2006—2010年,淘汰落后炼铁生产能力1亿吨、落后炼钢能力5500万吨,并倡议钢铁企业之间使用并购实现这一目标。为了实现这一目标,鼓励企业之间的并购,国家限制了任何钢铁企业产能扩展规划。在此政策背景下,武钢集团为了实现企业规模的扩张,便开始了并购重组之路。

武钢通过市场调查发现我国西南部的钢铁产能还比较分散,如广西、云南和贵州等地。在市场调查的基础上,武钢提出了“中西南发展战略”,即发挥武钢的各方面优势,通过联合中西南部的钢铁企业,实现优势互补,通过并购实现强大的区域市场控制力和竞争力。其并购过程如下:

第一步:并购湖北鄂钢。

2005年武钢和鄂钢实力相差悬殊,鄂钢2004年亏损了几千万元,但武钢集团实现了利润70亿元。对于鄂钢来说,要么继续独立经营,几年后将面临不良资产的处置问题;要么是进行股权划拨,将其51%的股权划拨给武钢。后一种方式更有利于鄂钢的发展和地方税收的增长。2005年1月,鄂钢51%的股份由湖北省国资委无偿划拨给武钢,鄂钢便成了武钢的控股子公司。并购后,武钢将其经营策略应用到鄂钢中,使得鄂钢的经营效益有了明显的好转。

第二步:并购广西柳钢。

柳州钢铁集团公司是广西最大的国有工业企业。二者之间的并购,是我国钢铁企业首次跨地域重组。由于当时柳钢对柳州市及广

西壮族自治区的利税贡献，使得广西壮族自治区国资委及柳钢都拒绝这桩并购案。后来经协商后武钢提出，被收购的柳钢每年产生的利税将由双方企业所在地政府进行五五平分，最终实现了并购，组建了武钢柳钢联合有限责任公司。

第三步：抢占云南昆钢。

昆明钢铁集团公司是云南最强的钢铁生产基地。在此之前，荷兰米塔尔钢铁公司就有意合并昆钢，但此事由于有关部门没有审批而搁浅。其后攀枝花钢铁集团也有此意，但在竞争中，武钢凭借其雄厚的资本和各种优越的条件，最终成功并购了昆钢。

武钢与鄂钢、柳钢、昆钢重组后，按照“发展规划统一、市场开发统一、产品研发统一、资源开发统一和资本运作统一”五个统一的原则，加强资源整合，充分发挥了战略并购的协同效应。

案例 2：国美并购永乐

随着市场竞争日渐激烈，同一商圈的多家连锁店共同存在的现象普遍存在，使得单店经营业绩受到了不同程度的影响。家电行业连锁经营的现象比较普遍，进入 21 世纪后，家电行业的利润率大幅下降，截至 2004 年底，该行业毛利润仅有 10%，净利润率则不足 3%。^①截至 2005 年，国美、苏宁和永乐占据了家电行业前三强的地位，其市场占有率分别为 10.14%、8.11% 和 3.65%。^②国外家电零售巨头也纷纷进入中国市场，2006 年，百思买集团斥资 1.84 亿美元购得五星电器有限公司（江苏）75% 的股权，并开设分店，国内家电连锁企业的竞争力度相应加大。为了在竞争中占据有利的市场地位，国内各家电连锁企业积极寻求战胜对手的策略。

在此背景下，2006 年 7 月，国美董事长黄光裕与永乐董事长陈

① 宁楠：《永乐家电高层管理人员激励方式设计与分析》，硕士学位论文，华中科技大学，2006 年。

② 丁友刚：《中国企业重组案例》，东北财经大学出版社 2010 年版，第 135—136 页。

晓联合发布国美永乐的合并公告书。经过多轮博弈后，国美电器于2006年11月成功收购了永乐电器。

首先，国美电器（主并方）的并购动因体现在主并方企业为了扩大规模。当企业达到较大规模后，便具备了和供应商讨价还价的能力。由此可见，企业规模的大小体现了企业的盈利能力和抗风险能力。在家电行业，各零售企业都会通过增加网点获得竞争优势，但如果网点过密，也会提高经营成本，导致竞争力下降。为了实现网点的合理化布局，实现集约化经营，获取规模经济效应，国美并购永乐，以加快实现行业的“低价、规模化和专业化”。

其次，并购动因体现在国美电器为了应对国外家电零售巨头带来的竞争，提高企业自身的竞争力。当时百思买已经并购了五星电器，并购后的规模非常庞大，几乎达到了同行业前三名之和的8倍，因此，国美并购永乐是提升国内家电零售品牌竞争力的有力策略。

国美并购永乐之后，无论是门店数还是年销售额，都与苏宁和百思买拉开了很大的差距，顺利确立了自己的行业霸主地位，股价明显上涨，业绩也获得了显著的提升。

从上述两个案例来看，武钢的控股股东为湖北省国资委，性质为国有控股，国美电器的控股股东则是黄光裕，性质为民营控股。上述两个案例可以说是国有上市公司和民营上市公司并购的典型代表。主并公司武钢和国美，二者除了企业性质不同以外，其控股股东的不同之处还体现在其具备的对公司行为能力的差异上。从上述案例可以看出，国有和民营控股股东在进行并购决策和实施并购的过程中，所体现出来的并购行为能力存在明显的区别。如并购行为的驱动因素——并购动机就存在显著的差别。武钢并购的背景是2005年初，国家发改委出台《钢铁工业控制总量、淘汰落后、加快结构调整的通知》，按此文件精神，在“十一五”期间，我国为了进行产业整合，鼓励钢铁企业之间进行并购，为了促进企业间的并购，国家对钢铁总体产能进行控制，不再批准任何钢铁企业产能扩展规划。在此背景下，要实现钢铁企业的规模扩张，就只有通过并

购这一条途径，武钢集团便是在此政策背景下开始了跨区域并购重组之路，该并购行为体现的是作为政府的控股股东意志，政府干预的强度非常大。国美并购永乐的案例，并购动因首先是为了扩大企业规模，提高与供应商议价的能力，其次是为了应对外资的涌入，提高企业自身的竞争力。该并购行为体现的是企业控股股东的意志。综上所述，国有与民营上市公司并购动机存在较大的区别，这也会导致并购模式、并购支付方式、并购后的整合速度、并购风险等一系列的并购行为出现差异，并最终导致并购绩效出现差异。本书将控股股东的不同特点、性质称为特质，特质不同，控股股东的风险偏好、行为能力等就不尽相同，从而最终表现为绩效的差异。

上述两个案例是众多并购案例中具有代表性的案例。在这两个案例的基础上，可以将研究的样本扩展到整个中国资本市场，考察和总结资本市场上具有不同控股股东特质的上市公司，其并购行为存在哪些不同以及由此带来的绩效差异。本书将基于控股股东特质理论，以并购的上市公司作为样本，利用财务研究法、主成分分析法、指数模型设计和多元回归分析等方法，在对并购动机、并购模式、并购支付方式、并购风险偏好等进行分析的基础上，对并购绩效进行对比研究，找出影响并购绩效差异的成因，提出相关的改进对策。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
一 国外企业并购的发展	1
二 我国企业并购的发展	9
三 并购绩效的困惑	13
四 中国上市公司所有者的特殊性	14
第二节 本书框架	15
一 研究思路	15
二 全书框架介绍	17
第三节 研究的对象、方法	19
一 研究的对象	19
二 研究的方法	20
第四节 核心概念间的逻辑关系与技术路径图	21
一 核心概念间的逻辑关系	21
二 技术路径图	23
第五节 本章小结	25
第二章 控股股东特质相关理论	26
第一节 所有者财务理论	26
第二节 控股股东特质理论	28
一 股东特质、股权性质与股东性质	30

二	股东特质与财务行为	32
三	财务行为与并购行为	32
第三节	终极控制人理论与内部人控制理论	33
一	终极控制人理论	33
二	内部人控制理论	34
第四节	控股股东特质理论的扩展	35
一	控股股东决策的自主性程度	35
二	风险偏好程度	36
三	控股股东对管理层的控制力程度	36
四	控股股东行为效率	37
第五节	本章小结	37
第三章	并购相关理论及综述	39
第一节	并购与重组	39
一	并购的基本内涵	39
二	重组的基本内涵	41
三	企业重组与企业并购的关系	41
第二节	并购动机理论	43
一	国外企业并购动机理论研究综述	43
二	我国企业并购动机理论研究综述	52
第三节	并购模式理论	55
一	资产收购	55
二	资产置换	56
三	新设合并和吸收合并	56
四	资产剥离	57
五	债务重组	57
六	股份回购	58
七	股权转让	58
第四节	并购风险理论	59

一	并购前的风险	60
二	并购中的风险	62
三	并购后的风险	63
四	识别目标公司财务风险的方法	64
第五节	并购绩效研究综述	66
一	并购绩效概念解析	66
二	国内外学者对企业并购绩效研究方法的综述	67
三	国外学者对并购绩效结果的研究综述	74
四	国内学者对企业并购绩效研究的综述	78
第六节	股东特质理论与并购研究综述	82
一	股东性质理论研究综述	82
二	股东特质理论与并购研究综述	83
第七节	本章小结	84
第四章	基于控股股东特质的我国上市公司并购行为分析	85
第一节	国有与民营上市公司的并购动机分析	85
一	与公司发展和股东利益有关的并购动机	86
二	与管理者利益有关的并购动机	89
三	与政府有关的并购动机分析	90
第二节	国有与民营上市公司的主要并购模式与并购 风险偏好比较	92
一	国有与民营上市公司的主要并购模式比较	92
二	国有控股股东和民营控股股东并购风险偏好 比较	92
第三节	本章小结	93
第五章	基于控股股东特质的我国上市公司并购绩效 实证研究	95
第一节	样本选取及研究方法	96

一	数据来源	96
二	数据筛选	96
三	实证分析方法	98
第二节	基于财务研究法的并购绩效研究	98
一	财务指标评价体系	98
二	并购绩效实证研究过程	105
第三节	基于 Tobin's Q 值法的并购绩效研究	119
一	Tobin's Q 值研究方法	119
二	Tobin's Q 值计算及结论分析	121
第四节	本章小结	124
第六章	基于控股股东特质的并购绩效差异原因分析	125
第一节	控股股东决策的自主性程度对并购 绩效的影响	125
第二节	内部人控制程度对公司并购绩效的影响	128
第三节	并购动机对并购绩效的影响	129
第四节	并购模式对并购绩效的影响	130
一	股权转让、资产收购对并购绩效影响的 对比分析	130
二	国有、民营公司并购模式的选择偏好分析	131
第五节	控股股东风险偏好程度对并购绩效的影响	133
一	并购上市公司与 A 股整体上市公司资产 负债率对比分析	133
二	不同性质并购上市公司资产负债率的对比分析	134
第六节	本章小结	136
第七章	控股股东特质指数研究设计	137
第一节	控股股东对管理层的控制力指数设计	137
一	指标的选取	138

二	样本的选取	138
三	指数的构建	139
四	指数合理性检验	140
五	结果分析	143
第二节	整合风险指数设计	143
一	指标的选取	144
二	样本的选取	144
三	指数的构建	145
四	指数合理性检验	146
五	结果分析	148
第三节	效率指数设计	149
一	指标的选取	149
二	样本的选取	150
三	指数的构建	150
四	指数合理性检验	151
五	结果分析	153
第四节	本章小结	153
第八章	提高上市公司并购绩效的对策建议	154
第一节	降低内部人控制程度，提升控股股东 对管理层的控制力	154
一	完善股东大会表决机制	154
二	规范董事会运行机制	155
三	强化监事会的监督功能	156
第二节	降低并购风险	157
一	降低公司并购前的风险水平，强化风险管理	157
二	降低公司并购过程中的风险	157
三	降低公司并购后的整合风险	158
第三节	提升并购后效率指数	165