



中国上市公司 资产重组绩效研究与 实证分析

包君生 编著

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI
ZICHAN CHONGZU JIXIAO YANJIU YU
SHIZHENG FENXI



 经济日报 出版社

包君生 男，1979年7月9日出生，蒙古族，北京交通大学毕业，本科学士学位，北京控股集团有限公司、北控城市开发有限公司执行总经理，主抓城市开发的资产重组与市值管理。长期致力于生态城镇建设的投融资研究和实践，摸索出标准化的生态城镇开发建设模式；通过AMC资产管理的应用对企业金融债务结构调整及流动性支持并实现资本化的理论与实践。

中国上市公司 资产重组绩效研究与 实证分析

包君生 编著

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI
ZICHAN CHONGZU JIXIAO YANJIU YU
SHIZHENG FENXI

 经济日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司资产重组绩效研究与实证分析 / 包君生编著. -- 北京: 经济日报出版社, 2018. 9

ISBN 978 - 7 - 5196 - 0394 - 6

I. ①中… II. ①包… III. ①上市公司 - 资产重组 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 145793 号

中国上市公司资产重组绩效研究与实证分析

编 著	包君生
责任编辑	杨保华
责任校对	李艳春
出版发行	经济日报出版社
社 址	北京市西城区白纸坊东街 2 号 A 座综合楼 710
邮政编码	100054
电 话	010 - 63567684 (总编室) 010 - 63538621 63567692 (发行部)
网 址	www. edpbook. com. cn
E - mail	edpbook@ sina. com
经 销	全国新华书店
印 刷	北京建宏印刷有限公司
开 本	710 × 1000 毫米 1/16
印 张	15
字 数	218 千字
版 次	2018 年 9 月第一版
印 次	2018 年 9 月第一次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5196 - 0394 - 6
定 价	68.00 元

版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换





目 录

第一章 导 论	1
1.1 研究背景及研究意义	2
1.1.1 企业的自身发展	4
1.1.2 证券市场平台的完善	5
1.1.3 资本市场日渐规范	6
1.2 中国上市公司资产重组绩效的研究现状	12
第二章 资产重组绩效的基础理论分析	19
2.1 资产重组的概念	20
2.1.1 资产重组的界定及特征	20
2.1.2 公司资产重组的分类及原则	24
2.1.3 资产重组绩效的含义	28
2.2 上市公司资产重组绩效的相关经济理论	30
2.2.1 资产重组绩效理论研究框架	30
2.2.2 新古典经济学	32
2.2.3 交易成本理论	40
2.2.4 委托—代理理论	48
2.2.5 协同效应理论	56
2.3 上市公司资产重组的模式及绩效分析	61
2.3.1 上市公司资产重组的模式	61
2.3.2 上市公司资产重组绩效的实证分析	73
2.4 上市公司资产重组程序	88

2.4.1 股份制企业并购的程序模型	88
2.4.2 我国上市公司兼并与收购的程序	89
2.5 上市公司资产重组绩效的评价方法	89
2.5.1 事件收益法	90
2.5.2 财务分析法	91
第三章 我国上市公司资产重组绩效的概述	93
3.1 公司资产重组的动因研究	94
3.1.1 中国上市公司资产重组的背景	94
3.1.2 公司资产重组的动因	96
3.2 中国上市公司资产重组的特殊功能与目标	99
3.2.1 我国上市公司资产重组的特殊功能	99
3.2.2 我国上市公司资产重组的特殊目标	116
3.3 我国上市公司资产重组的原则	133
3.3.1 构建地区行业龙头的原则	133
3.3.2 重造地区产业布局的原则	134
3.3.3 有效选择重组模式的原则	134
3.3.4 支持高新技术和民营企业的发展原则	135
3.3.5 推动资产重组向纵深发展的原则	136
3.3.6 政府与市场相融合的原则	137
3.4 我国上市公司资产重组的模式及绩效评价	137
3.4.1 我国上市公司中资产重组的模式	137
3.4.2 我国上市公司资产重组模式的绩效评价	145
第四章 我国上市公司资产重组绩效的现状分析	155
4.1 我国上市公司资产重组的现状	156
4.1.1 上市公司资产重组的总现状	156
4.1.2 我国上市公司资产重组的具体现状	157
4.2 我国上市公司资产重组存在的问题	158

4.2.1 股票市场上市公司资产重组的制约	158
4.2.2 资产重组的配套制度不完善及政府的不当干预问题	160
4.2.3 资产重组内幕交易及股权纠纷问题	161
4.2.4 资产重组中的信息披露不完善	162
4.2.5 重组过程中资产转让定价随意	162
4.2.6 资产重组在关联交易中存在的问题	165
4.3 我国证券市场存在的问题对资产重组的影响	167
4.3.1 我国证券市场现状及其重要作用	167
4.3.2 证券市场存在的问题	168
4.4 上市公司并购重组存在问题的影响分析	170
4.4.1 市场经济原则被破坏	170
4.4.2 中小股东利益受损	171
4.4.3 上市公司并购重组绩效欠佳	173
第五章 我国上市公司资产重组低效的制度成因分析	175
5.1 产权制度因素	176
5.1.1 产权理论	176
5.1.2 我国产权制度改革的历史进程	178
5.1.3 有关完善我国资产重组的产权制度的几点建议	181
5.2 法律环境因素	183
5.2.1 现有的有关企业兼并重组的法律法规	183
5.2.2 中国现有上市公司资产重组立法的特点	183
5.2.3 现行有关资产重组的主要法律条款的突破点和典型问题	185
5.2.4 解决有关资产重组法律法规当中存在问题的一些建议	187
5.3 信息披露与我国的会计制度因素	193
5.3.1 信息披露的理论依据	193
5.3.2 我国上市公司资产重组活动信息披露有关规定	193
5.3.3 我国资产重组中会计信息披露存在的问题	195
5.3.4 资产重组信息披露问题的治理对策	198

5.4 政府行为因素	201
5.4.1 政府介入的必要性	201
5.4.2 政府参与资产重组所带来的问题	204
5.4.3 对政府参与资产重组问题的一些建议	206
5.5 特殊制度环境下重组行为扭曲	207
5.5.1 特殊制度背景下重组行为扭曲	207
5.5.2 政策建议	212
第六章 中国上市公司资产重组的政策建议	217
6.1 资产重组交易中违法违规行为的经济学分析	218
6.1.1 违法违规行为分类	218
6.1.2 当前证券公司监管中存在的不足	222
6.2 制订上市公司资产重组交易监管办法的原则	224
6.2.1 立法应与产业政策、产权政策相匹配	224
6.2.2 立法应坚持与市场化法规相匹配	225
6.2.3 立法要与当事人的偏好相匹配	226
6.3 完善中国资产重组交易市场的政策建议	227
6.3.1 优化股权结构	227
6.3.2 强化董事会功能	228
6.3.3 提高银行的监督意识	229
6.3.4 规范资产重组	230

第一章 导 论

1.1 研究背景及研究意义

企业并购出现在 19 世纪末 20 世纪初期，经历了五次并购浪潮，进入 21 世纪，并购实现了从“横向并购”到“战略并购”的转变。全球企业并购交易总额在 2000 年已经达到 3.3 万亿美元，占当年世界经济总量的比例为 10%。从 2002 年至今，世界范围内企业并购的速度和并购的规模增长都有越来越快的趋势，2002 年至 2010 年间全球发生的并购事件总数量和总金额大量增长。现在企业并购已经成为全球最热门和最经久不息的话题。对于企业来说，并购是企业 在发展壮大的过程中优先选择的发展战略，与企业内部成长的形式相比，可以说并购为企业发展战略的正确实施以及全球经济体系的资源重新分配提供了一条越来越重要的途径。

我国从改革开放至今已经有累计 20 多年企业并购的实践经验，企业间的并购活动也随着市场经济的不断发展日益频繁，1998 年至 2001 年，我国共发生 1700 多起企业并购事件，交易金额达 1250 亿元，纵观近 10 年来全球并购活动的交易数量和交易金额，可以看出，企业的并购已经成为当今世界经济体系中最活跃的经济行为之一。与此同时，国内外学术界对企业并购的动因、过程、绩效以及后期整合等问题进行了广泛和深入的探讨，在为什么会产生并购、企业如何实施并购和企业并购绩效的体现途径等方面的问题上初步取得了统一的解释意见。同时在理论研究方面，大量的理论研究为理论实践提供了指导。但是在相关理论的研究和实践中，我们发现有这样一种现象：一方面，国内外学者通过相关的实证研究都得出明确的结论，即企业并购总体上并不都是有效的，甚至某些研究表明，至少 50%—70% 的并购是无效的；而另一方面，全球范围内的并购事件从未

减少。因此，西方经济学家和国内学者都对这种现象给予了高度重视。

为什么会出现企业的并购绩效实证研究结果不能令人满意，而全球的企业并购活动却不断涌现的情况，许多学者经过研究发现了以下几个方面原因：

(1) 企业管理者进行企业并购的目标并非股东价值的最大化，而实证研究并购是否有效的标准又往往是企业并购是否能够增加股东的价值，因此对其进行实证研究使用的绩效测量方法并不准确。

(2) 企业管理者没有充分吸取教训，管理者往往认为是基于前一次失败并购的经验教训来决策新的并购活动的，因此会盲目地认为新的并购必然会成功，因此他们实际上始终在犯相同的错误。

(3) 由于数据的收集、时间周期的选择以及其他统计方面的原因，使得过去的实证研究可能存在很多问题。

针对这种现象，Petra Christman L. J. Bourgeois. III 和 Margaret Cording 于 2002 年在对众多学者关于公司并购绩效的实证研究进行了综述的基础上提出了“成功悖论”和“协同效应悖论”理论。所谓“成功悖论”是指实施收购的公司积极的并购行为与不能为股东创造价值甚至损害股东价值间的悖论；而所谓“协同效应悖论”则是指企业间的相关性并购从理论角度来说，比非相关性并购能够创造更高的股东价值这一说法并没有实证研究结论的支持。20 世纪 90 年代以来，企业主要围绕相关产业的发展战略进行并购活动。哈贝等（2003）学者也发现，从 20 世纪 90 年代以来，大约有 80% 的并购事件是属于企业购买相关业务，而 36% 的目标公司是主并购企业完全相关的，44% 是与主并购企业高度相关的。有关专家通过理论研究所做的推断表明，企业间具有相关性的并购，其综合绩效从统计的角度来看都显著优于非相关性的并购。然而相关的实证检验的结果却并非如此，因此，这种理论研究与实证检验之间就存在悖论，即“协同效应悖论”。

对企业并购的研究无论是企业并购“成功悖论”或是“协同效应悖论”，其核心都在于如何对企业并购绩效进行评价，因此，如何解释研究结论与现实情况截然相反的现象，如何衡量企业并购的效果，如何构建能全面、合理、统一地解释并购现象的并购绩效评价方法和评价体系，将是一

个具有吸引力和重要意义的课题。

我国上市公司并购处在蓬勃发展和控制权市场强劲增长的阶段，该阶段一方面要求企业必须从自身发展的角度，针对并购绩效问题进行思考；另一方面，学术界也要及时在相关领域有所关注，并开展广泛和深入的研究。目前，对企业并购微观层面的研究主要集中在三个方面：首先是企业的并购绩效问题；然后是企业并购如何发挥资源配置的作用；最后是企业并购涉及的并购定价、并购策略以及并购方法等具体技术性问题。并购绩效是企业并购重组微观层面研究中的首要课题。中国上市公司的并购活动非常频繁，因此对中国上市公司的并购绩效进行深入研究具有价值，中国上市公司的并购活动正以全新的方式展示在我们的面前。有许多因素促进和影响着中国上市公司的并购活动，这些因素主要包括三个层面，即企业的自身发展、证券市场平台的完善和中国资本市场日渐规范。

1.1.1 企业的自身发展

在市场经济中，并购是企业竞争中必然经历的过程，适者生存、优胜劣汰是企业成长的基本规律，企业发展壮大的途径多种多样，但纵观整个国际市场上众多企业的发展历程，大型企业绝大多数是通过并购这一途径发展壮大的。因此，对资源进行整合是企业永恒的话题。企业并购能够加速资本的集中、增值和资产规模的扩张，从而促进部分巨型公司和大型跨国公司的产生和发展，推动产业升级和资本结构优化配置，对经济的发展起到巨大的推动作用。

随着我国上市公司治理结构的不断完善，参与国际市场竞争的程度不断加深，我国上市公司的并购活动会持续高速地增长。与此同时，我们也应该认识到一些问题，如中国上市公司的并购实践和西方国家相比风险更大、经验不足、发展时间较短、法律制度相对不规范、政府行为的动态性和政策性强、公司治理结构不完善、社会保障制度尚不完善、特殊公司的上市发行制度不全面，等等，这些基于中国特殊国情的问題都使中国企业所面临的环境更为复杂。企业作为并购主体，在实施并购战略时，并未完全按照市场经济规律办事，于是出现了大量的非理性行为。因此，对中国

上市公司并购活动的绩效进行深入研究，提出相关问题和改善意见对中国上市公司来说非常迫切。

1.1.2 证券市场平台的完善

20世纪70年代末，我国启动了从计划经济向市场经济转型的经济体制改革，我国国有企业的改革在这场改革的过程中逐步深化，中国的整体经济得到飞速发展，因此，制定与之相适应的金融制度变得越来越迫切。基于这个大背景，我国的证券市场应运而生。我国在1990年和1991年分别成立了上海证券交易所和深圳证券交易所，在之后的近20年时间里，中国的证券市场实现了由小心尝试、积极推进到最终稳定发展的飞跃，实现了由党员带头参与到全民炒股热的变化，在空间上实现了把地区性市场发展做为全国性市场的扩张。伴随着改革的深入和经济的迅速发展，我国证券市场将表现出巨大的可发展空间，上市公司作为证券市场的基石，在中国经济的增长中崭露头角，并显示出越来越重要的作用。中国证券市场发展到现在，无论是在市场容量、监管规则和交易手段上，还是在上市公司数量上，都已经有了长足的发展。我国证券市场的高速发展，为我国企业并购持续高速地发展提供了坚实的基础。

目前，我国上市公司在一些层面仍存在问题，但是伴随着证券市场监管力度和相关制度的日益完善，我国证券市场已经开始进入规范发展的阶段。例如，上市公司在财务报表等一些基本信息的披露方面，可以说已经达到了相关监管部门的要求。在《公开发行证券公司信息披露编报规则》上对于上市公司的财务信息披露方法有了清晰的规定后，我国上市公司的财务信息含量基本已经得到相关学者的证实，如陈晓（1999）等学者通过实证研究表明，我国的上市公司报表已经具有很丰富的信息含量。虽然财务数据有可能被操纵，但操纵是暂时的。因此从相对较长的观察时期来看，上市公司的综合业绩变化最终还是会从会计报表中反映出来，操作和伪造数据是经不起时间考验的。

财务监管制度的完善为我国上市公司并购的相关学术研究提供了条件和基础。基于证券市场的不断发展，上市公司不断借助这个平台，通过合

理化并购和优选重组方式对产业结构和资源的配置进行调整和优化。我国上市公司的并购活动具有强大的潜力，随着证券市场的进一步发展完善，企业并购将会以更新更高效的方式呈现在我们面前。

1.1.3 资本市场日渐规范

随着相关制度监管的加强以及相关法律法规的颁布和贯彻，我国的并购重组活动呈现日益规范的形势。针对我国上市公司并购重组中存在的突出问题，我国政府于 2002 年至 2005 年相继颁布了一系列办法和法规，初步形成了我国上市公司并购的相关法律框架。随着我国政府不断加大对企业并购的监管力度，逐步健全相关法律法规，我国上市公司的并购重组活动已经逐步进入规范期。现阶段我国的并购重组活动已经成为企业获得发展机会、开展企业创新和增加投资收益的重要手段，从而改变了企业以往通过并购得到上市资格或受非经济因素影响的现象。2005 年 6 月，我国的企业并购发展进入了新的阶段，我国开始实施的股权分置改革，彻底改变了我国整体资本市场的运行基础，并对上市公司的控制权市场带来了巨大的影响。通过这次改革，我国进行重组的上市公司占 15%。改革有效地推动了我国上市公司的并购步伐，并购形式由坏账剥离、出售资产和简单协议收购，逐渐过渡到要约收购、资产置换等方式，并购的形式呈现多元的特点。为了适应股市全流通背景下的资本市场的发展需要，2005 年至 2006 年期间，相关法律法规对我国上市公司的收购行为提出新的规范办法，新《上市公司收购管理办法》的正式实施，增强了我国上市公司并购交易的可行性和可操作性，标志着我国已经进入资本市场优化配置的新时代。甚至有相关学者认为，新会计准则下的企业是并购重组的最大受益者。中国资本市场的并购重组正在蓬勃发展，同时也正逐步走向规范化和法制化。

通过对国内外学者现有研究的具体情况进行详细分析后我们可以发现，国外的文献对企业并购绩效进行了相对完整和系统的实证研究，然而在企业并购绩效的有效检验方面却没有得出较为统一的结论。相比而言，我国学者在上市公司并购绩效领域，则仅是对已有结论进行简单检验、企业并购影响公司业绩的程度以及并购造成股票市场波动等方面有所研究，

并未给出影响并购绩效的相关因素都有哪些，因此无法给企业管理者和监管层提供相应的操作指导和政策建议。

现有研究存在如下问题：

(1) 现有研究很少从企业并购动因与并购绩效影响程度的角度进行深入研究。企业的并购行为是并购绩效的“源动力”和“根本”，它包括企业的并购动因、协同效应以及行业行为等方面。纵观国内外的相关研究，国内学者的相关研究往往属于企业的并购效果研究，研究的重点是企业并购后的总体绩效变化，通过研究绩效变化的程度，比较企业在并购活动前后固定时间段内一些财务指标的变化，从而得到结论，并没有基于不同的影响因素的研究视角考察企业并购绩效，而从并购绩效的产生原理方面进行的相关理论和实证研究以及并购绩效的根源问题进行深入分析的，则更为缺乏。

(2) 缺乏从产业的角度深入研究企业的并购绩效问题。对企业影响作用最大的外部环境包括企业自身所属的行业以及将要进入的行业，因此企业的并购绩效会因企业并购的行业不同而存在差异。我国的企业所属行业存在差异体现了产业效应，国内学界目前缺少从产业角度对企业并购绩效进行的分析。

(3) 缺乏对企业并购绩效的深入和系统的研究。所谓深入和系统的研究仅从并购的业绩来分析和评价企业的并购绩效显然是不全面的。我国已有的研究绝大部分是将上市公司的资产重组公告做为研究的对象，而对于并购公司控股权发生转移的并购行为，仅将其视作资产重组中的一个分类进行基本的对比分析，并没有出现大量有针对性的深入的研究。

近年来，一些学者以探索“成功悖论”问题的解决方法为目的，进一步探索研究了并购绩效的评价方法，并将EVA评价、平衡计分卡、因子分析和数据包络分析等分析方法引入到衡量和评价企业并购的绩效的领域中来，但是相关研究结果仍然表明，现阶段无法清楚地解释大部分并购行为是无效，但并购行为数量不断增长的原因。现有的研究发现，一方面学者们对并购绩效的研究集中在如何通过某种分析方法全面系统的量化和评价并购对企业产生的财务影响；另一方面，明确并购绩效绩效量化和评价的