

学校编码：10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号：B200342027

UDC \_\_\_\_\_

廈門大學

博 士 学 位 论 文

中国上市公司并购动因与绩效研究

A Study on the Motive and Performance of Mergers and  
Acquisitions by China's Listed Companies

黄 兴 李

指导教师姓名：郑 振 龙 教授

专业名称：金 融 学

论文提交日期：2009 年 4 月

论文答辩日期：2009 年 月

学位授予日期：2009 年 月

答辩委员会主席：\_\_\_\_\_

评 阅 人：\_\_\_\_\_

2009 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为(国家自然科学基金“基于控股股东自利行为的上市公司投资行为研究(70772094)”)课题(组)的阶段性研究成果,获得(基于控股股东自利行为的上市公司投资行为研究)课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。

(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于     年    月    日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“    ”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年    月    日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘 要

本文在国内学者现有的研究基础之上,基于我国上市公司丰富多元的制度背景,更为全面地考察我国上市公司的并购动因与绩效。通过回顾我国上市公司与证券市场的发展历程,论文分别对国有控股上市公司和民营上市公司的基本治理特征进行梳理,即我国国有控股上市公司存在“政府干预”与“内部人控制”的双重治理特征,而民营上市公司集中体现了“大股东控制”的基本特征。

基于不同类型上市公司的治理机制,本文分别就“政府干预”“大股东控制”对公司并购行为的影响机制进行理论分析,在此基础上提出了我国上市公司“掏空”和“支持”的并购动因,同时对不同类型上市公司的并购绩效差异提出了研究假设。

论文最后以 1999-2004 年我国上市公司收购非上市公司的 613 个大额并购事件为研究样本,采用“事件研究”和“财务指标(ROE)”两种方法,对上市公司并购绩效进行实证分析,并检验论文提出的研究假设。研究表明,上市公司并购之前年度的财务业绩与并购绩效显著负相关,这一证据支持了“掏空”和“支持”的并购动因假设。此外,在短期上,国有控股上市公司的并购绩效优于民营上市公司,中央控股上市公司的并购绩效优于地方政府控股上市公司,但从长期来看,并购未能提高公司的财务业绩。

通过对收购公司并购事件累计超额收益率的单因素和多元回归分析,本文还发现,我国证券市场对于上市公司并购事件存在明显的提前反应现象,同时,收购公司累计超额收益率与并购交易规模显著正相关。此外,投资者对于上市公司多元化的收购有更为积极的反应,这些证据综合反映了我国资本市场上的投资者对并购重组事件的炒作行为。

关键词：国家控制；大股东控制；并购绩效

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## Abstract

Against the background of diversified institutions of China's listed companies and based on the current research conducted by Chinese researchers, this dissertation aims to do a more comprehensive study on the motive and performance of mergers and acquisitions (M&As) by listed companies in China. By reviewing the course of development of China's listed companies as well as the securities market, this dissertation sorts out the basic governance characteristics of the state-owned holding listed companies and private listed companies. While the former exhibits dual governance characteristics of "government intervention" and "insider control", the latter embodies the basic features of "large shareholder control".

Based on governance mechanisms of different types of listed companies, this dissertation makes a theoretical analysis of the impact of "government intervention" and "majority shareholder control" on the company's M&As, puts forward "tunneling" and "propping" as the M&A motives for China's listed companies, and proposes hypotheses for the performance differences of M&As by varied listed companies.

With the 613 samples of China's listed companies acquiring non-listed companies during 1999 through 2004, this dissertation employs the methods of "event study" and "financial ratio (ROE)" to carry out an empirical study on the performance of M&As of the listed companies and test the proposed hypotheses. The results show that the pre-acquisition annual financial results of the listed companies and the acquisition performance is negatively relative, which is in favor of the M & A motives hypothesis for China's listed companies' "tunneling" and "propping". In addition, in the short term, the M&A performance of the state-owned holding listed companies is better than that of private listed companies, the M&A performance of the central government controlling listed companies is better than that of local governments controlling listed companies, but in the long term, M&As fail to improve the company's financial performance.

Through the analysis of the single factor and multiple regression of the cumulative abnormal return (CAR) in the event of company's M&A, this paper also finds that

China's securities market apparently reacts before the listed companies' M&A, meanwhile, the acquiring company's cumulative excess return has a significant positive correlation with the scale of M&A transactions. In addition, investors respond more positively to the listed companies' diversified acquisition, which reflects the investors' speculation in China's capital market over the events of M&A.

**Keywords:** State control ; Large shareholder control ; Performance of M&As.

厦门大学博硕士论文摘要库

# 目录

导 论.....	1
一、选题依据 .....	1
二、研究对象与研究内容 .....	4
三、论文结构 .....	6
四、论文的创新之处与研究意义 .....	6
第一章 公司并购的基本概念与理论基础 .....	8
第一节 公司并购的含义及特征.....	8
一、公司并购的概念.....	8
二、公司并购的特征.....	10
三、并购的基本类型.....	10
第二节 国外文献回顾——企业并购的动因.....	12
一、协同效应理论 ( Synergy Effect Theory ) .....	13
二、代理理论 ( Agency Theory ) .....	14
三、“自大”假说与过度自信理论 ( Hubris and Overconfidence Theory ) .....	16
四、股票市场驱动理论 ( Stock Market Driven Acquisitions Theory ) .....	16
五、大股东掏空理论 ( Tunneling Theory ) .....	17
第三节 国外文献回顾——并购绩效 .....	18
一、并购绩效的评价方法 .....	18
二、基于事件研究的并购绩效研究.....	20
三、基于公司财务指标的并购绩效研究.....	21
第四节 国内学者的研究回顾.....	22
第二章 制度背景分析.....	25
第一节 我国上市公司与资本市场发展历程.....	25
一、股份制改造 .....	25
二、证券市场的发展.....	27

三、证券市场股票发行的制度安排.....	28
四、国有企业改制中的股权设置 .....	31
第二节 国有控股上市公司的基本治理特征.....	33
一、内部人控制 .....	34
二、政府干预 .....	36
第三节 民营上市公司的公司治理特征 .....	39
第三章 理论分析与研究假设.....	41
第一节 政府干预与公司并购行为 .....	41
第二节 民营上市公司的并购动因与绩效.....	43
第三节 政府控制转型过程中的国有企业所引起的成本和收益.....	45
第四章 实证分析 .....	50
第一节 基于事件研究法的实证分析 .....	50
一、事件研究法 .....	50
二、研究样本与数据来源 .....	52
三、并购累计超额收益率及其单因素分析 .....	53
四、多元回归分析.....	62
第二节 基于财务业绩指标的研究方法 .....	78
第五章 结论与政策建议.....	85
参考文献 .....	88
附表：并购交易样本概况.....	99
致谢.....	114

## Table of Content

<b>Introduction .....</b>	<b>1</b>
Part One Background of Research Subject .....	1
Part Two Research Object and Scope .....	4
Part Three Paper Structure.....	6
Part Four Significance and Innovations of Paper .....	6
<b>Chapter 1. Basic Concepts and Theories of M&amp;As.....</b>	<b>8</b>
<b>Section One Meanings and Features of M&amp;As.....</b>	<b>8</b>
Part One Basic Concepts of M&As.....	8
Part Two M&As Features .....	10
Part Three Types of M&As.....	10
<b>Section two Literature Review of M&amp;A Motives.....</b>	<b>12</b>
Part One Synergy Effect Theory ) .....	13
Part Two Agency Theory ) .....	14
Part Three Hubris and Overconfidence Theory .....	16
Part Four Stock Market Driven Acquisitions Theory.....	16
Part Five Tunneling Theory.....	17
<b>Section Three Literature Review of M&amp;A Performance.....</b>	<b>18</b>
Part One Measures of M&A Performance.....	18
Part Two Event Study on M&A Performance.....	20
Part Three Financial Indicators Study on M&A Performance.....	21
<b>Section Four Domestic Literature Review .....</b>	<b>22</b>
<b>Chapter 1. Aanalysis of Institution Background .....</b>	<b>25</b>
<b>Section One The Course of China's Capital Market and Listed Companies.....</b>	<b>25</b>
Part One Shareholding Reform.....	25

Part Two	Development of Securities Market in China.....	27
Part Three	Rules on Stock Issue .....	28
Part Four	Ownership Design During SOE's Restructuring .....	31
<b>Section Two</b>	<b>The Corporate Governance of State-owned Holding Listed Companies.....</b>	<b>33</b>
Part One	Insider Control.....	34
Part Two	Government Intervention.....	36
<b>Section Two</b>	<b>The Corporate Governance of Private Listed Companies ...</b>	<b>39</b>
<b>Chapter 3.</b>	<b>Theory Analysis and Hypothese .....</b>	<b>41</b>
<b>Section One</b>	<b>Government Intervention and M&amp;As.....</b>	<b>41</b>
<b>Section Two</b>	<b>M&amp;A Motives and Performance of Private Listed Companies .....</b>	<b>43</b>
<b>Section Three</b>	<b>The Benefit and Cost of SOEs in the Process of Economic Transition .....</b>	<b>45</b>
<b>Chapter 4.</b>	<b>Emprical Study.....</b>	<b>50</b>
<b>Section One</b>	<b>Event Study on M&amp;A Performance.....</b>	<b>50</b>
Part One	Methodology of Event Study .....	50
Part Two	Samples and Data Source .....	52
Part Three	Single Facor Analysis of M&As CAR.....	53
Part Four	Multiple Regression of M&As CAR .....	62
<b>Section Two</b>	<b>Financial Indicator Study on M&amp;A Performance.....</b>	<b>78</b>
<b>Chapter 5.</b>	<b>Conclusions .....</b>	<b>85</b>
<b>Reference</b>	<b>.....</b>	<b>88</b>
<b>Appendix.</b>	<b>Research Sample Briefing .....</b>	<b>99</b>
<b>Acknowledgements</b>	<b>.....</b>	<b>114</b>

## 导 论

### 一、选题依据

兼并收购是资本市场永恒的主旋律。与西方此起彼伏的兼并浪潮相似,我国资本市场自 1997 年以来也表现出资产重组的“井喷”现象,并有愈演愈烈之势。与此同时,上市公司并购问题也成为国内公司金融(或公司财务)学术研究的热点之一。多数学者以西方的并购理论为基础,从并购事件的股价反应(即事件研究)和公司长期的财务业绩指标两个角度对我国上市公司的并购绩效进行了实证检验。但是陆正飞和叶康涛(2004)在回顾国内学者对上市公司并购行为的相关研究后指出,由于中国资本市场的特殊性,如保“配”保“壳”动机、大股东掠夺动机、政府干预动机、获取壳资源动机等的存在,使得中国资本市场上的并购动因与国外有着很大的不同,这使得试图借用西方理论来分析中国并购行为的研究往往不能得出非常有意义的结论<sup>[1]</sup>。简言之,研究中国上市公司的并购行为,必须立足于中国上市公司和资本市场的制度背景。

由于历史原因,我国上市公司大部分是原国有企业改制而成,并且,为了维护公有制的主体地位,这些公司在企业改制过程中往往采用了国家绝对控股或相对控股的股权设置模式。理论研究与实际调查表明,尽管改制后的国有控股上市公司的治理结构在形式上取得了巨大进步,但实质性的进展却严重滞后。这突出表现在政企不分现象仍较为严重,政府职能存在“缺位”、“错位”、“越位”问题(中国公司治理报告,2006)<sup>[2]</sup>。现有的产权理论与转轨经济的研究表明,在国有产权为主导的制度安排下,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(或行政干预)”问题。正如 Qian(1996)、李稻葵(1999)、李增泉(2002)等人的研究表明,我国国有企业以及证券市场上由国家控股的上市公司在公司治理上表现出“政府干预”和“内部人控制”的双重特征<sup>[3]-[5]</sup>。

与此相对应的是,近一二十年来,我国民营经济的力量迅速壮大,越来越多的民营企业经过改制或并购成为上市公司(公司实际控制人为个人,以下称民营上市公司),开始成为我国资本市场一股新生力量。虽然民营上市公司在形式

上与国有控股上市公司一样,已建立了较为完整的公司治理结构,但上海证券交易所研究中心(2005)认为,由于以下的两个原因,使得民营上市公司的治理机制与国有控股上市公司存在显著的差异<sup>[6]</sup>。其一,民营上市公司控股股东(大股东)与公司存在更紧密的利益关系,使民营上市公司不像国有控股上市公司那样缺乏自我监督和存在严重的代理问题;其二,由于我国尚缺乏有效的投资者利益保护机制,使民营上市公司控股股东比国家更有激励去侵占外部中小股东的财产(利益)或把公司财产占为己有,就是说,民营上市公司大股东滥用控制权的道德风险可能更加严重。

但是,近年来国内多数学者对我国上市公司股权融资、资本结构、投资行为等公司财务政策的理论研究,是基于我国上市公司“股权分置”与“一股独大”所导致的大股东与外部中小股东的利益冲突产生的代理问题这一制度背景。例如,唐宗明和蒋位(2002)、徐晓东和陈小悦(2003)、刘峰等(2004)、叶康涛和陆正飞(2004)、阎大颖(2004)、白重恩等(2005)、陈文斌和陈小悦(2005)、马曙光等(2005)、王化成和胡国柳(2005),等等<sup>[7]-[15]</sup>。这些研究虽然能够一定程度上解释了我国上市公司“股权融资偏好”、“股利政策”、“多元化投资”等财务政策,但显然对于国有控股上市公司的“国家股东”和“政府行为”缺乏进一步的深入分析。与私人股东不同,中央或地方政府作为国家股东的代表,不仅要考虑资本保值增值的经济目标,还要考虑就业、社会养老、社会稳定等非经济目标(Lin等,1998)<sup>[16]</sup>。因此,虽然Shleifer和Vishny(1997)、La Porta等人(1999,2000)指出,英美以外的绝大多数国家或地区,上市公司股权高度集中,属于典型的由大股东控制的公司,公司基本的代理问题是中小股东与几乎完全控制了管理者的控股股东之间的利益冲突<sup>[17-19]</sup>。但我国国有控股上市公司的“国家大股东”与拉美国家、东南亚地区的上市公司的“私人大股东”在性质上以及目标函数存在根本的差别。

基于大股东的研究视角,还可能忽视了国有控股上市公司依然存在的伯利与米恩斯式的委托代理问题——股东与经理人员的利益冲突导致经理人员可能做出不利于公司价值的行为。以不久前发生的“赵新先被拘事件”为例,2005年年底,赵新先被深圳检察院刑事拘留。耐人寻味的是,这起事件距赵新先“退位”已一年有余。因此,这一年多时间到底发生了什么?赵新先被拘的真正原因是什

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库