

学校编码: 10384  
学号: 32120101150585

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

股吧评论对并购撤销决策的影响  
——来自中国上市公司的实证证据

The Effect of Stock Message Board on the Closing Decision  
of Merger and Acquisitions: Evidence from China

姓 名: 钱 富

指导教师姓名: 吴超鹏 副教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩时间: 2013 年 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席:

评阅人:

2013 年 月

## 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( )课题(组)的研究成果，获得( )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):

2013年 月 日

## 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）：

2013 年    月    日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

公司治理机制研究至少可以追溯到 Jensen 和 Meckling (1976) 将代理理论应用到现代公司中，提出了外部股权所带来的代理成本问题。从此之后，学术界开始探讨各种治理机制的利弊，例如独立董事制度、股权集中、外部接管市场和法制保护等等。然而在这个探讨过程当中，一个最需要保护的弱势群体——小股东一直没有能发挥作用。学术界似乎形成了思维定势，自以为是地认为小股东这个群体是制度的牺牲品，没有保护自己的能力和必须依靠内外部公司治理机制和法律来保护自己的利益。殊不知这些治理机制都存在固有缺陷，总是不能顾全各方利益，到最后小股东的利益仍然没能逃避被忽略的命运。事实上，小股东通过一定的平台是能够为自己的利益代言的。

如果存在一条小股东通过发表言论来维护自身利益的公司治理途径，这将会很好地补充传统治理机制的缺陷，因此我们力图寻找这一途径。尤其在中国资本市场上，既没有完善的法律保护，又没有健全的内部治理制度，小股东通过言论维权的意义极其重大。

在上述思路的引导下，我们专心审视中国市场，发现国人热爱上网，喜欢“宅”。在这种情况下，股民网上交流平台——“股吧<sup>①</sup>”应运而生，为我们的研究提供了标的。

本文分为以下几个部分：绪论、文献回顾与研究假设、研究设计、实证结果及分析，最后是结论与启示。1、绪论中介绍了本研究的理论背景，即公司治理机制的发展脉络和前沿，还说明了本研究的研究思路和研究框架。2、文献回顾部分从“小股东利益的保护”、“媒体公司治理作用”和“影响并购成败的因素”这三个方面进行综述，并在此基础之上提出本研究的具体假设。3、研究设计部分主要介绍了样本筛选方法、数据来源和变量设计。本文的样本采用配对法搜集，

---

<sup>①</sup>“股吧”是投资者，尤其是中小股民们，常用的网络交流方式。“股吧”实质上是专门的股票论坛，一般按照股票名称再分为各个子论坛，方便投资者就共同关注的股票展开互动交流。“股吧”里的信息既有转载自正规媒体的报道、投资机构的研究报告，又有股民自己撰写的分析观点和道听途说的传言。

多元回归模型主要为 Logit 模型。4、实证部分，选取了 2007 至 2011 发生在中国 A 股市场上的 211 起并购事件进行研究，其中 86 起为失败并购事件，另外 125 起为成功并购事件。本研究先对“股吧评论”进行分类分析，在对这一关键数据充分剖析的基础上再对单变量进行 T 检验对比分析和相关性分析。回归分析部分，我们先后验证了股吧“反对率”的治理作用、股吧评论的“语气”和“分析深度”对于这一作用的附加影响，我们还设计回归模型验证了股吧评论对于并购业绩的影响。5、本研究结论部分总结了实证结果：（1）股吧中针对并购的批评越多，“反对率”越高，并购方案越可能被修改，并购越可能失败。（2）股吧中针对并购的“差评”的语气越强烈，辱骂高管越难听，辱骂的频率越高，并购更可能失败，并购方案也更可能被修改。其它因素一定的情况下，假设股吧“反对率”为 50%，则股吧“差评”的平均语气每增加 1%，并购失败的可能性增加 2.08%。（3）股吧中针对并购的“差评”的分析越深入，越有理有据，越有说服力，导致并购更可能失败，并购方案也更可能被修改。其它因素一定的情况下，设股吧“反对率为 50%”股吧“差评”的分析深度每增加 1%，则并购失败的可能性增加 3.27%。（4）我们还以连续并购为样本通过实证发现，股吧中针对上一期并购的批评越多，“反对率”越高，则本起并购的公告市场反应（CAR）相对于上一期并购的公告市场反应（CAR）更高。（5）我们还证实了股吧对并购的批评不是媒体报道所引发的，股吧评论是小股东自己的心声，不同于媒体评论，事实上我们找到了一条不同于法律和媒体的公司治理途径——小股东通过网络平台表达自己意见。

本研究的主要贡献和创新之处在于：1、本研究在传统的公司治理机制之外寻找到了一种全新的公司治理机制。这一发现具有深远的理论价值和政策参考意义。2、本文深入挖掘网络平台的信息含量，从多维度加以分析和利用，例如：评论的态度、点击率、回复率、语气强度和分析深度等。3、将网络平台与媒体报道区分开，严格控制了媒体变量的影响，从这个意义上讲，本文是近年来热门的研究领域“媒体的公司治理作用”的一个推进。

**关键词：**公司治理；“股吧”；并购

## ABSTRACT

Research on corporate governance mechanism can be traced back at least to Jensen and Meckling (1976) who applied the agency theory to the Modern Corporation, and pointed out the agency cost problems caused by external equity. Since then, the pros and cons of several corporate governance mechanisms began to be explored in academia, such as the system of independent directors, ownership concentration, external takeover market, and legal protection. However, in the process of exploration, small shareholders have no role to play. Academics seem to form a mindset that small shareholders are always the victim, and have no ability to protect themselves, and they must rely on the internal or external corporate governance mechanism to protect their own interests. But these governance mechanisms have inherent defects, they can not always take the interests of all parties, in the end, the interests of small shareholders still could not escape the fate of being ignored. In fact, small shareholders can speak for their own interests.

If there is a way that small shareholders can safeguard their own interests by speaking for themselves, it would nicely complement the traditional governance mechanisms. Especially in the Chinese capital market, legal protection is poor, and there is no perfect internal governance system, it means a lot that small shareholders can speak for themselves. So we try to find the way in our research. In the guidance of the ideas above, we concentrate on the Chinese market, finding that most people here are “otaku”, they like to surf the internet and talk on exchange platforms called “GuBa” which provides data for our study.

This paper consists of the following parts: introduction, literature review and research hypothesis, research design, empirical results and analysis, and the conclusion. 1, we introduced the development and the frontier of corporate governance mechanism in the introduction, we also explained the research ideas and research framework in this part. 2, Three aspects, "small shareholders interests protection", "the media role in corporate governance" and "the factors affecting the success or failure of M&A" were reviewed in literature review, and then we put forward the hypothesis of this research. 3, we introduce the sample selection methods, the sources of data and the design of variables in the third part. 4, we selected 211 M&As occurred during 2007 to 2011 in China to study in the empirical part. 86 of the samples are the successful M&As, and the other 125 are failed M&As.

Firstly, we did a classification analysis of the "Guba comments", and then we made comparative analysis by T-tests, finally the Regression analysis. We studied the corporate governance effects of the Guba "opposition" and the reinforcement effect of the comments' "tone" and "depth", we also designed the regression model to verify the influence that the "Guba comments" have on the market performance of M&As. 5, we summarized the empirical results in conclusion: (1) when there is more criticism for M&As in "Guba" and the "opposition" is higher, the acquisition plan is more likely to be modified and M&A is more likely to fail. (2) When the tone of the criticism for M&As is stronger, the abuse of executives is more terrible more frequent, M&As are more likely to fail and the acquisition plan is more likely to be modified. Supposing other factors are certain, if the "opposition" is 50%, when the tone increases 1%, the possibility of the failure of M&A increases by 2.08%. (3) When the analysis for M&A is deeper, more reasonable and convincing in "Guba", M&As are more likely to fail and the acquisition plan is more likely to be modified. Let us suppose other factors are certain, if the "opposition" is 50%, when the depth of analysis increases 1%, the possibility of the failure of M&A increases by 3.27%. (4) We also studied the consecutive acquisition in our samples. When there is more criticism for M&As in "Guba" and the "opposition" is higher, compared to last acquisition the market reaction to the announcement of this acquisition (CAR) is higher. (5) We also confirmed that the comments in "Guba" were not triggered by media reports, "Guba" comments are small shareholders' own voice. In fact, we found a new corporate governance approach different from the media and law: small shareholders expressing their opinions through the network platform.

The main contribution and innovation of this research lies in: 1, we found a new corporate governance mechanism, which has the profound theoretical value. 2, this paper excavated the information content of network platform deeply, for example: comments' attitude, click rate, recovery rate, mood intensity and depth of analysis. 3, we separate the influence of the network platform and media reports by strictly controlling the media influence variables; therefore, this paper is advancement of the research for the governance role of media in recent years.

**Key Words:** Corporate Governance mechanism; "GuBa"<sup>①</sup>; Merger and Acquisition

---

<sup>①</sup> Internet forum on which the small shareholders can share their information and experience;



# 目 录

一、绪论.....	1
(一) 研究背景及意义 .....	1
(二) 研究思路和框架 .....	5
(三) 本研究创新之处 .....	8
二、文献回顾与研究假设 .....	9
(一) 小股东利益的保护 .....	9
(二) 媒体的公司治理作用 .....	12
(三) 影响并购成败的因素 .....	13
(四) 研究假设的设置 .....	14
三、研究设计 .....	16
(一) 样本选择和研究方法 .....	16
(二) 数据来源和变量设计 .....	18
四、实证结果及分析 .....	24
(一) 描述性统计 .....	24
1、样本的描述统计 .....	24
2、评论的描述统计 .....	25
3、变量的描述统计 .....	30
(二) 多元回归 .....	34
1、T 值检验 .....	34
2、相关性检验 .....	40
3、回归分析 .....	42
(三) 稳健性检验 .....	70
五、结论与启示 .....	78
(一) 研究结论 .....	78
(二) 政策建议 .....	78
(三) 不足之处 .....	79
参考文献.....	80
致 谢.....	85

## Table of Contents

<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>错误！未定义书签。 1</b>
1.1 Research Background and Significance.....	错误！未定义书签。 1
1.2 Research ideas and frameworks .....	5
1.3 Innovation of Thesis.....	8
<b>Chapter 2 Literature review and research hypothesis .....</b>	<b>9</b>
2.1 The interests of minority shareholders protection.....	9
2.2 Media in corporate governance role .....	12
2.3 Factors affecting the success or failure of the merger .....	13
2.4 Set of research hypothesis .....	14
<b>Chapter 3 Study design .....</b>	<b>16</b>
3.1 Sample selection and research methods.....	16
3.2 Data sources and variable design .....	18
<b>Chapter 4 The empirical results and analysis .....</b>	<b>24</b>
4.1 Descriptive statistics.....	24
4.1.1 Descriptive statistics for samples .....	24
4.1.2 Descriptive statistics for comments .....	25
4.1.3 Descriptive statistics for variables .....	30
4.2 Multiple regression .....	34
4.2.1 T-test .....	34
4.2.2 Correlation test.....	40
4.2.3 Analysis of regression.....	42
4.3 Robustness test .....	70
<b>Chapter 5 Conclusion and enlightenment .....</b>	<b>78</b>
5.1 Research results .....	78
5.2 Policy proposal .....	78
5.3 Shortcomings .....	79
<b>References .....</b>	<b>80</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>85</b>

## 图表目录

表格 1: 变量的定义 .....	20
表格 2: 并购样本的年份分布 .....	24
表格 3: 并购方的行业分布 .....	25
表格 4: 股吧评论细分类 .....	26
表格 5: “完全”匹配样本股吧评论细分类 .....	28
表格 6: 变量的描述性统计 .....	30
表格 7: 单变量的 T 值检验 .....	35
表格 8: 相关系数矩阵 .....	40
表格 9: 股吧反对率的影响因素 .....	43
表格 10: 股吧“反对率”对并购是否成功的影响 .....	47
表格 11: 股吧中其他因素与“反对率”交互作用对并购成败的影响 .....	52
表格 12: 股票评论对并购方案的影响（全样本） .....	59
表格 13: 股吧评论对并购方案的影响（子样本） .....	64
表格 14: 股票评论对下一期并购市场反应的影响 .....	67
表格 15: 基于“完全”匹配样本的稳健性检验 .....	72
表格 16: 基于“干净的”样本的稳健性检验 .....	75
图 1: 本文研究框架 .....	7
图 2: 样本配对过程 .....	17

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 一、绪论

公司治理机制研究至少可以追溯到 Jensen 和 Meckling (1976) 将代理理论引入到现代企业,提出了由于公司的所有权和经营权不统一所造成的代理成本,之后,学者们开始关注如何降低企业代理成本。这促使公司治理相关的学术探讨逐步加入现代企业理论研究的殿堂中。从此,公司治理所关注的不再仅仅是股东和经理人的利益冲突,从此公司治理相关研究被慢慢地建立在现代企业理论与主流经济学一般、普遍和规范的分析框架上,因此,学术界认为 Jensen 和 Meckling (1976) 的研究是对现代公司治理相关问题进行学术探讨的起源。本文正是基于公司治理机制理论的历史、发展、和前沿这条主线所展开的,这也就是本文的研究背景。

### (一) 研究背景及意义

概括学术界对公司治理机制的探索,可以分为两类:一类是基于公司组织架构和股权结构的治理机制,即董事会制度和集中股权(比如“金字塔”控股);另一类是公司外部的治理机制,比如公司的控制权市场和法制环境。

#### 1、董事会制度。

随着企业制度的完善,加上世界上各个国家公司法的一般规定,董事会的设置与运作已成为现代公司一项标志性的治理机制。对公司拥有少数股份的股东通过选举董事会来代表他们,对经理人进行监督和管理,比如招聘及解聘高级经理人,制定激励计划和考评指标,评价管理层的工作并向他们提出建议和意见等。

然而实际上,董事会能否起到应有的治理作用一直没有得到完全肯定。比如,在董事会中往往夹杂着许多本该作为被监督对象的经理人,董事长和 CEO 由同一人兼任等。又比如,经理人可以提名产生董事候选人。只有改革董事的产生机制与董事会的内部结构才能解决类似的问题。与内部董事有所不同的是,外部独立董事的主要职责是监督合约的执行和新合约的签订,他们与公司没有任何商业、家族关联,一般也不参加企业的生产经营活动。Weisbach (1988) 指出外部董事相比内部董事更优越,因为内部董事挑战与他们的职业前途有密切联系的高级经理人需要支付更大的成本。

虽然如此,外部董事制度也不是完美的。Hart (1995) 研究表明,外部董事

和公司的利益相关性较弱，因此其尽职尽责的动机显得相对不足；与此同时，外部董事还可能另有更重要任职，缺乏足够的精力来搜索资料用以判断公司的经营情况。

## 2、股权集中。

一直以来，日本和德国都被视为股权集中程度较高的代表，而英国和美国则被认为是分散股权的典型，尤其是美国。但有一些研究表明，英、美的股权分散程度也并不是那么高。Holderness 和 Sheehan（1988）就在美国发现数百家上市公司实例，它们都存在绝对控股（超过 51% 的股份）现象。另外，在以其他地区的公司为研究样本的学术探讨中发现，股权相对来说过于集中的现象不仅限于美国，其实普遍存在于各国公司中。

对所有的少数股东而言，对经理人的监管是一种大家共有的权利和义务，势必引起“搭便车”行为，削弱其动机。另外，有理由质疑持股份额较小的少数股东监管经理人的能力。因此，相对地集中股权，形成少数大股东，可能是一种解决机制。当控制权产生的收益大大地超过监管成本，这便能激励大股东去监管经理人。另外，大股东尤其是控股股东拥有具有相当影响力的投票权，能够有效地控制经理。除此之外，大股东尤其是控股股东还可以通过代理权之争来形成对经理的威胁。但 Demsetz 和 Lehn（1985）的研究表明，集中投资导致其资产组合多样性不足，这无疑增加了大股东的投资风险，因此相比少数股东，大股东需要得到更高的风险补偿。更糟糕的是，大股东实质上代表的是他们自身利益，尤其是当股权集中度很高时，可能会出现对高层经理人的监督过度以及对其他股东的剥削行为。通过“金字塔”的组织形式这样一条捷径，大股东能够以最少资金获得最大程度的控制权。

Mork 等（1988）用托宾 Q 值代表的公司盈利水平，经过实证后他们发现，当大股东持股小于一定百分比时，盈利能力随股权的集中度的提高而提高，但是，大股东持股超出这一股权比例之后，结论相反。Short 和 Keasey（1999）对英国的研究得出了相似结果。这在一定程度上验证了大股东的存在对公司治理质量的促进作用，同时也反映出过度集中的股权结构，将促使大股东尤其是控股股东通过损害公司其它少数股东的利益来谋取其私人收益。

## 3、控制权市场。

作为充分竞争市场中的一种典型行为，公司接管（比如并购）普遍存在于公

司控制权市场中。公司的控制权交换市场则是建立在有效的资本市场上，能够通过市场竞争实现对公司资产控制权力的转移；Marris（1963）的文章中早就论述过公司控制权市场对公司治理的影响。根据广义的定义，公司接管行为可以细分为几类，包括了代理权的轮换，即撤换经理人，敌意或者友好收购，即以大吃小，以及兼并，即二合一或者多和一，兼并的公司双方或者多方的规模往往相当。

当公司经营得不好，甚至出现亏损时，高管将被问责，一方面将受到被撤换的威胁，另一方面还可能导致其所在的公司最终被其竞争对手收购或者吞并。如果收购事件发生了，而且收购成功了，结果不是目标公司受到了损失，而是会给目标公司的股东带来含有溢价的现金流流入，对于投资者而言这是非常实在而客观的收益，更重要的是，公司未来的盈利性也更加被看好，合并后的公司价值往往因此会获得额外的增加，这正是目标公司愿意接受被收购的原因所在。Jensen（1988）认为公司接管可以解决自由现金流过多带来的代理成本的问题，它通常能够促使公司在合适的时机将利润分派给投资者。公司接管行为也逃不过市场的规律，仔细观察，会发现其实它也是有效的资本市场充分竞争所导致的，即所谓的“看不见”的手调节的结果，在一个高度发展并且充分有效的资本竞争市场当中，公司控制权的转移通道相对来说十分畅通的，这最终将有利于企业资源的合理分配和组合的优化。

虽然通过公司接管这一市场调节机制可能产生积极作用，但是并非符合市场规律的接管总能够获得成功。实际操作中，接管通常面临着许多阻力，主要障碍有目标公司管理层制定的反接管措施、少数股东出于“搭便车”心理而持股不卖，以及一些法律规定。面对这些障碍，一方面接管公司不得不提高接管对价，另一方面由于接管溢价的提高，则会导致收购的吸引力为之降低；接管公司也可以在法规允许范围内，做出“不与拒绝转让的少数股东分享利润”的威胁承诺，从而降低他们持股不卖的动机。受到这些阻碍的限制，与其他治理机制相比，公司接管在实务界并没有得到普遍应用。值得注意的是，并购并不总是符合并购方公司股东的利益，它可能是高级经理人对自由现金流的滥用，比如满足其盲目扩张的欲望或者其他个人利益。

#### 4、法律。

公司治理是资本市场其中的一个经济问题，同时也反应了一定的法律关系，因此也是一个法律问题。公司作为一个法人，在获取外部融资，即获得投资者投

入的资金时，无论是股权投资者投入的资本还是从债权人那借入的债务，从程序上和实质上来看，都需要同投资者签订相应的协议，这份协议会详细地拟定相关各方的权利和义务，投资者让渡了资金的使用权，得到了收回本金和资本增值的机会，而公司利用这笔资金可以进行内部发展或者并购，这种权利义务关系的维护仅仅依靠法律的保护是远远不够的，因为市场在不断发展，法律制度不可能完全覆盖市场行为，而且法律的执行过程也不是完美的。

La Porta 等（1998）通过研究概括指出，一国法律在两个层面上能够影响公司的治理效果，即对投资者的保护程度及法律的实际执行效力。在实证中他们将 49 个样本国家分别列入四个不同的法系中，通过对比发现普通法系国家（英国及其联邦国、加拿大等）对投资者（无论是股权投资者还是债权人）的保护程度（无论是法制建设上还是执法力度上）最高，德国民法国家（比如德国等）和斯堪的纳维亚（比如丹麦、挪威等）民法国家的法律执行力较好，而法国民法国家在这两方面的表现都最差。La Porta 等（2002）实证结论还涉及到法律作为治理机制的效果，他们发现投资者保护较强的国家的公司有较高的托宾的 Q 值，而在公司没有好的投资机会时，普通法系国家的公司相比于法律保护较弱的国家的公司更倾向于对股东分派更高比例的红利。总之，La Porta 等（1997, 1998 和 2002）通过一系列研究表明法制环境与投资者保护程度能够在一定程度上提升公司的价值（无论是从会计意义上还是市场维度来度量公司价值）。他们的研究具有明显的开拓意义，首先他们将法律和财务结合起来研究，其次他们提出了法律作用于公司层面的市场要素的效果，最后他们开拓了学者们研究公司治理问题的视野。

从上述四大法系可以看出，不同地区（国家）有不同的文化和法律起源，基于此建立起来的法律制度与法规法则不尽相同，因此有必要根据各个国家不同的法则环境，因地制宜地为利益相关者提供足够好的法律保护，并且要加强法律效力的执行力。

## 5、我们的启发。

从公司治理机制在学术界形成的历史、发展和前沿可以看出，各种企业治理机制的设计与研究总结是相得益彰，相互促进的，大部分治理机制都能够发挥一定的作用，减少了代理成本，但是也存在一定的弊端。因此公司治理机制还需完善，这为后人的研究留下了巨大空间，我们试图结合中国本土文化，深入挖掘市场信息，严密求证其它治理机制的存在。



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.

厦门大学博硕士论文摘要库