

# 地方政府干预与企业并购价值效应研究

——基于“四个中心”建设背景下的上海国有上市公司的证据

王霞

(华东师范大学商学院, 上海 200241)

**摘要：** 本文以上海市政府控股的国有上市公司 2006-2011 年发生的并购行为为样本，研究了地方政府干预对并购价值效应的影响。结果发现：虽然上海市政府控股的上市公司长期市场表现没有显著优于对照公司，但是，并购在短期内产生了正的财富效应，若干窗口下的累计超额收益显著高于对照样本。研究结果表明上海市政府为推进“四个中心”建设所采取的剥离不良资产、整合优质资产、提升地方国企证券化率的系列政策措施在一定程度得到了市场投资者的认同，为股东实现了价值创造。这同时表明，在政府的多元目标导向下，地方政府不必然以牺牲企业绩效为代价换取社会目标与政治目标的实现，相反，政府对企业的适度干预反而有助于并购的价值创造。

**关键词：** 政府干预；并购；价值创造

**中图分类号：** F276.6

**文献标识码：** A

## 一、引言

并购是企业最重要的投资行为，也是企业实施其战略的有力手段。迄今为止，西方学术界对公司并购理论的研究已经建立了较为完整的理论体系，产生了一系列解释并购动因的理论假说，如协同效应假说(Weston, 2000)、代理理论 (Mueller, 1969)、自大假说 (Roll, 1986)、自由现金流量假说 (Jensen, 1986)、价值低估理论 (Tobin, 1977) 和套利假说 (Shleifer and Vishny, 2003) 等。虽然国内学术界已经采用了国外部分成熟的并购动因理论对我国的并购现象展开讨论，但尚无法对我国的并购现象做出充分的诠释。Andrade et al. (2001) 认为任何具有解释力的并购理论都必须考虑企业所处的制度环境，更具体到处于制度转型的中

国，地方政府干预这个制度因素对企业行为的影响引起了研究者的关注（夏立军，方轶强，2005；方军雄，2007）。因此，近年来学者们将研究的重点转移到政府干预对企业并购的影响。

由于政府对企业的干预行为难以直接观察，研究人员通常是通过地方政府控股的国有企业并购公告的市场反应和并购后的财务业绩来考察政府干预的效果，目前已经取得的研究成果主要有：李增泉等（2005）的研究认为控股股东在公司治理中存在的委托代理问题同样适用于地方政府，当公司具有配股或避亏动机时的购并活动能够在短期内显著提升公司的会计业绩，除此之外进行的并购活动的目的在于掏空资产，会损害公司的价值，但掏空行为对公司的会计业绩却没有显著影响。梁卫彬（2005）搜集了1996—2003年我国资本市场中的1189起并购事件作为样本，将“无偿划拨”视为“政府干预型并购”，将股权有偿转让的并购视作“市场化并购”，发现政府干预型并购导致了并购的低效率。乔薇，李瑞敏（2011）的研究发现，政府实际控制人将控制权转让给不具有政府背景的并购方时，更倾向于收取较高的转让溢价；在政府普遍干预控制权市场的制度背景下，异地出让控制权带有明显的地方保护主义色彩；并购方收购目标公司的溢价越高，内幕交易越严重，宣告日前的累计超额收益成为大股东攫取控制权私有收益的最终实现形式。田满文（2012）的研究认为政府干预对公司并购产生负面影响，各级政府对公司并购的干预程度有差异导致并购效率有差异。随着政府干预从中央到省、市、县各级政府的强化，其并购效率依次递减。徐虹（2012）认为市场化程度越高、地方政府干预越少，上市公司资产剥离后的业绩越好。但是，如果资产剥离交易双方同属地方政府管辖，则对上市公司的业绩具有显著的负面影响。此外，也有学者的研究认为地方政府根据企业的盈利水平择机扮演“支持之手”与“掏空之手”的角色（潘红波等，2008；刘星，吴雪姣，2011），进而对亏损公司的绩效产生正面影响，对盈利公司的绩效产生负面影响。而通过分析地方国企是否比民营企业进行更少的异地并购，以及这种异地并购的经济后果，潘红波，余明桂（2011）的研究支持政府支持之手占主导的观点。

综合上述研究成果，大多数的研究结论认同地方政府干预对企业并购绩效的负效应。与之对应的理论解释在于政府目标的多重性。我国自1978年以来的市场化改革主要沿着分权化的方向进行，中央对地方政府的经济分权不仅调动了各级地方政府发展地方经济的积极性，而且以维护稳定与经济增长为基准的一系列政绩考核体系，直接驱动并强化了政府干预辖区企业投资活动的政治与经济动机（Blanchard and Shleifer, 2001；王永钦等，2007）。因此，与企业单纯地追求投资价值最大化目标不同，地方政府及官员出于解决政策性负担和追求自身政治目标的需要（潘红波等，2008），通过干预企业的并购活动，藉此实现社会稳定、经济增长、公共服务和政治晋升的多目标优化。

正是由于地方政府干预企业并购的目的是追求经济与政治效率的多元统一，这种与经济目标的偏离导致了政府干预对并购绩效的负效应。但是我国不同省份之间的政府对企业的干预程度存在明显的差异（樊纲等，2010），不同经济增长地区地方政府所追求的政策目标也存在差异（朱滔，2009），所以不同地区政府对企业的干预程度和效果也应有所不同。但是目前已有的研究文献都没有检验特定背景下特定区域的地方政府干预对企业并购价值效应的影响。为此，本文以上海市国资委控股的上市公司在2006—2011年间发生的并购行为作为研究样本，考察并购公告宣布时的短期财富效应及长期持有收益。选取此样本的原因在于：近年来，上海市政府为实现“四个中心”建设的宏伟目标，全面推进地方国资国企兼并重组，推进符合条件的企业集团整体上市或核心业务资产上市。通过兼并重组，上海地方国有企业资产证券化率逐年显著提高，到2012年证券化率已达到40%左右。那么，由上海市政府主导的地方国有上市公司的并购行为是实现了价值创造？还是给股东造成了财富损失？目前尚无人提供经验结论的证据。而对这一问题的回答有助于检验地方政府在特定的目标愿景下，干预企业并购行为的效率与效果，丰富与拓展现有的研究领域。此外，上海市政府从

2010年起每年发布“四个中心”建设白皮书，总结和反映国家有关部委和上海市政府为推进“四个中心”建设所采取的一系列政策措施，通过案例诠释上海“四个中心”建设的成效。但是案例研究具有片面性，不能综合全面地反映问题。因此，本文的研究结果可以评价地方政府政策措施拟定的科学性 & 政策实施的效率与效果，不只是对研究文献的贡献，研究结论可以为政府干预企业行为的成效提供更多的观测环节和科学的评价标准，也能为相应的规则设计提供更加严谨的经验证据。

## 二、研究设计

### 1. 样本与数据

并购 (Merger and Acquisition) 的概念有广义与狭义之分。广义的并购包括兼并收购、股权转让、资产剥离、资产置换等一系列重组行为，狭义的并购仅指兼并收购一类 (李心丹等, 2003)。本文研究的并购是指广义的并购，具体包括：资产收购、资产剥离、股权转让、吸收合并、股份回购、资产置换和债务重组七类。根据中国股票市场交易数据库 (CSMAR) 的统计，2006—2011 年上海国有控股上市公司 (简称上海国资股，下同) 中有 65 家 (不含金融股) 共发生了 925 起并购行为<sup>1</sup>，分布情况见表 1。

表 1 上海国有控股上市公司并购样本事件的年度分布情况

年度		2006	2007	2008	2009	2010	2011	Total
公司个数		38	45	47	51	46	44	-
事件个数		87	141	148	179	193	177	925
并购类型	资产收购	30	51	63	59	108	98	409
	资产剥离	38	56	52	83	62	46	337
	股权转让	12	29	30	26	16	26	139
	吸收合并	1	1	1	7	4	4	18
	债务重组	1	3	0	0	0	1	5
	资产置换	2	1	1	3	2	0	9
	股份回购	3	0	1	1	1	2	8

表 1 可见，2006-2010 年，上海国有控股上市公司的并购行为呈现明显上升趋势，由 2006 年的 87 起上升到 2010 年的 193 起。到 2011 年并购数有所回落，但依然有 177 起。从并购类型上看，主要集中在资产收购、资产剥离和股权转让三种。此外，上海国有控股上市公司六年间发生了 18 起吸收合并。由于吸收合并是目标企业取消法人资格、全部被并入主并企业，因此在实务中并不常见。而上海国资委出于消除同业竞争、做大做强企业的目的，大力整合国有资产，先后主导了 ST 东航吸收合并 ST 上航、友谊股份吸收合并百联股份等事件。仅在被称为上海国资重组年的 2009 年<sup>2</sup>，就发生 7 起吸收合并。

资本市场将公司注册地为上海并在上交所上市的股票称为上海本地股，其中除了上海市政府控股的企业之外，还包括央企、民营企业和其它省市政府控股的企业。我们选择上海本地股中的央企和民营企业 (简称非上海国资股，下同) 作为对照样本，由于本文检验地方政府干预对并购价值效应的影响，因此对于注册地在上海的其它省市国资委控股的上市公司不包括在对照样本之内。

本文的研究数据均来自国泰安 CSMAR 数据库。

### 2. 研究方法

#### (1) 累计超额收益 (CAR, cumulative abnormal return) 的计算

本文通过考察并购公告前后一段时间内收购方的累计超额收益情况，来判断并购是否实现了价值创造。累计超额收益的计算步骤如下：

首先计算每天的超常收益 AR，即：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

式(1)中，i为观察样本，t为观察日， $R_{it}$ 为样本公司i在第t个交易日的实际收益， $E(R_{it})$ 为样本公司i在第t个交易日的预期收益，采用CAPM模型计算得出。具体计算过程如下：以(-30, 30)个交易日为例，先利用公告日前第120个交易日至公告日前第31个交易日的日收益率以CAPM模型估算出样本公司的 $\alpha_i$ 和 $\beta_i$ ，然后代入公告日前第30个交易日至公告日后第30个交易日（即窗口[-30, 30]）的数据，根据公式  $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$  分别计算出(-30,30)窗口中每天的预期收益  $E(R_{it})$ 。

接下来计算一定时间窗口中每天的平均超常收益，计算公式如下：

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (2)$$

式(2)中，n为样本公司的数量

最后根据公式(3)计算窗口期各天的累计超常收益：

$$CAR_T = \sum_{t=-j}^T AAR_t \quad (3)$$

式(3)中，(-j,T)为我们观察的时间窗口

(2) 购买并持有超额收益 (BHAR, buy-and-hold abnormal return) 的计算

由于上海国资股近年来频频发动并购重组，众多的并购事项都是连续发生的，因此在观察某项并购事项较长时间窗口下的价值效应时，难免会受到其它并购交易的影响。为此，本文除了运用累计超额收益计算并购公告的财富效应之外，还将计算样本公司2006-2011年的购买并持有超额收益 (BHAR)，公式如下：

$$BHAR_{it} = \prod_{t=-j}^T [1 + R_{it}] - \prod_{t=-j}^T [1 + E(R_{it})] \quad (4)$$

$R_{it}$  与  $E(R_{it})$  的定义同式(1)。

### 三、并购公告的短期财富效应

本部分检验上海国资控股上市公司并购公告的短期财富效应，首先对全部样本进行筛选，标准如下：(1) 选取首次公告日为事件日。(2) 只选取并购成功的样本。(3) 重组公告日前40个交易日和后40个交易日内，没有其他可能影响股价变动的重大事件(如分红、配股、送股、公布年报)发生。选取最长的短期观察窗口是(-30, 30)，为了减弱其他重大事件对股票价格的影响，所以将公告发生在窗口外围10天以及发生在窗口内的样本剔除掉。(4) 同一公司连续发生并购活动的，时间间隔必须大于2个月。(5) 一次公告中只有一种并购形式。如果一次公告中有多种并购形式，该事件日被剔除；如果同一日发生的多起并购为同一类型，则视为一起事项。(6) 如果发生吸收合并的主并企业与目标企业都是上市公司，只选取主并企业。按照上述标准筛选后，共保留有347起并购事件，其中资产收购130起、资产剥离140起、股权转让56起、吸收合并10起、债务重组4起、资产置换3起以及股份回购4起。

对照样本采取与上海国资股相同的筛选方法，最后得到72家公司364起并购事件。

国内外众多的研究成果表明，并购很难为主并企业创造价值（Jensen and Ruback, 1983; Tichy, 2001; Bruner, 2002; 张新, 2003; 李善民, 朱滔, 2005a; 2005b)。但是我们的研究发现，在短期时间窗口下，上海国资股与非上海国资股在并购公告后都出现了正的累计超额收益，表明并购为股东创造了正的财富效应（见图 1）。两类样本公告（-30, 30）个交易日的累计超额收益的走势比较近似，在并购前 30 个交易日累计超额收益持续走低，公告前 1 个交易日出现上升的势头，在公告后 3—5 个交易日的 CAR 达到最大值。但是上海国资股的累计超额收益明显高于非上海国资股。

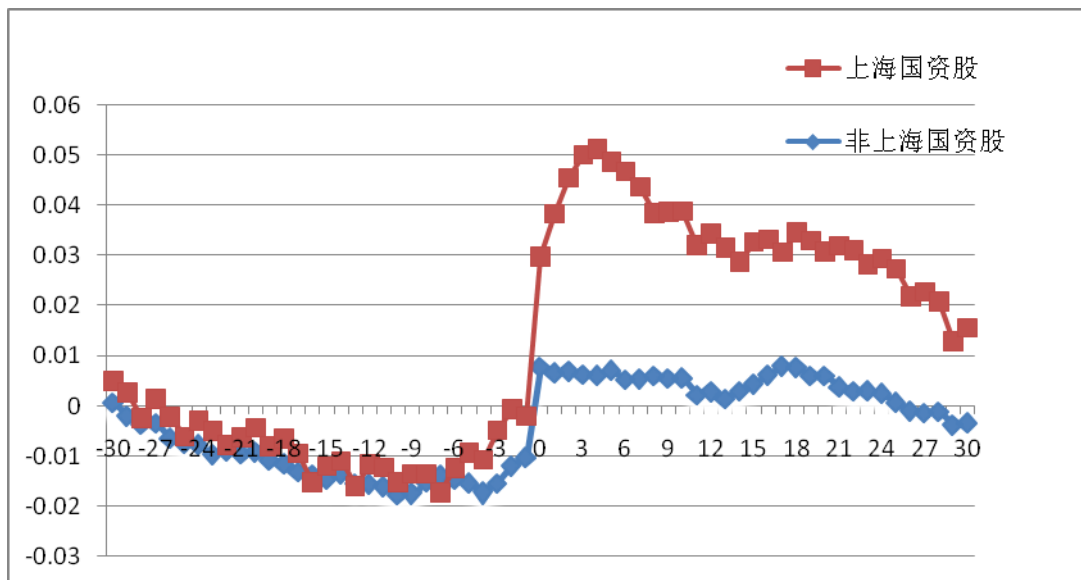


图 1 上海国资股与非上海国资股并购公告（-30, 30）的累计超额收益

为进一步比较两类样本并购公告的短期财富效应，我们观察了更多窗口下的累计超额收益，见表 2。

表 2 不同窗口下上海国资股与非上海国资股并购公告的累计超额收益

观察窗口	均值			中位数		
	上海国资股	非上海国资股	t	上海国资股	非上海国资股	z
(-1,0)	0.0175***	0.0162**	0.37	0.0013**	-0.0028	0.64
(-1,1)	0.0203**	0.0185**	0.16	0.0004	-0.0042	0.58
(0,2)	0.0322**	0.0107**	2.25 <sup>aa</sup>	0.0014	-0.0062	0.46
(-2,5)	0.0281*	0.0178**	1.36	-0.0028	-0.0114	0.69
(-3,3)	0.0375***	0.0221***	1.87 <sup>a</sup>	0.0001	-0.0043	0.95
(-5,5)	0.0395***	0.0219**	1.91 <sup>a</sup>	-0.0108	-0.0133	0.62
(-10,10)	0.0295**	0.0217**	0.37	-0.0276	-0.0060	-1.50
(-30,30)	0.0188	0.0004	1.21	-0.0301	-0.0037	-0.29
观察值个数	347	364		347	364	

注：\*\*\*表示在 1%的水平上显著异于 0，\*\*表示在 5%的水平上显著异于 0，\*表示在 10%的水平上显著异于 0；a 表示两类样本在 10%的水平上统计差异显著，aa 表示两类样本在 5%的水平上统计差异显著。下同。

表 2 可见，上海国资股并购公告在（-1,0）、（-1,1）、（0,2）、（-2,5）、（-3,3）、（-5,5）以及（-10,10）的窗口下累计超额收益的均值都显著为正。非上海国资股在相同窗口下的累计超额收益也为正，并达到统计上的显著。但从数值上比较，相同窗口下上海国资股的累计超额收益率均值都高于非上海国资股，而且在（0, 2）（-3, 3）和（-5, 5）的时

间窗口下差异显著。上海国资股(-30,30)个交易日的累计超额率为1.88%，与之对应的非上海国资股的累计超额收益率只有0.04%。表3的数据还表明，两类样本累计超额收益的分布有偏，从中位数值来看，只有上海国资股在(-1, 0)窗口下的累计超额收益率显著异于0。为表明部分市场反应强烈的并购交易拉高了整体样本的累计超额收益水平。

表2与图1的结果显示，上海国资股的并购公告在短时间窗口下产生了正的财富效应。由于我们观察的是包括各种形式的广义并购，那么不同类型的并购的市场反应是否存在差别？我们接下来考察了上海国资股不同并购类型的市场反应，见图2。图2-1显示，在不同的并购类型中，资产收购与资产剥离两类并购的市场反应最小，累计超额收益在0附近波动，其次是债务重组公告。与李善民，陈玉罡(2002)和杜兴强，聂志萍(2007)的研究发现相一致，资产置换公告的市场反应波动较大。股权转让、股份回购和吸收合并则显现出明显为正的累计超额收益，尤其是吸收合并，公告后累计超额收益上升显著，到第30个交易日的累计超额收益率接近5%。陈信元，张田余(1999)发现，股权转让、资产剥离、资产置换类公司的股价在公告前呈上升的趋势，而市场对收购兼并类公司没有明显的反应。我们的样本结果与陈信元，张田余(1999)有所不同。

我国上市公司并购交易中不乏关联交易，以往的研究结果表明关联交易降低企业价值(Gordon and Henry,2003)、市场对此类交易的反应是负面的(Cheung et.al,2006)。图2-2显示，与关联交易并购相比，非关联交易并购公告具有更高的市场反应。我们又按所有权辖属将样本分成上海市国资委下辖的企业和上海市各区国资委下辖的企业，图2-3是两类样本的累计超额收益率比较，结果显示，区属企业的累计超额收益率低于市属，而且区属企业在首次公告前30个交易日的累计超额收益就呈现上涨的势头，到公告18个交易日时下降，实际公告之后的累计超额收益上升的幅度较小，表明区属企业在并购之前可能存在信息泄漏。

潘红波，余明桂(2011)的经验研究认为，地方国企较少地从事异地并购，而且与同地并购相比较，地方国企异地并购会导致消极的市场反应。图2-4的结果表明，虽然两类并购行为公告后都呈现正的超额收益，但是很明显市场更欢迎同地并购。

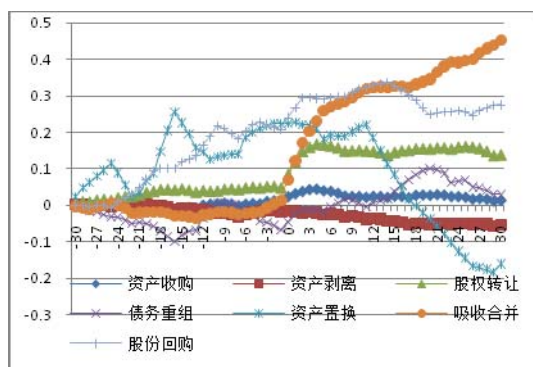


图 2-1 不同类型并购的累计超额收益率

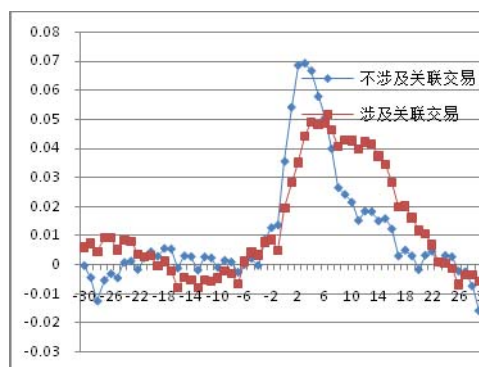
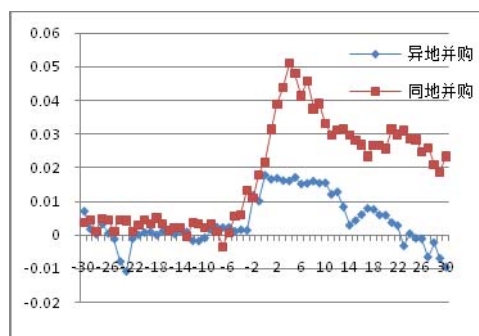
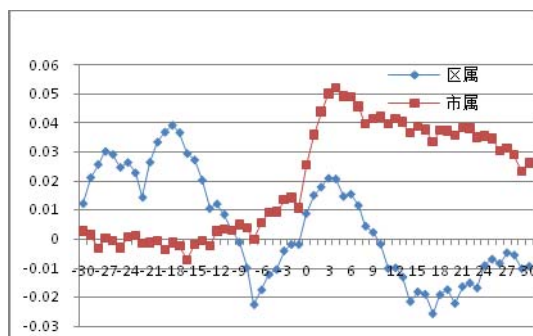


图 2-2 是否涉及关联交易的并购的累计超额收益率



#### 四、并购的长期市场反应与长期持有收益

##### 1. 并购的长期市场反应

由于投资者并不可能在短期内迅速而系统的估计与并购相关的全部信息和影响，因此，更多西方学者关注于并购企业长期绩效的检验，即采用长期事件研究法考察并购公告前后 1-5 年间的股东财富收益状况。得出的研究结论基本认为采用现金支付的收购公司长期绩效为正，采用股票支付和混合并购的收购公司长期绩效为负(Loughran and Vijh, 1997; Gregory, 1997; Agrawal and Jaffe, 2000)。国内的研究成果中，李善民，朱滔（2005 b）、洪道麟等（2006）的研究表明收购方股东的长期绩效显著为负。李增泉等（2005）研究的地方国企并购完成后一年内的超额收益并不显著，从第二年开始表现出略微的下降趋势。掏空性并购的超额收益在完成后的两年内一直为负，支持性并购的超额收益则表现出先升后降的特征。潘红波等（2008）的研究发现，盈利的地方国企在收购完成的长短期时间窗口内，累计超额收益率均为负；亏损的地方国企在并购后一年的绩效为正，但是并购后两年的绩效为负。李翌彧（2010）考察了政府干预对并购的长期财富效应的影响，研究发现非政府控制类公司的并购可以带来长期可持续的财富，而政府控制类公司的财富效应不具有持续性。实证结果证明了政府干预对企业并购的长期财富效应具有负面影响。

本部分借鉴前期学者们的研究成果，考察上海国资股（-22, 250）个交易日的长期市场反应，并与对样本进行对比。由于在较长观察时间窗口内更易受到其它因素的干扰，为了辨别并购的价值效应，本部分在短期财富效应的观察样本基础上做了进一步筛选：（1）首先去除了资产剥离的样本。去除的原因在于：资产剥离属于收缩性重组，在性质上有别于扩张性重组。前期研究文献（李善民，陈玉罡，2002；杜兴强，聂志萍，2007）认为，资产剥离的市场反应变化平稳、且不显著，本文对短期财富效应的检验也证实了这一点。为减少在长期观察窗口下的噪音影响，在此将资产剥离的样本剔除。（2）股权转让包括买入与卖出两种形式。同样由于在长期内扩张性重组与收缩性重组对企业绩效的影响存在本质上的区别，本部分只保留买入类型的股权转让。（3）由于资产置换、股份回购和债务重组的样本量过小，因此在本部分的研究中将其扣除。（4）转让价值较小的扩张性重组，在长期内较难为企业带来实质性的变化和影响，如果放在样本里会导致并购价值被低估，因此也将其去除。转让价值大小的判断标准是：对于有交易总价的，交易总价在 5000 万以下的并购为价值较小；对于没有列出交易总价的股权转让，则股权转让比例占目标公司总股本的 5% 以下的为价值较小。

经过上述样本筛选后，保留上海国有上市公司扩张性重组事件 128 起，非上海国有上市公司扩张性重组事件 158 起。表 3 是上海国资股与非上海国资股并购公告前后（-22, 250）个交易日的累计超额收益。表 3 显示，上海国资股并购后一年的累计超额收益率为-12.92%，在统计上显著为负；与之对应窗口下的非上海国资股并购的长期负财富效应更大，累计超额收益率是-13.61%，但是二者差异没有达到统计上的显著程度。

表 3 上海国资股与非上海国资股（-22, 250）个交易日的累计超额收益率

样本	观察值数	均值	中位数	标准差	最大值	最小值	t	z
上海国资股	128	-0.1292***	-0.1802***	0.3774	2.1682	-0.6930	-0.17	-0.43
非上海国资股	158	-0.1361***	-0.1743***	0.3029	0.9282	-0.7446		

为了更为直观地观察两类样本并购的长期财富效应，图 3 绘制了并购公告前后（-22, 250）个交易日的累计超额收益率。图 3 可见，与短期窗口的研究结果相似，上海国资股与非上海国资股长期累计超额收益的走势也非常接近，都是在并购公告发布后短期出现上涨，然后开



始下降，之后一年一直保持下降的趋势。在并购公告后的上半年，上海国资股的累计超额收益高于非上海国资股，到并购后 130 个交易日左右，两类样本的累计超额收益基本持平，之后一直保持大致相当的程度。

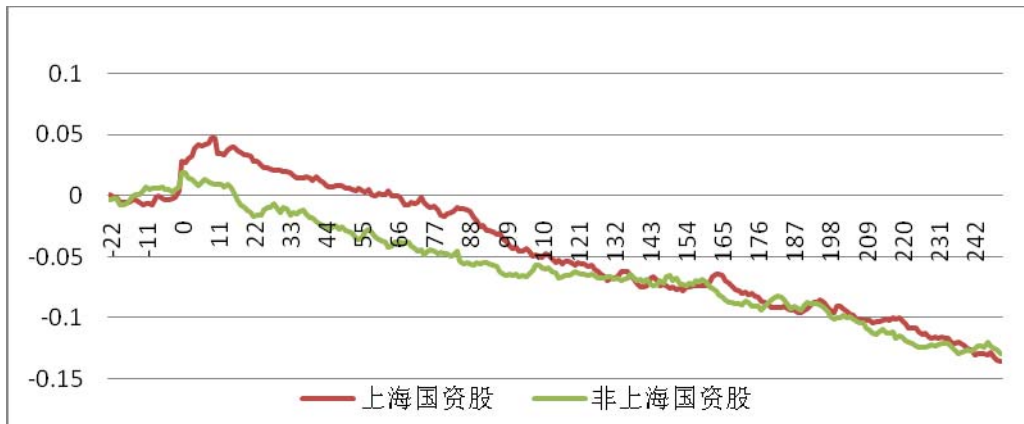


图 3 上海国资股与非上海国资股并购公告 (-22, 250) 的累计超额收益率

长期市场反应的研究结果与李善民，朱滔（2005 b）、洪道麟等（2006）的研究发现相似，即收购方股东的长期绩效显著为负，但是与检验政府干预对并购绩效的影响的前期研究结果有出入。李墨彧（2010）的研究认为政府控制类公司并购的长期财富效应较非政府控制公司差，我们认为这主要是研究样本不同导致的。李墨彧（2010）在研究中剔除了公司治理环境指数（市场化指数和政府干预指数之和）最高的样本，即浙江、广东和上海的上市公司样本，剔除的原因是这些地区率先实行政企分开而使公司行为受政府干预较少。本文采用上海本地股的样本，得到李墨彧（2010）截然不同的经验结果。结合短期财富效应的检验，我们的经验结果表明经济发达地区的地方政府的适度干预，有助并购价值创造。

## 2. 长期持有收益

为进一步检验上海“四个中心”建设成效的市场评价，本部分接下来计算了上海国资股与非上海国资股 2006-2011 年 6 年间的持有收益。首先去除掉 2006 年之后上市的样本，对于 2006 年之前上市、但是之后被吸收合并消除法人资格的样本也一并去除，最后余上海市政府控股上市公司 61 家，对照公司 63 家。上海国资股与非上海国资股 2006-2011 年 6 年间的持有收益的计算结果见表 4。表 4 显示，上海国资股 6 年间的平均持有收益为 19.16%，非上海国资股 6 年间的平均持有收益为 16.7%；中位数比较上，也是上海国资股略高于非上海国资股（16.24% vs. 16.09%）。但是无论是均值比较还是中位数比较，两类样本 6 年间的长期持有收益差异均不显著。

表 4 上海国资股与非上海国资股 2006-2011 年间的持有收益

样本	观察值个数	均值	中位数	标准差	最大值	最小值	t	z
上海国资股	61	0.1916***	0.1624***	0.1148	0.5954	-0.2054	1.00	0.66
非上海国资股	63	0.1670***	0.1609***	0.1559	0.7127	-0.2343		

为了增进结果的稳健性，我们将央企从对照样本中剔除，对前述实证结果重新进行检验。结果发现，上海国资股与对照样本（民营企业）的部分实证结果的差异显著性有所提高，我们的研究结论没有改变。限于篇幅，我们没有汇报上述实证结果。

## 五、研究结论



通过对上海市政府控股的国有上市公司并购财富效应的实证检验，我们发现：上海市政府控股的国有上市公司并购后短期内获得了显著为正的财富效应，在某些窗口下，累计超额收益显著高于上海本地上市的非上海市政府控股的上市公司（包括央企与民营企业）。但是从长期窗口看，这种优势在并购公告半年后消失。比较两类样本并购（-22，250）个交易日的长期累计超额收益及2006-2011年6年间的长期持有收益，没有发现显著差异。本文的研究结果表明：虽然从长期来看，上海市政府控股的国有上市公司的市场表现没有显著优于对照公司，但是，由上海市政府推动的企业并购在短期内产生了正的财富效应，若干窗口下的累计超额收益显著高于对样本。这表明上海市政府为推进“四个中心”建设所采取的剥离不良资产、整合优质资产、提升地方国企证券化率的系列政策措施在一定程度得到了市场投资者的认同，为股东实现了价值创造。

本文的研究意义在于：在我国当前的转型经济体制下，一个重要特点就是政府对企业的干预。但是对于政府的角色是充当“扶持之手”还是“掠夺之手”，理论界一直有不同的观点，经验研究也没有获得一致的结论。上海作为中国经济发展的“领头羊”，也是市场化程度最高的地区之一。相对于中国大多数地区，地方政府对企业的干预程度较低。我们的研究结果表明，在政府的多元目标导向下，地方政府不必然以牺牲企业绩效为代价换取社会目标与政治目标的实现，相反，政府对企业的适度干预反而有助于并购的价值创造。本文的研究结果为地方政府干预企业并购行为提供了科学客观的经验证据，也为地方政府发展区域经济的发展路径安排提供了经验佐证。

本文的研究不足在于：我们只检验了上海市政府干预企业并购的价值效应，没有观察企业并购之后的财务业绩。而对财务业绩的实证结果能为企业并购的绩效评价提供更加严谨的经验证据，这将是我们的未来研究方向。

## 参考文献

- [1] Agrawal A.,J.F. Jaffe. The Post-Merger Performance Puzzle [J]. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 2000, (1).
- [2] Andrade, G., Mitchell, M., and Stafford, E. New Evidence and Perspectives On Mergers [J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2001, (15).
- [3] Blanchard Oliver., Andrew Shleifer. Federalism with and without Political Centralization : China vs Russia [J]. *IMF Staff Papers*, 2001, (48).
- [4] Bruner. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision- Maker [J]. *Journal of Applied Finance*, 2002, (Spring/Summer).
- [5] Cheung,Y.L.,P.R. Rau,A. Stouraitis. Tunneling, Propping and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, (82).
- [6] Gordon, E.A., Henry, A.E. Related Party Transactions and Earnings Management [J], Working Paper, 2003.
- [7] Gregory, A. An Examination of the Long-run Performance of UK Acquiring Firms [J], *Journal of Business and Accounting*, 1997, (24).
- [8] Jensen, M. C. , Richard S. Ruback. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence [J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, (11).
- [9] Loughran,T. and A. Vijh. Do Long-term Shareholders Benefit from Corporate Acquisition? [J]. *Journal of Finance*, 1997, (52).

- [10] Mueller, D. C. A. Theory of Conglomerate Mergers [J]. Quarterly Journal of Economics, 1969, (83).
- [11] Tichy, G. What do We Know about Success and Failure of Merger [J]. International of Industry, Competition and Trade, 2001,1(4).
- [12] 陈信元,张田余. 资产重组的市场反应——1997 年沪市资产重组实证分析[J]. 经济研究,1999,(9).
- [13] 杜兴强,聂志萍. 中国上市公司并购的短期财富效应实证研究[J]. 证券市场导报, 2007,(1).
- [14] 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报告 [ M ] . 北京: 经济科学出版社,2010.
- [15] 方军雄. 所有制、制度环境与信贷资金配置[J].经济研究,2007,(12).
- [16] 洪道麟,刘力,熊德华. 多元化并购、企业长期绩效损失及其选择动因[J].经济科学,2006,(5).
- [17] 李善民,陈玉罡. 上市公司兼并与收购的财富效应[J]. 经济研究, 2002,(11).
- [18] 李善民,朱滔. 管理者动机与并购绩效关系研究[J]. 经济管理, 2005 a,(4).
- [19] 李善民,朱滔. 上市公司并购的长期绩效[J]. 中山大学学报( 社会科学版) ,2005b,(5).
- [20] 李心丹,朱洪亮,张兵,罗浩. 基于 DEA 的上市公司并购效率研究[J]. 经济研究,2003,(10)
- [21] 李增泉,余谦,王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J].经济研究,2005,(1).
- [22] 李墨戡. 政府干预下企业并购的长期财富效应研究——来自中国上市公司的证据[D].天津商业大学硕士学位论文, 2010.
- [23] 梁卫彬. 我国企业并购与政府的职能定位[D]. 复旦大学博士学位论文,2005.
- [24] 刘星,吴雪姣. 政府干预、行业特征与并购价值创造——来自国有上市公司的经验证据[J].审计与经济研究,2011,(6).
- [25] 潘红波,夏新平,余明桂. 政府干预、政治关联与地方国企并购[J].经济研究,2008,(4).
- [26] 乔薇,李瑞敏. 政府干预、同属管辖与自利性股权转让市场反应研究——基于控制权转让溢价和内幕交易的视角[J]. 经济评论,2011,(5).
- [27] 田满文. 政府干预、终极控制人变更与并购价值效应评价[J]. 财经科学,2012,(6).

- [28] 王永钦,张晏,章元. 中国的大国发展道路——论分权式改革的得失[J]. 经济研究,2007,(1).
- [29] 夏立军,方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究,2005,(5).
- [30] 徐虹. 市场化进程、产权配置与上市公司资产剥离业绩——基于同属管辖交易视角的研[J]. 南开管理评论,2012,(3).
- [31] 张新. 并购重组是否创造价值? ——中国证券市场的理论与实证研究[J]. 经济研究, 2003,(6).
- [32] 朱滔. 地方国有上市公司并购效果的地区差异及其经济解释[J]. 经济前沿,2009,(5).

## Government Intervention and the M&A Value Effect: Based on the Shanghai State-owned Listed Corporation Evidence under the Background of “four centers” Construction

Wang Xia

(School of Business, East China Normal University, Shanghai 200241)

**Abstract:** Based on the M&A cases of listed state-owned companies controlled by the Shanghai local government from 2006 to 2011, we examine the effects of local government intervention on the performance of local government-controlled acquirers. We find that local government intervention has a positive impact on the performance of local government-controlled acquirers whose cumulative abnormal return is higher than that of matched samples in some short investigating windows. The results show that the M&A policies to promote the construction of “four centers” of Shanghai local government has created positive value for investors, and the result also show that the appropriate government intervention is useful for the M&A value creation.

**Key Words:** government intervention; M&A; value creation

作者简介：

王霞 (1972 - )，女，博士，现为华东师范大学商学院副教授。研究方向：盈余管理、会计信息质量、公司治理。曾在《南开管理评论》、《会计研究》、《审计研究》、《财经研究》等核心期刊及国外英文期刊发表学术论文多篇，主持国家自然科学基金项目并参与多项国家、省部级课题。

通讯地址：上海市东川路 500 号华东师范大学商学院 200241

电话：13916930978

Email:yangwa99@sina.com

---

<sup>1</sup> 上海家化（600315）原本由上海国资委控股，2011 年 11 月 8 日，上海市国资委将上海家化的控股权转让给中国平安集团。由于股权出售日在 2011 年末，因此，上海家化依然包括在本文的研究样本中。

<sup>2</sup> “上海国资重组年——和讯网” <http://jh.hexun.com/2009-08-13/120514569.html>