

# 中国上市公司并购的长期绩效<sup>\*</sup>

## ——基于证券市场的研究

李善民<sup>1</sup>, 朱滔<sup>2</sup>

(1. 中山大学 管理学院, 广东 广州 510275; 2. 暨南大学 经济学院, 广东 广州 510632)

**摘要:**该文采用长期事件研究法(BHAR),对我国沪、深两市的1672起并购事件进行了实证研究。结果表明:大多数收购公司股东在并购后1~3年内遭受了显著的财富损失;混合并购和同行业并购的收购公司股东长期内均遭受了显著的财富损失;收购公司国有股比例对并购后1年内公司绩效有显著影响;高管持股比例对收购公司长期绩效无显著影响。

**关键词:**上市公司; 并购; 长期绩效; 股东; 高管; 超常收益

中图分类号: F276.6 文献标识码: A 文章编号: 1000-9639(2005)05-0080-07

从20世纪90年代末开始,随着我国资本市场的正式设立,并购就一直持续不断。2002年正当世界各地并购市场受经济萧条和股市疲软影响而不断下跌时,我国并购市场却经历了成倍增长,与全球并购市场呈相反走势,并购日益成为我国上市公司寻求快速发展的重要手段。现阶段,我国上市公司并购扩张是否显著提高了公司的经营能力,改善了经营绩效?对此,国内学者进行了大量的实证研究和理论探讨,得出了一些有意义的研究结果,但也存在一些问题。就长期绩效研究而言,主要集中在财务绩效的研究,而该方法因存在指标选取和赋权不一致等问题,难以形成一致的研究结论,实践意义也因此受限。本文中笔者拟采用国外规范的长期绩效研究方法,使用收购公司流通股的连续持有超常收益(Buy and Hold Abnormal Return, BHAR)来评价并购的长期绩效,考察收购公司并购后1~3年的市场绩效。

## 一、长期绩效研究综述

国内外学者对公司并购的长期绩效研究有两种典型的方法:一是会计研究法;二是长期事件研究法。其中长期事件研究法是国际学术界长期绩效研究的主流方法。

### (一)基于公司财务绩效的会计研究法

会计研究法是使用关键财务指标<sup>[1]</sup>或建立财务指标体系<sup>[2,3]</sup>来评价公司的经营绩效,通过比较并购前后公司财务绩效的变化,以考察并购事件对公司的影响。冯根福等选取主营业务收入等4个指标来综合评价公司绩效,研究发现并购当年和并购后1年上市公司的业绩得到一定程度的提高,但随后年

\*收稿日期:2005-05-16

基金项目:国家自然科学基金项目(项目编号70172022)

作者简介:李善民(1963-),男,四川巴中人,中山大学管理学院教授、博士生导师。

朱滔(1976-),男,四川巴中人,暨南大学经济学院教师。

份,绩效普遍下滑<sup>[2]</sup>。张新研究发现,并购事件中目标公司主业利润率、每股收益和净资产收益率3个指标有所改善,收购公司相应指标则有所下降<sup>[1]</sup>。李善民等选取16个财务指标来综合评价公司绩效,研究发现并购后收购公司绩效逐年下降,目标公司绩效则有所上升<sup>[3]</sup>。

会计研究法存在一些明显缺陷。关键财务指标方法的主要缺陷是:财务指标容易被操纵和不能够全面反映公司绩效。指标体系方法的主要缺陷是:指标体系的选择和赋权存在差异,而且赋权存在理论依据不足的问题。正因为如此,不同研究得到的结论之间可比性较差,难以形成一致的研究结论。

## (二)基于证券市场反应的长期事件研究法

事件研究法是指运用公司的股票价格数据计算公司的超常收益,从而测定某一特定经济事件对公司价值的影响。事件研究法根据超常收益考察时期的长短又可分为:短期事件研究法和长期事件研究法。其中短期事件研究法,考察时间段通常为并购公告前后1~3个月,短期事件研究法在国内已经被广泛使用<sup>[1,4]</sup>;长期事件研究法,考察时间段通常为并购后1~5年,就笔者涉猎的文献看,国内尚无学者将该方法运用于我国并购的长期绩效研究。

国外使用长期超常收益研究收购公司长期绩效已经取得了丰硕的成果。罗格郎等(Loughran and Vih)研究发现现金支付的并购,收购公司在并购后5年内具有显著正的超常收益,而股票支付的并购,收购公司5年内超常收益为负<sup>[5]</sup>。格利格瑞(Gregory)研究发现混合并购在公告日后2年内平均累积超常收益为-11.33%,而同行业并购在相同时间内累积超常收益为-3.48%,两者之间差异显著<sup>[6]</sup>。阿葛瓦等(Agrawal and Jaffe)总结了1974~1998年的22项收购公司长期绩效的研究报告,得出的总结性结论是:兼并(Merger)的收购公司长期绩效为负,而要约收购(Tender Offer)的收购公司长期绩效非负(甚至为正);现金支付方式的并购,收购公司长期绩效为正,股票支付的并购,收购公司长期绩效为负<sup>[7]</sup>。

事件研究法以有效资本市场为前提,国内学者对1997年之后我国股票市场有效性的研究,支持弱势有效的研究占据了上风<sup>[8]</sup>,为事件研究法在我国资本市场上的适用性提供了比较可靠的基础。有鉴于此,本文将采用规范的长期绩效研究方法,考察并购后1到3年内收购公司的长期市场绩效。

## 二、数据来源与样本选取

### (一)数据来源

本研究所用的数据来源于:国泰安信息技术有限公司开发的《中国上市公司兼并收购、资产重组数据库(CMAAR)2004》、《中国上市公司财务指标数据库(CCFRR)2003》、《中国上市公司财务年报数据库(CSMAR-F)2004》、《中国上市公司治理结构数据库(CCGR)2004》、《中国上市公司增发配股研究数据库(CSROR)2004》和《中国股票市场交易数据库(CSMAR-T)2004》。

### (二)并购事件界定与样本选取

本文界定的并购是指公司通过股权收购或资产收购获取目标方的财产权、控制权或直接吸收合并,实现公司快速发展的扩张行为。对应于我国资产重组常用的分类是,公告类型为兼并收购的重组事件。使用现金或股权作为支付方式获得其他公司股权或资产的公司是收购公司,出让股权或资产的公司是目标公司。具体而言,笔者选取了CMAAR提供的1998年1月至2003年9月间公告的所有上市公司并购(重组)事件。根据研究需要按照以下标准对样本事件进行了筛选:(1)事件公告类型为股权收购或资产收购;(2)并购公告时间正确,数据库中有多起并购事件的公告时间为19980000等;(3)同一家公司连续发生多次并购,两次并购之间相隔的时间间隔必须大于3个月;(4)收购公司(买方企业)是上市公司;(5)由于金融业的特殊性,将收购公司属于金融业的样本予以剔除。最终得到1672起并购事件为本文研究的有效样本事件。这些并购事件中,上市公司收购非上市公司的样本事件有1645起,现金支付收购的事件样本占全样本的93.8%,并购事件的年度分布统计结果整理列于表1。从表1中可以看出,整

体上,我国上市公司并购事件数量年度间呈明显的上升趋势,尤其是2000年股权收购增长近75%,资产收购增长达到116.9%。

表1 并购样本事件的年度分布情况

项目	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	合计
股权收购	127	132	230	250	245	180	1164
资产收购	49	48	63	136	135	77	508
合计	176	180	293	386	380	257	1672

注:2003年统计数据时间截止9月30日。

在表2中笔者统计了收购公司在并购前一年、并购当年和并购后一年的再融资金额情况。由于我国上市公司股权融资成本极低<sup>[9]</sup>,上市公司倾向于通过配股、增发方式从股票市场获取资金。从表2中可以看到,超过35%的再融资金流向了这些发生并购的公司。1997~2003年间这些收购公司从股票市场再融资超过777亿元。笔者认为上市公司并购扩张过多地依靠外部资本,可能会导致低效率的并购决策,长期内给收购公司带来不利影响。

表2 1997~2003年收购公司和全部上市公司增发、配股金额统计(单位:亿元)

项目	增发金额	配股金额	收购公司增发、配股总金额
N	81	580	240
均值	6.836	2.865	3.240
中位数	6.000	2.022	2.155
总和	553.706	1661.863	777.523

收购公司增发配股总金额 / 所有上市公司增发配股总金额 = 0.351

注:统计中剔除了实际增发金额为负的公司,这些公司事实上并未成功增发;使用同样的方法,剔除了配股失败的公司;收购公司增发配股的金额是并购前一年+并购当年+并购后一年的值;在1998~2003年间多次并购的公司,以首次并购时间为准,因此,一家收购公司配股金额和增发金额不会被重复计算。

### 三、实证研究方法 with 结果

#### (一)长期绩效研究方法

连续持有超常收益(BHAR)衡量了购买公司股票并一直持有直到考察期结束,公司股票收益率超过市场组合(对应组合)收益率的值。BHAR不受考察期内公司股票价格波动的影响,较好地评价了收购公司的长期市场绩效。

长期内,除并购外影响公司收益率的因素还有很多,必须对这些因素加以控制,以降低计量误差。国外文献中通常是借鉴法玛等(Fama and French)的研究成果,对规模和权益账面一市值比加以控制<sup>[10]</sup>。国内学者的研究发现也为该方法在我国的适用性提供了支持。吴世农等研究发现中国股市存在显著的权益账面一市值比效应和规模效应<sup>[11]</sup>;朱宝宪等研究发现权益账面一市值比对我国上市公司股票收益率具有较强的解释力<sup>[12]</sup>;汪炜等研究发现我国股市存在显著的规模效应<sup>[13]</sup>。鉴于此,本研究中笔者对规模和权益账面一市值比进行了控制,计算了收购公司从并购公告当月开始到并购后36个月的BHAR。

记  $R_{it}$  为公司  $i$  在  $t$  月的收益率, BHAR 的计算公式如下:

1. 并购后  $0, T$  月内收购公司  $i$  的 BHAR

$$BHAR_{iT} = \prod_{t=0}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=0}^T (1 + R_{pt}) \quad \text{公式(1)}$$

其中  $T=0 \sim 36$ ,  $t=0$  表示并购当月,  $t=1$  表示并购后一个月, 依此类推。  $R_{pt}$  表示对应组合的月收益

率。上式表示从并购后当月到并购后 T 个月,连续持有公司股票获得的超常收益。

2. 等权投资组合 P 在 [0, T] 月内的平均 BHAR

N 为组合 P 中的公司数量,那么组合 P 在 [0, T] 月内的平均 BHAR<sub>PT</sub> 计算公式如下:

$$BHAR_{PT} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N BHAR_{i,T} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left( \prod_{t=0}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=0}^T (1 + R_{pt}) \right) \quad \text{公式(2)}$$

3. 等权投资组合 P 在 [0, T] 月内的 BHAR 的中位数

直接取组合 P 中公司的 BHAR<sub>i,T</sub> 的中位数即可。

4. 对应组合的构造及其月收益率计算——控制规模效应和权益账面—市值比(BE/ME)效应

本文中笔者采用了交叉分组的方法来控制公司的规模效应和账面—市值比效应。首先,根据公司在 k 年的规模,从小到大排序,均分成 5 组,规模是 k 年 6 月公司的流通市值。其次,计算公司在 k-1 年末的 BE/ME,从小到大排序,均分成 5 组, BE/ME=每股权益/年末收盘价。因此,根据规模和 BE/ME 的不同组合,在每一年中,所有上市公司被分成 25 组。最后,每一年中,根据规模和 BE/ME 的不同组合方式,对 25 组公司分别计算出的等权月收益率就是该组合的等权月平均收益率 R<sub>pt</sub>。公司在 k 年中所在组就是公司的对应组合,该组合的 R<sub>pt</sub> 就是公司对应组合的月收益率。在计算 t 月公司股票的 BHAR 时,采用当年公司所在组合的月收益率直接进行调整即可。对应组合收益率的计算公式如下:

$$R_{pt} = \frac{1}{N_{BE/ME, Size}} \sum_{i=1}^{N_{BE/ME, Size}} R_{it} \quad \text{公式(3)}$$

其中, R<sub>pt</sub> 是同一年度中具有相同规模和 BE/ME 交叉分组的公司的等权月平均收益率; N<sub>BE/ME, Size</sub> 是 t 月所在年度中,具有相同规模和 BE/ME 交叉分组中公司的数量。

将上述 R<sub>pt</sub> 带入公式(1), 计算出的 BHAR 就是控制规模效应和 BE/ME 效应的公司连续持有超常收益。然后,再使用公式(2)就可以计算收购公司组合的 BHAR。

## (二)收购公司长期绩效实证结果及分析

### 1. 收购公司的长期绩效

图 1 是全样本公司并购后 1~3 年内的 BHAR; 图 2 是按并购发生时间分年度统计的收购公司的 BHAR; 表 3 是收购公司在并购后 1 年、2 年和 3 年 BHAR 的分类统计检验结果。

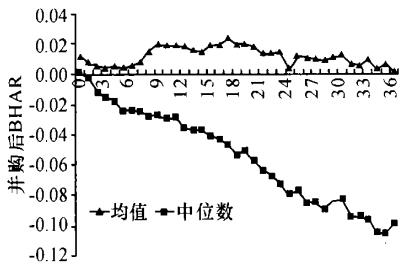


图 1 收购公司全样本并购后的 BHAR

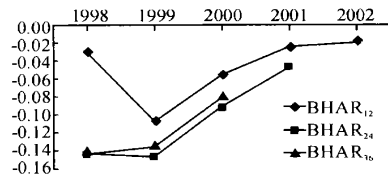


图 2 分年度统计的收购公司全样本的 BHAR

图 1 表明,整体而言收购公司股东在并购后 3 年内财富水平几乎等于市场收益率(BHAR<sub>36</sub>几乎为零)。由于上市公司 BHAR 的中位数与均值差异较大,说明收购公司 BHAR 不服从正态分布,在这种情况下,中位数更为可靠。3 年时间内收购公司 BHAR 中位数达到大约 -10%, 即有 50% 的收购公司在 3 年的时间内,累积收益率比市场收益率低 10% 以上,表 3 也表明, BHAR 的中位数在 1% 的显著水平下拒绝为零。从前文中知道这些收购公司从资本市场上获得了大量资金,资金流入本应带来公司经营绩效的改善,事实却并非如此,有理由相信大多数上市公司的并购扩张行为,从长期来看都是失败的。

从收购公司长期绩效年度间的变化来看,图 2 反映出我国上市公司并购的长期绩效逐年上升,并购质量在逐年提高。尤其是 1999 年后,无论是 1 年、2 年还是 3 年后收购公司的绩效都呈明显和一致的上升趋势。

表 3 收购公司 BHAR 中位数的统计检验结果

	全样本		混合并购		同业并购		未知类型		差异比较
	N	中位数	N	中位数	N	中位数	N	中位数	中位数差
BHAR <sub>12</sub>	1391	-0.0358 ***	247	-0.0644 ***	353	-0.0291	791	-0.028 **	-0.0353 *
BHAR <sub>24</sub>	1004	-0.0792 ***	198	-0.1039 ***	260	-0.0835 ***	546	-0.071 ***	-0.0204
BHAR <sub>36</sub>	623	-0.0984 ***	129	-0.0950 ***	161	-0.1441 **	333	-0.090 ***	0.0491

注: BHAR<sub>12</sub>、BHAR<sub>24</sub>和 BHAR<sub>36</sub>分别是收购公司并购后 1 年、2 年和 3 年的连续持有超常收益; 差异比较是混合并购—同业并购; \*, \*\* 和 \*\*\* 分别表示双侧检验在 10%、5% 和 1% 水平下显著; 限于篇幅未报告中位数检验的 Z 值和均值检验的结论。

## 2. 不同并购类型对收购公司长期绩效的影响

行业分类细分到大类,即单字母加两位数编码,共分 74 个行业。如果收购公司和目标公司行业分类具有相同的大类,即认为并购是同行业并购,大类不同则认为是混合并购。此外,由于很多目标公司没有公布行业分类,将目标公司没有公布行业分类的并购事件划分为未知类型并购。

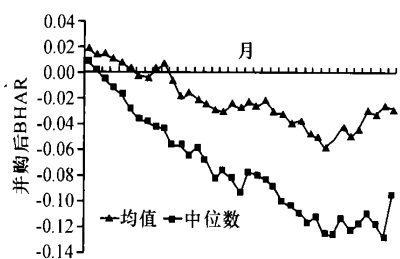


图 3 混合并购公司并购后的 BHAR

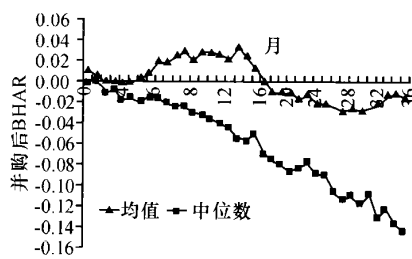


图 4 同行业并购公司并购后的 BHAR

对于发生混合并购的收购公司而言,图 3 表明,平均而言这些收购公司股东在 3 年中财富损失接近 3%。考察混合并购公司 BHAR 的中位数,可以看到对于大多数混合并购的收购公司而言,并购都是失败的。50% 的混合并购的收购公司在 3 年中带给股东的财富损失达到约 10%。表 3 也表明,混合并购公司的 BHAR<sub>36</sub>的中位数在 1% 的显著水平下拒绝为零。可见,混合并购的收购公司并没有实现并购前设想的进入新兴行业获得了利润的增长,没能为股东创造财富。笔者认为,我国经济处在高速增长阶段,不确定性的制度、市场环境,势必形成很多高利润的新兴行业,而这些行业进入的壁垒又较低,因此上市公司试图通过并购等方式,跨越规模发展阶段,过早地寻求多元化发展,导致上市公司内生性优势积累不足,长期内带来收购公司市场价值的下降。对同行业并购的收购公司而言,图 4 表明,50% 的同行业并购的收购公司股东 3 年时间内财富损失超过 14%。因此,可以认为大多数同行业并购同样是失败的。笔者认为,我国上市公司同行业并购多是传统行业内的整合,这些行业本身就面临技术革新、产业升级的压力,上市公司所收购的目标公司规模更小,技术、管理水平更差,因此,并购整合并没能从根本上提高这些公司的管理水平和核心技术能力,因此,长期绩效并未能因为整合而提高。

## 3. 股权种类结构对收购公司长期绩效的影响

为了考察股权种类结构对收购公司长期绩效的影响,笔者以收购公司并购后的 1 年、2 年和 3 年的 BHAR 作为被解释变量,以收购公司并购前一年的股权结构数据作为解释变量,进行回归分析,结果见表 4。在回归分析中笔者还对一些可能的影响因素进行了控制。

表4 中国有股比例在  $BHAR_{12}$  的回归中系数为正,且在 5%水平下显著。可见国有股比例对收购公司并购后 1 年内的市场绩效影响显著。但在  $BHAR_{24}$  和  $BHAR_{36}$  的回归中,国有股比例的回归系数已经不显著,说明并购后 2~3 年内,国有股比例对公司绩效的影响已经大大削弱。笔者认为,一方面,我国上市公司并购中政府介入仍较多,而国有股比例高低一定程度上反映了政府介入并购的程度,政府介入降低了收购的成本,因此,出现国有股比例与并购绩效的正相关关系;另一方面,由于收购公司的经营机制没能得到转换,公司长远发展问题未得到根本解决,因此,在更长的时期内国有股比例对绩效的正面影响消失了。法人股比例在 3 个回归方程中均不显著,说明法人股比例对并购长期绩效没有显著影响,这可能是因为法人股本身的属性界定不清,法人股的终极所有权性质不得而知<sup>14</sup>。因此,法人股对收购公司长期绩效的影响事实上是国有性质与非国有性质股权影响叠加在一起的结果。

表 4 股权种类结构与收购公司 BHAR 的回归结果

	BHAR <sub>12</sub>			BHAR <sub>24</sub>			BHAR <sub>36</sub>		
常数项	0.874 ***	0.860 ***	0.916 ***	1.891 ***	1.852 ***	1.859 ***	2.120 ***	2.038 ***	2.050 ***
国有股比例	0.001 **			0.001			0.000		
法人股比例		0.000			0.000			0.001	
流通 A 股比例			-0.001 **			0.000			0.001
Ln(总资产)	-0.043 ***	-0.040 ***	-0.041 ***	-0.086 ***	-0.083 ***	-0.083 ***	-0.090 ***	-0.087 ***	-0.089 ***
长期财务杠杆	-0.031	-0.034	-0.017	-0.276	-0.273	-0.273	-0.599 **	-0.589 *	-0.625 **
Ln(交易总价值)	0.000	0.000	0.000	-0.008	-0.008	-0.008	-0.013	-0.014	-0.013
Type-ID	0.028	0.025	0.027	0.035	0.033	0.033	0.034	0.035	0.034
Cong-ID	-0.049	-0.051 *	-0.049 *	-0.062	-0.063	-0.063	-0.095	-0.097	-0.094
Unknown-ID	-0.006	-0.007	-0.006	0.010	0.009	0.009	-0.016	-0.016	-0.015
Pay-ID	0.016	0.019	0.020	0.048	0.049	0.049	-0.008	-0.009	-0.004
N	1295	1300	1300	942	942	942	586	586	586
Adj. R <sup>2</sup>	0.012	0.008	0.012	0.022	0.022	0.022	0.021	0.022	0.220
F	2.899 ***	2.370 **	2.971 ***	3.705 ***	3.592 ***	3.592 ***	2.566 ***	2.628 ***	2.614 ***

注: Type-ID: 股权收购为 1, 资产收购为 0; Cong-ID: 混合并购为 1, 否则为 0; Unknown-ID: 未知并购类型虚拟变量; Pay-ID: 发放股利虚拟变量; 长期财务杠杆=长期负债/总资产; 限于篇幅未在表中报告系数显著性检验的 T 值; \*, \*\* 和 \*\*\* 分别表示双侧检验在 10%、5% 和 1% 水平下显著。

流通 A 股比重越大,意味着国有股比重越小,因此短期(并购后 1 年)中收购公司获得的政府支持可能越少,导致  $BHAR_{12}$  的回归方程中,流通 A 股比例回归系数显著为负。在更长的时期内,由于 A 股的持有者集中在中小散户,我国证券市场投机性特点决定了这些中小投资者不关心公司的长期绩效,而以追求短期套利为主,没有足够动机去监督收购公司的并购行为,导致流通 A 股比例对收购公司  $BHAR_{24}$  和  $BHAR_{36}$  无显著影响。

#### 4. 高管持股比例对收购公司长期绩效的影响

为了考察高管持股对收购公司长期绩效的影响,以收购公司并购后的 BHAR 作为被解释变量,以收购公司并购前一年的高管持股比例作为解释变量,回归结果见表 5。表 5 中高管持股比例在 3 个回归方程中的回归系数均为负,且均不显著,说明高管持股并对改善收购公司绩效没能起到积极的促进作用。笔者认为这是因为我国上市公司高管持股比例普遍都非常低,高层管理者的个人财富与公司价值之间不能够产生“套牢”现象,公司绩效难以作为外部约束机制形成对管理者行为的有效监督。

表5 高层管理人员持股比例与收购公司BHAR的回归结果

	BHAR <sub>12</sub>		BHAR <sub>24</sub>		BHAR <sub>36</sub>	
常数项	-0.049	(-0.25)	0.198	(0.72)	0.690	(1.42)
高管持股比例	-1.551	(-0.81)	-2.290	(-1.09)	-1.869	(-0.72)
Ln(总资产)	0.006	(0.65)	0.001	(0.04)	-0.014	(-0.63)
长期财务杠杆	-0.084	(-0.86)	-0.103	(-0.82)	-0.205	(-0.88)
Ln(交易总价值)	-0.004	(-0.93)	-0.012 <sup>**</sup>	(-2.03)	-0.018	(-1.43)
Type-ID	-0.007	(-0.39)	0.011	(0.49)	0.024	(0.52)
Cong-ID	-0.054 <sup>**</sup>	(-2.22)	-0.079 <sup>**</sup>	(-2.54)	-0.161	(-2.83)
Unknown-ID	-0.003	(-0.14)	-0.014	(-0.56)	-0.090 <sup>*</sup>	(-1.87)
Pay-ID	0.021	(1.35)	0.029	(1.28)	-0.040	(-1.02)
N	975		623		268	
Adj. R <sup>2</sup>	0.005		0.012		0.020	
F	1.578		1.911 <sup>*</sup>		1.666	

注: 相关变量的设定同表4; 括号中的数是系数显著性检验的T值。

## 四、结论

从以上分析可得到如下主要结论: (1) 并购后1~3年内, 大多数收购公司股东遭受了显著的财富损失, 并购未能为收购公司股东创造价值; (2) 无论是混合并购还是同行业并购的收购公司, 长期都给股东带来了显著的财富损失; (3) 国有股比例在并购后1年内对收购公司绩效有显著影响, 在并购后2~3年内, 这些影响消失了; (4) 高管持股比例对收购公司长期绩效无显著影响。总之, 实证结论表明大多数上市公司的并购扩张都是失败的。我国上市公司由于外部融资的优势条件产生内在强烈的扩张动机, 但过多地依靠外部资本来推动公司的快速发展, 伴随而来的往往是资产素质的降低和股价的不断下跌。因此, 今后应进一步完善上市公司治理结构, 避免并购中公司管理者的短视和错误判断, 公司并购决策者也应充分认识并购过程中的隐形成本和并购后整合的难度, 谨慎使用融资金。政府应弱化作为资产所有者的职能而强化经济调控者的职能, 避免无效率并购的发生, 引导企业并购向价值创造方向发展。

### [参 考 文 献]

- [1] 张新. 并购重组是否创造价值? [J]. 经济研究, 2003, (6).
- [2] 冯根福, 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 经济研究, 2001, (1).
- [3] 李善民, 朱滔, 陈玉罡, 等. 收购公司与目标公司配对组合绩效的实证分析[J]. 经济研究, 2004, (6).
- [4] 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).
- [5] Loughran T., Vijh A. M. . Do Long-term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions? [J]. Journal of Finance, 1997, 52: 1765~1790.
- [6] Gregory A. An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms [J]. Journal of Business Finance and Accounting, 1997, 24: 971~1002.
- [7] Agrawal A., Jaffe J. F. . The Post-Merger Performance Puzzle [M]. Advances in Mergers and Acquisitions, 2000: 7~41.
- [8] 张兵, 李晓明. 中国股票市场的渐进有效性研究[J]. 经济研究, 2003, (1).
- [9] 黄少安, 张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究, 2001, (11).
- [10] Fama E. F., French K. R. . The Cross-Section of Expected Return [J]. Journal of Finance, 1992, 47: 427~465.
- [11] 吴世农, 许年行. 资产的理性定价模型和非理性定价模型比较研究——基于中国股市的实证分析[J]. 经济研究, 2004, (6).
- [12] 朱宝宪, 何治国.  $\beta$ 值和帐面/市值比与股票收益关系的实证研究[J]. 金融研究, 2002, (4).
- [13] 汪炜, 周宁. 中国股市“规模效应”和“时间效应”的实证分析[J]. 经济研究, 2002, (10).
- [14] 刘芍佳, 孙霏, 刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效[J]. 经济研究, 2003, (4).

【责任编辑: 许玉兰】

# Long Run M&A Performance of Chinese Listed Companies

*LI Shan-ming, ZHU Tao*

*(School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou, 510275)*

**Abstract:** This paper verifies the long run performance of Chinese listed companies after M&A from the perspective of long-term event study. Empirical results show that shareholders of the majority acquiring firms suffer significant wealth loss in one to three years after M&A; both listed companies who take conglomerate mergers and mergers in the same industry induce the shareholders' wealth loss; equity type structure has significant effect on one-year performance after M&A, but this effect disappears within two to three years after M&A.

**Key words:** M&A; BHAR; performance; listed company

## Merger and Acquisition, Exchange of Stocks and Efficiency of Corporation

*YUAN Hong-quan, CHEN Jian-liang*

*(School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou, 510275)*

**Abstract:** Based on the studies of 699 M&A events which sold share over 5% of all that happened in listed companies of China during the period from 1999 to 2003 by measuring the total factor productivity of firm's level, this paper tries to find out different effects on the firm productivity of the target firms in different types of M&A. In general, empirical results show that the target firms' productivity improves after M&A happens, and then decreases. The performance of the M&A firms which belong to the conglomerate acquisitions improves, while the performance of the horizontal acquisitions and vertical acquisitions decrease. There is a marked productivity difference after M&A in different industries, and the results show that there is no significant difference in the firm's productivity in different ownership structures.

**Key words:** acquisition; total factor productivity; ownership structure

## Formulation of Accounting Standards: Governmental Orientation and Democratic Process

*GAO Yun-yan<sup>1</sup>, LU Rui<sup>2</sup>*

*(1. School of Higher Continuing Education; 2. School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou, 510275)*

**Abstract:** The formulation of accounting standards is not only a technical problem in accounting field but also a political one. This paper summarizes the related theories and literatures about accounting standards and foreign accounting standards, analyzes the forming, influence and incentives of governmental orientation in formulating process of Chinese accounting standards. It also discusses the shortages of the formulating model and the tendency of democratic process in the formulation of accounting standards. Finally it points out that governmental orientation and democratic process should be incorporated in the formulating model of Chinese accounting standards and some institutional suggestions are conducted.

**Key words:** governmental orientation; democratic process; formulation of accounting standards; institutional change

## A Study of Regional Difference of Chinese Consumption from the Perspective of Cultural Values

*LIU Shi-xiong*

*(College of Management, Shenzhen University, Shenzhen, 518060)*

**Abstract:** This paper studies regional difference of Chinese consumption from the perspective of consumption culture values. It