

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 17520131151179

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

员工权益、产权性质与上市公司并购绩效
——基于中国 A 股市场的经验研究

Employee Rights, Acquirer Ownership and M&A

Returns of Listed Companies

——Evidence from China

赵洁巍

指导教师姓名: 于李胜教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2016 年 月

论文答辩时间: 2016 年 月

学位授予日期: 2016 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2016 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):

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)：

年 月 日

摘要

企业的各项经济交易事项都离不开员工,员工在企业并购整合中起着不可替代的作用。然而目前国内学术界对员工权益与企业并购绩效的讨论主要是法律领域的规范研究,在经济与管理领域通过经验证据方式对员工与并购绩效关系进行实证研究的文献较少。John and Knyazev(2015)基于美国的工会制度,研究了美国并购双方员工权益对并购绩效的影响。因为中美之间存在巨大的制度环境差异,我们认为中国的员工权益对并购绩效的影响可能与美国不同。首先,中国企业管理层与员工之间的关系与力量对比与美国不同。美国工会可以显著影响管理层,中国工会力量较弱。其次,中国政府在经济中起着较为特殊的作用。中国政府一定程度上代替了工会在美国企业的职能。从中国和美国制度差异出发,本文以收购方员工权益为切入点,用实证研究的方法分析了员工权益在我国特殊的制度环境下对上市公司并购绩效的影响。

本文使用 2008 年到 2013 年的六年间国内 A 股上市公司发起的,以上市公司为买方,以股权为交易标的,上市公司在交易中获得标的方控制权的并购交易的样本,以超额累计收益衡量并购绩效,利用多元线性回归的实证研究方法,得出以下结论:

第一,其它条件一致的情况下,上市公司“激励性员工权益”强,则上市公司并购绩效好。

“激励性员工权益”强说明收购方管理层认识到员工对于企业的价值,并且能够给予员工适当的激励。“激励性员工权益”向标的方企业员工传递出其待遇不会变差的信号,缓和标的方员工抵触情绪,从而加速并购整合,实现并购绩效的提高。

第二,上市公司“激励性员工权益”与并购绩效的关系,可能只存在于民营上市公司作为收购方的并购活动中。

国有企业通常出于当地政府“扶持之手”、“掠夺之手”以及中央政府产业整合的动机进行并购活动,重组标的方企业员工的动机不强,标的方企业员工抵触心理较少。民营企业出于盈利最大化的动机进行并购活动,并购后对标的方企业员工进行调整的可能性大,标的方企业员工顾虑大。

第三，其它条件一致的情况下，上市公司“保护性员工权益”强，则上市公司并购绩效差。

政府为企业员工提供的“保护性员工权益”可能使上市公司存在超额雇员的情况，同时也可能降低上市公司员工努力工作的积极性。这种超额雇员的情况可能在上市公司的并购中得到延续，使得上市公司并购完成后超额雇员程度更为加剧，降低了上市公司并购绩效。

第四，上市公司“保护性员工权益”与并购绩效的关系，可能只存在于国有上市公司作为收购方的并购活动中。

政府对国有上市公司有着较强的影响力，而对于民营上市公司的影响力则相对较弱。民营上市公司存在的“保护性员工权益”可能显著低于国有上市公司。

为了使结果更稳健，本文使用不同窗口期超额累计收益和行业位数调整的超额雇员程度代替原模型的变量进行了稳健性检验。稳健性检验结果显示，本文主要结论没有因为变量替换而改变。

关键词： 员工权益； 产权性质； 并购绩效

Abstract

Employee plays a key role in merger and acquisition integration, but relevant empirical research is scarce. John and Knyazev (2015) have done a research on how employee rights impact M&A performance in USA. Due to huge regime environment difference between China and USA, we believe the impact of employee rights on M&A performance in China is different from USA. Firstly, the relationship between employees and managers in China is different from that in United States. Thanks to the well developed union system in United States, the employee can effectively make influence on managers' decision-making. However, union does not work effectively in China. Secondly, Chinese government acts in some degree like the union in USA. In this article, we empirically study the impact of acquirer employee rights on M&A performance under China's special political atmosphere.

We use M&A activities took place from 2008 to 2013 in Chinese stock market as study sample. We include only M&A activities in which listed companies are acquirers and the control rights of target are transferred after the transactions. Using CAR as the dependent variable and multiple linear regressions as the empirical method, we get conclusion as below.

Firstly, when other conditions are controlled, the stronger "incentive employee right" the listed companies have, the better M&A performance the listed companies may get.

The existence of "incentive employee right" implies that the managers of the listed companies cherish the value of their employees and are aware of appropriate incentive. Such trait of the listed companies may moderate resistance of employees in the target companies. And effective M&A integration helps improve the M&A performance.

Secondly, the relation between "incentive employee right" and M&A performance may only exists in private-owned listed companies.

State-owned listed companies often search M&A transactions because of local government's "Support hand" or "Robbing hand" sometimes the central government's plan of industrial restructuring. So the State-owned listed companies have less motivation to reconstruct the employee of the target company. But private-owned listed companies seek M&A deals out of market principal and they have strong motivation to reconstruct the employee of the target company. So the employee of target companies may have strong resistance against private-owned listed companies as potential acquirer.

Thirdly, when other conditions are controlled, the stronger "protective employee right" the listed companies have, the worse M&A performance the listed companies may get.

Interest conflicts exist between shareholders and employees. The shareholders want the employees to work harder and maximize their personal wealth otherwise the employees want to maximize their personal leisure time "Protective employee right" increases the power of employee and makes them reluctant to work harder So the labor level of the company may not at optimal level which puts the wealth of shareholder in jeopardy.

Fourthly, the relation between "protective employee right" and M&A performance may be weaker in private-owned listed companies.

Chinese government has more impact on state-owned listed companies than private-owned companies. So the "Protective employee right" in private-owned companies is much weaker than that in state-owned listed companies.

In order to make the results of this paper more robust, we used CAR of different time window and adjusted excessive employment degree to carry out Robustness testing. Our main results remain positive in Robustness testing.

Key Words: employee rights; ownership nature; M&A returns

目录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景和研究意义	1
1.1.1 研究问题提出	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 研究思路及论文框架	2
1.3 研究方法	4
1.4 本文的创新之处和不足	5
1.4.1 本文的创新之处	5
1.4.2 本文的不足之处	5
第二章 文献综述	6
2.1 并购绩效研究方法的文献综述	6
2.2 并购绩效影响因素的文献综述	7
2.3 员工权益与并购绩效的文献综述	8
2.4 产权性质与并购绩效的文献综述	9
第三章 理论基础和假设发展	12
3.1 理论基础	12
3.1.1 委托代理理论	12
3.1.2 并购整合理论	13
3.1.3 产权理论	13
3.1.4 超额雇员理论	15
3.1.5 有效市场理论	15
3.2 假设发展	16
第四章 研究设计	19
4.1 样本选择和数据来源	19
4.1.1 样本筛选条件	19

4.1.2 样本总体分布	20
4.2 变量定义及模型构造	22
4.2.1 主要变量定义	22
4.2.2 模型构造	25
第五章 实证分析	27
5.1 描述性统计	27
5.1.1 超额累计收益	27
5.1.2 变量的描述性统计	28
5.1.3 变量相关性分析	31
5.2 回归结果分析	33
5.2.1 激励性员工权益与并购绩效回归结果分析	33
5.2.2 保护性员工权益与并购绩效回归结果分析	36
第六章 稳健性检验	38
第七章 结论与启示	41
7.1 研究结论	41
7.2 研究启示	41
7.3 可进一步研究的内容	41
参考文献	43
致谢	46

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Research Background and Implications.....	1
1.1.1 Introduction of Research Questions.....	1
1.1.2 Implications for Research.....	2
1.2 Research Ideas and Papers Framework.....	2
1.3 Research Methodology.....	4
1.4 Innovations and Weaknesses of This Paper.....	5
1.4.1 Innovations of This Paper.....	5
1.4.2 Weaknesses of This Paper.....	5
Chapter2 Literature Review.....	6
2.1 Reviews about M&A performance research methodology.....	6
2.2 Reviews about factors affecting M&A performance.....	7
2.3 Reviews about employee rights and M&A performance.....	8
2.4 Reviews about ownership nature and M&A performance.....	9
Chapter3 Theory Foundation and Research Hypotheses.....	12
3.1 Theory Foundation.....	12
3.1.1 The agent theory.....	12
3.1.2 M&A integration theory.....	13
3.1.3 Property rights theory.....	13
3.1.4 Excessive employment theory.....	14
3.1.5 The efficient market theory.....	15
3.2 Research Hypotheses.....	15
Chapter4 Research Design.....	19
4.1 Sample Selection and Data Sources.....	19
4.1.1 The criteria of Sample Selection.....	19

4.1.2 The overall distribution of Sample.....	20
4.2 Variable Definitions and Model Construction.....	22
4.2.1 The Definition of Main Variables.....	22
4.2.2 The Construction of Model.....	26
Chapter 5 Empirical Analysis.....	27
5.1 Descriptive Statistics.....	27
5.1.1 Cumulative abnormal return.....	27
5.1.2 Descriptive Statistics of variables.....	28
5.1.3 Correlation analysis of variables.....	31
5.2 Analysis of Regression Results.....	33
5.2.1 Incentive employee right and M&A performance regression results..	33
5.2.2 Protective employee right and M&A performance regression results..	36
Chapter 6 Robustness Test.....	38
Chapter 7 Conclusion and Implications.....	41
7.1 Research Conclusion.....	41
7.2 Implications.....	41
7.3 Possible Future Research Directions.....	41
References.....	43
Acknowledgements.....	46

第一章 绪论

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究问题提出

员工权益^①对于企业而言具有双重意义。一方面，员工是企业的人力资本。企业员工权益强能够激励员工更加努力的工作，从而帮助企业提高业绩。另一方面，员工工资支出也是企业重要的成本支出。员工权益过于完善可能增加员工的“惰性”，降低员工工作效率，增加企业成本，损害股东利益。

在公司并购交易中，员工权益对企业的双重意义体现的尤为明显。首先，当企业员工可以影响管理层的决策的时候，员工对于并购标的的倾向性可能影响管理层对于并购标的方的选择。其次，成功的并购离不开收购方对标的方企业员工的高效整合。如果收购方的员工权益很弱，会传递给标的方企业员工收购方管理层不重视员工价值并缺乏应有激励的信号，增强标的方企业员工的抵触情绪，阻碍并购绩效的提高。最后，并购协同效应的产生有赖于并购后企业的人员重组，这种重组旨在降低企业成本、增加企业效率。收购方企业员工的权益过强，员工“惰性”大，不愿意为工作投入更多精力，则不利于企业并购后效率的提高和成本的降低。

John and Knyazev(2015)^[1]基于美国的工会制度，对员工权益与企业并购的关系进行了实证研究。研究结果显示，收购方企业员工权益强则并购绩效低，收购方企业员工权益弱则并购绩效高。同时，员工权益还影响了收购方对于标的方的选择，员工权益强的收购方更倾向于选择员工权益强的标的方，员工权益弱的收购方对于标的方企业员工权益强弱没有明显偏好。在 John and Knyazev 对这一研究结果的解释中，美国的工会制度扮演了关键的角色，他们在研究中使用收购方所在州是否存在限制工会权利的法案来代理企业员工权益的强弱。在美国的并购交易中，收购方企业员工有着很强的话语权，有些交易条款甚至明确写明并购以工会同意为前提，收购方管理层必须充分听取工会的意见。在工会和管理层的博

^① 此处的员工权益由英文 employee rights 直译而来，我们认为其主要指员工在企业中的话语权，即通过协商取得其自身认为合理的福利的能力。

弈过程中，工会力量强的收购方企业员工显著影响了管理层决策。由于并购可能带给员工的现金流波动性显著小于股东，员工希望企业并购后财务状况稳定，而具有这种特性的标的方不一定符合股东权益最大化的要求，因此此类并购会损害股东财富。

那么，在中国员工权益与并购绩效的关系是否与美国一致呢？中国的制度环境与美国截然不同。西方国家重视人力资源与员工保护，工会力量较强，我国重资本、轻人力，员工以及工会力量较弱(王雄元，2014)^[2]。公司管理层在做出并购等财务决策时较少听取员工的意见。那么在中国员工权益是如何体现的，又以怎样一种方式影响着企业并购绩效。我们从中国和美国的实际情况以及制度差异出发，提出了研究问题。

1.1.2 研究意义

本文研究意义和研究贡献主要有以下几方面：

第一方面，国内现有的文献对于员工在并购绩效中的影响主要以规范的形式出现，缺少相关的实证研究。本文运用实证研究的方法探究了员工权益与并购绩效的关系，丰富了并购绩效领域的相关文献。

第二方面，国内现有的文献对于产权性质与并购绩效关系有着较多的研究。本文以员工的视角为切入口，分析了员工权益在不同产权性质企业中的特点，以及其对并购绩效的不同影响，丰富了产权性质与并购绩效关系相关的文献。

第三方面，并购作为一种优化资源配置的方式越来越多的在国内资本市场出现，并购双方员工的整合往往是影响并购成败的关键因素。研究发现，大多并购以失败收尾的原因在于企业在并购后没能进行有效的整合。本文通过研究员工权益对于并购绩效的影响，发现在民营企业中提高员工权益能够有效提高并购绩效，这对现实中收购方如何处理并购中的员工整合问题有着借鉴作用。同时本文发现，国有上市公司作为收购方时，国有上市公司存在的人员冗余在并购之后可能会进一步加剧，这对于我国的国有企业改革有一定的借鉴意义。

1.2 研究思路及论文框架

本文以国内上市公司为研究对象，以员工权益为切入点，研究了在中国制度

环境下，员工权益与上市公司并购绩效的关系。在员工权益方面，中国与美国的第一个差异在于管理层和员工关系。美国由于完善的工会制度，员工权益强，员工能够有效影响管理层的决策行为，包括并购的决策。在中国，工会的作用很小甚至不存在，员工权益主要来自于员工本身技能专有性^②和管理层激励员工的意愿。本文通过实证研究发现，管理层意识到员工价值并能提供“激励性员工权益”的民营上市公司能够取得更好的并购绩效，原因可能在于管理层的这种行为向标的方企业员工传递了积极的信号，缓和了标的方企业员工的抵制情绪，加速了并购整合。在员工权益方面，中国与美国的第二个差异在于中国政府在经济中扮演的角色。中国政府一定程度上代替了工会在美国企业的职能。由于地方官员存在保障就业和维护社会稳定目标，地方政府对于企业职工尤其是国企职工的就业存在一种隐性担保。本文通过实证研究发现，政府给企业职工提供的这种“保护性员工权益”对上市公司并购绩效产生负面影响，这种负面影响在国有上市公司更为明显。

本文主要包括七个部分，第一章为本文的绪论，该章为全文的总起，主要阐述了本文的研究背景、研究意义、研究思路、研究框架、研究方法以及本文的创新和不足之处。本文后续的内容均承接第一章的内容而展开。

本文的第二章为文献综述，这一章我们回顾了与本文研究目标相关的四方面的文献。这四方面包括以往文献分析并购绩效采用的研究方法，可能对并购绩效产生影响的相关因素，员工权益与并购绩效的关系，企业产权性质与并购绩效的关系。文献综述是对本文研究领域已有研究成果的一个回顾，本文在借鉴已有文献研究方法和研究结论的同时，对这一领域的研究进行了一定的拓展。

本文的第三章为理论基础和假设发展。这一部分，本文以员工与股东之间的矛盾，并购整合中员工抵触情绪的影响，我国政府干预与国有企业超额雇员为理论基础，发展了本文的两个假设：上市公司“激励性员工权益”有助于提高并购绩效，并且这种效应只存在于民营上市公司；上市公司“保护性员工权益”降低了并购绩效，并且这种效应只存在于国有上市公司。

本文的第四章为研究设计，在这一章，本文阐述了本文实证研究的样本的选择的过程以及数据的来源，定义了本文使用的变量，构造了本文回归所用的回归

^② 这种专有性主要指员工能为企业创造绩效前所需较高的教育和培训的程度。

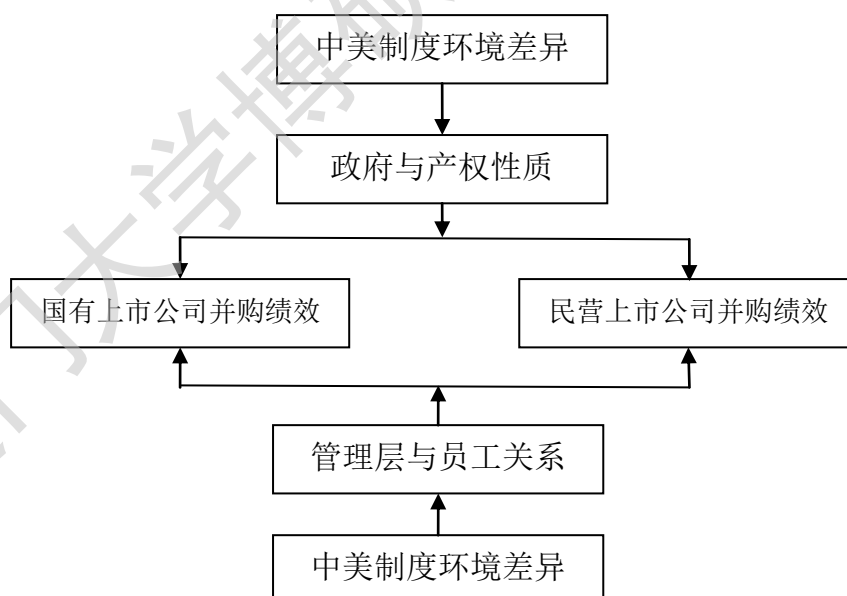
模型。

本文的第五章为实证分析，在这一章中，本文对实证得到的结果进行了描述性统计分析和回归结果分析，本文的两个主要假设在两个模型的实证回归结果中都得到了验证。同时，在这一部分我们也分析了相关控制变量对并购绩效的影响，本文主要控制变量对并购绩效的影响与已有的研究结果基本一致。

本文的第六章为稳健性检验，在这一部分，本文分别使用了不同事件窗口的超额累计收益和行业中位数调整的超额雇员程度来进行稳健性检验。在稳健性检验中，本文的主要结论没有因为相关变量被替换而改变。

本文的最后一章是结论和启示，作为本文的结尾这一部分对文章进行了总结。我们认为，上市公司员工权益会对其并购绩效产生影响，这种影响以不同性质的员工权益而不同，也因为上市公司不同的产权性质而发生变化。根据本文的研究结论，我们提出了民营企业应该加强员工激励从而提升自身竞争力，国有企业应该继续坚持市场化方向的改革提升自身的绩效的建议。同时，我们认为被收购方企业员工权益与并购绩效的关系可能成为未来的研究方向。

本文以中美制度环境差异出发展开了研究，本文的研究框架如下：



1.3 研究方法

(1) 规范研究方法

本文理论研究部分采用了理论分析法、文献综述法、逻辑推理和定性分析相

结合等方法,这些方法主要是利用已有的相关研究、文献或理论,在对这些研究、文献和理论进行总结或阐述的基础上,进行逻辑推理从而得出本文的研究假设。

(2)实证研究方法

本文用实证方法分析上市公司员工权益、产权性质及其并购绩效的关系,部分原始数据的整理使用了“Excel 2013”软件,主要实证过程的数据处理和回归使用了“Stata 12.0”统计软件。

1.4 本文的创新之处和不足

1.4.1 本文的创新之处

本文运用实证研究的方法,分析了上市公司员工权益与并购绩效的关系,我们认为本文的主要创新为:

(1)研究方法的创新。国内现有的文献对于员工在并购绩效中的影响主要以规范的形式出现,缺少相关经验证据。本文从实证的角度探究了员工权益与并购绩效的关系。

(2)研究视角的创新。本文以员工的视角为切入口,分析了员工权益在不同产权性质企业中的特点,以及其对并购绩效的不同影响,丰富了产权性质与并购绩效关系相关的文献。

1.4.2 本文的不足之处

由于研究能力、研究时间的限制以及目前数据的可获得性等原因,本文有许多可以改进和发展的地方,我们认为本文主要存在以下不足:

(1)本文的样本筛选要求比较严格,研究期间内样本数量较少。

(2)中国上市公司并购交易中,一般只有需要证监会批准的并购交易才会较详细披露标的方的信息,标的方详细数据较难获得,因此本文未探究标的方企业员工权益与并购绩效的关系。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts 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 for delivery details.