

股权分置下我国上市公司并购的逆向选择问题实证研究

黄满池, 彭建刚

(湖南大学金融学院, 湖南 长沙 410079)

内容提要:基于对我国上市公司掏空行为和支持行为的分析,本文提出中国上市公司在股权分置下并购行为的逆向选择问题和长期均衡问题。文章通过对股票市场近10年的走势分析以及通过对2002~2003两年间180起并购事件的并购行为的实证研究,得到股权分置下掏空行为逆向选择问题和长期均衡特征:股市长期低迷,在低迷的股市中绝大部分上市公司更倾向于掏空行为。文章同时指出,我国的“一股独大”和“股权分置”的制度安排是这种逆向选择问题和社会福利低水平上长期均衡的重要影响因素。

关键词: 掏空; 支持; 逆向选择; 长期均衡

中图分类号: F830

文献标志码: A

文章编号: 1002—5766 (2008) 08—0023—08

一、引言

从19世纪末至今,以美国为代表的西方国家已经历了5次大规模的企业并购浪潮。西方学者沿着并购动因和并购绩效两条主线对企业的并购行为进行了大量的研究,分别在并购动因理论上提出了“协同效应假说”、“自大假说”(Roll, 1986)、“自由现金流假说”(Jensen, 1986)和“套利假说”(Shleifer & Vishny, 2003)等并购动因,并都在现实企业并购行为中得到了一定的证据支持。相对而言,尽管西方学者在并购动因的理论不能取得一致意见,但并购的实证研究取得了比较一致的结论,即在并购过程中,被收购公司的股东能获得显著为正的超额收益(Jensen & Ruback, 1983; Jarrell, James, Brickley & Netter, 1988; Argrawal & Jaffe, 2000; Andrade, Mitchell & Stafford, 2001; Homstrom & Kaplan, 2001; Bruner, 2002)。

上世纪90年代以来,我国证券市场得到迅速的发展,“宝延事件”揭开上市公司收购兼并的序幕后,在我国资本市场上的并购活动也渐渐活跃起来,1997年以来,表现出迅猛发展之势。2005年的股权分置改革工作正式启动,为上市公司并购重组提供了多种市场化的支付手段和创新方式,后股改时代的上市公司并购将迎来更大的发展。因此,上市公司并购问题成为国内学术研究的一个热点,国内学者以西方的并购理论为基础,从长期的财务业绩和短窗口的事件反应两个角度对我国上市公司的并购绩效进行了大量的实证检验。国内学者在以财务业绩为评价标准进行的分析上得到了基本一致的结论,即我国上市公司在并购后的长期业绩表现出先升后降或先平后降的特征(冯根福和吴林江, 2001; 李善民和李巧, 2003)。但以事件研究法的窗口检验与西方文献的发现相反并没有得到一致的结论(陈信元和张田余, 1999; 高见和陈歆玮, 2000; 李善民和陈玉罡, 2002)。针对这些与西方文献并不一致的实证差异,冯根福和吴林江(2001),张新(2003),陈信元、叶鹏飞和陈冬华(2003)以及李增泉(2004)等分别基于我国制度背景的考虑先后提出了几种

收稿日期: 2008-01-07

作者简介: 黄满池 (1964—), 男, 湖南浏阳人。副教授, 博士研究生, 主要从事金融管理研究。E-mail: huangmanchi@163.com; 彭建刚 (1955—), 男, 湖南长沙人。经济学博士, 教授, 博士生导师, 主要从事金融管理研究。

我国并购市场上的并购动因解释(黄兴李、沈维涛, 2006), 李增泉(2004)以1998~2002年间我国上市公司作为收购方的416起并购事件作为研究样本, 从股票投资收益以及会计收益两个角度对上市公司并购绩效进行实证分析。研究表明, 基于我国特殊的制度背景, “掏空与支持”理论能够有效解释我国上市公司的并购行为。换言之, 上市公司对非上市公司的并购行为是地方政府和控股股东支持或掏空上市公司的一种手段, 支持的目的是为了帮助上市公司满足监管部门对上市公司融资资格的管制要求, 掏空则是赤裸裸的利益侵占行为。黄兴李、沈维涛(2006)在李增泉的研究基础上得到, 大股东在与其控制的业绩优良的上市公司的关联并购中具有较强的掏空动机; 而对于业绩一般和较差的公司, 大股东为了“保壳”或保“配”, 会向上市公司注入优质资产或转让部分盈利性的股权、表现为一种“支持”。此外, 关联并购并没有真正提高上市公司的财务绩效。

综上所述, 针对我国并购行为的实证研究与西方研究结论的差异, 国内学者做出了一些解释, 其中的应用掏空与支持理论得到了一定程度的认可和实证支持, 但两者的研究都缺乏对上市公司掏空与支持行为的长期均衡的研究。本文进一步深入地提出这样的问题: 上市公司长期采用掏空与支持行为均衡是怎样的? 市场是否能够验证这种均衡? 股权分置改革对上市公司的掏空与支持行为有什么影响等。

二、制度背景和理论分析

掏空与支持理论是针对集中的所有权模式提出的。所有权的集中虽然在一定程度上避免了股权分散情况下小股东在监督公司经理时的“搭便车”行为, 却也增强了大股东谋取私人利益的能力。在司法体系不尽完善的国家, 能够控制公司的大股东不仅可以向公司委派管理人员, 还可以采用关联交易的方式掏空公司(Denis & Mcconnell, 2003)。

虽然与其他新兴市场国家类似, 我国上市公司也表现出高度集中的所有权结构。不同的是, 这种所有权模式主要是由股票发行上市的制度安排决定的(李增泉, 2004)。我国设立资本市场的直接初衷是解决国有企业发展的资金问题, 由于担心发展规模失控, 中央政府长期以一直采用“审批制”和“额度制”相结合的监管模式。同时, 国家又不愿失去对国有的控股权, 《证券法》规定, 企业改制过程中, 国有净资产的折股比例不得低于65%, 所以, 上市公司股权结构中以国家股和法人股等非流通股为主, 尤以国家股比重最大。

正是这种制度的安排决定了我国上市公司具有更强烈的掏空行为动机: (1) 在这种制度安排下为了满足监管部门的上市要求, 大部分的上市企业都采取了剥离非核心资产的改制模式, 其经济后果是, 上市公司与地方政府和控股股东之间必然存在着某种密不可分的利益关系, 控股股东和地方政府不断对上市公司进行掏空(李增泉, 2005); (2) 股权分置中, 由于非流通股的不流通导致非流通股股东不能通过二级市场的股权交易获得资本利得, 加上非流通股股东的绝对控股地位, 导致控股股东可能为了谋取控制权私利, 通过与上市公司的非公允关联交易实现利益输送(黄兴李、沈维涛, 2006); (3) 股权分置中大部分股票不能流通, 造成了流通股股东与非流通股股东利益追求目标的差异。我国证券市场存在着非流通股的特定情况, 致使股票价格的波动对非流通股股东几乎没有任何影响, 价格上涨不会给他们带来任何收益, 价格下跌也不会给他们造成任何直接损失。这样, 非流通股股东在追求自己的利益对上市公司进行掏空时, 缺乏有效抑制; (4) 我国证券市场成立时间短, 相关法律法规和监管不尽完善, 上市企业更注重短期利益的行为也加剧了掏空动机。

然而, 这种掏空行为并没有限制并且某些时候会转为支持行为: (1) 我国《公司法》、《证券法》等法规对股份公司发行股票、股票上市、增发配股、股票暂停交易等都有明确的规定, 其中最为重要的是对公司盈利能力的要求。为了达到证监会规定的配股标准, 或避免被退市(保“配”和保“壳”), 上市公司不得

不通过关联方交易以及“机会主义资产重组”粉饰财务报表（陈信元等，2003；原红旗和吴星宇，1998；檀向球等，1999）；（2）Jensen & Meckling（1976）的分析表明，即使缺乏完善的公法保护，外部投资者仍可通过“用脚投票”的方式保护自己的权益。我国资本市场发展的时间虽然还不算长，但也有不少研究表明，我国的证券市场达到了弱式有效（沈艺峰，1996；吴世农和黄志功，1997），当控股股东具有较强的“掏空”动机时，流通股股东能够识别并会做出消极的反应，导致股价下挫。当控股股东表现出较强的“支持”动机时，流通股股东预期公司业绩会有改善，从而对此并购事件的公告有积极的反应，导致股价的上扬。为了降低融资成本，控股股东不得不对自己的掏空行为有所限制，具有强烈的动机向外部投资者作出承诺。其中，用私有资源支持陷入困境的上市公司就是控股股东取信外部投资者的重要手段（Friedman等，2003）；（3）政府掌控的命脉企业或个别诚信企业由于有效的监管、好的内部治理结构和对长期利益的注重而采取支持行为。

基于以上对我国上市公司掏空行为和支持行为的分析，本文提出我国上市公司在股权分置下并购行为的逆向选择问题和长期均衡问题：股权分置时的我国上市公司制度安排使得对所有权集中的优质资产公司具有强烈的掏空动机，只有劣质公司为了达到刚性管制指标（保“配”和保“壳”）才不得不采取支持行为，带来的结果就是市场上的优质公司由于被掏空而越来越少，股市下挫。虽然这里的掏空行为不仅仅是并购，但并购无疑是掏空行为中一种最重要的行为，这从我国上市公司频繁的关联并购行为中可见一斑（Jian & Wong，2003）。反过来，股市下挫又会进一步加强对优质公司的掏空动机，这种股权分置下逆向选择行为的长期均衡结果就是股市陷入长期低迷，更多的上市公司在低迷股市中继续掏空，股市继续低迷。有限的支持行为使得这个均衡维持在社会福利很低的水平上。

三、实证研究与数据分析

1、样本及数据来源

本文研究样本及相关数据来源于港澳资讯金融数据库和《中国并购年鉴 2004》。2002~2003 两年共发生 258 起上市公司并购事件，其中，我们选取其中的 180 起并购事件作为样本研究对象，选取这段时期进行研究的一个重要原因在于 2002 年开始，我国股市开始体现了本文提出的长期均衡特征，同时，若加长样本时间段又会与我国 2005 年以来的股改相干。具体样本选区标准为：（1）并购发生在 2002~2003 年间；（2）剔除并购时的非 ST 公司；（3）在公告日前至少有 150 个交易日数据；（4）在公告日前后 30 天没有其他重大事件公告（如分红、配股等）。

为了提出本文中的逆向选择长期均衡问题，将上述 180 个并购事件研究样本分为两大类：并购前业绩优良公司和并购前业绩一般或较差的公司。由于我国的证监会非常看重净资产收益率（ROE），并将其作为股份公司发行股票、股票上市、增发配股、股票暂停交易等都管制活动的标准，陈信元等（2003）称之为“刚性管制”。因此，本文采用黄兴李、沈维涛（2006）的样本划分标准：（1）业绩优良的标准为 $ROE_{t-1} > 10\%$ ，且 $ROE_{t-2} > 6\%$ ；（2）不满足上述条件的划为业绩较差和一般的上市公司。表 1 是对样本的统计描述分析。

表 1	样本描述	
	绩优公司	业绩一般或较差公司
个数	27	153
所占比重（%）	15	85

2、绩效的衡量

股票投资收益和会计收益是用来衡量并购绩效的常用方法。两种研究方法兼有其利弊（高燕燕、黄国良，2006）。故本文同时采用两种方法来对我国上市公司并购的短期绩效和长期绩效进行研究，使两种方法互相补充，也便于同他人的研究成果进行比较分析。

(1)股票投资收益。本文采用事件研究法检验上市公司并购事件公告前10天到公告后20天的样本平均累计超额收益率，来考察流通股股东对于关联并购的反应。计算每日超常收益率：实际收益率减去预期收益率的差额，公式为：

$$AR_{it}=R_{it}-\hat{R}_{it}$$

式中， R_{it} 和 $\hat{R}_{it}$ 分别为个股*i*的第*t*日的实际收益率和预期收益率{标注书}。预期收益率的计算可以采取市场模型、均值调整模型、市场调节模型和不变收益模型。本文采用的市场模型来计算：

$$\hat{R}_{it}=\alpha+\beta R_{Mt}$$

式中， R_{Mt} 是市场指数在第*t*日的实际收益率。本文中沪市股票的市场指数为上证A股指数，深市股票的市场指数为深圳A股指数。我们使用140个交易日(-150,-11)的股票价格和市场指数的数据估计市场模型的 α 和 β 。

然后，计算公司股票在并购前后 $T_1\sim T_2$ (T_1, T_2) 的累计超额收益率 CAR_i 和各样本的平均累计超额收益率 $ACAR$ ，并采用统计量检验其显著性，公式如下：

$$CAR_i(T_1,T_2)=\sum_{t=T_1}^{T_2}AR_{it}$$

$$ACAR(T_1,T_2)=\frac{1}{N}\sum_{i=1}^N CAR_i(T_1,T_2)$$

$$t=\frac{ACAR}{S_{CAR}/\sqrt{N}}$$

其中，*S*是标准误差；*N*为各样本中的股票数量。

(2)会计收益。净资产收益率(ROE)是政府管制融资资格的会计指标，所以，我们再考察各类样本上市公司并购前后五年的平均ROE，分析关联并购对上市公司财务绩效的影响。

四、实证结果及分析

1、股改前我国股市陷入长期的低迷

我国设立资本市场的直接初衷是解决国有企业发展的资金问题，即为国有企业脱困，同时国家又不愿失去国有控股权，所以设置了股权分置制度，这种制度安排人为地割裂了上市公司的股权，导致同股不同权，大股东和小股东的利益不一致，很多上市公司大股东仅仅是把上市公司作为圈钱工具，把资本市场作为圈钱场所，转移上市公司的优质资产，虽然部分公司因为保“配”和保“壳”而采取有限的支持行为，但目的仅仅是保留住上市圈钱工具，优质公司不断被淘空。表2显示了我国深沪两市中上市公司的历年ROE均值，可见，1999~2005年间两市的ROE除去2003年以外不断降低，说明两市的优质公司由于掏空而不断减少，这也说明了为什么在我们研究的180个并购事件样本中优质公司仅占15%。当股民渐渐理性地看到我国股市这种优质公司不断地被淘空的时候，就去用脚投票，这样股市进入了2001年下半年以来长期的萎靡，而在此期间我国的经济却一直处于上升的通道，说明股市低迷并非由我国的经济原因引起。2003年ROE的短暂回升源于证监会加强了对证券市场的组合监管和“基础性整理”，旧掏空渠道暂短的封锁。而2004年的ROE又跌回更低水平，说明2003年只是对本文研究的长期均衡的一个短暂的偏离，这种长期均

衡是由我国股市的制度安排造成的，如果这种制度安排没有改变，即使出现暂短的偏离也会最终回到长期均衡上来。图 1 显示了上证 A 股市场和深圳 A 股市场 1996~2005 年 10 年间股指不断下挫的过程。

表 2 上证公司与深证公司各年份平均 ROE 及 t 检验							
年	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
上证	8.4963***	8.6996***	8.6566***	2.8556*	5.0753***	1.5093	-3.3131*
深证	4.9048**	3.5267**	-2.0343	1.1194	7.0016***	1.5135	-4.4463*

注：* 表示对应 10% 的显著水平；** 表示对应 5% 的显著水平；*** 表示对应 1% 的显著水平。

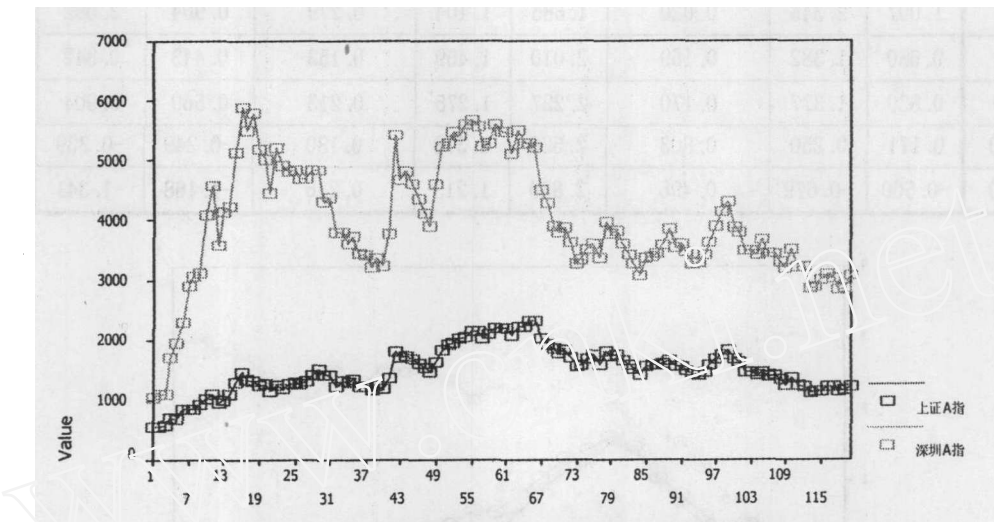


图 1 1996~2005 年上证 A 股指数与深圳 A 股指数月收益走势

2、股票投资收益

表 2 分别给出了不同样本公司在并购事件窗口期间的累计超额收益率均值及 t 检验。图 1 则显示了不同样本在并购事件公告前后 30 天(-10, 20)的平均累计超额收益率变化情况，纵轴表示样本平均累计超额收益率(ACAR)，横轴表示事件窗口 (T_1, T_2)。由图 2 不难看出，总体样本对并购事件的反应与业绩一般或较差公司对并购事件的反应基本一致，原因也在于，由于两市上的优质公司不断被淘空而减少，并购事件样本中业绩一般或业绩较差的公司占了 85% 的比重。图 2 中可见，占小部分的绩优公司的并购行为为支持行为，并购后股票的平均累计超额收益率呈不断递增趋势，其中， $ACCR(-10, 20)$ 为 2.850%。此小部分业绩优良公司是在长期的淘空逆向选择过程中生存下来的，或者是由于国家对命脉企业的重视和监管或者是由于非常合理治理结构等原因，并购采取的是支持模式，但统计检验上的不显著，表明在绩优公司的行为不是完全一致的，个别绩优公司采取的是淘空行为。而此外的含总体样本 85% 的业绩一般或业绩较差公司，在长期的淘空过程已经使得业绩不佳，而根据淘空的逆向选择分析，低迷的股市更加使他们取向淘空行为，图 2 和表 3 也证实了这些公司的并购行为确实为淘空行为，并购后公司股票的平均累计超额收益率在并购事件窗口的前后几天呈现显著的短暂上升呈， $ACAR(-1, 1)$ ， $ACAR(-3, 3)$ 和 $ACAR(-5, 5)$ 均在 5% 水平上显著为正值，但随后平均累计超额受益率不断递减 $ACAR(-10, 5)$ ， $ACAR(-10, 10)$ ， $ACAR(-10, 20)$ 由 0.904% 降到 -0.334% 再降至 -1.341%。 $ACAR(-10, 5)$ 和 $ACAR(-10, 10)$ 的显著性水平不高只说明个公司累计超额收益率的调节速度不一致，因为当并购事件发生 20 天的时候 $ACAR(-10, 20)$ 的尾部 P 值已达到 18.2%。

表3

累积超常收益率及t检验

事件窗口	总体			绩优公司			业绩一般或较差公司		
	Mean	t	Sig. (2-tailed)	Mean	T	Sig. (2-tailed)	Mean	t	Sig. (2-tailed)
(0, 1)	0.586	2.100	0.037	0.955	1.481	0.150	0.520	1.686	0.094
(0, 3)	0.279	0.749	0.455	1.160	0.893	0.380	0.122	0.327	0.744
(0, 5)	-0.211	-0.532	0.596	1.050	0.955	0.348	-0.436	-1.030	0.305
(-1, 1)	0.817	2.551	0.012	0.572	0.756	0.456	0.861	2.437	0.016
(-2, 2)	0.934	2.372	0.019	1.377	1.114	0.275	0.855	2.086	0.039
(-3, 3)	1.007	2.345	0.020	1.585	1.104	0.279	0.904	2.062	0.041
(-5, 5)	0.680	1.382	0.169	2.010	1.469	0.153	0.443	0.842	0.401
(-10, 5)	0.820	1.377	0.170	2.227	1.275	0.213	0.569	0.904	0.367
(-10, 10)	0.171	0.250	0.803	2.526	1.376	0.180	-0.249	-0.339	0.735
(-10, 20)	-0.560	-0.679	0.498	2.850	1.213	0.236	-1.168	-1.341	0.182

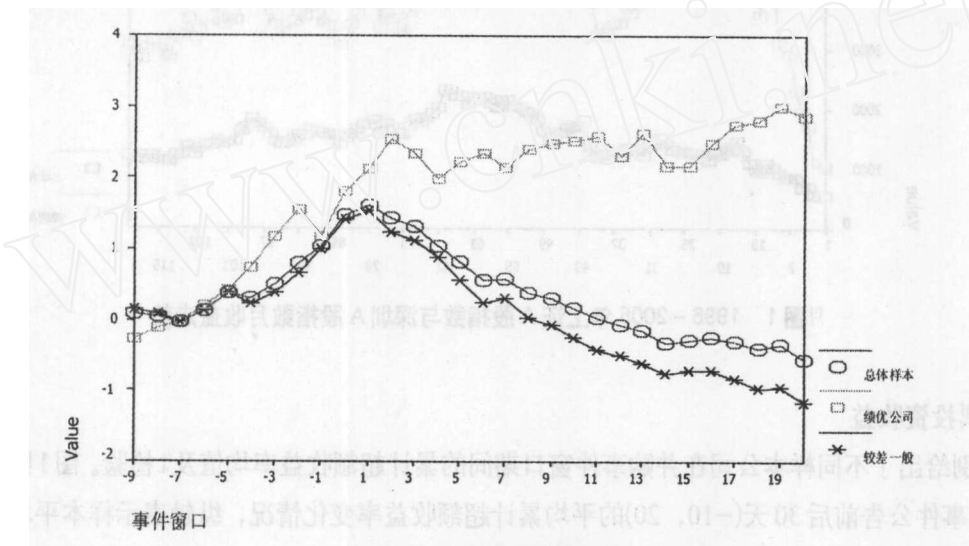


图2 平均累计超额收益率

3、会计收益

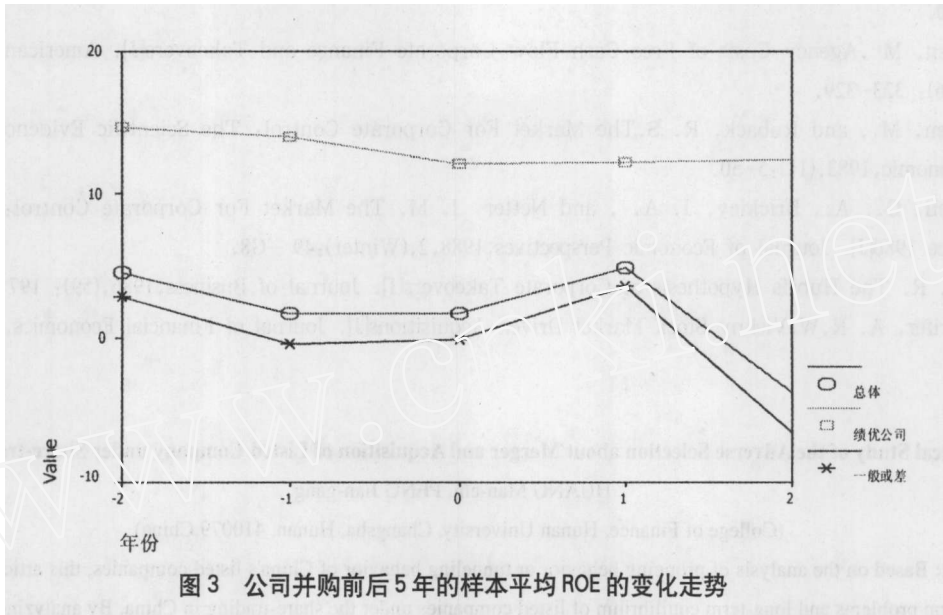
表4 给出了不同样本的上司公司在并购前后5年ROE的变化情况。图3是对上述变化过程的图示，纵轴为样本平均ROE，横轴表示年份，其中0表示并购当年。同样，由于业绩一般或较差的公司占据了总样本的85%，所以，总体样本并购前后的ROE走势与“业绩一般或较差公司”的ROE走势基本相同。图3中显示，业绩一般或业绩较差的公司在并购后的第一年ROE上升，究其原因，是因为样本中的一半并购事件是发生在2002年，而2003年由于加强监管和基础性整理运动而使得市场上的平均ROE整体显著上升，再过一年（2004）年这种效果消失，ROE一路下跌，甚至又陷入亏损状态，说明业绩一般或业绩较差的公司并没有通过并购来改善公司的财务业绩。对于绩优公司，在并购当年ROE有所下降，在之后的两年曾缓慢的回升势头。这些说明对并购事件的会计收益分析与股票投资收益分析的结论是一致的。

五、结论与启示

本研究认同李增泉(2004)，黄兴李、沈维涛(2006)等学者用“掏空与支持”的理论来解释我国上市公司的并购行为。所不同的是，他们注重的是对我国上司公司并购行为的解释，而我们这里的研究重点是这种

表 4 公司并购前后 5 年的样本平均 ROE 的变化情况

时间 (年)	总体			绩优公司			业绩一般或较差公司		
	Mean	T	Sig. (2-tailed)	Mean	t	Sig. (2-tailed)	Mean	t	Sig. (2-tailed)
-2	4.555	2.100	0.001	14.678	13.127	0.000	2.823	1.874	0.063
-1	1.674	0.749	0.346	14.002	21.203	0.000	-0.421	-0.208	0.835
0	1.655	-0.532	0.178	12.144	8.925	0.000	-0.128	-0.094	0.925
1	4.759	2.551	0.000	12.200	6471.	0.000	3.495	3.318	0.001
2	-3.776	2.372	0.257	12.355	5.353	0.000	-6.517	-1.704	0.090



长期掏空行为带来的均衡。

上述学者在实证中选取的样本时间段主要是1999~2001年期间,虽然对此时间段的上市公司并购行为,上述学者应用“掏空与支持行”给予了解释,但并不是本文所提出的均衡时期。有趣的是,正是这种掏空与支持理论存在的逆向选择过程,使得我国的股市进入了这个均衡时期:在这个均衡里,股市处于长期的低迷,绝大部分公司在这个低迷的股市中更趋向于掏空行为,只有很少的在掏空的逆向选择中由于政府的重视或合理的内部治理而生存下来的绩优公司采取的是支持行为。

同时需要强调的是,我国股权分置的这种制度安排是使得我国股票市场维持在这个社会福利水平很低的均衡之上的关键原因。一股独大的所有权集中使上市公司都具有掏空行为的动机,股权分置制度则加大了上市公司掏空行为的激励,并为掏空行为提供了方便和可能。

参考文献:

[1]陈信元,叶鹤飞,陈冬华. 机会主义资产重组与刚性管制[J]. 北京: 经济研究, 2003,(5).

[2]陈信元,张田余. 资产重组的市场反应—1997年沪市资产重组的实证分析[J]. 北京: 经济研究, 1999,(9).

[3]冯根福,吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 北京: 经济研究, 2001,(1).

[4]高见,陈歆玮. 中国证券市场资产从组效应分析[J]. 北京: 经济科学, 2000,(1).

[5]黄兴李,沈维涛. 掏空或支持——来自我国上市公司关联并购的实证分析[J]. 北京: 经济管理, 2006 (12) .

[6]李善民,陈玉罡. 上市公司兼并与收购的财富效应[J]. 北京: 经济研究, 2002,(11).

[7]李善民,李珩. 中国上市公司资产从组绩效研究[J]. 北京: 管理世界, 2003,(11).

[8]李增泉,余谦,王晓坤.我国上市公司的并的绩效研究—基于掏空与支持理论的解释及经验证据[C],2004年上海财经大学公司财务学术研讨会论文集.

[9]沈艺峰.会计信息披露与我国股票市场半强式有效性的实证检验[J].北京:会计研究,1996,(1).

[10]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].北京:经济研究,2003,(6).

[11]Agrawal A., F.F. Jaffe. The Post-Merger Performance Puzzle, In Cooper, C., and A. Gregory, Eds, Advances In Mergers and Acquisitions[M]. Stanford, CT,:JAI Press, 2000.

[12]Andrade, G., Mitchell, M., and Stafford, E. New Evidence and Perspectives on Mergers[J]. Journal of Economics Perspectives, 2001,(15):103-120.

[13]Denis., D., T.,T., Viconnell.International Corporate Governance[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2003,(38):1-36.

[14]Friedman, E., S. Johnson, T. Mitton. Propping and Tunneling[J]. Journal of Comparative Economics,2003,(31): 732-750.

[15]Jensen, M. Agency Costs of Free Cash Flow Corporate Finance and Takeovers[J]. American Economic Review,1986,(76): 323-329.

[16]Jensen, M., and Ruback, R. S.The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence[J]. Journal of Financial Economics,1983,(11):5-50.

[17]Jarrell, G., A., Brickley, J. A., and Netter, J. M. The Market For Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980[J]. Journal of Economic Perspectives,1988,2,(Winter):49-68.

[18]Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers[J]. Journal of Business,1986,(59): 197-216.

[19]Shlerifer, A. R.W.Vishny.Stock Market Driven Acquisitions[J]. Journal of Financial Economics,2003,(70): 295-311.

The Empirical Study of the Adverse Selection about Merger and Acquisition of Listed Company under Share-trading in China

HUANG Man-chi, PENG Jian-gang

(College of Finance, Hunan University, Changsha, Hunan, 410079,China)

Abstract: Based on the analysis of propping behavior or tunneling behavior of China's listed companies, this article put forward the adverse selection problems and long-term equilibrium of listed companies under the share-trading in China. By analyzing the stock market trend of the past 10 years, especially through the empirical study of 180 merger and acquisition incidents of listed companies between 2002 and 2003, this article brought out the characteristics of adverse selection problems and long-term equilibrium: Long-term stock market slump, and at the same time, a majority of the listed companies were inclined to act tunneling in the stock market downturn. While the article pointed out that China's "Domination of a Single Shareholder" and "share-trading" institution accounted for the problems above-mentioned which causing social welfare on long-term low-level equilibrium.

Key Words: tunneling; propping; adverse selection; long-term equilibrium

(责任编辑:林语)

