

分类号：  
学 号：2014411090

密 级：  
单位代码：10759

# 石河子大学



## 硕士学位论文

### 特变电工实施并购对中小股东权益影响的 分析

学 位 申 请 人	李天凤
指 导 教 师	白俊 教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	会计硕士
研 究 领 域	财务理论与方法
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2016年05月

分类号：  
学 号：2014411090

密 级：  
单位代码：10759

# 石河子大学



## 硕 士 学 位 论 文

### 特变电工实施并购对中小股东权益影响的 分析

学 位 申 请 人	李天凤
指 导 教 师	白俊 教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	会计硕士
研 究 领 域	财务理论与方法
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2016年05月



**The Analysis of TBEA Implementing Mergers  
and Acquisitions Having an Effect  
on the Equity of Minority Stockholders**

A Dissertation Submitted to

**Shihezi University**

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

**Master of Professional Accounting**

By

**Li Tianfeng**

Dissertation Supervisor: Prof. Bai Jun

May, 2016



# 石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

## 学位论文独创性声明

本人所提交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：李天凤

时间：2016年6月3日

## 使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：李天凤

时间：2016年6月3日

导师签名：何友

时间：2016年6月3日



## 摘 要

到现在为止，全世界前前后后一共经历了五次并购热潮。中国也和世界上的其他国家一样，相当一部分现代企业都发生过并购行为，并且这些企业大部分都是上市公司，由此看来，上市公司的并购目前是当今世界以及证券场所关注的经济热点问题。在这种形式下，中国的企业的并购也在跟着大力地发展，在一些上市企业发生的收购活动中，公司的股权会发生变动，从而使得公司的控制权也发生了转移，接下来公司的经营管理决策也都会发生变更，当然如此大的变化，一定会对公司企业形象以及经营业绩产生极大地影响，进而也会对股东的收益产生影响，其中相对来说，和有备而来的并且相当强大的巨头经营者与收购者比起来，目标公司的股东，尤其是中小股东，完全处于弱者地位，因此对他们的权益的影响波动很大，如果并购之后公司的经营业绩好，公司的股利发放政策和对中小股东权益保护的制度健全的情况，中小股东的权益会得到保障，但是公司要是经营业绩不好，制度也不健全，中小股东的权益就不能得到保障，所以对中小股东权益的保护尤为重要。

本文的研究视角是对特变电工股份有限公司从上市以后多次实施并购的活动进行探究，从而进一步去深入分析并购对企业产生了什么影响，探索特变电工股份有限公司在保证并购顺利实施的过程中如何保障很大的价值创造，并且了解大股东是如何影响中小股东的权益的，然后针对这些问题去进一步分析并且对我国上市公司是如何能够克服一些外因和内因来保障中小股东的权益不受侵害提出借鉴。

本文首先对国内外研究做出相关归纳总结，然后对并购以及中小股东权益的相关概念做出了界定，接下来，文章再具体介绍特变电工多次实施并购活动的案例情况，主要是交代了多次并购的动因，以及具体的影响情况，其次，采用案例分析法对并购后对中小股东权益影响具体的情况的变化进行了分析，然后分析了特变实施并购行为对中小股东权益带来的影响，针对中小股东权益受到影响采取的措施，最后主要从并购对中小股东权益的影响去分析问题，具体问题具体分析，再提出相关的解决措施以及政策建议。希望通过本篇文章的研究能够对以后上市公司的并购活动可以避免侵害中小股东的权益提供积极地借鉴和参考意义。

**关键字：** 特变电工； 并购； 中小股东权益



## Abstract

So far, the world has experienced five times a wave of mergers and acquisitions. At the same time, a new wave of mergers and acquisitions is sweeping the globe, but most of the modern enterprise mergers and acquisitions involving listed companies, the acquisition of listed companies in now international securities market and one of the hot spot of the world economy, China is no exception. Since the development of Chinese capital market, merger and acquisition also experienced a rapid development, in the acquisition of listed companies, equity changes lead to the transfer of control and the change in the company management decision, thus greatly affect the company's corporate image and business performance, and further affect the returns to shareholders. And relative to the strong and prepared the acquirer and power operators at the helm of the company management, the target company's shareholders, especially minority shareholders, completely in a weak position, so the impact on their rights and interests, if the company's operating performance after mergers and acquisitions is good, the company's dividend distribution policy and system for protection of rights and interests of minority shareholders and improve the situation, the rights and interests of minority shareholders will be protected, but if the company operating performance is bad, system is not sound, also cannot guaranteed the rights and interests of minority shareholders, so the protection of rights and interests of minority shareholders is particularly important.

Perspective of this paper is to TBEA from the market after the implementation of mergers and acquisitions activity several times to explore, to go further in-depth analysis of corporate mergers and acquisitions What is the impact, explore TBEA in ensuring the smooth implementation of mergers and acquisitions the process of how to protect a lot of value creation, and understand how it affects the major shareholder interests of minority shareholders, and then to further analyze and solve these problems for China's listed companies is how to overcome some of the external and internal factors to protect the interests of small shareholders do not infringement made reference.

This paper, Firstly, to make the relevant domestic and international research summarized, then mergers and acquisitions and related concepts of minority shareholders to make the definition, then, the article describes the specific case circumstances TBEA repeatedly implement mergers and acquisitions activity, mainly from the impact of acquisitions on the last minority shareholders to analyze the problem, analyze specific issues, and then propose relevant solutions and policy recommendations. We hope that by studying this article capable of subsequent acquisitions of listed companies to avoid infringement of the interests of minority shareholders to actively provide reference for meaning.

**Key words:** TBEA, Mergers and Acquisitions, the Equity of Minority Stockholders



# 目 录

摘 要.....	I
Abstract.....	II
第一章 绪论.....	1
1.1 选题背景.....	1
1.2 研究意义.....	3
1.2.1 理论意义.....	3
1.2.2 现实意义.....	3
1.3 国内外研究综述.....	3
1.3.1 国外相关研究.....	3
1.3.2 国内相关研究.....	4
1.3.3 文献述评.....	6
1.4 研究目标、内容框架和可能的创新.....	7
1.4.1 研究目标.....	7
1.4.2 内容框架.....	7
1.4.3 可能的创新.....	8
第二章 并购相关理论和中小股东权益的相关理论.....	9
2.1 并购相关理论.....	9
2.1.1 并购相关概念.....	9
2.1.2 并购交易特征.....	10
2.1.3 并购动因.....	12
2.1.4 并购资金来源.....	13
2.1.5 股权结构.....	15
2.2 中小股东权益相关理论.....	16
2.2.1 中小股东权益概念的界定.....	16
2.3 并购对中小股东权益的影响.....	17
第三章 特变电工实施并购交易的案例概况.....	19
3.1 特变电工的具体情况.....	19
3.1.1 公司简介.....	19
3.1.2 股权结构.....	19
3.1.3 公司控制人及持股比例.....	21
3.1.4 产品结构.....	22
3.1.5 特变电工实施并购交易活动的情况.....	22
第四章 特变电工实施并购交易的案例分析.....	23
4.1 特变电工发起并购的动因.....	23
4.2 特变电工实施并购交易的具体策略.....	24
4.3 并购对中小股东权益的影响因素分析.....	26
4.3.1 并购后的运营状况对中小股东权益的影响.....	27
4.3.2 并购后大股东的资金占用情况对中小股东权益的影响.....	28
4.3.3 并购后关联企业的关联交易对中小股东权益的影响.....	29
4.3.4 并购后公司派现情况对中小股东权益的影响.....	29

第五章 结论与展望.....	32
5.1 结论.....	32
5.2 政策及建议.....	32
5.3 展望.....	33
参考文献.....	35
致谢.....	37
作者简介.....	38

## 第一章 绪论

到目前为止，全球共经历了五次并购热潮。最近一次并购是从美国开始的，先是从美国传到了欧洲，后来又从欧洲传到了整个世界。可以说，企业谋求发展是离不开兼并与收购这种重要的方式的，在欧洲那些大国家，大大小小的公司的发展都经历过并购，甚至政府的某些机构和部分非盈利的实体单位也会实施一些并购活动，现在并购发生的区域范围更广泛。只要企业存在，它就有被并购或者发生并购其他企业的可能，这种情况无时无刻不存在，并购已经在企业发展的重要战略中占有一席之地。企业发展的不同阶段所要选择的并购方式也不尽相同，因此给公司带来的影响也不尽相同，同时给中小股东权益带来的影响也会不一样。

### 1.1 选题背景

西方国家的市场经济比较发达，并且他们有史以来都比较注重竞争自由，侧重于反垄断是他们对公司收购的管制，西方国家市场的自我调节能力也比较强，那里的法律也已有比较成熟和完善的规定条文，他们的股东也被赋予了很完善的救济方法，因此在上市公司的收购中侵害中小股东权益的情况并不是很常见，所以西方国家并没有很多学者针对并购对中小股东权益的影响去做深入研究。但是中国却不一样。处于中国目前的国情下，现在经济改革面临的最大的课题就是国有企业的改革和转制，从 90 年代的改革开放一直到现在的摸索，我国已经把股份制改革作为国企改革转制的最佳选择方案，然后把上市做为我国国企融资的最佳解决途径，把资产重组并购做为我国上市公司发展和扭转亏损局面的最佳发展战略，所以，我国目前的政策和法律条文都对上市公司的收购和并购非常鼓励。

我国的证券市场仅仅只有十年的发展历程，目前的一些证券法规十分不完善，例如《证券法》《公司法》都极其不完善，相当欠缺，急需修改，并且现在《反垄断法》还没有出台，目前证券市场的监管力度也非常欠缺，中小股东在如此状况下，权益是很难得到保护的，并且还会变本加厉，更加忽视这一类问题。

如果这种忽视长期被搁置，那么上市公司的收购终将会被阻止，会给政府带来宏观经济目标在顺利实现的道路上被阻碍的恶果。目前，当务之急就是要在上市收购被鼓励的情形和保护股东权益之间建立起相关立法的平衡点。这一问题要是被解决了，我国国企的转制和改革就会相当顺利了，从而我国经济体制的改革也会被大大的促进。与此同时，包括中国在内的和其他很多国家的现代企业都发生过并购行为，并且这些企业大部分都是上市公司，由此看来，上市公司的并购目前是当今世界以及证券场所关注的经济热点问题。从中国的资本市场发展至今，企业的并购也跟着时代的进步经历了各种发展，由四大会计师事务所之一，普华永道会计师事务所 2006 年年底出具的年底报告显示，中国并购市场 2006 年发生的并购活动开创了新纪录，截止到年底，中国相关企业的并购案例已经有 1234 宗了，相比起 2005 年的情况，上升了将近 30%。

在一些上市企业发生的收购活动中，公司的股权会发生变动，从而使得公司的控制

权也发生了转移，接下来公司的经营管理决策也都会发生变更，当然如此大的变化，一定会对公司企业形象以及经营业绩产生极大地影响，进而也会对股东的收益产生影响，其中相对来说，和有备而来的并且相当强大的巨头经营者与收购者比起来，目标公司的股东，尤其是中小股东，完全处于弱者地位，因此对他们的权益的影响波动很大，如果并购之后公司的经营业绩好，公司的股利发放政策和对中小股东权益保护的制度健全的情况，中小股东的权益会得到保障，但是公司要是经营业绩不好，制度也不健全，中小股东的权益就不能得到保障，所以对中小股东权益的保护尤为重要。

我国的证券市场发展仅仅只有十余年的历史，它的投资主体主要由国家股、小股东和法人股三个主体构成，同西方国家的情况比起来也差不多，在目前的公司股份结构中，分布着广泛且分散的大量中小股东，因此中小股东又通称为社会的公众股东。另外与西方国家不同的地方是，在我国，上市公司一般都是由国家股、法人股来执掌控股。于是，国家利益通常都会把中小股东的权益被控股股东或是大股东侵害的问题掩盖了，从而让中小股东的权益被侵犯的问题更具有表面上合理存在的理由。

本文的观点是，中小股东作为社会的公众股东，它直接代表的是很大一部分公众的利益，如若对他们的利益发生了侵犯，也就是说直接侵犯到了这一部分社会公众的利益；并且，中小股东比起大股东和控股股东来说，本来就处于相对比较弱势的地位，如果他们的权益总是不能得到有效的保护的话，那么最终还是会影响到一个企业的发展。所以，保护中小股东的权益是不仅仅只是保护社会公众股东的权益不受到侵犯，而且也是保障社会经济正常和顺利发展。因此，无论是从社会公平公正有序的发展还是从经济学的视角来看，对中小股东的权益的保护都是值得大家重视和深度研究的。

基于这样的背景，本文的案例将从特变电工股份有限公司（以下简称特变电工，股票代码 600089）先后实施了六次并购重组活动展开描述。从 1998 年 4 月开始，先是并购四川德阳电缆厂；1999 年 7 月，将天津变压器厂干变分厂重组；紧接着，把衡阳电气集团公司在 2000 年 11 月收购了；到了 2002 年的 11 月，又把新疆众和收入旗下；后来 2003 年又分别收购了山东鲁能和沈阳变压器厂。本文将从特变多次实施并购交易入手，来探究并购对中小股东权益影响的问题，然后归纳总结出成功和不足之处，从而使得以后的并购活动中能够较好地保护中小股东的权益不受到侵害，希望对于我国公司治理以及完善证券市场的交易秩序起到了重要的推动作用。

目前的研究状况来看，并购本身就是一个很急需要重视和探讨的问题，但是相当多的学者却把精力用来研究一些表层的更不重要的方面，比如，公司并购的整体框架，还有就是公司并购的具体制度，像管理层收购、协议收购等这些问题关注研究的人就非常多，而并购会对中小股东的权益产生影响的问题就被忽视了。目前，要么就是大量的文章都在研究公司收购等问题，要么就是对股东权益影响因素的分析的论著很多，而把二者结合起来的观点少之又少，本文基于这种背景下，依据并购、大股东与公司治理等相关理论把特变电工实施并购对中小股东权益的影响的问题分为四个部分：（1）特变电工发起并购行为的动因是什么？（2）采取的具体并购策略是什么？（3）特变电工实施

并购对中小股东权益具体点影响？（4）如何有效地避免中小股东的权益不受侵害？从而完善企业的并购交易秩序以及公司治理机制。

## 1.2 研究意义

现代公司治理中，将公司里的各种股东和管理层的利益如何平衡的分配和保障中小投资股东能够得到相应的报酬作为治理的目标和焦点。

### 1.2.1 理论意义

公司法一开始也是针对保护中小股东的权益才应运而生的，原因就是中小股东的权益总是受到各个管理层、大股东以及控股股东的侵害，近年来，并购的热潮一直在升温，而伴随着这股热潮，再加上各种各样的，简单的，复杂的理由，中小股东的权益被分割的现象越来越明显，因此，本文就并购案例中的中小股东的权益为出发点来探究并购对中小股东权益的影响。在市场经济中，企业要想发展和扩大自己的事业，就得拥有更多的条件，首先最重要的是得有资源，其次得有市场，所以近百年来，并购就成了企业扩大经营规模飞速发展的最重要的一种途径，但是在经济界如此多的并购案例中，由于中小股东掌握的信息量少、股权又很分散、力量又相对悬殊很薄弱等，以此来看，中小股东要想和控股股东相抗衡，那简直比登天还难，这样的话，中小股东的权益很容易就受到侵犯，并且这种现象还在源源不断的涌现。所以，本文从并购的案例去着手分析研究，探究中小股东的权益是如何在并购后受到影响的，并且研究中小股东的权益需要关注、重视和保护的问题，就具有非常大的实践意义和理论意义。

### 1.2.2 现实意义

本文也有一定的现实意义，第一，通过案例的分析，得出特变电工发起并购行为的动因，从而得到并购过程中中小股东权益受到影响的因素，分析中小股东的权益是如何受到影响的。第二，为并购过程中中小股东的权益受到影响提出相关对策。第三，当公司保护中小股东的治理机制失效时，应该如何采取相关策略去完善外部的监管机制。

## 1.3 国内外研究综述

国内外关于并购的研究有很多，对中小股东权益影响的分析文献也有很多，但是将二者结合起来的文献却很少，本文将二者结合起来，研究分析公司实施并购对中小股东权益的影响情况。

### 1.3.1 国外相关研究

#### （1）关于公司实施并购的相关研究

Jensen 和 Ruback（2013）认为，通常成功的实施并购活动后，收购方的股东会得到将近 4%的超常收益；Rau 认为，在并购发生以后的三年内，并购方故意抬高股价，让并购公司的市价高出账面价值很多，是因为并购方的管理层针对并购前的市场较高了估计

了公司的市值，从而导致中小股东的权益也跟着受到损失。Jensen 和 Ruback (2013) 做了相关研究，然后他们根据相关文献总结出，如果只是针对并购的短期股价表现去探究的话，最终，收购方的股东是不能获得正的超常收益，而目标公司股东在并购事件中获得显著正的超常收益，这样的话，中小股东的权益反而有所保障。

#### (2) 关于大股东侵占中小股东权益的相关研究

Shleifer 和 Vishny (2013) 做了相关研究，他们最终得出结论，认为如果公司较少部分的控股股东集中拥有股权的话，很容易就激发出控股股东掠夺股权的问题。并且要是一些控股股东控制了公司，那么小股东的权益就会被侵害，控股股东从而谋取私利，并且这种利益也被称为“控制权收益”。当法律对小股东的保护起不到作用时，如果此时控股股东分离现金流量权与控制权利用金字塔结构和交叉持股的方式去实施的话，小股东的权益就会被这种方式侵害的越来越严重。

越是发达国家，上市公司股东的权益就越是保护的特别好，相对的股权分散程度就越高，而欠发达地区则恰恰相反，欠发达地区的股权保护程度就相对较差，上市公司的股权分散程度也相对较低。

Claessens et al (2012) 做了调查，研究发现当控股股东的控制权在和现金流量权分离的情况下，并且这种分离程度相对达到较高的状态时，中小股东的权益受到的侵害程度就相对比较严重，越是严重，大股东或者控股股东想要侵害中小股东权益的欲望就愈加强烈，这样最后导致的结果就是中小股东受到的侵害就更大。

目前能够很好的缓解代理冲突的方法就是“公司治理”，这种方法也可以限制和防止外部股东的利益被大股东侵害。后来又有学者做出研究，证明得出结论，如果一个公司有许多大股东同时共存时，所有的大股东都会为得到更多的来自于其他股东的支持而做出对公司有利且对大家都有利的决策，并且这种大股东之间的相互帮助、彼此竞争又能起到减少控股股东的私人收益的作用，从而也能减少对中小股东权益的侵害程度。

财务信息的质量的高低程度往往取决于中小股东权益的法律保护程度的高低，也就是说如果中小股东的权益被法律保护的越周全的话，财务信息就会越准确，质量也就越高，如果相反的话，财务信息就会有偏差，质量也会很差。通常法律也会赋予中小股东投资者相对的一些权利，但是实际上，中小股东投资者因为各种状况和原因却会受到各种干扰和侵害，同时这些中小股东投资者的持股份额又比较小，人数也相对很分散，所有他们是很难参与公司的内部治理和其他活动的。但凡是大股东拥有了企业的控制权和决策权以后，他们就会经常谋取私利，而这些私利的牺牲者和代价就会落到其他股东和其他利益相关者的身上。特别是在公司召开股东大会的时候，会议的决议往往都是由拥有多数股份的股东来决定的，并且法律也认可那些持有多数股份的股东的决议是公司的决议和意思。

### 1.3.2 国内相关研究

#### (1) 关于公司实施并购的相关研究

余光和杨荣 (2010) 研究了上海和深圳上市公司事件研究的购买行为发现，被收购

公司的业绩显著改善，在收购公司的业绩变化并不明显。赵大恒（2010）采用因子分析法和反常收益率法，得出的结论是股市的宏观层面上并没有很大的能力给出并购活动正确的引导方向，这恰好证明中国股市还需要优化，它的许多功能都需要改进，比如需要加强存量资源的优化配置功能，需要改善市场的环境；而另一方面，微观的层面上，并购活动被许多企业实施的成功率并没有很高，处于这样的状况下，我国的上市公司要想通过实施并购的策略去提升自身的核心竞争力，据观察和分析前景一点也不乐观。所以要通过实施并购去实现企业的发展和扩张的话，这个过程还有很长一段路需要去走。

实施关联并购的上市公司市场绩效呈现上升的趋势是出现在并购之前，市场绩效呈现下降的趋势是出现在并购之后；而实施非关联并购的上市公司则呈现的刚好是相反的情形，它的绩效是在并购前呈现下降的趋势，却在并购后慢慢地呈现回升的趋势。

上市公司实施并购重组后的两年内，其绩效评价的分值是比较高的，但是随着时间慢慢地一步一步推移，前两年之后的两年内，也就是第三年和第四年这两年内，这个绩效的分析值则会呈现一个明显的减少趋势，简而言之，就是说并购对绩效的影响是不会持续的。

## （2）关于中小股东权益保护的相关研究

针对如何有效地保护中小股东的利益，从国家制度的层面研究来解决如何保护中小股东的利益的问题，并且还提出了很多解决方案，例如制定了一些制度设计方案，具体的包括反收购制度，还有强制收购制度等，从而对中小股东权益的保护问题更加深入的探究，最终能够实现保护中小股东权益的目标。

大股东存在相对于中小股东和公司价值来说是具有两面性的。一方面，大股东通常会以权谋私来占有中小股东的权益以及公司的利益，这个权利似乎是合理存在的；另一方面，大股东会占有企业的大多数现金流，所有对于大股东来说，会很有动力去监管和督促管理层，从而非常希望可以实现自己的目标，即企业价值最大化和协同利益的形成。

蒋位（2012）认为，要想保护中小股东的权益就需要建立起约束的机制，来防止大股东权利，与此同时，还深刻的研究了大股东的一些特点，包括大股东控制的内涵，大股东控制的模式，以及大股东控制的决定因素和大股东控制对经济的影响。

在我国，大股东以权谋私以及通过关联交易损害中小股东投资者的权益的现象是很频繁的。具体的表现也有很多，其中包括，日常经营业务中，上市公司的大股东为关联企业或者其他的股东成员提供贷款担保，又或者是占用公司的资金流，甚至还会发生资产套现以及资产重组中的不等价交换等业务。

唐宗明和蒋位（2012）指出，对中国上市公司中小股东受到大股东侵害的程度比美国 and 英国等国家高得多。

唐清泉（2012）对“掏空”行为进行了深入研究，发现了第一大股东总是会与隧道效应以及壕沟效应相关联，但是却并没有协同效应；与此同时，作为第二大机构投资者的股东，同样有隧道挖掘效应，并且能起到抑制“掏空”行为的第一大股东的作用，另外相比之下，第三大股东是比较有代表性的中小股东的利益。对于大股东而言，独立董

事关联交易的抑制作用在其他方面，但是却并不显著。

### 1.3.3 文献述评

企业权利主体进行变换的过程是公司并购的实质，在这个过程中对公司的股东产生的影响是避免不了的。在公司里一般都是按照持股比例的多少来划分为大股东和中小股东。在公司股权结构中拥有半数以上的有表决权的股东被称为大股东，也被称作绝对控股股东，随着公司股权的分散化，持股没有达到半数以上的相对控股股东也可以像大股东一样去有效地控制公司董事会以及公司的经营活动。中小股东是指除了大股东以外的其他股东，当然相对于具有控制力和支配力的其他股东也要排除在外。事实上，公司运营实践证明，在现有的公司决策和运行模式下极易沦为弱势群体的是持股较少的中小股东，而缺乏法律和制度环境的监控进一步导致中小股东的合法权益不能被法律保护。一般股东大会依照法定程序基于多数股东的意见而作出的决议，持少数股份的股东应当遵循服从这个决议。“资本多数决”这一原则也在我国现行的公司运行模式中被采用。这样一来，无疑体现了股东民主，股份平等的原则，也有利于维护公司经营平稳运行。但在实践中，大股东，尤其是控股股东利用这一原则排挤少数股东，对少数股东的合法权益进行侵害的情况是相当普遍的。严格执行这一原则的结果是，在公司的合并过程中，小股东比大股东更有可能获得实质性的侵害。当股东会决议兼并重组时，大股东可以依靠自己掌握的多数股权，并影响股东会的决议。但是，少数股东最初的投资理念和投资预期却会因为股东会的决议发生改变，然而，在这种情况下，由于资本多数决原则的实质是谁的股份多，谁的发言权就更有力量，而中小股东即使在股东大会上投反对票，也无法阻挡股东大会的决议。因此，在兼并重组的背景下中小股东的利益，处于弱势地位更容易受到侵害，中小股东的主张不能自由的表达，势必会严重影响他们在公司治理中的积极参与，是不利于一个公司稳定发展下去的。因此，如何保护中小股东在合并后的利益，在当今公司日益成为重要的市场的情况下，已经成为越来越被人关注的焦点问题了。因此，现行的《公司法》成立异议股东的股份回购请求权这一制度，就能够从事后救济这一方面去帮助中小股东投资者尽可能的挽回损失，进一步实现平衡公司中各个股东利益的目标。

现有的研究基本上都是单独针对企业实施并购方面的，或者是单独针对保护中小股东权益的，所以本文结合两者的观点综合国内外的关于并购对于中小股东权益影响的探究，可以归纳总结出一些观点：

(1) 无论国内外，企业一般都存在不同程度的大股东以权谋私来侵害中小股东的权益以及公司的利益，在企业实施并购交易后，中小股东的权益更是不能得到有效的保障，现有的研究主要是针对企业在公司治理过程中大股东对中小股东权益的侵犯，但是关于并购后对中小股东权益的影响的研究却很缺乏；

(2) 企业并购后大股东利用占资来侵占中小股东权益的手段和公司股权结构以及公司治理的联系是密不可分的，目前的研究非常匮乏，尤其是企业实施并购活动后，企

业发生关联交易对中小股东的权益的侵害是不可避免的，目前研究还没有相应的措施；

(3) 企业实施并购后大股东侵害中小股东的权益会造成很多负面影响；

(4) 保护中小股东投资者的权益不受侵害可以从加强公司治理和健全法律制度来着手。

## 1.4 研究目标、内容框架和可能的创新

本文以特变电工公司实施并购——引发公司股权结构发生变化——影响中小股东的权益——完善公司治理机制为出发点，通过对特变电工公司实施并购对中小股东的权益的影响的案例进行分析，研究并购过程中如何对中小股东的权益产生的影响。

### 1.4.1 研究目标

本文将主要通过分析特变电工公司实施并购行为的动因以及并购过程中采用的具体策略，大股东在并购后对公司的具体影响以及对中小股东权益的影响来探究中小股东的权益是如何受到牵制的，进而分析并购过程中对于公司治理机制的影响，并为公司治理机制的完善提出建议。在以上分析的基础上，探究特变电工公司实施并购过程中，中小股东的权益受到了什么影响，进而提出有关对策去保护中小股东的权益不受侵害以及以后再实施并购时的公司治理机制考虑。最后，通过上述研究，客观的完善公司治理机制，并针对上市公司实施并购对中小股东权益的保护提出相关的建议。

为实现上述的研究总目标，本文的研究将主要围绕以下几个方面展开：

(1) 系统的梳理关于公司治理相关理论的文献，为本文的研究提供思路。

(2) 分析实施并购的动因以及基于公司治理等相关的理论知识，为本文的研究提供理论支撑。

(3) 通过回顾案例发生的过程，分析案例中涉及的并购对中小股东的权益影响相关事项，并公司治理等的相关理论，探究大股东和中小股东之间权益冲突的关键点。

(4) 通过对公司治理机制的分析，探究在面临公司实施并购时，公司治理机制对于中小股东权益的影响。

### 1.4.2 内容框架

全文一共被分为五章，每章的详细内容如下：

第一章，绪论，主要是交代介绍了选题的背景，提出所要研究的问题，阐述研究意义。回顾相关的国内外文献，通过回顾，指明本文的研究动向。介绍研究总目标以及实现该目标的具体研究内容。

第二章，并购相关理论和中小股东权益的相关理论，通过并购对中小股东权益的影响等相关理论的分析，为本文的研究提供理论支撑。

第三章，特变电工实施并购交易的案例概况，通过对特变电工多次实施并购过程进行介绍，为案例的分析提供依据。

第四章，特变电工实施并购交易的案例分析，通过对特变电工实施并购过程的分析，

指出特变电工公司发起并购行为的动因是什么？通过对特变电工公司实施并购策略的分析，观察研究中小股东的权益情况，从而分析出中小股东的权益受到怎样的影响？并且为保护中小股东的权益提出一些建议。通过对特变电工公司实施并购的案例分析，探究并购对公司的影响以及对中小股东的权益的影响，并探究如何完善公司的治理机制，以为企业并购中对中小股东的权益的保护提供有利的条件。

第五章，结论和展望。

### 1.4.3 可能的创新

结合国内外研究来看，目前大量的研究都是单纯的去探究并购融资的方式、并购的绩效评价、以及并购对股价的影响，又或者只是单纯的探究中小股东权益的保护问题，而并购和中小股东权益的保护这两者缺乏直接联系的探究。所以，本文针对具体的案例来探究并购对中小股东的权益产生的影响。

企业实施并购活动之后，在短期内是无法客观的评价对中小股东权益的影响是正面的还是负面的，因此需要很长一段时间去观察研究才能得出结论，但目前的研究，大多数只是考察了短期内公司业绩的变化，并没有考察中小股东权益的变化，所以得出结论是片面的，还需要花大量的时间去追踪调查。因此本文结合特变电工多次实施并购活动的案例，对其进行长期的追踪调查，然后客观论证并购对中小股东权益影响的问题。

总之，国内外大多数文献都是和保护中小股东权益相关的，缺乏分析实施并购对中小股东权益影响的问题，因此本文结合特变电工的案例，来具体分析特变实施并购对中小股东权益的影响，希望在并购活动对中小股东权益影响的案例研究方向有所补充。

## 第二章 并购相关理论和中小股东权益的相关理论

企业要想扩张自己的发展空间，要想走外部成长的道路都会凭借企业并购这一主要途径来实现最后的目标，资产重组的重要形式也离不开企业并购，并且企业并购最根本的本质是企业内各个权利主体发生变化的过程。所以，给并购以及中小股东的概念和对中小股东权益的具体影响做出界定是不可忽视的关键问题。

### 2.1 并购相关理论

兼并与收购统称为并购，一般会从两个层面去理解并购的含义，一方面，广义的理解是指企业利用产权交易的方式得到其他公司的产权甚至是想要获得对方的控制权的行为是在整个市场环境和市场机制的作用以及影响下的产物，而且这种理解认为兼并不仅仅只包括了新设合并，它还函括了吸收合并以及其他产权交易形式的活动；另一方面，狭义的解释认为兼并是指一些企业企图利用产权交易的手段夺得其他企业的产权，并且使得对方丧失控制权和法人的资格的经济行为，这和公司法中规定的吸收合并异曲同工。实际上，通俗点理解的话，收购其实就是指购买企业的股份和资产的行为。兼并和收购在广义的层面上去理解的话，它们的含义是非常接近的，因此，通常都认为并购包括了兼并和收购。但是，归根结底，并购应该包括所有的在市场机制的作用和影响下发生的企业控制权被其他企业夺得的产权交易活动。

#### 2.1.1 并购相关概念

并购也可以理解为两个企业的法人之间达成的协议，但这个协议必须是建立在双方平等自愿且等价有偿的原则基础上，凭借经济手段去得到其他法人产权的交易行为，换言之就是企业间的兼并收购行为，企业想要进行资本运作和经营是离不开这种方式的。并购行为的种类有三种，第一种是公司合并；第二种是资产收购；第三种是股权收购。所以，以发展的视角来观察分析，可以得出结论，企业在并购的过程中，它的可供分配的利益总量总是不断的在发生变化。

如果把公司可供分配的利益总量当作一个常量来看，把公司可以获得这些利益的主体就仅仅划分为大股东和中小股东，那么要是大股东获得的利益非常多，显然中小股东可以得到利益就很少了，因此，在公司实施并购交易期间，大股东和中小股东之间的利益冲突就不可避免的浮现了。目前，针对公司实施并购活动中如何保护中小股东的权益的相关明细规定在公司法的法文中还没有制定出来，另外，大股东以及控股股东本来就拥有很多资源优势，况且他们经常会以权谋私去侵害中小股东的权益，而中小股东的权益的保护在制定法和程序法方面都不能得到保障，本文选取的案例恰巧是大股东实施并购的动因并不是为了侵害中小股东的权益，而是为了整个公司的利益和自己的利益做出的决定，如果实施过程中能避免中小股东权益受到侵害的话，对于公司治理来说无疑不是一项重要的贡献，另外，保护少数股东的正当权益在公司法的制定中也变得尤为重要。

目前国内存在大批量的并购相关研究，但是至今为止，学术界还没有对“并购重组”

这种行为做出相对统一、权威的概念界定。又由于在对“并购重组”的研究目的和内涵的理解方面存在很大的差异，与此同时，上市公司的并购活动又持续不断的在发生且对并购的研究需要也在与日俱增，因此，“并购重组”就又被细分成了四大类，第一，兼并收购；第二，股权转让；第三，资产剥离或者出售所拥有的股权；第四，资产置换。

并且，在股权分置时期，我国上市公司非常重要的并购重组的方式之一就是股权转让，股权被转让的上市公司会被当作研究的对象，而收购得主要收益则来源于目标公司对融资资源的利用以及对上市地位的维持，而发生的控制权转移才是股权转让真正的目的，兼并收购以狭义的观点去理解的话，其实就是企业通过对外股权的收购，也有可能是资产收购，通过这些方式来换取目标公司的产权、收购目标公司的控制权或者直接把对方吸收合并了，从而达到让企业快速发展的扩张目的，这种理解在威斯通（1998）看来，就是企业的扩张行为罢了。

总之，处在后股权分置时代的并购交易，其特征既具有转轨经济和新兴市场的独特性，又具有与西方发达国家共性的一面，并且相对股权分置时代来说，存在非常大的差异，从一个全新的视角作为出发点来看后股权分置时代的话，本文主要考虑以下三种并购交易特征和它们的具体分类：

（1）第一类分为现金支付和股票支付，这是按照并购过程中采取的支付方式去划分的。并购的支付方式是指，收购公司为了获得目标公司的控制股权所采用的支付手段。而支付手段又可以分为很多种，最常见的有，现金支付、换股并购和混合支付等几种方式。但是，其中现金支付和股票支付俩种是最直接的支付方式。自股权分置改革时代来临以后，股票支付的方式日渐普遍，并改变了现金支付方式独占市场的形势。

（2）第二类分为股权收购和资产收购，这是按照并购的目的去划分的。由于公司的产权包括股权和资产，所以要想达到对目标公司控制的目的，去收购目标公司的股权或者资产就能实现目标。但是在收购公司方，表现出的目的却有很大的区别，如果是作为投资，收购方就会购买目标公司的股份，其最终的目的就是为了要获得目标公司的控制权；如果是作为资产买卖，收购方比较看重的只是要购买的资产的盈利能力的高低或者关注的是生产的工艺和技术水平，却对目标公司没有兴趣。

（3）第三类分为关联并购和非关联并购，这是按照并购的关联属性去划分的。关联属性可以理解为收购公司和目标公司互为关联企业，如果在上市公司和其控股股东集团之间发生的并购行为就是关联并购，所以但凡是关联企业之间发生的并购行为都被称为关联并购，且其具有关联交易的各种性质和特点；如果不是发生在关联企业之间的并购，不具有关联交易的性质，则称作非关联并购。

### 2.1.2 并购交易特征

#### （1）支付方式

目前，对并购的支付工具的选择，西方国家的专家是越来越看重了，他们会根据不同的角度然后观察探究，做了大量的研究，而且还会很深入的分析，做这么多工作量的

目的就是为了能够选择最优的并购支付工具。并且还研究了支付方式的选择不同，最后对并购绩效结果影响有什么不同，尤其是方向和程度。并购支付作为并购过程中达成交易的一个重要环节，和并购双方的利益是息息相关且不可分割的。现有股市市场环境，支付方式的选择带来的财务风险是完全不同的，并且会在很多方面都对并购绩效产生影响，最主要的影响具体表现在两个方面，第一，信号传递因素，不同的支付方式的选择会向市场传递不同的信号，如果选择现金支付，那就意味着该公司有能力充分利用目标公司由并购所形成的或所拥有的投资机会，或者意味着该公司现有资产可以产生较大的现金流；如果选择股票支付反而会不利，会传递不良信号且产生相反的效果。第二，税务因素，近年来，在有关公司并购动因的理论中，实施并购的过程中完全可以采取避税的手段来进行操作，且现金支付的方式对收购公司是有利的，能够通过折旧避税而获得微小是正收益。但是股票支付方式却是对目标公司的股东有利，可以让被收购企业的股东延迟纳税或是进行税种替代。基于此，从理论出发，无论是从短期研究来看，还是从长期研究来看，大部分的研究结论都能论证收购公司选择现金支付的方式要比选择股票支付的方式获得的超额收益要高。

### （2）并购类型

国外把并购分为兼并收购和要约收购这两种并购类型开始研究，最终认为，要约收购往往会给企业带来更好的绩效，还能获得更大的市场效应，这是因为在目标管理层强烈反对要约收购的情形下强行发生的并购，随后就会换成更高效的管理层，由于管理效率的大幅度提高从而获得了更好的市场效应，特别是现金要约收购表现的最明显。

国内受到政策的限制，提到兼并收购都指的是善意的协议收购，一般不会涉及到要约收购，所以国内根本不会像国外那样划分并购类型做研究，而中国式的并购包含的内容范围非常广，具体有兼并、收购、还有股权转让、甚至还有托管、资产置换和债务重组等形式，在这样的情况下，国内的研究者又对进行并购行为中的企业做了另一个方向的分类研究。

陈信元（2011）把资产重组划分为了四大类，第一类是收购兼并、第二类是资产剥离、第三类是股权转让和第四类资产置换，他对这四类的市场反应分别做了考察和研究，发现市场对公司的兼并收购并没有多大的反应，而另外三类公司的短期绩效呈现先上升后下降的趋势。

### （3）并购关联属性

由于全球范围内公司的组织形式以及治理结构不断地在发生变化和发展，随之而来就产生了关联交易，而关联交易的重要表现形式是关联并购，只有上市公司和其母公司之间或者上市公司与其子公司之间发生的并购称作关联并购，在中国的市场上关联并购的表现是比较活跃的，例如资产置换、收购以及转让等行为都是关联并购具体表现形式，并且关联并购在整个市场并购规模中将近占据了 50% 的比例。

目前，虽然已初步建立市场化并购的制度性基础，然而由于我国的国情等一些状况，上市公司和其母公司有解不开的关系存在，并且关联交易的条件也仍旧存在，况且控股

股东追求财富的增值模式，只会让上市公司发生关联并购的动力越来越强烈，所以股改以后一直到实现股市全流通期间，关联并购愈演愈烈这种状况是显而易见的，所以，有关并购以及关联并购动机和绩效对中小股东权益影响的分析是非常值得深究的，以至于在后股权分置时代这仍然是研究的焦点问题。

### 2.1.3 并购动因

企业从事并购交易，可能出于各种不同的动机。主要包括以下几个方面：

#### (1) 企业发展动机

在激烈的市场竞争中，企业只有不断发展才能生存下去。通常情况下，企业既可以通过内部投资、资本的自身积累获得发展，也可以通过并购获得发展，两者相比，并购方式的效率更高。

①并购可以让企业迅速实现规模扩张。企业的经营与发展处于动态的环境之中，在企业发展的同时，竞争对手也在谋求发展，因此在发展过程中必须把握好时机，尽可能抢在竞争对手之前获取有利的地位。如果企业采取内部投资的方式，将会受到项目的建设周期、资源的获取以及配置方面的限制，从而制约企业的发展速度。通过并购的方式，企业可以在较短的时间内实现规模扩张，提高竞争能力，将竞争对手击败。尤其是在进入新行业的情况下，通过并购可以取得原材料、销售渠道、声誉等方面的优势，在行业内迅速处于领先地位。

②并购可以突破进入壁垒和规模的限制，迅速实现发展。企业进入一个新的行业会遇到各种各样的壁垒，包括：资金、技术、渠道、顾客、经验等，这些壁垒不仅增加了企业进入某一行业的难度，而且提高了进入的成本和风险。如果企业采用并购的方式，先控制该行业的原有企业，则可以绕开这一系列的壁垒，使企业以较低的成本和风险迅速进入某一行业。另外，有些行业具有规模限制，企业进入这一行业必须达到一定的规模。这必将导致新的企业进入后产生生产能力过剩，加剧行业竞争，产品价格也可能会迅速降低。如果需求不能相应提高，企业的进入将会破坏这一行业原有的盈利能力，而通过并购的方式进入某一行业，不会导致生产能力的大幅度扩张，从而使企业进入后有利可图。

③并购可以主动应对外部环境变化。随着经济全球化进程的加快，更多企业有机会进入国际市场，为应对国际市场的竞争压力，企业往往也要考虑并购这一特殊途径。企业通过国外直接投资和非股权投资进一步发展全球化经营，开发新市场或者利用生产要素优势建立国际生产网，在市场需求下降、生产能力过剩的情况下，可以抢占市场份额，有效应对外部环境的变化。

#### (2) 发挥协同效应

并购后两个企业的协同效应主要体现在：经营协同、管理协同、财务协同。

①经营协同。企业购并后，原来企业的营销网络、营销活动可以进行合并，节约营销费用；研究与开发费用可以由更多的产品分担，从而可以迅速采用新技术，推出新产品。并购后，由于企业规模的扩大，还可以增强企业抵御风险的能力。

②管理协同。在并购活动中，如果收购方具有高效而充足的管理资源，通过收购那些资产状况良好但仅仅因为管理不善造成低绩效的企业，收购方高效的管理资源得以有效利用，被并购企业的绩效得以改善，双方效率均得到提高。

③财务协同。并购后的企业可以对资金统一调度，增强企业资金的利用效果，管理机构和人员可以精简，使管理费用由更多的产品分担，从而节省管理费用。由于规模和实力的扩大，企业筹资能力可以大大增强，满足企业发展过程中对资金的需求。此外，企业通过并购可以实现合理避税。如果被并购企业存在未抵补亏损，而收购企业每年生产经营过程中产生大量的利润，收购企业可以低价获取亏损公司的控制权，利用其亏损抵减未来期间应纳税所得额，从而取得一定的税收利益。

### （3）加强市场控制能力

在横向购并中，通过购并可以获取竞争对手的市场份额，迅速扩大市场占有率，增强企业在市场上的竞争能力。另外，由于减少了竞争对手，尤其是在市场竞争者不多的情况下，企业可以增加议价能力，以更低的价格获取原材料，以更高的价格向市场出售产品，从而扩大盈利水平。

### （4）获取价值被低估的公司

证券市场中公司股票的市价总额应当等同于公司的实际价值，但是由于环境的影响、信息不对称和未来的不确定性等方面的影响，上市公司的价值经常被低估。如果企业认为可以比被并购企业原来的经营者管理的更好，则收购价值被低估的公司并通过改善其经营管理后重新出售，可以在短期内获得巨额收益。

### （5）降低经营风险

企业在追求效益的同时还需要控制风险，控制风险的一种有效方式就是多元化经营。多元化经营既可以通过企业并购来实现，也可以通过内部的成长而达成，但通过并购其他企业，收购方可以迅速实现多元化经营，从而达到降低投资组合风险、实现综合收益的目的。

## 2.1.4 并购资金来源

在企业购并中，收购公司要付给目标公司巨额的资金，因此，如何筹集这些资金成为公司并购实施过程中一个重大的问题。

### （1）筹资渠道的选择

从筹集资金的来源的角度看，筹资渠道可以分为企业的内部渠道和外部渠道。

内部筹资渠道。企业内部筹资渠道是指从企业内部开辟资金来源。从企业内部开辟资金来源有三个方面：企业自由资金、企业应付税利和利息、企业未使用或未分配的专

项基金。一般在企业购并中，企业都尽可能选择这一渠道，因为这种方式保密性好，企业不必向外支付借款成本，因而风险很小。

外部筹资渠道。外部筹资渠道是指企业从外部所开辟的资金来源，其主要包括：专业银行信贷资金、非金融机构资金、其他企业资金、民间资金和外资。从企业外部筹资具有速度快、弹性大、资金量大的优点，因此，在购并过程中一般是筹集资金的主要来源。但其缺点是保密性差，企业需要负担高额成本，因此产生较高的风险，在使用过程中应当注意。

## (2) 筹资方式的选择

随着我国金融市场的发展，企业的筹资有多种方式可以选择，在购并中企业可以根据自身的实际情况选择合理的方式。

①借款，企业可以向银行、非金融机构借款以满足购并的需要。这一方式手续简便，企业可以在较短时间内取得所需的资金，保密性也很好。但企业需要负担固定利息，到期必须还本付息，如果企业不能合理安排还贷资金就会引起企业财务状况的恶化。

②发行债券，债券使公司筹集资本，按法定程序发行并承担在指定的时间内支付一定的利息合唱还本尽义务的有价证券。这一方式与借款有很大的共同点，但债券融资的来源更广，筹集资金的余地更大。

③普通股融资，普通股是股份公司资本构成中最基本、最主要的股份。普通股不需要还本，股息也不需要向借款和债券一样需要定期定额支付，因此风险很低。但采取这一方式筹资会引起原有股东控制权的分散。

④优先股融资，优先股综合了债券和普通股的优点，既无到期还本的压力，也不必担心股东控制权的分散。但这一种方式税后资金成本要高于负债的税后资本成本，且优先股股东虽然负担了相当比例的风险，却只能取得固定的报酬，所以发行效果上不如债券。

⑤可转换证券融资，可转换证券是指可以被持有人转换为普通股的债券或优先股。可转换债券由于具有转换成普通股的利益，因此其成本一般较低，且可转换债券到期转换成普通股后，企业就不必还本，而获得长期使用的资本。但这一方式可能会引起公司控制权的分散，且如到期后股市大涨而高于转换价格时会使公司蒙受财务损失。

⑥购股权证融资，购股权证是一种由公司发行的长期选择权，允许持有人按某一特定价格买入既定数量的股票，其一般随公司长期债券一起发行，以吸引投资者购买利率低于正常水平的长期债券，另外在金融紧缩期和公司处于信任危机边缘时，给予投资者的一种补偿，鼓励投资者购买本公司的债券，与可转换债券的区别是，可转换债券到期转换为普通股并不增加公司资本量，而认股权证被使用时，原有发行的公司债并未收回，因此可增加流入公司的资金。

## (3) 筹资成本分析

资金成本是指公司为取得并使用资金而付出代价，其中包括支付给股东的股息和债权人的利息等。在购并筹资过程中，公司必须对筹资风险与筹资成本之间做出权衡，以

使公司保持一个合理的资本结构，保障良好的运营。一般公司在购并过程中都是从多种来源筹集购并所需资金，因此各种资金的成本也是不同的，为了估算全部融资的综合成本，需要对资金成本进行加权计算。

### 2.1.5 股权结构

研究股权结构和并购绩效的关系，其实就是研究代理问题对收购公司绩效的影响，以及对中小股东权益的影响，主要可以从两个方面去具体研究，第一，股权高度被集中的情况下，大股东、控股股东和中小股东的代理问题，有学者裴京等（2012）认为大股东的很多并购行为，真正的目的是为了侵占中小股东的利益，而并不是想要去提高管理的效率。第二，股权高度被分散的情况下，管理层和股东的代理问题。因为管理者的投资决策无法被股东全面的监管，所以管理者常常会为了致力于企业的长期增长目标，而牺牲掉中小股东的利益，以此来分散个人的风险，去提高自己的职业安全程度，因此推动企业并购的重要治理因素就是管理者追求个人利益的代理动机，并购重组的价值创造与此是紧密相连密不可分的。股权结构性质的研究主要包括以下四点：

（1）股权的性质。以前，学术界研究股权性质是从公司治理和企业行为着手的，有很多因素最终决定企业的价值和绩效，包括了制度因素、法律和产权保护等，还有企业价值和行为也有决定性的影响。中国从上世纪 70 年代末开始在经济转型时期，改革产权制度，并购重组不仅是一种资源分配，它还是一种企业产权改革调整经济结构战略的重要手段。近年来，学术研究会把上市公司的制度和背景结合起来，然后从不同的视角去研究政府的管制对并购产生的影响。朱滔（2013）研究发现，收购公司的并购绩效会下降完全是管理层的代理动机影响的，并且还得出结论：如果政府要干预的话，干预的越多绩效就越不好，干预的越少收购公司的治理环境就相对比较好，并购绩效也会因此越好。

（2）控股股东持股比例。目前，我国的国有股占据主导地位，而且国有股不能在二级市场上流通，所以国有股的股权就高度集中，而流通股比例又相对过低，国有股权的主体又缺位，多种股权相互制衡的局面还没有形成。从“大股东控制”的角度，国内学者做出相关研究，研究大股东的掏空与支持行为对并购绩效的影响，从关联并购的角度去分析大股东的并购动机，持股比例越大的控股股东具有越强的“支持”动机，但是其财务绩效也没有得到持续性改善。

（3）高管持股比例。学者做了大量的研究，最终发现并购的长期绩效和高管的持股比例是呈正相关的，显著性却比较差，这就证明了高管持股的激励作用是占据不可主导的地位的。这也可能是因为我国的上市公司高管的持股比例普遍不高的原因，而且高管持股信息的披露还不是很完善。

（4）流通股比例。流通股的影响需要凭借股票市场的接管以及控制功能和价格信号的手段才能实现。目前，我国上市公司中的中小股东投资者基本上都只是持有流通股，并且持有的比例也非常低，而且持有流通股的股东并没有什么动机去监督收购公司的并

购行为，大多只是为了投机倒把的目的且以追求短期的利益的股东一般都是流通股股东。

## 2.2 中小股东权益相关理论

中小股东的概念是非常难界定的，通常是一个相对的概念，一般在公司中是没有控制权的，它是相对于控股股东而存在的，控股股东一般会具有控制权和支配权。

根据我国的国情来看，国有股通常处于控股股东的地位，常常都是国有股一股独大的情形，而中小股东根本没有什么地位，一般都指的是市场上的流通股股东。要想研究并购活动中对于中小股东权益保护的问题就一定要弄清楚一些基本的概念，尤其是中小股东是如何定义的，这是整个研究中最关键的问题。如果要想清楚的界定中小股东的概念，那么首先就要弄清楚大股东、多数股东和控股股东的概念。大股东并不等同于控股股东，这完全是两个不同的概念，最本质的区别就是二者对公司实际控制权的行使。如果没有行使控制权，大股东就不能构成控股股东。而控股股东的概念则强调的是对公司实际控制权的行使，另外多数股东则强调的是资本的参与比例，这三者既有相互联系，又各有各的不同，分别是三个不同的含义。而对中小股东概念界定的根本则是要界定控股股东，要确定“控制”或者“支配”的涵义。控制的涵义很好理解就是指在公司内有地位优势的股东可以做出一些决策来决定公司的一些事情，比如人事、业务和财务经营等。而股东会利用股东大会去影响公司的经营决策，也会对公司人事的控制从而控制决策层来影响公司的经营决策。大股东往往都会禁不住控制权带来的巨大利益诱惑，这种诱惑往往会促使大股东不惜损害其他股东的利益来满足自己的欲望，去追求自身利益的最大化。因此，中小股东是根据是否对公司具有有限控制力的角度来界定的，且需要相对的参照物，如对公司有控制力的股东。

### 2.2.1 中小股东权益概念的界定

#### (1) 中小股东

中小股东是指相对于具有控制力的大股东而言没有控制力并且只持有少数流通股股份的公司股东。

#### (2) 中小股东权益

股东权益的一种说法是指股东可以向公司行使各种权利。还有一种说法是股东可以从公司获取利益并且能够参与公司经营及管理的权利。按第一种说法，股东权益又可以细分为共益权和自益权。

①共益权，主要是指股东有权参与公司决策、经营、管理、监督，也包括股东在为自身谋求利益的同时也为公司谋求利益而行使的权利。

②自益权，股东的自益权是股东从公司获取资产收益而行使的一系列权利。

资产=负债+所有者权益，这是贯穿整个会计理论知识的一个重要表达式，它表达的意思是，等式左边代表的是资产，企业对其资产拥有所有权，是经济资源由企业用于从事生产经营活动、为投资者带来经济利益的；等式右边代表的是权益，是企业购置从事

生产经营活动所需资产的资金来源, 股东对企业的资本拥有所有权。

从经济学的视角去研究, 中小股东权益主要反映了相互依存的资产所有权与资本所有权的利益。股东的作用, 是直接参与反映管理层, 经营性资产, 直接控制, 使用和处置的股东和不动产投资公司的债权人; 但资产和股东所有权的损失无权进行直接控制, 使用和处置的企业资产, 只能通过股东股权的行使来影响企业资产管理, 最终通过企业的资产, 以自己的有效运作实现资本增值的目的。

### (3) 中小股东权益保护

需要从两层含义去理解中小股东权益保护, 第一层, 是指实体上的保护, 各个主体的责任和担当, 例如大股东就对中小股东有承担责任, 董事要对公司的股东有承担责任等; 第二层, 是指程序上的保护, 例如, 赋予中小股东一些法律上的权利, 像股东个人诉讼权这类的诉讼权利等。中小股东权益的保护需要从两个环节入手: 第一个环节是, 及时披露公司的信息, 完善公司的制度, 让中小股东可以掌握公司的主要信息; 第二个环节是建立监督机制让中小股东可以监督公司运作情况, 并且让中小股东参与到公司的决策中。

## 2.3 并购对中小股东权益的影响

企业如果实施了并购重组, 那么上市公司的许多方面都会发生变化, 比如说股本结构、股票价格、盈利能力及控制权等, 这些变化最终都会影响到中小股东的权益。唐宗明(2014)目前做了很多研究, 并且已经表明, 我国现在的国情下, 中小股东的权益被侵害的现象简直是太平常不过了, 随处可见。同时侵占的方法也很多, 比如直接的资产转移, 还有资金占用, 除此之外就是通过并购重组中的关联并购来达到侵害中小股东权益的目的, 而且上市公司大股东与中小股东权利和信息不对称是与生俱来的, 中小股东处于弱势地位, 而大股东是主要控制者和操作者, 在上市公司与大股东实施的并购交易中, 中小股东通常都是受害者, 目前大家已经开始关注这种现象和影响了, 就连监管部门也开始高度重视这个问题了。鉴于此, 本文通过对特变电工实施并购活动的研究去分析这些并购对中小股东的权益产生了哪些影响。

在一些上市企业发生的收购活动中, 公司的股权会发生变动, 从而使得公司的控制权也发生了转移, 接下来公司的经营管理决策也都会发生变更, 当然如此大的变化, 一定会对公司企业形象以及经营业绩产生极大地影响, 进而也会对股东的收益产生影响, 其中相对来说, 和有备而来的并且相当强大的巨头经营者与收购者比起来, 目标公司的股东, 尤其是中小股东, 完全处于弱者地位, 因此对他们的权益的影响波动很大, 如果并购之后公司的经营业绩好, 公司的股利发放政策和对中小股东权益保护的制度健全的情况, 中小股东的权益会得到保障, 但是公司要是经营业绩不好, 制度也不健全, 中小股东的权益就不能得到保障, 所以对中小股东权益的保护尤为重要。

我国的证券市场发展仅仅只有十余年的历史, 它的投资主体主要由国家股、小股东和法人股三个主体构成, 同西方国家的情况比起来也差不多, 在目前的公司股份结构中,

分布着广泛且分散的大量中小股东，因此中小股东又通称为社会的公众股东。另外与西方国家不同的地方是，在我国，上市公司一般都是由国家股、法人股来执掌控股。于是，国家利益通常都会把中小股东的权益被控股股东或是大股东侵害的问题掩盖了，从而让中小股东的权益被侵犯的问题更具有表面上合理存在的理由。

本文的观点是，中小股东作为社会的公众股东，它直接代表的是很大一部分公众的利益，如若对他们的利益发生了侵犯，也就是说直接侵犯到了这一部分社会公众的利益；并且，中小股东比起大股东和控股股东来说，本来就处于相对比较弱势的地位，如果他们的权益总是不能得到有效的保护的话，那么最终还是会影响到一个企业的发展。所以，保护中小股东的权益是不仅仅只是保护社会公众股东的权益不受到侵犯，而且也是保障社会经济正常和顺利发展。因此，无论是从社会公平公正有序的发展还是从经济学的视角来看，对中小股东的权益的保护都是值得大家重视和深度研究的。

## 第三章 特变电工实施并购交易的案例概况

作为中国首家变压器行业上市公司，特变电工股份有限公司是中国最大的变压器制造和出口基地，1997年在上交所挂牌上市，简称定为特变电工，股票代码为600089，目前特变电工核心业务是重大装备制造业，已经发展成为中国的骨干企业，它的变压器生产能力已超1亿KVA，拥有国家外援项目建设资格达到国际水准和对外经济技术合作经营权。在新疆、四川、湖南、天津、山东、辽宁、陕西、南京等地都有特变电工的分公司，而且特变的发展格局会围绕着以输变电产业为主，以新材料产业为支撑，以新能源产业为亮点。

### 3.1 特变电工的具体情况

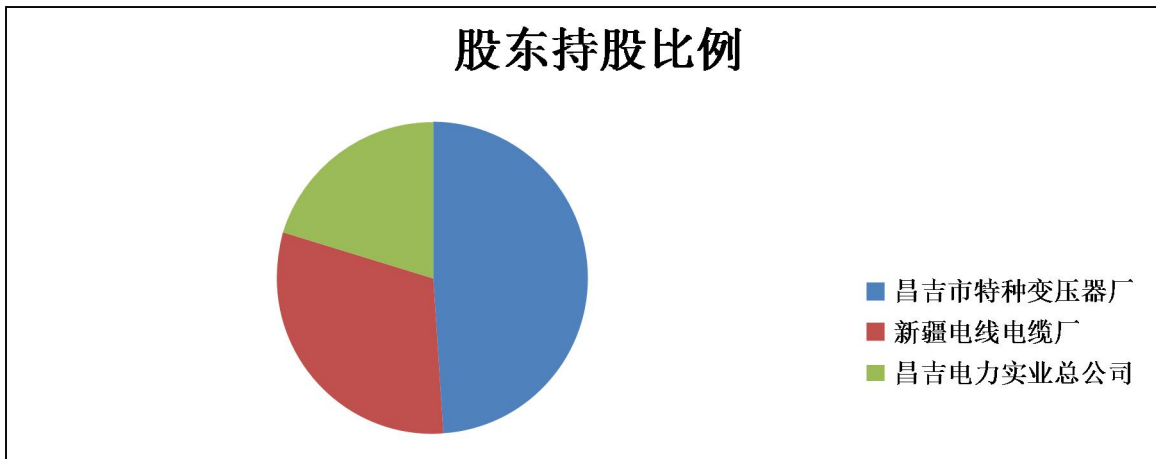
特变电工从一个即将倒闭的电缆厂到今天成为变压器行业的巨头，前后经历了很多年的创业发展，目前拥有3个分公司、9个控股公司、13个参股公司，截止到2014年12月31日，公司总资产约592亿9千万元，员工15488人，特变电工从一个资不抵债、濒临倒闭的街道小厂，通过自强不息，创新求变，成长为中国最大的能源装备制造企业、世界输变电制造行业的骨干企业，其中变压器年产能达到2.5亿KVA，在中国排名榜首，位居世界前三。

#### 3.1.1 公司简介

特变电工最初是一个街道集体企业，在新疆昌吉市，那时候的特变是一个资不抵债、濒临倒闭的街道小厂，一直不好不坏的发展着，到了1988年，张新承包了这个厂子，后来一直到1993年以定向募集方式成立了新疆特种变压器公司。1997年，特变电工公开发行（A股）3,000万股；同年6月在上交所挂牌交易；2003年1月昌吉市特种变压器厂整体改制为新疆天山投资有限责任公司；2004年12月，新疆天山投资有限责任公司更名为新疆天山电气有限公司；2007年5月，新疆天山电气有限公司更名为新疆特变（集团）有限公司；2010年10月，新疆特变（集团）有限公司更名为新疆特变电工集团有限公司。

#### 3.1.2 股权结构

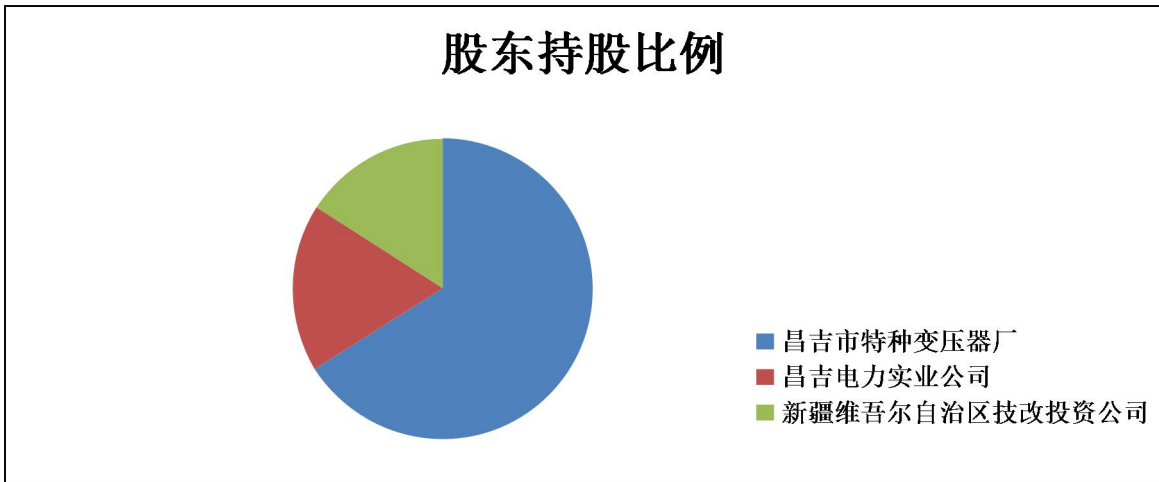
特变电工是在1997年上市的，一直到1997年末，公司股东总数为8509户，其中法人股股东有13户，内部的职工股股东有1127户，社会的公众股股东有7369户，前三大股东分别是昌吉市特种变压器厂，新疆电线电缆厂，昌吉电力实业总公司，他们的具体股权结构如图3-1所示：



注：来自新浪财经

图 3-1 特变股权结构

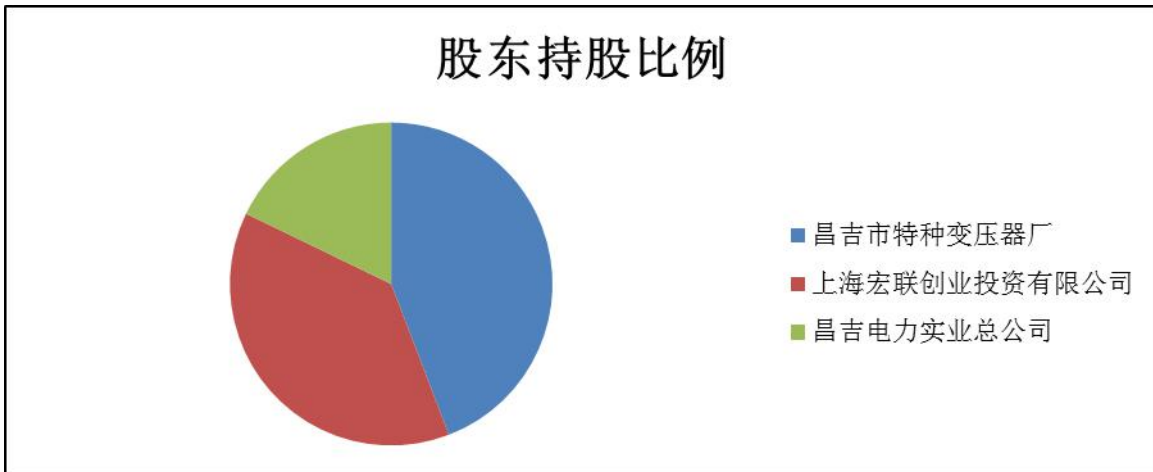
特变电工 1998 年 4 月，并购了四川德阳电缆厂，前三大股东股权结构发生了变化，第一大股东仍然还是昌吉市特种变压器厂，但持股比例从 19.47%变为 25.88%；第二大股东从原来的新疆电线电缆厂变为昌吉电力实业总公司，持股比例也从 8.10%变为 7.09%；第三大股东变成了新疆维吾尔自治区技改投资公司，持股比例为 6.18%。具体股权结构如图 3-2 所示：



注：来自新浪财经

图 3-2 特变股权结构

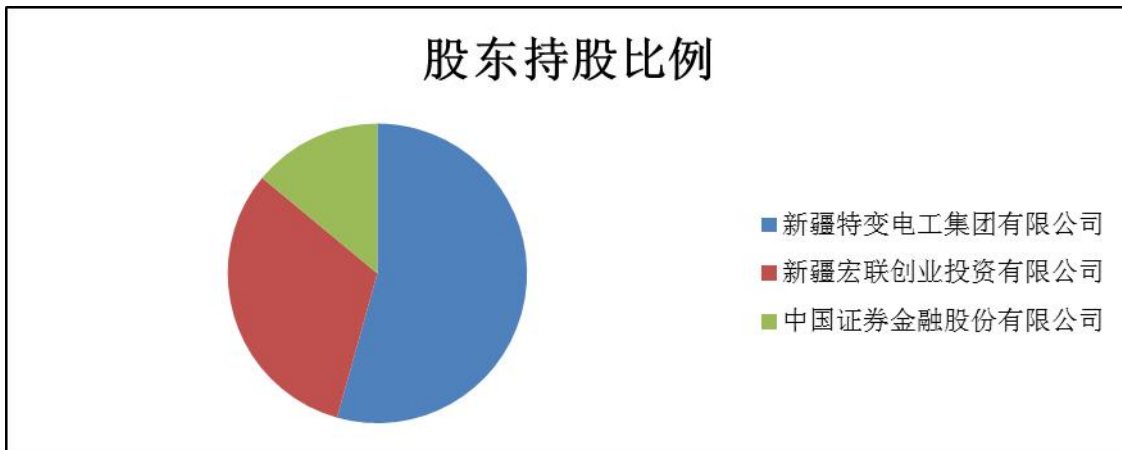
特变电工 1999 年 7 月，将天津变压器厂干变分厂重组；紧接着，把衡阳电气集团公司在 2000 年 11 月收购了；到了 2002 年的 11 月，又把新疆众和收入旗下；后来 2003 年又分别收购了山东鲁能和沈阳变压器厂。从 1998 年到 2001 年特变的前三大股东排名一直没有发生变化，直到 2002 年将新疆众和收购后才发生了变化，第一大股东还是昌吉市特种变压器厂，持股比例没有太大的变化；第二大股东由昌吉电力实业公司变为上海宏联创业投资有限公司；第三大股东变为昌吉电力实业总公司。2002 年 12 月 31 日的股权结构如图 3-3 所示：



注：来自新浪财经

图 3-3 特变股权结构

到 2015 年 9 月 30 日，公司的前三名股东分别是境内非国有法人新疆特变电工集团有限公司，境内非国有法人新疆宏联创业投资有限公司，中国证券金融股份有限公司，这三名股东股权结构如图 3-4 所示：



注：来自新浪财经

图 3-4 特变股权结构

### 3.1.3 公司控制人及持股比例

特变第一大股东和第二大股东实际控制人之间的产权及控制关系如表 3-1 所示：

表 3-1 特变电工股份有限公司大股东持股比例

特变电工股份有限公司								
新疆特变电工集团有限公司 11.65%					新疆宏联创业投资有限公司 6.78%			
张新	陈伟林	叶军	吕新福	孟庆荣	张新	陈伟林	叶军	其他股东合计
40.08%	33.61%	9.73%	9.06%	7.52%	7.27%	1.40%	2.34%	88.99%

注：来自巨潮 2014 年特变电工年度报告

### 3.1.4 产品结构

在公司刚上市的时候，生产的变压器都是一些低端产品，像 110kv 和 220kv 这种。随着市场的发展，行业内的相互竞争，低端变压器逐渐发展不下去了，毛利率也在不断的下滑，所以特变电工开始寻找新的出路去调整产业结构。特变电工开始实施并购交易，然后进入新的领域发展，即特高压领域，改变了过去的历史，产品结构开始优化升级，开展了新能源产业及配套工程，特变电工产品的结构优势使得盈利能力越来越强劲。尤其是把衡变和沈变收购以后，特变生产技术和能力大幅度的提高，开始具备生产 500kv 和 750kv 特高压变压器的技术和水平。随后，在此基础上，又开始募集资金进行大规模的技术改造，主要是针对特高压项目，从而又更加进一步的优化了公司产品结构，主要情况如表 3-2 所示：

### 3.1.5 特变电工实施并购交易活动的情况

表 3-2 特变电工主要产品结构

特变电工的最新产品结构			
输变电产业	变压器业务	超（特）高压变压器	沈变公司
		超（特）高压电抗器	横变公司
		特种电缆	德缆公司
		硅锭、硅片	新能源公司
太阳能光伏产业		组件封装	碧辟佳阳、碧辟普瑞
		控制逆变器	新疆桑欧

注：来自巨潮资讯

特变电工从上市以后发展战略都是采用的并购的手段，一步一步壮大自己的规模，发展自己的产业，是变压器和线缆生产越做越大，越做越强，并且慢慢地扩展到全国的范围，实施的并购活动也遍布全国东南西北各个区域，其产业分布图如图 3-5 所示：

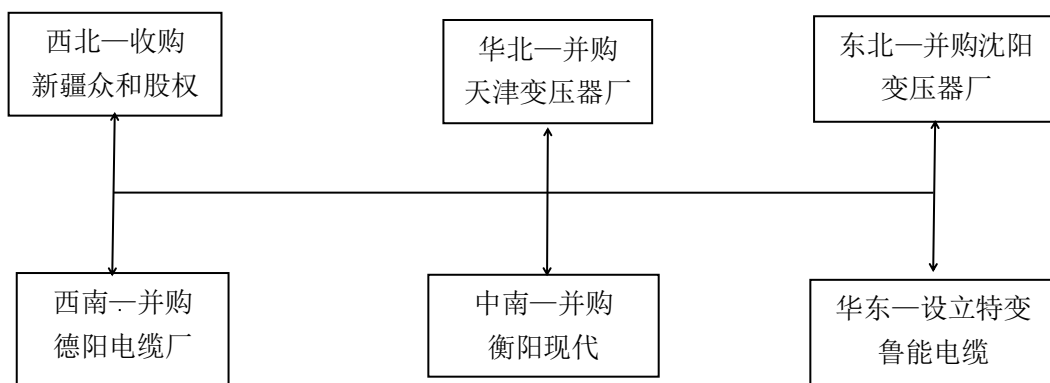


图 3-5 特变电工产业分布图

特变电工运用并购的策略扩张了自己的产业，经过这么些年的创新和发展，逐步在全国范围内都设立了自己的生产基地，也慢慢建立起以后的发展格局，主要是围绕输变电、新材料以及新能源这三大产业去扩张。

## 第四章 特变电工实施并购交易的案例分析

本章重点交代了特变并购的动因以及并购的具体情况为并购后引起公司发生的变化以及中小股东权益的变化的分析做伏笔，从而让后文分析并购对中小股东权益的影响更顺理成章。

### 4.1 特变电工发起并购的动因

#### (1) 低成本扩张

特变电工于 1997 年成功上市，上市以来，在变压器行业，一直是集资本、管理和品牌的各种优势为一体。后来由于本区域的市场不断趋于饱和的状态，投资开扩者开始不断地研究发展战略，随之而来的是特变电工加快低成本扩张的故事飞出门外，从而越来越多的声音要求投资、参股、兼并和收购。由于刚上市特变为了扩张自己的事业所以选择实施并购活动来创业发展。特变电工从 1997 年上市之后，总是采取各种发展策略去壮大自己，先是投资参股新疆国际实业，然后又投资独山子高新技术公司，后来又成立了新特顺电力制造公司，再接着就是兼并了新疆电缆厂，不得不说，特变真是奇迹，它由最初的一个即将倒闭的厂子到了今天的发展规模，它的成功为企业谋得了很多利润，同时也给股东们创造了很多利润。

#### (2) 合理使用募集资金

特变为了可以谨慎合理以及最大限度的发挥募集资金的投资效益，董事会的董事以及高管们经过了多次探讨，甚至让有关专家更全面具体的进行了考察、调研，最终决定用部分募集资金实施对衡阳现代的兼并收购。

特变电工的经营理念是把自己的主业做大做强，然后走向规模化、专业化的道路。特变的输变电产业已经相对比较成熟，虽然市场的容量比较巨大，但是增长的很平稳；随着市场的竞争越来越激烈，企业如果个数多规模小的话，就不会具备国际竞争力；其次，产品的技术含量也比较低，规格相同的产品间的差异也不大；并且特变的变压器产业的社会的平均利润率也已经到了一个比较低的水平线了，所以这个时候特变的行业结构是非常需要重组与整合的。正好赶上衡变管理问题重重、富余人员也比较多，承担的社会责任比较大，由此效益一直处于下滑状态，而特变电工又打算通过资本运营并购其他同行业的比较合适的企业达到自己低成本扩张，跨越式发展的目的，所以就兼并了衡阳现代，从而获得资产收购的成功经验。

#### (3) 发展高端产品

沈变在 1937 年成立，是我国最早发展变压器行业的公司，它拥有的制造基地和科研中心是用来生产最高电压、大容量变压器类产品的。同时沈变还是中国变压器行业的发源地，也是变压器行业产品标准的制定者。沈变的产品生产技术、还有工艺水平都处在国际的领先地位。沈变在一开始是很风光的企业，从 1980 年到 1993 年都发展的特别好，甚至在 1995 年还盈利了六千多万。但后来由于体制和机制出现了问题的原因，沈

变开始衰退，也无力应对市场，而且经营也陷入了困境，甚至 97 年开始出现了亏损，直到 2001 年和 2002 年均亏损到了一个亿，2003 年亏损甚至超过了一个亿，都被沈阳市列为了需要整改的大型国企之首。

特变电工当时的变压器产品都是低压，都不超过 220kv，而变压器市场需求又在不断的增大，特变电工发展的最急迫的目标就是要解决变压器产品的提升问题。然而沈变的生产技术和装备实力处于国内领先地位，所以特变为了抓住这次机会，做足了大量的准备，先是扩张自己的实力，然后迅速的进入到了高端的产品领域，并且增加提升了技术实力。最终在 2003 年的年底，决定参与收购沈变的竞标，后来成功的收购了沈变。

#### (4) 进入新材料行业

特变电工不仅仅只打算单一的发展变压器和电缆行业，它还想在新材料行业有所施展，因为新材料行业具有很大的发展潜力，国家技术创新离不开新材料，产品更新换代同样也离不开新材料，而且新材料还可以提升电子信息产业的国际竞争力。所以，特变打算并购一家材料行业的企业。新疆众和股份原先主要从事铝冶炼行业，正好还挺符合特变的要求，因此，2002 年和 2003 年，特变电工先后两次受让新疆众和的股份，受让并购后特变电工持有新疆众和的股权增至 37.16%，成为新疆众和第一大股东。成为新疆众和第一大股东之后，特变电工对新疆众和实施了产业升级、战略调整和技术改造，将新疆众和定位为以铝的深加工为核心，从铝的冶炼成长为电子元器件供应商，进入新材料行业。通过参股并购新疆众和，特变电工在新材料产业方向迈出了很大的一步。

总之，从以上特变电工多次实施并购活动可以看出，特变电工实施并购行为的真正动因并不是为了去侵害中小股东的利益，特变真正的目的是为了低成本扩张自己的产业；为了使募集资金能够合理的被利用，并且能够有效地发挥募集资金的投资效益；为了进军高端产品领域，增加技术实力；为了产业升级、战略调整和技术改造从而进入新材料行业。换言之，特变电工发起并购的原因就是为了壮大自己的经营规模，为了提升公司的价值，为了创造利润。

## 4.2 特变电工实施并购交易的具体策略

特变电工实施的并购行为以及为并购行为筹集资金的不同策略如表 4-1 所示：

表 4-1 特变电工并购活动的情况

时间	目标公司	并购所需资金（万元）	资金来源
1998.05	四川德阳电缆厂	1530	配股募集
2001.01	衡阳现代电气	10000	配股募集资金和自有资金相结合
2002.04	新疆众和股份	601361	自有资金
2003.12	沈阳变压器厂	23000	杠杆收购

注：根据上海证券交易所年报数据整理所得

## (1) 并购重组四川德阳电缆厂

特变并购四川德阳电缆厂是为了扩张自己的产业，主要是采用了配股募集的方法收购了四川德阳电缆厂，特变重组四川德阳电缆厂的途径具体如表 4-2 所示：

表 4-2 特变电工重组四川德阳电缆厂的情况

时间	方式	资金来源	金额（万元）	比例
1998.05	重组整合	1998 年配股募集所得	1530	51.21%
2000	增资扩股	自有资金	2210	51.01%
2001.04	增资扩股	自有资金	2720.90	56.92%
2003	增资扩股	自有资金	4631.85	60.13%
2011.05	增资扩股	自有资金	29326	57.36%

注：根据上海证券交易所年报数据整理所得

特变电工并购重组德阳电缆厂的资金全都是配股募集到的，这次并购节约了不少财务费用，还降低了收购成本，期间没有涉及到大股东和小股东利益冲突的问题，这次并购解救了德阳电缆厂的危机，而目标公司的中小股东因祸得福。

## (2) 收购衡阳现代电气设备集团有限公司

特变收购衡阳主要采用了内源和外源两种融资方式的结合，具体实施过程如表 4-3 所示：

表 4-3 特变实施并购情况

时间	方式	资金来源	金额（万元）	比例
2001.01	整体收购改制	配股募集资金投入 9653 万元，其余来自自有资金	10000	76.16%
2003	增资扩股	自有资金	3815	74.48%
2004.11	增资扩股	自有资金	6672	66.15%
2004.12	增资扩股	2004 年配股	17349.63	84.82%
2004.12	受让股权	自有资金	408.61	86.16%
2008.02	受让股权	2008 年增发	48108.24	98.08%
2010.08	增资扩股	2010 年增发	35914	98.09%

注：根据上海证券交易所年报数据整理所得

上表反映出特变从 2001 年开始收购改制，经过几次增资扩股和受让股权，一直到 2010 年增资扩股到最后特变的持股比例变为 98.09%。特变电工对衡阳现代重组，虽然这次策略在一定程度上降低了特变电工的财务费用，减少了自有资金的压力，但是却有很大的风险存，如果此次并购没有处理好，可能会导致其并购后负债比例过高，从而影响到公司的正常运营。

## (3) 并购重组沈阳变压器厂

特变电工当时的变压器产品都是低压，都不超过 220kv，而变压器市场需求又在不断的增大，特变电工发展的最急迫的目标就是要解决变压器产品的提升问题。然而沈变

的生产技术和装备实力处于国内领先地位，所以特变出资将沈阳变压器厂并购了，并购的情况如表 4-4 所示：

表 4-4 特变电工重组沈阳变压器厂

时间	方式	资金来源	金额（万元）	比例
2003.12	增资扩股	自有资金	23000	52.28%
2004.02	受让股权	自有资金	/	54.56%
2005.01	受让股权	4927.87 万元来自配股募集所得，3579.45 万元来自于自有资金	8507.32	69.35%
2006.09	受让股权	自有资金	6207.68	81.83%
2008.03	增资扩股	募集资金（2008 年增发）	59798	89.14%
2008.09	受让股权	募集资金（2008 年增发）	8170.38	100%
2010.08	增资扩股	募集资金（2008 年增发）	88651	100%

注：根据上海证券交易所年报数据整理所得

这次并购在短时间内解决了特变电工的资金链短缺的问题，并且还迅速提升了产品的水平，另外扩大了企业的发展规模、让资本更加集中、同时增强了企业的竞争力，提高了企业的价值，随之而来的是企业的营业利润以及各个股东的利润都在不断增加。

#### （4）参股新疆众和股份有限公司

由于参股众和可以利用原材料提供的便利来减轻价格上涨带来的经济压力，同时有利于公司拓展新的资本运营，还能提高产业的发展平台。因此，特变并购了新疆众和，具体过程如表 4-5 所示：

表 4-5 特变电工控股新疆众和情况

时间	方式	资金来源	金额（万元）	比例
2002.04	参股	自有资金	6013.61	21.77%
2003.03	受让股份	自有资金	4423.814	29.42%
2006.03	受让股份	自有资金	2755.32	32.48%
2008.01	认购股份	自有资金	19500	30.34%
2011.06	认购股份	自有资金	17739.30	28.14%

注：根据上海证券交易所年报数据整理所得

特变电工入股新疆众和是为了进军新材料行业，特变的扩大非常需要这次并购，2002 年开始参股入股众和股份，到后来成为众和的第一大股东，但是和第二大股东的持股比例差距非常小，这样的话，会给以后对新疆众和的控制力及运作留下后顾之忧，但从后面的发展来看，并购众和对特变的发展是非常有利的，随后也会给股东带来很多利润。

### 4.3 并购对中小股东权益的影响因素分析

上市公司的并购行为其实就是收购人和目标公司股东之间的股票交易活动，也就是说并购行为的双方主体是收购人和公司股东，但是并购不仅仅只是对双方主体产生影

响，它同时也对其他主体的权利和利益产生影响，包括目标公司的一些高管，如董事和经理。所以，上市公司的并购会牵扯到众多人员的利益，如收购人、目标公司的股东以及管理层。这其中不容忽视的问题就是要恰当地平衡这三者之间的利益关系，从而能够保护中小股东的权益不受侵犯。因此重点研究并购对中小股东权益的影响。

特变电工低成本扩张，合理使用募集资金，发展高端产品，进入新材料行业这些都是并购的动因，然而并购后公司的运营状况，大股东对资金的占用情况，各个关联企业发生的关联交易，以及公司派现情况都会受到影响而发生变化，而这些变化又和中小股东的权益是息息相关的，因此这些动因会对中小股东的权益造成影响。

#### 4.3.1 并购后的运营状况对中小股东权益的影响

特变电工是 1997 年在上交所挂牌上市的，自从上市以后特变电工就一直在迅速的发展，特变的发展可以说是一部并购史，它是靠着并购来扩张壮大自己的，并购对于企业来说的确是一步非常有意义的战略，特变实施并购后给公司带来了各种影响以及变化，公司的运营状况如表 4-6 所示：

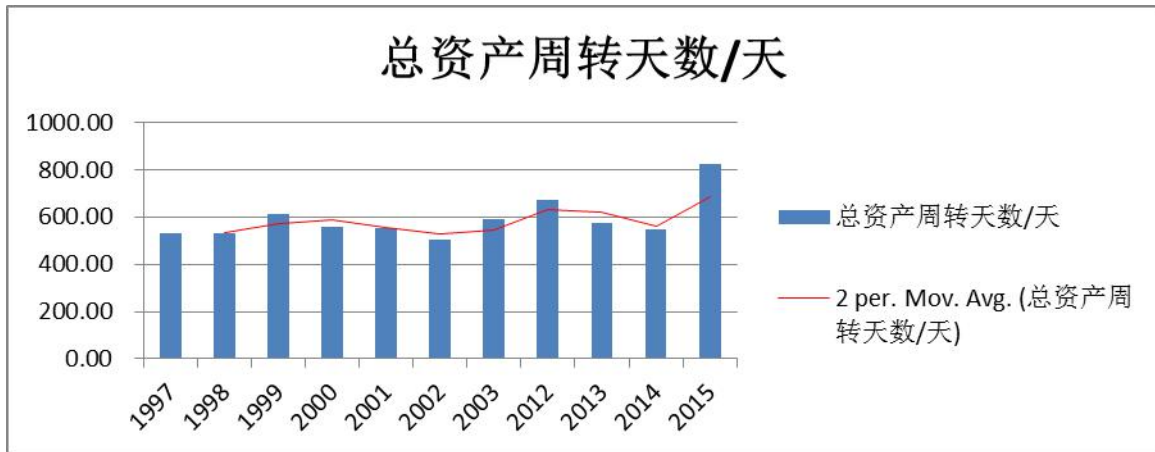
表 4-6 特变电工运营情况

时间	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2012	2013	2014	2015
总资产 利润率	8.05%	6.07%	7.49%	5.48%	4.30%	3.81%	2.64%	2.22%	2.72%	3.06%	2.59%
总资产 周转率/ 次	0.68	0.68	0.59	0.65	0.65	0.71	0.61	0.54	0.63	0.66	0.44
总资产 周转天 数/天	530.04	533.10	615.17	556.84	555.04	503.99	589.49	670.02	571.97	548.61	822.29
变现能 力比率	1.65	1.73	1.51	2.29	1.36	1.11	1.12	1.33	1.14	1.23	1.23

注：根据新浪财经财务数据整理所得

特变电工从 1998 年开始实施并购战略，从 1998 年至 2003 年特变电工的并购活动是比较多的，1997 年挂牌上市，到 1998 年并购四川德阳电缆厂，1997 年至 1999 年，这三年的总资产净利润率一直趋于平缓的趋势，总资产周转率和总资产周转天数也是较平缓的趋势在发展，流动比率是流动资产对流动负债的比率，用来衡量企业流动资产在短期债务到期以前，可以变为现金用于偿还负债的能力。一般说来，这两个比率越高，说明企业资产的变现能力越强，短期偿债能力亦越强；反之则弱。由数据分析可知，特变在并购四川德阳电缆厂以后，整个公司的总资产利润率，总资产周转率，总资产周转天数变化的幅度很小，但是流动比率的变化很大，在 2000 年甚至超过了 2，流动比率 2:1，表示流动资产是流动负债的两倍，即使流动资产有一半在短期内不能变现，也能保证全部的流动负债得到偿还，在此期间，特变的变现能力很强，说明并购并没有对企业的正常运作产生的不利的影响，相反，企业各方面财务指标都能达到正常的标准，说明

特变实施的并购活动对企业的运营是起到有利得影响的，企业收获了利润，从而股东也会因此获利，然后各个股东还能由于蛋糕越做越大而收获利润。从随后的 2000 年至 2003 年，特变的总资产周转率呈现上升的趋势，企业整体资产的营运能力是通过总资产的周转率来反映的，简而言之，如果资产的周转次数越多的话或者是周转天数越少的情况下，资产周转速度也就表现的越快，进而企业营运能力也就越强。这样来说的话，特变的营运能力是再变得越来越强，那么这将给公司带来的利润也是源源不断的，那么中小股东自然也能从中得利。特变电工的总资产周转天数发展趋势可以从图 4-1 可以看出：



注：来自新浪财经财务数据

图 4-1 特变电工的总资产周转天数

图 4-1 可以看出特变电工的总资产周转天数在 1997 年至 2003 年这几年是没有什么变化的，是趋于平缓的，说明特变电工在实施并购以后并没有给企业带来危机，而是让企业能够继续平衡的发展下去，对企业的发展没有起到不利的影响，而企业的蛋糕又能越做越大，这必然可以使得中小股东也因此分到一杯羹。

#### 4.3.2 并购后大股东的资金占用情况对中小股东权益的影响

企业的大股东往往会以权谋私，通常会利用自己手里的控制权去占用上市公司的资金，或者会使用上市公司的资产来为自己的某些融资活动做抵押和担保，一旦自己还不了那些钱，上市公司将承担很大的损失，这势必会影响到中小股东的权益。特变电工占用众和资金情况如表 4-7 所示：

表 4-7 特变电工占用众和资金情况 单位（元）

	并购前	参股	受让股份	受让股份	参股	认购股份	并购后
时间	2001	2002	2003	2006	2010	2011	2012
资金占用情况	8793656.75	5389200	10910200	265000	1075817.08	6311655.62	5091405

注：来自新浪财经财务数据

特变从 2001 年开始着手准备并购新疆众和的股份，如表 4-7 所示，并购前曾拖欠新疆众和的账款 8793656.75 元，2002 年参股众和，拖欠账款 5389200 元，2003 年受让股份后，拖欠欠款 10910200 元，以及从表 4-7 后来的数据可以看出来，特变一直在占

用众和的流动资金，后来随着并购以后越来越少，并购前占用众和的资金是业务往来款，但是并购后 2002 年特变就还给了众和，2003 年以后虽然也有占用资金，但 2004 年和 2005 年都没有占用资金，2006 年占用的资金数量相比之前不是很大，并且特变往往在第二年基本上都会把这些资金还给众和，特变已经并购了众和，从并购众和以后一直都在和众和合作，共同营造利润，以至于到今天特变的越来越壮大，这都少不了并购的功劳。

#### 4.3.3 并购后关联企业的关联交易对中小股东权益的影响

关联交易就是指企业关联方之间发生的交易，关联交易在公司运作当中经常会出现的而又会经常发生不公平结果的交易。关联交易，从有利的方面来讲，交易双方由于存在关联关系，就可以节约大量商业谈判等方面发生交易成本，并且又能运用行政的力量来保证商业合同的优先执行，从而来提高交易效率。特变电工自挂牌上市以来它的关联交易就没有间断过，具体和众和发生的关联交易情况如表 4-8 所示：

表 4-8 特变与众和关联交易情况

特变电工与众和的关联交易情况							
时间	2003 年	2004 年	2005 年	2009 年	2010 年	2012 年	2013 年
交易金额	3000 万	3000 万	1337.26 万	2400 万	18800.51 万	48300 万	10693.5 万

注：来自新浪财经财务数据

特变与新疆众和多次发生关联交易，并且每一次交易都披露了出来，都公布了报告，这些关联交易为企业节省了不少开支，为企业的生产和运营节省了不少成本，最终给企业带来了更大的利益，从而使得中小股东权益也有所增加。

#### 4.3.4 并购后公司派现情况对中小股东权益的影响

现金股利是指上市公司以货币形式支付给股东的股息红利，也是最普通最常见的股利形式，如每股派息多少元，就是现金股利。特变电工这些年的公司业绩持续不断的上升，根据 2002 年的财务报表显示得出结论，特变 2002 年的主营业务收入在 2001 年的基础上增长了 34%，而净利润在 2001 年的基础上增长了 9%，并且从上市后又增资扩股配送，到 2000 年，特变的总股本就扩充到了 2.59 亿股，并且至今都很稳定，从 97 年上市以后特变电工进行了多次并购和重组，先后也发放了多次现金股利，现金分红情况如表 4-9 所示：

表 4-9 特变电工现金分红情况

特变电工（人民币元）			
时间	每股分红	派现额度	占净利润比重
2000	0.00	0.00	0
2001	0.10	25949018.00	32.38%
2002	0.10	25949018.00	29.92%
2003	0.10	25949018.00	23.98%
2004	0.10	25949018.00	27.25%
2005	0.10	29861498.00	23.80%
2006	0.09	38816065.28	17.94%
2007	0.10	42701942.00	6.99%
2008	0.03	21350970.75	1.98%
2009	0.10	11982504.80	0.76%
2010	0.10	179737572.00	10.82%
2011	0.10	202735372.00	16.42%
2012	0.08	210844787.20	22.59%
2013	0.12	316267180.80	22.94%
2014	0.13	421066427.67	23.25%

注：来自新浪财经财务数据

特变电工 1997 年上市以后，派了一次现金股利，现金额为 16336000 元，1998 年至 2000 年都没有派现，从 2001 年至 2003 年派现额度都为 25949018 元，这三年期间特变进行了多次并购，并给股东派了三次现金股利，从 2004 年特变电工没有发生并购活动，但是每一年都有派现给股东，让公司股东都获得了公司的红利。特变电工现金分红占净利润的比例如图 4-2 所示：

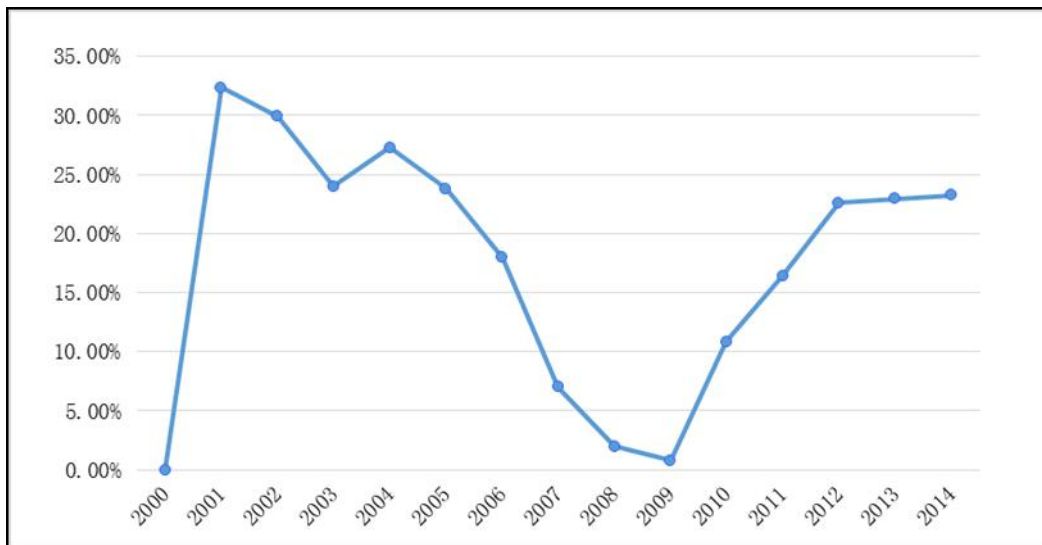


图 4-2 特变电工现金分红占净利润的比例

特变电工 1998 年并购四川德阳电缆厂，1999 年 7 月并购了天津变压器厂，2001 年衡阳现代电气设备集团有限公司被特变收购，2002 年新疆众和股份有限公司也被特变收购了，2003 年特变先后并购了山东鲁能和沈阳变压器厂，并购期，从 2001 年至 2003 年特变电工现金分红占净利润的比例一直都在下降，说明股东的收益在减少，除了 2004 年现金分红占净利润比例回升到 27.25%，接下来从 2005 年至 2009 年，现金分红占净利润比例都在下降，到 2009 年下降到 0.76%，接着从 2009 年至 2011 年开始回升，2012 年至 2014 年趋于平衡，说明公司实施并购活动对中小股东权益的影响波动很大，并购期间中小股东的分红是降低的，而并购后公司的发展渐渐平稳，公司给中小股东的分红也在慢慢地趋于平衡。所以，股东都可以获得红利，尤其是小股东因此也可以获得相应的利润。但是，中小股东的投资意识比较薄弱，参与企业的决策也不是很主动，因此，中小股东能够获利的途径就很少，而现金股利的分红就是可以使中小股东获得利润的途径之一。特变每次实施并购活动以后，都派了现金股利给股东，那么中小股东也会获得相应的利润。

目前由于我国的国情，存在一个普遍的情况，就是控制权比较集中，所以，毫不例外的在国有企业或者民营企业都会有一个掌握着控制权的大股东存在。而控股权和决策权都会被控股大股东所拥有，而控股大股东就可以为所欲为，他们有能力操控一切，尤其是会操纵上市公司的关联并购交易。如果大股东数量多一些且持股比例较大，股权集中，往往都会做出对企业发展有利的决策。如果股权比较分散，则一些股东会利用自己的股权优势做出一些侵害中小股东权益的行为。本文案例主要体现在特变多次实施并购以后，并未侵占中小股东的权益。特变实施并购的动因都是为了发展好企业的业务，虽然特变也有对众和的资金占用，也有和众和的关联交易，但是这些行为都发生的光明磊落，这些全都披露了出来，可以供中介和中小股东去监督，并且频繁每年都派发了现金股利，这么做完全是保护了中小股东的权益没有受到侵害。

总体上，特变电工在短期内不管采取何种融资方式实施并购，都能为企业创造价值，并且也是为股东创造了价值，而且市场特别认同特变电工的多次并购行为，也很看好公司的发展前景。而且大股东也没有利用自己的控股权去侵害中小股东的权益，所以此后也应该发扬这种精神，其他上市公司也应该学习特变的做法去维护中小股东的权益，如果让侵害中小股东权益的行为泛滥的话，会给公司的发展带来阻碍，所以企业应该维护中小股东的权益。

## 第五章 结论与展望

### 5.1 结论

特变电工集团有效的利用了上市公司的一些优势，精明的决策致力于资本运营发展业务，与被并购公司实施强强联合、低成本扩张规模发展经营战略，又为企业发展提供了强有力的资金支持，另外特变充分有效的利用了公司资金，从而实现了跳跃式发展，为公司赢得了巨大的利润，也给中小股东们带来了福音，让中小股东的权益得到了很有效的保障。

特变电工的中小股东在公司实施并购后并没有受到大股东对其权益的侵害，并且还得到了很多利益，这些应该都取决于特变电工的管理层以及内控的管理制度比较健全，另一个特变的大股东的权利比较集中，因此股东会议所做出的决策都是有利于公司发展的，这样中小股东肯定能因此获利。资本市场的发展是绝对离不开中小股东的贡献的，如果不管中小股东的死活，那么市场肯定繁荣不了，也无法保证公平，所以，就必须保护中小股东的权益不受到侵害。如果中小股东权益受到侵害的话，司法机关就必须对中小股东给予积极、有效的救济。事实上，在许多状况中，如资本多数原则下、经营者和所有者相分离、经理人内部压榨以及董事会中心主义等等这样的风险都会给中小股东的权益带来损害，这样的情况下中小股东的权益不能保全也是众所周知的，尤其在并购浪潮中就更为明显。而对于中心股东权益的保护需要建立公平有效的机制，并不是越简单详细就能有效果，首先必须要了解公司中大股东、控股股东和中小股东各自所占的利益份额，然后针对具体情况提出各项精心设计的措施，用科学合理的方法解决问题。一定要建立一个全面协调、统一的管理机制，要取得更有效地整合功能，必须避免对中小股东权利保护的各项措施重合、建立矛盾和覆盖区域的交叉，更要避免同样的问题交叉规定。

我们从特变电工实施并购活动的案例可以总结出很多经验，特变的经营方式，扩张战略，以及监管手段，特变电工在实施并购活动后并没有侵害中小股东的权益，而是给中小股东带来了许多收益，所以，要吸取特变的成功经验，在以后的并购活动中可以避免对中小股东的权益产生侵害影响，但是，企业的中小股东投资者，既不能及时得到准确的信息，又没有专业的知识，而且资本多数决还会对其限制重重，所以，对于并购中对中小股东权益的保护是一个急需处理解决的经济问题，必须要加强完善管理制度，是我国的公司治理结构不断地趋于更公平合理的方向，从而使得证券市场能更快速和健全的发展，让经济社会也更平和稳定的向前发展。

### 5.2 政策及建议

并购作为市场发展过程中重要的经济现象和企业发展的重大战略，各界人士和学者都非常关注这个焦点问题。结合我国的国情，市场机制在股改后仍旧处于转型期，因此完善国内的诚信机制以及法律法规还需要很长一段时间去实践研究。

特变电工于1997年成功上市，上市以来，在变压器行业，一直是集资本、管理和品牌的各种优势为一体。后来由于本区域的市场不断趋于饱和的状态，投资开拓者开始不断地研究发展战略，随之而来的是特变电工加快低成本扩张的故事飞出门外，从而越来越多的声音要求投资、参股、兼并和收购。

特变为了可以谨慎合理以及最大限度的发挥募集资金的投资效益，董事会的董事以及高管们经过了多次探讨，甚至让有关专家更全面具体的进行了考察、调研，最终决定用部分募集资金实施对其他公司的兼并收购。

企业实施并购是为了壮大其经济的发展，但是并购对公司经营的发展、规模的变化、企业价值的变化以及中小股东权益都有一定的影响，本文特变电工多次实施并购就是为了扩张自己的产业，并且走规模化、专业化、做大做强主业的道路是特变电工的经营理念。

针对企业实施并购对中小股东权益的影响结合本文的研究结果，给特变电工四条建议：第一，让母公司和下属子公司或者其他关联公司之间的关联关系更加规范。由于我国国情决定，国内的证券市场本就具有特殊性，所以，许多上市公司的母公司和关联公司或子公司之间的关系一直存在错综复杂、畸形的特征，这就让一些大股东和控股股东钻了空子，他们投机取巧，进而不断的发生关联方之间的交易，随之就出现了不规范的行为。所以，针对这种状况，不光是企业，监管部门也应该积极思考提出解决方案，监管部门最实际的措施就是规范关联方之间的关系，对企业并购重组融资等活动严格监管，以防出现大股东侵犯小股东的权益的现象频繁出现。而特变电工可以做的就是，尽量让企业的控股股东集中控权，只有股份相对集中，不那么分散，就比较好管理和监督，而且集中股权，控股股东会做出一些对整个公司发展有益且对中小股东权益有益的决策。第二，特变电工在以后的并购活动中应该完善公司治理结构，适当增加管理层持股比例，促使经理人与小股东利益的趋同。然后特变电工应该优化董事会结构，强化董事的责任和义务。要规范公司的各个独立董事制度，不能让独立董事成为摆设，要维护其独立性和客观性，让独立董事发挥其真正的作用。第三，不能小看中介机构的作用，特变应该积极地把在中介机构利用起来，让中介担起他们应尽的责任。第四，全面的、高效的监管体系应该被建立起来，并且要明确的清楚自己的职能，要尽心尽力的严格监管各个部门，尤其是要打击中介和企业暗中互相勾结欺骗侵害中小股东投资者的行为，并且制定惩罚措施，可以起到让这中介和企业严以律己的作用。

### 5.3 展望

由于国情，我国的上市公司是经济体制改革下的产物，严重受到计划经济体制的禁锢思维，很多企业都只认为股市不过是一个摆脱贫穷的地方，他们并没有意识一个优秀的企业，如果离开了千千万万的投资者的支持，是不可能长久发展的，更加不会深刻地意识到保护投资者权益是证券市场的核心价值追求。证券市场中出现的大股东侵害中小股东权益的一些行为，追根结底是因为我国目前还没有形成良好的制度体系，目前证券

市场诚信文化的缺失以及中小股东们的自我保护意识和投资回报意识淡薄。要想在我国的证券市场营造一种尊重保护中小股东投资者的文化氛围并不是一件容易的事，还需要做大量的工作，需要政府去引导，社会各界去支持并且能循序渐进地推进。

本文中的案例是特变电工实施并购活动对中小股东权益带来的影响，针对特变的情况，对其他上市公司实施并购行为提出一些展望：

首先，对于证券市场的建议是，证券市场应该大力去倡导诚信，要进一步的规范市场经营和交易的秩序，发动社会的力量，建立起社会信用评估机构，让上市公司的各种经营行为和过程可以被信用评价然后留档，可以让中小股东投资者方便查看和监督。当然这种信用评价，一定要确保其真实可信，不能弄虚作假，也要制定出相应的奖罚措施，对于信用好的企业应该奖励，对于被鉴定出失信的公司应该严加大力度惩罚，不能老是像过去一样，只是单一的行政处罚，要从这种惩罚方式过渡到民事、行政以及刑事等方式以起到惩前毖后的警示作用。

其次，特变电工股份有限公司作为上市公司应该拿出气度来，应该承认并且尊重中小股东投资者对于融资方面的积极作用和贡献。并且应该认识到中国证券市场庞大的投资群体是中小股东投资者，他们对于融资领域的作用是不容忽视的。如果没有中小股东投资者群体的话，上市公司根本不可能持续的长期发展。中小股东投资者投资股票和把钱存到银行是两种完全不同的理财方式，如果把钱放到银行不需要承担任何风险，但是要是投资股票，就需要承担很高的风险，稍有不慎就有可能血本无归。因此，作为上市公司的控股股东以及大股东应该认可中小股东投资者的高风险的付出和贡献，应该善待中小股东投资者，应该及时回馈中小股东投资者所做的贡献。

最后，中小股东们应该重视自己的权益。作为中小股东投资者，应该清楚自己的位置，应该积极地去了解证券市场的相关章程以及相关法律，对自己有什么合法权益应该清楚明白，而且还要加以重视，要积极的去维护自己的合法权益，还要时刻督促自己公司在实施并购过程和运行发展的时候，自己应该积极参与进去，要去行使自己的合法权益，尤其是当自己的合法权益受到侵害时，一定不能忍气吞声，一定要利用合法的手段去维护好自己的权益。中小股东投资者在投资之前一定要做足功课，尤其是选择购买上市公司股票之前，一定要熟悉这家公司的发展情况，还要学习证券知识，尤其是如何维权的问题，等到真正了解了证券市场的相关规定和情况以后，才能更好的参与进去，才能让自己的权益没有那么容易受到侵犯；另外如果发现上市公司财务状况出现问题的时候，一定不能坐视不管，尤其是当大股东出现违规违法行为的时候，必须要及时向有关部门报告，由于目前监管部门有许多限制条件，他们不可能了解的所有的违规行为，所以中小股东发现了问题应该及时去举报，只有这样才能及时打击遏制违规违法的行为，从而使得自己和其他股东的权益不会受到侵害而导致损失。

## 参考文献

- [1]宾国强, 舒元. 股权分割、公司业绩与投资者保护[J]. 管理世界, 2003(5): 101-108.
- [2]陈晓, 江东. 股权多元化、公司业绩与行业竞争性[J]. 经济研究, 2000(8): 28-35.
- [3]陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护[J]. 经济研究, 2001(11): 3-11.
- [4]葛文. 上市公司并购事件信息披露对股价影响研究[J]. 中国管理科学, 2011(12): 31-39.
- [5]何卫东. 非流通股股东“自利”行为、流动性价差和流通股东的利益保护[R]. 深圳证券交易所综合研究所研究报告, 2004, 深证综研字第 0094 号.
- [6]黄芳琳. 浅析上市公司股权结构、公司治理和绩效的影响[J]. 中国证券期货, 2011(4): 13.
- [7]黄金. 公司控制权的行使与中小股东保护[D]. 北京: 北京交通大学硕士论文, 2010(5).
- [8]侯晓红. 我国上市公司大股东占款行为研究[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2009.
- [9]何晔. 我国上市公司股权结构与企业绩效研究[D]. 成都: 西南财经大学, 2007.
- [10]景鲁勇. “后股改时代”中小投资者利益受侵害的特征分析[D]. 济南: 山东大学, 2009.
- [11]李涛. 混合所有制公司中的国有股权——论国有股减持的理论基础[J]. 经济研究, 2002(8): 19-27.
- [12]李靖霞, 王毅刚. 上市公司并购的股价效应——来自 2007 年沪市 A 股市场的经验证据[J]. 财经理论与实践, 2009(5): 47-51.
- [13]刘文革, 周方召, 仲深. 并购信息披露的股价影响研究[J]. 经济研究, 2007(1): 277-286.
- [14]刘铁军, 何旭强. 后股权分置时代大股东行为、市场影响及监管策略[R]. 深圳证券交易所第八届会员单位、基金管理公司研究成果, 2007.
- [15]刘俏, 陆洲. 公司资源的“隧道效应”——来自中国上市公司的证据[J]. 经济学(季刊), 2004, 3(2): 437-456.
- [16]刘峰, 贺建刚, 魏明海. 控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究[J]. 管理世界, 2004(8): 102-112.
- [17]聂春光. 大股东控制下股权代理冲突对上市公司投资决策影响的实证研究[D]. 重庆: 重庆大学, 2009.
- [18]彭磊. 中国上市公司并购重组公告短期和中期股价波动实证分析[J]. 上海交通大学, 2012(6): 42-43.
- [19]孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究, 1999(12): 23-30.
- [20]施东晖. 转轨经济中的所有权与竞争: 来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2003(8): 46-54.
- [21]唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. 经济研究, 2014(4): 44-50.
- [22]吴凤来. 产权所有制性质与企业绩效实证研究[J]. 经济科学, 2003(3): 12-19.
- [23]吴淑琨. 股权结构与公司绩效的 U 形关系研究[J]. 中国工业经济, 2012(1): 80-87.
- [24]王亮, 罗党论, 姚益龙. 股权分支改革, 大股东支持的动机和后果[J]. 山西财经大学学报, 2010(11): 94-101.
- [25]王合喜, 胡伟. 上市公司监管中存在的主要问题及对策[J]. 财会月刊, 2003(8): 10-11.
- [26]徐晓东, 陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J]. 经济研究, 2013(2): 64-74.
- [27]徐二明, 王智慧. 我国上市公司治理结构与战略绩效的相关性研究[J]. 南开管理评论, 2000(4): 4-14.
- [28]余光, 杨荣. 企业购并股价效应的理论分析和实证分析[J]. 当代财经, 2010(7): 70-74.
- [29]闫华红, 曹萌萌. 上市公司并购协同效应的实证研究[J]. 商界论坛, 2013(7): 152-170.
- [30]朱滔. 上市公司并购的短期和长期股价表现[J]. 当代经济科学, 2013(5): 106-109.
- [31]朱武祥, 宋勇. 股权结构与企业价值——对家电行业上市公司实证分析[J]. 经济研究, 2001(12): 66-72.
- [32]郑祖玄, 周晔, 李达, 赵涛等. 非流通股与过度股权融资[J]. 世界经济文汇, 2004(5): 41-50.
- [33]周璇. 论上市公司中小股东权益保护[D]. 苏州: 苏州大学, 2009.
- [34]祝继高, 王春飞. 金融危机对公司现金股利政策的影响研究——基于股权结构的视角[J]. 会计研究,

- 2013(2): 38-44.
- [35]赵玉芳, 余志勇, 夏新品, 汪宜霞. 定向增发, 现金分红与利益输送[J]. 金融研究, 2011(11): 153-166.
- [36]Agrawal Anup, Jeffery F. Jaffe. The Post-Merger Performance Puzzle[M]. *Advances in Mergers and Acquisitions* Elsevier Amsterdam. 2000(1): 7-41.
- [37]Allen F. Qian, Qian M. Law. Finance and Economic Growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*. 2005(6): 77-116.
- [38]Bebchuk L.. Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control[J]. *Quarterly Journal of Economics*. 2012(109): 957-994.
- [39]Blair M.. *Ownership and Control: Rethink Corporate Governance for the Twenty First Century*[M]. Washington: Brookings Institution Press. 2010.
- [40]Cleassens, Djankov S., Fan J. P., H. Lang. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings[J]. *Journal of Finance*. 2002(6): 2741-2771.
- [41]Cable J.. Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks[J]. *Economic Journal*. 2009(95): 118-132.
- [42]Edwards, Nibler M.. Corporate Governance in Germany: The Role of Banks and Ownership[J]. *Concentration Governance*, 2010(15): 239-267.
- [43]Faccio M., Stolin D.. Expropriation vs Proportional Sharing in Corporate Acquisitions[J]. *Journal of Business* 2006(79): 1413-1444.
- [44]Gregory Alan. An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms[J]. *Journal of Business Finance and Accounting*. 2013, 24(8): 971-1002.
- [45]Gedajlovic E. R, Shapiro D. M.. Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries[J]. *Strategic Management Journal*. 2008(19): 533-553.
- [46]Gorton, G. S., Chmid F. A.. Universal Banking and the Performance of German Firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010(58): 29-80.
- [47]Harris, M., Raviv A.. Corporate Governance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010(20): 203-235.
- [48]Jensen MC, Ruback R. S.. The market for corporate control: the scientific evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 11(3): 5-50.
- [49]Jensen Michael C., Richard S. Ruback.. The Market for Corporate Control the Scientific Evidence[J]. *Journal of Financial Economics*. 2013(11):155-198 .
- [50]Jensen M. C., Meckling W. H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 4 (11): 305-360.
- [51]Loughran Tim, Anand M. Vijn. Do Long-term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions[J]. *Journal of Finance*. 2007, 52 (2): 1765-1790.
- [52]Morck R. M., Shivdasani, Nakamura M.. Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan [J]. *The Journal of Business*. 2000(73): 539-567.
- [53]Rau P. R.. Glamour, Value and the Post-acquisition Performance of Acquiring Firms[J]. *Journal of Financial Economics*. 2013, 8(1): 223-253.
- [54]Shleifer A., Vishny R. W.. Large Shareholders and Corporate Control[J]. *Journal of Political Economy*. 2010(94): 461-488.
- [55]Stulz R. M.. Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and The Market for Corporate Control[J]. *Journal of Financial Economics*. 2010(20): 25-54.
- [56]Thonet J., Poensgen O. H.. Managerial Control and Economic Performance in West Germany[J]. *Journal of Industrial Economics*. 2012(28): 23-37.

## 致谢

转眼间，就要和研究生阶段的学习生活说再见了。两年的时间我收获颇丰，不仅专业眼界更为开阔，思维方式也更为严密。同时，面对离别的不舍，更有对读研期间曾帮助过我的老师、同学、朋友、家人深深的感激之情。

首先由衷感谢我的导师白俊教授。本文是在白老师的悉心指导下完成的，从论文的选题、论文框架的构建、写作思路的修正到内容的修改调整都离不开白老师的耐心指导。白老师严谨的治学态度、认真负责的工作态度、平易宽厚的为人处世之道都深深地留在了我脑海里，平时对我的学习生活都极为关心，寥寥数语难以表达感激之情，我将努力工作，用心生活，不辜负白老师的教诲和期望。

在此还要感谢王生年老师、吴昊旻老师、杨兴全老师以及所有在石河子大学给予我知识的老师等，是你们在课堂上传授给我宝贵的知识，是你们在我的研究生论文写作和求学过程中给予了我诚恳的指导和帮助。除此之外，我还非常想感谢石河子大学，是母校石河子大学培养了我，即将毕业的我，对这里非常留恋以及依依不舍。

同时，也要感谢我的朋友和同学对我论文写作的帮助以及学习的关心。在即将离别之际，我还要衷心感谢我的师姐吴汉利，同学王凯，杨文平，楚访等等。因为他们，我收获了最为真挚和珍贵的友情。我们互诉心事、互相鼓励，共同奋斗，让我在读研期间过得尤为快乐、幸福和满足。

此外要特别感谢无私为我付出的父母和家人。他们在我成长和求学的道路上，给予了我莫大的鼓励和无条件的支持，使我的求学之路能走得从容坚定。他们给予的温暖和关怀是我在人生道路上不断前进的动力。

最后向百忙之中评阅论文的各位专家表示最诚挚的感谢！敬请批评指正！

## 作者简介

李天凤，女，生于1989年10月，籍贯重庆。2010年9月至2014年6月就读于石河子大学外国语学院英语专业，并取得文学学士学位，2014年9月于石河子大学经济与管理学院攻读会计硕士学位。

### 在此期间发表的文章


[1]李天凤. 关于企业筹资方式的探讨[J]. 商情, 2015(5): 103.

### 获奖情况

2014年石河子大学“优秀新生”奖学金

2015年石河子大学研究生学业二等奖学金

石河子大学硕士研究生学位论文  
导师评阅表

研究生姓名	李天凤	学制	两年
专业	会计硕士	研究方向	财务理论与方法
论文评语：  <p>并购是全球经济界比较关注的焦点话题，企业谋求发展是离不开兼并与收购这种重要的方式的，并购已经在企业发展的重要战略中占有一席之地。论文基于特变电工的并购案例，研究了特变电工实施并购对中小股东权益的影响，选题具有一定的实用价值。</p> <p>论文的研究主题明确，写作态度认真，取得数据具有时效性，分析较为全面，能够很好地结合目前的国情，透彻的分析了特变电工实施并购后给中小股东权益带来的影响，结论中肯，所提出的建议具有一定的价值。论文基本掌握该领域内的部分理论和文献，尝试通过回顾特变电工历年来的并购案例、运营情况、资金占用、关联交易和现金股利等来研究中小股东权益的情况，并能对该公司的并购案例进行一定的描述和分析，因此该研究具有较好的理论与现实意义，对以后企业实施并购活动的健康发展有所帮助。</p> <p>总而言之，全文结构设计的科学合理，思路也比较清晰，能够突出作者一定的分析问题和解决问题的能力，基本概念准确，格式比较规范，文字表述得当，结构合理，基本符合研究生论文写作要求。</p>			
指导教师签字: 			
2016年6月3日			