

中国国有控股上市公司 民营化绩效研究

涂国前◎著



YZL10890121620



经济科学出版社

中国国有控股上市公司 民营化绩效研究

涂国前 著



YZLI0890121620

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国国有控股上市公司民营化绩效研究 / 涂国前著.
—北京: 经济科学出版社, 2011. 10
ISBN 978-7-5141-1173-6

I. ①中… II. ①涂… III. ①国有控股公司: 上市公司—经济绩效—研究—中国 IV. ①F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 211010 号

责任编辑: 文远怀

责任校对: 刘 昕

技术编辑: 王世伟

中国国有控股上市公司民营化绩效研究

涂国前 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: esp@esp.com.cn

北京欣舒印务有限公司印刷

三佳装订厂装订

880×1230 32 开 6.25 印张 160000 字

2011 年 11 月第 1 版 2011 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-1173-6 定价: 16.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘要

国有企业民营化是经济转型的重要内容。由于转型经济国家的制度不完善,出现了不甚理想的民营化后果。已有文献发现,公司治理和法律环境不完善,导致民营化之后,公司控股股东和管理层受到的监督、激励不足,从而影响民营化的效果。

上市公司民营化绩效可能不同于非上市公司民营化。上市公司的控股股东与中小股东之间存在严重的代理问题,民营化之后的业绩表现,很大程度上取决于控股股东的行为。在制度环境比较薄弱的情况下,民营控股股东侵害中小股东利益的现象可能会比较严重。

制度环境对民营化效果的影响,可能是多方面的。本书在已有文献的基础上,进一步拓展,研究制度环境如何影响民营化过程中买卖双方的行为,进而影响民营化的后果。即代表政府行使职权的政府官员如何选择收购方、交接控制权,收购方的政治关系,是否在其中发挥作用。具体来说,有政治关系的民营企业是否收购了盈利能力更好的公司,并且不需要为此支付溢价。民营化之后,民营控股股东是否能够凭借其政治关系,免于受到监管(或受到较弱的监管),免于因掏空行为承担法律后果。如果可以,有政治关系的民营控股股东可能掏空更多。

本书以中国截至2005年年末发生的,国有控股股东自愿将上市公司控制权转让给民营企业的256家民营化公司为样本,以民营化前的盈利能力衡量公司质量,以民营控股股东掏空行为、民营化前后的总资产报酬率变化、短期市场回报,衡量民营化绩效,实证研究发现:

(1) 有政治关系的民营企业能以相同的价格,收购盈利能力更好的公司,并且更可能掏空,特别是采取行贿行为的民营企业,掏空行为更为严重,为民营化公司带来最差的业绩。有创业经验的民营企业能为民营化公司带来更好的业绩,但没有从政府手中收购质量更好的公司。

(2) 民营化前盈利能力较好的公司,如果控制权提前完成交接,则更可能被掏空,民营化绩效更差;民营化前盈利能力较差的公司,如果控制权提前交接,则更不可能被掏空,并且民营化绩效更好。

(3) 部分民营化后,国有股东制衡公司更可能被掏空,说明国有制衡股东没有发挥应有的制衡作用。

本书丰富了有关民营化、政治关系、政府和政府官员行为方面的文献。特别是在投资者法律保护不足,政府官员失职行为比较严重的情况下,民营企业家的政治关系如何影响民营化的效果。本书对于转型经济国家实行民营化,选择、监督收购方,提高民营化绩效,具有一定的借鉴意义。

Abstract

Privatization of state-owned enterprises is a major phenomenon in transition economies. But the outcome of privatization turned out to be not so good due to the weak institutional environment. The existing literature has documented that in weak corporate governance and legal environment, controlling shareholders and managers receive insufficient monitor and incentive, and the performance of privatized firms is so influenced.

The results of privatization of public companies may differ from that of non-public companies. As there is serious agency problems between the controlling shareholder and minority shareholders, the performance after privatization may largely depend on the behaviors of the controlling shareholder. The controlling shareholder may tunnel in the weak institutional environment.

Institutional environment may influence the outcome of privatization in many ways. This book expands the existing literature to investigate how does institutional environment influence the behavior of buyers and sellers in the process of privatization, and then influence the outcome of privatization. How do the government officers, who act for the government, select the buyers, and then handover the controlling rights of the privatized firms? Does the political connection of the buyers play an important role in it? After privatization, do the government and law enforcement department who oversee the new controlling shareholders, be affected by the political connection of the controlling shareholders.

Using 256 Chinese state-controlled companies which were privatized through controlling rights transfer from the government to private enterprises by the end of 2005, and using pre-privatization profitability proxy for the quality of privatized firms, using tunneling, and change of return on assets before and after privatization, and cumulative abnormal return proxy for the performance of privatization, this paper finds:

(1) Politically connected entrepreneurs can acquire more profitable firms at the normal price, and are more likely to tunnel. Entrepreneurs with bribe behavior tunnel the most, and make the privatized firms perform worst. Experienced entrepreneurs can make the privatized firms perform better, but don't acquire better firms.

(2) If good firms' controlling rights are handed over ahead of time, they are more likely to be tunneled, and perform worse after privatization. If bad firms' controlling rights are handed over ahead of time, they are less likely to be tunneled, and perform better after privatization.

(3) After partial-privatization, firms with state-owned shareholder as activist shareholder are more likely to be tunneled by the private controlling shareholder, which indicates that state-owned shareholder doesn't monitor the controlling shareholder.

This book adds value to the literatures of privatization, political connection, and government and officer's behavior, and can help us to understand the influences of institutional environment, especially the weak investor protection, government officers' behavior and the acquirers' political connections on privatization, and is helpful for reference when transition economies carry out privatization policy, and select and monitor entrepreneurs, and improve the results of privatization.

目 录

第一章 引言	1
第一节 问题的提出	1
第二节 研究框架	4
第三节 研究结论与意义	6
第二章 文献回顾	9
第一节 民营化的原因与效果	9
第二节 制度环境与民营化绩效	18
第三节 政府和政府官员行为与收购方政治关系的影响	20
第三章 制度背景	24
第一节 中国民营化的制度背景	24
第二节 民营企业收购上市公司的动机	41
第三节 中国资本市场中的掏空行为与法律责任	44
第四章 理论分析与研究假说	66

第五章 研究设计	78
第一节 样本	78
第二节 变量定义	85
第三节 描述性统计	96
第六章 选择收购方	104
第一节 初步统计结果	104
第二节 回归分析	109
第七章 民营化绩效	120
第一节 初步统计结果	120
第二节 回归分析	134
第三节 稳健性检验	152
第四节 小结	165
第八章 研究结论、局限性与今后研究方向	166
参考文献	168
后记	187

第一章

引言

第一节 问题的提出

民营化是最近三十年来全球范围内重要的经济现象 (Boubakri et al., 2005a; Naceur et al., 2007)。不论社会主义国家还是资本主义国家, 不论发达国家还是发展中国家, 不论民主国家还是专制国家, 都在推行民营化 (Savas, 2001)。从 1979 年至今, 全球范围内 100 多个国家 (包括发达国家和发展中国家) 实行了民营化 (Rousseau and Xiao, 2008)。根据吉邦 (Gibbon, 2000) 的统计, 民营化涉及的金额超过 1 万亿美元 (截至 1999 年)。

民营化问题在转型经济国家尤为重要。国有企业民营化成为经济转型的主要内容之一 (Maw, 2002; 张军等, 2003)。在过去 15 年, 许多发展中国家实行了大规模的民营化, 20 世纪 90 年代, 发展中国家实行的民营化规模达 3 157 亿美元 (Boubakri et al., 2005a)。

民营化的主要目标是解决国有企业的所有者缺位问题和代理问题, 提高公司经营效率 (Naceur et al., 2007)。大量的经验证据也确实表明, 民营化能提高公司绩效。梅金森等 (Megginson et al., 1994) 研究了 18 个国家的 61 家民营化公司, 鲍巴克瑞和科塞特 (Boubakri and Cosset, 1998) 研究了 21 个发展中国家的 79 家民营

化公司,迪叟扎和梅金森(D'Souza and Megginson, 1999)研究了28个国家的85家民营化公司,他们都比较了民营化前后若干年的会计业绩和经营效率,并且都发现民营化后的盈利能力和经营效率得到显著提高。梅金森和内特(Megginson and Netter, 2001)也得出了民营化能提高公司绩效的综述性结论。胡一帆等(2006)、白重恩等(2006)对中国的研究也得出类似结论。

以上研究主要考察非上市公司。鲜有文献研究国有控股上市公司民营化,即国有控股股东将股权转让给私人控制的企业,并且后者成为第一大股东。与非上市公司相比,上市公司的股权结构和公司治理结构更加复杂,特别是大小股东利益冲突比较严重。民营企业收购上市公司的部分股份,成为控股股东,控制整个上市公司的资产,在法治不健全的环境下,容易出现大股东侵害中小股东利益的行为。虽然中国早在1994年的《公司法》就明确禁止侵占公司财产,并规定要对那些构成犯罪的依法追究刑事责任,但在实际中,因掏空行为而被追究刑事责任的仅是极少数,而且,由于没有陪审团制度、集团诉讼和惩罚性赔偿,掏空者承担的责任非常有限。因此,掏空行为广泛存在^①,掏空成为公司并购的一种非常重要的动机(刘峰等, 2007、2009)。江等(Jiang et al., 2010)也指出,中国证券监管部门执法权限不足、对小股东法律保护弱,导致中国资本市场上存在广泛的掏空行为。而在比较严格的法律制度^②下,对掏空行为的打击力度,足以“威慑”机会行为者;而相对有效的资本市场也能辨别出机会行为者,使得以掏空为目的的收购行为不会重复发生。

① 2002年年底,中国证监会对当时1175家上市公司进行了普查,发现有676家公司存在大股东占款现象,占款总额高达967亿元。唐宗明、蒋位(2002)的研究表明,我国上市公司大股东侵害小股东的程度远远高于英美国家。

② 西方国家的陪审团制度、集团诉讼和惩罚性赔偿,以及美国1933年通过的《证券法》将上市公司诉讼中的举证责任从原告转嫁给被告,提高了“掏空者”的法律风险。

在LLSV (1998) 发表关于法与财务的论文之后, 投资者法律保护已成为公司治理和财务研究中的基础性话题。虽然中国已经制定了比较完备的法律, 资本市场发展也已经初具规模, 但总体而言, 法律执行不力、投资者保护不足、资本市场不完善, 是不争的事实。^①

一些研究表明, 一个国家的制度完善程度 (主要包括法律环境、政府质量、资本市场发达程度等) 会影响民营化绩效。斯利菲和韦斯利 (Shleifer and Vishny, 1997) 认为, 发展中国家的治理机制往往比较薄弱, 这会影响民营化的绩效。约翰和斯利菲 (Johnson and Shleifer, 2004) 将转型经济国家不甚理想的民营化后果归因于薄弱的公司治理环境, 特别是投资者保护不佳, 并认为, 如果投资者保护执行不力, 民营化就不太可能成功。

中国国有控股上市公司民营化之后, 是否会出现严重的掏空行为, 并导致绩效下滑? 这是本书的主要研究问题之一。

罗瑟奥和削 (Rousseau and Xiao, 2008) 对中国 2002 年前以控制权转移方式发生民营化的 116 家上市公司的研究发现, 民营化提高了公司的盈利能力和生产效率。但他们遗漏了以下两类公司: 民营化后因严重亏损而退市的公司、民营化后因经营不善或违法经营而被政府接管的公司。这两类公司在民营化后往往都亏损严重。因此, 遗漏这两类样本会导致研究结果出现偏差。

事实上, 虽然一些国有控股上市公司民营化之后业绩得到改善, 但也有许多上市公司民营化后被民营控股股东掏空, 并陷入严重亏损。刘峰等 (2007) 分析了“通化金马 (000766)” 民营化之后被掏空, 汤谷良、戴璐 (2006) 分析了“武昌鱼 (600275)” 民

^① 根据拉波特等 (La Porta et al., 1998) 计算的主要发达国家和发展中国家的法治指数和腐败指数 (腐败指数高表示腐败现象更少), 以及阿伦等 (Allen et al., 2005) 计算的中国的指数, 发达国家的法治指数和腐败指数远高于发展中国家, 而中国的法治指数和腐败指数远低于发达国家和大部分发展中国家。具体见第三章的表 3-2。

营化之后被掏空。而大家所熟悉的飞天系、德隆系、托普系、鸿仪系、成功系、朝华系、农凯系的掏空案例，无一不是国有控股上市公司民营化后被民营控股股东掏空。^①

因此，中国国有控股上市公司民营化绩效，并不是笼统的“好”或“不好”的问题，而应该区分，哪些公司的民营化效果好，哪些公司的民营化效果不好。具体来说，本书关注收购方的特征——政治关系与经营才能——对民营化绩效的影响。

如果某些类型的民营企业能提高民营化绩效，某些类型的民营企业家会损害民营化绩效，那么，在民营化过程中，政府和政府官员是否会优先选择优秀的民营企业家，即能提高民营化绩效的民营企业家？

第二节 研究框架

已有的文献主要关注民营化之后，公司治理、产权保护对减轻公司内部人的侵占行为的影响。制度环境对民营化的影响，可能是多方面的。本书在已有文献的基础上，以国有控股股东将上市公司控制权转让给民营企业的公司为样本，研究民营化的主导者（也是民营化后的监督者）——政府和政府官员的行为，以及收购方（民营化后的控股股东）的政治关系对民营化过程和绩效的影响。

图 1-1 是本书的研究框架。

本书首先研究民营化过程中，政府和政府官员如何选择收购方，即政府和政府官员是将盈利能力较好的公司卖给有政治关系的

① 在一篇题为“大股东祸乱之乱世五魁首”的文章中，作者列举了拓普集团、上海鸿仪、新疆德隆、四川立信、西安飞天等五大集团滥用控制权、导致上市公司巨额亏损。参见：周边，“320 亿上市公司资产亏损是谁制造了大股东祸乱”的系列文章，《证券时报》2005 年 6 月 17 日。本文引自新浪网，网络链接：<http://finance.sina.com.cn/stock/y/20060517/08032573610.shtml>。

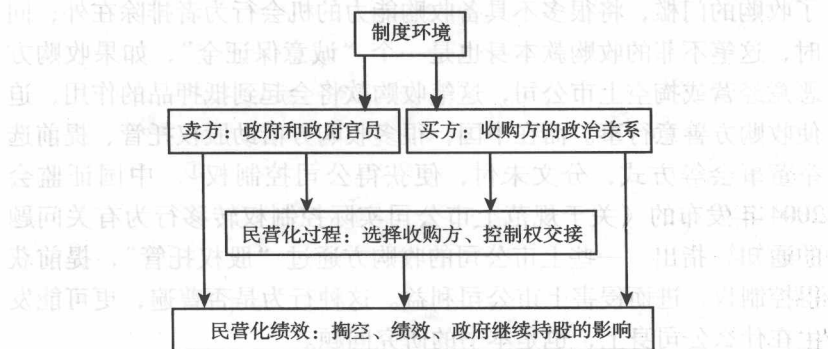


图 1-1 研究框架

民营企业，还是卖给有创业经验的民营企业。因为谁能收购上市公司，收购什么质量的上市公司，不但涉及各潜在收购方的利益，而且不同的收购方可能导致不同的民营化绩效。理论上，政府和政府官员会考虑收购方的资金实力、经营才能、收购动机、后续发展等方面，因为这关系到民营化公司的未来发展。特别是民营化公司受当地政府控制时，出于发展当地经济、提高就业率、维持地方稳定、提高官员政绩和升迁机会等考虑，政府官员应该为民营化公司选择优秀的民营企业。然而，从一些已经揭示出来的民营化案例来看，政府官员可能会选择与自己关系密切，却缺乏资金实力和经营才能的民营企业。

本书最核心的研究问题是：民营收购方的政治关系、创业经验是否影响民营化之后的掏空行为和绩效。如果民营企业可以凭借政治关系，不对掏空行为承担法律责任，那么有政治关系的民营企业就更可能掏空，并导致较差的民营化绩效。如果有创业经验的民营企业具有较好的经营能力和经济实力，从而提高民营化绩效，其掏空的动机就可能会比较小。

民营化过程中，控制权提前交接也可能影响民营化的后果。在美国资本市场上，要求收购方支付一笔不菲的收购款，实际上抬高

了收购的门槛,将很多不具备收购能力的机会行为者排除在外;同时,这笔不菲的收购款本身也是一个“诚意保证金”,如果收购方恶意经营或掏空上市公司,这笔收购款将会起到抵押品的作用,迫使收购方善意行事。而在中国,很多收购方借助股权托管、提前选举董事会等方式,分文未付,便获得公司控制权^①。中国证监会2004年发布的《关于规范上市公司实际控制权转移行为有关问题的通知》指出,一些上市公司的收购方通过“股权托管”,提前获得控制权,进而侵害上市公司利益。这种行为是否普遍,更可能发生在什么公司身上,也是本书的研究问题。

在民营化之后,政府和政府官员对民营化公司仍然具有一些影响力,这主要体现在三个方面:(1)有些公司高管留任,他们原先是受政府任命的;(2)政府可能继续持有部分股份;(3)行政管理权,特别是监管违法行为(例如掏空)。民营化之后,政府和政府官员是否履行职责,发挥非控股股东的监督作用,惩罚控股股东损害公司利益的行为,民营控股股东的政治关系是否发挥作用,也是本书的重点研究问题。

第三节 研究结论与意义

本书以中国截至2005年年末发生的,国有控股股东自愿将上市公司控制权转让给民营企业的256家民营化公司为样本,以民营化前的盈利能力衡量公司质量,以民营控股股东掏空行为、民营化前后的总资产报酬率变化、短期市场回报,衡量民营化绩效,实证

^① 阎永明收购“通化金马”,主要是通过托管方式,拿到控制权;万时红收购“北大车行”,是由“北大车行”先花巨资收购了万时红的下属公司,万时红以得到的款项收购“北大车行”的控股股东;通辽艾史迪收购“四砂股份”的款项,实际上也是由四砂股份支付的。分别参考刘峰等(2007)、刘峰等(2009)。

研究发现:

1. 有政治关系的民营企业能以相同的价格,收购盈利能力更好的公司,并且更可能掏空,特别是采取行贿行为的民营企业家,掏空行为更为严重,为民营化公司带来最差的业绩。有创业经验的民营企业能为民营化公司带来更好的业绩,但没有从政府手中收购质量更好的公司。

2. 民营化前盈利能力较好的公司,如果控制权提前完成交接,则更可能被掏空,民营化绩效更差;民营化前盈利能力较差的公司,如果控制权提前交接,则更不可能被掏空,并且民营化绩效更好。

3. 部分民营化后,国有股东制衡公司更可能被掏空,说明国有制衡股东没有发挥应有的制衡作用。

本书的理论意义主要在于:

1. 本书丰富了有关民营化研究,特别是制度环境如何影响民营化的研究文献。与拉玛姆特(Ramamurti, 2000)、迪克(Dyck, 2001)、约翰和斯利菲(Johnson and Shleifer, 2004)、鲍巴克瑞等(Boubakri et al., 2004, 2005a, 2005b)、纳克尔等(Naceur et al., 2007)研究制度环境影响民营化之后的公司业绩不同,本书研究在制度环境薄弱的中国,政府和政府官员如何选择民营企业家,以及对民营化绩效的影响。从本书的证据来看,弱制度环境下民营化效果不好的一个可能原因是,政府和政府官员没有为民营化公司选择优秀的民营企业家,并且将控制权不恰当地提前交接。李善民、张媛春(2009)认为,在较差的外部治理环境下,市场规则会导致较高的交易成本,从而降低控制权协议转让的效率,但他们并没有研究外部环境如何影响控制权协议转让的效率。本书的研究结果表明,在制度环境薄弱的中国,民营化过程中的不正当行为会对民营化的结果产生不利影响。

2. 已有的研究发现政治关系能为公司带来利益。而本书的证据却表明,有政治关系的民营企业家能收购质量更好的公司,并且

更可能掏空，这为自己带来了利益，但没有给民营化公司的中小股东带来利益。

3. 本书发现，国有股东制衡公司更可能被掏空、有政治关系的民营企业家更可能掏空，并且不为此承担法律责任。说明政府官员、司法机构没有恰当地履行职责，特别是对有政治关系的民营企业家“网开一面”。

本书的发现也具有一定的政策含义。由于对收购方的选择不当、监督不力，会损害民营化绩效。因此，提高民营化绩效的关键是约束政府官员的行为。这对于正在实行，并将继续实行民营化的中国，以及其他转型经济国家实行民营化，选择、监督收购方，具有一定的借鉴意义。

当然，本书对中国国有控股上市公司民营化的研究结论，不能简单地适用于非上市公司民营化。

本书以下部分安排如下：第二章是文献回顾；第三章介绍了中国的制度背景；第四章是理论分析与研究假说；第五章是研究设计；第六章分析民营化过程中对收购方的选择；第七章分析民营化绩效，包括收购方的政治关系、创业经验、控制权提前交接、国有股东制衡对民营化绩效的影响；最后是研究结论、局限性与今后研究方向。