

管理学博士文库

中国国有企业的 整体上市研究

魏成龙 许萌◎著



企业管理出版社

EMPH

ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

管理学博士文库

中国国有企业的 整体上市研究

魏成龙 许萌◎著



企业管理出版社

ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国国有企业的整体上市研究 / 魏成龙, 许萌著.

—北京: 企业管理出版社, 2013. 7

ISBN 978 - 7 - 5164 - 0434 - 8

I. ①中… II. ①魏…②许… III. ①国有企业 - 上市公司
- 研究 - 中国 IV. ①F279. 241

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 160243 号

书 名: 中国国有企业的整体上市研究

作 者: 魏成龙 许 萌

责任编辑: 刘一玲 崔立凯

书 号: ISBN 978 - 7 - 5164 - 0434 - 8

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100048

网 址: <http://www.emph.cn>

电 话: 总编室 68701719 发行部 68414644 编辑部 68701322

电子信箱: 80147@sina.com zbs@emph.cn

印 刷: 北京媛明印刷厂

经 销: 新华书店

规 格: 880 毫米 × 1230 毫米 32 开本 7.625 印张 180 千字

版 次: 2013 年 7 月第 1 版 2013 年 7 月第 1 次印刷

定 价: 28.00 元

版权所有 翻印必究 · 印装有误 负责调换

前 言

1997 年，中国证监会《关于做好 1997 年股票发行工作的通知》指出：“为利用股票市场促进国有企业的改革和发展，1997 年股票发行将重点支持关系国民经济命脉、具有经济规模、处于行业排头兵地位的国有大中型企业，国务院有关部门及直属总公司报送的企业必须是其直属或控股的企业。”政府在实践中和政策上都明确将股票市场作为了国有大中型企业改革的手段。

随着国有企业分拆上市的不增多和股票市场的发展，分拆上市带来的弊端逐渐显现，例如上市子公司为母公司违规担保、控股股东利用关联交易恶意侵占上市公司利益等等，都严重损害了上市公司和中小股东的利益，阻碍了股票市场的健康可持续发展。中国证监会在 2003 年《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》明确传达了对整体改制模式的鼓励信号。2007 年 8 月，国资委重申要积极推进大型企业改制上市，具备条件的要加快整体改制、整体上市步伐，并鼓励、支持

不具备整体上市条件的中央企业，把优良主营业务资产逐步注入上市公司，做大做强上市公司。

正是在此背景下，针对中国普遍存在的“分拆上市”现象，已经逐渐引起政策界的关注，并已经出台了相关的改革方案，学者们对于整体上市的研究必须随着整体上市的发展而不断深入。本书在对整体上市相关理论的研究基础上，通过分析我国国有企业整体上市的原因、模式等，利用因子分析方法和面板数据模型对我国国有企业整体上市绩效评价和国有企业整体上市绩效的影响因素进行了实证研究，以期政府部门、企业管理者提供相应的政策建议，促进国有企业整体上市政策的有效实施，提高资本配置效率。本书研究的主要结论如下：

(1) 通过考察中国国有企业整体上市的绩效，发现在整体上市前一年、整体上市当年和整体上市后一年，尽管整体上市行为对国有上市公司综合绩效影响不同，一些国有企业在整体上市后绩效显著提升，一些国有企业在整体上市后绩效有所下降，但是对国有企业整体上市前后绩效差异的 Wilcoxon 检验并未通过，即仅从因子分析和 Wilcoxon 检验，不能得到整体上市对国有企业的综合绩效有改善作用的结论。

(2) 整体上市对企业绩效有显著的促进作用。通过面部数据模型的分析，统计结果显示，整体上市的国有企业绩效在整体上市当年显著优于未整体上市的国有企

业。这说明整体上市的确能够促进企业绩效的增长；在整体上市的国有企业当中，反向收购母公司模式和吸收合并模式对企业绩效有显著的直接促进作用；换股 IPO 模式对企业绩效的作用不显著；在整体上市时注入的资产质量对企业绩效也有显著的直接正向作用；整体上市对国有企业的直接滞后作用不显著。

(3) 整体上市对股权结构有一定影响。整体上市对股权结构中的第一大股东持股比例、第二至第十大多股东占股比例之和、控股程度影响不显著，对上市股份流通比例有显著作用。其中，反向收购母公司模式和换股 IPO 模式的整体上市对股权结构中上市股份流通比例有显著的逆向作用。

(4) 股权结构影响企业绩效，其中上市股份流通比例与企业绩效成反向变动。整体上市中的定向增发模式和换股 IPO 模式对股权结构中的上市股份流通比例有显著的逆向作用，因此，整体上市不仅对企业绩效直接产生正向作用，还通过股权结构间接作用于企业绩效。

总之，国有企业整体上市不仅是政府推动国有企业改革的成果，还是政府促进我国证券市场健康可持续发展的重要举措，在我国 30 多年的经济改革开放中，起到了积极而重要的作用。对于我国这样一个处于转型经济时期的国家，整体上市促进了我国国有企业的改革；同时，对于我国尚不成熟的证券市场来说，整体上市弥补了分拆上市

制度的不足，有利于我国证券市场的健康发展。

整体上市和分拆上市是我国证券市场发展不同阶段上市制度的具体表现。从现实和未来发展趋势看，整体上市相对于分拆上市来说，更加适合中国国情，更能促进我国国有企业改革和我国资本市场的发展。从企业层面来说，整体上市降低了企业与市场的交易费用，有利于国有企业发挥产业优势、产品优势，形成规模经济，提升企业绩效；从资本市场层面将有助于进一步深化国有企业股份制改革，提高资本市场的运作效率，实现资本市场的产业整合功能。

本书是由魏成龙教授指导，在许萌博士论文的基础上完成的。在写作过程中胡建绩教授、耿明斋教授、苗长虹教授、刘占军教授、杨松贺教授、王性玉教授、李新功教授等提出了许多修改意见，在此表示感谢。

作 者

2012 年 10 月

目 录

前 言 /1

第一章 绪 论 /1

一、问题的提出	1
(一) 一般问题	1
(二) 具体问题	5
二、研究的目的和意义	7
(一) 研究目的	7
(二) 理论意义	7
(三) 实践意义	8
三、研究内容和方法	9
(一) 研究内容	9
(二) 研究方法	10
四、创新之处	10
五、技术路线和结构安排	11
(一) 技术路线	11
(二) 结构安排	11

第二章 中国整体上市研究述评 /13

一、整体上市的概念与内涵	13
二、整体上市的理论基础	13
(一) 规模经济理论	13
(二) 范围经济理论	15
(三) 企业边界理论	17
(四) 企业内部资本市场理论	19
(五) 金融模式论	21
(六) 财务管理目标理论	23
(七) 协同效应理论	24
(八) 母子公司制理论	26
三、整体上市研究综述	28
(一) 整体上市的动因	28
(二) 整体上市的条件	31
(三) 整体上市的模式	34
(四) 整体上市存在的问题	36
(五) 整体上市的战略问题	37
(六) 整体上市与投资者的关系	39
(七) 整体上市的绩效分析	40
四、中国国有企业整体上市研究评述	44

第三章 中国国有企业整体上市绩效评价 /47

一、数据的获取、描述与分析方法	47
(一) 数据的获取	47
(二) 统计性描述	48
(三) 分析方法	50

二、指标的选取	57
(一) 遵循的原则	57
(二) 具体指标的选取	57
三、绩效的因子分析	61
(一) 国有企业整体上市前一年绩效评价的 因子分析	61
(二) 国有企业整体上市当年绩效评价的因子分析	67
(三) 国有企业整体上市后一年绩效评价的 因子分析	72
(四) 国有企业整体上市绩效变化的检验	77
(五) 国有企业整体上市绩效的 Wilcoxon 检验	79
四、本章小结	81
第四章 中国国有企业整体上市绩效影响因素分析 /83	
一、研究方法	83
(一) 面板数据模型	84
(二) 面板数据模型的基本类型	85
二、变量间的相互关系	94
(一) 整体上市与国有企业绩效的关系	96
(二) 整体上市模式与国有企业绩效的关系	104
(三) 注入资产质量与企业绩效的关系	108
(四) 股权结构变化与企业绩效的关系	109
三、研究假设	120
四、变量定义与测量	121
(一) 整体上市模式	121
(二) 股权结构变化	124

(三) 注入资产质量	125
(四) 整体上市绩效	125
五、计量模型设定	126
六、数据的获取及描述性统计	132
(一) 数据的获取	132
(二) 统计性描述	133
七、实证检验结果及分析	134
(一) 整体上市对国有企业绩效的影响	134
(二) 整体上市对股权结构的影响	142
八、结果和讨论	148
(一) 实证研究的整体结果	148
(二) 中国国有企业整体上市绩效影响因素模型 的结果	149
(三) 整体上市与股权结构关系的分析	151
附录一 单位根检验和协整检验	152
(一) 单位根检验	152
(二) 协整检验	155
附录二 面板模型的选择	157
(一) 国有企业整体上市绩效影响因素模型的 模式选择	160
(二) 整体上市与第一大股东持股比例关系模型的 模式选择	168
(三) 整体上市与第二至第十大股东占股比例之和 关系模型的模式选择	171

(四) 整体上市与上市股份流通比例关系模型的 模式选择	174
(五) 整体上市与控股程度关系模型的模式选择	177
附录三 假设 2 的 T 检验	180
第五章 案例分析 /182	
一、案例的基本情况	182
二、江西水泥整体上市历程	183
(一) 江西水泥定向增发的主要内容	184
(二) 整体上市注入资产情况	185
三、江西水泥整体上市绩效分析	186
四、案例简评	190
(一) 整体上市对江西水泥的影响	190
(二) 整体上市与企业的发展	191
第六章 研究结论与展望 /193	
一、研究结论	193
二、实践上的进一步思考	195
三、本研究的局限性与后续研究展望	199
(一) 研究局限性	199
(二) 后续研究展望	200
参考文献 /201	

表目录

表 2-1	2004—2009 年国有企业整体上市名单	45
表 3-1	样本行业分布表	49
表 3-2	整体上市国有企业在制造业中分布表	50
表 3-3	具体财务指标说明	61
表 3-4	KMO 和 Bartlett 检验结果	62
表 3-5	总方差计算结果计算表	62
表 3-6	旋转后的因子载荷矩阵	64
表 3-7	因子得分系数矩阵	65
表 3-8	国有企业整体上市前一年因子得分	65
表 3-9	KMO 和 Bartlett 检验结果	67
表 3-10	总方差计算结果计算表	68
表 3-11	旋转后的因子载荷矩阵	68
表 3-12	因子得分系数矩阵	70
表 3-13	国有企业整体上市当年因子得分	70
表 3-14	KMO 和 Bartlett 检验结果	72
表 3-15	总方差计算结果计算表	73
表 3-16	旋转后的因子载荷矩阵	73
表 3-17	因子得分系数矩阵	75

表 3-18	国有企业整体上市后年因子得分	75
表 3-19	国有企业整体上市绩效综合得分	77
表 3-20	Wilcoxon 符号平均秩检验描述性统计	79
表 3-21	Wilcoxon 符号平均秩检验结果	80
表 4-1	上市公司不同模式整体上市的得分均值比较表	108
表 4-2	整体上市变量设定表	129
表 4-3	整体上市与第一大股东持股比例模型 变量设定表	131
表 4-4	主要变量的统计性质	133
表 4-5	模型参数估计结果	135
表 4-6	联合假设检验结果	138
表 4-7	模型参数估计结果	138
表 4-8	个体随机效应截距	140
表 4-9	model、mode2、mode3 的联合假设检验结果	141
表 4-10	模型 (4-2) 的个体固定效应模型 参数估计结果	143
表 4-11	模型 (4-3) 的个体固定效应模型 参数估计结果	143
表 4-12	模型 (4-4) 的混合模型参数估计结果	144
表 4-13	模型 (4-4) 的个体随机效应模型 参数估计结果	145
表 4-14	模型 (4-5) 的个体固定效应模型 参数估计结果	147
表 4-15	假设验证结果汇总表	148

附表 4-1	ROA 的单位根检验结果	153
附表 4-2	原始变量单位根检验	154
附表 4-3	一阶差分后的单位根检验	155
附表 4-4	中国国有企业整体上市绩效影响因素模型变量的 协整检验结果	156
附表 4-5	整体上市与第一大股东持股比例关系模型变量的 协整检验结果	156
附表 4-6	整体上市与第二至第十大股东占股比例之和的 关系模型变量的协整检验结果	157
附表 4-7	整体上市与控股程度关系模型变量的 协整检验	157
附表 4-8	整体上市与上市股份流通比例关系模型变量的 协整检验	157
附表 4-9	国有企业整体上市绩效影响因素混合模型的 估计结果	160
附表 4-10	国有企业整体上市绩效影响因素混合模型的 估计结果	161
附表 4-11	国有企业整体上市绩效影响因素模型的 F 检验 1	163
附表 4-12	国有企业整体上市绩效影响因素时刻 固定效应模型的估计结果	163
附表 4-13	国有企业整体上市绩效影响因素模型的 F 检验 2	164
附表 4-14	国有企业整体上市绩效影响因素时刻个体 固定效应模型	165

附表 4-15	国有企业整体上市绩效影响因素模型的 F 检验 3	166
附表 4-16	国有企业整体上市绩效影响因素个体 随机效应模型的估计结果	166
附表 4-17	国有企业整体上市绩效影响因素模型的 Hausman 检验	167
附表 4-18	整体上市与第一大股东持股比例关系 混合模型的估计结果	168
附表 4-19	整体上市与第一大股东持股比例关系 个体固定效应模型的估计结果	169
附表 4-20	整体上市与第一大股东持股比例关系模型的 F 检验	170
附表 4-21	整体上市与第一大股东持股比例关系 个体随机效应模型的估计结果	170
附表 4-22	整体上市与第一大股东持股比例关系模型的 Hausman 检验	171
附表 4-23	整体上市与第二至第十大股东占股比例之和 关系的混合模型估计结果	171
附表 4-24	整体上市与第二至第十大股东占股比例之和 关系的个体固定效应模型估计结果	172
附表 4-25	整体上市与第二至第十大股东占股比例之和 关系模型的 F 检验	172
附表 4-26	整体上市与第二至第十大股东占股比例之和 关系的个体固定效应模型估计结果	173

附表 4-27	整体上市与第二至第十大股东占股比例之和 关系模型的 Hausman 检验	173
附表 4-28	整体上市与上市股份流通比例关系的 混合模型估计结果	174
附表 4-29	整体上市与上市股份流通比例关系 个体固定效应模型估计结果	174
附表 4-30	整体上市与上市股份流通比例关系模型的 F 检验	175
附表 4-31	整体上市与上市股份流通比例关系的 个体随机效应模型估计结果	176
附表 4-32	整体上市与上市股份流通比例关系模型的 Hausman 检验	176
附表 4-33	整体上市与控股程度关系的 混合模型估计结果	177
附表 4-34	整体上市与控股程度关系的个体固定 效应模型估计结果	177
附表 4-35	整体上市与控股程度关系模型的 F 检验	178
附表 4-36	整体上市与控股程度关系的个体随机效应 模型估计结果	179
附表 4-37	整体上市与控股程度关系模型的 Hausman 检验	179
附表 4-38	模型 (4-11) 回归结果	181
表 5-1	江西水泥整体上市 2006—2008 年的财务状况	186
表 5-2	江西水泥整体上市 2006—2008 年的综合得分	189