

Economics, Management
Research Works

经济学·管理学博士论著

国有控股上市公司控制权转移 对经营绩效的影响

The Impact of Control
Transfer of State-controlled Listed Companies
on Operating Performance

□ 陈昆玉 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press



经济学·管理学博士论著

国有控股上市公司控制权转移 对经营绩效的影响

The Impact of Control
Transfer of State-controlled Listed Companies
on Operating Performance

□ 陈昆玉 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：张 频
责任校对：王肖楠
版式设计：代小卫
技术编辑：董永亭

国有控股上市公司控制权转移对经营绩效的影响

陈昆玉 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

中国科学院印刷厂印刷

德利装订厂装订

880 × 1230 32 开 6.25 印张 160000 字

2006 年 2 月第一版 2006 年 2 月第一次印刷

印数：0001—2000 册

ISBN 7 - 5058 - 5386 - 4/F · 4646 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

西方私有经济体制下，公司控制权市场对经营绩效的改善功能，已得到大量实证研究的支持。政府干预下的我国国有控股上市公司控制权转移，是否具有同样的功能，仍是一个值得深究的问题。本研究以我国国有控股上市公司，1997~2000年在A股市场发生的153起控制权转移事件为研究样本，以总资产净利润率、净资产收益率、主营业务总资产收益率、主营业务净资产收益率，以及主营业务利润率5个财务指标，扣减行业均值后，作为经营绩效衡量基准，选择控制权转移前2年至后3年共6年作为时间窗，对上述问题进行了研究，结果发现：

在控制权转移后的3年或4年里，样本公司的经营绩效得到了显著改善。已有文献没有对样本公司是否属于“国有控股型”进行区分，这一发现说明了，我国国有控股上市公司控制权转移，对经营绩效具有改善功能。

在控制权转移后的3年或4年里，控制权有偿转让类公司经营绩效的改善程度，显著优于无偿划拨类公司。现有文献并未对国有控股上市公司两种控制权转移方式进行比较。这一发现说明了，国有控股上市公司控制权转移中，市场机制对控制权的配置效率比

行政干预机制更高。

在控制权转移后的4年里，控制权部分转移类公司与全部转移类公司经营绩效的改善程度无显著差异。已有文献未研究国有控制权不同转移程度可能引起的股权结构变化，及其对经营绩效的影响。这一发现说明了，如果监督股东的产权不明晰，即使控制权部分转移，形成了相对控股的股权结构，也可能无助于改善公司绩效。

在控制权转移后的4年里，新控股方为法人股类公司与新控股方为国家股类公司，经营绩效的改善程度无显著差异。已有文献未研究控股股东不同股权性质对经营绩效的影响。这一发现说明了，在证券市场缺乏效率的情况下，法人股控股股东外部套利对公司绩效的损害，并不比国家股控股股东轻。

在控制权转移后的4年里，高层管理者（以下简称高管）更换类公司经营绩效的改善程度，显著优于高管不更换类公司。已有文献未针对控制权转移比较高管更换与否对经营绩效的影响差异。这一发现说明了，公有产权下，公司控制权市场对解决高层管理者的代理问题同样具有功效。

目 录

Contents

第 1 章 绪论 / 1

- 1.1 问题实际背景 / 1
- 1.2 问题界定 / 5
- 1.3 研究目的 / 7
- 1.4 待论证假设与内容框架 / 9

第 2 章 文献综述 / 14

- 2.1 控制权转移对经营绩效影响的理论文献综述 / 14
- 2.2 西方控制权转移对经营绩效影响的经验检验文献综述 / 19
- 2.3 国内并购对经营绩效影响的经验检验文献综述 / 25
- 2.4 尚待研究的问题 / 31

第 3 章 控制权转移对经营绩效的影响分析 / 35

- 3.1 控制权转移前后经营绩效的差异分析 / 35

- 3.2 不同控制权转移方式对经营绩效的影响差异分析 / 45
- 3.3 不同控制权转移程度对经营绩效的影响差异分析 / 55
- 3.4 新控股方不同股权性质对经营绩效的影响差异分析 / 66
- 3.5 高管更换与否对经营绩效的影响差异分析 / 82



第4章 变量设计、数据收集与处理 / 94

- 4.1 变量设计 / 94
- 4.2 数据收集 / 99
- 4.3 数据处理 / 103
- 4.4 检验方法 / 108



第5章 检验结果分析 / 113

- 5.1 假设1的检验结果分析 / 113
- 5.2 假设2的检验结果分析 / 118
- 5.3 假设3的检验结果分析 / 124
- 5.4 假设4的检验结果分析 / 131
- 5.5 假设5的检验结果分析 / 149
- 5.6 假设2~假设5的多因素检验结果分析 / 155



第6章 结论 / 167

- 6.1 研究结果 / 167
- 6.2 主要研究结论 / 171
- 6.3 局限及后续研究 / 175

参考文献 / 177

后记 / 188

第 1 章

绪 论

本研究将论证，控制权转移后，国有控股上市公司的经营绩效得到了改善；不同控制权转移方式以及控制权转移后高层管理者更换与否，对经营绩效的改善程度并不一样；不同控制权转移程度与新控股方不同股权性质对经营绩效的改善程度无显著差异。

本章旨在阐明问题，由四部分组成：第一部分介绍问题实际背景；第二部分界定问题；第三部分阐明研究目的；最后一部分介绍待论证假设及内容框架。

→ 1. 1

问题实际背景

在以美国为首的西方国家，并购活动已有一百多年的历史，西方国家的控制权市场（Market for corporate control）已相对成熟。以美国为例，仅 1997 年，美国企业的并购事件达 9400 件，占世界并购案例总数的 44.8%，并购额达 8230 亿美元，比 1995 年增长 58.5%；1998 年，美国并购总额约达 1.5 万亿美元，比上年猛增 82%，约占全球企业并购总额的 62.5%（潘建亭，2000）。据统计，1997 年 10 亿美元以上的并购发生了 156 起，至 1998 年后，100 亿美元以上的并购也屡见不鲜（潘建亭，2000）。美国成熟的并购市场，得益于以“自由市场交易”为总原则的健全的法律环境^①。

^① 参见潘建亭：《美国企业并购简析及对我国企业并购的政策建议》，载于《中国工业经济》，2000 年第 11 期，第 78～79 页。

在我国,上市公司并购的起步较晚,自1993年,“深宝安”收购“延中实业”开始,我国上市公司的控制权转移活动也拉开了帷幕。尤其是1997年,政府提出“对国有企业实施战略性改组”的任务,以及相应配套政策的出台,我国上市公司的控制权转移活动日趋频繁起来。如表1所示,截至2003年底,上市公司大股东变更事件已发生767起,并购事件逐年剧增。尤其是1997年以后,并购事件呈现突飞猛进的态势。就并购总金额而言,1996年以前累计只有4亿元人民币,1997年当年发生额就达33亿元,1998年为50亿元,1999年为117亿元,2000年为169亿元,2001年发生额达到239亿元(王会芳和冯根福,2003)。尽管与西方国家相比,我国上市公司并购的频率与总金额还较小,但从数量看,我国上市公司的控制权市场已经基本形成^①。

表1 我国证券市场历年来控制权转移事件发生频率统计

年 份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	合计
控制权转移 累计数	3	2	1	9	33	67	85	103	130	168	166	767

注:(1)1993~2001年数据引自朱宝宪、王怡凯:《1998年中国上市公司并购实践的效应分析》,载于《经济研究》,2002年第11期,第20~25页。

(2)2002年数据引自《中国并购评论》(第一册)清华大学出版社,2003年第2期,第5页。

(3)2003年数据引自《中国并购评论》(第四册),清华大学出版社,2004年第3期,第148页。

(4)以上数据统计的标准一致,均指第一大股东发生变更的情形。

在这些已发生的控制权转移活动中,国有控股上市公司占有很大的份额。以2002年为例,在168起控制权转移事件中,目标公司

^① 王会芳与冯根福(2003)对1998~2001年我国上市公司并购总金额时间系列的总体分析表明,我国上市公司总体并购活动的增长速度远远高于同期GDP的增长速度。这从另一个层面支持了我国上市公司控制权市场的形成。

为国有控股上市公司的占 74.57%^①。这一现象的出现,与我国证券市场的制度背景、国有控股上市公司绩效表现以及政府的政策调控背景有关。由于“我国证券市场并非市场经济高度发展的产物,而是国有企业改革的制度创新举措(裴平,2000)”^②。因此,“通过‘审批制’和‘额度制’这种特有的股票发行审核制度使得证券市场成为国有企业股份制改造的试验田,也就成为顺理成章的逻辑了(李东平,2001)”^③。在这一特殊的制度背景下,我国证券市场上市公司的起源绝大多数为国有企业。然而,由于从国有企业改制而来的上市公司(国有控股上市公司)大多存在改制不彻底、公司治理结构不完善等制度性缺陷^④。从而导致了上市后经营绩效不佳甚至亏损成为一种普遍的现象。根据 1995 年工业普查,在 16 个行业中,国有企业(包括国有控股公司)的总利润为亏损,而其他所有制企业为盈利。即使在全行业亏损的行业,例如,纺织和煤炭,也是国有企业亏损累累,其他企业仍然有所盈利^⑤。以证监会“配股制”的要求为标准,国有控股上市公司经营绩效不佳的一般表现是失去配股资格^⑥。以 2002 年为例,在 129 起国有控股上市公司控制权转移事件中,75.19%的目标公司在控制权转移前无配股资格^⑦。在国有控股上市公司经营绩效恶化,从而导致社会资源配置效率低下的

① 根据《中国并购评论》(第一册)中的《2002 年上市公司控制权转让档案》整理得到。

② 转引自孙铮、李增泉:《股价反应、企业绩效与控制权转移:来自中国上市公司的经验证据》,载于《中国会计与财务研究》,2003 年第 1 期,第 1~31 页。

③ 同上。

④ 这类主题一直是我国学术界争论的焦点。

⑤ 《第三次全国工业普查资料汇编》,综合行业卷第 84 页,国有三资乡镇卷第 54 页。

⑥ 据统计,在 1997~2002 年发生控制权转移的事件中,转移前目标公司无配股资格的事件,1997 年占 51.5%,1998 年占 58.6%,1999 年占 67.9%,2000 年占 67%,2001 年占 63.1%,2002 年占 74.4%(资料来源:《中国并购评论》(第一册))。如果考虑到国有控股上市公司在并购事件中的较大份额,国有控股上市公司并购前无配股资格的比例应更高。

⑦ 同上。

状况下，并购自然成了改善这一状况的一种选择。然而，作为政策法规制定者的国家政府，不得不在两方面做出权衡。一方面，为了使经营绩效不佳的国有控股上市公司摆脱困境，国家出台了一系列政策措施，为国有控股上市公司并购提供有利环境。主要的政策措施及影响是：第一，1997年下半年党的十五大报告明确提出了企业改革的方向是“实行鼓励兼并、规范破产、下岗分流、减员增效和再就业工程，形成企业的优胜劣汰的竞争机制”，从而为上市公司并购提供了政策支持；第二，1997年，中央经济工作会议提出“大中型国企三年基本脱困”的任务，及相应配套措施的出台，为上市公司并购提供了机遇；第三，1998年《证券法》关于上市公司收购的规定有较大突破，为上市公司收购提供了更宽松的法律环境；第四，1999年政府退出竞争性经营领域政策的出台为已陷入经营困境的上市公司产权重组扫除了制度障碍；第五，2001年11月《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》的实施，为其他非上市公司买壳上市提供了广阔的市场；第六，许多地方政府为吸引外来投资，取消了本地区上市公司股权不得向外地公司转移的限制，为跨地区并购消除了障碍（王会芳和冯根福，2003）。另一方面，为了维持公有制在国民经济中的主体地位，企业改制和上市的相关法规^①都要求国有企业在改制过程中必须保证政府或国有单位在上市公司中的控股地位^②，并且国有股的增购或转让也受到严格控制^③。由于这些

① 这些文件主要包括：《股份制企业试点办法》（1992年）、《股份制试点企业国有资产管理暂行规定》（1992年）、《股份制试点企业国有股权管理的实施意见》（1994年）、《股份有限公司国有股权管理暂行规定》（1994年），以及《公司法》（2002年）等。

② 包括绝对控股与相对控股两种情况，前者的持股份额为50%以上（不包括50%），后者的持股份额高于30%，低于50%（参见《公司法》（2002年）有关规定）。

③ 例如，《股份有限公司国有股权管理暂行办法》规定：国有股的增购必须符合“国家产业政策、经营策略及有关法规”的规定，并“须报国有资产管理部门备案”；“转让国家股权应以调整投资结构为主要目的”，并须遵从国家有关转让国家股的规定，由国家股持股单位提出申请，报国家国有资产监督管理委员会和省级人民政府国有资产管理部门审批，等等。

政策法规的存在,使得国有控股上市公司的控制权,很难通过二级市场集中竞价的方式“自由”获得,绝大部分是通过协议市场的形式实现的。

以上两方面政策环境影响在控制权市场的集中体现就是:一方面,国有控股上市公司的控制权转移活动呈迅猛上升态势;另一方面,几乎所有成功的控制权转移活动都在一定程度上受到政府的行政干预,由于国有控股上市公司经营绩效不佳,以及如何改善,一直以来,是学术界关注的热点,又由于国家出台政策推进国有控股上市公司并购的主要目的,也是为了改善国有控股上市公司经营绩效恶化的状态。因此,探讨国有控股上市公司控制权转移对经营绩效的影响关系,有助于进一步深入研究国有控股上市公司的经营绩效不佳及其改善问题。

→ 1.2

问题界定

上市公司控制权转移,属于公司并购的范畴,所谓并购(Merger & Acquisition),就其概念而言,有广义和狭义之分,广义的并购包括兼并、收购、股权转让、资产置换、债务重组等行为,不考虑对象是否是上市公司,也不考虑控股权是否发生了转移;而狭义的并购仅指获得了上市公司控股权的收购(或转让)(朱宝宪和王怡凯,2002)。也即,狭义的并购就是指上市公司控制权转移的活动^①。

涉及控制权转移的并购活动是资本市场永恒的主旋律,它极大地促进了公司价值提升和社会资源的优化配置(朱朝华,2002)。当公司经营恶化,对社会资源造成浪费,而公司内部机制又无力解决这一问题时,Jensen(1993)等认为,通过公司并购,可以迫使公司管理者提高经营绩效和资源的利用效率。利用并购方式改善公

^① 若无特殊说明,本研究所提的“并购”仅是指这种控制权发生转移的活动。

公司经营绩效,从而优化资源配置,其有效性在很大程度上依赖于发达完善的公司控制权市场。公司控制权市场,又称接管市场(Takeover market),是指通过收集具有控制权地位的股权或投票代理权,以获得公司控制权的竞争市场。公司控制权市场的成熟程度,取决于其中的定价机制对“控制权”资产的配置功能。公司控制权市场定价机制的“市场化”程度越高,从而对“控制权”资产的配置效率越高,公司控制权市场就相应越成熟;反之,则反是。由前分析,由于西方国家控制权市场,“控制权”定价机制的“市场化”程度比我国高,因此,其控制权市场的成熟程度也高于我国。

Langetieg (1978), Elgers 和 Clark (1980), Franks, Harris 和 Titman (1991), 以及 Maquieira, Megginson 和 Nail (1998) 等对上市公司的控制权转移绩效进行了研究,尽管存在分歧,但大多数学者的研究结果还是支持控制权转移后,公司经营绩效得到改善的观点(例如: Mian 和 Rosenfeld, 1993; Holthausen 和 Larcker, 1996; Maquieira, Megginson 和 Nail, 1998)。这在很大程度上肯定了西方上市公司控制权转移的积极作用。由于我国控制权市场的成熟程度低于西方国家,由此带来的一个问题是政府介入下^①的我国控制权市场是否同样具备西方私有经济下控制权市场的功能?也即,控制权转移后,国有控股上市公司的经营绩效是否得到了改善?由于不同的控制权转移方式(有偿转让和无偿转让),政府的干预程度并不一样;不同的控制权转移程度(部分转移和全部转移),对股权结构的影响并不一样;新控股方不同股权性质(法人股和国家股),产权的清晰程度并不一样;控制权转移后高管更换与否(高管更换和高管不更换),意味着高管人才配置机制的效率并不一样。而这些差异可能会对控制权转移绩效造成影响。由此引致的另一个问题是不同控制权转移方式、不同转移程度、新控股方不同股权性质,以及控制权转移后高管更换与否,对经营绩效的改善程度是否一样?

① 在这里,“政府介入”与“市场化程度”相对应,政府介入越深,市场化程度越低。

➔ 1.3

研究目的

本书研究的目的首先是继续前人的研究,进一步考证国有控股上市公司的控制权转移对经营绩效是否具有改善功能。国有控股上市公司经营绩效普遍不佳,以及如何改善,一直以来是学术界关注的热点。与之紧密相关的“产权制度”和“公司治理”也一直成为争论最多的论题。理论上讲,清晰的产权制度与规范的公司治理结构有助于改善经营绩效。而控制权转移既可能导致产权制度变化,也可能属于公司治理的范畴。因此,控制权转移就成了联系产权制度与公司治理以及经营绩效的一个重要中间变量。西方理论界用公司控制权市场理论,来解释控制权转移对公司治理绩效以及经营绩效的影响作用。为数较多的实证检验文献肯定了控制权转移对经营绩效的改善作用(参见“文献综述”部分)。那么,我国的国有控股上市公司控制权转移是否也具有同样的功能呢?对这一问题目前学术界尚缺乏系统的理论分析,更缺乏相应的实证检验。更多的文献或者把控制权转移纳入广义的并购范畴进行研究,或者没有专门针对国有控股上市公司进行研究。因此,得出的研究结果并不能回答上述问题。本书试图通过研究为这一问题提供判据,并与西方相关主题的研究结果进行比较,检验公司控制权市场理论的解释力度。

其次,在上述研究结果的基础上,进一步考证,在国有控股上市公司的控制权转移中,不同控制权转移方式(有偿转让和无偿划拨)、不同控制权转移程度(部分转移和全部转移)、新控股方不同股权性质(法人股和国家股),以及控制权转移后高管更换与否(更换与不更换),对经营绩效的影响是否存在差异。控制权有偿转让与无偿划拨所蕴含的政府干预程度并不一样。一方面,政府作为控股股东(国家)的代理人,没有理由不过问控制权转移;另一方面,控制权具有“私人物品”的性质,更适合利用市场机

制进行调节。两种控制权转移方式，哪一种更可取？本书试图通过对这一问题的研究，提供一个明确的答案，并为政府角色定位的争论提供证据。目前，国有控股上市公司存在的“一股独大”的畸形股权结构，已为理论界所认同。也正因如此，才有“减持国有股”的政策建议出台。显然，控制权的部分转移比全部转移更能改变国有股“一股独大”的局面。这种改变是否有助于产生“负责”的监督股东，并最终导致在经营绩效变化上，部分转移比全部转移表现更好？本书还试图为这一问题提供相应的判据，从而为以控制权转移的方式减持国有股，是否能真正改善股权结构的争议提供证据。新控股方为法人股与为国家股，其根本区别在于，前者的产权比后者更为清晰，这一差别是否会相应导致在经营绩效变化上，前一情形比后一情形表现更好？这也是本书试图回答的问题。相信这一研究有助于为当前“产权制度”改革的争论提供一些依据。一直以来，国有控股上市公司的高层管理者都是由政府委派产生（至少受到政府的行政干预），比之通过经理人才市场公开选聘，前者经理人才配置的效率更低。因此，控制权转移后，高管更换与不更换，蕴含着两种不同效率的高层人才配置机制，前者的市场化程度高于后者。但这种差异是否相应表现在二者的经营绩效变化上？本书同样试图回答这一问题，并为控制权转移后，高管更换与否所蕴含的效率差异的争议提供证据。

最后，本书希望上述一系列问题的研究结果，能为国有控股上市公司控制权转移的具体实践提供理论依据。从公司治理的角度而言，公司控制权转移的目的是为了改善经营绩效。在证券市场缺乏效率、产权障碍没有根除，以及公司治理结构不完善的情况下，国有控股上市公司如何通过控制权转移改善经营绩效？或者，在控制权转移中，在政府角色定位上、控制权的转移程度上、新控股方的股权性质选择上，以及高层管理者的处置与选聘上，应该注意些什么？本书希望研究结果不仅能与现有相关论题的研究结果相比较，以进一步丰实现有的理论体系，还能有助于指导具体的实践运作，

为其提供有价值的政策性建议。

→ 1.4

待论证假设与内容框架

1.4.1 待论证假设

本研究将论证控制权转移后，国有控股上市公司的经营绩效得到了改善；不同控制权转移方式和控制权转移后高管更换与否，对经营绩效的改善程度并不一样；不同控制权转移程度和新控股方不同股权性质，对经营绩效的改善程度无显著差异。

围绕这一主题，将分别论证以下五个命题，并用这五个命题的论证结果支持上述研究主题。

第一个待论证的命题是，国有控股上市公司的经营绩效，在控制权转移后要比转移前好。由于我国的国有控股上市公司，一方面，存在“一股独大”的现象；另一方面，其经营绩效普遍不佳。因此，本研究将从控股股东外部套利的角度得出一个推论，控股股东外部套利行为，导致了国有控股上市公司的绩效，在控制权转移前表现不佳。另外，将从“保持上市资格”的控制权转移动机角度，得出另一个推论，新控股股东对控制权收益的追逐，使得公司的绩效在控制权转移后会有所提升。综合这两个推论，就能推导出第一个假设。

第二个待论证的命题是，控制权转移的有偿转让方式，对公司经营绩效的改善优于无偿划拨方式。由于控制权转移的有偿转让方式与无偿划拨方式，其最根本的区别是，股权定价机制上的市场化程度不同，前者的市场化程度高于后者。因此，本研究将以此为基点，推论出，在其他条件不变的情况下，前者并购后的运营效率高于后者，继而前者并购后的生产成本低于后者，并最终导致前者的

潜在最大利润高于后者。结合这一推论与第一个假设，就能推导出第二个假设。

第三个待论证的命题是，不同控制权转移程度对公司经营绩效的改善，部分转移与全部转移无显著差异。由于控制权转移前，国有控股上市公司存在“一股独大”的畸形股权结构，因此，控制权的部分转移，比之全部转移，更容易让人意识到股权结构得到了改善，从而公司绩效能够因此得到提高^①。本研究将试图论证，无论从理论上还是经验上来说，这种意识可能存在不足。原因在于它忽略了监督股东的股权性质。在监督股东股权不存在障碍的情况下，会对自身的股权价值“真正”负责，履行好“监督”控股股东的职责。这一前提，可能会使上述推论得以成立。然而，在监督股东股权存在障碍（产权不清晰）的情况下，它对控股股东的“监督”动力就难以得到根本地改善。由于现阶段，我国国有股权存在明显的“产权障碍”，因此，本研究得出的一个推论是，国有控股上市公司控制权部分转移的监督效度与全部转移无显著差异。结合这一推论与第一个假设，就能推导出第三个假设。

第四个待论证的命题是，新控股方不同股权性质对公司经营绩效的改善程度，法人股与国家股无显著差异，其中，非国有法人股与国有法人股无显著差异，国有法人股与国家股无显著差异。由于法人股比国家股更能克服产权主体的“非人格化”问题，因此，根据传统的观点，法人股股东比国家股股东更能自律，更能成为积极的监督者。这似乎意味着，控制权转移后，新控股方为法人股，

^① 孙铮与李增泉（2003）：在对上市公司控制权转移绩效的研究中，就曾提出过这一假设，但其检验结果并不支持这一假设。由于其研究并没有针对国有控股上市公司，因此，研究结果也不必然支持本研究的假设（参见孙铮与李增泉《股价反应、企业绩效与控制权转移：来自中国上市公司的经验证据》，载于《中国会计与财务研究》，2003年第1期，第1~31页）。