

控制权转移后公司业绩变化的 影响因素分析

——基于效率理论和管制理论的解释

方轶强¹, 夏立军², 李莫愁³

(1. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学 会计与财务研究院,
上海 200433; 3. 上海财经大学 公共经济与管理学院, 上海 200433)

摘 要:以往研究上市公司控制权转移之后业绩变化的文献很少关注控制权转移后上市公司与其第一大股东或实际控制人等关联方发生的资产重组对公司业绩的影响,亦未能考察控制权转移导致的业绩变化是否源自于公司经营效率的提高。文章以1999~2001年期间发生控制权转移的上市公司为研究对象,考察了控制权转移后公司业绩变化的来源。研究结果表明,效率理论和管制理论能够在一定程度上解释我国上市公司控制权转移导致的主营业绩变化。

关键词:控制权转移; 业绩变化; 效率理论; 管制理论

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2006)01-0053-12

一、文献回顾与研究问题

在成熟的证券市场上,上市公司控制权转移^①是约束公司管理层、改进公司治理的一个重要机制。当公司股东与管理层之间存在严重的代理问题时,市场上的潜在投资者可能对公司进行收购,替换原有管理层,从而减轻代理问题,改进公司效率。在我国,虽然由于证券市场设立时间较短,控制权转移市场还处于发育和形成之中,但上市公司控制权转移活动已日渐增多。这些控制权转移活动不仅引起了市场的广泛关注,也激发了国内学术界对控制权转移的研究兴趣。

冯根福、吴林江(2001)采用以财务指标为基础的综合评价方法(因子分析法),检验了1994~1998年间我国上市公司控制权转移对公司绩效的影响,发

收稿日期:2005-10-21

作者简介:方轶强(1975—),男,浙江金华人,上海财经大学会计学院博士生;

夏立军(1976—),男,江苏如皋人,上海财经大学会计与财务研究院专职研究人员,博士;

李莫愁(1982—),女,辽宁新宾人,上海财经大学公共经济与管理学院硕士生。

现控制权转移后第一年公司绩效有所改善,但在以后年份逐年滑坡,到第三年业绩改善已不显著。朱宝宪、王怡凯(2002)研究了1998年发生的67起控制权转让的并购案,其主要以净资产收益率和主营业务利润率衡量并购后业绩是否改善,并采用全部上市公司的平均值作为控制基准,研究发现,并购后3年的平均净资产收益率是全部上市公司平均水平的1.56倍。

此外,一些研究开始关注控制权转移前后业绩变化的影响因素。孙铮、李增泉(2003)发现,控制权转让方式(有偿或无偿)、控制权转移前一年是否亏损对控制权转移前后的业绩变化略有影响,但经理人员是否变更以及控制权转移后原控股股东是否仍然持有股票这两个变量未通过多因素检验。徐莉萍、陈工孟、辛宇(2005)则发现,过于频繁的控制权转移会导致盈利能力下降,CEO变更对盈利能力的提高具有正面作用,并且行业变更对盈利能力的提高也有正面影响。他们主要关注控制权有偿转让和无偿转让导致的业绩变化差异、控制权转让给国有企业和转让给民营企业的业绩变化差异,但没有把所有的因素汇总在一个多因素模型中进行分析,也没有分析控制权转移后的资产重组对业绩变化的可能影响。白云霞、吴联生和徐信忠(2004)发现,如果剔除控制权转移之后收购资产对经营业绩的贡献,则经营业绩变化显著为负;如果不剔除控制权转移之后收购资产对经营业绩的贡献,则其与零没有显著差异。该文虽然考虑了控制权转移之后收购资产的交易对业绩的影响,但文中只进行了单因素分析,也未考虑其他因素对业绩变化的影响。

从现有文献来看,研究者主要把目光集中于上市公司控制权转移前后业绩变化的测度上,并且比较一致地发现控制权转移至少在短期内能提升公司业绩。但现有文献很少关注控制权转移后上市公司与其大股东或实际控制人等关联方发生的资产重组活动对转移前后业绩变化的影响,亦未能考察控制权转移前后的业绩变化是否源自于控制权转移带来的公司经营效率的提高。总体来看,现有文献很少专门研究控制权转移前后业绩变化的来源,往往只作附带说明,仅有的一些研究也缺乏理论支持,且在研究方法上也存在一定缺陷。我们认为,不了解控制权转移前后业绩变化的原因,便难以了解我国上市公司控制权市场的真实情况,以及控制权市场对公司治理的影响,从而难以为我国控制权市场的发展和完善提供有益借鉴和启发。基于此,本文在现有研究的基础上,对控制权转移前后业绩变化的原因进行探索。

在我国,控制权转移常常和上市公司“保壳”、“保配”相联系,因而常会伴随发生相应的资产重组活动。因此,在我国特殊的制度背景下,控制权转移前后的业绩变化可能来自于控制权转移后的资产重组活动。另一方面,按照西方的理论,控制权转移公司往往在被收购前存在较严重的代理问题,经营效率较低,而控制权转移可以在一定程度上减轻代理问题,提高效率,表现为控制权转移后经营业绩的提高。那么,我国上市公司控制权转移之后业绩的变动

是否也有经营效率提高的因素?还是仅仅由于资产重组后新控股方注入优质资产所致?本文试图回答这些问题。

二、理论分析和研究假说

(一)效率理论(Efficiency Theory)

效率理论是西方金融学界关于并购绩效来源的主流观点(Weston, 1990)。我们主要关注其中与本文联系较密切的收购作为解决代理问题的观点。该观点认为,如果现有公司存在代理问题,公司的资产没有得到管理者的充分利用,而收购方认为若收购成功,目标公司的代理问题有可能被缓解,目标公司的经营效率有可能得到改善,收购方就会主动提出收购。针对目标公司的收购事件是对目标公司管理者的一种惩戒手段,通过收购可以使外部管理者战胜现有的管理者和董事会,从而取得对目标公司的决策控制权,由此目标公司的代理问题得到减轻,经营效率得到提高。因此,根据效率理论,控制权转移将会导致公司业绩提高。

虽然控制权转移可以减轻目标公司的代理问题,提高公司的效率,但控制权转移前不同目标公司的代理问题和经营效率可能是不同的,因此控制权转移对不同公司的作用也会有差异。具体来说,控制权转移前代理问题越严重、经营效率越低的公司,控制权转移导致的业绩提高程度应该越大。而严重的代理问题和较低的经营效率往往体现为公司经营业绩的恶化。因此,如果目标公司在控制权转移之前发生亏损,则可能意味着其代理问题严重,经营效率较低,这样,控制权转移可能会导致更大程度地提高其业绩。

此外,当上市公司的第一大股东是国有股股东时,由于所有者缺位,公司的管理者和所有者之间可能会存在较严重的代理问题。并且,国有股最终为各级政府所控制,而政府通常具有多重目标,如就业、税收、社会稳定等。虽然国有企业通过改制上市,其治理结构和面临的监管环境发生了一些变化,但政府依然有动机和能力将其社会性目标内部化到其控制的上市公司中(夏立军、方轶强,2005)。这样,相对于第一大股东为非国有股股东时的情形,当上市公司的第一大股东是国有股股东时,上市公司面临的所有者缺位问题和政府干预问题更为严重。因此,当控制权转移是从国有股股东转移到非国有股股东时,公司业绩提高的程度可能更大。根据以上分析,我们提出如下研究假说:

假说1:上市公司控制权发生转移时,公司业绩将会提高;若控制权转移前公司发生亏损,或控制权转移是从国有股股东转移到非国有股股东,则公司业绩提高的程度更大。

(二)管制理论(Regulation Theory)

在我国,证监会不仅是资本市场秩序的维护者,还是资本市场进入资格的审批者。其中,证监会基于第一种角色对资本市场进行的管制属于“支持性管

制”，而基于后一种角色所进行的管制则属于“替代性管制”。“支持性管制”是为了尽量保证资本市场能够在法治框架下运作，是对资本市场的一种制度支持；而“替代性管制”虽然也是出于良好动机，但其实质却完全是对资本市场自身功能的一种替代，而不是支持（陈信元、叶鹏飞和陈冬华，2003）。在我国证券市场上，替代性管制涉及公司新股发行、配股或增发以及摘牌或退市的全过程。

已有研究发现，公司为了达到这些方面的管制要求，往往进行盈余管理（Aharony、Lee 和 Wong，2000；陈小悦、肖星和过晓艳，2000；姜国华和王汉生，2005），或进行机会主义的资产重组（陈信元、叶鹏飞和陈冬华，2003）。因此，在上市公司控制权转移之后，为了获得配股、增发资格或者为了避免被摘牌，公司可能会进行资产重组以提高会计业绩，从而达到管制要求。由于证监会规定的配股、增发资格一般要求公司净资产收益率连续 3 年保持在一定水平上，并且公司连续 3 年亏损将被摘牌，因此，公司控制权转移后的资产重组不仅可能在短期内提高公司业绩，也可能持续几年对经营业绩有正面影响。

在国内，资产重组可以按重组方式分为股权转让、资产剥离、资产置换和兼并收购四种类型。上市公司控制权转移后，在与新控股方发生的资产重组中，除股权转让即新控股股东增持或减持股份不属于我们考虑的范围外，其他三种交易类型中，资产置换比较容易提升企业业绩。因为相对于资产剥离，资产置换不仅剥离了劣质资产，还注入了优质资产；而相对于上市公司收购兼并新控股股东的其他部门，资产置换通常不仅剥离劣质资产，而且对优质资产的使用也更为直接。根据以上分析，我们提出如下研究假说：

假说 2：上市公司控制权转移之后，如果与新的控股方发生资产重组，那么公司业绩提高程度较大，尤其是与新的控股方发生资产置换型的重组。

需要说明的是，即使资产重组有利于公司控制权转移之后持续几年的业绩改善，也不一定意味着公司的经营效率有所改善。例如，在资产置换中，资产重组后业绩的提高可能仅仅由于注入优质资产所致，企业真正的经营效率可能并没有改善。其次，在我国对投资者保护不力的情况下，控制权转移后，新的控股方“支持”（propping）上市公司的目的很可能是为了将来“掏空”（tunneling）上市公司。例如，Jian 和 Wong（2004）发现，集团控股公司为保持“壳资源”，在配股前总会通过关联交易提升上市公司的业绩，而一旦配股完成，集团控股公司又通过关联交易把上市公司的资金掏空。因此，控制权转移之后的资产重组更多地可能是一种管制导向的机会主义行为。

三、研究设计

（一）样本选择和数据来源

本文控制权转移数据、资产重组数据来自 CCER 数据库。公司财务会计和治理数据来自 CSMAR 数据库。CCER 兼并重组数据库提供了 1999～

2001 年间第一大股东发生变更的记录^②。我们剔除以下公司:(1)在 CCER 兼并重组数据库中标识为在取得第一大股东前即为该上市公司控股股东的大股东增持股份事件;(2)在 1999~2001 年间发生两次或两次以上第一大股东变更的公司;(3)有两个或两个以上的股东并列取得第一大股东位置的样本。根据以上原则,共选取了研究样本 113 家。本文数据处理使用 SPSS13.0 统计分析软件。

(二)经营业绩的衡量

本文主要关注控制权转移后企业业绩是否真实地提高。由于利润表中的线下项目所体现的盈余质量较差,而对主营业务利润进行盈余管理的难度较大,故本文用总资产主营业务利润率作为反映业绩的指标。对于控制权发生转移的公司,仅仅分析控制权转移前后自身业绩变化是不够的,因为有可能在某一时期该行业的大部分公司业绩都有所提高,而其他企业的业绩提升得更快。此时虽然公司业绩有所提升,但与同行业其他未发生控制权转移的公司相比,公司效率并未提高。其次,公司业绩的改善也可能是盈余数字均值回转 (Mean Reverting)^③的结果,即下一年度的盈余和本年度的盈余存在负相关关系。最后,盈余的分布可能与公司的规模有一定的联系^④。因此,为了尽可能地免除行业、盈余数字特征以及公司规模的影响,本文选择配对样本,将控制权发生转移公司的业绩扣除配对样本业绩的差额作为判断控制权转移后业绩是否提高的标准。这一方法称为配对模型法 (Matching Model, 白云霞等 2004)。具体的计算公式见表 1。

表 1 经营业绩变化的衡量

| 比较类型 | 计算公式 |
|----------------------|--|
| 控制权转移前后业绩的变化 | $P_m = X_{\text{post}} - X_{\text{pre}}$ |
| 配对样本在相应年份业绩变化 | $P_c = X_{\text{cpost}} - X_{\text{cpre}}$ |
| 剔除有关行业、规模、盈余回转后业绩的变化 | $P = P_m - P_c$ |

注:表中 X 为衡量企业绩效的总资产主营业务利润率。post 为公司在控制权转移后的取值;pre 为公司在控制权转移前的取值。cpost 为配对样本在控制权转移后的取值;cpre 为配对样本在控制权转移前的取值。

本文按照以下标准依次选择配对样本组,即如果满足前一项标准,则按此标准选取配对样本,若前一项标准不满足再考虑下一个标准。选好配对样本后,取其中位数作为配对样本值。标准为:(1)控制权转移前一年度和控制权转移的上市公司在同一行业内,总资产为控制权转移公司的 50%~200% 以内且总资产主营业务利润率相差 10% 以内;(2)控制权转移前一年度和控制权转移的上市公司在同一行业内,总资产主营业务利润率相差 10% 以内;(3)控制权转移前一年度和控制权转移的上市公司在同一行业内,总资产为控制权转移公司的 50%~200% 以内;(4)控制权转移前一年度和控制权转移的上市公司在同一行业内,总资产主营业务利润率相差 15% 以内。研究样本构成

情况见表2。本文的行业分类方法依据2001年证监会颁布的《上市公司行业分类指引》进行。

表2 计算业绩变化的样本构成

| 业绩变化最终样本数 | 样本个数 | 占业绩变化最终样本数的比例 |
|--------------------|------|---------------|
| 其中:满足标准1的样本个数 | 109 | 100.00% |
| 其中:满足标准2的样本个数 | 96 | 88.07 |
| 其中:满足标准3的样本个数 | 7 | 6.42 |
| 其中:满足标准4的样本个数 | 5 | 4.59 |
| 其中:控制权转移前第4年可用样本个数 | 1 | 0.92 |
| 控制权转移前第3年可用样本个数 | 81 | 74.31 |
| 控制权转移前第2年可用样本个数 | 106 | 97.25 |
| 控制权转移前第1年可用样本个数 | 108 | 99.08 |
| 控制权转移当年可用样本个数 | 109 | 100.00 |
| 控制权转移后第1年可用样本个数 | 109 | 100.00 |
| 控制权转移后第2年可用样本个数 | 108 | 99.08 |
| 控制权转移后第3年可用样本个数 | 107 | 98.17 |
| 控制权转移后第4年可用样本个数 | 72 | 66.06 |
| | 38 | 34.86 |

注:初选113个样本,减去4家公司无法找到配对的样本,得到最终样本数109。因部分样本公司控制权发生转移的时间较晚,截止作者写稿时没有控制权发生转移后第3、4年的年报会计数据;因部分样本公司上市后未满4年即发生控制权转移,因此控制权转移前部分年度业绩数据不存在。

(三)检验模型及变量说明

根据上文分析,我们构建如下模型考察控制权转移后业绩变化的原因:

$$PRFR_CH_i = \beta_0 + \beta_1 Loss_i + \beta_2 Soe_Priv_i + \beta_3 Type1_i + \beta_4 Type2_i + \beta_5 Type3_i + \beta_6 Type4_i + \beta_7 Right + \beta_8 Year00_i + \beta_9 Year01_i + \epsilon_i$$

其中, β_0 为截距, β_1, \dots, β_9 为系数, ϵ_i 为残差, i 代表第*i*公司。模型中各变量的含义如下:

1. 因变量

PRFR_CH代表控制权转移前后业绩变化,计算方法为控制权转移后业绩(以经过配对样本调整后的总资产主营业务利润率表示)和控制权转移前4年总资产主营业务利润率平均值(经过配对样本调整后)的差额。在后文的统计分析中我们分别计算了控制权转移后第1、2、3、4年及转移后1~4年平均值与转移前1~4年业绩平均值的差额作为各年度检验的因变量。

2. 测试变量

Loss代表控制权转移前一年公司是否发生亏损(即净利润小于0),若亏损则取值为1,否则取值为0。Soe_Priv代表控制权转移的方向,若控制权由国有股股东转让给非国有股股东则取值为1,否则取值为0。根据研究假设1, Loss和Soe_Priv应该与PRFR_CH正相关。

以下四个变量用来测试控制权转移后上市公司与新的第一大股东(包括其子公司、联营公司、合营公司)或实际控制人(包括其子公司、联营公司、合营

公司)发生的资产重组对业绩影响。Type1 代表控制权转移当年及次年是否与新的第一大股东或实际控制人发生了资产剥离业务,即一个企业出售它的下属部门(独立部门或生产线)资产给另一企业的交易。具体说是指企业将其部分闲置的不良资产、无利可图的资产或产品生产线、子公司或部门出售给其他企业以获得现金或有价证券。若发生了此类型的资产重组则取值为 1,否则取值为 0。Type2 代表控制权转移当年及次年是否与新的第一大股东或实际控制人发生了资产置换业务,即指一家企业以其经营活动的全部或者部分分支机构与另一家企业的经营活动的全部或其独立核算的分支机构进行整体交换,资产置换双方企业都不解散。若发生了此类型的资产重组则取值为 1,否则取值为 0。Type3 代表控制权转移当年及次年是否与新的第一大股东或实际控制人发生了兼并收购业务,即指上市公司作为兼并收购的主体,兼并收购与控股股东有关企业的部分或全部股权。若发生了此类型的资产重组则取值为 1,否则取值为 0。Type4 代表控制权转移当年及次年是否与新的第一大股东或实际控制人发生了其他类型的资产重组。若发生了此类型的资产重组则取值为 1,否则取值为 0。

3. 控制变量

Right 为虚拟变量,如果控制权转移后两年内若发生配股或增发等再融资活动则取值为 1,否则取值为 0。该变量用以控制公司控制权转移中的“保配”动机对公司业绩的影响。Year00 为虚拟变量,若控制权转移正式公告日在 2000 年则取值为 1,否则取值为 0。Year01 为虚拟变量,若控制权转移正式公告日在 2001 年则取值为 1,否则取值为 0。由于在计算总资产主营业务利润率时已控制了行业、资产规模等因素,故行业、资产规模不再作为模型中的控制变量。

四、实证检验结果及分析

(一)控制权转移前后的经营业绩变化

表 3 是控制权转移公司和配对样本公司总资产主营业务利润率变动的统计结果。从表 3 可见,在控制权发生转移的前 4 年中,经配对样本调整后(即控制权转移公司和配对样本的数值之差)的均值和中位数都为负数。并且,该比率的中位数检验至少通过了 0.1 水平的显著性测试,而在控制权转移前 2 年内,均值通过了 0.05 水平的显著性测试。此外,前 4 年的平均数在经过配对样本调整后无论是均值还是中位数都小于 0,且通过了 0.01 水平的显著性测试。这从总体上说明,控制权转移公司在并购前主营业绩差于配对样本。在控制权转移后的前两年内经配对样本调整后的均值和中位数都为正数(即控制权转移公司该比率高于配对样本),且在第二年的均值和中位数至少通过了 0.05 水平的显著性测试,而在第一年均值通过了 0.05 水平的显著性测试,

但在转移后第3年和第4年业绩的改善已不明显,特别是第3年和第4年,中位数出现了负数。此外,控制权转移后4年的平均值在经过配对样本调整后无论是均值还是中位数都大于0,且至少通过了0.05水平的显著性测试。这些统计结论表明,控制权转移短期内提升了企业主营业务。

表3 总资产主营业务利润率变动的统计结果

| 相对控制权发生转移的时间 | 控制权转移公司 | | 配对样本公司 | | 经配对样本调整后 | |
|--------------|---------|-------|--------|-------|-----------|-----------|
| | 均值 | 中位数 | 均值 | 中位数 | 均值 | 中位数 |
| -4 | 0.096 | 0.082 | 0.115 | 0.103 | -0.019 | -0.024* |
| -3 | 0.121 | 0.090 | 0.138 | 0.128 | -0.017 | -0.022** |
| -2 | 0.124 | 0.105 | 0.146 | 0.137 | -0.022** | -0.035*** |
| -1 | 0.113 | 0.105 | 0.132 | 0.122 | -0.019** | -0.023*** |
| (-4,-1) | 0.115 | 0.096 | 0.134 | 0.125 | -0.019*** | -0.028*** |
| 0 | 0.116 | 0.101 | 0.121 | 0.108 | -0.006 | -0.008 |
| 1 | 0.128 | 0.106 | 0.108 | 0.104 | 0.019** | 0.005 |
| 2 | 0.130 | 0.110 | 0.101 | 0.096 | 0.029*** | 0.009** |
| 3 | 0.126 | 0.094 | 0.100 | 0.096 | 0.026 | -0.004 |
| 4 | 0.104 | 0.074 | 0.099 | 0.094 | 0.005 | -0.008 |
| (1,4) | 0.125 | 0.104 | 0.103 | 0.097 | 0.022*** | 0.002** |

注:***、**、*分别表示在0.01、0.05、0.10显著性水平上显著(双尾检验)。在均值检验中采用T检验;在中位数检验中采用Wilcoxon符号秩检验。“相对控制对发生转移的时间”栏中,0表示控制权转移当年,负数和正数分别表示控制权转移前后相应年份。

(二)业绩变化原因的单因素分析结果

表4是控制权转移业绩变化的单因素分析结果。表4中第一行是经配对样本调整后的业绩和控制权转移前4年经配对样本调整后业绩均值的比较,从表4可见,在控制权转移后第1、2、3年的业绩显著比转移前的平均业绩好,这说明控制权转移短期内提高了企业主营业务。对于控制权转移前为亏损(代理问题较严重)的公司,其在控制权转移后的第2、第3年业绩变化及转移后业绩平均值变化显著大于转移前为盈利(代理问题较轻)的公司,这在一定程度上支持假说1。对于控制权从国有股东转让给非国有股股东的企业,其业绩变化相对于其他类型的控制权转移有了较大的提高,在转移后第1、2、4年业绩变化和转移后4年均值变化至少通过了0.1水平的显著性测试,这在一定程度上也支持假说1。

控制权转移当年及次年发生的资产剥离交易对于提升主营业务并没有通过显著性测试。控制权转移当年及次年发生的资产置换交易对于提升主营业务有较大的作用,控制权转移后所有年份业绩变化及4年均值变化都因控制权转移当年或次年曾发生的资产置换有了显著提高。控制权转移当年及次年发生的兼并收购对于提升主营业务也有些作用,控制权转移后第2年业绩变化及4年均值变化都因控制权转移当年或次年曾发生的兼并收购有了显著提高。控制权转移当年及次年发生的其他类型资产重组对主营业务的作用没有通过显著性测试。总体上,控制权转让当年或次年发生的某些资产重组不仅

对短期主营业绩的提升有帮助,对交易以后若干年的主营业绩也有持续影响,这在一定程度上支持假说 2。

表 4 PRFR_CH 均值的单因素分析

| | PRFR_CH(1) | | PRFR_CH(2) | | PRFR_CH(3) | | PRFR_CH(4) | | PRFR_CH (1,4) | |
|------------|------------|----------|------------|----------|------------|---------|------------|----------|------------------|----------|
| | 均值 | P 值 | 均值 | P 值 | 均值 | P 值 | 均值 | P 值 | 均值 | P 值 |
| PRFR_CH | 0.039 | 0.001*** | 0.048 | 0.001*** | 0.028 | 0.048** | 0.008 | 0.744 | 0.041 | 0.001*** |
| Loss=1 | 0.068 | 0.165 | 0.099 | 0.037** | 0.072 | 0.086* | 0.150 | 0.188 | 0.081 | 0.049** |
| Loss=0 | 0.030 | | 0.032 | | 0.015 | | -0.014 | | 0.028 | |
| Soe_Priv=1 | 0.079 | 0.053* | 0.097 | 0.037** | 0.060 | 0.147 | 0.141 | 0.005*** | 0.088 | 0.023** |
| Soe_Priv=0 | 0.026 | | 0.030 | | 0.015 | | -0.024 | | 0.025 | |
| Type1=1 | 0.039 | 0.986 | 0.039 | 0.740 | 0.056 | 0.207 | -0.006 | 0.726 | 0.036 | 0.831 |
| Type1=0 | 0.039 | | 0.050 | | 0.017 | | 0.013 | | 0.042 | |
| Type2=1 | 0.099 | 0.027** | 0.105 | 0.071* | 0.095 | 0.035** | 0.124 | 0.087* | 0.095 | 0.054* |
| Type2=0 | 0.029 | | 0.037 | | 0.015 | | -0.006 | | 0.032 | |
| Type3=1 | 0.077 | 0.149 | 0.108 | 0.051* | 0.066 | 0.216 | 0.044 | 0.435 | 0.095 | 0.046** |
| Type3=0 | 0.032 | | 0.036 | | 0.020 | | -0.002 | | 0.031 | |
| Type4=1 | 0.003 | 0.447 | 0.006 | 0.454 | -0.008 | 0.477 | -0.067 | 0.460 | -0.006 | 0.336 |
| Type4=0 | 0.041 | | 0.050 | | 0.031 | | 0.012 | | 0.044 | |

注:***、**、* 分别表示在 0.01、0.05、0.10 显著性水平上显著(双尾检验)。

(三)业绩变化原因的多因素分析结果

表 5 是控制权转移业绩变化原因的多因素分析结果。从表 5 可见,控制权从国有股转让到非国有股对提升主营业绩具有显著影响。在控制权转移后第 1、2、4 年及控制权转移后 4 年平均值与转移前的主营业绩比较中,该因素通过了 0.1 水平的显著性测试,这和假说 1 相一致。而对于衡量代理问题和经营效率的变量 Loss 除在第 2 年通过了 0.05 水平的显著性测试外,在其他情况下均在 0.10 附近水平统计显著。我们发现,在控制了控制权从国有股转让给非国有股等因素后,代理问题严重的企业在转移控制权后的多数年份业绩变化和其他企业存在一定差异。因此,这些研究结果在一定程度上支持研究假说 1,即若控制权转移前公司发生亏损,或控制权转移是从国有股股东转移到非国有股股东,则公司主营业绩提高的程度更大。

另外,在控制了资产重组、股权转让方向等因素后,未发现常数项显著大于零^⑤,这意味着单变量分析中发现的“控制权转移后经营业绩在短期内得到提升”的结果,很大一部分是由于资产重组及部分企业控制权转移导致经营效率提升共同引起的,这意味着控制权转移不一定能提升企业经营效率。可能的原因是,我国上市公司控制权转移受政府干预影响较大,存在很多非市场化因素(如国有企业之间广泛存在的无偿划拨交易方式),导致即使控制权发生转移,代理问题也未必减轻,经营效率也未必得到改善。

对于控制权转移当年或次年发生的资产重组,我们发现资产置换对提升主营业绩有重要作用。资产置换在转移后所有年份的业绩变化及 4 年均值变化的检验中均在 0.1 左右水平统计显著;而兼并收购则在控制权转移后的第 2 年业绩变化及 4 年均值变化检验中通过了 0.1 水平的显著性测试。可见,

某些资产重组(特别是资产置换)对控制权转移后的业绩有持续影响,有可能对重组后的第 4 年业绩都产生影响,这说明与控制权转移所联系的某些资产重组,可能不仅仅是账面重组。而其他重组方式对经营业绩的改善并没有像资产置换如此显著,在上文中我们曾提到资产置换是提升主营业务较快的方式,这从另一角度意味着控制权转移公司经营效率整体上改进不大,只能通过最便捷的方式提升主营业务。以上统计结果在一定程度上支持假说 2。

表 5 多因素分析结果

| 自变量 | 预测符号 | 1 | | 2 | | 3 | | 4 | | (1,4) | |
|--------------------|------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|--------|--------|---------|---------|
| | | 系数 | P 值 | 系数 | P 值 | 系数 | P 值 | 系数 | P 值 | 系数 | P 值 |
| 截距 | ? | -0.048 | 0.080* | -0.017 | 0.600 | -0.040 | 0.214 | -0.060 | 0.177 | -0.026 | 0.355 |
| Loss | + | 0.046 | 0.105 | 0.078 | 0.020** | 0.057 | 0.144 | 0.113 | 0.154 | 0.057 | 0.051* |
| Soe_Priv | + | 0.065 | 0.023** | 0.066 | 0.047** | 0.054 | 0.108 | 0.129 | 0.065* | 0.063 | 0.030** |
| Type1 | + | -0.009 | 0.742 | -0.033 | 0.308 | 0.024 | 0.442 | -0.017 | 0.754 | -0.019 | 0.509 |
| Type2 | + | 0.057 | 0.074* | 0.060 | 0.113 | 0.062 | 0.144 | 0.110 | 0.178 | 0.055 | 0.097* |
| Type3 | + | 0.049 | 0.113 | 0.074 | 0.044** | 0.042 | 0.299 | 0.027 | 0.654 | 0.066 | 0.042** |
| Type4 | - | -0.013 | 0.799 | 0.002 | 0.979 | -0.028 | 0.622 | -0.066 | 0.566 | -0.016 | 0.759 |
| Right | + | 0.089 | 0.005** | 0.057 | 0.120 | 0.040 | 0.269 | 0.044 | 0.437 | 0.053 | 0.104 |
| Year00 | ? | 0.029 | 0.313 | -0.013 | 0.704 | 0.011 | 0.721 | | | 0.005 | 0.873 |
| Year01 | ? | 0.054 | 0.069* | 0.020 | 0.564 | | | | | 0.031 | 0.305 |
| 样本数 | | 107 | | 107 | | 72 | | 38 | | 107 | |
| F 值 | | 2.446** | | 2.237** | | 1.568 | | 2.179* | | 2.262** | |
| D.W 值 | | 1.807 | | 1.897 | | 1.836 | | 1.835 | | 1.883 | |
| Adj-R ² | | 0.111 | | 0.098 | | 0.064 | | 0.187 | | 0.098 | |

注:***、**、* 分别表示在 0.01、0.05、0.10 显著性水平上显著(双尾检验)。

五、研究结论和局限

本文以 1999~2001 年期间发生控制权转移的上市公司为样本,考察了控制权转移前后的业绩变化以及业绩变化的原因。在控制了行业、资产规模和均值回归等因素后,本文发现控制权转移公司的主营业绩在控制权转移后短期内有所提高。本文利用效率理论和管制理论解释了控制权转移后业绩变化的原因,这也是本文的主要贡献之处。在我国,上市公司为了迎合管制的要求常会进行资产重组。本文发现伴随我国上市公司控制权转移的某些资产重组对于提升上市公司主营业务起正向作用,这和管制理论相一致。而且控制权转移当年或次年所进行的某些资产重组(主要是资产置换)不仅在短期内有利于提升主营业务,甚至在控制权转移后的 4 年内对企业主营业务仍有帮助,这在一定程度上说明了控制权转移后上市公司和控股股东的某些资产重组可能不仅仅是账面重组,但这种重组方式仍然可能是机会主义的。

此外,本文还发现控制权转移后代理问题的减轻、管理效率的提高也是公司主营业务得到改善的原因。这主要体现在控制权从国有股股东转移到非国有股股东时,公司主营业务得到改善。但在排除了资产重组以及控制权转移方向等因素的影响后,控制权转移并不必然导致经营效率的提高和公司业绩

的改善。这说明我国的控制权市场仍有待进一步完善。本文的研究同时表明,非国有股股东控制的上市公司经营效率高于国有股股东控制的上市公司,国有股从某些领域退出对于提升企业的经营效率可能是有益的。本文的研究局限是没有直接验证新的控股股东注入优质资产的真实目的是什么。是帮助上市公司渡过难关,为了将来能分配到更多利润,还是为了达到配股或增发的管制要求而设法短期内提升公司的主营业绩,并在配股或增发完成后就开始掏空上市公司?这些是未来进一步研究的方向。

注释:

- ①本文把上市公司的第一大股东发生变更界定为上市公司控制权发生转移。
- ②控制权转移正式公告日在 1999~2001 年。
- ③孙铮、李增泉(2003)指出,西方大量文献发现盈余数字具有平均回转(Mean Reversing)的基本特征,例如,Brooks 和 Buckmaster(1976)表明,极端的负的盈利水平比极端的正的盈利水平(Earnings Level)表现出更强的反转趋势,Elgers 和 Lo(1994)则发现无论是实际的盈利变化还是分析师的预测误差,都与前一年度的盈利水平存在显著的负相关关系。
- ④Ghosh(2001)对 Healy、Palepu 和 Ruback(1992)的方法修正中,指出了这一点。
- ⑤我们在多因素分析模型中去掉 Year00、Year01 项后进行回归,结果和文中报告相似,未发现截距项显著不等于零。由于在多因素模型中,所有解释变量都为虚拟变量,截距项即为虚拟变量取值全为零时的控制权转移前后的业绩变化量。

参考文献:

- [1]白云霞,吴联生,徐信忠. 资产收购与控制权转移对经营业绩的影响[J]. 经济研究, 2004,(12):35~44.
- [2]陈小悦,肖星,过晓艳. 配股权和上市公司利润操纵[J]. 经济研究,2000,(1):30~36.
- [3]陈信元,叶鹏飞,陈冬华. 机会主义资产重组与刚性管制[J]. 经济研究,2003,(5):13~22.
- [4]冯根福,吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 经济研究,2001,(1):54~61.
- [5]姜国华,王汉生. 上市公司连续两年亏损就应该被“ST”吗? [J]. 经济研究,2005,(4):100~107.
- [6]吕爱兵. 特点、亮点、爆发点——2002 年上市公司收购总结分析报告[A]. 朱宝宪. 中国并购评论(第一册)[C]. 北京:清华大学出版社,2003:4~57.
- [7]孙铮,李增泉. 股价反应、企业绩效与收购:来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国会计与财务研究,2003,(1):32~63.
- [8]夏立军,方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究,2005,(5):40~51.
- [9]徐莉萍,陈工孟,辛宇. 控制权转移、产权改革及公司经营绩效之改进[J]. 管理世界, 2005,(3):126~136.
- [10]朱宝宪,王怡凯. 1998 年中国上市公司并购实践的效应分析[J]. 经济研究,2002,

- (11):20~26.
- [11]Aharony J,C J Lee,T J Wong. Financial packaging of IPO firms in China[J]. Journal of Accounting Research,2000,(38):103~126.
- [12]Ghosh A. Does accounting based performance really improved following corporate acquisition? [R]. Working Paper,Zicklin School of Business,Baruch College (CUNY), New York,USA. 1998.
- [13]Healy P,K Palepu,R Ruback. Does corporate performance improve after mergers? [J]. Journal of Financial Economics,1992,31:135~75.
- [14]Weston J F,K S Chung,Susan E Hoag. Mergers, restructuring, and corporate control [M]. Prentice Hall,1990.
- [15]Jian M,T J Wong. Earnings management and tunneling through related party transactions:Evidence from Chinese corporate groups[R]. Working Paper, The Chinese University of Hong Kong,2004.

On the Causes of the Performance Change of Listed Firms Engaged in Control Transfer ——Evidence Based on the Efficiency Theory and the Regulation Theory

FANG Yi-qiang¹,XIA Li-jun²,LI Mo-chou³

(1. School of Accounting, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China; 2. Research Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China; 3. School of Public Economics and Management, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Prior literature pays little attention to the impact of asset restructuring between the listed company and its new largest or ultimate control shareholder on post control-transfer performance, nor does it investigate if performance change results from efficiency improvement. Using the data of the cases of control transfer during 1999 to 2001 in China, this paper investigates the sources of performance change after control transfer. Our findings indicate that, to a certain extent, efficiency theory and regulatory theory can explain the performance change induced from control transfer.

Key words: control transfer; performance change; efficiency theory; regulation theory

(责任编辑 金 澜)