

中国上市公司控制权转移的动机研究

刘 峰¹, 涂国前²

(1. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005; 2. 重庆大学 经济与工商管理学院, 重庆 400030)

摘 要:文章基于中国资本准入管制、政府控制的制度背景,从控制权转移过程中的收购方选择、转让定价、转让后绩效等方面,研究了上市公司控制权转移的动机。文章以中国A股市场上截至2013年末的1410起公司控制权转移事件为样本,研究发现:(1)政府倾向于转让非垄断行业或业绩较差的国有上市公司,而保留垄断行业和业绩较好的公司;(2)在经济落后地区,政府倾向于将控制权转让给有实力的外地收购方,以达到招商引资的目的;(3)有政治关系的民营收购方收购了盈利能力较好的公司,但没有支付较高的溢价;(4)控制权转移后,公司绩效总体上没有提高,虽然同业并购、实力较强的收购方能够提高公司绩效,但这类样本不到40%。因此,中国上市公司控制权转移总体上不是效率导向的,如果控制权转移不是从效率出发的,则控制权市场约束在位管理层、降低代理成本等作用就难以发挥。

关键词:控制权转移;动机;政府干预;收购方;绩效

中图分类号:F830;F230 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2016)10-0140-15

DOI:10.16538/j.cnki.jfe.2016.10.008

一、引 言

由于中国资本市场长期实行准入管制,上市资格成为极度稀缺的资源。在上市资格难以获取的背景下,公司上市后控股权被转让却时有发生。那么,为什么会发生控制权转移?控制权转移发生在哪些主体之间?由于大部分上市公司受政府控制,政府常常参与和干预上市公司控制权转移(李善民和曾昭灶,2003;谭劲松等,2009)。夏立军和陈信元(2007)、杨记军等(2010)等指出,政府具有控制大规模公司和管制性行业公司的动机。那么,在转让国有上市公司控制权时,政府还有哪些动机?

国内有关控制权转移的文献在早期主要借鉴西方的控制权市场理论,研究了控制权转移的短期市场反应、长期回报和会计绩效,发现控制权转移的短期市场反应显著为正,而关于长期市场反应,由于不同的研究方法和研究样本,得出的结果不一致。张新(2003)、冯根

收稿日期:2016-04-15

基金项目:教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“非市场化控制权转移”(11JJD790032);教育部人文社会科学研究项目“控制权转移的动机、过程与效果:市场化视角”(14XJC790009);国家自然科学基金项目“制度变迁、控制权市场与企业价值——产权理论视角”(71272079);重庆大学中央高校基本科研业务费项目(106112015CDJXY020012, CQDXWL-2012-179)

作者简介:刘 峰(1966—),男,安徽无为,厦门大学管理学院教授;

涂国前(1980—)(通讯作者),男,江西永丰人,重庆大学经济与工商管理学院副教授。

福和吴林江(2001)以及王化成等(2008)从证券市场效率、内幕交易与市场炒作等方面对此进行了解释。总体来看,关于控制权转移市场反应的研究结论尚不统一,但相关研究普遍认为控制权转移没有提高公司绩效。

以上研究表明,中国上市公司的控制权转移并未提高公司绩效,甚至可能以上市公司被“打劫一空”收场。基于中国上市公司控制权转移的现有案例研究表明,制度环境可能是最主要的解释因素,主要包括:公司上市审批制度,特别是一些前置性门槛条件,导致借壳上市成为收购上市公司的主要目标之一;在以硬性的财务指标来衡量再融资资格和保牌资格的情况下,通过控制权转移来操纵利润,达到保牌、配股等目标(陈信元和陈冬华,2000);在投资者权益保护不到位的环境下,公司控制权转移后,公司财富很可能被收购方掏空(刘峰等,2007;刘峰和向凯,2009);控股股东持股比例高,^①潜在的收购方很难通过二级市场取得上市公司控制权,通常的做法是与原大股东达成收购协议;^②大部分上市公司的最终控制人是各级政府,政府常常以大股东身份干预控制权转移;与私人股东的逐利本性不同,政府可能有其他方面的考虑,如税收、地方经济发展、职工安置等(谭劲松等,2009;杨记军等,2010;李广子和刘力,2013),也可能存在官员自利行为。这些制度特征对控制权转移的过程和后果可能产生深刻影响。

本文基于中国资本准入管制、政府控制的制度背景,从控制权转移过程中的收购方选择、转让定价、转让后绩效等方面,研究了上市公司控制权转移的动机。本文以截至2013年底的1410起公司控制权转移事件为样本,研究表明:(1)政府倾向于转让非垄断行业和业绩较差的国有上市公司,而保留垄断行业和业绩较好的公司;(2)在经济落后地区,政府倾向于将控制权转让给有实力的外地收购方,以达到招商引资的目的;(3)有政治关系的民营收购方收购了盈利能力较好的公司,但没有支付较高的溢价;(4)控制权转移后,公司绩效总体上没有提高,虽然同业并购、实力较强的收购方能够提高公司绩效,但这类样本不到40%。因此,中国上市公司控制权转移总体上不是效率导向的,如果控制权转移不是从效率出发的,则控制权市场约束在位管理层、降低代理成本等作用就难以发挥。

本文的贡献主要在于:(1)不同于现有文献主要关注控制权转移的后果(市场反应和绩效),本文将控制权转移研究拓展到相应的市场和制度层面,讨论了相关制度因素对控制权转移交易的作用机制,具体包括:控制权转移是否发生、发生在哪些主体之间,转让方和收购方如何通过控制权转移来实现自己的目标,以及由此产生的控制权转移绩效。这有助于认识中国上市公司控制权转移的动机与决定因素、控制权市场的运行机制、控制权转移绩效等问题。(2)不同于现有文献(王红领等,2001;夏立军和陈信元,2007;杨记军等,2010)主要考察政府干预控制权转移的政治目标,本文考察了政府干预控制权转移的多重目标,以及这些目标如何影响其选择收购方。此外,现有文献主要考察了政府是否放弃国有控股权,而没有研究政府在放弃国有控股权的情况下如何选择收购方。(3)李增泉等(2005)、潘红波等(2008)、方军雄(2008)等研究了政府干预下的并购行为,主并方是上市公司(上市公司没有发生控制权转移)。而上市公司并购非上市公司时往往处于主导地位,特别是本地并购。本文的研究是对政府干预下企业并购相关文献的有益补充。

^①根据中国证券监督管理委员会(2008)的资料,在股权分置改革之前,中国资本市场上非流通股占比超过64%,国有股占全部非流通股的3/4。在股权分置改革之后,虽然大股东持股比例有所降低,但仍然较高。

^②即使是股权分置改革后,控制权转移仍然主要以协议方式实现,其原因仍然是控股股东持股比例很高。

二、中国上市公司控制权转移的特征与目标

1994年,“珠海恒通”收购“棱光实业”,成为沪深两市国有股转让第一例。此后,公司控制权转移的案例逐渐增加,截至2013年底,共发生控制权转移事件1410起。与普通商品买卖的交易过程简单、定价明确不同,控制权转移交易的过程长、定价方式复杂、利益方多、交易过程中风险高。从最初的买方动机、卖方选择,到交易过程中的定价、支付方式等,控制权转移交易的全过程都值得关注。中国资本市场上的公司控制权转移主要呈现以下特征:(1)收购方的“买壳”目标。由于中国公司上市实行严格的准入制度,加之漫长且充满不确定性的审批程序,很多公司被拦在上市门槛之外。上市公司的“壳”成为稀缺资源,而其本身的资产质量、盈利能力如何,是否与收购方属于同一行业,这些并不重要。(2)定价过程。由于中国上市公司大多存在一个控股股东,控制权转移是通过转让控股股东股权来实现的。由于转让的是控股股东的股权,小股东的股权并不受直接影响,也不需要中小股东投票,股权转让价格由转让方与收购方私下协商确定。也就是说,在股权转让过程中,市场参与度较低。如果收购方的目的在于获取壳资源,而不是目标公司的资产,则收购价格与目标公司的资产质量、盈利能力、股票市场价格无关,定价锚定的是每股净资产。(3)政府干预。中国早期上市的公司绝大多数都是国有企业,且控股股东持股比例很高,国有股权转让的审批程序复杂;除了股权转让价格外,国有股东还会考虑就业、税收、GDP等。国企代理人还可能谋求私利,导致公司控制权转移并不一定以效率为导向。^①

上述分析表明,政府干预下的公司控制权转移并不是真正意义上的市场行为。结合公共选择理论和官员晋升锦标赛理论以及控制权交易案例,政府和官员在转让当地上市公司控制权时可能会考虑以下因素:

1. 效率。政府干预国有企业的社会观认为,政府干预国有企业的目标是解决市场失灵问题。理论上讲,效率目标假设政府以社会效率特别是经济效益最大化为决策的主要目标。在控制权转移中,政府主要考虑的是控制权转移交易是否会最大限度地增加社会财富、促进效率提升。在效率导向下,控制权转移应呈现以下特征:(1)转让方应选择有实力的收购方,尽可能将恶意收购方排除在外。而收购方是本地的还是外地的、是国有性质还是民营性质,都不是选择的主要标准。(2)控制权转移后的绩效提升明显。(3)控制权定价市场化,价高者得。如果控制权转移以效率为主要目标,则转让方不需要考虑收购方的国有/民营性质和地域,控制权转让价格应充分反映公司质量(如盈利能力),控制权被转让给有实力的收购方及同业并购的比例较高,控制权转移后绩效也明显提高(效率目标)。

2. 对重要行业和控制企业的控制。1995年之后,中央政府采取了“抓大放小”和“战略调整”的国企改革策略。2006年底,国资委发布《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》,明确了中央企业的重组目标和国有资本应集中的重要行业和关键领域。在上市公司控制权转移上,最大限度地保证政府对某些关键企业的控制,应当是政府控制的目的之一。杨记军等(2010)发现,政府倾向于保留规模大和有战略意义的企业。规模大、受保护行业的中央企业或省属、市属重点国有企业能够通过并购(很多时候以政府无偿划拨的方式)实现扩张,而规模偏小、处于竞争性行业的国有企业更容易成为被收购的对象。我们预期,国有

^①如2005年,山东聊城国资局在转让“东阿阿胶”控制权时,给各竞购方提出的重要条件是接手东阿集团一系列亏损企业,特别是聊城东阿泉啤酒有限公司,即所谓“肥瘦搭配”。

控股权相对于民营控股权更可能被转让给国有收购方，大公司、垄断行业公司更不可能发生控制权转移，即使发生也很可能是转让给国有收购方，或者转让方回购资产（政府保留对重要行业和控制目标）。

3. 招商引资。招商引资可以带动地方经济发展，增加税收和就业，改善地方官员任期内的业绩考核指标。为此，政府会将辖区内公司上市作为一项重点工作，推动更多的本地公司上市，同时在本地上市公司特别是国有上市公司出现亏损、面临保牌压力时，最大限度地利用上市公司壳资源，促进本地经济发展，从而带动 GDP 和财税收入增加。本地经济发展较好的地方政府（如上海）倾向于将上市公司壳资源交由本地企业，如海通证券借壳；^①如果本地经济发展乏力，地方政府很难找到合适的本地资源，此时就需要通过外来资本促进本地经济增长，即通常所说的“招商引资”。从宏观范围来看，整个中国的改革开放就是通过招商引资展开的。在经济发展相对落后的地区，地方政府将主要精力花在招商引资上。与经济发达地区相比，经济落后地区可能面临更大的招商引资压力，因而需要向外商提供更加优惠的条件。上市公司的控制权无疑是吸引外来投资者的一个非常有利的条件。因此，在经济落后地区，地方政府可能会以转让上市公司控制权的形式吸引外地有实力的企业到本地投资，如广西梧州利用“中恒集团”（600252）吸引广东的保宇公司。^②我们预期，在经济落后地区，地方政府倾向于选择有实力的外地企业，吸引外地企业到本地投资（招商引资目标）。

4. 个人私利。政府干预国有企业的代理观认为，国有企业运行过程中容易滋生腐败行为，政府官员会从中谋取私利。政府官员并不一定选择实现壳资源价值最大化从而社会福利最大化的收购方，甚至也不是以 GDP 最大化为目标，而是选择实现个人利益最大化的收购方。这类收购方的创业和经商经验通常并不丰富，特别是缺乏目标公司所在行业的从业经验，而且可能没有足够的经济实力。从一些案例来看，原控股股东没有选择善意收购方，甚至没有收到股权转让价款就交出公司控制权，导致目标公司被收购方“打劫一空”，原控股股东的相关负责人也没有承担责任。例如，在刘峰等（2007）的案例研究中，收购方“三利化工”并非知名企业，其最终控制人闫永明也没有丰富的创业经历，但是在没有支付股权转让价款的情况下，股权转让方通化市二道江国资公司就将“通化金马”的控制权拱手相让，“通化金马”最终被严重掏空。事后，二道江国资公司及其负责人并没有为此承担任何责任。我们预期，在国有控股上市公司民营化过程中，有政治关系的收购方收购了盈利能力较好的公司，但没有支付较高的溢价（个人私利目标）。

需要说明的是，上述各项目标并不是彼此排斥的，它们可能同时存在，或者在不同阶段、不同特征的控制权转移上有不同的交易安排。

三、样本与变量

（一）样本及统计分析

^①“海通证券”原打算收购一家外地企业“锦州六陆”，并已签订协议。但海通证券的实际控制人上海市政府不希望海通证券成为一家在深圳上市的公司（“锦州六陆”在深圳上市），而且希望让上海的“壳公司”分享利益，因此上海市政府安排自己下属的公司“都市股份”成为被收购公司。详见《财经》2007年第13期（总第188期）的“海通证券换壳记”一文。

^②《梧州日报》2006年12月25日一篇名为“梧州招商‘选’资的重大突破”的文章指出，梧州全市上下都在期盼引进外来战略投资者，做大做强梧州中恒集团（600252），市委、市政府要求中恒集团国有股权受让方必须“注册在梧州、经营在梧州、纳税在梧州”。为此，市委、市政府成立了由市领导担纲的市中恒集团国有股权转让领导小组。

控制权转移通常是指第一大股东变更,^①本文也采用这一界定。^② 本文样本包括1994—2013年中国A股市场上发生第一大股东变更的公司,或者第一大股东不变、但实际控制人变更的公司。^③ 本文样本不包括二级市场买卖所引起第一大股东发生变更的公司,由于前几大股东增(减)持股份,这类公司的第一大股东可能会频繁变动,而第一大股东并不独自掌握控制权。本文样本也不包括在父子之间或者在同一自然人控制的公司之间转让股权的公司。公司股东信息和股权转让公告通过手工整理得到,我们最终得到样本1410个,涉及849家公司,平均每个公司控制权转移1.7次。控股股东持股比例平均在35%左右。平均而言,控制权转移后,原控股股东保留的股份不到5%;控制权转移前,新控股股东持有的股份不到2%。

1. 控制权转移前的公司质量

本文采用控制权转移前三年的平均总资产报酬率(ROA)和前一年末的总资产(Asset,^④单位为亿元)来衡量控制权转移前的公司质量。由于本文主要考察政府在控制权转移过程中扮演的角色,企业规模显然会影响政府的考量。

1994—2013年,中国A股上市公司共有26555家公司一年度观测值。表1显示,控制权未转移样本的资产规模、盈利能力和控股股东持股比例都高于控制权转移样本。也就是说,小公司、盈利能力弱的公司、控股股东持股比例低的公司更可能发生控制权转移。根据控制权转移次数的分组统计结果显示,第二次发生控制权转移的公司规模和盈利能力都低于第一次发生控制权转移的公司,第三次(或以上)发生控制权转移的公司规模最小、盈利能力最弱。这表明规模越小、盈利能力越弱、控股股东持股比例越低的公司越可能发生控制权转移。

表1 控制权转移前公司质量与控股股东持股比例

	样本数	Asset	ROA(%)	Control share(%)
控制权未转移样本	25 145	17.0	7.6	38.3
控制权转移样本	1 410	10.6	4.1	30.2
其中:第一次发生控制权转移	849	12.4	5.4	35.5
第二次发生控制权转移	347	10.2	1.9	29.3
第三次(或以上)发生控制权转移	214	6.5	0.9	25.2

注:考虑到异常值的影响,表中列示的是Asset、ROA和Control share的中位数,表2和表3同。

2. 股东性质

如果控股股东的控制人是政府、国有企业、集体企业或国有高校,本文将其界定为国有股东;^⑤如果控股股东的控制人是自然人、外国企业或职工持股会,本文将其界定为民营股东。

1994—2013年,中国A股上市公司共有26555家公司一年度观测值。其中,国有控股

①将存在关联关系的股东所持股权加总,视为同一个股东。

②虽然个别公司发生了第一大股东变更,但年报中却披露没有发生实际控制人变更。例如,南方证券公司曾违规持有哈药股份(600000)股票,成为第一大股东,但其年报披露控股股东为哈药集团,南方证券并没有实际控制哈药股份。本文样本不包括这类公司。

③对于第一大股东不变但实际控制人变更的公司,实际控制人可能想放弃公司控制权。在1410个样本中,86个样本的第一大股东不变但实际控制人变更,其中83%的转让方属于国有性质,76%的收购方属于民营性质。也就是说,政府可能会通过这种方式将国有企业民营化。

④考虑到样本期间跨度较长,根据通货膨胀率,将各年末总资产调整至2012年末水平。

⑤对于部属高校,中央政府往往不会干预其商业投资行为,因此本文将部属高校的控制股东视同地方国企。

样本 17 263 个,发生控制权转移的概率为 6.31%;民营控股样本 9 292 个,发生控制权转移的概率为 3.44%,两者存在显著差异。^①也就是说,民营控股股东更不可能将上市公司控制权转让出去。另外,控制权未发生转移的民营控股样本的 ROA 很高(8.9%),控制权发生转移的民营控股样本的 ROA 很低(1.6%),两者差异为 7.3%,而在国有控股样本中,这一差异仅为 2.3%。这是因为相对于国有企业,民营企业上市较为困难,从而不愿舍弃上市公司这一宝贵资源。民营企业只愿将盈利能力很低的公司转让出去。

根据控股股东的性质,本文将控制权转移方向分为 4 类:民营转给国有、民营转给民营、国有转给民营以及国有转给国有。表 2 显示,国有转给国有样本的规模和盈利能力都高于国有转给民营的样本,说明国有股东倾向于保留规模较大、盈利能力较好的企业。转让方是民营企业的样本较少,而且民营企业转让的公司规模小、盈利能力差。其原因在于,民营企业上市比较困难,民营股东通常不会将规模大、盈利能力好的上市公司转让出去。民营转给国有的样本在转让前盈利能力最差,这是因为一些上市公司被掏空后,当地政府出于拯救目的而接手上市公司。例如,重庆实业(000736)被德隆系掏空后,被重庆市属的重庆渝富资产管理公司收购;通化金马(000766)被闫永明掏空后,被通化市二道江区国资公司收购。

表 2 控制权转移方向

	样本数	Asset	ROA (%)	Control share (%)
民营转给国有	105	7.9	0.3	26.6
民营转给民营	215	6.3	1.7	23.3
国有转给民营	427	9.4	3.8	30.2
国有转给国有	663	15.2	5.1	37.9

3. 控制权转移方式

中国上市公司的控制权转移方式多种多样,本文分为以下 8 种控制权转移方式,其中在前 5 种方式下,公司控制权并没有完全转移;而在后 3 种方式下,控制权完全转移。^②

(1)在同一国有企业集团内转让:严格来说,这不是真正意义上的控制权转移。

(2)国有股权无偿划转:不包括在同一国有企业集团内的国有股权无偿划转,共 251 个样本。大部分国有股权无偿划转样本发生在同一政府控制下,且这些样本的盈利能力较好。对于不同级别政府之间的无偿划转,双方通常存在战略合作协议,政府并未完全放弃控制权,管理层变更程度也较小。

(3)管理层收购(MBO):虽然政府放弃了控制权,但收购方(即公司管理层)在收购前就是公司的内部控制人。MBO 样本的公司规模较大,盈利能力较好。

(4)股权出资或增资:原第一大股东以持有的股权出资,与收购方合资成立一家公司,并且收购方控制这家公司,或者收购方对原第一大股东增资,并且控制原第一大股东。在这种方式下,原控制人并没有完全放弃公司控制权。这类样本的公司规模也较大,盈利能力较好。

(5)非控股股东之间转让:不是在原控股股东与新控股股东之间转让股权,如原第一大股东转让股权,原第二大股东在不收购股权的情况下自动成为第一大股东;或者原第一大股东没有转让股权,新第一大股东收购其他股东的股份,从而股份超过原第一大股东,成为新

^①剔除了国有企业集团内转让以及同一政府控制下的国有股权无偿划转后,国有控股样本发生控制权转移的概率为 4.66%,仍显著大于民营控股样本发生控制权转移的概率(3.44%)。

^②即使原控股股东在控制权转移后仍持有部分股权,公司控制人也发生了变化,公司管理层往往随之变更。

第一大股东。对于非控股股东之间转让,或者是原控股股东没有将股权转让出去,或者是新控股股东没有收购股份,即没有主动成为第一大股东。这类样本的盈利能力较好。

(6)控股股东协议转让,或控股股东本身被协议转让。这类样本占全样本的50%。

(7)定向增发:定向增发前的盈利能力低,有的是因为公司亏损,几乎没有主业,有的是因为原第一大股东回购资产,需要收购方以资产认购股份,导致公司主营业务发生变化。这些公司控制权转移后发生行业变更的概率最高(73%)。

(8)司法转让:在上市公司及其控股股东陷入困境时,其持有的股权通常被司法裁决或司法拍卖。这类样本的盈利能力最低。

在前5种控制权转移方式下,原控股股东并未完全放弃控制权。这些公司的资产规模较大、盈利能力较好(*Asset*和*ROA*的中位数分别为18亿元和5.7%),远远高于控制权完全转移的样本(*Asset*和*ROA*的中位数分别为8.3亿元和2.9%)。这表明控制人不愿放弃规模大、盈利能力好的公司控制权。

表3 控制权转移方式

	样本数	比例(%)	<i>Asset</i>	<i>ROA</i> (%)
在同一国有企业集团内转让	120	8.5	23.9	5.8
国有股权无偿划转:受同一级政府控制	182	12.9	18.8	5.9
划转至更低层级政府控制	14	1.0	21.1	3.8
划转至更高层级政府控制	55	3.9	13.9	3.5
管理层收购(MBO)	59	4.2	19.0	6.5
股权出资或增资	34	2.4	18.5	6.8
非控股股东之间转让	50	3.5	8.4	6.6
控制权部分转移样本小计	514	36.5	18.0	5.7
控股股东协议转让,或控股股东本身被协议转让	708	50.2	8.4	3.6
目标公司向收购方定向增发股份	70	5.0	6.4	2.2
司法裁决或司法拍卖	118	8.4	8.3	-4.4
控制权完全转移样本小计	896	63.5	8.3	2.9
控制权部分转移与完全转移的差异			9.7***	2.8***

4. 行业

本文在参考国家统计局行业分类标准和Wind数据库中证监会行业分类的基础上,根据公司年报和股权转让公告对公司及其控股股东主营业务范围的描述来判断其主要从事行业。对于控制权转移样本,所处行业是指控制权转移前的行业。发生行业变更更是指控制权转移后两年内(且还没有再次发生控制权转移),公司所处行业发生变化。原控股股东回购资产是指原控股股东购买上市公司的经营性资产,只是将“壳”卖给收购方,即收购方“买椟还珠”。

在本文样本中,金融、煤、石油、矿、有色金属、钢铁、电力、煤气、水、交通运输、交通设备与重型机械等垄断性行业的公司(8 665个样本)控制权转移概率略低(4.2%),其他行业(本文称之为竞争性行业)的公司(17 890个样本)控制权转移概率略高(5.8%),两者具有显著差异。也就是说,处于垄断性行业的公司更不可能发生控制权转移。在行业发生变更的样本中,垄断性行业和竞争性行业的公司原控股股东回购资产的概率分别为46.3%和24.0%,两者也具有显著差异。也就是说,垄断性行业的公司控股股东更可能回购资产,即控股股东不愿出让垄断性行业资产。在回购资产的67个样本中,58个(占86.6%)是国有股东回购资产。

5. 同业并购^①

中国资本市场长期以来一直实行准入管制,特别是在创业板开通之前,上市指标主要偏向国有企业,导致企业特别是民营企业上市非常困难,而且上市审批过程漫长,不确定性大,因此借壳上市非常普遍。在很多情况下,收购方并不考虑目标公司所处行业,看中的只是上市资格“壳”资源。根据吕爱兵(2003)的统计,在2002年的上市公司并购样本中,同业并购比例只有25%。同业并购是指收购方与目标公司的主营业务相同或相关。如果新控股股东的主营业务范围非常分散,无法判断其主要从事的行业,则将其界定为“无明确主业”。本文剔除了同一国有企业集团内转让样本、MBO样本以及收购方为政府机构、国有资产经营公司、综合性国有资产控股公司、行业属于综合类、转让方以股抵债将股权转让给银行的样本,最终剩下990个样本。本文发现,国有收购方的同业并购比例为64%,民营收购方的同业并购比例只有24%。

6. 控制权定价

本文在考察控制权转让价格时,将样本限于前后两代控股股东之间转让股权的情况,共得到597个观测值,因为其他方式的控制权转移或者没有转让价格(如定向增发),或者转让价格不是协商确定的(如司法拍卖)。由于中国上市公司的股权转让价格主要参照每股净资产,我们构建了一个股权转让价格变量(*Price*),它等于每股转让价格除以每股净资产。如果每股净资产为负数或者接近于零,*Price*就没有意义,因此我们剔除了每股净资产小于0.1的43个样本。另外,有些样本的股权转让价格无法找到。我们还根据是否已经实施股权分置改革来区分样本公司,因为股权价值在一定程度上取决于股权是否可以流通,股权分置改革后,股权转让价格应该更高。我们最终得到396个未股改样本,82个已股改样本。

未股改样本的每股转让价格与每股净资产之间的相关系数高达0.66,已股改样本的这一相关系数也高达0.51。未股改样本的*Price*均值和中位数分别为1.41和1.13,而且超过一半的样本*Price*在1和1.4之间,即每股转让价格略高于每股净资产。已股改样本的*Price*均值和中位数分别为4.58和3.46。已股改样本的转让价格约为未股改样本的3倍。另外,未股改样本的*Price*与ROA相关系数为-0.37,已股改样本的*Price*与ROA相关系数为-0.55。也就是说,公司的盈利能力越低,*Price*反而越高。此时,每股转让价格并不主要体现净资产和盈利能力的价值,而是更多地反映“壳资源”的价值。也就是说,在中国资本市场上,收购方追逐的是上市资格的“壳资源”价值。公司并购中的资源联合效应至少在以上市公司为标的的并购交易中不是主导因素。

(二)变量定义

本文变量定义见表4。

表4 变量定义

变量类型与符号		变量定义
因变量	<i>Transfer</i>	如果公司发生控制权转移,则取1,否则取0
	<i>State acquirer</i>	如果收购方受政府控制,则取1,否则取0
	<i>Connected acquirer</i>	如果民营收购方有政治关系,则取1,否则取0
	<i>Non-local excellent acquirer</i>	如果收购方是央企、中国企业500强中的外省国企、创业经验在10年以上的外省民营企业,则取1,否则取0
	ΔROA	控制权转移前后三年平均总资产报酬率之差减去同行业同年度未发生控制权转移的公司前后三年平均总资产报酬率之差的中位数

^①如果收购方是多元化经营的大型央企,且被收购公司的主业是收购方的主业之一,我们也将其界定为同业并购;否则,我们计算得到的同业并购比例会更低。

续表4 变量定义

变量类型与符号		变量定义
解释变量	ROA	控制权转移前三年的平均总资产报酬率
	Ln(Asset)	控制权转移前一年末总资产的自然对数
	SOE	如果转让方受政府控制,则取1,否则取0
	Monopoly	如果公司处于垄断行业,则取1,否则取0
	From 2004	如果控制权转移发生在2004年及以后,则取1,否则取0
	GDP per capita	某省人均GDP/各省人均GDP的中位数
	Excellent acquirer	如果收购方是央企、中国企业500强中的国企、创业经验在10年以上的民营企业企业家,则取1,否则取0
Same industry acquirer	如果收购方与发生控制权转移的公司处于同一行业,则取1,否则取0	
控制变量	Control share	控股股东持股比例
	Price	每股转让价格/每股净资产
	Year	发生控制权转移的年度
	Province	上市公司所在省份

四、实证结果

(一)是否转让控制权

表5报告了是否转让控制权即式(1)的logit回归结果。结果显示,ROA、Ln(Asset)、Control share和Monopoly的系数显著为负,说明盈利能力越好、规模越大、控股股东持股比例越高以及垄断行业公司越不可能发生控制权转移。SOE的系数显著为正,说明国有控股公司更可能发生控制权转移。这是因为民营企业上市困难,更不愿意转让上市公司控制权。

$$Transfer = f(ROA, Ln(Asset), SOE, Monopoly, Control\ share, Year, Province) \quad (1)$$

表5 是否转让控制权的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
ROA			-6.90*** (0.00)	-7.16*** (0.00)
Ln(Asset)	-0.48*** (0.00)	-0.66*** (0.00)	-0.39*** (0.00)	-0.56*** (0.00)
Monopoly	-0.10 (0.13)	-0.22*** (0.01)	-0.05 (0.43)	-0.16** (0.04)
Control share	-2.22*** (0.00)	-2.86*** (0.00)	-1.63*** (0.00)	-2.18*** (0.00)
SOE	0.86*** (0.00)	0.65*** (0.00)	0.79*** (0.00)	0.58*** (0.00)
Year	控制	控制	控制	控制
Province	控制	控制	控制	控制
Pseudo R ²	0.10	0.12	0.13	0.16
N	26 555	26 253	26 231	25 934

注:列(1)采用的是全样本,列(2)剔除了集团内转让及同一政府控制下的无偿划转样本,列(3)和列(4)分别在列(1)和列(2)的基础上剔除了金融行业样本。

(二)收购方选择

1. 政府保留对重要行业和控制企业的控制

表6报告了是否选择国有收购方即式(2)的logit回归结果。列(1)和列(2)结果显示,

ROA 的系数不显著, $\ln(\text{Asset})$ 、 Control share 、 Monopoly 和 SOE 的系数显著为正, 说明在控制权转移样本中, 规模大、控股股东持股比例高、垄断行业以及国有控股的公司更可能被转让给国有收购方。列(5)采用的是 2003 年及以前发生控制权转移的样本, 各个变量都不显著。列(6)采用的是 2004 年及以后发生控制权转移的样本, $\ln(\text{Asset})$ 、 Monopoly 、 Control share 和 SOE 的系数显著为正。这说明国有控股公司更可能被转让给国有收购方的现象主要发生在 2004 年及以后。

$$\text{State acquirer} = f(\text{ROA}, \ln(\text{Asset}), \text{Monopoly}, \text{Control share}, \text{SOE}, \text{From 2004}) \quad (2)$$

表 6 是否选择国有收购方的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROA	1.15 (0.12)	-0.04 (0.96)	0.78 (0.44)	-1.60 (0.21)	1.07 (0.42)	-0.87 (0.38)
$\ln(\text{Asset})$	0.47*** (0.00)	0.28*** (0.00)	0.27*** (0.00)	0.26** (0.04)	-0.05 (0.70)	0.42*** (0.00)
Monopoly	0.46*** (0.00)	0.40*** (0.01)	0.41** (0.02)	0.59* (0.10)	0.25 (0.27)	0.63*** (0.00)
Control share	1.49*** (0.00)	1.05*** (0.01)	0.69 (0.14)	2.40*** (0.01)	0.95 (0.12)	1.23** (0.03)
SOE	0.73*** (0.00)	0.30* (0.06)			0.07 (0.79)	0.34* (0.07)
From 2004	0.24* (0.07)	0.09 (0.52)	0.26 (0.12)	-0.33 (0.24)		
Province	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Pseudo R ²	0.12	0.06	0.03	0.04	0.01	0.08
N	1 399	1 102	784	318	502	600

注: 列(1)不包括金融行业样本, 列(2)在列(1)的基础上剔除了同一国有企业集团内转让及同一政府控制下的无偿划转样本, 列(3)和列(4)分别采用的是列(2)中的国有与民营转让方样本, 列(5)采用的是列(2)中在 2003 年前发生控制权转移的样本, 列(6)采用的是列(2)中在 2004 年后发生控制权转移的样本。由于列(3)至列(6)的样本量不大, 有些省份只有一两个样本, 因此在控制 Province 时不是控制每个省份, 而是按人均 GDP 高低分为三组进行控制。

2. 个人私利目标: 选择有关系的收购方

本文样本中有 427 个民营化样本, 即国有控股股东将上市公司控制权转移给民营企业。民营收购方有很强的动机通过其政治关系来获得有利的交易, 即收购业绩优良的公司, 或者支付较低的溢价。政治关系是很难衡量的, 对于政治关系的定义, 如果民营企业家是全国党代表、全国人大代表、全国政协委员(当选时间在收购上市公司之前), 或者曾经在省委、省政府工作, 或者曾经担任副处级以上政府职务, 则可以认为该民营企业家具有较好的政治关系; 如果根据事后资料查出某民营企业家行贿副厅级以上政府官员, 或者在收购过程中有行贿行为, 则也可以认为其具有较好的政治关系。

在本文的 425 个民营化样本(剔除了 2 个金融行业样本)中, 与无政治关系的民营收购方相比, 有政治关系的民营收购方收购了盈利能力较好的公司(ROA: 5.4% VS. 1.6%), 但转让价格 Price 基本上没有差异。也就是说, 有政治关系的民营收购方能够从政府手中收购盈利能力较好的公司, 并不需要为此支付较高的溢价。我们也统计了转让方是民营股东的样本, 没有发现上述特征。另外, 有行贿行为、全国党代表、人大代表、政协委员以及曾经担任副处级以上政府职务这三类政治关系的样本分别为 26 个、60 个和 28 个, 所收购公司的 ROA 均值分别为 6.0%、5.2% 和 4.6%, 显著高于无政治关系的收购方所收购公司的

ROA 均值 1.6%。

表 7 报告了民营收购方是否有政治关系即式(3)的 *logit* 回归结果,其中列(1)和列(2)中政治关系包括行贿,列(3)和列(4)中则不包括行贿。ROA 的系数显著为正(列(4)除外),说明在民营化样本中,盈利能力好的公司更可能被有政治关系的民营企业收购。

$$Connected\ acquirer = f(ROA, Ln(Asset), Monopoly, Control\ share, Price) \quad (3)$$

表 7 民营收购方是否有政治关系(个人私利目标)的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
ROA	6.20*** (0.00)	5.85** (0.04)	5.14*** (0.01)	4.04 (0.17)
Ln(Asset)	0.18 (0.26)	0.39 (0.11)	0.08 (0.61)	0.15 (0.55)
Monopoly	-0.11 (0.70)	0.33 (0.36)	-0.01 (0.98)	0.42 (0.27)
Control share	0.54 (0.48)	0.52 (0.60)	0.24 (0.77)	-0.43 (0.69)
Price		0.26 (0.12)		0.21 (0.19)
Year	控制	控制	控制	控制
Province	控制	控制	控制	控制
Pseudo R ²	0.10	0.09	0.05	0.05
N	425	248	425	248

3. 招商引资目标:选择有实力的外地收购方

为了提高政绩,地方政府可能为上市公司选择有实力的外地收购方。一般来说,中央企业的实力强,引入中央企业有助于促进地方经济发展,同时有利于向外界传递当地成功招商引资的信号。引入外省有实力(如中国企业 500 强)的国有企业也可能有助于促进地方经济发展。在公司规模方面,民营企业与国有企业很难相比。但一般来说,创业经验丰富的民营企业企业家往往有更好的经营才能,积累了更强的经济实力,而且收购的目的更可能是长期投资。作为收购方的最终控制人,民营企业家的创业经验是经济实力、经营才能、收购意图的替代变量。涂国前(2010)研究发现,创业经验丰富的民营收购方能够提高公司绩效。我们根据公司年报、股权转让公告以及利用网络,采用关键字来搜索民营企业家的政治关系与创业经历信息。本文以年为单位,计算民营企业家的创业时间,即从创立企业或担任董事长、总经理的年度到收购上市公司的年度之间间隔的年数。如果收购方是国外公司,以该公司及其控股股东的成立时间中较长者为准。本文采用二分变量的设定方法,将创业时间超过 10 年界定为有实力,创业时间在 10 年以下或创业经历不详界定为实力不足。

根据我们了解的案例,通过转让上市公司控制权来吸引有实力的外地企业到当地投资,大多发生在经济落后地区。我们预期在经济落后地区,地方政府面临更大的招商引资压力,从而更有动机选择有实力的外地收购方。有实力的外地收购方包括中央企业、中国企业 500 强中的外省国有企业以及创业时间在 10 年以上的外省民营企业企业家。由于民营企业的规模很难与国有企业相比,很少有民营企业进入 500 强,因此针对国有与民营收购方,我们分别采用了不同的界定标准,而这并不影响本文的结论。

由于同一国有企业集团内转让及同一政府控制下的无偿划转不是真正意义上的控制权转移,我们剔除了这两类样本。本文按“某省人均 GDP/各省人均 GDP 中位数”来衡量地方经济发达程度,将样本分为高、中、低三组。我们发现,在本省国有转让方样本中,人均

GDP 高、中、低三组样本转让给有实力的外地收购方的概率分别为 16.9%、28.2%和 42.3% (转让给外地有实力的国有收购方的概率分别为 10.8%、17.3%和 21.5%,转让给外地有实力的民营收购方的概率分别为 6.1%、10.9%和 20.8%),说明在经济落后地区,地方政府更有可能选择有实力的外地收购方。转让方不是本省国有(包括民营、央企、外省国有)的样本不存在这一特征。

表 8 报告了是否选择有实力的外地收购方即式(4)的 *logit* 回归结果。列(1)和列(2)采用的是本省国有转让方样本,*GDP per capita* 的系数显著为负,说明所在省份的人均 GDP 越低(即经济越落后),地方政府越可能将控制权转让给有实力的外地收购方。列(3)和列(4)采用的是转让方不是本省国有的样本,*GDP per capita* 的系数不显著,说明这些样本选择收购方时不受地方经济影响。

$$Non\text{-}local\ excellent\ acquirer = f(GDP\ per\ capita, ROA, Ln(Asset), Monopoly, Control\ share, Year) \quad (4)$$

表 8 是否选择有实力的外地收购方(招商引资目标)的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>GDP per capita</i>	-0.33*** (0.00)	-0.27*** (0.01)	0.06 (0.50)	0.06 (0.59)
ROA	0.69 (0.60)	1.23 (0.43)	0.99 (0.39)	0.40 (0.76)
Ln(<i>Asset</i>)	0.10 (0.45)	0.26* (0.07)	0.12 (0.27)	0.11 (0.35)
<i>Monopoly</i>	0.70*** (0.00)	0.57** (0.02)	-0.28 (0.34)	-0.28 (0.37)
<i>Control share</i>	1.35** (0.03)	0.64 (0.37)	1.41* (0.06)	0.99 (0.22)
SOE			0.19 (0.43)	0.27 (0.31)
Year	控制	控制	控制	控制
<i>Pseudo R</i> ²	0.14	0.18	0.06	0.06
N	635	503	467	365

注:列(1)采用的是转让方受本省政府控制的样本,列(3)采用的是转让方不受本省政府控制的样本,列(2)和列(4)分别在列(1)和列(3)的基础上剔除了非控股股东之间转让、MBO、司法转让以及以股权抵偿银行债务的样本。

(三)控制权转移绩效

在考察控制权转移绩效(ΔROA)时,我们剔除了行业发生变更的样本以及金融行业公司。同一国有企业集团内转让及同一政府控制下无偿划转样本的 ΔROA 中位数为 0.0%。剔除上述样本后的 ΔROA 中位数为 0.3%,其中转让给有实力的收购方样本的 ΔROA 中位数为 1.1%,显著高于其他样本的 -0.5%;同业并购样本的 ΔROA 中位数为 1.6%,显著高于非同业并购样本的 -0.6%。

考虑到本文界定收购方是否有实力时对国有与民营收购方采用了不同的标准,我们发现转让给有实力和无实力的国有收购方样本的 ΔROA 中位数分别为 1.0%和 -0.3%,两者存在显著差异;转让给有实力和无实力的民营收购方样本的 ΔROA 中位数分别为 1.2%和 -0.6%,两者也存在显著差异。这说明区分国有与民营转让方,结论仍然成立。

表9报告了控制权转移绩效的回归结果。结果显示, *Excellent acquirer* 和 *Same industry acquirer* 的系数都显著为正,说明有实力的收购方和同业并购的收购方能够提高公司绩效。由列(2)结果可知,ROA 分别提高了 3.09% 和 3.38%。这说明收购方的选择对公司绩效产生了重大影响。根据本文的数据,在转让方不是本省国有的情况下,选择有实力的收购方的概率为 37%,选择同业收购方的概率为 23%;本省国有转让方选择有实力的外地收购方的概率为 41%,选择同业收购方的概率为 39%,说明选择有实力的收购方与同业收购方的概率不高。也就是说,大部分控制权转移不是出于效率目标。

State acquirer 和 *Connected acquirer* 的系数都不显著,说明收购方的国有/民营性质以及民营收购方是否有政治关系对控制权转移绩效没有显著影响。而根据表6和表7的结果,国有控股公司和垄断行业公司更可能被转让给国有收购方,有政治关系的民营收购方能够从政府手中收购盈利能力较好的公司且不需要为此支付较高的溢价。这说明转让给国有收购方和有政治关系的收购方并不是出于效率目标。

表9 控制权转移绩效的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Excellent acquirer</i>	2.93*** (0.00)	3.09*** (0.01)	4.99*** (0.00)	3.62* (0.09)
<i>Same industry acquirer</i>		3.38*** (0.01)		4.73** (0.03)
<i>State acquirer</i>	0.19 (0.84)	-0.66 (0.59)		
<i>Connected acquirer</i>			0.65 (0.71)	2.76 (0.21)
ROA (%)	-0.89*** (0.00)	-0.87*** (0.00)	-0.72*** (0.00)	-0.73*** (0.00)
Ln(Asset)	-1.99*** (0.00)	-2.19*** (0.00)	-0.46 (0.65)	-0.21 (0.87)
<i>Monopoly</i>	1.15 (0.33)	0.68 (0.63)	3.18* (0.10)	3.94 (0.11)
<i>Control share</i>	0.19 (0.96)	-1.42 (0.74)	-4.69 (0.41)	-11.58 (0.11)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Province</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Adj. R²</i>	0.31	0.27	0.20	0.18
<i>N</i>	786	592	314	233

注:列(1)在本文截至2010年发生控制权转移的样本中剔除了金融行业、行业发生变更、同一国有企业集团内转让以及同一政府控制下无偿划转的样本,列(2)在列(1)的基础上剔除了MBO样本以及收购方是政府机构、国有资产经营公司、综合性国有资产控股公司、以股抵债将股权转让给银行、行业属于综合类的样本,列(3)和列(4)采用的分别是列(1)和列(2)中的民营化样本。

五、结论

本文基于中国资本市场准入管制、政府控制的制度背景,从控制权转移过程中的收购方选择、转让定价、转让后绩效等方面,研究了中国上市公司控制权转移的动机。本文基于截至2013年底中国上市公司控制权转移事件的分析表明,中国上市公司控制权转移不是市场

自由竞争的结果,转让价格并没有反映公司质量(如盈利能力);控制权转移后,公司绩效总体上并没有提高,虽然同业并购与有实力的收购方能够提高公司绩效,但这类样本不到40%;政府保留对重要行业和控制、招商引资以及个人私利是政府干预上市公司控制权转移的主要目标。总体来看,中国上市公司控制权转移总体上不是效率导向的,控制权市场难以发挥约束在位管理层、降低代理成本等作用。

本文的结论具有很强的政策含义。在自由竞争、以效率为导向的市场环境中,控制权市场被认为是有效的公司治理机制。如何提高中国上市公司控制权转移的市场参与和竞争程度,发挥控制权转移的公司治理作用,提高控制权转移绩效,是理论界和实务界需要思考的问题。一个可行的方向是,规范控制权转移过程中的政府与官员行为,激励其选择同行业、有实力而不是有关系的收购方。

主要参考文献:

- [1]陈信元,陈冬华. 换股合并增加股东财富了吗?——一项案例研究[J]. 中国会计与财务研究,2000,(1):46—65.
- [2]方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购[J]. 管理世界,2008,(9):118—123.
- [3]冯根福,吴林江. 中国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 经济研究,2001,(1):54—61.
- [4]李广子,刘力. 上市公司民营化绩效:基于政治观点的检验[J]. 世界经济,2010,(11):139—160.
- [5]李善民,曾昭灶. 控制权转移的背景与控制权转移公司的特征研究[J]. 经济研究,2003,(11):54—64.
- [6]李增泉,余谦,王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究,2005,(1):95—104.
- [7]刘峰,向凯. 公司并购何以成为打劫上市公司的手段?——市场角度的分析[J]. 中国会计评论,2009,(1):67—86.
- [8]刘峰,钟瑞庆,金天. 弱法律风险下的上市公司控制权转移与“抢劫”——三利化工掏空通化金马案例分析[J]. 管理世界,2007,(12):106—116.
- [9]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.
- [10]潘红波,夏新平,余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J]. 经济研究,2008,(4):41—52.
- [11]谭劲松,郑国坚,彭松. 地方政府公共治理与国有控股上市公司控制权转移——1996~2004年深圳市属上市公司重组案例研究[J]. 管理世界,2009,(10):135—151.
- [12]涂国前. 控制权转移前业绩、收购方性质与控制权转移绩效[J]. 中国会计评论,2010,(4):415—430.
- [13]王红领,李稻葵,雷鼎鸣. 政府为什么会放弃国有企业的产权[J]. 经济研究,2001,(8):61—70.
- [14]王化成,孙健,卢闯. 控制权转移的微观市场反应——基于丹东化纤(000498)的实证分析[J]. 管理世界,2008,(8):138—144.
- [15]夏立军,陈信元. 市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定[J]. 经济研究,2007,(7):82—95.
- [16]杨记军,逯东,杨丹. 国有企业的政府控制权转让研究[J]. 经济研究,2010,(2):69—82.
- [17]张新. 并购重组是否创造价值?——中国证券市场的理论与实证研究[J]. 经济研究,2003,(6):20—29.
- [18]中国证券监督管理委员会. 中国资本市场发展报告[M]. 北京:中国金融出版社,2008.
- [19]Healy P, Palpu K, Ruback R. Does corporate performance improve after mergers? [J]. Journal of Financial Economics, 1992, 31(2): 130—175.
- [20]Jensen M C, Ruback R S. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. Journal of Financial Economics, 1983, 11(1—4): 5—50.
- [21]Manne H G. Mergers and the market for corporate control[J]. Journal of Political Economy, 1965, 73(2): 110—120.

The Motivation of Chinese Listed Companies' Controlling Rights Transfer

Liu Feng¹, Tu Guoqian²

(1. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China;

2. School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract: From the perspectives of listing regulation and government control, this paper describes the motivation of controlling rights transfer in Chinese listed companies in aspects of acquirer selection, transfer pricing, performance after the transfer and so on in the process of controlling rights transfer. Using 1410 controlling rights transfer events in China's A-share market by the end of 2013 as the sample, it arrives at the conclusions as follows: firstly, governments tend to transfer state-owned listed companies in non-monopoly industries or with poor performance and retain the companies in monopoly industries and with sound performance; secondly, in economically backward areas, governments are prone to transfer controlling rights to powerful nonnative acquirers to attract investment; thirdly, private acquirers with political connections acquire companies with better profitability, but do not pay higher premiums; fourthly, after controlling rights transfer, corporate performance does not raise as a whole, and although correlative M&A and stronger strength of acquirers lead to the increase in corporate performance, such samples are less than 40%. Therefore, controlling rights transfer in Chinese listed companies is not overall efficiency-oriented, and if controlling rights transfer is not based on efficiency, it will be difficult to play the role of controlling rights market in the restrictions on the management in position, the decrease in agency costs and so on.

Key words: controlling rights transfer; motivation; government intervention; acquirer; performance

(责任编辑 康健)