

# 国有控股上市公司控制权转移对经营绩效和代理成本的影响

曾昭灶<sup>1</sup>, 李善民<sup>2</sup>

(1. 广东外语外贸大学 国际工商管理学院, 广州 510420; 2. 中山大学 管理学院, 广州 510275)

**摘要:** 本文对 2000—2004 年我国发生控制权转移的国有控股上市公司在控制权转移前后的经营绩效、代理成本进行了实证检验。结果表明: 控制权转移后, 公司的代理成本水平下降, 经营绩效得到提高; 卖方为地方的子样本代理成本的下降和经营绩效的改善大于卖方为中央企业的子样本; 买方为民营的子样本的代理成本的下降和经营绩效的改善大于买方为国有的子样本; 买方为国有的控制权转移经营绩效提高和代理成本下降主要来自最终控制人变更子样本。

**关键词:** 控制权转移; 国有控股上市公司; 经营绩效; 代理成本

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-980X(2008)05-0115-06

## 1 文献回顾

据报道, 2007 年我国涨幅最大的 10 只股票中有 4 只是 ST 股, 其涨幅有些甚至超过 500%。我国的 ST 股通常是连续 2 年亏损的公司的股票。连续 2 年亏损的公司, 无论是资产质量、管理层的经营能力, 还是公司治理都相对低劣, 仅凭原管理层通过改善公司经营提高盈利的可能性不大。其股价大涨的原因在于有资产重组预期或已经落实了资产重组计划。在资本市场上, 有重大资产重组事件的公司都会引起市场的极大关注。资产重组, 在国外又称为并购(M & A), 包括兼并、收购、股权重组、债务重组等。它可以直接提高上市公司的资产质量, 或通过改变公司的治理来提高公司的盈利能力。因此, 资产重组引起了学术界的长期关注。

在我国, 狭义的资产重组主要是指股权重组或控制权重组。在我国特殊的制度背景下, 我国市场对资产重组事件的关注远远超过其他发达国家的资本市场。首先, 由于我国实行行政控制的上市发行制度, 企业直接上市难度较大。一方面, 在新兴的发展中国家里, 企业面临大量的投资机会, 需要巨额的资金。难以直接上市的企业希望通过“买壳”来上市

融资, 从而对“壳”资源有较大需求; 另一方面, 我国的退市制度对上市公司的盈利要求严格, 这使得一些资产质量不高或连续 2 年亏损的公司有快速提高盈利能力的迫切要求。由于“壳”资源价值巨大, 往往有资产重组的预期。其次, 我国上市公司中大量国有股权的存在也使得上市公司的资产重组有特别的意义。我国上市公司的股权重组比私有股权下的资产重组有更多含意。私有股权的股权重组主要考虑剩余索取人的价值增值等因素; 而国有股权的资产重组除了考虑国有资产的保值增值外, 还与国家的产权改革、经济控制力、地方政府的财政收入、就业甚至领导的政绩以及政府工作人员的私利密切相关。我国上市公司控股权的直接所有者有中央企业、不同层级的地方政府机构、地方国有企业等, 这些所有者的利益实现形式与持有控股权的动机不尽相同。相对而言, 国外的上市公司常通过控制权转移来提高资产质量或改善公司治理, 从而达到提升业绩的目的。但基于以上因素, 该机制在我国的表现形式可能存在差异。具体而言, 我国上市公司控制权转移的形式就体现了这种特殊性。我国不存在敌意“接管市场”, 控制权转移的主要形式是与原控股股东协议转让, 或在同一级政府控制下的无偿划

收稿日期: 2008-02-24

基金项目: 国家自然科学基金项目(70572054)

作者简介: 曾昭灶(1974—), 男, 广东惠东人, 广东外语外贸大学国际工商管理学院讲师, 管理学博士, 研究方向: 公司金融; 李善民(1963—), 男, 四川巴中人, 中山大学管理学院教授, 博士生导师, 经济学博士, 研究方向: 公司金融与资本市场。

拨。这些形式不同、买卖双方各异的控制权转移就可能给公司绩效带来不同的影响。

国外对私有产权下的控制权转移的绩效和治理效应的理论和实证研究有很多。国外学者多从经营业绩以及股东价值的角度来研究控制权转移的绩效。Jensen 和 Ruback 通过回顾以前的相关文献,得出结论:平均而言,控制权转移公司的股东得到 30% 的超常收益<sup>[1]</sup>。在国外的有效市场中,股票的超常收益可以反映出公司的经营业绩,30% 的超常收益则意味着公司的经营业绩有大幅度的提高。Healy 等以行业中值调整的总资产收益率衡量控制权转移前后的企业绩效,发现公司经营绩效在控制权转移后有实质性的提高<sup>[2]</sup>。近年来,我国上市公司控制权转移事件不断发生,学术界对其绩效的研究成果颇丰。徐晓东、陈小悦<sup>[3]</sup>比较了我国 1997—2000 年期间发生第一大股东变更的上市公司在其变更前、后一年的 ROE、ROA 等经营绩效指标、托宾 Q 值和股票的市场收益,发现这些指标在变更后有所改善。朱宝宪、王怡凯用净资产收益率和主营业务利润率来衡量公司业绩,研究了 1998 年发生的 67 起上市公司控股权转让事件,发现在原控股方主动出让股权的事件中,被购方业绩表现较差;而在收购方主动收购的事件中,被购公司的业绩表现较好<sup>[4]</sup>。白云霞等对 1996—1999 年发生非整体置换的 126 家控制权转移公司进行了研究,发现控制权转移后绩效的提高主要来自收购资产<sup>[5]</sup>。王志诚、詹翼发现,在 1995—2000 年期间发生的 275 起第一大股东变更事件中,公司的累积超常收益为 12.73%,而在替换 CEO 或董事长变更事件中,超常收益则高达 18.39%;第一大股东的性质从国家股变为法人股的超常收益高于其他股权性质的变更<sup>[6]</sup>。徐莉萍等对 1996—2000 年我国上市公司发生的控制权转移的研究表明,只有有偿转让给民营买方的上市公司才会表现出盈利能力和经营绩效的提高,CEO 变更和行业转换对公司经营绩效的改进都有正面的效果<sup>[7]</sup>。高雷研究了 1997—2003 年我国发生控制权转移的上市公司的总资产收益率、总资产周转率和管理费用比率,发现控制权转移前总资产收益率、总资产周转率出现下降,转移后出现先上升后下降的趋势,而管理费用比率的变化与此恰好相反,且有偿转移和转移给民营的样本的绩效提高更明显<sup>[8]</sup>。陈昆玉、王跃堂以行业调整的净资产收益率和主营业务收益率来衡量 1997—2000 年我国 153 家国有控股上市公司控制权转移的绩效,发

现控制权转移后公司绩效得到了提高,且有偿转移样本的提高幅度高于无偿转移样本<sup>[9]</sup>。

国内对上市公司控制权转移绩效的研究,在对整体上是否有绩效改善进行分析的基础上,试图寻找不同子样本的绩效差异、绩效改善的来源或影响因素,但较少关注国有控股上市公司控制权转移中买卖双方的性质、最终控制人是否变更、交易形式对控制权转移绩效和代理成本的影响等问题。本文以我国 2000—2004 年发生的控制权转移的国有控股上市公司为样本,实证分析不同形式的、不同性质买方和卖方的、不同最终控制人变更结果的控制权转移对公司的经营绩效和代理成本的影响。

## 2 理论背景分析

股权结构主要是指公司股权的集中程度,以及控股股东和其他较大股东的持股比例。股权结构可以决定不同股东对公司权力以及董事会的影响程度,从而影响公司的经营方针,也决定了控股股东能否从公司获取私有收益。因此,股权结构对公司治理和经营绩效的影响是最根本的、最具有决定性的内部机制,而国内外大量有关股权结构与公司治理、经营绩效关系的研究也证明了这一点。在我国,广义的股权结构还应包括股本结构,即不同股东的所有制性质。不同所有制性质的控股股东对公司经营绩效也有重要影响。一般认为,对于私有性质的控股股东而言,由于股权的最终控制权和剩余索取权合一,控股股东有足够的激励来监督和加强公司的经营。而我国普遍存在国有大股东“一股独大”的情况,即国有性质的大股东持股比例远远超过 30% 的相对控股比例,多数甚至超过 50% 的绝对控股比例,完全控制了股东大会和董事会。在国有控股的具体表现形式中,直接控股股东可以是地方政府机构、地方国有(控股)企业、中央企业等,而地方国有(控股)企业的最终控制人是地方政府。一方面,这些国有股东不享有股权的剩余索取权,从而缺乏激励来监督和加强公司的经营;另一方面,地方政府又担负着保证地方财政收入以及就业等任务。中央企业隶属并接受国有资产监督管理委员会的领导和监督,负责执行国有资产的保值增值以及保持在相关行业国有经济控制力的任务,对上市公司的监督可以说动机较纯,较少受政府其他职能的影响。地方政府机构或国有企业股东虽然也要按照“政企分开”的政策监督上市公司管理层,但由于上市公司高管或相关的政府主管官员有政绩方面的任务,因此作为上

上市公司股东或高管的角色难免受地方政府其他方面职能的影响。一旦国有控股上市公司的经营绩效不好而面临股权重组,地方政府控股股东和中央企业控股股东的表现可能不一样,地方政府控股股东可能更积极地寻求能够提高公司经营绩效的买家,并且快速实现经营业绩的提高。

在买方身份对控制权转移后公司经营绩效的影响方面,民营买方是私有产权性质的,有控制权与索取权相一致的高能激励,在控制权转移后,必将努力降低公司的代理成本,加强监督并改善上市公司的经营管理,提高公司的营业绩效。但是,民营买方获取控制权转移回报的途径并不只限于公司共有收益,其还可以凭公司的控制权获取私有收益,即转移公司的资源。这已为不少关于民营股东掏空上市股东的案例和统计研究所证实。而对于国有买方而言,虽然同样存在这种转移公司资源的途径(如辖管有其他的国有控股企业),但是由于没有直接的经济利益,国有买方的负责人冒这种违犯法律法规的行为风险的可能性相对较小。如果考虑私有收益获取的便利,控制权转移后,民营买方的上市公司的公司治理质量可能低于国有买方。

在国有买方的控制权转移交易中,交易的形式有有偿与无偿之分。而无偿交易的控制权转移的最终控制人一般不会发生变更,如地方政府将某家上市公司的股权无偿划拨给另一家国有企业(或政府机构)。发生这种控制权转移的公司代理成本和公司治理机制质量上可能就不会发生明显的变化,而只是在经营绩效上有所变化。

### 3 研究设计

#### 3.1 样本确定与数据收集

本文把股权转让引起的第一大股东变更界定为控制权转移。国有控股上市公司是指在发生控制权转移前第一大股东为国有性质的上市公司。控制权转移的交易事项以及交易数据来自 CCER 的股权协议转让数据库,财务指标数据来自 CSMAR 的财务数据库。虽然我国 2000 年以前发生的控制权转移事件相对较少,但已有不少相关研究以此为样本。考虑到公司交易数据和财务数据的可获得性,本文主要分析 2000—2004 年我国发生控制权转移的国有控股上市公司,并根据如下标准进行样本选取:本次股权交易的第一次公告发生在 2000 年或以后,并在 2004 年或以前已完成公告;股权转让导致第一大股东变更;股权转让前第一大股东为国有性质;交易前买方不是公司控股股东;发生多次转移的取最后一次转移作为本研究的转移事件,且该次转移的第一次公告年离上一次转移的最后一次公告在 2 年以上;非金融类公司,且卖方也不是国有金融机构。最终,获得本文的研究样本为 219 家上市公司。笔者根据买卖双方的性质、转移是否有偿以及最终控制人是否变更对研究样本进行了分类,分类结果见表 1。表 1 中,“S”代表卖方,“B”代表买方,“地方”代表买方为地方政府机构和地方所有企业,“中央企业”表示中央直属企业及科研机构,但不包括大学,“民营”包括自然人、自然人控制的企业和外资企业;如果买方和卖方属于同一地方的政府机构或国有企业,则认为第一大股东变更没有导致最终控制人的变更,但根据本文的定义,其控制权发生了转移。除了买方为民营子样本的最终控制人发生变更外,2000—2004 年我国有 33 家国有控股上市公司虽然发生控制权转移,但其最终控制人没有变更。

表 1 2000—2004 年研究样本的分布

年度	样本数	S 地方	S 中央企业	B 民营	B 地方	B 中央企业	B 大学	有偿转让	最终控制人变更
2000	27	21	6	11	9	6	1	18	14
2001	27	22	5	6	15	5	1	13	11
2002	50	39	11	17	23	8	2	32	24
2003	62	51	11	27	24	9	2	43	36
2004	53	44	9	19	21	13	0	35	28
总计	219	177	42	80	92	41	6	141	113

#### 3.2 变量说明

本文主要分析上市公司在控制权转移前后的经营业绩,以考察该事件前后的绩效。从不同方面衡量公司经营业绩的财务指标很多,如企业的获利能

力、增长能力等,本文只选择以下 3 个较综合且具有代表性的指标作为衡量公司经营绩效的指标:净资产收益率(ROE)、总资产收益率(ROA)、经营现金流量总资产收益率(CFOA)。净资产收益率是衡量公司业绩最综合的指标,能反映股东的投资回报情况。

尽管其被操纵的可能性很高,但是监管层却使用它作为审批上市公司 IPO、再融资等的重要标准。总资产收益率可以衡量公司利用社会资金的投资回报情况,而不只是利用股东资金的投资回报情况,更能反映公司经营的经济效率。经营现金流量总资产收益率则是从公司价值为未来现金流量折现值的原理出发,反映公司真正的收益情况,该指标被操纵的可能性也较小。以上 3 个指标的具体计算公式见表 2。

表 2 经营绩效指标和代理成本指标的计算

指标	计算公式
ROA	总资产收益率 = (利润总额 + 财务费用) / [(上年末总资产 + 年末总资产) / 2]
CFOA	经营现金流量 = 经营现金流量净额 / [(上年末总资产 + 年末总资产) / 2]
ROE	净资产收益率 = 净利润 / [(上年末股东权益合计 + 股东权益合计) / 2]
SAFOR	营业费用和管理费用比率 = (营业费用 + 管理费用) / 主营业务收入
AT	总资产周转率 = 主营业务收入 / [(上年末总资产 + 年末总资产) / 2]

根据 Jensen 和 Meckling 的代理成本理论<sup>[10]</sup>,代理成本主要是由于公司经理偷懒(未尽最大努力工作)、利用公司财产进行个人消费以及为监督和控制这些行为所产生的成本。经理的在职消费主要在营业费用或管理费用列支,因此营业费用或管理费用与主营业务收入的比例(以营业费用和管理费用比率表示)可以作为经理在职消费方面代理成本的反映。公司经理的在职消费越高,则公司的营业费用和管理费用比率(SAFOR)相对于行业的平均水平越高。Ang 等和高雷在其研究中也用类似的指

标来衡量代理成本<sup>[8,11]</sup>。公司经理越努力,公司的经营效率越高,公司的总资产周转率就越高,因此可以用总资产周转率(AT)来衡量经理努力程度方面的代理成本。公司的总资产周转率越高,则公司的代理成本越低。

### 3.3 数据处理与检验方法

本文对发生控制权转移的国有控股上市公司样本的经营绩效指标、代理成本指标变量进行统计分析,主要包括控制权转移前后的均值差异 t 检验、子样本均值差异 t 检验。

在对控制权转移对经营绩效、代理成本的影响进行分析时,必须考虑不同日历年度、不同行业的差异,以及公司个体本身的差异。因此,本文对各指标变量进行了年度行业的中值调整:先求出各指标变量各年度分行业的中值,行业分类参照我国证监会发布的《上市公司行业分类指引》,除制造业 C<sub>i</sub> 取 2 位外(即字母 C 和 1 位阿拉伯数字 i),其他行业取 1 位字母,共 21 个行业;然后,以样本公司各年指标变量减去所属行业相应指标变量的中值作为调整后数据。在样本的处理过程中,作者对个别变量(主要是营业费用和管理费用比率和净资产收益率)的异常值进行了剔除。

## 4 实证结果分析

表 3 列出了控制权转移前 2 年至后 3 年样本公司的经营绩效指标和代理成本指标数据结果。其中,各指标的第一行数据是未调整的数据,第二行是经行业中值调整后的数据。

表 3 样本公司控制权转移前后的经营绩效与代理成本

控制权转移前后的年份数	- 2	- 1	0	1	2	3
ROA	0.003	0.015	0.006	0.040	0.035	0.011
	- 0.060 ***	- 0.043 ***	- 0.048 ***	- 0.011 **	- 0.016 ***	- 0.040 ***
CFOA	0.032	0.054	0.055	0.040	0.054	0.056
	- 0.012	0.008	0.006 **	- 0.012 ***	0.001 **	0.002 **
ROE	0.023	0.012	0.291	0.098	0.011	0.091
	- 0.056	- 0.057 *	0.083	0.038	- 0.049 ***	0.031
SAFOR	0.530	0.368	0.437	0.208	0.204	0.273
	0.404 **	0.236 ***	0.301 ***	0.072 ***	0.072 ***	0.141 ***
AT	0.525	0.541	0.615	0.685	0.715	0.688
	0.045	0.052	0.097 **	0.136 ***	0.130	0.084 **

注:“\*”、“\*\*”、“\*\*\*”分别表示在 0.10、0.05 和 0.01 水平下显著。

3 个经营绩效指标 ROA、CFOA 和 ROE 的数据变化都显示了:控制权转移前 2 年的经营绩效差于控制权转移当年和之后 2 年。特别是根据调整后

的数据可见,控制权转移前 2 年的指标小于 0,说明在这时期样本公司的业绩低于行业的平均水平;而在控制权转移后却提高了,公司的绩效得到了提升。

代理成本指标即营业费用与管理费用比率(SAFOR)虽然调整后的数据都大于0,且通过了显著性检验,但其数值在转移后却有所下降,而总资产周转率(AT)则变化趋势相反。从控制权转移前后各年的经营绩效和代理成本指标看来,控制权转移确实带来了公司的经营绩效改善、代理成本下降。

表4列出了经营绩效指标与代理成本指标控制权转移后2年的平均值与控制权转移前2年的平均值之差,以及该差值与0差异的均值t检验显著性概率。3个未经行业中值调整的经营绩效指标的平均值之差的均值为正,但只有总资产收益率通过了显著性检验。经行业中值调整的代理成本指标中,营业费用和管理费用比率的差值为负,没用通过显著性检验,总资产周转率的差值为正,且通过显著性检验。经行业中值调整后的数据,总资产收益率差值为正,通过显著性检验;营业费用和管理费用比率的差值为负,且通过显著性检验;总资产周转率的差值为正,且通过显著性检验。这些结果表明,控制权转移带来了经营绩效的提高和代理成本的下降。

表4 控制权转移前后的经营绩效与代理成本比较

指标	未调整			经中值调整		
	N	均值	sig	N	均值	sig
ROA	219	0.019	0.05	216	0.032	0.00
CFOA	219	0.003	0.63	216	-0.004	0.52
ROE	191	0.060	0.13	189	0.056	0.14
SAFOR	213	-0.137	0.12	212	-0.257	0.04
AT	219	0.163	0.00	216	0.078	0.02

表5列出了按卖方为地方和中央企业划分的子样本经中值调整的经营绩效指标与代理成本指标控制权转移后2年的平均值与控制权转移前2年的平均值之差、该差值与0差异的均值t检验显著性概率(sig),以及两种子样本差异的均值t检验显著性概率(SIG)。卖方为地方的子样本的指标符号和显著性与全部样本相同,而卖方为中央企业子样本的差异显示经营绩效是下降的、代理成本是增加的,但没通过显著性检验。而两种子样本差异的t检验结果表明,在总资产收益率、营业费用和管理费用比率、总资产周转率方面都有显著差异。全部样本的经营绩效提高和代理成本降低主要是由卖方为地方的子样本带来的,由中央企业控股的国有上市公司控制权转移后绩效可能下降,代理成本可能是增大的。

表6列出了按买方为民营和国有划分的子样本经中值调整的经营绩效指标与代理成本指标控制权

表5 卖方为地方和中央企业的子样本的经营绩效与代理成本比较

指标	S地方			S中央企业			SIG
	N	均值	sig	N	均值	sig	
ROA	175	0.040	0.00	41	-0.003	0.76	0.01
CFOA	175	-0.002	0.82	41	-0.014	0.28	0.40
ROE	154	0.064	0.16	35	0.019	0.63	0.46
SAFOR	171	-0.318	0.03	41	0.001	0.97	0.04
AT	175	0.100	0.01	41	-0.015	0.76	0.07

转移后2年的平均值与控制权转移前2年的平均值之差、该差值与0差异的均值t检验显著性概率(sig),以及两种子样本差异的均值t检验显著性概率(SIG)。买方为民营的子样本的3个经营绩效指标的差值都为正,但只有ROA通过显著性检验;SAFOR的差值为负,且通过显著性检验;AT的差值为正,但没通过显著性检验。买方为国有的子样本的ROA差值符号与民营样本相同,CFOA的差值为负,没通过显著性检验,SAFOR的差值和AT的差值分别负和正,程度都大于民营子样本。这说明买方为国有的控制权转移给上市公司带来了较大幅度的代理成本下降。两种子样本指标的差异没有通过显著性检验。

表6 买方为民营和国有的子样本的经营绩效与代理成本比较

指标	民营			国有			SIG
	N	均值	sig	N	均值	sig	
ROA	78	0.032	0.01	138	0.032	0.02	0.97
CFOA	78	0.006	0.58	138	-0.010	0.20	0.24
ROE	71	0.068	0.33	118	0.048	0.26	0.80
SAFOR	75	-0.093	0.03	137	-0.346	0.06	0.19
AT	78	0.068	0.28	138	0.084	0.03	0.83

表7列出了买方为国有的控制权转移中,按交易是否有偿以及最终控制人是否变更划分的子样本经中值调整的经营绩效指标与代理成本指标控制权转移后2年的平均值与控制权转移前2年的平均值之差、该差值与0差异的均值t检验显著性概率(sig),以及两种子样本差异的均值t检验显著性概率(SIG)。有偿转让子样本的ROA的差值和ROE的差值都为正,且都通过显著性检验;CFOA的差值为负,没通过显著性检验;SAFOR的差值为负,只通过临界的显著性检验;AT的差值虽为正,但没通过显著性检验。无偿划拨子样本的ROE的差值和CFOA的差值都为负,但都没通过显著性检验。2种子样本的差异只有ROE通过显著性检验。这说明买方为国有的控制权转移中,经营业绩主要由有偿转让的样本产生,有偿转让子样本的经营绩效和

代理成本都好于无偿划拨子样本。在买方为国有的控制权转移中,最终控制人变更的上市公司只有 34 家,其余虽发生了控制权转移但最终控制人没有变更。最终控制人变更的子样本的 3 个经营绩效指标差值都为正,但只有 2 个通过显著性检验;而 SAFOR 的差值为负,AT 的差值为正,都通过显著

性检验。而最终控制人不变更的子样本的 CFOA 的差值为负,通过显著性检验,其他指标差值与 0 差异都不显著。两种样本的差异只有 ROE 通过临界显著性检验。买方为国有的控制权转移中,经营绩效提高和代理成本下降主要来自最终控制人变更的子样本。

表 7 按交易是否有偿、最终控制人是否变更划分的子样本的经营绩效与代理成本比较

指标	有偿			无偿			SIG	变更			不变更			SIG
	N	均值	sig	N	均值	sig		N	均值	sig	N	均值	sig	
ROA	61	0.049	0.01	77	0.018	0.34	0.24	34	0.067	0.02	104	0.021	0.18	0.15
CFOA	61	-0.011	0.33	77	-0.008	0.41	0.82	34	0.008	0.59	104	-0.015	0.08	0.18
ROE	57	0.154	0.01	61	-0.051	0.40	0.02	30	0.188	0.07	88	0.000	1.00	0.10
SAFOR	60	-0.553	0.10	77	-0.184	0.38	0.34	33	-0.980	0.10	104	-0.144	0.36	0.18
AT	61	0.083	0.13	77	0.084	0.14	0.99	34	0.126	0.03	104	0.070	0.15	0.45

## 5 结论

控制权转移作为一种提高公司经营绩效的外部治理机制,已经得到国外理论和经验研究的支持。由于制度、市场环境以及治理文化的差异,我国控制权转移的作用表现形式与国外会有所不同。本文以 2000—2004 年我国发生控制权转移的国有控股上市公司为样本,从经营绩效和代理成本方面进行了实证检验。结果表明:在控制权转移后,整体而言,上市公司经营绩效得到了提高,代理成本水平实现了下降;卖方为地方政府的子样本在控制权转移后,其经营绩效的改善和代理成本的下降大于卖方为中央企业的子样本;买方为民营的子样本在控制权转移后,其代经营绩效的改善和代理成本的下降大于买方为国有的子样本;买方为国有的控制权转移带来的经营绩效提高和代理成本下降主要来自最终控制人变更的子样本。

感谢中山大学管理学院研究生陈文婷、李颖和李毅燕为本文的资料搜集所提供的帮助。

### 参考文献

[1] JENSEN M C, RUBACK R S. The market for corporate control: the scientific evidence[J]. Journal of Financial E-

conomics, 1983, 11: 5-50.

[2] HEAL Y P M, PALEPU K G, RUBACK R S. Does corporate performance improve after mergers? [J]. Journal of Financial Economics, 1992, 31: 135-175.

[3] 陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护[J]. 经济研究, 2001(11): 3-11.

[4] 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.

[5] 白云霞, 吴联生, 徐信忠. 资产收购与控制权转移对经营绩效的影响[J]. 经济研究, 2004(12): 35-44.

[6] 王志诚, 詹翼. 大宗股权转让和公司控制[J]. 管理世界, 2004(5): 116-126.

[7] 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.

[8] 高雷. 控制权转移、企业绩效与代理成本[J]. 经济经纬, 2006(4): 86-89.

[9] 陈昆玉, 王跃堂. 国有控股上市公司控制权转移对经营绩效的影响——来自中国 A 股市场的经验证据[J]. 经济与管理研究, 2006(9): 26-32.

[10] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976(3): 305-60.

[11] ANG J S, COLE R A, LIN J W. Agency costs and ownership structure[J]. The Journal of Finance, 2000, LV(1): 81-105.

(下转第 128 页)

**Abstract :** Through studying the M & A events happened in 2005 in China ,this paper analyzes the influences of industry effect on M & A performance and M & A motivation of China 's listed companies. On the basis of the reasearch of the M & A performance of all samples ,it compares the M & A performance of horizontal M & A ,vertical M & A and conglomerate M & A ,and analyzes the differences on industry effect between industry - innovative M & A and non - industry - innovative M & A. Finally ,it points out that ,it is not enough to judge whether an M & A is really successful only through financial index ,and other factors that influence M & A effect should be seriously considered

**Key words :** listed company ; industry effect ; M & A performance ; M & A motivation ;M & A type ;industry innovation

(上接第 67 页)

克服了以往评价中仅使用一种方法的片面性及其方法的缺陷性 ,解决了各方法评价结果所存在的差异现象问题。本文认为 ,应用此方法进行综合评价可以得到更加客观、真实、全面、符合实际的评价效果。本文还根据模型设计开发了 ICESSWBZDL ,为上海外高桥保税区管理决策者及时把握自身发展状况、制定有效的发展战略提供了一个理想的支持环境。

### 参考文献

[1] 王增民. 因子分析法在企业经济效益的综合分析与评价

中的应用[J]. 数理统计与管理, 2002, 21(1): 10-13.

[2] 王宗军. 综合评价的方法、问题及其研究趋势[J]. 管理科学学报, 1998, 1(1): 73-79.

[3] 刘恩专. 天津港保税区区域经济发展效应的综合评价[J]. 北方经济研究, 1999(2): 16-23.

[4] 王宗军. 交互式模糊综合评价决策支持系统的设计与实现[J]. 系统工程与电子技术, 1994(2): 48-58.

[5] 上海外高桥保税区管理委员会. 上海外高桥保税区 2001 年发展报告[R], 2001.

## Research on Integrated Comprehensive Evaluation of Development Level of Shanghai Waigaoqiao Bounded Zone

Wang Zongjun, Cui Xin, Guo Zhonglin

(School of Management, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan 430074, China)

**Abstract :** First this paper establishes the comprehensive evaluation index system of development level of Shanghai Waigaoqiao Bounded Zone. And then considering the potential difference of evaluation results when using different comprehensive evaluation methods and combining the characteristics of fuzzy comprehensive evaluation and factor analysis, it proposes an integrated comprehensive evaluation method combining fuzzy comprehensive evaluation with factor analysis, and makes comprehensive evaluation of the development level of Shanghai Waigaoqiao Bounded Zone. The application results show that this integrated comprehensive evaluation method is more comprehensive and effective.

**Key words :** comprehensive evaluation ; integrated evaluation ; index system ; fuzzy evaluation ; factor analysis ; Shanghai Waigaoqiao bounded zone

(上接第 120 页)

## Influence of Takeover on Managerial Performance and Agency Cost of State Holding Targets

Zeng Zhaozao<sup>1</sup>, Li Shanmin<sup>2</sup>

(1. School of Management, Guangdong University of Foreign Studies, Guangzhou 510420, China ;

2. School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China)

**Abstract :** This paper empirically investigates the performance and agency cost of state holding takeover targets in Chinese listed companies during 2000 to 2004. The results show that managerial performance is improved and agency cost decreases on the whole after post corporate control transfer. Managerial performance improvement and agency cost decrease of targets sold by local government are larger than those of targets sold by central state owned enterprises. Managerial performance improvement and agency cost decrease of targets purchased by private owners are larger than those of targets purchased by state owned entities. Managerial performance improvement and agency cost decrease of targets purchased by state owned entities mainly come from the sub-sample of ultimate control changed.

**Key words :** takeover ; state holding listed company ; managerial performance ; agency cost