

# 控制权转移对目标上市公司财务绩效影响的实证研究

朱平芳<sup>1</sup>, 吴 谦<sup>2</sup>

(1. 上海社会科学院 数量经济研究中心, 上海 200020; 2. 上投摩根基金管理公司, 上海 200120)

**摘要:**以2002至2004年发生控制权转移的目标上市公司为研究样本,运用改进的主成分分析方法,以控制权转移前一年为对比基期,研究控制权转移当年及其后两年的财务绩效是否得到改善。实证结果表明,非ST类上市公司在发生控制权转移后,财务绩效均较控制权转移前有所提高,表明2002年后我国上市公司的并购重组日益规范,以往报表式重组的现象大为改观。但对发生控制权转移的ST类上市公司来说,业绩并未因控制权变更而得到改善,甚至出现加速下滑的态势。ST类公司通常经营不善,但并购者仍热衷于以高于净资产的价格收购,文章指出主要是由于中国股市存在股市租金及二级市场存在超额利润。

**关键词:**控制权转移;主成分分析;上市公司

**中图分类号:** F830.91      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1001-5124(2009)02-0087-10

控制权转移能否为股东带来财富效应,始终是学术界和实务界非常关心的问题。财务学界对控制权转移财富效应的研究主要围绕两方面展开:一是从公司股价反应的角度研究控制权转移能否为股东带来超额收益,二是从财务的角度研究控制权转移能否提高上市公司的财务绩效。本文则从第二个方面展开研究。本文将控制权转移界定为上市公司由于股权转让而导致的原第一大股东变更。采用控制权转移而非并购概念有两个原因:一是并购包括了目标方和收购方双方,而控制权转移则指并购中目标方控股权的变动,二是采用控制权转移概念可以突出本文从该概念出发,研究控制权转移对目标上市公司财务绩效的影响。

## 一、国内外文献综述及问题的提出

国外文献关于并购对上市公司绩效影响的研究主要是围绕两条主线展开。第一条主线是检验并购后样本公司在股票市场上的股价反应,其理论前提为市场是有效率的;第二条主线是检验并购前后公司财务指标的变化来评估重组的绩效。本文主要是围绕第二条主线进行实证研究。

比较并购前后公司业绩所选择的样本长短,许多研究把“长期”的范围限定在10年以上,即比较并购前1至5年(-5, -1)和并购后1至5年(1, 5)公司的经营业绩,此外样本还必须要有公开完整的财务数据,这样使取样范围大大缩小。比较并购前后业绩变化这一领域较有代表性的是Ravenscraft和Scherer及Healy和Ruback等。

Ravenscraft和Scherer选取1950至1977年间的样本,观察目标公司在并购前后的业绩表现。得到并购前后目标公司的业绩与其所在行业平均水平相比没有改进的结论。<sup>[1]</sup>由于并购可能引起公司集团内部的结构调整,使有些公司在并购后改变经营方向而被归入另一行业,但他们对这类样本未进行特别处理,只是简单地把它们和其他未改变所在行业的样本混在一起,从而影响了研究结果的说服力。Healy和Ruback的研究汲取了前人的教训和经验,摒弃了可能受到人为操纵的会计数据而采用经营现金流量报酬的概念(特定时期内经营现金流量除以期初资产的市场价值),以经营现金

收稿日期:2008-09-17

第一作者简介:朱平芳(1961-),男,上海人,上海社会科学院数量经济研究中心主任,研究员,博士生导师。

流量报酬中不受行业平均报酬影响的那部分报酬(行业调整的报酬率)来观察并购事件的影响。<sup>[2]</sup>为了凸现并购事件,他们选择了1979年1月至1984年6月之间发生的金额最大的50桩并购案。发现并购后未经调整的现金流量报酬率呈递减趋势,而行业调整报酬率则呈递增趋势。他们研究了该递增趋势是否以研究发展支出的减少为代价,结果表明并购后提高了资产利用效率,没有迹象显示这些集团公司削弱了资本性支出或减少了研发活动经费。

Linn和Switzer以美国1967至1987年间发生的413起并购为样本,研究了并购前后经营业绩的变化与支付方式(股票或现金)之间的相关性。<sup>[3]</sup>发现以现金作为支付方式的样本,其并购后的经营业绩显著提高,而以股票作为支付方式的样本,其并购后的业绩则没有显著变化,但对总体样本而言,并购后的经营业绩有显著提高。同时,他们发现并购后经营业绩的变化与要约收购或协议兼并、并购双方行业的相关性以及收购方的杠杆之间不存在显著相关性。

我国同类实证研究基本上是按照国外的研究主线来开展的。最早从上市公司的财务角度研究并购绩效的是陈信元和原红旗,他们以1997年所有重组的公司为样本,比较了四个会计指标,发现重组当年公司的每股盈余、净资产收益率和投资收益占总利润的比例比重重组前一年有所上升,而公司的净资产负债率有所下降,会计指标变动幅度与公司重组的方式以及重组方的关联关系有关。<sup>[4]</sup>

冯根福和吴林江以1995至1999年间201起并购事件为分析样本,考察了我国上市公司的并购绩效。<sup>[5]</sup>结果表明:(1)并购当年及并购后第一年公司业绩得到了一定程度提高,但此后几年业绩普遍下滑。(2)混合并购的短期绩效较高,横向并购的长期绩效较好。(3)第一大股东持股比例与并购当年的业绩呈正相关关系,但与并购后各年绩效的关系不大。这表明上市公司的并购存在较强烈的投机色彩和短期的圈钱目的。

孙铮、李增泉以上市公司1997至1999年发生的133起大股东变更事件为研究样本,采用了同行业内按业绩和规模配对的方法,以总资产现金收益率作为经营业绩衡量的指标,检验了控制权转移的绩效。<sup>[6]</sup>结果发现,控制权转移后第一年公司的经营业绩比转移前平均提高了2.01%,第二年的提高幅度更大,平均提高了2.63%。同时,多元回归结果表明转移前的业绩(亏损或盈利)对控制权转移的绩效有显著影响,而转移后经理人员是否变更以及转移程度(部分转让或完全转让)对控制权转移的绩效没有显著影响。

国内的研究虽然取得了一些成果,但也存在一些问题。第一,目前的研究多数将企业重组的不同类型作为一个整体来评价重组后的绩效,显然结论过于笼统。第二,绩效的评估多是侧重短期绩效(重组后一年之内的财务指标和资本市场表现),缺乏中长期跟踪研究。第三,大多数研究仅从单个或几个财务指标的角度研究财务绩效,未能从公司整体经营业绩的角度进行研究。

本文在这些研究的基础上,以2002至2004年发生控制权转移的目标上市公司为样本,研究控制权转移对目标上市公司财务绩效的影响。本文建立了基于改进的主成分分析方法的上市公司并购财务绩效的评价模型,增加了对每股收益的复权处理,消除了由于股本扩张而造成公司利润被稀释的情况;用预处理后的历年财务数据作一次性综合处理,解决了以往数据缺乏可比性的问题,突出了历年数据的相互联系,增加了数据分析结论的实际操作意义。

## 二、样本公司与数据说明

由于我国发生的并购事件多发生在上市公司与非上市公司之间,所以上市公司收购非上市公司,除非收购的资产或股权比较大,足以影响收购主体的经营业绩,或者收购主体通过收购来实现产业转型等,研究并购重组事件才具有意义;而作为被并购的上市公司来说,无论从公司治理来说,还是从产业发展方向和经营业绩来说,都会有较大的改变。因此,本文以发生控制权转移的目标上市公司作为样本进行实证研究,考察控制权发生转移后,上市公司财务绩效的变化。

本研究选取沪深两市发行A股或者同时发行A股和B股的上市公司,而同时发行A股和N股的排除在外。为了研究的科学性和严密性,对样本逐一筛选剔除,力求得到纯粹的发生控制权转移的

上市公司样本。

样本筛选原则为:(1)2002至2004年,完成并购重组的上市公司。对那些虽然已经签订了并购重组协议或者已向外界公告,但最终未能实现并购重组的上市公司均予排除。(2)从发生并购事件当年起,三年内不发生诸如经济纠纷、重大官司案、财务造假等有益于企业经营活动的重大严重事件,但对于日常的经营活动,如发行新股、发放红利、领导层人事调整、业务扩展等则被认为是正常的经营活动。(3)剔除上市公司控制权被转移后的一两年内,控制权又发生变更的样本。(4)控制权转移的方式有现金收购、无偿划拨、司法拍卖、法院裁定等方式,本文只选择通过现金收购和无偿划拨进行控制权转移的事件作为研究样本。

根据以上标准,我们通过收集两大证券数据库(Wind资讯和天向数据库)、《中国并购报告》及上市公司年报和公告等信息,得到2002至2004年国内共发生的230例上市公司控制权转移的所有数据资料(见表1)。

表1 研究样本的分布情况

公告年度	2002	2003	2004
股权划拨	25	28	20
现金收购	61	48	48
合计	86	76	68

### 三、实证方法的说明

国外对企业并购绩效的研究一般采用事件研究法和财务指标分析法。这两种方法各有侧重,如事件研究法的一致性较好,但是这一指标容易受到噪音的干扰,准确性较差。而一般的财务指标分析,准确性较高,但是通过公开信息获得的财务指标对并购事件反映的一致性较差,甚至一些重要的财务指标容易受到操纵,失去精确性。

使用财务指标评价上市公司的经营业绩时,遇到的问题是,采用单一指标无法反映上市公司的整体经营情况,而采用多项指标又不具备可比性,更无法进行不同年度之间的比较。目前解决此类问题的主要方法是财务状况综合评价法,通常包括直接加权平均法、沃尔评分法、功效系数法、AHP法、模糊分析法等,但这些财务分析方法普遍存在信息重叠和主观赋权等不足。

本文运用主成分分析的方法,以各主成分的方差贡献率为权重,对上市公司发生控制权转让前一年、当年及其后两年的财务绩效进行综合评分,并以控制权转让前一年为基期,进行纵向对比,研究目标上市公司的财务绩效是否得到持续改善。

主成分分析法是数理统计领域中一种十分有效和实用的方法,其基本思想就是降维。它可以用尽量少的综合指标代替众多的原始数据,并尽可能多地反映原始数据所提供的信息。

### 四、上市公司并购财务绩效模型介绍

#### (一) 并购重组财务绩效评价的基准

在建立具体的并购重组绩效的评价模型之前,首先应当明确并购重组绩效的评价基准。

现代财务理论认为,管理者的决策是以提高股东收益为目标的。因此,评价并购重组成功与否就要看是否提高了股东所持有股份的价值。一般认为,可以从两方面来确定上市公司并购重组收益的基准:(1)评价并购重组收益需要有一个基准作为评价并购重组价值是否提高,即应该确定一个价值基准。(2)评价并购重组收益需要一个时间序列的考虑。在存在股权分置的环境下,并购企业收购一家企业的目的主要是为了获得目标公司的控制权,更加关心的是目标公司的长期财务绩效,而目标公司的股价涨跌与其无关;而在全流通的市场环境下,并购企业不仅关心并购后目标企业的长期财务绩效,还关心目标企业的股票价格。因而要准确地评价上市公司并购重组的收益和并购重组效果就需要考察并购重组后的数年时间。

#### (二) 财务指标的选择

衡量上市公司并购价值的指标有很多,如果仅仅以某一个指标来评估必然会造成较大的片面

性,当然指标过多也会形成不必要的重复。笔者认为评价一个企业运作好坏的终极因素就是企业是否盈利、能够实现多少盈利、在将来是否依然可以保持甚至提升现有的盈利水平。另一方面,上市公司进行并购重组是为了改善企业的盈利能力,提升盈利水平,希望在未来的竞争中获得更多的利润,因此评价上市公司并购重组绩效的立足点,就应当放到评价上市公司的盈利能力上来。

本文参考前人的研究成果及笔者的研究实践,主要从反映公司的盈利能力、资产管理能力和成长能力三个方面选择以下八个指标:能够直接表现企业盈利能力的每股收益、净资产收益率、主营业务利润率,能够直接体现偿债能力的股东权益比率、流动比率,能够直接体现资产管理能力的总资产周转率、应收帐款周转率、存货周转率(见表2)。

表2 上市公司并购重组绩效评价的指标体系

指标类型	指标名称	指标计算公式	指标性质
盈利能力	每股收益	净利润/期末总资产	正指标
	每股净资产	净资产/总股本	正指标
	净资产收益率	净利润/期末净资产	正指标
	主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入	正指标
偿债能力	股东权益率	期末净资产/期末总资产	适度指标
	流动比率	期末流动资产/期末流动负债	适度指标
资产管理能力	总资产周转率	主营业务收入/期末资产总额	正指标
	流动资产周转率	主营业务收入/平均流动资产	正指标

### (三) 财务数据的预处理

1. 每股收益的复权处理。由于一些公司进行各种形式的股本扩张,必然使其每股收益在股本扩张后被稀释。为了更客观地反映每股收益在一段时间内的变化情况,需要对每股收益进行复权。复权过程如下:

设基准年份的每股收益为 $I_0$ ,以后年份的每股收益分别为 $I_1, \dots, I_n$ 。

设基准年份的总股本为 $V_0$ ,以后年度的总股本分别为 $V_1, \dots, V_n$ 。

设复权后各年度相对于基准年份的每股收益为 $I'_1, \dots, I'_n$ 。

有:  $I'_i = I_i * (V_i / V_0)$

2. 财务指标的标准化处理。财务指标的标准化处理就是进行无量纲化处理。具体的处理方法就是将原始指标值转化为标准值:标准值=(原始值-原始值均值)/原始值标准差。

3. 财务数据的正向化处理。财务指标的正向化处理是为了将负向指标和适度指标转换为正向指标,从而使指标数值越高越优。

具体的处理方法是通过与指标均值的差进行比较,得到距离指标均值的绝对值来得到。这里有一个基本的假设条件:指标所有数值的均值被认为是最优数值。通常来说,这种假设是成立的。

在实际转换过程中,对适度指标的正向化和标准化处理使用一个转换公式:

标准值 =  $- |(原始值 - 原始值均值) / 原始值标准差|$

在指标体系的八个财务指标中体现偿债能力的股东权益比率和流动比率是适度指标。以流动比率为例,通常认为流动比率为2比较适度,既可以兼顾企业的偿债能力,又可以减少资产占用的成本。为了消除适度指标对整个指标体系的影响,可按以上方法进行正向化处理,这样,接近原始均值的数值将接近于最大的标准值零。通过统计发现,如果样本足够大,流动比率的原始均值接近2,而股东权益比率的均值接近于0.5。

4. 剔除行业影响因素。由于不同行业上市公司的财务指标具有一定特殊性,例如商业企业的存货周转率、总资产周转率通常要高于其他行业的上市公司。为了消除这些行业特性对评价模型的影响,需剔除财务指标中的行业影响因素。假定 $X_{ij}$ 表示第 $j$ 项指标在第 $i$ 个被评价对象上的观测值。

第  $j$  项指标是受到行业不可比因素影响的指标，其行业适度值为  $k$ （这里  $k$  取各行业除 ST 股票外的所有上市公司的第  $j$  项指标的平均值）。那么，可用以下公式剔除行业因素对指标值的影响： $X'_{ij} = X_{ij} - k (i = 1, 2, \dots, p)$ 。通过该式可以剔除行业不可比因素对总资产周转率、存货周转率和应收账款周转率的影响。

#### （四）并购重组绩效评价模型的建立

本文对 2002 至 2004 年进行并购重组的上市公司，分别取并购前一年、并购当年和并购后两年的财务数据，即同一公司将有四年的数据，将样本上市公司的四年数据放在一起作为原始的数据矩阵，利用上面提到的财务数据预处理方法将原始财务数据矩阵进行标准化处理，再进行主成分分析得到样本企业不同年份的综合得分  $F$ ，然后比较上市公司并购重组前后经营业绩的变化情况。

#### （五）模型的建立和数据处理步骤

本文将样本公司四年的财务数据放在一起作为原始的数据矩阵，按照前面提到的财务数据预处理方法将原始财务数据进行标准化处理，再利用主成分分析方法得到样本企业每年的综合得分。理论建模建立步骤如下：

第一步，根据指标体系中的具体指标收集原始数据。对样本公司的连续  $k$  年数据作为原始数据进行处理。

第二步，将原始数据标准化。

第三步，求出标准化后的数据的相关系数矩阵  $R = (r_{ij})_{mm}$ ，其中： $r_{ij}$  为第  $i$  个指标与第  $j$  个指标的相关系数。

第四步，计算相关系数矩阵的特征根  $\lambda_i$ ，并令  $\lambda_1 \geq \lambda_2 \geq \dots \geq \lambda_p$ 。

第五步，计算各主成分的方差贡献率  $\alpha_i = \frac{\lambda_i}{\lambda_1 + \lambda_2 + \dots + \lambda_p} (i = 1, 2, \dots, p)$ 。

第六步，确定主成分。

第七步，计算样本公司综合得分  $F_i = \alpha_{1i} X_{1i} + \alpha_{2i} X_{2i} + \dots + \alpha_{ki} X_{ki}$ 。

第八步，计算每家样本公司各年综合得分的变化量，分析公司并购重组后业绩是否显著提升。

#### （六）数据处理方法的改进

这里所指的数据处理方法是指主成分分析方法运用于上市公司并购重组绩效评价时的具体使用方法。国内以往很多运用主成分分析的实证研究都没有考虑建立统一的分析基期。为了解决由于基期不同而导致各个年份各家上市公司数据比较的逻辑性缺失，本文将样本上市公司各个年度的所有经过预处理的财务指标综合建立统一的数据矩阵，对该矩阵的所有数据进行主成分分析，计算得到各家上市公司每个年度的综合评估值。这样处理的好处在于：通过一次主成分分析，可使得到的评估值在各个年份具有可比性（基期相同）；由于基期相同，对于特定的上市公司的四年综合评估值可以进行横向和纵向比较；可以综合全部上市公司的特定年份平均值，也可以综合特定行业的年份平均值，通过特定股票与其比较，便可消除宏观经济和行业特征对分析结果的影响，进而说明控制权转移对各上市公司财务绩效的影响。由于各个年份的数据具有可比性，因此可以跟踪控制权转移对目标上市公司财务绩效的影响。

### 五、上市公司控制权转移的财务绩效的实证研究

首先对 2002 至 2004 年发生控制权转让的样本上市公司，将控制权转让前一年、当年及其后两年的财务数据放在一起作为原始的数据矩阵，利用上文提到的财务数据预处理方法将原始财务数据矩阵进行标准化处理，然后运用主成分分析得到财务绩效综合得分模型。

应用 SAS9.0 统计软件，对 2002 至 2004 年发生控制权转移的上市公司共四年的财务数据进行主成分分析（见表 3）。

从样本相关矩阵  $R$  可以计算出  $R$  的特征值、相应的贡献度及累计贡献度（见表 4）。

表 5 中，各系数大小表明了该财务指标在主成分中的作用。第一个主成分中每股收益和每股净

资产的权重较大,反映了公司权益资本盈利能力;第二主成分反映了公司的资产管理能力;第三主成分反映了公司的偿债能力;第四主成分反映公司主营业务的盈利能力。可以看出,前四大主成分代表了全部信息的 74.35%,基本上反映了公司的整体财务绩效。

表 3 财务指标相关系数矩阵

	每股 收益	每股净 资产	净资产 收益率	主营业 利润率	股东权 益比率	流动资 产周 转率	流动 比率	总资产 周转率
每股收益	1.000	0.493 5	0.292 8	0.243 0	0.170 3	0.190 1	0.207	0.174 8
每股净资产	0.493 5	1.000	0.195	0.217	0.298 5	0.085 8	0.380	0.104 1
净资产收益率	0.292 8	0.195	1.000	0.091 8	0.035 3	0.104 1	0.105 4	0.089 3
主营利润率	0.243	0.217	0.091 8	1.000	0.125 5	-0.132 7	0.175 4	-0.195 0
股东权益比率	0.170 3	0.298 5	0.035 3	0.125 5	1.000	-0.014 2	0.195 2	-0.004 8
流动资产周转率	0.190 1	0.085 8	0.104 1	-0.132 7	-0.014 2	1.000	-0.183	0.805 8
流动比率	0.207 0	0.380 0	0.105 4	0.175 4	0.195 2	-0.183	1.000	-0.025 8
总资产周转率	0.174 8	0.104 1	0.089 3	-0.195	-0.004 8	0.805 8	-0.026	1.000

表 4 特征值及累计贡献度

	主成分1	主成分2	主成分3	主成分4	主成分5	主成分6	主成分7	主成分8
特征值	2.191	1.923 3	0.992 1	0.842 7	0.784 9	0.544 9	0.449 2	0.172 1
方差贡献	27.38%	24.04%	12.40%	10.53%	9.81%	8.05%	5.51%	2.15%
累积方差贡献	27.38%	51.43%	53.83%	74.35%	84.17%	92.23%	97.85%	100%

表 5 特征向量

	主成分1	主成分2	主成分3	主成分4	主成分5	主成分6	主成分7	主成分8
每股收益	0.514	-0.025	-0.215	0.134	-0.483	-0.539	0.515	-0.011
每股净资产	0.521	-0.149	-0.141	-0.070	-0.125	-0.381	-0.721	-0.035
净资产收益率	0.309	0.012	-0.553	-0.393	0.475	0.294	-0.105	-0.015
主营业务利润率	0.229	-0.338	-0.259	0.720	-0.196	0.449	-0.082	-0.070
股东权益比率	0.286	-0.176	0.599	0.136	0.579	0.172	0.138	-0.006
流动资产周转率	0.250	0.515	0.049	0.182	-0.045	0.153	-0.052	0.702
流动比率	0.319	-0.306	0.242	-0.502	-0.480	0.416	0.245	0.170
总资产周转率	0.257	0.598	0.143	-0.002	-0.154	0.233	0.034	-0.585

虽然前四个主成分代表了全部信息的 74.35%,但这里我们选取全部主成分,以各主成分的方差贡献率作为权重,计算各家上市公司各年度财务绩效综合得分  $F_j$ ,  $F_j = \sum w_i \times \text{主成分 } i$ 。然后计算各年度上市公司平均得分,控制权转移前一年得分记为  $F_{j-1}$ ,当年记为  $F_j$ ,后两年分别记为  $F_{j+1}$  和  $F_{j+2}$ 。以控制权转移前一年为比较基期,分别计算控制权转移当年及其后两年得分与比较基期得分之差,考察控制权转移发生后上市公司的财务业绩是否提高(见表 6、图 1-6)。

2002 年发生控制权转移的上市公司中,股权划拨方式实现控制权转移的在当年、第一年和第二年的绩效得分均较前一年有所下降。但对样本公司进行 ST 和非 ST 公司分组后,发现 ST 公司在控制权转移后,业绩逐年下滑,尤其是转让后第二年,业绩加速恶化;而非 ST 类公司在控制权转移后,业绩逐年提高。表明由于 ST 类公司业绩下滑的拖累,导致整体样本公司的业绩在控制权转移后没有得到改善,ST 类公司业绩恶化的现状并未因控股股东变更而发生变化,业绩亏损的局面不但没有得到改善,反而进一步恶化。

2002 年以现金支付方式实现控制权转移的全部样本公司的业绩在当年、第一年和第二年均显著提高,主要得益于非 ST 类上市公司业绩的明显增加,而 ST 类上市公司的业绩虽未出现加速下滑态势,但亏损的情况仍未得到改善。

2003 年发生控制权转移的上市公司中,以股权划拨方式实现控制权转移的全部样本公司在当年

及第一年略有改善,但第二年业绩出现下滑,主要是ST公司在控制权转移后,业绩逐年下滑,尤其是转让后第二年,业绩加速恶化;而非ST公司在控制权转移当年及后两年,业绩均较前一年略微提高。同样,ST类公司业绩恶化的现状并未因控股股东变更而发生变化,业绩亏损的局面进一步恶化。

2003年以现金支付方式实现控制权转移的全部样本公司的业绩在当年、第一年业绩显著提高,第二年基本持平。其中非ST类上市公司在控制权转移后,业绩明显提升,并逐年提高,而ST类上市公司在控制权变更后,其亏损的局面仍未得到改善,反而加速下滑。

2004年以股权划拨方式实现控制权转移的全部样本公司,无论是ST类上市公司还是非ST上市公司,在控制权转移当年及其后两年,业绩均得到提升,并逐年提高,尤其是ST公司在控制权转移后,业绩当年略微下降后,随后两年得到显著改善,并加速提高,表明ST类公司业绩恶化的现状因控股股东变更得以改善,业绩亏损的局面得到改善。

2004年以现金支付方式实现控制权转移的样本公司中,非ST类公司的业绩在当年、第一年、第二年均较前一年有所提高;ST类上市公司在控制权转移后,业绩并未得到改善,虽然较控制权转移前一年没有出现加速恶化态势,但仍未改善公司亏损的局面。

表6 发生控制权转移的上市公司绩效得分变化

年度	控制权转移类型	样本类型	$F_0 - F_1$	$F_1 - F_2$	$F_2 - F_3$
2002	股权划拨	全样本	-0.035 7	-0.009 3	-0.066 7
		ST	-0.139 6	-0.170 4	-0.398 0
		非ST	0.007 2	0.056 1	0.069 0
	现金支付	全样本	0.019 6	0.083 1	0.126 5
		ST	-0.012 3	-0.037 7	-0.043 4
		非ST	0.024 9	0.103 3	0.154 8
2003	股权划拨	全样本	0.033 2	0.039 5	-0.026 4
		ST	-0.007 2	-0.115 4	-0.350 8
		非ST	0.048 0	0.096 1	0.092 2
	现金支付	全样本	0.026 9	0.128 5	0.122 3
		ST	-0.055 6	-0.076 6	-0.213 5
		非ST	0.061 6	0.214 8	0.263 6
2004	股权划拨	全样本	0.035 2	0.067 3	0.124 7
		ST	-0.072 9	-0.012 6	0.082 0
		非ST	0.046 6	0.063 7	0.122 7
	现金支付	全样本	-0.005 2	-0.026 2	0.024 3
		ST	-0.163 4	-0.246 3	-0.177 9
		非ST	0.040 3	0.037 9	0.080 9

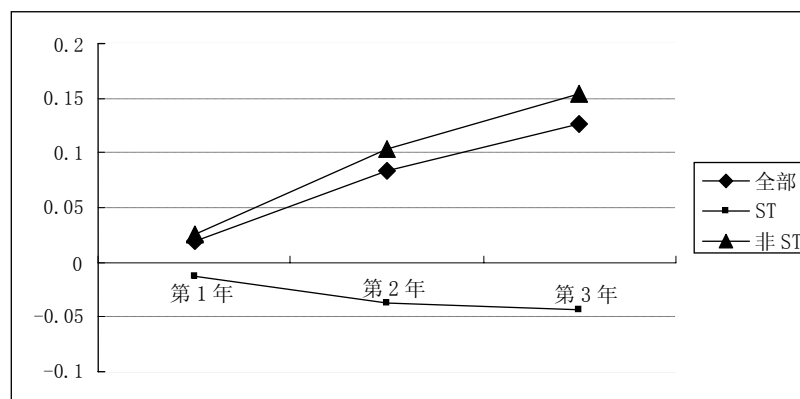


图1 2002年以股权划拨发生控制权转移的上市公司的绩效得分变化

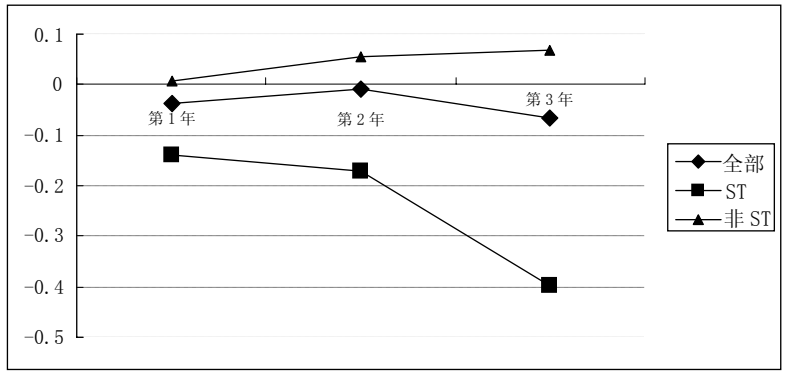


图2 2002年以现金转让发生控制权转移的上市公司的绩效得分变化

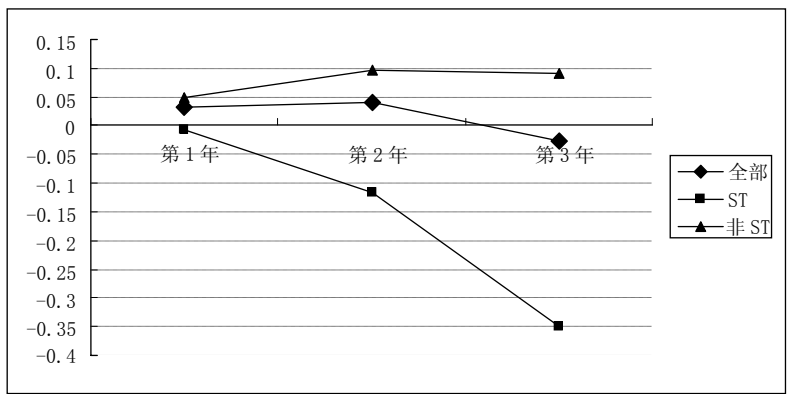


图3 2003年以股权划拨发生控制权转移的上市公司的绩效得分变化

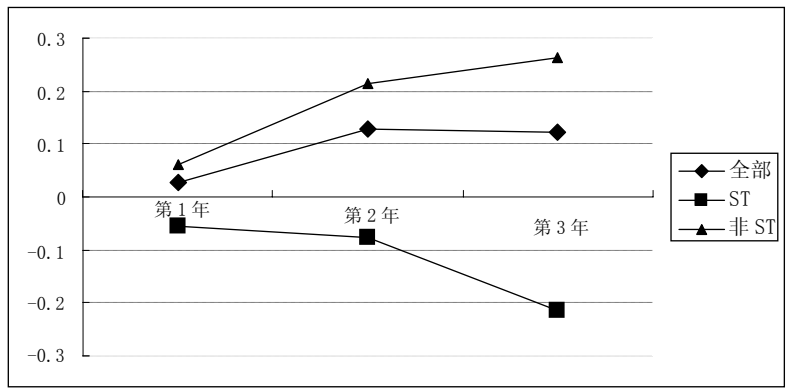


图4 2003年以现金转让发生控制权转移的上市公司的绩效得分变化

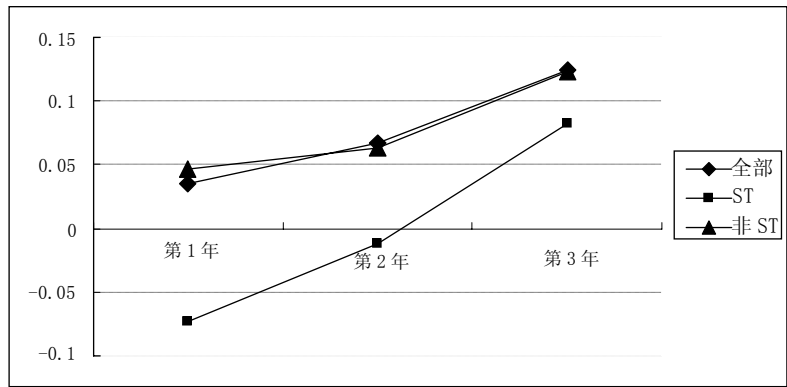


图5 2004年以股权划拨发生控制权转移的上市公司的绩效得分变化



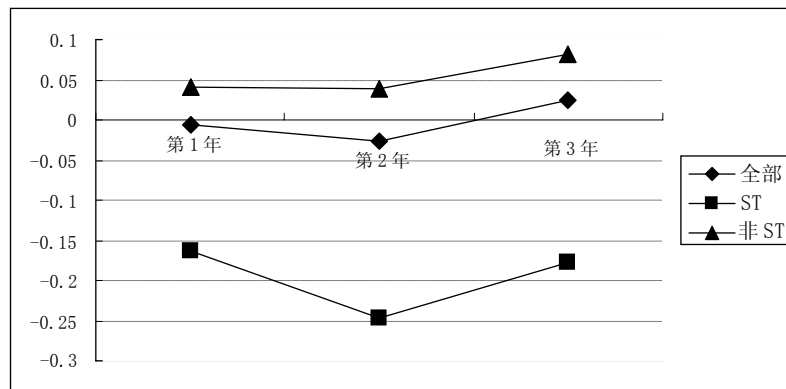


图 6 2004 年以现金转让发生控制权转移的上市公司的绩效得分变化

## 六、结果分析

综合 2002 至 2004 年发生控制权转移的上市公司财务绩效得分变化情况，并挖掘其变化原因，可以得出以下结论：

1. 非 ST 类上市公司发生控制权转移后，无论是政府主导行为的股权划拨形式，还是市场行为的现金支付方式，目标上市公司的业绩均较控制权转移前有所提高。新控股股东取得目标上市公司控制权的目的是不是短期的，而是立足于利用上市公司的业务、品牌、壳资源优势，提升公司业绩。与大多数 2001 年以前的并购重组的目的只是改善短期的财务指标，从而达到融资圈钱的目的或者达到以此来炒作股票赚取差价的投机目的是不同的。实证结果表明 2002 年后，随着证券市场的各项配套制度的建立健全，我国上市公司的并购重组日益规范，以往报表式重组的现象大为改观，发生控制权转移后的整体业绩是提高了。

2. 发生控制权转移的 ST 类上市公司业绩并未因此得到改善，甚至出现加速下滑的态势，表明大多数 ST 类公司重组都是不成功的。即使 ST 类上市公司发生控制权转移的当年和转移后第一年经营业绩得到较明显的改观，但第二年和第三年业绩开始下滑，表明控制权转移并没有使 ST 公司获得持久的业绩改善。只有少数 ST 类上市公司在控制权转移后，业绩呈现逐年改善的趋势。究其原因，一方面收购公司看中的仅是上市公司的壳资源，并非真正从为其实现扭亏为盈和资源整合的角度出发，当然不会出现新的价值创造；另一方面，不少亏损企业把并购重组当作灵丹妙药，不断更换主营业务，而不去提高业务的技术含量以及企业的管理水平。

ST 类公司通常经营不善，但是并购者仍然热衷收购，并且有些 ST 类上市公司的控制权转移价格远远高于净资产数倍甚至几十倍，理由主要有两点：一是中国股市存在股市租金，二是二级市场存在超额利润。由于股票市场定价高于它的价值，使公司在上市的过程中获得了额外的所得，即为“股市租金”。正是由于一级市场存在股市租金，使得绩差股的“壳资源”具有了价值。新入主的控股股东在上市公司的再融资中享受到净资产的大幅增长。其次，我国股票市场中形成了通过重组上市公司，在股票二级市场获利的盈利模式，其操作流程可以分解为：股权重组—概念包装—操纵股价—出货获利。因此，重组 ST 公司不仅可以从一级市场得到资本增值的好处，而且可以成为投机资本炒作的题材，导致二级市场巨大的升值效应。

因此，针对越来越多的业绩较差上市公司的并购重组，有关监管部门和政府部门应当从收购动机和目的以及重组计划等方面进行严格审查，严禁为了获得“壳资源”而盲目重组的行为，严禁控股股东通过并购重组掏空上市公司或利用“重组概念”炒作股票，赚取差价。

此外，企业在完成并购重组后，还应做好资产债务、组织制度、生产经营、企业文化等各方面的整合工作，真正实现协同效应，增加长期的财富效应。

## 参考文献

- [ 1 ] RAVENSCRAFT D J, SCHERER F M. Life after takeovers[J]. *Journal of Industrial Economics*, 1987, 36: 147 – 156.
- [ 2 ] HEALY P K, RUBACK R. Does corporate performance improve after mergers?[J]. *Journal of Financial Economics*, 1992, 31 ( 2 ): 135 – 175.
- [ 3 ] LINN S, SWITZER J. The market for corporate control and the agency paradigm[J]. *European Finance Review*, 2001 ( 3 ): 5 – 50.
- [ 4 ] 陈信元, 原红旗. 上市公司资产重组财务会计问题研究[J]. *会计研究*, 1998 ( 10 ): 1 – 10.
- [ 5 ] 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, 68.
- [ 6 ] 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[J]. *中国会计与财务研究*, 2003 ( 1 ): 26 – 33.

An Empirical Study of the Financial Performance of the  
Target Listed Companies Whose Corporate Control Rights Have Been Transferred

ZHU Ping-fang<sup>1</sup>, WU Qian<sup>2</sup>

( 1. *Research Center of Econometrics, Shanghai Academy of Social Sciences, Shanghai 200020, China*; 2. *China International Fund Management Co., Ltd, Shanghai 200120, China* )

**Abstract:** Based on a sample of the 230 target listed companies that had transferred their corporate control rights from 2002 to 2004, this paper investigates whether their financial performance has been improved compared to the financial status one year before their controlling shares were transferred. The financial performance of the target companies has been improved on the whole, which indicates that with the healthy development of the securities market, the M&A activities have been more normalized and the *statement reorganization* undertaken previously has changed drastically. But the financial performance of most ST (special treatment) listed companies have not been improved since the transfer of their corporate control, but deteriorated to some degree instead. However, the acquirer companies are still inclined to buy the controlling shares of the ST companies at a price much higher than their net asset value mainly because there exist market rent benefit in the primary stock market and extra returns in the secondary market.

**Key Words:** corporate control transfer; principal component analysis; listed companies

( 责任编辑 骆良钢 )