

产品市场竞争与上市公司控制权协议转让

——基于终极控制权视角的实证研究

谢 梅 李 强*

摘要：本文研究了产品市场竞争与控制权转让对公司业绩的影响，在不加区分行业竞争程度的情况下，研究发现，产品市场竞争与终极控制权由国有投资主体转为民间投资主体，以及在国有投资主体间转让呈现替代作用，而与终极控制权在民间投资主体间转让具有互补作用。将样本按照行业竞争程度分类后的检验结果表明，在高度竞争行业，产品市场竞争与终极控制权由国有投资主体转为民间投资主体、在国有投资主体间转让，以及控制权的直接变更更具有替代作用，而与控制权在民间投资主体间转让具有互补作用，这说明高度竞争行业更容易发生成功的控制权转让；在低度竞争行业，由于市场竞争作用的限制，终极控制权由国有投资主体转为民间投资主体对公司业绩的改善作用更为显著，产品市场竞争与控制权由国有投资主体转为民间投资主体具有互补作用。

关键词：产品市场竞争 控制权转让 终极控制人

一、引言

经济学研究认为，市场竞争有利于资源的优化配置，激烈的市场竞争将促使企业优胜劣汰，竞争还有助于改善管理层激励，激发管理人员提高企业绩效（Grosfeld and Tresselt 2002）。Martin 和 Parker 对英国企业产权私有化后的经营业绩进行研究后提出了“超产权理论”，他们发现，在垄断市场上，产权私有化并不能显著提高企业绩效，但在充分竞争市场上，企业私有化后的平均业绩改善显著。他们认为，企业绩效与市场竞争程度有关，而与产权归属没有必然联系，市场竞争越激烈，企业管理层提高业绩的积极性就越高（刘芍佳、李骥，1998）。

要约收购与协议收购是公司控制权市场作用的直接体现，也是上市公司控制权转移的两种主要方式。要约收购的目标公司一般股权较为分散，股东与公司控制权分离；协议收购多发生在股权较为集中、存在控股股东的公司，收购者通过与目标公司控股股东协商来获得公司控制权。股权分置改革以前，由于我国上市公司股权结构高度集中且有三分之二的股份不能自由流通，这决定了我国上市公司的控制权转让一直是以协议收购为主，而国外比较流行的是公开市场要约收购。

产品市场竞争与公司控制权市场是两种重要的外部治理机制，这二者的关系如何，即它们是一种互补关系，还是替代关系？如果二者是互补关系，那么当产品市场竞争不能有效改善公司治理机制、减少代理成本、促进企业绩效改善时，公司控制权市场将起到改善公司治理、提高企业绩效的作用；如果二者是替代关系，那么无论是产品市场竞争还是公司控制权市场都可以有效促使企业公司治理机制的改善和业绩的提升，即二者的作用可以互相取代。本文以我国资本市场上市公司控制权协议转让事件为样本，从终极控制人变更的

* 谢梅，中国矿业大学管理学院，邮政编码：221116，电子信箱：xiemei@cumt.edu.cn；李强，中国矿业大学校长办公室，邮政编码：221116，电子信箱：liqiang@cumt.edu.cn。

本研究为国家自然科学基金青年资助项目“政治关联、地方利益与环境业绩——基于生存权保障的研究视角”（71102163）、教育部人文社会科学研究规划基金项目“上市公司股权结构对会计政策选择影响的研究”（11YJA630055）和中国矿业大学社会科学研究基金项目“产品市场竞争与最终所有权结构——基于股权分置改革背景的经验研究”（0J091177）的阶段性成果。感谢匿名审稿人对本文提出的建设性修改意见，当然文责自负。

角度,研究产品市场竞争、终极控制人变更对公司绩效的影响,以及二者的交互关系。

二、文献综述与研究假设

(一)文献综述

1. 公司控制权市场对公司治理的影响

Manne(1965)最早提出公司控制权市场的概念,他指出经理层经营效率的低下将导致公司股价下跌,使其更容易成为收购的对象,接管机制有效保证了公司管理层以企业价值最大化为目标。正是由于公司控制权市场对管理层的制约机制减少了代理成本,因而被众多学者认为是一种有效的外部公司治理机制(Jensen and Ruback,1983; Shleifer and Vishny,1997)。敌意收购和代理权争夺会对目标公司管理层产生外部激励,在接管的威胁下,目标公司管理层将努力提高生产经营效率,使公司股价上涨以增加收购成本,从而使收购方公司企图从目标公司未来股价上涨中带来的套利收益下降,进而打消其收购企图,保住自己的职位(Macey,2008; Sokol 2010)。

然而,对敌意收购也有不同的声音。在敌意收购中,并购方以高价购买被收购公司的股票,虽然给被收购公司股东带来了短期财富,但是随后的公司高层管理人员重组、经营方针的改变以及大量工人的解雇,使得企业已经建立起来的人力资本、供销网络、债务关系等被扰乱,这对企业的长期发展不利。在这一背景下,美国有30个州在1985-1991年间纷纷修改公司法,允许经理对比股东更广泛的“利益相关者”负责,从而给予了经理拒绝“恶意收购”的法律依据(Cremers et al.,2008; Sokol 2010)。于是许多公司纷纷开始在章程中制定毒丸计划、交叉持股等接管防御条款,这些措施限制了公司控制权市场作用的发挥。Bertrand和Mullainathan(2003)发现,在反接管法通过后,工人的工资增长了,公司规模和资本支出没有明显变化,利润水平和生产效率却下降了,他们还指出,这与人们普遍对闲适生活的偏好有关,当管理层从敌意收购中解脱出来后,他们将不愿再从事如关闭旧工厂、开设新工厂,以及和供应商、工会进行讨价还价的繁琐工作。Gompers等(2003)研究发现,在公司章程中设置较多接管防御措施的公司,其股权资本回报率较低。防御机制的采纳使得管理层可以免受接管的威胁,也使控制权市场对管理层的约束下降,公司经营效率下降,这些代价自然要由股东来承担(Daines and Klausner 2001; Macey 2008)。

国内关于公司控制权市场的研究主要集中在控制权市场对公司治理的作用及控制权转移效率。关于控制权市场对公司治理作用的研究又主要是从控制权市场对公司绩效的影响,以及制度环境、银行等因素对控制权市场效用发挥的影响两个方面来展开。刘峰和魏明海(2001)对君安证券和万科股份控制权之争进行分析后发现,公司控制权市场对上市公司的经营具有相当程度的监督作用。陆瑶(2010)认为激活公司控制权市场能够显著提高公司的价值,并且这种影响对《上市公司股权分置改革管理办法》、《上市公司收购管理办法》颁布前并购不活跃的行业更大,对拥有国有股份的公司更小。洪锡熙和沈艺峰(2001)对申华实业被收购案进行研究后认为,在我国当时的市场条件下,二级市场收购并不能给目标公司带来收益。崔宏和夏冬林(2006)通过案例研究发现,兴业房产的公司控制权市场机制表现出与西方主流理论和国内普遍研究结论截然不同的特征。邓莉等(2008)研究发现银行贷款强度与公司成为收购目标的可能性和收购成功率之间负相关,这表明银行可以通过控制权市场加强对公司的治理。李善民和张媛春(2009)研究发现,在较差的治理环境中,协议转让会产生较高的交易成本,并且协议转让的股权比例越低,产生的交易成本越高,制度环境的改善有助于降低交易成本。

关于公司控制权转移效率的研究主要从控制权转移前后业绩的比较和控制权转移后绩效变化的原因分析两个方面着手。对控制权转移前后公司业绩的比较研究主要采用事件研究法(陈信元、张田余,1999;徐莉萍等,2005)和会计研究法(冯根福、吴林江,2001;徐莉萍等,2005);对控制权转移后业绩变化原因的研究主要从上市公司控制权转移以后的资产收购、资产重组、实际控制人是否变化等角度进行(白云霞等,2004;方轶强等,2006;白云霞、吴联生,2008)。

从国内外研究现状来看,由于我国正处于经济转轨时期,新兴资本市场的特点决定了我国在公司控制权市场的研究方面表现出与西方国家截然不同的特点。国外研究主要集中在敌意收购对收购方公司的业绩影响和接管防御对目标公司股东权益的维护方面,而我国由于控制权市场发展不成熟和制度政策的约束,完全意义上的公开市场要约收购难以发生,因此我国也没有对接管防御事件的系统研究,相信随着股权分置改革的完成、股票市场实现全流通和控制权市场功能的不断完善,相关的理论与实证研究将得到进一步发展。本

文以我国控制权市场协议转让事件为样本,研究控制权协议转让后终极控制人变更对公司业绩的影响,

2. 竞争与公司绩效的关系

Stigler、Fama 和 Jensen 认为市场竞争是提高经济效率的有效途径,激烈的市场竞争将导致低效率的公司被行业淘汰,企业管理层在外部竞争的巨大压力下将自觉改善经营管理,从而解决可能存在的信息不对称和激励等公司治理问题(Cremers ,et al. ,2008; Shleifer and Vishny ,1997; 姜付秀等 ,2009);然而 ,Charfstein 认为 ,激烈的产品市场竞争将导致企业管理层更加偷懒(牛建波、李胜楠 ,2005) ,Schumpeter 也认为 ,竞争可能对企业绩效造成负面影响 ,因为它会阻碍企业的创新与发展(Grosfeld and Tressel ,2002) 。另外 ,还有学者认为 ,竞争对企业绩效的影响是不确定的。Wilig 的理论模型表明 ,竞争在激励管理层努力提高业绩的同时 ,也可能带来产品销售量的下降 ,从而导致企业利润下滑 ,因而竞争对管理层的激励具有相互抵消的作用(Carlin ,et al. ,2001) 。许多实证研究也发现 ,竞争与企业绩效的关系具有不确定性(Raith ,2003; Earle and Estrin ,2003; Koke and Renneboog ,2005) 。

从上述国内外研究现状来看,关于竞争与企业绩效关系的研究还没有取得一致结论,并且不同研究对竞争内涵的界定也有所不同,有的关注国际或国内市场竞争,有的则关注产品市场竞争。本文是从产品市场竞争的角度,来研究竞争与控制权协议转让间的交互关系。

3. 产品市场竞争与公司控制权市场的交互作用

关于产品市场竞争与公司控制权市场的交互关系有两种理论假设。Gompers 等(2003) ,Cremers 和 Nair (2005) 以及 Masulis 等(2007) 发现,市场价值低、业绩较差、长期回报率低的公司更容易发生接管防御,接管防御事件的发生增加了代理成本,导致公司的经营管理进一步恶化。因此,在竞争激烈的行业,公司接管防御事件发生的频率会比较低,产品市场竞争与公司控制权市场存在互补关系;另一种假设认为,激烈的产品市场竞争使得投资人获取公司的信息更为方便,从而可以减少代理成本(Fama and Jensen ,1983) 。此外,由于公司控制权市场对公司管理层的制约机制也减少了代理成本(Manne ,1965; Jensen and Ruback ,1983; Shleifer and Vishny ,1997) ,即产品市场竞争与公司控制权市场都可以减少代理成本。因此,产品市场竞争越激烈,接管防御事件发生的频率越高,产品市场竞争与公司控制权市场存在替代关系(Cremers ,et al. , 2008) 。

Qiu 和 Yu(2009) 研究了公司控制权市场对债权人利益的影响,他们发现,公司合并法(business combination laws) 实施以后,企业的债务成本有所增加,尤其是对一些行业竞争不甚激烈和债券被评定为投机级的企业,其债务成本增加更为显著;然而对于行业竞争激烈的企业,或者公司债权被评定为投资级的企业其成本增加则不显著,这表明产品市场竞争与公司控制权市场具有替代关系。Cremers 等(2008) 从利益相关者视角研究了接管防御与市场竞争之间的交互关系,他们发现,在企业与其客户、供应商等利益相关者建立长期且稳定关系的行业,利益相关者有强烈的动机对企业实施监督,在这些所谓的“关系型行业”(relationship industries) ,市场竞争越激烈将会出现越多的接管防御事件,因此在关系型行业,产品市场竞争与公司控制权市场具有替代关系。Giroud 和 Mueller(2010) 对反接管法的实施与行业竞争的交互关系做了研究,他们发现,在市场竞争不甚激烈的行业,控制权市场作用的弱化将促使企业生产成本、工资以及管理费用上升,然而在竞争激烈的行业却没有发现这种结果,他们的研究结论也表明,产品市场竞争与公司控制权市场具有替代关系。

从上述研究结果来看,虽然在理论上产品市场竞争与公司控制权市场的关系存在两种假设,但是从国外经验研究的结果来看,却一致认为两者间存在替代关系。根据笔者搜集到的文献,目前国内学者尚缺乏这方面的研究。那么,在我国,产品市场竞争与公司控制权市场究竟是什么关系? 本文的研究成果将弥补这方面的空白。然而,由于我国目前的公司控制权市场发展还很不成熟,没有发生大量的接管防御及要约收购事件^①,因而,本文将以我国资本市场的控制权协议转让事件为基础,研究产品市场竞争与控制权协议转让的交互关系。

^①2002 年 12 月 1 日实施的《上市公司收购管理办法》规定,以协议收购方式进行上市公司收购,收购人拟持有、控制一个上市公司的股份超过该公司已发行股份 30% 的,应当以要约收购方式向该公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约。然而,在我国上市公司控制权协议转让的实际操作中,绝大多数收购人获得了证监会的豁免,交易并未引发强制要约收购义务(李善民、张媛春 ,2009) 。

(二) 研究假设

当前我国经济正处于转轨过程中,有效的产品市场竞争机制将有助于资源的合理配置,并加速低效率的公司被行业淘汰,企业管理层在市场竞争的巨大压力下将更加自觉地改善生产经营,进而减少代理成本。因此,我们提出以下假设 1:

假设 1-1: 产品市场竞争有利于公司治理机制的改善和代理成本的降低,能够有效促进企业绩效的提高。

假设 1-2: 产品市场竞争越激烈,竞争对公司业绩改善的作用越显著。

由于我国公司控制权市场发展还不成熟,公司控制权市场本身对上市公司业绩的影响是有限的,对公司绩效产生实质影响的是股权协议转让后控制权结构的调整及由此形成的公司治理机制。如果股权协议转让后公司终极控制权未发生转移,而仅是直接控股股东发生变更,那么这种换汤不换药式的股权结构的轻微阵痛,往往对公司业绩的影响甚微;当公司终极控制权发生转移并由国有投资主体转为民间投资主体时,此项协议转让往往与实际控制人的切身利益密切相关,其投资成功与否直接关乎其未来命运发展。因此,与终极控制权在国有或民间投资主体间转让相比,上市公司终极控制权由国有投资主体转为民间投资主体将更有利于公司绩效的提高。根据上述分析,我们提出以下假设 2:

假设 2-1: 与终极控制人没有发生变化的公司相比,终极控制人发生变更的公司管理层将更加积极地转变经营机制,从而能够促进公司业绩的提高。

假设 2-2: 与终极控制人的其他转移方式相比,终极控制人由国有投资主体转为民间投资主体的公司的业绩改善更为显著。

综合上述分析,关于产品市场竞争与终极控制权协议转让之间的交互关系,我们提出以下假设 3:

假设 3-1: 由于产品市场竞争对公司业绩具有积极促进作用,而终极控制人未发生变更(控制权直接转移)对公司业绩的改善作用不显著,因此产品市场竞争与终极控制人未变更具有互补作用。

假设 3-2: 由于产品市场竞争和终极控制人变更都能够促进公司业绩的提升,因此产品市场竞争与终极控制人变更具有替代关系。

三、样本选择与数据来源

本文基于终极控制权视角研究上市公司控制权的协议转让,并依照转让情况分为最终转让和直接转让两种类型。最终转让是指上市公司终极控制人和第一大股东同时发生变更,直接转让则是终极控制人不变,仅第一大股东发生变更。对于控制权最终转让的样本又进一步分为三类:终极控制权由国有投资主体转让给民间投资主体^①;终极控制权在国有投资主体之间转让^②;终极控制权在民间投资主体之间转让。

样本选择在 2002 年 12 月 1 日至 2006 年 9 月 1 日之间发生控制权协议转让的上市公司,之所以选择这个时间段是由于 2002 年 12 月 1 日我国证监会颁布实施了《上市公司收购管理办法》,在这之后,2006 年证监会又对该办法进行了修改,并于当年 9 月 1 日正式实施。为了控制政策法规的修订与实施对控制权市场的影响,本文选择该法规从最初颁布到修订之间的时间段作为研究期间,其目的在于研究控制权转让的当年及转让后 3 年公司业绩的变化情况,如果某公司在 2002 年发生控制权协议转让,则样本观测期为 2002 年当年和转让后的 2003-2005 年;如果某公司在 2003 年发生控制权协议转让,则样本观测期为 2003 年当年和转让后的 2004-2006 年;依此类推,每个样本的观测期为 4 年,全部样本的观测时间跨度为 2002-2009 年。

样本筛选过程如下:(1) 剔除通过二级市场收购及交易方式不详的样本;(2) 如果上市公司在样本期间发生两次或两次以上第一大股东或最终控制人变更,则仅将其最后一次控制权转移纳入研究样本;(3) 为了研究控制权转让当年及转让后 3 年的业绩变化,以及产品市场竞争与控制权转让的交互关系,本文剔除了发生协议转让后的 3 年内再次发生转让的样本;(4) 剔除发生协议转让的金融与综合行业的公司;(5) 剔除终

^①民间投资主体包括自然人、民营企业、乡镇或集体企业、外资企业、职工持股会、职工互助会、工会委员会(社团法人)、经济社团企业联合会以及企业劳动群众集体等。

^②各级国有投资主体是指中央、省、市及县一级政府控制的投资主体,不包括乡镇一级政府。乡镇一级政府部门控制的上市公司实为乡镇集体企业性质,受政府干预比较少,类似于民营企业,因此将乡镇一级政府控制的上市公司纳入“非政府控制”类型(夏立军、方轶强,2005)。

极控制权由民间投资主体转让给国有投资主体的样本(数量少,仅有6家公司)。根据以上原则,共选取研究样本273家,每个样本观测期为4年,共计1092组数据。样本详细情况如表1。

表1 研究样本分类

控制权变化类型	样本数量				
	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
控制权最终转移	6	31	25	30	34
由国有投资主体转为民间投资主体	3	21	17	12	20
在不同级别国有投资主体间转移	3	6	5	11	7
在不同民间投资主体间转移	0	4	3	7	7
控制权直接转移	3	32	36	44	32
合计	9	63	61	74	66

上市公司控制权协议转让数据来自经济金融研究数据库(CCER),公司财务数据取自国泰安CSMAR数据库。上市公司控制权协议转让时间难以确定、终极控制人信息不明以及财务数据缺失的样本,再进一步搜寻财经类网站。

四、变量定义及研究模型

(一)因变量

由于企业经济效益的多面性,只采用一项会计指标是难以全面和准确衡量的,因而本文参考冯根福和吴林江(2001)、谢梅和李强(2011)等的做法,从股东获利能力、发展能力等方面选择具有代表性的6项会计指标(见表2),通过主成分分析提取公共因子,以每个因子的方差贡献率为权数与该因子的得分相乘后求和建立综合得分函数,并将计算得出的综合得分值(Score)作为公司业绩的替代指标,Score值越大表明公司业绩越好。

表2 企业综合业绩衡量指标计算公式

会计指标类型	指标	计算公式
股东获利能力	每股收益	净利润 ÷ 总股数
发展能力	营业收入增长率	(本期营业收入 - 上期营业收入) ÷ 上期营业收入
盈利能力	营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) ÷ 营业收入
	总资产净利润率	净利润 ÷ 平均资产总额
现金流量能力	每股经营活动现金净流量	经营活动现金净流量 ÷ 总股数
营运能力	总资产周转率	营业收入 ÷ 平均资产总额

(二)自变量

1. 产品市场竞争

交叉价格弹性和市场集中度(HHI)两个指标经常被产业组织理论用来反映市场的竞争强度,然而由于全体企业的定价资料难以搜集,这给交叉价格弹性指标的计算带来了困难。此外,由于市场集中度只能衡量行业整体的竞争强度,无法反映企业之间竞争行为的相互影响,难以准确衡量个别企业的竞争强度,因此,本文采用市场占有率来表示企业的产品市场竞争能力。该指标值越大,说明企业在其所属行业的竞争优势越大,竞争能力也越强;指标值越小,说明企业在行业中的竞争能力越弱,面临的市场竞争越激烈。考虑近年来我国企业会计准则的变化和数据的可获得性,本文借鉴姜付秀和刘志彪(2005)的做法使用证监会发布的《上市公司行业分类指引》中两位代码表示的各行业全部上市公司营业收入数据来计算各样本公司的市场占有率,计算公式如下:

$$Share_{it} = \frac{y_{it}}{Y_{it}}$$

上式中*i*代表某上市公司,*t*代表年份,Share_{*it*}代表公司*i*在*t*年的市场占有率,y_{*it*}表示公司*i*在*t*年的营业收入,Y_{*it*}表示公司*i*所在行业全部上市公司在*t*年的营业收入总计。

2. 控制权转让

根据控制权变化的类型及方向设定四个虚拟变量,如果控制权由国有投资主体转为民间投资主体,则transfer1为1,否则为0;如果控制权在不同级别的国有投资主体间进行转移,则transfer2为1,否则为0;如果控制权在民间投资主体间转移,则transfer3为1,否则为0;如果公司第一大股东变更而终极控制人不变,则

transfer4 为 1 ,否则为 0。

3. 控制变量

(1) 终极控制人类型

本文将公司终极控制人分为两类 ,即国有控制和民间控制 ,如果上市公司的最终控制人为民间性质则 Type 为 1 ,否则为 0。

(2) 终极控制人的控制力

终极控制人对上市公司的控制力分为直接控制力和最终控制力 ,直接控制力是最终控制人通过第一大股东对上市公司形成的控制力 ,体现为第一大股东直接持有的股权比例 ,第一大股东持股比例变量使用 DirectRatio 来表示; 终极控制力反映了最终控制人链条上的控制权和现金流权 ,最终控制人的控制权比例使用 UltimateControl 表示 ,现金流权比例使用 UltimateOwn 表示。

(3) 规模及行业变量

由于不同规模企业的营业收入存在较大差异 ,因此本文选择企业规模 Size 作为控制变量 ,并使用总资产的自然对数来度量。另外 ,本文使用的控制变量还有行业虚拟变量 Industry。相关变量的描述统计见表 3。

表 3 不分年份对相关变量的描述统计

变量	观测数目	均值	标准差	最小值	最大值
Score	1 092	0. 041	0. 361	- 3. 089	4. 765
Share	1 092	0. 019	0. 093	0. 000	0. 106
DirectRatio	1 092	0. 352	0. 005	0. 095	0. 815
UltimateOwn	1 092	0. 279	0. 005	0. 005	0. 750
UltimateControl	1 092	0. 351	0. 005	0. 039	0. 802
Size	1 092	21. 213	0. 033	17. 537	25. 019

(三) 研究模型

本文构建研究模型如下:

$$Score_{it} = \alpha_0 + \mu_1 Share_{it} + \mu_2 Transfer_{it} + \mu_3 Share_{it} \times Transfer_{it} + \mu_4 Type_{it} + \mu_5 DirectRatio_{it} + \mu_6 UltimateControl_{it} + \mu_7 UltimateOwn_{it} + \mu_8 Size_{it} + \mu_9 Industry_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中 ,Share × Transfer 为产品市场竞争和控制权协议转让的交互项 ,Industry 表示 18 个行业虚拟变量。

五、研究结果

(一) 产品市场竞争与控制权转让对公司业绩的影响

首先 ,不考虑产品市场竞争和控制权转让的交互影响 ,只研究产品市场竞争和控制权转让对公司业绩的影响。从表 4 中模型(1)和模型(2)的回归分析结果来看 ,产品市场竞争变量 Share 的系数显著为正 ,这恰好验证了我们的假设 1-1 ,这表明产品市场竞争对公司绩效具有正面影响 ,激烈的市场竞争将促使低效率的公司被行业淘汰 ,企业管理层在市场竞争的巨大压力下将努力改善生产经营 ,从而促进企业绩效的提高。表示股权协议转让方向的四个变量中 transfer1 和 transfer3 的回归系数分别显著为正和负 ,transfer2 和 transfer4 的回归系数则不显著 ,这表明与终极控制权由国有投资主体转为民间投资主体相比 ,终极控制权在国有投资主体间转移或未发生转移而仅是第一大股东发生变更都没有对公司业绩产生显著影响 ,然而终极控制权在民间投资主体间转移却对公司业绩产生了显著的负面影响; 另外 ,与其他三种转让类型相比 ,终极控制权由国有投资主体转为民间投资主体对公司业绩产生了显著的正面影响。上述结果验证了我们的假设 2-2 ,却与假设 2-1 略有矛盾 ,这可能是因为相对于终极控制人未发生变更的公司而言 ,终极控制人在民间投资主体间转移 ,更多是出于借壳上市融资的考虑 ,而并没有真正带来公司治理机制的彻底变革所导致的。另外 ,这个结论与白云霞和吴联生(2008)的研究结果有所不同 ,他们认为 ,终极控制人在不同省份的国有投资主体之间变更能够改善国有控制权转移的绩效。我们认为 ,研究结果之所以不同 ,可能是由于样本分类的方式和研究期间不同产生的。此外 ,终极控制人类型、第一大股东持股比例、终极控制人的所有权和控制权对公司业绩的影响都不显著。

模型(3)和模型(4)加入了产品市场竞争与股权协议转让的交互项 ,从检验结果来看 ,产品市场竞争变量 Share 和股权协议转让变量 transfer1 的回归系数仍然显著为正 ,但 transfer3 的系数则不再显著 ,此外

transfer2 和 transfer4 的系数也仍然不显著。但是 ,四个交互项中除了 $Share \times Transfer4$ 的系数不显著外 ,其余三个交互项的系数都非常显著。 $Share \times Transfer1$ 的系数显著为正说明 ,与其他三种转让类型相比 ,国有股权的民间化能够加快企业产品市场竞争对公司业绩的正向促进作用; $Share \times Transfer2$ 的系数也显著为正表明 ,与终极控制权由国有投资主体转为民间投资主体相比 ,在激烈的产品市场竞争的作用下 ,最终控制权在不同级别的国家投资主体间转让也能够较好地激励管理层改善经营 ,从而促进公司业绩的提升; $Share \times Transfer3$ 的系数显著为负则表明 ,与终极控制权由国有投资主体转为民间投资主体相比 ,控制权在民间投资主体间转移对公司业绩具有潜在的负面影响 ,要削弱其对公司业绩的不利影响需要引入激烈的市场竞争 ,通过产品市场竞争能够促使产品价格等于边际成本 ,从而带来资源的有效配置 ,并进一步提升企业绩效; $Share \times Transfer4$ 的回归系数不显著则表明 ,对于终极控制权未发生实质变更的公司而言 ,股权结构的调整并不能直接带来公司业绩的改善 ,这类公司更加需要激烈的市场竞争环境 ,只有竞争才能够从根本上促进公司治理结构的改善和业绩的提高。综合上述分析 , $Share \times Transfer1$ 和 $Share \times Transfer2$ 的系数显著为正表明 ,产品市场竞争与股权由国有投资主体转为民间投资主体 ,以及在不同级别国有投资主体间转让具有显著的替代作用; $Share \times Transfer3$ 的系数显著为负表明 ,产品市场竞争与股权在民间投资主体间转移具有显著的互补作用 ,这与假设 3-2 相矛盾 ,可能是因为尽管产品市场竞争能够有力地促进公司业绩的提高 ,但终极控制权在民间投资主体间转移却不能有效减少公司的代理成本; $Share \times Transfer4$ 的系数不显著与我们的假设 3-1 相矛盾 ,这表明对于终极控制权未发生变更的公司而言 ,产品市场竞争与控制权直接转移二者对公司业绩的共同影响还比较模糊 ,需要后续作进一步的深入研究。

表 4 产品市场竞争与控制权协议转让对公司业绩的影响

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
Share	0. 480 ** (2. 426)	0. 467 ** (2. 355)	0. 468 ** (2. 367)	0. 372 ** (2. 421)
Transfer1		0. 088 ** (2. 178)		0. 070 * (1. 877)
Transfer2	0. 033 (0. 496)		0. 068 (0. 917)	
Transfer3	-0. 118 ** (- 2. 162)		- 0. 091 (- 1. 450)	
Transfer4	- 0. 065 (- 1. 353)		- 0. 062 (- 1. 285)	
Share \times Transfer1				0. 982 *** (2. 784)
Share \times Transfer2			1. 212 *** (3. 067)	
Share \times Transfer3			- 1. 402 ** (- 2. 353)	
Share \times Transfer4			- 0. 702 (- 0. 756)	
Type	- 0. 001 (- 0. 014)	- 0. 048 (- 1. 203)	0. 001 (0. 017)	- 0. 051 (- 1. 278)
DirectRatio	0. 221 (1. 093)	0. 214 (1. 057)	0. 197 (0. 965)	0. 224 (1. 106)
UltimateControl	0. 230 (0. 914)	0. 211 (0. 839)	0. 250 (0. 995)	0. 210 (0. 834)
UltimateOwn	- 0. 106 (- 0. 705)	- 0. 109 (- 0. 722)	- 0. 114 (- 0. 757)	- 0. 124 (- 0. 823)
Size	0. 157 *** (10. 606)	0. 156 *** (10. 546)	0. 155 *** (10. 374)	0. 155 *** (10. 485)
Intercept	- 3. 362 *** (- 10. 398)	- 3. 379 *** (- 10. 608)	- 3. 679 *** (- 10. 876)	- 3. 369 *** (- 10. 583)
Industry	Control	Control	Control	Control
F 值	6. 740	6. 852	6. 747	6. 892
Adj - R ²	0. 246	0. 243	0. 252	0. 245
DW 值	1. 830	1. 821	1. 844	1. 819

注: ***、**、* 分别代表显著性水平为 1%、5% 和 10% ,括号内为各变量的 t 统计值。

(二) 不同竞争程度下产品市场竞争与控制权转让对公司业绩的影响

按照行业竞争程度将 273 家公司分为三类: (1) 高度竞争行业 ,主要包括食品、饮料、纺织和服装、电子、

金属和非金属等,共有 71 家样本公司;(2) 中度竞争行业,主要包括石油、化学、塑胶、机械、设备、仪表、批发和零售贸易等,共有 153 家样本公司;(3) 低度竞争行业,主要包括电力、煤气及水的生产和供应、信息技术等,共有 49 家样本公司。回归结果见表 5。

表 5 不同竞争强度下产品市场竞争与控制权协议转让对公司业绩的影响

变量	高度竞争行业		中度竞争行业		低度竞争行业	
	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)	模型(9)	模型(10)
<i>Share</i>	0. 656 ** (2. 433)	0. 622 * (1. 937)	0. 342 ** (2. 147)	0. 465 ** (2. 013)	0. 010 (1. 051)	0. 039 (1. 195)
<i>Transfer1</i>		- 0. 044 (- 0. 570)		0. 166 *** (2. 719)		0. 159 ** (2. 312)
<i>Transfer2</i>	0. 103 (0. 794)		0. 351 (1. 013)		- 0. 082 (- 1. 000)	
<i>Transfer3</i>	- 0. 137 (- 1. 181)		- 0. 141 (- 1. 542)		- 0. 273 (- 1. 211)	
<i>Transfer4</i>	- 0. 006 (- 0. 082)		- 0. 147 (- 1. 017)		- 0. 083 (- 1. 394)	
<i>Share × Transfer1</i>		1. 596 * (1. 958)		1. 402 ** (2. 183)		1. 076 * (1. 868)
<i>Share × Transfer2</i>	1. 442 *** (3. 147)		1. 270 *** (4. 130)		- 1. 088 (- 0. 947)	
<i>Share × Transfer3</i>	- 1. 257 ** (- 2. 160)		- 0. 943 (- 1. 197)		- 1. 403 (- 0. 852)	
<i>Share × Transfer4</i>	1. 102 ** (2. 336)		- 0. 907 (- 1. 235)		- 0. 953 (- 1. 057)	
<i>Type</i>	0. 017 (0. 231)	- 0. 030 (- 0. 474)	- 0. 073 (- 0. 969)	- 0. 070 (- 1. 173)	- 0. 069 (- 1. 041)	- 0. 235 * (- 1. 773)
<i>DirectRatio</i>	0. 685 ** (2. 576)	0. 184 (0. 602)	0. 186 (0. 893)	0. 153 (0. 726)	0. 167 (1. 091)	0. 192 (1. 526)
<i>UltimateControl</i>	0. 774 ** (2. 033)	0. 466 (1. 272)	0. 723 (1. 033)	0. 563 (1. 072)	1. 123 *** (4. 224)	0. 964 *** (3. 784)
<i>UltimateOwn</i>	0. 112 (0. 423)	0. 160 (0. 607)	- 0. 002 (- 0. 009)	0. 056 (0. 281)	- 0. 884 *** (- 3. 282)	- 0. 585 ** (- 2. 176)
<i>Size</i>	0. 252 *** (6. 165)	0. 260 *** (6. 540)	0. 166 *** (8. 091)	0. 165 *** (7. 870)	0. 136 *** (5. 851)	0. 114 *** (5. 719)
<i>Intercept</i>	- 5. 628 *** (- 6. 675)	- 5. 788 *** (- 7. 193)	- 3. 672 *** (- 7. 951)	- 3. 884 *** (- 8. 346)	- 2. 943 ** (- 2. 165)	- 3. 534 ** (- 2. 217)
<i>Industry</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>
F 值	6. 910	7. 401	6. 103	6. 102	8. 223	8. 377
Adj - R ²	0. 390	0. 385	0. 274	0. 256	0. 318	0. 314
DW 值	1. 935	1. 955	2. 001	1. 972	1. 673	1. 780

注:***、**、* 分别代表显著性水平为 1%、5% 和 10% 括号内为各变量的 *t* 统计值。

从表 5 中 6 个回归模型的分析结果来看,产品市场竞争变量 *Share* 的回归系数除了在模型(9)和模型(10)中不显著以外,在其余各模型中均十分显著,同时系数值随着行业竞争程度的下降而逐渐减小,这表明在高度和中度竞争行业,产品市场竞争确实对公司业绩的提高起到了至关重要的作用,而在低度竞争行业其作用十分有限,这有力地支持了我们的假设 1-2。此外,表示股权协议转让方向的四个变量的回归系数除了 *transfer1* 在模型(8)和模型(10)中显著以外,其余三个变量在各模型中均不显著,这表明在中度和低度竞争行业,由于产品市场竞争作用的限制,公司终极控制权由国有投资主体转为民间投资主体更加有利于公司业绩的改善,这较好地验证了我们的假设 2-2。

模型(7)和模型(8)是中度竞争行业的分析结果,该结果与模型(3)和模型(4)不加区分行业竞争程度结果基本一致,不同之处在于 *Share × Transfer3* 的回归系数不再显著,这可能是由于行业竞争程度的下降,使得股权在民间投资主体间的转移作用变得模糊,也可能是由于样本量过小所致(在中度竞争行业,股权在民间投资主体间转移的公司只有 12 家)。

模型(9)和模型(10)中产品市场竞争变量 *Share* 的回归系数显著低于模型(5)-(8)中的系数,并且没有统计显著性,这表明产品市场竞争对低度竞争行业中公司业绩的贡献作用非常有限,另外我们发现,*transfer1* 的回归系数在 0.05 的显著性水平上为正,这表明与其他转让类型相比,股权由国有投资主体转为民间投资主体对公司业绩的改善作用更为明显。*Share × Transfer1* 的回归系数也显著为正,说明在低度竞争

行业,上市公司股权结构的优化配合轻微的市场竞争也能够促进公司业绩的改善,产品市场竞争与股权由国有投资主体转为民间投资主体具有互补作用。

(三) 稳健性检验

在表4和表5的各模型中,除了模型(9)和模型(10)的几个变量的方差膨大因子稍大外(未超过8),其他各模型的方差膨大因子都小于6,这表明回归分析较好地克服了共线性问题;各模型的DW值都大于1.65,这也说明回归分析不存在严重的自相关。另外,本文还从两个方面进行了稳健性检验,首先将全部样本按照控制权转让的年份分别进行回归分析,即控制权转让的当年、转让后的第1、2、3年,所得到的结果与上述分析结果一致。其次,使用国家统计局网站公布的各工业行业规模以上企业(年主营业务收入在500万元以上)各年度主营业务收入数据作为Share指标的分母重新计算产品市场竞争变量值,但由于仅有工业行业主营业务收入统计数据,因此需要将样本中的86家非工业行业公司剔除,另外由于国家统计局从2003年才开始公布各工业行业主营业务收入统计数据,因此还需要将2002年发生控制权转移的9家公司剔除,这样共剔除样本95家,回归分析所得到的结果与上述结果基本一致,只是中度竞争行业Share变量的回归系数和低度竞争行业 $Share \times transfer1$ 的回归系数变得不再显著,但不影响本文的主要结论。

六、结论

本文以2002年12月1日至2006年9月1日之间发生控制权协议转让的273家上市公司作为分析样本,研究了产品市场竞争与控制权协议转让对公司业绩的影响。首先,不加区分行业竞争程度,单独分析了产品市场竞争和控制权转让的单因素影响,研究发现产品市场竞争对公司业绩具有显著的正向作用,终极控制权由国有投资主体转为民间投资主体对公司业绩具有显著的正面影响,但是在民间投资主体间转移却对公司业绩产生了负面影响,其他两种转让方式对公司业绩的影响不显著;加入交互作用项后,分析结果表明产品市场竞争与控制权由国有投资主体转为民间投资主体,以及控制权在国有投资主体之间转让具有显著的替代作用,与控制权在民间投资主体间转让具有显著的互补作用。

其次,将样本公司按照行业竞争程度的高低分为三类,检验结果表明:(1)在高度竞争行业,产品市场竞争与控制权由国有投资主体转为民间投资主体、在国有投资主体间转让,以及控制权的直接变更更具有替代作用,而与控制权在民间投资主体间转让具有互补作用,高度竞争行业更容易发生成功的控制权转让;(2)中度竞争行业的分析结果与不区分行业竞争程度的检验结果基本一致;(3)在低度竞争行业,由于市场竞争作用的限制,控制权转让对公司业绩的改善作用更为显著,公司控制权由国有投资主体转为民间投资主体对于经营业绩的改善起到了重要作用,产品市场竞争与控制权由国有投资主体转为民间投资主体具有显著的互补作用。

参考文献:

1. 白云霞、吴联生 2008 《国有控制权转移、终极控制人变更与公司业绩》,《经济研究》第6期。
2. 白云霞、吴联生、徐信忠 2004 《资产收购与控制权转移对经营业绩的影响》,《经济研究》第12期。
3. 陈信元、张田余 1999 《资产重组的市场反应——1997年沪市资产重组实证分析》,《经济研究》第9期。
4. 崔宏、夏冬林 2006 《全流通条件下的股东分散持股结构与公司控制权市场失灵——基于上海兴业房产股份有限公司的案例研究》,《管理世界》第10期。
5. 邓莉、张宗益、李宏胜、刘伟 2008 《银行在公司控制权市场中的作用研究——来自中国上市公司的证据》,《金融研究》第1期。
6. 方轶强、夏立军、李莫愁 2006 《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》,《财经研究》第1期。
7. 冯根福、吴林江 2001 《我国上市公司并购绩效的实证研究》,《经济研究》第1期。
8. 洪锡熙、沈艺峰 2001 《公司收购与目标公司股东收益的实证分析》,《金融研究》第3期。
9. 姜付秀、黄磊、张敏 2009 《产品市场竞争、公司治理与代理成本》,《世界经济》第10期。
10. 姜付秀、刘志彪 2005 《经济波动中的资本结构与产品市场竞争》,《金融研究》第12期。
11. 李善民、张媛春 2009 《制度环境、交易规则与控制权协议转让的效率》,《经济研究》第5期。
12. 刘芍佳、李骥 1998 《超产权论与企业绩效》,《经济研究》第8期。
13. 刘峰、魏明海 2001 《公司控制权市场问题:君安与万科之争的再探讨》,《管理世界》第5期。
14. 陆瑶 2010 《激活公司控制权市场对中国上市公司价值的影响研究》,《金融研究》第7期。
15. 牛建波、李胜楠 2005 《产品市场竞争、公司治理与企业绩效——基于中国上市公司的实证研究》,中国与东亚国家公司治理国际研讨会工作论文。

16. 夏立军、方轶强 2005 《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》，《经济研究》第 5 期。
17. 谢梅、李强 2011 《终极控制人变更与公司业绩——基于股权分置改革背景的经验研究》，《财贸研究》第 5 期。
18. 徐莉萍、陈工孟、辛宇 2005 《控制权转移、产权改革及公司经营绩效之改进》，《管理世界》第 3 期。
19. 徐莉萍、陈工孟、辛宇 2005 《产权改革、控制权转移及其市场反应研究》，《审计研究》第 5 期。
20. Bertrand M. and S. Mullainathan. 2003. "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences." *Journal of Political Economy* 111(5) : 1043 – 1075.
21. Carlin W. ,S. Fries ,M. Schaffer ,and P. Seabright. 2001. "Competition and Enterprise Performance in Transition Economies: Evidence from a Cross – country Survey." William Davidson Institute Working Paper 376.
22. Cremers K. J. M. ,V. B. Nair ,and U. Peyer. 2008. "Takeover Defenses and Competition: The Role of Stakeholders." *Journal of Empirical Legal Studies* 5(4) : 791 – 818.
23. Cremers K. J. M. and V. B. Nair. 2005. "Governance Mechanisms and Equity Prices." *Journal of Finance* 60(6) : 2859 – 2894.
24. Daines R. and M. Klausner. 2001. "Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs." *Journal of Law , Economics and Organization* 17(1) : 83 – 120.
25. Earle J. S. ,and S. Estrin. 2003. "Privatization ,Competition ,and Budget Constraints: Disciplining Enterprises in Russia." *Economics of Planning* 36(1) : 1 – 22.
26. Fama E. F. and M. C. Jensen. 1983. "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics* 26(2) : 301 – 325.
27. Giroud X. and H. Mueller. 2010. "Does Corporate Governance Matter in Competitive Industries?" *Journal of Financial Economics* , 95(3) : 312 – 331.
28. Gompers P. J. Ishii and A. Metrick. 2003. "Corporate Governance and Equity Prices." *Quarterly Journal of Economics* 118(1) , 107 – 155.
29. Grosfeld J. and T. Tressel. 2002. "Competition and Ownership Structure: Substitutes or Complements? Evidence from the Warsaw Stock Exchange." *Economics of Transition* 10(3) : 525 – 551.
30. Qiu J. P. and F. Yu. 2009. "The Market for Corporate Control and the Cost of Debt." *Journal of Financial Economics* 93(3) : 505 – 524.
31. Jensen M. and R. Ruback. 1983. "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence." *Journal of Financial Economics* , 11(1 – 4) : 5 – 50.
32. Koke J. ,and L. D. R. Renneboog. 2005. "Do Corporate Control and Product Market Competition Lead to Stronger Productivity Growth? Evidence from Market – oriented and Blockholder – based Governance Regimes." *Journal of Law and Economics* 48(2) : 475 – 516.
33. Manne H. G. 1965. "Mergers and the Market for Corporate Control." *Journal of Political Economy* 73(2) : 110 – 120.
34. Macey J. 2008. *Corporate Governance: Promises Made Promises Broken* ,118 – 126. New Jersey UK: Princeton University Press.
35. Masulis R. C. Wang and F. Xie. 2007. "Corporate Governance and Acquirer Returns." *Journal of Finance* 62(4) : 1851 – 1889.
36. Raith M. 2003. "Competition Risk and Managerial Incentives." *American Economic Review* 93(4) : 1425 – 1436.
37. Shleifer A. and R. Vishny. 1997. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance* 52(2) : 737 – 783.
38. Sokol D. D. 2010. "Competition Policy and Comparative Corporate Governance of State – owned Enterprises." University of Florida Levin College of Law Research Paper 2010 – 02.

Product Market Competition and Control Right Transfer of Chinese Listed Companies: Evidence from the Perspective of Ultimate Control Right

Xie Mei and Li Qiang

(China University of Mining and Technology)

Abstract: In this paper ,we study the effect of product market competition and control right transfer on firm performance. Firstly ,we ignore the difference of competition degree in each industry and find that product market competition and control right are transferred from state – controlled entities to civil – controlled entities , and produce an alternative role among state – controlled entities. But it is complementary to control right transfer among civil – controlled entities. Secondly ,by classifying samples as the degree of market competition ,we find the successful control right transfer is more likely to happen in industries with severe competition. In industries with high level of competition the product market competition is substitute for control right transfer from state – controlled entities to civil – controlled entities ,transfer among state – controlled entities and the ultimate controllers are unchanged ,but it is complementary to control right transfer among civil – controlled entities. Moreover owing to the limited role of competition in low competitive industries ,it is much more important of control right transfer for improving firm ’ s performance and product market competition is complementary to control right transfer from state – controlled entities to civil – controlled entities.

Key Words: Product Market Competition; Control Right Transfer; Ultimate Controller

JEL Classification: G32 ,G34

(责任编辑: 孙永平、陈永清)