

The Impact of Changes in Actual Controllers on Corporate Performance—An Empirical
Study on Private Enterprises Obtaining Control of A-Share Listed Companies

by

Gaoming Jiang

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2021 by the
Graduate Supervisory Committee:

Xiaochuan Huang, Co-Chair
Shijun Cheng, Co-Chair
Zhan Jiang

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2021

实际控制人变动对公司绩效的影响——民营企业获取 A 股上市公司控制权的实证研究

蒋高明

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于二零二一年三月批准：

黄晓川，联席主席
程仕军，联席主席
蒋展

亚利桑那州立大学

二零二一年五月

ABSTRACT

Transfer of control of listed companies has long dragged attention. Conclusions on whether the transfer can improve the performance of the listed company are different because of the discrepancy of observation period and sampling in previous studies. From the perspective of the change in actual controllers, this essay selects the sample of A-share listed companies whose new actual controllers were private enterprise from 2010-2018 to verify the impact of control transfer on corporation performance. On this basis, it further analyzes the promoting effect on company performance because of the previous property right, previous performance, and executive turnover under the change of actual controller of companies. According to research, the acquisition of control by private enterprises improves corporate performance, especially in companies that perform poorly before the transfer of control. Among all the changes in actual controller, the turnover of general manager improves the company's short-term performance significantly. This essay verifies the role of the external governance mechanism of the control transfer in A-share market, to provides a reference for the decision of new actual controllers about the change of senior executives, as well as for the investors in the market.

摘要

上市公司控制权转移问题一直广受关注，控制权的转移能否改善上市公司绩效，以往的研究由于观察期不同、选取样本不同，结论并不一致。本文从实际控制人变动的角度，选取 2010-2018 年新实际控制人为民营企业的 A 股上市公司的样本验证控制权转移对公司绩效的影响。在此基础上进一步分析在实际控制人变动情况下变更前公司的产权性质、变更前公司的经营绩效、核心高管变动对上市公司绩效的影响。研究表明民营企业获取控制权提升了公司绩效，变更前业绩较差公司的改善更明显；实际控制人变更中总经理的变更使公司短期绩效得到明显改善。本文验证了 A 股市场控制权转移的外部监管机制的作用，为新的实际控制人关于高管变更的决策提供参考，同时为二级市场的投资者提供借鉴。

致谢

作为忙于企业具体经营管理实务的一名管理者，要完成实证研究性的论文的挑战无疑是巨大的，也是我在开始 GES 项目学习前无法想象的。一路走来能坚持完成要感谢 GES7 期班全体同学的互相鼓励和帮助，感谢以班主任季雨晗老师为首的工作团队的督促和支持。

论文写作过程中得到了三位指导老师程仕军教授、黄晓川教授、蒋展教授的悉心指导，使我能克服过程中的迷茫和困惑，找到正确的方向和合适的解决方法以克服困难，在此表示深深的敬意和衷心的感谢。感谢我的研究助理复旦大学泛海金融学院的王怡嘉同学在数据分析上的帮助。

最后要感谢上海高金和 ASU 的各位老师的精彩课程，感谢 GES 项目营造的“如切如磋、如琢如磨”的学研氛围！

目录

	页码
表格列表.....	vi
图表列表.....	vii
章节	
一、导论.....	1
1.1 选题背景与意义	1
1.2 相关定义.....	2
1.2.1 实际控制人	2
1.2.2 关于国有和民营.....	4
1.2.3 关于公司高管	4
二、背景介绍.....	5
2.1 实际控制人变更相关的理论基础	5
2.1.1 交易成本理论.....	5
2.1.2 契约理论（合约理论）	6
2.1.3 委托代理理论	7
2.1.4 产权理论.....	8
2.1.5 利益相关者理论.....	9
2.1.6 公司控制权市场理论	9
2.2 文献回顾.....	10

章节	页码
2.2.1 控制权转移对绩效影响的相关研究	10
2.2.2 控制权转移中高管变动的研究	12
2.3 现有研究的不足及本文的创新点	13
三、理论假设.....	15
3.1 实际控制人变动对公司绩效影响的理论分析	15
3.2 国内 A 股市场的特点对上市公司控制权转移的影响分析.....	16
3.3 理论假设.....	19
四、实证研究.....	22
4.1 样本、数据和变量	22
4.1.1 样本的行业与年度分布	22
4.1.2 变量	23
4.1.3 样本总体情况	24
4.2 实际控制人变动对公司绩效的影响分析	25
4.3 实际控制人变更中影响绩效因素的实证分析.....	27
4.3.1 样本的分组情况.....	27
4.3.2 样本分组的均值检验.....	29
4.3.3 分组双重差分检验	32
4.3.4 多元回归分析.....	34
4.3.5 稳健性检验.....	39

章节	页码
4.4 实证研究小结.....	41
4.4.1 民营企业获取上市公司控制权对企业绩效的影响	41
4.4.2 实控人变动中绩效影响因素对变更后绩效的影响分析	42
五、结论、建议与展望.....	44
5.1 主要研究结论.....	44
5.2 建议.....	44
5.3 研究的不足与展望.....	45
参考文献.....	47
附录	
A. 样本的行业数据分布	50
B. 实证分析.....	54

表格列表

表格	页码
1 样本的实际控制人变更年份分布.....	23
2 样本总体情况.....	24
3 包含对照组样本总体情况	25
4 实际控制人变更的双重差分分析结果.....	26
5 实际控制人变更中核心高管变更的情况	29
6 样本分组的均值检验.....	30
7 分组双重差分检验结果汇总.....	34
8 变量相关系数矩阵.....	36
9 回归分析结果.....	37
10 现金收益率的回归分析	40
11 现金收益率的分组双重差分检验	41

图表列表

图表	页码
1 A股市场民营企业获取上市公司控制权样本的年度分布	1
2 样本的分组情况	28

一、导论

1.1 选题背景与意义

在西方的公司治理理论中，公司控制权转移是公司治理的重要的外部机制。国内证券市场由于诸如资本管制、国有经济非完全市场效率导向、长期的股权分置以及独特的新股发行制度等历史和体制的原因虽历经 30 年的发展和改革但和成熟市场的要求尚有相当的距离，国内市场公司的控制权转移是否同样能发挥公司治理的外部机制作用呢？

国内市场从来就不缺乏控制权转移和争夺的案例，从 1993 年的新中国资本市场并购第一例的“宝延风波”（深圳宝安收购上海延中实业），到近年来的“宝万之争”（宝能收购万科），均引起了市场的剧烈反应和社会舆论的关注。依据 WIND 数据统计，2016 至 2018 年度全部 A 股上市公司中实际控制人发生变更的公司家数分别为 202、209、248。

图 1 A 股市场民营企业获取上市公司控制权样本的年度分布



本文研究的民营企业成为上市公司新的实际控制人的样本从 2010 年到 2018 年还是有明显的越来越多的趋势。是题材炒作还是提升公司长期价值？市场舆论褒贬不一，控制

权转移在国内资本市场是否也同样能发挥公司治理的重要外部机制的作用？实际控制人的变更会对上市公司带来何种影响，学界的研究结论也不一致。

近年来，随着中国经济步入“新常态”，整体增速趋缓，主要靠出口和投资拉动的经济增长方式面临转型和调整的压力。作为经济微观主体的企业，尤其是传统行业的企业也面临着业务转型和调整的压力。通过并购获取上市公司控制权而谋求战略协同和产业整合也是企业战略转型的途径之一。笔者所在的企业也正在尝试类似的转型。另一方面，随着国内资本市场监管的不断规范、对外开放的深化，整体的估值水平逐渐与国际接轨，越来越多奉行“股东积极主义”的机构投资者通过二级市场公开举牌成为上市公司重要股东来影响和参与公司的重大决策以促进公司价值提升从而获取投资收益，更有甚者通过谋求上市公司控制权进行产业整合来获取长期投资收益，试图复制 3G 资本、伯克希尔哈撒韦的投资模式。本研究的课题也由此产生：通过获取上市公司控制权提升公司长期价值有多大可能成功？实际控制人的变动能否提升公司的长期绩效？新的实际控制人是调整核心管理团队还是保持团队稳定？业绩较差的核心高管更可能被替换？这对公司绩效又有何影响？本研究试图以 A 股上市公司中民营企业获取控制权的样本来研究上述问题

1.2 相关定义

1.2.1 实际控制人

实际控制人是指实际控制了上市公司经营行为的自然人、法人或其他组织。2005 年《公司法》第一次以立法的形式使用了“实际控制人”概念。《公司法》（2013 年版）规定，实际控制人是指虽不是公司的股东，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的人。《上市公司收购管理办法》第八十四条规定，有下列情形之一的，认定为拥有

上市公司控制权：(1)投资者为公司持股 50%以上的控股股东；(2)投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%；(3)投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任；(4)投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响；(5)中国证监会认定的其他情形。

在证券、基金领域具体实务操作中，证监会《上市公司收购管理办法》、上海和深圳证券交易所的《股票上市规则》、《中小企业板上市公司控股股东、实际控制人行为指引》等文件对上市公司实际控制人的认定原则作出了明确规定。根据规定，符合下列情形之一的投资者，将被认定为“能够实际支配公司行为”，并被认定为公司的实际控制人（1）单独或者联合控制一个公司的股份、表决权超过该公司股东名册中持股数量最多的股东行使的表决权；（2）单独或者联合控制一个公司的股份、表决权达到或者超过百分之三十；（3）通过单独或者联合控制的表决权能够决定一个公司董事会半数以上成员当选的；（4）能够决定一个公司的财务和经营政策、并能据以从该公司的经营活动中获取利益的；（5）有关部门根据实质重于形式原则判断某一主体事实上能对公司的行为实施控制的其他情形。

实际控制人可以是控股股东,也可以是控股股东的股东,可以是公司的最终所有者,甚至是除此之外的其他自然人、法人或其他组织。由于实际控制人的认定涉及到关联交易、同业竞争、内幕信息、资产重组等对上市公司有重大影响的事项的评估和认定,已引起监管部门高度重视。根据监管部门要求,在上司公司实际控制人的信息必须强制披露。上市公司的实际控制人必须要追溯到自然人、各级国有资产管理部门或其他最终控制人。目前 A 股上市公司披露的实际控制人的性质有以下几种类型:各级国有资产管理部门(各级国资委)、

政府机关、事业单位（大学、研究院、供销社等）、集体组织（村集体、职工持股会、基金会）、个人以及无实际控制人

按现行的信息披露要求，上市公司实际控制人发生变动必须公告。证监会修订的年报准则要求各上市公司年报必须要披露其实际控制人。本文所研究的上市公司实际控制人及其变动以上市公司年报及其公告为准。

1.2.2 关于国有和民营

本研究关于上市公司实际控制人的所有权的认定以上市公司公告为准，凡是实际控制人认定为各级国资委、各级机关和事业单位的为国有，其余均认为是民营。

1.2.3 关于公司高管

西方文献中关于公司高管变更的研究大多为针对 CEO 变更的研究。西方公司中最重要和关键的职位是 CEO，我国 A 股上市公司中通常的职位设置一般不设 CEO 这一职位，相对应职权一般由董事长和总经理分担。具体管理实践中两者的职权，各公司的设置不尽相同。总体而言，董事长通常承担比总经理更大的权责和发挥更重要的作用，尤其在公司战略管理、重大经营决策和公司其他高管人事权上；总经理的职责主要在落实和执行公司决策。本文研究的高管同时包括董事长和总经理。

二、背景介绍

本章回顾实际控制人变更相关的理论基础以及相关的历史研究文献的主要结论，说明本研究的创新点

2.1 实际控制人变更相关的理论基础

实际控制人的定义和公司的控制权紧密相关，实际控制人变更就是控制权转移问题。控制权和所有权问题也是企业治理的核心问题。公司的控制权来源于公司的所有权，公司所有权是公司控制权的基础。控制权转移研究相关的理论基础主要有：交易成本理论、企业的契约理论、委托代理理论、产权理论、利益相关者理论、控制权市场理论等。

2.1.1 交易成本理论

亚当·斯密的企业理论认为社会分工是企业的起源，企业是分工的产物。分工的细化导致的生产力提高会使不同工序工种通过组织协调起来，这种组织就是企业，企业规模的扩大又促使分工越来越细，生产力越来越高。在此基础上科斯提出了交易费用理论，由于经济体系中专业分工之间需要通过一定的协作机制来保证效率，而使用市场价格机制协作的成本相对偏高，而形成企业机制来进行组织内部协作，企业是人类追求经济效率所形成的组织体。企业的显著特征是作为价格机制的替代物，企业的边界或规模由交易成本决定，当市场上交易成本高于企业内部协同成本时，企业得以扩大规模，直到两者交易成本相等。科斯在交易成本统一框架内解释企业与市场的关系，将两者看做由交易成本所决定的相互竞争和相互替代的两种制度安排。科斯的理论不足之处在于没有考虑组织变化对生产成本的影响，忽视了企业组织在发挥协作劳动的社会生产力方面不可替代的作用，也没有解释交易费用产生的原因，因此无法降低交易费用。

从交易成本理论角度，研究上市公司控制权转移，就是探讨控制权转移的作用过程和方式，确定合适的交易费用，合理配置相关资源，提高上市公司控制权转移效率。

2.1.2 契约理论（合约理论）

契约理论把企业理解为一组合约的联结，在此基础上讨论契约结构的替代和最优契约结构的选择，主要以交易费用来说明企业的性质、规模，以及企业的所有权结构，这也是现代企业理论的主体。契约有完全契约和不完全契约。完全契约是承诺包括了所有可预知和不可预见的所有权利义务事项。然而由于契约的签订是基于双方对当前状况的主观认识基础，而契约双方不可能完全将所有的未来可能囊括在契约中，所以现实世界中的契约往往是非完全的，这也是契约的非完整性。哈特（1990）研究发现造成契约的不完全性主要由以下因素：世界十分复杂，人们往往不可能预知各种可能事件；即使能够预测，但是预测成本过高；难以对其进行准确衡量，契约由于无法对实际情况的证明而难以执行。

张五常（1983）在《企业的契约性质》一文中，从契约的角度重新解释科斯关于企业是对市场“替代”的观点。张五常结合了科斯的的企业观与阿尔钦与德姆塞茨组织观，认为节约交易费用不是企业存在的唯一原因，企业关系是一种市场关系，甚至是一种高级的市场关系。企业与市场的区别与替代变成了产品市场与要素市场的替代。他认为企业“这个契约”发生在要素市场上，是一种要素所有者与代理人签订的一份契约；而价格机制的“那一系列契约”则是产品市场上的一系列交易。因此，企业和市场是同质的，差别只在于形式和机制不同。

现代企业运作建立在一系列的契约之上，而企业的治理结构则是保证在实现效率最优导向下相机行动的决策及执行以及责任分担等一系列的制度安排。

2.1.3 委托代理理论

上世纪 30 年代伯利和米恩斯因为洞悉企业所有者和经营者合一存在的弊端提出委托代理理论，倡导所有权和经营权分离，企业所有者保留剩余索取权，将经营权利让渡。委托代理理论是现代公司治理的逻辑起点，也是过去 30 多年契约理论最重要的发展之一，主要研究由公司“所有权”与“控制权”分离而产生的与代理现象有关的组织问题。代理理论主要分为代理成本理论和委托代理理论。詹森和麦克林（1976）认为，代理成本是指委托人为防止代理人损害自身利益通过严密的契约关系和对代理人的严格监督来限制代理人的行为而付出的代价。代理来源于信息不对称以及管理人员不具有对企业完全所有权。代理成本分为权益的代理成本和债务的代理成本，均衡的企业所有权结构应由股权代理成本与债权代理成本之间均衡关系决定，詹森和麦克林将代理成本与企业筹资方式结合提出了企业资本（股本和债务）最佳结构理论。

委托代理理论是由威尔逊（1969）、罗斯（1973）、斯宾塞和泽克豪森（1971）、莫里斯（1974）、霍姆斯特姆（1979）以及格罗斯曼和哈特（1983）等人所创。委托代理理论的所有结论皆来自于正式的数学模型方法。标准委托代理理论建立在委托人对随机的产出没有直接贡献和代理人的行为不易直接被委托人评价衡量的基础之上，得出基本观点：第一，代理人（经营者）的收入中必须含有风险收入部分，否则委托人（所有者）利益不能达到最大；第二，当代理人收入全部为风险收入，则代理人和委托人（经营者与所有者）合二为一，激励机制最优，委托人（所有者）权益最大化。然而现实中由于代理人（经营者）与委托人（所有者）利益最大化目标之间总存在差距，所以代理成本必然存在。委托代理理论是迄今为止经济学领域研究控制权转移问题最有效的工具。

近期研究成果表明，世界上大多数国家中代理问题主要存在控股股东和中小股东之间（第二类代理问题），而非股东与经理人之间（第一类代理问题）。控股权的集中，将导致“隧道行为”，控股股东（实际控制人）侵占小股东利益。

2.1.4 产权理论

科斯是产权理论的创始人，他研究的不是经济运行过程本身而是经济运行背后的财产权利结构及运行的制度基础。产权理论认为，产权是指对给定财产享有占有、使用、收益和转让的权利，产权可以划分为特定收益权、特定控制权、剩余索取权和剩余控制权。能够保证经济高效率的产权应该具有明确性（是一个包括财产所有者的各种权利及对限制和破坏这些权利的惩罚的完整体系）、专有性、可转让性、操作性。

企业所有权由企业剩余利润索取权和剩余控制权定义，企业由一系列契约构成，是不同财产所有者的契约组合，所有权构成了契约交易前提，所有权是交易的形式和结果。由于契约本身具有不完全性，契约所约定的收益权和控制权不能穷尽所有责任及义务，企业所有权应该是剩余索取权和剩余控制权的相对安排或组合。因此，公司控制权可以理解为对公司的所有可供支配和可利用资源的控制和管理的权力，它与剩余索取权一起构成所有权。

公司治理结构体现着产权安排对上市公司控制权转移约束的重要作用，管理层作为代理人，委托代理利益寻求一致的解决方法是控制权转移问题，而上市公司控制权转移必然涉及到产权理论。

2.1.5 利益相关者理论

利益相关者理论区别于传统理论的股东利益至上主义，该理论认为，任何一个企业的发展都离不开各利益相关者的投入或参与，企业应该追求的是利益相关者的整体利益最大化，而不仅仅是单个主体如股东、经营者、员工、债权人的利益最大化。根据利益相关者理论，企业是由股东、经营者、员工、债权人和其利益相关主体组成，企业发展不仅需要考虑股东利益，而且要综合平衡兼顾所有利益相关者利益，追求整体社会福利的最大化。利益相关者理论认为，在控制权市场和控制权转移的效率不能仅仅是股东利益之最大化，而是应当从社会福利最大化的角度来进行评价。

2.1.6 公司控制权市场理论

现代企业治理实行两权分离，所有者和管理者之间是委托代理关系。在这种委托代理关系中，由于信息不对称、管理者的道德风险、所有者和管理者的目标冲突等导致的代理问题的存在，使得所有者总是希望采取有效措施来约束和激励管理者的行为使所有者权益最大化，因此如何激励和约束的管理者行为成为公司治理的重要内容，企业通过组织内部的制度和流程安排包括激励机制、绩效考核以及股东会、董事会、监事会等来激励和约束管理者的行为属于企业治理的内部机制，控制权市场和控制权转移是公司治理的一种重要外部机制。

曼尼（1965）最早发现和定义了控制权争夺现象，奠定了控制权市场的理论基础。他认为，公司控制权的争夺是不同的利益主体为夺取公司决策控制权而采取的一系列策略和行为。控制权市场的存在是对公司管理者的一种外部制约机制和增效机制。一个好的控制权市场通过对相对效率低下企业的控制权进行转移能够优化资源配置，发挥协同效应或

规模效应，增加企业价值和股东利益。马里斯（1966）提出效率理论，正是公司被接管的潜在威胁约束了企业管理者偏离股东利益最大化目标的行为。效率理论认为，由于管理者的经营能力较低或由于道德风险没有勤勉尽职充分发挥经营能力甚至追逐私利，会导致企业效率低下。收购和接管可以解决这类效率问题。詹森（1993）等人认为，控制权市场的存在作为一种外部机制可以有助于克服两权分离下的委托代理目标冲突问题，增加股东收益。

2.2 文献回顾

2.2.1 控制权转移对绩效影响的相关研究

在成熟的资本市场，上市公司控制权转移问题作为公司治理研究的重要领域，一直以来受到学术界的广泛关注。控制权转移对上市公司及相关的利益相关者有何影响，中外文献进行了大量的深入的研究。

现有文献在控制权转移对上市公司的影响领域的研究主要有两种方法：财务指标研究法和事件研究法。财务指标研究法是通过分析关键财务指标或财务指标体系的分析来评价企业的经营绩效，即通过分析财务指标在控制权转移前后的变化来判断控制权转移的影响。事件研究法主要研究上市公司的股价对控制权转移事件的市场反应，是否在一定时期内为股东带来股票的累计超额收益。本课题试图研究控制权转移对企业绩效的影响，故主要参照财务指标研究法的文献。不同文献以不同上市公司的不同时期的数据为样本，利用回归分析，得到的结论并不一致。

有许多理论认为控制权转移能提升公司绩效，管理协同、曼尼原理、效率理论、控制权市场理论(Berle 和 Means; Jensen 和 Meckling)和自由现金流理论(Jensen)，认为

企业控制权转移能发挥管理纠偏功能，经营业绩较差的公司更容易发生控制权转移，并且在控制权转移后由于经营管理协同效应、财务协同或节约交易成本等可以提升企业业绩。Healy 等（1992）用经营现金流量、总资产收益率衡量企业并购绩效，通过对案例的研究，发现并购提升了企业业绩。此外还有许多文献也认为控制权转移能提升公司的经营业绩（Jensen 等，1983；Kaplan,1989；Healy and Ruback, 1992；Bruner, 2002；Santos 等，2008；Manuela 等 2016）。有些文献研究认为控制权转移仅仅是财富的再分配不创造价值，不会真正改善企业的经营业绩（Shleifer and Vishny, 1989；Maria Goranova 等，2010；Sue-Fung Wang, 2014）。也有文献认为，控制权转移短期能提升公司的会计业绩，长期对经营业绩无影响。总体上西方大多数文献支持控制权转移对公司经营绩效改善的观点，在很大程度上肯定了西方控制权市场的积极作用，研究结论的差异可能与研究者选用的研究方法和样本不同有关。

国内的研究方面，周晓苏等（2006）以 1997-2001 年发生控制权转移的上市公司为样本，运用因子分析法对企业控制权转移对经营绩效的影响研究发现，控制权转移短期能提升会计业绩，但长期的盈利能力没有有效提升。于培友（2006）、朱慧琳和唐宗明（2009）、张媛春等（2011）研究结论也认为控制权变更不能提升企业的经营绩效。相反，王剑敏、孙伯灿和王晓云（2005）、张慕瀨（2009）、崔慧贞（2011）认为控制权转移能显著提升企业的经营绩效。张新（2003）、王会芳（2004）、方茜（2016）研究认为控制权转移对公司的经营绩效有显著地负向效应，会降低公司的经营绩效。

总体上以往文献对控制权转移对企业绩效的影响研究，由于样本不同、观察期不同，对该问题的研究结果并不一致，并大多归因于“激励效应”和“堑壕效应”作用的结果。支持

控制权转移的积极作用的文献往往肯定“激励效应”的作用。“激励效应”是指大股东通过其控股地位，对管理层实行有效的监督，或者直接参与管理，从而提升公司价值。控制权的收购方在发现目标公司的经营效率未能充分发挥价值未能充分体现时，而公司的内部治理机制不能有效充分发挥作用改变时，就会通过控制权转移这一外部治理机制，通过直接参与改进目标公司管理或对未能充分尽职的管理层强制更换从而提升公司效率改善业绩。对控制权转移持负面结论的文献往往支持“堑壕效应”的作用。“堑壕效应”是指大股东凭借对企业的控制权，从企业套取利益满足大股东私利，导致公司整体价值受到损害，也使得其他股东利益受损。“隧道行为”就是用来描述控股股东利用有利地位使资源从公司向大股东转移的现象。“攫取之手”则形象地描绘了大股东利用控制权获得了超过其所持股份应得的利益。控制权的收购方利用市场机会通过获取目标公司控制权为谋求私利蓄意“掏空”目标公司，使自身利益最大化但使公司的价值受损损害其它股东的利益。

2.2.2 控制权转移中高管变动的研究

控制权转移作为公司治理重要外部机制发挥作用主要是通过对不作为的高管的“惩罚”来体现。国内外有很多这方面研究的文献。Shleifer 和 Vishny (1986) 发现当公司价值由于高管的懈怠受到损害时，控制权市场的存在为外部收购者提供了通过接管公司获取超额收益的机会。Hirshleifer 和 Thakor (1994) 指出公司可能被潜在收购者接管的威胁在很大程度上抑制了高管人员的懈怠企图。Martin 和 Mc Connell (1991) 研究发现控制权被接管的公司高管被更换的可能性显著提高，而且相对于同行业其他公司和没更换高管人员的公司，这些发生高管更换的公司业绩较差。Denis 和 Serrano (1996) 对 1983—1989 年美国上市公司样本的研究发现，34%被收购的公司在两年内更换了高管人员，并且这些

高管更换的公司业绩较差。Mikkelson 和 Partch（1997）发现并购活动影响高管惩罚的强度只有在并购市场活跃时期高管更换与业绩是相关的，他们比较了在并购活跃时期（1984—1988）和并购活跃程度相对低的时期（1989—1993）美国没被并购的工业公司的高管更换情况，发现业绩较差的公司有 33% 在并购活跃时期完成了高管人员更换，而在并购活跃程度相对低的时期仅有 17%。朱红军（2002）通过对中国 1993 年至 1999 年发生大股东变更的 207 家上市公司的研究发现其中有比例高达 65% 的公司当年就发生了高管更换。李增泉和杨春燕（2003）研究发现，控制权转移当年以及转移后一年，董事长和总经理的变更可能性显著高于控制权没有转移的公司。张沛沛和夏新平（2006）同样发现控制权转移增加了高管更换的概率，高管更换的概率与控制权转移前业绩显著负相关，即控制权转移前公司业绩越差高管更换的可能性越大。

2.3 现有研究的不足及本文的创新点

1、从实际控制人的角度看而非从第一大股东来讨论控制权变动

上市公司第一大股东的变动并不意味着公司控制权的实质性变动，只有实际控制人变动才是公司控制权的真正变动。对股权结构相对分散的企业尤其如此。以往的关于控制权的研究大多从控股股东的变动出发，而控股股东往往以上市公司第一大股东来替代。在股权结构渐趋分散，股东间存在关联关系以及股东采用有限合伙制的现象增多，第一大股东往往不一定代表公司的实际控制人。而在现实的控制权争夺过程中由于股权分散和内部人控制等因素往往即使成为了第一大股东，也不一定成为真正的实际控制人。如当年“宝万之争”便是如此，宝能系及其一致行动人虽通过二级市场增持成为了万科的第一大股东，但由于其他股东和管理层的反对，没能掌控公司董事会，没有成为公司的实际控制人。

2、选择民营企业成为企业新实际控制人的样本作为研究对象

考虑到国有企业的特殊性，政府干预下的控制权转移不是真正意义上的市场行为，除了效率导向，还会考虑就业、税收、重要行业的控制以及代理人的私利。以往的研究尤其是早期的研究由于上市公司中大部分是国有企业，由于太多非市场效率导向因素的影响难以体现控制权转移作为重要的外部治理机制的作用。本研究选择以民营企业收购上市公司控制权的样本为研究标的，试图去验证控制权转移作为重要的公司治理的外部机制在 A 股市场的作用。

3、市场以及监管环境变化对研究结论的影响

中国资本市场的特殊性早期的股权分置以及监管的不规范，内幕交易以及市场操纵行为客观上加剧了大股东的自利动机。近年来尤其是 2008 年以后资本市场的监管日趋规范严格，从同业竞争、到关联交易、担保和资金占用的严格监管以及到违法违规行为的从严惩处较大程度地限制了实际控制人的“掏空行为”。现有的研究大多样本选择时期太早，本文将选择 2008 年以后的样本，以尽可能符合当下的市场环境。

4、探讨实际控制人变动过程中高管变动对绩效的影响

现有监管环境对上市公司经营独立性和规范治理的要求，实际控制人不能直接干预上市公司的经营，只能通过按照公司章程通过股东会、董事会发挥作用。核心高管的变动（惩罚业绩表现不佳的高管）是控制权转移作为重要外部监管机制的发挥效用的核心环节。现有的控制权转移中的高管变更研究大多探讨高管变更的可能性与变更前的业绩的关系，鲜有探讨高管变更对企业绩效的影响。本研究将探讨实际控制人变动中核心高管变动对企业绩效的影响。

三、理论假设

本章依据控制权转移的相关理论，结合我国资本市场的特点和民营企业收购上市公司控制权的现状来探讨民营企业成为上市公司新的实际控制人对公司绩效影响，在此基础上提出研究的理论假设。

3.1 实际控制人变动对公司绩效影响的理论分析

依据控制权市场及转移的相关理论，实际控制人变动是公司控制权外部争夺的结果。实际控制人变动对公司绩效的影响分为正面积极作用（提升和改进公司的经营绩效）和负面消极作用（使公司的经营绩效变差）。

正面作用包括以下几方面：

1、规模效应、管理协同和财务协同导致的效率提升或成本降低。无论在收购者和被收购标的企业在同一行业的横向并购）、同一产业链上下游的纵向并购）或者不同行业间的混合并购都会不同程度追求规模效应、管理协同和财务协同的效应。成功（有效）的收购均会通过规模效应、管理和财务协同效应提升效率改善公司业绩。成功的并购会导致被并购企业会失去经营独立性即吸收合并，或者虽然保持独立经营主体地位，通常会在收购者和被收购企业之间存在同业竞争、关联交易、资金占用或担保等。

2、实际控制人的变动作为一种外部机制，可以对由于委托代理问题导致的效率低下进行纠偏或者抑制。一方面，管理层的懈怠或能力低下以及道德风险（所有者和经营者的代理问题所谓的第一类代理问题）导致的管理低效可以通过实际控制人的变更得到纠偏，通常公司正常的治理结构的内部机制（董事会、监事会以及正常的制度和激励约束机制）应该能够大部分解决这一问题。但往往会由于多种原因如管理层资历太老、任职时间过

长、内部人控制等导致正常的公司内部治理机制无法发挥作用，控制权转移可以使外部收购者通过接管公司来进行干预和纠偏。另一方面，公司的实际控制人由于其私利动机利用其掌握公司控制权的有利地位，通过“隧道行为”侵占公司利益损害其他股东利益（控股股东和中小股东的第二类代理问题），在公司股东会和外部监管机制无法解决和纠偏时，实现控制权转移能以市场化的方式剥夺原实际控制人的控制权。同时由于控制权转移市场的存在，潜在的外部接管威胁的存在可以有效抑制现有管理团队和实际控制人因私利动机导致的行为偏离公司利益最大化目标的可能性。

负面的消极作用主要源自以下方面：

1、基于管理者的自大假说，新的实控制人往往可能高估和夸大了自身的管理能力和组织整合能力，导致公司控制权接管后的管理效率不达预期甚至低于控制权变更前的水平。当收购者是进入一个全新的产业领域时尤其可能导致这样的结果。

2、新的实际控制人依然会利用其有利地位谋求私利“掏空”公司，甚至为了弥补获取控制权而支付的成本变本加厉，比原控制人更加疯狂。控制权的私利一般包括自我交易（关联交易）、对公司机会的利用、利用内幕交易所获得的收益，实质上就是实际控制人利用现有法律监管的漏洞和公司治理的体制缺陷攫取的非正常收益。这与监管环境密切相关。

3.2 国内 A 股市场的特点对上市公司控制权转移的影响分析

我国证券市场的发展并不是照搬西方成熟市场模式，而是随着中国经济从计划经济向市场经济渐进式改革转型的进程基于中国国情借鉴西方经验“摸着石头过河”逐步发展起

来的。虽然经历了 30 多年的发展，在逐步与国际成熟市场接轨，但依然具有许多自身的特点。这些特点对 A 股市场控制权转移的效率产生了明显的影响。

1、非完全市场效率导向。资本市场最重要的功能是市场化配置资源因而参与主体应该是市场效率导向的。但在 A 股市场显然是非完全市场效率导向的。国内证券市场从发展之初就有服务于国企改革的目的，后续还有区域振兴、产业振兴（早期上市资格按地区、行业分配指标）甚至扶贫（直至近年 IPO 审核“老少边穷”地区的企业还有所谓“绿色通道”）等多种目的，而非仅仅是效率优先。此外，由于国有控股企业占据上市企业主导地位（大型企业依然是国有控股为主），而国有企业除了效率导向，还要考虑重要行业的控制、就业、税收甚至地区发展需要。国有企业的控制权转移除了少部分国有资产计划退出的竞争性领域的企业会通过市场化的方式进行，大部分是通过国有资产行政划转的方式进行。国有企业间的控制权转移用西方控制权转移的相关理论来分析显然不恰当。

2、独特的发行审核制度。长期以来实行的 IPO 审核发行制度、时断时续的发行节奏大大增加了企业上市的难度和成本，也使上市公司本身的上市地位成为了稀缺的“壳资源”。正因为“壳资源”的价值，一方面使“壳资源”本身成为炒作的题材，扭曲了公司控制权的价值。另一方面也使 A 股市场的控制权转移中通过吸收合并进行同业并购整合的成本大大增加。除了极个别大型国企（南北车整合、南北船整合、宝钢武钢整合）可以不计成本整合，民营企业的同业并购鲜有发生。2019 年起随着注册制的试行和推广，IPO 上市的节奏明显加快，“壳资源”的价值正逐步下降。假以时日，吸收合并类的同业整合必然会增加。

3、长期的股权分置和不流通的一股独大。2005年股权分置改革以前，A股市场长期存在法人股、流通股股权分置现象，在二级市场可以自由交易的流通股往往只有公司股权的一小部分，拥有公司控制权的法人股不能在二级市场交易，只能通过场外的协议转让。这大大限制了市场化的控制权转移。股权分置改革以后，虽然所有的股权同股同权均可流通，但有相当部分的企业，大股东拥有50%以上的绝对控股权的份额却不会在市场上流通，大型国企（国有金融企业、垄断国企）尤其明显。对这些不流通的一股独大，控制权转移也就无从谈起。

4、独特的监管环境。我国证券市场的监管是随着市场的发展逐步建立和规范的。早期的监管（尤其在股权分置改革之前）不规范、违规的查处力度不够、违规成本过低，存在着许多大股东明目张胆的侵占行为如：违规占用资金、不公平的关联交易、违规担保、利用内幕信息操纵股价牟利（“庄股”）等。部分实际控制人的“掏空”行为一方面污名化了整体控制权转移动机，另一方面也促使了监管的发展和完善。2005年开始股权分置改革直至2008年股权分置改革基本完成以后，监管法规日趋严格和规范，对违规查处的力度也不断加大。现行的监管法规对上市公司经营独立性、关联交易的严格要求和对违规占用资金、违规担保、同业竞争、内幕交易和操纵股价行为的严格禁止，一方面极大程度地限制了实际控制人和大股东的“掏空”行为的可能性；另一方面也限制了控股股东和上市公司之间的管理协同和财务协同效应以及规模效应的发挥，再加上对持股5%以上股东增减持股票近乎严苛的信息披露和监管要求（必须事先披露详细增减持计划以及目的，是否谋求控制权等），无形中增加了控制权转移的成本，一定程度上降低了控制权转移的效率。

5、A股市场长期以来的“散户化”特征。根据《中国资本市场投资者保护状况白皮书（2017）》的统计数据，2017年底，A股市场个人投资者数量占比超过99%。依据上交所2017年统计数据，个人投资者交易量占比超过80%。市场呈现明显的散户化特征，热衷于“炒新、炒小、炒题材、炒壳”，客观上扭曲了上市公司的控制权价值。随着近年来新股发行节奏的加快和发行制度的改革特别是注册制的实施，市场迅速扩容，估值体系正迅速和国际成熟市场接轨。上市公司估值回归公司的基本面即公司的经营业绩及其成长性的趋势日趋明显。同样控制权转移目标也将回归到追求公司经营业绩的提升。

此外，由于国内独特的营商环境和历史的原因，对企业尤其是民营企业而言，在经营过程中或多或少的存在为降低成本或寻求资源的“寻租”行为以及税收、用工等方面的不规范，导致所谓民营企业家的“原罪”，往往会成为管理层对抗公司内部治理机制或要挟的筹码。对上市公司而言，由于“丑闻”的成本和代价更大，因此公司的内部治理机制在优胜劣汰不称职的管理层时更容易失效。控制权转移作为对懈怠的管理层的惩罚的外部机制就更有其现实的意义。

3.3 理论假设

国内以往控制权转移的研究大多从控股股东的变更的角度出发。本研究从实际控制人变动的角度出发。考虑到国有企业的特殊性及其非完全市场效率导向，为了验证控制权转移对企业绩效的影响，本文选择2010年以后民营企业获取上市公司控制权的情形为研究对象。鉴于：2008年以后国内A股市场的监管渐趋规范，“掏空”行为得到极大程度的限制，控制权转移的负面效应被抑制；以往的研究表明，绩差的公司更易发生控制权转移，控制

权转移作为外部治理机制能发挥正积极作用。因此，尽管历史的文献回顾对实际控制人变动对公司绩效的影响有不同的结论，本文提出支持控制权转移积极作用的假设：

H1:民营企业获取上市公司控制权会提升公司绩效

由于民营企业获取上市公司控制权除了民企就是国有企业，国内学者王甄、胡军(2016)以 2003—2011 年 A 股发生终极控制人变动的上市公司为样本，考察了国有转让给国有、民营转让给国有、国有转让给民营、民营转让给民营四类控制权变动对公司绩效的影响。结果发现:(1) 国有转民营和民营转国有都能显著提高公司绩效，而国有转国有和民营转民营对公司绩效的提高并不显著;(2) 民营转国有对公司绩效的提高源于隧道效应的减弱，而国有转民营对公司绩效的提高则是隧道效应的减弱和经理人代理问题的降低两方面共同作用的结果。在民营企业获取上市公司控制权的样本中有假设：

H2: 相对于实际控制人由民营转民营的情形，实际控制人由国有变更为民营的绩效改善效果更明显

对上市公司而言，实际控制人变更是重要的外部监管机制，是对懈怠不作为的高管的外部惩罚机制。以往的研究也发现，绩差的公司更可能发生实际控制人变动。对绩差公司来说，公司实际控制人的变动的变更往往导致公司管理团队的调整，从而带来管理变革和改进，使公司战略和经营管理行为得以优化和提升，导致经营绩效的改善。但另一方面，由于控制权变动导致的管理层变动往往是强制性的高管变动，容易导致团队的动荡对公司经营带来不利影响，这对业绩较好的公司影响更为显著。所以有假设：

H3: 相对于绩优公司，实际控制人变动对绩差公司的业绩改善应更为明显

实际控制人变更的情形下，会提高核心管理团队变更的概率，核心高管的变更会改善公司的绩效。根据中国上市公司治理的实际情况，核心高管界定为：董事长、总经理。因此有假设：

H4：实际控制人变更情形下，董事长的变更会提升公司绩效

H5：实际控制人变更情形下，总经理的变更会提升公司绩效

综上本文将在研究论证民营企业获取上市公司控制权会提高公司绩效的基础上，分析变更前公司产权性质、变更前公司的业绩状况以及实控人变更中董事长、总经理的变动对实控人变更后公司绩效的影响。

四、实证研究

本章说明民营企业成为新的实际控制人的样本选取、数据采集的原则和标准、变量的定义，阐述实证研究的方法和过程，先对实际控制人的变更对公司业绩的影响进行实证分析，再对各影响实控人变更后业绩的影响因素对变更后业绩的影响进行实证分析，得出对前文理论假设的实证结论

4.1 样本、数据和变量

样本的选取：从 CSMAR 民营上市公司数据库选取 2010-2018 年实际控制人变更为民营企业的 A 股上市公司，以上市公司发布的实际控制人变动公告为准，期间多次变更的以第一次变动为样本，剔除财务造假受证监会处罚的公司以及变更后存续经营数据不足 1 年的公司，共计 315 家公司变更前两年（t-2）、变更前一年（t-1）、变更当年（t）、变更后 1 年（t+1）的数据，定量数据来自定期报告；定性数据来自公司公告和年报。有时为了控制环境和行业波动的影响，会用同行业民营企业同期数据的中位数进行行业调整（样本数据减去同期同行业企业中位数）

4.1.1 样本的行业与年度分布

按证监会行业分类，样本的行业分布在 90 个二级分类中的 68 个行业，每一样本取变更前两年到变更后一年共 4 年的数据，取样时期从 2008 年至 2019 年。详见附录一：样本数据的行业分布。

以上市公司实际控制人变动公告为准确定实际控制人变更完成的时点，样本的年度分布如下表，有明显的逐年增加的趋势，但 17、18 两年明显回落。这可能和市场环境有关，也与民营企业在我国发展的实际发展趋势相吻合。

表 1 样本的实际控制人变更年份分布

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
企业数	14	30	19	23	47	50	61	36	35

4.1.2 变量

借鉴相关历史文献，本研究所采用的变量如下：

因变量：

ROA：总资产收益率作为衡量企业绩效的指标；

Δ ROA：总资产收益率的增量，用来衡量企业绩效的改善程度。

自变量：

实际控制人变更 T：变更为 1，不变更为 0；变更前为 0，变更后为 1；

变更前产权性质 ownership：国有为 1，民营为 0；

变更前业绩状况 dummy_roa：绩优为 1，绩差为 0，变更前两年 roa 均值大于同行业

民营企业的中位数为绩优，否则为绩差；

董事长变动 chairman：董事长变更为 1，不变为 0；

总经理变动 president：总经理变更为 1，不变为 0。

控制变量：

变更前公司业绩 pre_roa：变更前两年 roa 均值；

变更前一年公司规模 size：变更前一年末公司资产规模（百万元）的对数；

变更前一年末财务杠杆 lev：变更前一年末公司资产负债率；

变更前一年第一大股东持股比例 pct：变更前一年末第一大股东持股比例；

年份 year：变更发生距 2020 年的年份数。

4.1.3 样本总体情况

对 315 家实际控制人变更的样本企业，用总资产收益率 ROA 来作为衡量企业绩效的指标。用变更前两年 ROA 均值来衡量变更前业绩，用变更当年和后一年的 ROA 来衡量变更后的业绩。样本总体情况描述性统计如表 2，可以发现经过行业调整的变更前两年 ROA 均值样本总体的均值、中位数均小于 0，说明发生实际控制人变动的企业总体业绩要比同行平均水平差，变更当年和变更后一年的 ROA 均值和中位数在行业调整前后皆明显好于变更前两年的均值，其中变更当年业绩改善在行业调整前后均通过了 10%水平的显著性检验，说明是控制人的变动提升了业绩，当年尤其显著。

表 2 样本总体情况

样本数315家	均值	中位数	最大值	最小值
变更前两年ROA均值 (1)	0.0306	0.0229	3.6000	-0.3659
变更当年ROA (2)	0.0577	0.0413	1.0908	-0.6467
变更后一年ROA (3)	0.0389	0.0433	0.4305	-0.5367
$\Delta ROA_1 (=2-1)$	0.0271*	0.0101	1.4567	-3.3551
$\Delta ROA_2 (=3-1)$	0.0082	0.0179	0.4792	-3.5730
行业调整后的变更前两年ROA均值 (4)	-0.0273	-0.0339	3.6082	-0.4274
行业调整后的变更当年ROA (5)	-0.0025	-0.0196	1.0337	-0.6690
行业调整后的变更后一年ROA (6)	-0.0221	-0.0129	0.3774	-0.5826
行业调整后的 $\Delta ROA_1 (5-4)$	0.0248*	0.0056	1.4610	-3.4026
行业调整后的 $\Delta ROA_2 (6-4)$	0.0053	0.0145	0.4538	-3.5992

注： ΔROA_1 t 检验：t 统计量 1.8314，p 值 0.0680，即在 10% 水平上显著； ΔROA_2 t 检验：t 统计量 0.5979，p 值 0.5503，即不显著；行业调整后的 ΔROA_1 t 检验：t 统计量 1.6816，p 值 0.0936，即在 10% 水平上显著；行业调整后的 ΔROA_2 t 检验：t 统计量 0.3841，p 值 0.7012，即不显著。

4.2 实际控制人变动对公司绩效的影响分析

本研究采用双重差分模型进行分析

为了检验假设 H1，对于每一个样本企业，在 CSMAR 民营上市企业数据库中选取样本民企同行业截止到 2018 年 12 月 31 日无实际控制人变更的且资产规模最接近的民企、存续期包含了样本民企实际控制人变更的时间阶段且与样本民企数据时间阶段重合度最高的尽量避开 ST 的民企作为对照组，剔除无法找到对标民企的样本，共取得样本企业 245 家作为实验组、无实际控制人变更的对标民企 245 家作为对照组。样本总体情况描述性统计如表 3。可以看出，实验组在变更前的业绩无论是值均值还是中位数均明显比对照组差，说明发生实际控制人变动的企业的业绩在变更前要差于同行。变更后的业绩改善即 ΔROA 均值和中位数，实验组均明显高于对照组，且通过了 5% 水平的显著性检验，只意味着实际控制人变动确实改善了公司业绩。这支持了假设 H1：民营企业获取上市公司控制权会提升公司绩效。

表 3 包含对照组样本总体情况

490 家	指标	均值	中位数	最大值	最小值
实验组	变更前两年 ROA 均值	0.0320	0.0229	3.6000	-0.3244
245 家	变更当年和后一年 ROA 均值	0.0582	0.0451	0.4240	-0.4327
	ΔROA	0.0263	0.0126	0.6256	-3.4641
对照组	变更前两年 ROA 均值	0.0727	0.0591	0.2900	-0.0923
245 家	变更当年和后一年 ROA 均值	0.0625	0.0547	0.2838	-0.1349
	ΔROA	-0.0101	-0.0066	0.1323	-0.1813

注：实验组减去对照组的 ΔROA 做 t 检验，t 统计量为 2.1950，p 值=0.0291，即在 5% 的水平上显著

为进一步更严谨地验证 H1，采用双重差分模型对实验组和对照组的样本进行分析，同时参照前人研究增加控制变量。模型和变量如下：

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot T_i + \alpha_2 \cdot Post_{i,t} + \alpha_3 \cdot T_i \cdot Post_{i,t} + \alpha_4 \cdot pre_roa_{i,t} + \alpha_5 \cdot size_{i,t} + \alpha_6 \cdot lev_{i,t} + \alpha_7 \cdot year_i + \varepsilon_{i,t}.$$

其中 T_i 表示是否发生过实控人的变更，实验组为 1，对照组为 0；对于每一对民企， $Post_{i,t}$ 在实控人变更前为 0，变更后为 1； $T_i \cdot Post_{i,t}$ 为乘积，其系数的正负和显著性是我们主要关注的问题。控制变量包括变更前两年 ROA 均值 $pre_roa_{i,t}$ ；公司规模 $size_{i,t}$ ：资产总计(百万)的自然对数；财务杠杆 $lev_{i,t}$ ：资产负债率； $year_{i,t}$ 是实际控制人发生变更当年与 2020 年的距离（年）。

实证结果如下：

表 4 实际控制人变更的双重差分分析结果

变量	回归系数
<i>Intercept</i>	-0.0287
<i>T</i>	-0.0107
<i>Post</i>	-0.0139
<i>T · Post</i>	0.0346**
<i>pre_roa</i>	0.5216***
<i>size</i>	0.0082**
<i>lev</i>	-0.0501***
<i>year</i>	0.0034*
R^2	0.254
<i>Adj. R²</i>	0.251

注：***表示变量在 1%显著性水平显著，**表示变量在 5%显著性水平显著，*表示变量在 10%显著性水平显著。

交叉项 $T \cdot Post$ 的系数显著为正（5%的显著性水平），说明民企中实际控制人的变更确实会使企业的 ROA 变得更好。假设 H1 得到验证，民营企业获取上市公司控制权会提升公司绩效。控制变量的回归系数表明实际控制人变更后的业绩与变更前的业绩、公司规模显著正相关，与公司负债率显著负相关，这符合历史文献的结论。与实际控制人变动距今的年份呈正相关，说明在实际控制人变动的民营企业样本中，从 2010 至 2019 年这个时期业绩有下滑的趋势，这可能和整体民营企业经营环境的变化趋势有关，也符合实际的切身感受。

4.3 实际控制人变更中影响绩效因素的实证分析

为例验证假设 H2、H3、H4、H5，分析在实际控制人变动中变更前产权性质、变更前业绩状况、董事长变动状况、总经理变动状况对公司绩效的影响。

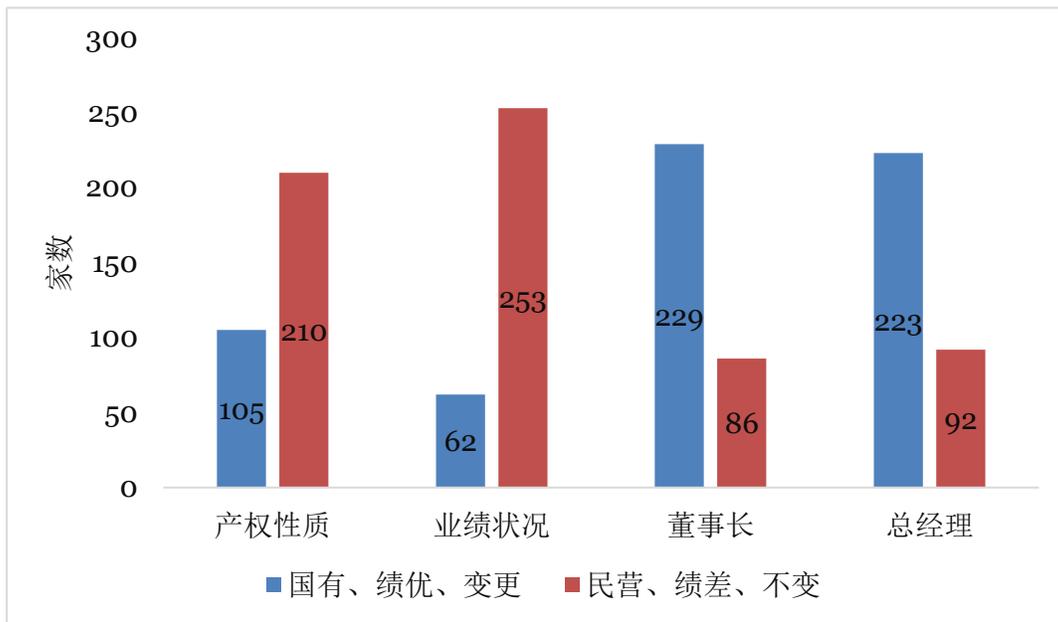
4.3.1 样本的分组情况

按实际控制人变更前的原实际控制人是否为国企将 315 家样本企业分为国有和民营两组，其中国有 105 家，民企 210 家。按照实际控制人变更前样本企业的业绩状况分为绩优组和绩差组，用变更前两年 ROA 的均值与同期同行业民营企业的中位数相比，高于中位数为绩优组，否则为绩差，其中绩优 62 家，绩差 253 家。

本文研究的高管同时包括董事长和总经理。通常研究高管变动会有两种方式，一种是区分高管离职的原因自愿还是强制，接替者来源是外部还是内部等；还有一种是不区分类型，只要离职就视为变动。本文是考察实际控制人变动作为外部治理机制的作用采用后者。参照 Denis 和 Serrano (1996)以及李增泉和杨春燕 (2003) 确认高管变更时间点的方法，以控制权转移开始（以上市公司公告收购意向开始）当年和下一年共 24 个月的时间范围

来确认高管变更。本文采用以上市公司发布实际控制人变动公告（标志着控制权转移完成）当月之前 12 月（含当月）起至变更公告后 12 个月共 24 个月内董事长和总经理的变动。在 315 家样本中董事长变动的为 229 家，不变的为 86 家。总经理变动的为 223 家，不变的为 92 家。见图 2 样本的分组情况。

图 2 样本的分组情况



对实际控制人变动情形下高管的变动情况和变更前的业绩状况作交叉分析，见表 5 董事长变动比率为 72.38%，其中：绩差组的比率为 72.73%，绩优组的变动比率为 70.97%。总经理变动比率为 70.79%，其中：绩差组的比率为 71.54%，绩优组的变动的比率为 67.74%。可以看到在实际控制人变更为民营企业的样本中，无论是董事长还是总经理的变更，绩差企业变更的可能性要明显高于绩优企业。董事长的变动可能性要明显高于总经理变动的可能性，这是因为董事长职位在 A 股市场往往代表着控制权本身。超过 70% 的变动可能性意味着实际控制人的变更对原任的董事长和总经理确实是现实的威胁，体现了外部约束机制的作用。

表 5 实际控制人变更中核心高管变更的情况

	仅董事长变更 的企业数	仅总经理变 更的企业数	两者均变的企 业数	两者均不变的 企业数	合计
绩优	6 (9.68%)	4 (6.45%)	38 (61.29%)	13 (20.97%)	62 (100%)
绩差	28 (11.07%)	25 (9.88%)	156 (61.66%)	44 (17.39%)	253 (100%)
总和	34 (10.79%)	29 (9.21%)	194 (61.59%)	57 (18.1%)	315 (100%)

4.3.2 样本分组的均值检验

为了考察在实际控制人变动中变更前公司产权性质、变更前业绩状况、董事长变动状况、总经理变动状况对实控人变动后公司绩效的影响。用实际控制人变动前后 ROA 的变化来衡量公司绩效改善情况，用变更前两年公司 ROA 的均值为衡量变更前绩效的基准， ΔROA_1 是实控人变更当年增加的绩效； ΔROA_2 是实控人变更后一年增加的绩效。根据前文对样本的分组，用分组的均值检验来验证前文的理论假设，汇总结果见表 6，详见附录 B：实证分析。

表 6 样本分组的均值检验

均值	产权性质		业绩状况		董事长		总经理	
	国有	民营	绩优	绩差	变更	不变	变更	不变
分组								
样本数	105	210	62	253	229	86	223	92
变更前两年 ROA 均值	0.0418	0.0250	0.1657	-0.0025	0.0333	0.0235	0.0163	0.0654
变更当年 ROA 均值	0.0655	0.0538	0.0781	0.0527	0.0682	0.0297	0.0743	0.0175
变更后一年 ROA 均值	0.0530	0.0317	0.0444	0.0375	0.0494	0.0107	0.0508	0.0097
Δ ROA1	0.0237	0.0288 ^{***}	-0.0876	0.0552 ^{***}	0.0349 [*]	0.0063	0.0580 ^{***}	-0.0479
Δ ROA2	0.0112	0.0067	-0.1213 ^{**}	0.0400 ^{***}	0.0161	-0.0127	0.0346 ^{***}	-0.0557
行业调整后的变更前两年 ROA 均值	-0.0194	-0.0313	0.1087	-0.0607	-0.0232	-0.0382	-0.0416	0.0074
行业调整后的变更当年 ROA 均值	0.0041	-0.0058	0.0197	-0.0079	0.0087	-0.0322	0.0135	-0.0412
行业调整后的变更后一年 ROA 均值	-0.0111	-0.0276	-0.0171	-0.0233	-0.0105	-0.0528	-0.0111	-0.0486
行业调整后的 Δ ROA1	0.0235	0.0255 ^{**}	-0.0890	0.0527 ^{***}	0.0319	0.0060	0.0551 ^{***}	-0.0486
行业调整后的 Δ ROA2	0.0084	0.0037	-0.1258 ^{**}	0.0374 ^{***}	0.0127	-0.0146	0.0305 ^{***}	-0.0560

30

注：***表示变量在 1%显著性水平显著，**表示变量在 5%显著性水平显著，*表示变量在 10%显著性水平显著。

分组均值检验的结果分析如下：

1、实际控制人变更前公司的产权性质对变更后公司绩效的影响。国有组和民营组变更当年和变更后一年的 ROA 均值在行业调整前后皆有提高，这符合假设 H1。其中民营组样本在变更当年的 ROA 增量均值通过了 1%显著性水平检验，在行业调整后通过了 5%水平检验。显然并不能支持假设 H2：相对于实际控制人由民营转民营的情形，实际控制人由国有变更为民营的绩效改善效果更明显。

2、变更前业绩状况对变更后绩效的影响。根据分组的标准，绩优组样本的均值在变更前必定明显优于绩差组样本。在变更当年以及变更后一年绩优组的均值在行业调整前后均优于绩差组。分别检验实际控制人变动前后 ROA 的变动情况，绩差组在变更当年和变更后一年的业绩提升均值在行业调整前后通过了 1%的水平上显著性检验，绩优组在变更当年和变更后一年的业绩明显下滑，且行业调整后变更后一年的下滑通过了 5%水平的显著性检验，这说明实控人变更会使绩差企业业绩改善，使绩优企业业绩变差。验证了假设 H3：相对于绩优公司，实际控制人变动对绩差公司的业绩改善应更为明显

3、董事长变动对实控人变更后业绩的影响

董事长变动在实控人变更当年、变更后一年对业绩的影响在行业调整前后均有正面影响，但仅有行业调整前变更当年的影响通过了 10%的检验，并不足以假设 H4：实际控制人变更情形下，董事长的变更会提升公司绩效。

4、总经理变动对实控人变更后的业绩影响

总经理变更的样本在实际控制人变更当年、变更后一年的业绩提升均值在行业调整前后均通过了 1%水平的显著性检验；相对应的是总经理不变更的样本组业绩有明显的下滑但

没通过显著性检验。这说明在样本中总经理的变更使实际控制人变更后公司的业绩得到了明显改善，支持假设 **H5**：实际控制人变更情形下，总经理的变更会提升公司绩效。

4.3.3 分组双重差分检验

为了更严谨地考察在实际控制人变动中变更前公司产权性质、变更前业绩状况、董事长变动状况、总经理变动状况对实控人变动后公司绩效的影响，对样本分组采用双重差分模型进行检验。模型如下：

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * T_{i,t} + \beta_2 * X_i + \beta_3 * X_i * T_{i,t} + \beta_4 * pre_roa_i + \beta_5 * size_{i,t} + \beta_6 * lev_{i,t} + \beta_7 * year_i + \beta_8 * pct_{i,t} + \varepsilon$$

变量定义按前文定义，其中：

$T_{i,t}$ ：实控人变更之前为 0，之后为 1；

X_i 分别为 $ownership_i$ ：国有转民营为 1，一直为民营为 0； $dummy_roa_i$ ：绩优组为 1，绩差组为 0； $chairman_i$ ：董事长变更为 1，不变为 0； $president_i$ ：总经理变更为 1，不变为 0；

$X_i * T_{i,t}$ 分别为 $ownership_T_{i,t}$ 、 $dummy_roa_T_{i,t}$ 、 $chairman_T_{i,t}$ 、 $president_T_{i,t}$ 为交叉项，是前两项的乘积。

控制变量为： pre_roa_i ：变更前两年 roa 均值； $size_{i,t}$ ：每年的资产规模的对数； $lev_{i,t}$ ：每年的资产负债率（负债 / 资产）； $year_i$ ：变更当年与 2020 年的距离； $pct_{i,t}$ ：每年的第一大股东的持股比例。

用 315 家实际控人发生变更的样本从变更前 2 年到变更后一年每个样本共 4 年的数据运用上述模型进行验证，结果详见附录 B：实证分析，简要汇总如表 7：分组双重差分检验结果汇总。

从实证的结果可以看到，实际控制人变更前公司产权性质是国有还是民营对变更后的业绩影响不显著，不支持假设 H2。变更前业绩是否好于同行对变更后的业绩影响是显著负向的，即实际控制人的变动使绩优组的会变差、绩差的会变好，假设 H3 得到了验证。实际控制人变更过程中董事长的变动对变更后的业绩虽然是正向的，但没有通过显著性检验，这不支持假设 H4。而总经理的变动对变更后的业绩是显著正向的，假设 H5 得到了验证。这和分组均值检验的结论基本一致。

控制变量的回归系数显示变更后的业绩与变更前的业绩水平显著正相关，这表面看起来和变更前业绩状况 *dummy_roa* 双重差分的检验结果矛盾，从双重差分模型的实证意义来分析是不矛盾的。实际控制人变动后的业绩和变更前的业绩水平是显著相关的，但变更前业绩是否优于同行平均水平这一因素对变更后的业绩影响是显著负向的，也就是假设 H3：相对于绩优公司，绩差公司的业绩改善更为明显。实际控制人变更后的业绩与变更前第一大股东的持股比例显著正相关，这可能是因为在变更前第一大股东的持股比例高往往意味着新的实际控制人持股比例也高，这有利于新实际控制人控制权的稳定，可能减少接管过程的不确定性和成本，有利于公司业绩。变更后的业绩与变更距今的年份正相关，和前文的结论一致，说明样本企业的业绩有下滑趋势，这可能与整体民营企业的外部环境变化有关。

表 7 分组双重差分检验结果汇总

样本数 315	变更前产权性质 <i>X=ownership</i>	变更前业绩状况 <i>X=dummy_roa</i>	董事长变动 <i>X=chairman</i>	总经理变动 <i>X=president</i>
<i>Intercept</i>	-0.0930**	-0.1141**	-0.0916*	-0.0540
<i>T</i>	0.0131	0.0435***	-0.0048	-0.0507**
<i>X</i>	-0.0008	0.0796***	0.0028	-0.0266
<i>X*T</i>	0.0003	-0.1575***	0.0250	0.0918***
<i>pre_roa</i>	0.5042***	0.5034***	0.5035***	0.5085***
<i>size</i>	0.0056	0.0063	0.0055	0.0041
<i>lev</i>	0.0043	0.0051	0.0035	0.0039
<i>year</i>	0.0052*	0.0053*	0.0051*	0.0043
<i>pct</i>	0.1468***	0.1465***	0.1385***	0.1298***
<i>R²</i>	0.224	0.241	0.225	0.233
<i>Adj. R²</i>	0.219	0.236	0.220	0.228

注：***表示变量在 1%显著性水平显著，**表示变量在 5%显著性水平显著，*表示变量在 10%显著性水平显著。

4.3.4 多元回归分析

为进一步验证实际控制人变更前产权性质、业绩状况、实际控制人变动中董事长变动、总经理变动对公司业绩的影响，借鉴历史文献，采用多因素回归分析来进行验证。

变量按前文定义， ΔROA_1 衡量变更当年的业绩改善程度：变更当年的 ROA 减去变更前两年 ROA 的均值； ΔROA_2 衡量变更后一年的业绩改善程度：变更后 1 年的 ROA 减去变更前两年 ROA 的均值；ownership：国有转民营为 1，一直为民营为 0；chariman：董事长变更为 1，不变为 0；president：总经理变更为 1，不变为 0；dummy_roa：变更前两年 roa 均值高于行业中位数为 1，低于行业中位数为 0；pre_roa：变更前两年 roa 均值；size：变

更前一年资产规模的对数；lev：变更前一年资产负债率（负债 / 资产）；year：变更当年与 2020 年的距离；pct：变更前一年第一大股东的持股比例。

模型如下：

$$\Delta ROA_i = \beta_0 + \beta_1 * ownership_i + \beta_2 * chariman_i + \beta_3 * president_i + \beta_4 * dummy_roa_i + \beta_5 * pre_roa_i + \beta_6 * size_i + \beta_7 * lev_i + \beta_8 * year_i + \beta_9 * pct_i + \varepsilon$$

为了排除多重共线性问题，检验变量的相关系数，见附表 8 变量相关系数矩阵。结果显然不存在多重共线性问题。

表 8 变量相关系数矩阵

	ownership	chairman	president	dummy_roa	pre_roa	size	lev	year	pct
ownership	1	-0.0685	0.0021	0.0395	0.0366	0.0384	0.1301	0.2659	0.1073
chairman	-0.0685	1	0.5049	-0.0053	0.0198	-0.0635	0.0529	0.0398	0.0968
president	0.0021	0.5049	1	-0.0235	-0.1024	-0.1348	0.0595	0.2027	0.0378
dummy_roa	0.0395	-0.0053	-0.0235	1	0.3096	0.1169	-0.1196	-0.0053	0.0459
pre_roa	0.0366	0.0198	-0.1024	0.3096	1	0.0389	-0.0561	-0.0352	-0.0192
size	0.0384	-0.0635	-0.1348	0.1169	0.0389	1	0.1101	-0.3241	0.0897
lev	0.1301	0.0529	0.0595	-0.1196	-0.0561	0.1101	1	0.1479	-0.1088
year	0.2659	0.0398	0.2027	-0.0053	-0.0353	-0.3241	0.1478	1	-0.0061
pct	0.1073	0.0968	0.0378	0.0459	-0.0192	0.0897	-0.1088	-0.0061	1

对 315 家实际控制人发生变更的样本本企业变更当年 (ΔROA_1) 以及变更后一年 (ΔROA_2) 的业绩改善在行业调整前后分别做了回归分析, 结果如表 9 回归分析结果。

表 9 回归分析结果

回归系数	变更当年 ΔROA_1	变更后一年 ΔROA_2	行业调整后变 更当年 ΔROA_1	行业调整后变 更后一年 ΔROA_2
<i>Intercept</i>	0.1560**	0.0003	0.0935	-0.0473
<i>ownership</i>	0.0027	0.0121	0.0021	0.0066
<i>chairman</i>	0.0045	0.0237	0.0087	0.0304*
<i>president</i>	0.0440**	0.0201	0.0410*	0.0120
<i>dummy_roa</i>	0.0431*	0.0021	0.0449**	0.0018
<i>pre_roa</i>	-0.9786***	-0.9870***	-0.9740***	-0.9738***
<i>size</i>	-0.0306***	-0.0073	-0.0296***	-0.0094
<i>lev</i>	0.1598***	-0.0397	0.1661***	-0.0188
<i>year</i>	-0.0034	0.0077**	-0.0042	0.0080***
<i>pct</i>	0.1045	0.0913*	0.0941	0.0690
R^2	0.697	0.789	0.706	0.803
$Adj. R^2$	0.688	0.783	0.697	0.797

注: ***表示变量在 1%显著性水平显著, **表示变量在 5%显著性水平显著, *表示变量在 10%显著性水平显著。

结果分析如下:

实际控制人变动前公司的产权性质: 在行业调整前后虽然回归系数均为正, 但均没有通过显著性检验, 因此不支持假设 H2:

董事长变动：在行业调整前后均为正，但仅有行业调整后变更后一年的业绩改善通过了 10%水平的显著性检验，部分支持了假设 H4；

总经理变动：变更后一年的业绩改善相关系数虽明显为正但在行业调整前后均未通过显著性检验，但变更当年的业绩改善相关系数明显为正，且在行业调整前通过了 5%以上的显著性检验，行业调整后通过了 10%以上的显著性检验，部分支持了假设 H5，且显示总经理变动对业绩的影响更偏短期。

变更前的业绩状况是否优于同行：变更当年的业绩改善程度在行业调整前后分别通过 10%、5%的显著性检验，但在变更后一年在行业调整前后均不显著。

实际控制人变更前两年的 ROA 均值：通过 1%水平显著强负相关，说明实控人变动会使绩差公司业绩改善，绩优公司业绩变差，支持假设 H3.

公司规模 lnA:在变更当年的业绩改善回归系数在行业调整前后显著负相关，变更后一年的负相关不显著，这说明公司规模越大，实控人变动造成的短期负面影响越大。

公司财务杠杆 lev:在变更当年的业绩改善在行业调整前后均显著正相关，变更后一年的业绩改善负相关不显著。这不符合常理，可能是由于资产负债率越高的企业在变更当年通过盈余管理等财务调节的效果越明显。

第一大股东的持股比例 pct:除变更后一年的业绩改善在行业调整前的正相关通过了 10%的显著性检验，其余均未能通过显著性检验。

实控人变更距今的年份 Year:变更后一年的业绩改善程度在行业调整前后显著正相关，说明从 2010 到 201 年距今越近业绩改善效果越差。这可能民营企业的外部环境变化有关。

4.3.5 稳健性检验

为了进一步增加对前文中实际控制人变更前产权性质、业绩状况、实际控制人变动中董事长变动、总经理变动对公司业绩的影响验证结论的稳健性，用总资产的净现金收益率（当年度经营性净现金流量/当年末总资产）替换 ROA 来进行多元回归分析和分组的双重差分检验，结果分别如表 10 现金收益率的回归分析、表 11 现金收益率的双重差分检验。详见附录 B 实证分析。多元回归分析的结论与前文基本一致，现金流收益率的双重差分检验的结果除总经理变动的影晌外，结论基本一致。总经理变动的影晌没有通过显著性检验，结合多元回归分析的结果，总经理变动的影晌主要体现在变更当年短期效应，可能更多来自于盈余管理等财务调节，而现金率收益率可以较大程度地消除短期盈余管理手段的影晌，导致实证结论的不一致。

表 10 现金收益率的回归分析

回归系数	变更当年 $\Delta cashratio_1$	变更后一年 $\Delta cashratio_2$	行业调整后 变更当年 $\Delta cashratio_1$	行业调整后 变更后一年 $\Delta cashratio_2$
<i>Intercept</i>	-0.0450	-0.0319	-0.0832*	-0.0473
<i>ownership</i>	-0.0020	-0.0169	-0.0101	0.0066
<i>chairman</i>	-0.0139	-0.0226	-0.0138	0.0304*
<i>president</i>	0.0298*	-0.0137	0.0259*	0.0120
<i>dummy_cashratio</i>	-0.0136	0.0291	0.0029	0.0018
<i>pre_cashratio</i>	-0.9454***	-1.3651***	-1.0121***	-0.9738***
<i>size</i>	0.0091*	0.0142	0.0067	-0.0094
<i>lev</i>	-0.0121	-0.1126**	-0.0050	-0.0188
<i>year</i>	-0.0018	-0.0012	0.0016	0.0080***
<i>pct</i>	0.0891*	0.0682	0.0704	0.0690
R^2	0.438	0.232	0.441	0.803
$Adj. R^2$	0.421	0.209	0.425	0.797

注：***表示变量在 1%显著性水平显著，**表示变量在 5%显著性水平显著，*表示变量在 10%显著性水平显著。

表 11 现金收益率的分组双重差分检验

样本数 315	变更前产权性质 <i>X=ownership</i>	变更前业绩状况 <i>X=dummy_cashratio</i>	董事长变动 <i>X=chairman</i>	总经理变动 <i>X=president</i>
<i>Intercept</i>	-0.0464	-0.0955***	-0.0495	-0.0550*
<i>T</i>	0.0010	0.0893***	0.0124	0.0128
<i>X</i>	0.0038	0.0694***	0.0065	0.0116
<i>X*T</i>	-0.0188	-0.1343***	-0.0244	-0.0258
<i>pre_cashratio</i>	0.4479***	0.4392***	0.4475***	0.4464***
<i>size</i>	0.0083**	0.0087**	0.0083**	0.0085**
<i>lev</i>	-0.0098	-0.0097	-0.0102	-0.0105
<i>year</i>	-0.0001	-0.0004	-0.0004	-0.0004
<i>pct</i>	-0.0038	-0.0056	0.0003	-0.0002
<i>R²</i>	0.077	0.118	0.077	0.077
<i>Adj. R²</i>	0.071	0.112	0.071	0.071

注：***表示变量在 1%显著性水平显著，**表示变量在 5%显著性水平显著，*表示变量在 10%显著性水平显著。

4.4 实证研究小结

综合前述的实证分析结果来验证我们的理论假设

4.4.1 民营企业获取上市公司控制权对企业绩效的影响

H1:民营企业获取上市公司控制权会提升公司绩效

对实际控制人变更为民营企业的样本总体（315家）的描述性统计发现，实际控制人变更当年和变更后一年的ROA相较于变更前两年的ROA均值的增量在行业调整前后的均值和中位数均大于0，且变更当年的增量在行业调整前后均通过10%的显著性检验。在样本

筛选了245家有可对比照企业的样本为实验组，和245家没发生实控人变更的可对比照组，进行双重差分模型验证中通过了5%验证，因此假设H1得到了验证。

4.4.2 实控人变动中绩效影响因素对变更后绩效的影响分析

选取了实控人变动前产权性质、业绩状况、董事长变动、总经理变动对变更后绩效的影响进行实证分析

1、实控人变动前产权性质对变更后绩效的影响

H2: 相对于实际控制人由民营转民营的情形，实际控制人由国有变更为民营的绩效改善效果更明显

在样本中，实际控制人变更当年、变更后一年比变更前两年 ROA 均值的增量的均值在行业调整前后的无论变更前是国企还是民企，都明显大于 0，但仅有变更前是民企的样本在变更当年的业绩改善在行业调整前后分别通过了 1%、5% 的显著性检验，其余均未通过。这显然不支持假设 H2。而双重差分检验和多因素回归的结果也表明实际控制人变动导致的业绩改善与变更前的产权性质关系不显著，因此假设 H2 被拒绝。这与王甄、胡军（2016）的研究结论相悖。这可能与国有和民营企业面临的竞争环境的变化有关，国有转民营导致的隧道效应的减弱和经理人代理问题的降低两方面积极作用的效果可能和国有企业的隐性竞争优势的削弱（如银行融资的优势等）抵消了。

2、实控人变更前业绩状况对变更后业绩的影响

H3: 相对于绩优公司，实际控制人变动对绩差公司的业绩改善应更为明显

分组的均值检验表明绩差组在变更当年和变更后一年的业绩提升均值在行业调整前后通过了 1% 的水平上显著性检验，绩优组在变更当年和变更后一年的业绩明显下滑，且行

业调整后变更后一年的下滑通过了 5%水平的显著性检验。双重差分检验和多因素回归分析结果也表明实际控制人变更后的业绩改善和变更前的业绩存在显著的强的负相关。实际控制人变动会使绩优企业业绩下滑，绩差企业业绩显著改善，假设 H3 得到验证。

3、董事长变动对实控人变更后业绩的影响

H4: 实际控制人变更的情形下，董事长变动会提升公司绩效

在实控人变更后，董事长变更的比率超过 72%，这明显高过正常水平。绩差组变更比率明显高于绩优组变更比率。这体现了控制权转移对绩差公司高管外部惩罚机制的作用。在分组的均值检验和双重差分检验中董事长的变更对业绩改善的影响不显著，在多元回归分析中，董事长的变动对变更当年的业绩改善不明显，但变更后一年业绩改善的正面影响通过了 10%水平的显著性检验。总体上不支持假设 H4。董事长变更对业绩影响短期不明显，可能需要更长期才能显现。

4、总经理变动对实控人变更后业绩的影响

H5: 实际控制人变更情形下，总经理的变更会提升公司绩效

在实控人变更后，总经理的变动比率超过 70%，绩差企业的变动比率明显高于绩优企业的变动比率，同时略低于董事长变动比率。总经理变动对变更当年、变更后一年的业绩改善在分组均值检验和双重差分检验中均有显著正向影响。在回归分析中仅有变更当年的业绩改善在行业调整前后均通过了显著性检验，变更后一年的绩效改善不显著，表明总经理变动对绩效影响更偏短期。同时在以净现金收益率代替总资产收益率做稳健性检验时，双重差分的检验不显著。需要后续进一步的研究探究原因，可能是由于总经理的变动对业绩的短期改善可能偏重盈余管理等。但总体上假设 H5 得到验证。

五、结论、建议与展望

5.1 主要研究结论

通过对 20010-2018 年间 A 股上市公司中实际控制人变更为民营企业的 315 家样本的实证研究表明，实际控制人的变动提升了公司绩效。实际控制人变更前公司的产权性质对变更后的绩效没有明显影响。变更前公司的业绩和变更后的业绩改善有显著的负相关，业绩相对同行较差的公司绩效改善更明显，业绩相对同行较好的公司的业绩可能是负向的效应。实际控制人的变动导致董事长和总经理变动比率超过 70%，绩差公司的变动比率更高。总经理的变动会使公司业绩短期内就得到显著改善，董事长变更在短期内对公司业绩改善效果不显著。这表明控制权转移作为一种外部监管机制以及对绩差公司高管的一种外部惩罚机制在 A 股的民营上市公司中发挥着积极作用。

5.2 建议

对成为新的实际控制人的民营企业在对上市公司高管变更决策时“不能简单一刀切，换上自己人”，要依据实控人变更前公司经营状况和行业地位决定是否更换，业绩相对同行上市公司较差的公司，可以相对积极一点，尤其是总经理岗位，大概率能取得较好效果；业绩优于同行上市公司的，要慎重，大概率没有业绩改善。

对二级市场投资者，面对越来越多的实际控制人变更的上市公司，可以参考本文的研究结论来预估公司的业绩改善可能。原本绩差的公司业绩改善可能性大，总经理的变更大概率带来短期业绩的改善。

对监管机构还是应当重视控制权转移市场的正面作用，避免过度监管导致降低控制权转移市场的效率。例如近年来交易所对收购方举牌后未来 12 个月增持计划的强制性披露要

求在抑制了过度炒作的同时也变相增加了收购成本降低了控制权市场的效率，好在近期新证券法已对此进行了修改。随着发行制度改革尤其是注册制的推广，A股上市资格的稀缺性正迅速缓解（“壳资源”价值下降）。A股市场的控制权转移在继续发挥对绩差公司外部监管和惩罚机制的同时，通过“强强联合”式的并购整合来发挥规模效应、管理协同和财务协同效应的正面激励效应的作用也会逐渐显现。监管环境对控制权市场的积极作用的发挥尤为重要，如何在加大对违规行为的处罚力度的同时保持控制权市场的效率将是监管机构面临的持续挑战。

5.3 研究的不足与展望

由于客观条件的限制以及作者自身能力的限制本研究尚有诸多不足，有待在今后的学习和工作中进一步努力探索。

首先，由于国内A股市场的特点，上市资格即所谓“壳资源”的稀缺性扭曲了上市公司，控制权的市值，也导致重大资产重组以及“借壳”一直是控制权转移的重要动机之一。“借壳”类的实际控制人变更可能对公司绩效的影响具有不一样的特点，但由于此类案例具有较大的个性化特点（有些是在实控人变更后再资产注入，有些时再变更同时重组，有些是在实控人变更前就重组），本研究没有能在在样本中区分“借壳”类的重组和其他实控人变更的情形分别研究。

其次，A股市场的发行制度正在进行以推进注册制为主的重大改革。自2019年科创板实行注册制，2020年创业板实行注册制，预计不久将来A股市场将全面实行注册制。这对A股的控制权转移市场将带来深远的影响。预计随着注册制的全面推行以及配套的退市政

策的实行，A 股真正市场化意义上的控制权转移市场会逐步成熟。由于时间的关系本研究无法包含注册制实行后的控制权转移的样本，因而研究结论难以反映未来市场的变化。

再次，由于样本数量和观测时期的限制，本研究在实际控制人变更后的数据仅仅取了变更当年和变更后 1 年的数据，而没有采集变更后 2 年、3 年的数据进行分析，研究结论难以反应实际控制人变更对公司绩效更长期的影响。

此外，衡量公司绩效的指标仅以 ROA 为主过于单一，实证分析过程中仅做了均值检验没做中位数检验且没有对数据进行缩尾处理，对研究结论的严谨性造成一定的影响。

展望未来，随着监管环境的不断完善，A 股市场的控制权转移市场将日趋成熟。随着中国经济步入“新常态”，整体经济增速回落到中低水平，大部分行业的集中度会迅速提升，并购和整合会成为领先企业巩固和扩大竞争优势的主要手段之一。A 股的控制权转移市场将会发挥更为重要的作用。在今后的工作和学中，笔者本人会继续关注 A 股市场的控制权转移市场的发展，并择机在本研究的基础上做进一步的深入研究。

参考文献

- Parrino, R., 1997. CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis. *Journal of financial Economics*, 46(2), pp.165-197.
- Parrino, R., Sias, R.W. and Starks, L.T., 2003. Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover. *Journal of financial economics*, 68(1), pp.3-46.
- Huson, M.R., Malatesta, P.H. and Parrino, R., 2004. Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 74(2), pp.237-275.
- Huson, M.R., Parrino, R. and Starks, L.T., 2001. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *The Journal of Finance*, 56(6), pp.2265-2297.
- Martin, K.J. and McConnell, J.J., 1991. Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover. *The Journal of Finance*, 46(2), pp.671-687.
- 方茜.实际控制人变更能改善公司绩效吗——基于股权结构变动的分析[J],*华东经济管理*, 2016, (11) : 141-149.
- 李小华.控股股东控制权影响研究文献综述[J],*经济师*, 2018, (12) : 86-87.
- 吕长江,宋大龙.企业控制权转移的长期绩效研究[J],*上海立信会计学院学报*, 2017,21 (5) : 48-56.
- 刘峰,涂国前.中国上市公司控制权转移的动机研究[J],*财经研究*, 2016, 42 (10) : 140-154.
- 曾祥飞,林钟高.控制权转移、内部控制重大缺陷与企业绩效——基于企业生命周期视角的实证研究[J],*商业经济与管理*, 2017, (9) : 46-60.
- 胡刘芬,周泽将.较差的行业环境会导致更多的 CEO 被变更吗?——基于 A 股上市公司的经验证据[J]. *财经论丛*, 2017, (2): 76-84.
- 江敬文,郑艳.上市公司高管更换研究综述[J]. *财会通讯*, 2010, (10): 76-80.
- 石水平.控制权转移、超控制权与大股东利益侵占——来自上市公司高管变更的经验证据 [J]. *金融研究*, 2010, (4): 160-176.

- 高文凯.上市公司控制权转移效率研究综述及未来前景展望[J]. 现代商业, 2014, (1): 184-186.
- 张媛春, 邹东海.控股股东更换是否会提高公司绩效——基于中国上市公司的经验研究[J]. 山西财经大学学报, 2011, 33(1): 88-93.
- 王甄,胡军.控制权转让、产权性质与公司绩效[J]. 经济研究, 2016, (4): 146-160.
- 陈利花.公司业绩与 CEO 强制变更——基于国有企业控股股东目标函数的经验数据[J]. 财会通讯, 2018, (21): 页码范围缺失.
- 张沛沛,夏新平. 控制权转移中的高层更换与公司绩效——来自中国上市公司的经验证据[J]. 当代财经, 2006, (11): 66-70
- 易希薇,方帅,李炜文. CEO 继任研究的文献综述和未来展望[J]. 管理学季刊, 2017, (4): 130-157.
- 单虹. 2017,控股股东产权流转对企业绩效的影响研究[D]. 湖南大学.
- 邵帅,吕长江. 实际控制人直接持股可以提升公司价值吗?——来自中国民营上市公司的证据[J]. 管理世界, 2015: 134-146, 188.
- 王剑敏,孙伯灿,王晓云. 控制权转移的上市公司财务绩效及其影响因素的实证研究[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2006: 16-23.
- 肖绍平.2011,我国上市公司控制权转移研究[D]. 中南大学.
- 肖斌.2007, 我国上市公司控制权价值研究[D]. 上海交通大学.
- 石水平.控制权转移真的改善了企业绩效吗?——来自上市公司高管变更的经验证据[J]. 暨南学报(哲学社会科学版), 2012, 34(3): 64-76.
- 张文.上市公司发生控制权转移的影响因素分析[J]. 技术经济与管理研究, 2015(2): 57-61.
- 朱慧琳,唐宗明. 上市公司控制权转让绩效的实证研究[J]. 经济学动态, 2009(11): 65-68.
- 王书林. 2011,国有企业民营化、控制权转移与私人收益[D]. 辽宁大学.
- 李建生,丁磊. 市场化进程、控制权转让与公司绩效——基于 A 股上市公司面板数据的双重差分与 Heckman 两阶段分析[J]. 金融与经济, 2017: 16-22.

刘际陆,刘淑莲. 产权性质、控制人变更与掏空行为——来自后股权分置时期的经验证据
[J]. 山西财经大学学报, 2012, 34 (11) : 95-105.

附录 A

样本的行业数据分布

第一列为证监会行业代码

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
A01	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
A02	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1
A03	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0
A05	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
B06	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
B07	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1
B08	0	0	0	0	2	2	2	2	1	1	1	1
B09	0	0	0	2	3	4	6	7	7	4	4	4
B11	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2
C13	4	4	3	4	4	4	4	3	3	3	3	3
C14	1	2	3	4	3	3	3	4	5	4	3	3
C15	3	3	4	4	4	4	4	4	3	2	1	1
C17	12	11	9	10	9	9	8	7	4	4	4	4
C18	7	7	9	10	10	8	9	8	5	5	5	5
C19	0	0	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0
C20	2	4	4	4	4	4	4	3	4	3	3	3
C21	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0
C22	4	2	2	2	5	5	5	5	4	3	3	3
C24	0	0	1	2	2	2	2	2	1	1	1	1
C25	5	5	4	3	2	2	2	1	2	0	0	0
C26	17	15	21	21	21	20	22	22	19	19	19	19
C27	13	14	17	17	16	17	18	19	20	22	20	20
C28	4	4	6	7	8	8	8	8	6	5	6	6
C29	4	4	6	5	5	6	6	5	3	4	3	3

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
C30	7	4	4	6	9	10	11	11	8	9	7	7
C31	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2
C32	1	2	3	5	4	5	5	7	6	6	6	6
C33	4	5	11	11	12	11	10	9	9	5	5	4
C34	8	8	12	13	15	13	11	9	9	8	8	8
C35	5	8	14	15	17	15	16	15	13	13	13	12
C36	2	3	3	4	7	8	8	7	8	7	8	8
C37	4	3	2	3	1	1	1	1	1	3	3	3
C38	9	9	9	12	22	23	25	23	21	18	19	19
C39	17	20	25	27	21	19	22	22	25	25	26	25
C40	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0
C41	6	5	4	5	2	2	2	2	4	3	2	2
C42	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2
D44	1	1	1	0	1	1	1	1	1	2	2	2
D45	0	0	0	0	0	1	1	2	3	5	5	5
E47	1	1	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0
E48	1	1	0	1	3	3	3	4	4	6	5	5
E50	2	2	2	2	1	1	2	4	4	4	4	4
F51	0	0	0	0	10	11	10	8	9	10	10	10
F52	14	14	12	13	13	12	10	11	11	11	11	11
G54	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
G55	1	1	2	2	1	1	2	1	2	1	1	1
G58	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1
G60	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	3	3
H61	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0
H62	0	1	1	1	1	1	0	1	0	1	1	1

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
I63	0	1	2	3	1	1	1	1	1	1	1	1
I64	1	1	0	0	0	0	0	2	6	11	9	9
I65	2	2	4	5	6	8	6	6	12	12	12	14
J67	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
J68	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
J69	0	0	0	0	1	1	1	1	1	2	4	4
K70	18	20	23	27	28	28	23	23	20	20	19	19
L71	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
L72	5	5	6	6	1	1	1	2	5	4	3	2
M73	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	2	2
M74	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2
M75	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
N77	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2	2
N78	1	0	0	1	5	4	4	3	2	2	2	2
Q83	0	0	0	0	0	0	0	1	0	2	2	2
R86	0	0	0	1	1	1	2	5	4	7	7	7
R87	0	0	0	0	0	1	1	2	3	3	3	3
S90	8	8	8	8	3	5	5	4	5	4	3	3

附录 B

实证分析

一、实际控制人变更对业绩的影响

245 个样本和 245 个对照组（由于需要变更前后两年的数据删掉了一些样本）。

样本为实控人变更过的民企，对照组为与样本中每一家民企对应的变更前一年同行业未发生过实控人变更的民企。

采用双重差分的方法考察实控人的变更是否对民企的 ROA 产生显著的影响，增加控制变量：

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot T_i + \alpha_2 \cdot Post_{i,t} + \alpha_3 \cdot T_i \cdot Post_{i,t} + \alpha_4 \cdot pre_roa_{i,t} + \alpha_5 \cdot size_{i,t} + \alpha_6 \cdot lev_{i,t} + \alpha_7 \cdot year_i + \varepsilon_{i,t}.$$

其中 T_i 表示是否发生过实控人的变更，实验组为 1，对照组为 0；对于每一对民企， $Post_{i,t}$ 在实控人变更前为 0，变更后为 1； $T_i \cdot Post_{i,t}$ 为乘积，其系数的正负和显著性是我们主要关注的问题。控制变量包括变更前两年 ROA 均值 $pre_roa_{i,t}$ ；公司规模 $size_{i,t}$ ：资产总计(百万)的自然对数；财务杠杆 $lev_{i,t}$ ：资产负债率； $year_{i,t}$ 是实控人发生变更当年与 2020 年的距离。

实证结果如下：

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.0287	-0.862	0.389
<i>T</i>	-0.0107	-0.992	0.321
<i>Post</i>	-0.0139	-1.343	0.180
<i>T · Post</i>	0.0346**	2.366	0.018
<i>pre_roa</i>	0.5216***	24.930	0.000
<i>size</i>	0.0082**	2.213	0.027
<i>lev</i>	-0.0501***	-2.900	0.004
<i>year</i>	0.0034*	1.753	0.080
<i>R</i> ²	0.254		
<i>Adj. R</i> ²	0.251		

交叉项*T · Post*的系数显著为正，说明民企中实控人的变更确实会使企业的 ROA 变得更好。

二、实控人变更中各因素对业绩的影响

1.按实控人变更前产权性质对业绩的影响

1.1 所有权性质

实控人变更前为国企	105
实控人变更前为民企	210

1.2 实控人变更前为国企

	均值	中位数	最大值	最小值
变更前两年 ROA 均值	0.0418	0.0229	3.6000	-0.3659
变更当年 ROA 均值	0.0655	0.0459	1.0908	-0.6467
变更后一年 ROA 均值	0.0530	0.0459	0.4305	-0.5315
ΔROA_1	0.0237	0.0263	1.4567	-3.3551
ΔROA_2	0.0112	0.0184	0.4792	-3.5730
行业调整后的变更前两年 ROA 均值	-0.0194	-0.0403	3.6082	-0.4274
行业调整后的变更当年 ROA 均值	0.0041	-0.0071	1.0337	-0.6690
行业调整后的变更后一年 ROA 均值	-0.0111	-0.0126	0.3774	-0.5826
行业调整后的 ΔROA_1	0.0235	0.0227	1.4610	-3.4026
行业调整后的 ΔROA_2	0.0084	0.0224	0.4538	-3.5992

ΔROA_1 t 检验: t 统计量 0.6136, p 值 0.5408, 即不显著;

ΔROA_2 t 检验: t 统计量 0.3048, p 值 0.7610, 即不显著;

行业调整后的 ΔROA_1 t 检验: t 统计量 0.6084, p 值 0.5443, 即不显著;

行业调整后的 ΔROA_2 t 检验: t 统计量 0.2256, p 值 0.8219, 即不显著。

1.3 实控人变更前为民企

	均值	中位数	最大值	最小值
变更前两年 ROA 均值	0.0250	0.0226	0.4844	-0.1696
变更当年 ROA 均值	0.0538	0.0379	0.7735	-0.4538
变更后一年 ROA 均值	0.0317	0.0405	0.4069	-0.5367
ΔROA_1	0.0288	0.0052	0.9089	-0.5173
ΔROA_2	0.0067	0.0176	0.4047	-0.5676
行业调整后的变更前两年 ROA 均值	-0.0313	-0.0314	0.4152	-0.2169
行业调整后的变更当年 ROA 均值	-0.0058	-0.0237	0.7246	-0.5029
行业调整后的变更后一年 ROA 均值	-0.0276	-0.0135	0.3555	-0.5754
行业调整后的 ΔROA_1	0.0255	0.0007	0.9357	-0.4519
行业调整后的 ΔROA_2	0.0037	0.0099	0.3972	-0.5608

ΔROA_1 t 检验: t 统计量 2.6091, p 值 0.0097, 即在 1%的水平上显著;

ΔROA_2 t 检验: t 统计量 0.7111, p 值 0.4778, 即不显著;

行业调整后的 ΔROA_1 t 检验: t 统计量 2.3317, p 值 0.0206, 即在 5%的水平上显著;

行业调整后的 ΔROA_2 t 检验: t 统计量 0.4145, p 值 0.6789, 即不显著。

2. 按变更前业绩状况对业绩的影响

2.1 绩差组 (253 家)

	均值	中位数	最大值	最小值
变更前两年 ROA 均值	-0.0025	0.0151	0.0708	-0.3659
变更当年 ROA 均值	0.0527	0.0302	1.0908	-0.6467
变更后一年 ROA 均值	0.0375	0.0363	0.4305	-0.5367
ΔROA_1	0.0552	0.0179	1.4567	-0.6883
ΔROA_2	0.0400	0.0297	0.4792	-0.5676
行业调整后的变更前两年 ROA 均值	-0.0607	-0.0431	0.0000	-0.4274
行业调整后的变更当年 ROA 均值	-0.0079	-0.0281	1.0337	-0.6690
行业调整后的变更后一年 ROA 均值	-0.0233	-0.0192	0.3774	-0.5754
行业调整后的 ΔROA_1	0.0527	0.0178	1.4610	-0.6229
行业调整后的 ΔROA_2	0.0374	0.0307	0.4538	-0.5430

ΔROA_1 t 检验: t 统计量 4.7068, p 值 0.0000, 即在 1%的水平上显著;

ΔROA_2 t 检验: t 统计量 4.8994, p 值 0.0000, 即在 1%的水平上显著;

行业调整后的 ΔROA_1 t 检验: t 统计量 4.5591, p 值 0.0000, 即在 1%的水平上显著;

行业调整后的 ΔROA_2 t 检验: t 统计量 4.8341, p 值 0.0000, 即在 1%的水平上显著。

2.2 绩优组 (62 家)

	均值	中位数	最大值	最小值
变更前两年 ROA 均值	0.1657	0.0929	3.6002	0.0194
变更当年 ROA 均值	0.0781	0.0712	0.3990	-0.4145
变更后一年 ROA 均值	0.0444	0.0680	0.2781	-0.5315
ΔROA_1	-0.0876	-0.0151	0.2509	-3.3551
ΔROA_2	-0.1213	-0.0205	0.1184	-3.5730
行业调整后的变更前两年 ROA 均值	0.1087	0.0313	3.6082	0.0004
行业调整后的变更当年 ROA 均值	0.0197	0.0107	0.3523	-0.4368
行业调整后的变更后一年 ROA 均值	-0.0171	0.0036	0.2213	-0.5826
行业调整后的 ΔROA_1	-0.0890	-0.0168	0.2557	-3.4026
行业调整后的 ΔROA_2	-0.1258	-0.0248	0.1247	-3.5992

ΔROA_1 t 检验: t 统计量-1.5646, p 值 0.1228, 即不显著;

ΔROA_2 t 检验: t 统计量-2.0494, p 值 0.0447, 即在 5%水平上显著

行业调整后的 ΔROA_1 t 检验: t 统计量-1.5782, p 值 0.1197, 即不显著;

行业调整后的 ΔROA_2 t 检验: t 统计量-2.1143, p 值 0.0386, 即在 5%水平上显著。

3. 董事长变动对业绩的影响

3.1 董事长变更 (229 家)

	均值	中位数	最大值	最小值
变更前两年 ROA 均值	0.0333	0.0198	3.6000	-0.3659
变更当年 ROA 均值	0.0682	0.0444	1.0908	-0.6467
变更后一年 ROA 均值	0.0494	0.0518	0.4305	-0.5367
ΔROA_1	0.0349	0.0136	1.4567	-3.3551
ΔROA_2	0.0161	0.0270	0.4281	-3.5730
行业调整后的变更前两年 ROA 均值	-0.0232	-0.0357	3.6082	-0.4274
行业调整后的变更当年 ROA 均值	0.0087	-0.0112	1.0337	-0.6690
行业调整后的变更后一年 ROA 均值	-0.0105	-0.0055	0.3774	-0.5826
行业调整后的 ΔROA_1	0.0319	0.0087	1.4610	-3.4026
行业调整后的 ΔROA_2	0.0127	0.0236	0.4538	-3.5992

ΔROA_1 t 检验: t 统计量 1.7959, p 值 0.0738, 即在 10%水平上显著;

ΔROA_2 t 检验: t 统计量 0.8912, p 值 0.3737, 即不显著;

行业调整后的 ΔROA_1 t 检验: t 统计量 1.6352, p 值 0.1034, 即不显著

行业调整后的 ΔROA_2 t 检验: t 统计量 0.7083, p 值 0.4795, 即不显著。

3.2 董事长不变更 (86 家)

	均值	中位数	最大值	最小值
变更前两年 ROA 均值	0.0235	0.0326	0.2849	-0.3244
变更当年 ROA 均值	0.0297	0.0329	0.4753	-0.4538
变更后一年 ROA 均值	0.0107	0.0304	0.2781	-0.4995
ΔROA_1	0.0063	0.0009	0.7720	-0.5173
ΔROA_2	-0.0127	0.0000	0.4792	-0.5510
行业调整后的变更前两年 ROA 均值	-0.0382	-0.0302	0.1757	-0.3953
行业调整后的变更当年 ROA 均值	-0.0322	-0.0266	0.3881	-0.5029
行业调整后的变更后一年 ROA 均值	-0.0528	-0.0337	0.2213	-0.5754
行业调整后的 ΔROA_1	0.0060	0.0002	0.7320	-0.4519
行业调整后的 ΔROA_2	-0.0146	0.0022	0.4373	-0.5608

ΔROA_1 t 检验: t 统计量 0.3927, p 值 0.6955, 即不显著;

ΔROA_2 t 检验: t 统计量-0.8423, p 值 0.4020, 即不显著

行业调整后的 ΔROA_1 t 检验: t 统计量 0.3994, p 值 0.6906, 即不显著;

行业调整后的 ΔROA_2 t 检验: t 统计量-0.9739, p 值 0.3329, 即不显著。

4. 总经理变动对业绩的影响

4.1 总经理变更 (223 家)

	均值	中位数	最大值	最小值
变更前两年 ROA 均值	0.0163	0.0206	0.4844	-0.3659
变更当年 ROA 均值	0.0743	0.0454	1.0908	-0.3584
变更后一年 ROA 均值	0.0508	0.0518	0.4305	-0.5367
ΔROA_1	0.0580	0.0180	1.4567	-0.3971
ΔROA_2	0.0346	0.0276	0.4281	-0.5949
行业调整后的变更前两年 ROA 均值	-0.0416	-0.0369	0.4152	-0.4274
行业调整后的变更当年 ROA 均值	0.0135	-0.0085	1.0337	-0.4081
行业调整后的变更后一年 ROA 均值	-0.0111	-0.0066	0.3774	-0.5826
行业调整后的 ΔROA_1	0.0551	0.0178	1.4610	-0.3872
行业调整后的 ΔROA_2	0.0305	0.0236	0.4538	-0.5829

ΔROA_1 t 检验: t 统计量 4.6950, p 值 0.0000, 即在 1%的水平上显著;

ΔROA_2 t 检验: t 统计量 3.8434, p 值 0.0002, 即在 1%的水平上显著;

行业调整后的 ΔROA_1 t 检验: t 统计量 4.4799, p 值 0.0000, 即在 1%的水平上显著;

行业调整后的 ΔROA_2 t 检验: t 统计量 3.5072, p 值 0.0005, 即在 1%的水平上显著。

4.2 总经理不变更 (92 家)

	均值	中位数	最大值	最小值
变更前两年 ROA 均值	0.0654	0.0329	3.6000	-0.2966
变更当年 ROA 均值	0.0175	0.0292	0.4753	-0.6467
变更后一年 ROA 均值	0.0097	0.0297	0.2781	-0.4995
ΔROA_1	-0.0479	-0.0064	0.7720	-3.3551
ΔROA_2	-0.0557	0.0027	0.4792	-3.5730
行业调整后的变更前两年 ROA 均值	0.0074	-0.0288	3.6082	-0.3439
行业调整后的变更当年 ROA 均值	-0.0412	-0.0290	0.3881	-0.6690
行业调整后的变更后一年 ROA 均值	-0.0486	-0.0337	0.2213	-0.5754
行业调整后的 ΔROA_1	-0.0486	-0.0095	0.7320	-3.4026
行业调整后的 ΔROA_2	-0.0560	0.0020	0.4373	-3.5992

ΔROA_1 t 检验: t 统计量-1.2005, p 值 0.2330, 即不显著;

ΔROA_2 t 检验: t 统计量-1.3510, p 值 0.1800, 即不显著;

行业调整后的 ΔROA_1 t 检验: t 统计量-1.2147, p 值 0.2276, 即不显著

行业调整后的 ΔROA_2 t 检验: t 统计量-1.3547, p 值 0.1789, 即不显著。

三、绩差组和绩优组高管变动

绩差组共 253 家企业，绩优组共 62 家企业。

	仅董事长变更 的企业数	仅总经理变更 的企业数	两者均变的企 业数	两者均不变的 企业数
绩差组	28	25	156	44
绩优组	6	4	38	13
	仅董事长变更 的企业比率	仅总经理变更 的企业比率	两者均变的企 业比率	两者均不变的 企业比率
绩差组	11.07%	9.88%	61.66%	17.39%
绩优组	9.68%	6.45%	61.29%	20.97%

四、多元线性回归

1. 总体

$$\Delta ROA_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot ownership_i + \beta_2 \cdot chariman_i + \beta_3 \cdot president_i + \beta_4 \cdot dummy_roa_i + \beta_5 \cdot pre_roa_i + \beta_6 \cdot size_i + \beta_7 \cdot lev_i + \beta_8 \cdot year_i + \beta_9 \cdot pct_i + \varepsilon$$

ownership: 国有转民营为 1，一直为民营为 0

chariman: 董事长变更为 1，不变为 0

president: 总经理变更为 1，不变为 0

dummy_roa: 变更前两年 *roa* 均值高于行业中位数为 1，低于行业中位数为 0

pre_roa: 变更前两年 *roa* 均值

size: 变更前一年资产规模的对数

lev: 变更前一年资产负债率（负债 / 资产）

year: 变更当年与 2020 年的距离

pct: 变更前一年第一大股东的持股比例

delta_roa_1

$$\Delta ROA1_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot ownership_i + \beta_2 \cdot chariman_i + \beta_3 \cdot president_i + \beta_4 \cdot dummy_roa_i + \beta_5 \cdot pre_roa_i + \beta_6 * size_i + \beta_7 * lev_i + \beta_8 * year_i + \beta_9 * pct_i + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	0.1560**	2.191	0.029
<i>ownership</i>	0.0027	0.142	0.887
<i>chairman</i>	0.0045	0.205	0.838
<i>president</i>	0.0440**	2.009	0.045
<i>dummy_roa</i>	0.0431*	1.926	0.055
<i>pre_roa</i>	-0.9786***	-24.011	0.000
<i>size</i>	-0.0306***	-3.872	0.000
<i>lev</i>	0.1598***	4.730	0.000
<i>year</i>	-0.0034	-0.833	0.405
<i>pct</i>	0.1045	1.551	0.122
R^2	0.697		
$Adj. R^2$	0.688		

delta_roa_2

$$\Delta ROA2_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot ownership_i + \beta_2 \cdot chariman_i + \beta_3 \cdot president_i + \beta_4 \cdot dummy_roa_i + \beta_5 \cdot pre_roa_i + \beta_6 * size_i + \beta_7 * lev_i + \beta_8 * year_i + \beta_9 * pct_i + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	0.0003	0.005	0.996
<i>ownership</i>	0.0121	0.826	0.409
<i>chairman</i>	0.0237	1.396	0.164
<i>president</i>	0.0201	1.180	0.239
<i>dummy_roa</i>	0.0021	0.120	0.904
<i>pre_roa</i>	-0.9870***	-31.152	0.000
<i>size</i>	-0.0073	-1.186	0.237
<i>lev</i>	-0.0397	-1.512	0.132
<i>year</i>	0.0077**	2.405	0.017
<i>pct</i>	0.0913*	1.742	0.082
R^2	0.789		
$Adj. R^2$	0.783		

delta_roa_adjusted_1

$$\Delta Adj_ROA1_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot ownership_i + \beta_2 \cdot chariman_i + \beta_3 \cdot president_i + \beta_4 \cdot dummy_roa_i$$

$$+ \beta_5 \cdot pre_roa_adjusted_i + \beta_6 * size_i + \beta_7 * lev_i + \beta_8 * year_i + \beta_9 * pct_i$$

$$+ \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	0.0935	1.336	0.182
<i>ownership</i>	0.0021	0.111	0.912
<i>chairman</i>	0.0087	0.406	0.685
<i>president</i>	0.0410*	1.903	0.058
<i>dummy_roa</i>	0.0449**	2.041	0.042
<i>pre_roa_adjusted</i>	-0.9740***	-24.650	0.000
<i>size</i>	-0.0296***	-3.806	0.000
<i>lev</i>	0.1661***	5.000	0.000
<i>year</i>	-0.0042	-1.041	0.299
<i>pct</i>	0.0941	1.420	0.157
R^2	0.706		
$Adj. R^2$	0.697		

delta_roa_adjusted_2

$$\Delta Adj_ROA2_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot ownership_i + \beta_2 \cdot chariman_i + \beta_3 \cdot president_i + \beta_4 \cdot dummy_roa_i + \beta_5 \cdot pre_roa_adjusted_i + \beta_6 * size_i + \beta_7 * lev_i + \beta_8 * year_i + \beta_9 * pct_i + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.0473	-0.891	0.374
<i>ownership</i>	0.0066	0.469	0.639
<i>chairman</i>	0.0304*	1.859	0.064
<i>president</i>	0.0120	0.736	0.462
<i>dummy_roa</i>	0.0018	0.105	0.916
<i>pre_roa</i>	-0.9738***	-32.445	0.000
<i>size</i>	-0.0094	-1.587	0.114
<i>lev</i>	-0.0188	-0.744	0.458
<i>year</i>	0.0080***	2.591	0.010
<i>pct</i>	0.0690	1.370	0.172
<i>R²</i>	0.803		
<i>Adj. R²</i>	0.797		

2. 分组双重差分检验

2.1 国有和民营

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot T_{i,t} + \beta_2 \cdot ownership_i + \beta_3 \cdot ownership_{T_{i,t}} + \beta_4 \cdot pre_roa_i + \beta_5 \cdot size_{i,t} + \beta_6 \cdot lev_{i,t} + \beta_7 \cdot year_i + \beta_8 \cdot pct_{i,t} + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.0930**	-2.062	0.039
<i>T</i>	0.0131	0.881	0.378
<i>ownership</i>	-0.0008	-0.041	0.967
<i>ownership_T</i>	0.0003	0.011	0.991
<i>pre_roa</i>	0.5042***	18.123	0.000
<i>size</i>	0.0056	1.039	0.299
<i>lev</i>	0.0043	0.171	0.865
<i>year</i>	0.0052*	1.792	0.073
<i>pct</i>	0.1468***	3.127	0.002
<i>R</i> ²	0.224		
<i>Adj. R</i> ²	0.219		

$T_{i,t}$: 实控人变更之前为 0, 之后为 1

$ownership_i$: 国有转民营为 1, 一直为民营为 0

$ownership_{T_{i,t}}$: 以上两项的乘积

pre_roa_i : 变更前两年 roa 均值

$size_{i,t}$: 每年的资产规模的对数

$lev_{i,t}$: 每年的资产负债率 (负债 / 资产)

$year_i$: 变更当年与 2020 年的距离

$pct_{i,t}$: 每年的第一大股东的持股比例

2.2 绩差和绩优

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot T_{i,t} + \beta_2 \cdot dummy_roa_i + \beta_3 \cdot dummy_roa_T_{i,t} + \beta_4 \cdot pre_roa_i + \beta_5$$

$$\cdot size_{i,t} + \beta_6 * lev_{i,t} + \beta_7 * year_i + \beta_8 * pct_{i,t} + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.1141**	-2.556	0.011
<i>T</i>	0.0435***	3.238	0.001
<i>dummy_roa</i>	0.0796***	3.643	0.000
<i>dummy_roa_T</i>	-0.1575***	-5.255	0.000
<i>pre_roa</i>	0.5034***	17.405	0.000
<i>size</i>	0.0063	1.176	0.240
<i>lev</i>	0.0051	0.204	0.839
<i>year</i>	0.0053*	1.885	0.060
<i>pct</i>	0.1465***	3.158	0.002
R^2	0.241		
$Adj. R^2$	0.236		

$dummy_roa_i$: 绩优组为 1, 绩差组为 0

2.3 董事长变更和不变更

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot T_{i,t} + \beta_2 \cdot chairman_i + \beta_3 \cdot chairman_T_{i,t} + \beta_4 \cdot pre_roa_i + \beta_5 \cdot size_{i,t} \\ + \beta_6 \cdot lev_{i,t} + \beta_7 \cdot year_i + \beta_8 \cdot pct_{i,t} + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.0916*	-1.941	0.052
<i>T</i>	-0.0048	-0.209	0.834
<i>chairman</i>	0.0028	0.148	0.883
<i>chairman_T</i>	0.0250	0.929	0.353
<i>pre_roa</i>	0.5035***	18.122	0.000
<i>size</i>	0.0055	1.020	0.308
<i>lev</i>	0.0035	0.140	0.888
<i>year</i>	0.0051*	1.823	0.069
<i>pct</i>	0.1385***	2.931	0.003
<i>R</i> ²	0.225		
<i>Adj. R</i> ²	0.220		

chairman_i: 董事长变更为 1, 不变为 0

2.4 总经理变更和不变更

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot T_{i,t} + \beta_2 \cdot president_i + \beta_3 \cdot president_T_{i,t} + \beta_4 \cdot pre_roa_i + \beta_5 \cdot size_{i,t} \\ + \beta_6 \cdot lev_{i,t} + \beta_7 \cdot year_i + \beta_8 \cdot pct_{i,t} + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.0540	-1.149	0.251
<i>T</i>	-0.0507**	-2.303	0.021
<i>president</i>	-0.0266	-1.418	0.156
<i>president_T</i>	0.0918***	3.485	0.001
<i>pre_roa</i>	0.5085***	18.310	0.000
<i>size</i>	0.0041	0.759	0.448
<i>lev</i>	0.0039	0.157	0.875
<i>year</i>	0.0043	1.520	0.129
<i>pct</i>	0.1298***	2.764	0.006
R^2	0.233		
$Adj. R^2$	0.228		

president_i: 总经理变更为 1, 不变为 0

五、稳健性检验：将 roa 换成资产的现金流收益率

1. 多元线性回归

delta_cashratio_1

$$\Delta \text{cashratio}_{1i} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{ownership}_i + \beta_2 \cdot \text{chairman}_i + \beta_3 \cdot \text{president}_i + \beta_4 \cdot \text{dummy_cashratio}_i + \beta_5 \cdot \text{pre_cashratio}_i + \beta_6 * \text{size}_i + \beta_7 * \text{lev}_i + \beta_8 * \text{year}_i + \beta_9 * \text{pct}_i + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.0450	-0.889	0.375
<i>ownership</i>	-0.0020	-0.153	0.879
<i>chairman</i>	-0.0139	-0.907	0.365
<i>president</i>	0.0298*	1.954	0.052
<i>dummy_cashratio</i>	-0.0136	-0.797	0.426
<i>pre_cashratio</i>	-0.9454***	-10.994	0.000
<i>size</i>	0.0091*	1.656	0.099
<i>lev</i>	-0.0121	-0.507	0.613
<i>year</i>	-0.0018	-0.633	0.527
<i>pct</i>	0.0891*	1.885	0.060
R^2	0.438		
$Adj. R^2$	0.421		

delta_cashratio_2

$$\Delta \text{cashratio}_{2i} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{ownership}_i + \beta_2 \cdot \text{chariman}_i + \beta_3 \cdot \text{president}_i + \beta_4 \cdot \text{dummy_cashratio}_i + \beta_5 \cdot \text{pre_cashratio}_i + \beta_6 * \text{size}_i + \beta_7 * \text{lev}_i + \beta_8 * \text{year}_i + \beta_9 * \text{pct}_i + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.0319	-0.300	0.764
<i>ownership</i>	-0.0169	-0.610	0.542
<i>chairman</i>	-0.0226	-0.703	0.483
<i>president</i>	-0.0137	-0.428	0.669
<i>dummy_cashratio</i>	0.0291	0.814	0.416
<i>pre_cashratio</i>	-1.3651***	-7.570	0.000
<i>size</i>	0.0142	1.232	0.219
<i>lev</i>	-0.1126**	-2.247	0.025
<i>year</i>	-0.0012	-0.200	0.842
<i>pct</i>	0.0682	0.688	0.492
<i>R</i> ²	0.232		
<i>Adj. R</i> ²	0.209		

delta_cashratio_adjusted_1

$\Delta Adj_cashratio1_i$

$$= \beta_0 + \beta_1 \cdot ownership_i + \beta_2 \cdot chariman_i + \beta_3 \cdot president_i + \beta_4 \cdot dummy_cashratio_i + \beta_5 \cdot pre_cashratio_adjusted_i + \beta_6 * size_i + \beta_7 * lev_i + \beta_8 * year_i + \beta_9 * pct_i + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.0832*	-1.715	0.087
<i>ownership</i>	-0.0101	-0.775	0.439
<i>chairman</i>	-0.0138	-0.910	0.363
<i>president</i>	0.0259*	1.710	0.088
<i>dummy_cashratio</i>	0.0029	0.188	0.851
<i>pre_cashratio_adjusted</i>	-1.0121***	-11.908	0.000
<i>size</i>	0.0067	1.223	0.222
<i>lev</i>	-0.0050	-0.214	0.830
<i>year</i>	0.0016	0.541	0.589
<i>pct</i>	0.0704	1.502	0.134
R^2	0.441		
$Adj. R^2$	0.425		

delta_cashratio_adjusted_2

$\Delta Adj_cashratio2_i$

$$= \beta_0 + \beta_1 \cdot ownership_i + \beta_2 \cdot chariman_i + \beta_3 \cdot president_i + \beta_4 \cdot dummy_cashratio_i + \beta_5 \cdot pre_cashratio_adjusted_i + \beta_6 * size_i + \beta_7 * lev_i + \beta_8 * year_i + \beta_9 * pct_i + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.0979	-0.968	0.334
<i>ownership</i>	-0.0291	-1.074	0.284
<i>chairman</i>	-0.0221	-0.700	0.484
<i>president</i>	-0.0082	-0.259	0.796
<i>dummy_cashratio</i>	0.0335	1.046	0.296
<i>pre_cashratio_adjusted</i>	-1.4196***	-8.011	0.000
<i>size</i>	0.0146	1.283	0.200
<i>lev</i>	-0.1194**	-2.442	0.015
<i>year</i>	0.0027	0.440	0.661
<i>pct</i>	0.0660	0.675	0.500
R^2	0.243		
$Adj. R^2$	0.221		

2. 分组双重差分检验

2.1 国有和民营

$$\text{cashratio}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot T_{i,t} + \beta_2 \cdot \text{ownership}_i + \beta_3 \cdot \text{ownership}_{T_{i,t}} + \beta_4 \cdot \text{pre_cashratio}_i$$

$$+ \beta_5 \cdot \text{size}_{i,t} + \beta_6 \cdot \text{lev}_{i,t} + \beta_7 \cdot \text{year}_i + \beta_8 \cdot \text{pct}_{i,t} + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.0464	-1.502	0.133
<i>T</i>	0.0010	0.097	0.923
<i>ownership</i>	0.0038	0.297	0.766
<i>ownership_T</i>	-0.0188	-1.078	0.281
<i>pre_cashratio</i>	0.4479***	9.403	0.000
<i>size</i>	0.0083**	2.225	0.026
<i>lev</i>	-0.0098	-0.561	0.575
<i>year</i>	-0.0001	-0.072	0.943
<i>pct</i>	-0.0038	-0.117	0.907
<i>R</i> ²	0.077		
<i>Adj. R</i> ²	0.071		

$T_{i,t}$: 实控人变更之前为 0, 之后为 1

ownership_i : 国有转民营为 1, 一直为民营为 0

$\text{ownership}_{T_{i,t}}$: 以上两项的乘积

pre_cashratio_i : 变更前两年 cashratio 均值

$\text{size}_{i,t}$: 每年的资产规模的对数

$\text{lev}_{i,t}$: 每年的资产负债率 (负债 / 资产)

year_i : 变更当年与 2020 年的距离

$pct_{i,t}$: 每年的第一大股东的持股比例

2.2 绩差和绩优

$$cashratio_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot T_{i,t} + \beta_2 \cdot dummy_cashratio_i + \beta_3 \cdot dummy_cashratio_T_{i,t} + \beta_4 \cdot pre_cashratio_i + \beta_5 \cdot size_{i,t} + \beta_6 * lev_{i,t} + \beta_7 * year_i + \beta_8 * pct_{i,t} + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.0955***	-3.036	0.002
<i>T</i>	0.0893***	6.012	0.000
<i>dummy_cashratio</i>	0.0694***	4.745	0.000
<i>dummy_cashratio_T</i>	-0.1343***	-7.628	0.000
<i>pre_cashratio</i>	0.4392***	7.238	0.000
<i>size</i>	0.0087**	2.412	0.016
<i>lev</i>	-0.0097	-0.566	0.572
<i>year</i>	-0.0004	-0.211	0.833
<i>pct</i>	-0.0056	-0.177	0.860
R^2	0.118		
$Adj. R^2$	0.112		

$dummy_cashratio_i$: 绩优组为 1, 绩差组为 0

2.3 董事长变更和不变更

$$\text{cashratio}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot T_{i,t} + \beta_2 \cdot \text{chairman}_i + \beta_3 \cdot \text{chairman_T}_{i,t} + \beta_4 \cdot \text{pre_cashratio}_i \\ + \beta_5 \cdot \text{size}_{i,t} + \beta_6 \cdot \text{lev}_{i,t} + \beta_7 \cdot \text{year}_i + \beta_8 \cdot \text{pct}_{i,t} + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.0495	-1.531	0.126
<i>T</i>	0.0124	0.792	0.428
<i>chairman</i>	0.0065	0.499	0.618
<i>chairman_T</i>	-0.0244	-1.324	0.186
<i>pre_cashratio</i>	0.4475***	9.395	0.000
<i>size</i>	0.0083**	2.234	0.026
<i>lev</i>	-0.0102	-0.583	0.560
<i>year</i>	-0.0004	-0.218	0.828
<i>pct</i>	0.0003	0.010	0.992
<i>R</i> ²	0.077		
<i>Adj. R</i> ²	0.071		

*chairman*_{*i*}: 董事长变更为 1, 不变为 0

2.4 总经理变更和不变更

$$\text{cashratio}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot T_{i,t} + \beta_2 \cdot \text{president}_i + \beta_3 \cdot \text{president_T}_{i,t} + \beta_4 \cdot \text{pre_cashratio}_i \\ + \beta_5 \cdot \text{size}_{i,t} + \beta_6 \cdot \text{lev}_{i,t} + \beta_7 \cdot \text{year}_i + \beta_8 \cdot \text{pct}_{i,t} + \varepsilon$$

	回归系数	t 统计量	p 值
<i>Intercept</i>	-0.0550*	-1.700	0.089
<i>T</i>	0.0128	0.846	0.398
<i>president</i>	0.0116	0.900	0.368
<i>president_T</i>	-0.0258	-1.422	0.155
<i>pre_cashratio</i>	0.4464***	9.358	0.000
<i>size</i>	0.0085**	2.300	0.022
<i>lev</i>	-0.0105	-0.601	0.548
<i>year</i>	-0.0004	-0.181	0.856
<i>pct</i>	-0.0002	-0.005	0.996
R^2	0.077		
$Adj. R^2$	0.071		

president_i: 总经理变更为 1, 不变为 0