

## 社会目标、雇员规模与民营化定价\*

李广子<sup>1</sup> 刘力<sup>2</sup>

(1. 中国社会科学院金融研究所, 北京 100732; 2. 北京大学光华管理学院, 北京 100871)

**摘要:** 利用中国上市公司民营化样本, 本文从控制权转让价格与民营化后公司雇员规模变化关系的角度考察了民营化中的定价问题。本文发现, 民营化价格越高, 民营化后上市公司雇员规模下降幅度越大, 反之则越小; 并且, 这种关系对于低素质雇员规模来说尤其明显, 对于高素质雇员规模来说则不明显。这种发现市场定价机制相矛盾。本文将其归结为原国有控股股东追求社会目标的结果, 即原国有控股股东通过低价出售控制权, 以换取新民营控股股东在上市公司民营化后增加雇员或减少裁员。本文的研究为深入理解我国民营化改革的定价过程提供了新的视角。

**关键词:** 社会目标 雇员规模 民营化定价

**JEL分类号:** G18; G34; G38      **文献标识码:** A      **文章编号:**

### 一、引言

民营化是近些年来为提高国有企业的效率而实施的重要改革之一。定价是其中的一个关键环节, 定价的高低不仅影响到民营化能否顺利实施, 也关系到股权转让双方利益的分配。

在一个完全竞争的市场环境中, 股权价格的高低取决于该股权未来能够为股东创造多少经济利益。能够创造的经济利益越高, 其价格也会越高, 反之则越低。那么, 我国国有企业民营化中控制权转让的价格是如何确定的? 这一定价过程是否遵循了上述市场定价机制?

中国目前仍处于从计划经济向市场经济的转轨时期, 政府机构或国有法人在转让国有企业的控制权时, 除经济利益目标外还会关注一些社会目标 (Shleifer 和 Vishny, 1994; Boycko、Shleifer 和 Vishny, 1996), 比如员工就业。一方面, 依据上述市场定价机制, 企业冗余雇员越多, 其股权价值就相对越低, 民营化后裁员的空间就越大, 此时, 较低的控制权转让价格与民营化后的高裁员相对应; 另一方面, 当政府机构或国有法人 (原国有控股股东) 更加关注社会目标时, 它可能会牺牲当前经济利益, 愿意降低控制权转让价格来换取新的民营控股股东在民营化后增加雇员或者减少裁员, 此时, 较低的控制权转让价格与民营化后的低裁员相对应。因此, 通过考察民营化定价与民营化后雇员规模变化的关系能够帮助我们理解民营化定价是否遵循了上述市场定价机制。

本文以上市公司民营化为考察对象, 所谓的上市公司民营化是指政府将国有上市公司的控制权转让给民营企业从而实现所有权性质由国有到民营变更的过程。本文从控制权转让价格与民营化后公司雇员规模变化关系的角度考察了民营化中的定价问题。本文发现, 民营化价格越高, 民营化后上市公司雇员规模下降幅度越大, 反之则越小; 并且, 这种关系对于低素质雇员规模来说尤其明显, 对于高素质雇员规模来说则不明显。这一发现与上述市场定价机制相矛盾。本文将其归结为原国有控股股东追求社会目标的结果, 即原国有控股股东通过低价出售控制权, 以换取新民营控股股东在上市公司民营化后增加雇员或减少裁员。

本文的贡献主要有以下三个方面: 第一, 本文的分析为理解民营化定价问题提供了新的视角。Lopez-de-Silanes (1997) 利用墨西哥的民营化样本考察了民营化定价的决定因素, Barclay 和 Holderness (1989, 1991)、Dyck 和 Zingales (2004) 等对控制权的定价问题进行了考察; 我国的唐宗明和蒋位 (2002)、叶康涛 (2003)、赵昌文、蒲自立和杨安华 (2004)、徐信忠、黄张凯、刘寅和薛彤 (2006)、吕长江和赵骏 (2007)、叶会和李善民 (2008) 考察

**作者简介:** 李广子, 男, 博士, 中国社会科学院金融研究所副研究员, Email: liguangzi@sina.com;

刘力, 男, 教授, 北京大学光华管理学院, Email: lli@gsm.pku.edu.cn。

\* 本文是国家自然科学基金青年科学基金项目 (71202133) 和国家社科基金项目 (06BJY114) 的阶段性研究成果。作者感谢刘玉珍、唐国正、张圣平、赵龙凯、张翼、张峥、熊德华特别是匿名审稿人的建设性意见。当然, 文责自负。

了我国市场上的控制权定价问题，白云霞和吴联生（2008）及其他一些文献考察了国有控制权转移对绩效的影响。不过，据我们所知，到目前为止我国专门针对民营化定价问题进行研究的文献还不多见，本文弥补了已有文献的这一不足。本文的研究表明，现实中民营化定价可能与市场定价机制相偏离，理性的定价规则不能解释中国市场上民营化的定价过程，这种偏离是原国有控股股东出于对社会目标的关注与受让方达成妥协的结果；第二，本文的分析还为国有股东追求社会目标提供了进一步的实证支持（例如，Shleifer 和 Vishny, 1994; Boycko、Shleifer 和 Vishny, 1996; Liao、Chen、Jing 和 Sun, 2009; 曾庆生和陈信元, 2006）。本文的研究表明，国有股东对社会目标的追求会影响到民营化定价过程，并且对民营化后企业的经营产生影响；第三，本文还对已有关于雇员规模研究的文献（例如，Dong 和 Putterman, 2003; Li 和 Liang, 1998; 曾庆生和陈信元, 2006; 薛云奎和白云霞, 2008）提供了补充。从学术研究角度看，据我们所知，本文是国内较少的在对员工类型进行细分基础上对企业雇员问题进行研究的文献。本文的结果表明，一项政策对于不同类型的雇员来说效果是不同的。这也对未来关于企业雇员问题的研究提供了有益的启示。

## 二、理论分析与研究假设

### （一）民营化价格与雇员规模变化

企业冗余雇员越多，经营效率就越低，未来为股东创造价值可能就越低。因此，企业冗余雇员越多，其股权的市场价格也会越低。与此同时，企业当前冗余雇员越多，未来裁员的幅度就会越大。这样，依据市场定价机制，民营化价格与民营化后的雇员规模变化之间存在着正向关系。那么，在中国这样一个处于经济转型时期的特殊环境里，民营化价格与民营化后雇员规模变化之间存在什么样的关系？Shleifer 和 Vishny（1994）、Boycko、Shleifer 和 Vishny（1996）指出，国有企业低效率的主要原因在于政府官员利用控制的国有企业来实现其政治目标，尤其是扩大就业，而不是最大化社会福利。同样的，在我国，扩大就业也是各级政府的一个主要目标，这种目标相应地体现在国有企业经营之中。一些文献表明，政府对国有企业雇员规模的干预降低了国有企业绩效甚至导致亏损（Li 和 Liang, 1998; Xu、Zhu 和 Lin, 2005）。国有企业对社会目标的追求也可能会影响到其民营化定价决策。在民营化过程中，原国有控股股东可能会为了社会就业目标牺牲其经济利益。此时，原国有控股股东可能会在民营化过程中与新的民营控股股东达成妥协，通过降低民营化价格来换取新的民营控股股东在民营化后增加雇员或者减少裁员。因此，当国有股东更多地关注社会目标时，民营化价格与上市公司民营化后雇员规模变化之间存在着负向关系。因此，本文得到假设 1：

**假设 1：**当原国有控股股东更多地关注社会目标时，民营化价格越低（高），上市公司民营化后雇员规模降低幅度越小（大）；

### （二）不同类型雇员的影响

企业的雇员有多种类型，简单地可以分为高素质雇员和低素质雇员两大类。直观上看，民营化对不同类型雇员的影响是不同的。民营化后新的控股股东为了提高企业的经营效率会裁减冗余雇员，此时，不同类型的雇员可能面临不同的待遇。通常情况下，低素质雇员知识结构老化、技能落后、缺乏核心竞争力，企业很容易找到替代雇员，因此，低素质雇员被裁减的可能性要大一些；与此相反，高素质雇员通常年富力强、文化素质高、掌握最新的生产技术，具有较强的市场竞争力，因此，高素质雇员被裁减的可能性相对较小。依据这一逻辑，本文预期，上述关系对于低素质雇员的变化来说要更明显一些。换言之，与高素质雇员相比，民营化价格高低对于民营化后低素质雇员规模变化的影响程度更大。由此，本文得到假设 2：

**假设 2：**民营化价格高低对上市公司民营化后低素质雇员规模变化的影响程度比高素质雇员规模更大。

## 三、研究设计

## (一) 样本选择

本文以CCER民营上市公司数据库为基础,选择通过协议转让方式实现国有上市公司控制权转让的民营化公司为样本。截至2008年底,共有336家国有控股上市公司控制权发生转移而成为民营企业,剔除数据不全或数据错误的公司后还有301个样本,数据错误主要包括受让方非民营企业、控制权转让方为民营企业、控制权转让没有最终完成等情形,数据不全是指上市公司公告中未披露交易的详细信息。在301个样本中,有18家已经退市或长期停牌,剔除后得到283个样本。由于本文考虑的是新的民营控股股东与原国有控股股东之间的控制权转让行为,我们对上述样本依次剔除以下几类样本:(1)通过拍卖或法院判决方式实现控制权转让的样本38家;(2)通过原控股股东改制或股权变更实现所有权性质变更的样本48家;(3)处于非控股地位的民营股东通过收购其他股东股份成为控股股东的样本16家;(4)处于非控股地位的民营股东在原国有股东减持股份后被动成为控股股东的样本6家;(5)资产重组、以资抵债等情形的样本11家。由于以上五类样本均不属于新民营控股股东与原国有股东之间的股权交易,不涉及转让双方的谈判过程,本文将其从样本中剔除。最后,本文得到164家通过协议转让实现控制权转让的样本。在这164家样本中,有21家样本转让前一年度雇员规模数据缺失<sup>①</sup>,因此,本文的最终样本为143家。考虑到公司民营化后对雇员规模的调整可能存在一定时滞,因此,本文以上市公司民营化前一年的雇员规模为基准,考察民营化当年及之后四年雇员规模的变化情况。样本行业及年度分布见表1。

表1 样本行业及年度分布

行业(代码)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	合计
农、林、牧、渔业(A)				1	1	2					4
制造业(C-C0)				2	3	2					7
制造业(C-C1)		1			1	1		1	2		6
制造业(C-C3)							1				1
制造业(C-C4)		2	1	2	6	3	2	1	1		18
制造业(C-C5)				1					1		2
制造业(C-C6)		1			5	5	1	2	1		15
制造业(C-C7)		1	1	7	4	2	2	3	1		21
制造业(C-C8)			1	1					1		3
电力、煤气及水的生产和供应业(D)					1	1		2			4
建筑业(E)		1									1
交通运输、仓储业(F)		1			3	4	1				9
信息技术业(G)	1	2		2	1		2	2			10
批发和零售贸易(H)		1		2	5	2	1	1	1		13
房地产业(J)		1		3	3		1	2	2		12
社会服务业(K)				1	2			2	1		6
传播与文化产业(L)		1						1			2
综合类(M)		1		2	1	2		2		1	9
合计	1	13	3	24	36	24	11	19	11	1	143

## (二) 变量选取与模型设定

根据前文分析,我们构建如下模型来检验本文的假设:

$$Dependent = \beta_0 + \beta_1 PrivateDum + \beta_2 PrivateDum * PriceDum + \beta_3 X + \varepsilon$$

其中,  $\beta_0$  为截距项,  $\beta_1$  和  $\beta_2$  为解释变量的回归系数,  $\beta_3$  为控制变量的回归系数向量,  $X$  为控制变量向量,  $\varepsilon$  为残差项。所有回归分析均采用 White 异方差稳健标准差进行调整。

<sup>①</sup> 我国上市公司中大范围披露雇员规模数据始于1999年,1999年前只有少数上市公司在其年报中披露雇员规模数据,因此部分样本一些年度的雇员规模数据缺失。

## 1. 因变量 (Dependent)

本文选取的因变量包括：(1) 雇员规模 (Labor)。参照曾庆生和陈信元 (2006)、薛云奎和白云霞 (2008) 的做法，以期末雇员人数和期末总资产 (单位百万元) 之比作为度量，即每百万元总资产对应的雇员人数；(2) 高 (低) 素质雇员规模 (High/Low Quality Labor)。以期末高 (低) 素质雇员人数和期末总资产 (单位百万元) 之比作为度量，即每百万元总资产对应的高 (低) 素质雇员人数。那么，如何来衡量雇员素质的高低？Spence (1973) 在其经典研究中指出，教育可以作为劳动力市场中区分劳动力素质高低的一个信号，受教育程度越高，劳动力素质高的可能性越大。遵循这一思路，本文通过雇员的学历水平来衡量雇员素质的高低。我们从公司年报中手工搜集了样本公司各年度不同类型雇员的数据。大多数公司根据学历的高低将其雇员分为“大专以上”和“大专以下”两大类，这意味着很多公司将“大专”学历作为区分雇员素质高低的门槛。另外，少部分公司对其雇员进行了更为细致的分类，包括“研究生以上”、“本科”、“大专”、“中专及高中”、“高中以下”等。考虑到各公司数据的可比性，本文选择以“大专”作为学历高低从而素质高低的衡量基准，将“大专以上 (含)”学历的雇员定义为“高素质雇员”，将“大专以下”学历的雇员定义为“低素质雇员”。

## 2. 解释变量

(1) 民营化价格 (控制权转让价格) 虚拟变量 (Price Dum)。如何衡量民营化价格高低是本文的关键点之一。由于本文所考察的民营化是指原国有控股股东将持有的国有上市公司控制权转让给民营企业，因此，民营化价格即为控制权转让价格。下文中为便于表述，我们对二者不加区分。文献中对于如何衡量控制权转让价格高低有两种方法：一种方法以股票的市场价格为基础，通过比较控制权转让价格与流通股市场价格的差异确定转让价格的高低。例如 Barclay 和 Holderness (1989)，Dyck 和 Zingales (2004)，叶康涛 (2003)，徐信忠、黄张凯、刘寅和薛彤 (2006)、叶会和李善民 (2008) 等，他们以流通股市场价格为基准，通过比较控制权转让价格与流通股市价的差异来计算控制权的私有收益 (private benefit of control)；另一种方法以每股净资产为基础，通过比较控制权转让价格与每股净资产的差异来衡量转让价格的高低，例如唐宗明和蒋位 (2002)、吕长江和赵骄 (2007) 等。

针对上述两种方法，一方面，本文中几乎所有样本都是非流通股的转让，此时，以流通股市价作为基准来衡量非流通股转让价格高低就会存在很大误差。只有当流通股价格和非流通股价值之间的差异对于不同样本不存在系统性差异时，以流通股价格为基准的方法才是可行的。但在中国，非流通股价值与流通股股价的偏离可能会受很多因素影响，比如流通股比例、企业规模、公司治理、制度环境等，换言之，不同公司非流通股价值和流通股价格的偏离程度是不同的。正因为此，股权分置改革中不同公司对价方案才会存在如此之大的差异<sup>①</sup>。另一方面，我国股票市场上的国有股权转让长期以来均以每股净资产作为定价依据<sup>②</sup>。在 2007 年 7 月 1 日有关部门出台实施《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》并要求国有股权转让价格以市价为基准之前，国有股权转让价格一般以每股净资产为基准。由于本文的绝大多数样本均发生在 2007 年 7 月 1 日之前，因此，本文的绝大多数样本均以每股净资产为基准制定控制权转让价格<sup>③</sup>。

<sup>①</sup> 参见吴超鹏、郑方镛、林周勇、李文强和吴世农 (2006)、郑志刚、孙艳梅、谭松涛和姜德增 (2007)、辛宇和徐莉萍 (2007)、Li, Wang, Cheung 和 Jiang (2009) 等的研究。另外，关于中国股票市场上非流通股和流通股的价格差异问题还可参见 Chen 和 Peng (2001) 的讨论。

<sup>②</sup> 依据国家经济体制改革委员会和国家国有资产管理局 1997 年颁布实施的《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》中的有关规定，“转让股份的价格必须依据公司的每股净资产值、净资产收益率、实际投资价值 (投资回报率)、近期市场价格以及合理的市盈率等因素来确定，但不得低于每股净资产值。”

<sup>③</sup> 国务院国有资产监督管理委员会、中国证券监督管理委员会 2007 年 6 月出台《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》，废除了以净资产为依据的国有股转让定价方法，规定“国有股东协议转让上市公司股份的价格应当以上市公司股份转让信息公告日前 30 个交易日的每日加权平均价格算术平均值为基准确定，确需折价的，其最低价格不得低于该算术平均值的 90%”。该办法自 2007 年 7 月 1 日起实施，在此之前，

综合以上考虑,本文以每股净资产为基准,通过计算控制权转让价格相对于每股净资产的溢价率来确定控制权转让价格(Price)的高低。具体计算方法如下:

$$\text{Price} = \text{协议转让价格/转让合同签订时每股净资产}^{\text{①}} - 1$$

为了剔除异常值的影响,我们采取Winsorization方法,对所有小于5%分位数(大于95%分位数)的变量,令其值分别等于5%分位数(95%分位数)<sup>②</sup>。在确定控制权转让价格后,我们将通过虚拟变量方法,考察控制权转让价格高低与民营化对公司雇员规模变化的影响之间的关系。具体地,控制权转让价格虚拟变量(Price Dum)定义如下:如果某样本依据上述方法计算的控制权转让价格(Price)低于样本中位数,则控制权转让价格虚拟变量(Price Dum)取值为0,否则取值为1。

(2) 民营化虚拟变量(Private Dum)。上市公司民营化前该变量取0,民营化后取1。

(3) 民营化虚拟变量与控制权转让价格虚拟变量的交互项(Private Dum \* Price Dum)。用以考察定价高低与民营化对上市公司雇员规模影响之间的关系。

### 3. 控制变量

参照曾庆生和陈信元(2006),本文选取如下变量作为控制变量。(1) 市场化进程指数,以制度环境虚拟变量(Market Index Dum)表示。市场化程度越高,上市公司可能会更有效率,其冗余雇员也会越少。我们预期该变量回归系数符号为负。本文采取樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2007)所提供的市场化指数作为制度环境的度量。这一指数由政府与市场的关系、非国有经济的发展、产品市场的发育程度、要素市场的发育程度以及市场中介组织的发育和法律制度环境等五个方面内容组成,已经在很多研究中得到广泛应用。制度环境虚拟变量的设置方法如下:如果当年上市公司所在地区“市场化指数”高于样本中位数水平,即该制度环境相对较好,该变量取值为1,否则取值为0。需要说明的是,樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2007)只提供了2001年至2005年各地区的市场化指数,而本文样本观测值的时间跨度为1996年至2008年。本文采取如下方法进行近似:以2001年各地区的市场化指数作为2001年以前年度相应地区市场化指数的近似,以2005年各地区的市场化指数作为2005年以后年度相应地区市场化指数的近似。(2) 公司规模(Firm Size),以年末总资产的自然对数表示。不同规模的公司雇员规模上可能会有不同的特征,本文对此加以控制。本文中的因变量为每百万元资产对应的雇员规模,因此,我们预期该指标与总资产自然对数之间存在负向关系;(3) 股权集中度(Herfin5),以前五大股东的Herfindal指数表示,即前五大股东持股比例的平方和。股权集中度反映了大股东对公司的控制能力,控制能力不同,在制定与雇员有关的政策时可能会体现出不同的特征,因此加以控制;(4) 资本密集度(Capital Density),以固定资产占公司总资产的比例表示。该指标体现出公司的资产结构,资产结构不同,公司的雇员政策可能也会不同;(5) 成长性(Growth),以销售收入增长率表示。处于不同成长阶段的公司雇员政策方面可能会存在差异,成长性较高的公司可能冗余雇员较少。因此我们预期该变量回归系数为负;(6) 已上市年限(List Age),指公司自上市至所在年度的时间跨度;(7) 盈利能力(ROA),以公司总资产收益率(ROA)表示;(8) 杠杆比例(Leverage),以公司资产负债率表示;(9) 行业虚拟变量(Industry),对行业因素进行控制;(10) 年度虚拟变量(Year),对年度因素进行控制。各主要变量及其定义见表2。

国有股权有偿转让的转让价格基本上以净资产为基础。本文样本中2007年7月1日以后的样本为5家,仅占样本总数的3.5%,因此,可以认为本文的样本总体上是以每股净资产作为转让价格的制定基准。

<sup>①</sup> 一般情况下,上市公司控制权转让公告中会披露确定转让价格所依据的每股净资产数额,比如,约定以xx年x月的每股净资产为基准,对于这种情况,本文以公告披露的依据作为基准;对于公告中并未披露确定转让价格依据的,本文以转让合同签订日前最近一个会计期间期末(年度末或季度末)的每股净资产作为基准。

<sup>②</sup> 由于本文在回归分析中采取虚拟变量的方法,是否剔除异常值并无实质影响,但是剔除异常值将会影响到描述性统计所报告的结果。

表2 主要变量及其定义

	变量	变量定义
因变量	<i>Labor</i>	期末雇员人数/期末总资产(百万元)
	<i>High Quality Labor</i>	期末大专以上学历以上(含)雇员人数/期末总资产(百万元)
	<i>Low Quality Labor</i>	期末大专以上学历以下雇员人数/期末总资产(百万元)
解释变量	<i>Private Dum</i>	民营化虚拟变量,上市公司民营化后取1,民营化前取0
	<i>Price Dum</i>	控制权转让价格虚拟变量,控制权转让价格高于样本中位数时取1,否则取0。控制权转让价格 = 每股协议价格/控制权转让合同签订日前每股净资产 - 1
控制变量	<i>Market Index Dum</i>	制度环境虚拟变量,如果民营化当年上市公司所在地区“市场化指数”高于样本中位数水平,即该地区制度环境较好,该变量取1,否则取0,取自樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2007)
	<i>Firm Size</i>	公司规模,以年末总资产的自然对数表示
	<i>Herfin5</i>	股权集中度,以前五大股东持股比例的平方和表示
	<i>Capital Density</i>	资本密集度,以固定资产占公司总资产的比例表示
	<i>Growth</i>	成长性,以公司销售收入增长率表示
	<i>List Age</i>	已上市年限,以公司上市至所在年度的时间跨度表示
	<i>ROA</i>	盈利能力,以资产收益率(ROA)表示
	<i>Leverage</i>	杠杆比例,以资产负债率表示
	<i>Industry</i>	行业虚拟变量
	<i>Year</i>	年度虚拟变量

### (三) 主要变量描述性统计

不同类型雇员规模数据来自于 Wind 数据库及作者的手工搜集,其他财务数据来自于 Wind 数据库。主要变量的描述性统计结果如表 3。

表3 主要变量描述性统计

变量	N	均值	标准偏差	最小值	中位数	最大值
<i>Labor</i>	734	1.44	1.35	0.06	1.03	5.03
<i>Low Quality Labor</i>	719	1.03	1.11	0.00	0.67	3.95
<i>High Quality Labor</i>	719	0.37	0.32	0.04	0.28	1.28
<i>Price</i>	710	0.26	0.40	-0.12	0.11	1.38
<i>Firm Size</i>	732	20.59	1.37	10.84	20.76	23.24
<i>Herfin5</i>	732	0.47	0.13	0.19	0.45	0.87
<i>Capital Density</i>	725	0.26	0.19	0.00	0.24	0.92
<i>Growth</i>	735	6.28	140.39	-0.99	0.11	3784.37
<i>List Age</i>	732	7.80	3.12	0.00	8.00	16.00
<i>ROA</i>	735	0.02	0.19	-1.65	0.04	1.79
<i>Leverage</i>	738	0.69	0.85	0.01	0.58	10.44

本文还根据控制权转让价格高低将样本分成价格低和价格高两组,并对两组样本在民营化前后平均雇员规模及其变化情况进行了对比。结果表明<sup>①</sup>,控制权转让价格低和价格高两组样本在民营化后平均雇员规模均出现了下降,但是价格低组雇员规模下降幅度显著低于价格高组,这说明,控制权转让价格高低对民营化后雇员规模变化产生了重要影响。同时,这一关系仅对低素质雇员成立,对高素质雇员不成立。与假设 1 和假设 2 一致。

## 四、实证结果与分析

### (一) 民营化价格与雇员规模

本部分将首先考察民营化定价对民营化后公司雇员规模变化的影响。我们主要关注民营化虚拟变量(*Private Dum*)与控制权转让价格虚拟变量(*Price Dum*)交互项(*Private Dum* \* *Price Dum*)的回归系数及其显著性。根据假设 1,我们预期该交互项的回归系数为负。在下文的回归分析中,由于加入控制权转让价格虚拟变量(*Price Dum*)将导致较高的共线性(*VIF*>6),因此,在解释变量中未加入该变量。具体结果见表 4。

<sup>①</sup> 出于节省空间考虑,本文没有报告相关结果。备索。

表4 民营化价格与雇员规模

	预期符号	(1)	(2)
<i>Private Dum</i>	-	-0.148 (0.139)	-0.050 (0.145)
<i>Private Dum * Price Dum</i>	-		-0.320*** (0.108)
<i>Market Index Dum</i>	-	-0.330*** (0.099)	-0.361*** (0.097)
<i>Firm Size</i>	-	-0.336*** (0.051)	-0.343*** (0.052)
<i>Herfin5</i>	?	-0.081 (0.386)	-0.395 (0.388)
<i>Capital Density</i>	?	0.408 (0.284)	0.322 (0.284)
<i>Growth</i>	-	-0.000*** (0.000)	-0.004*** (0.001)
<i>List Age</i>	?	0.052*** (0.019)	0.061*** (0.019)
<i>ROA</i>	?	-0.728** (0.344)	-0.188 (0.334)
<i>Leverage</i>	?	0.142* (0.090)	0.539*** (0.077)
<i>Intercept</i>		8.563*** (1.156)	8.764*** (1.172)
<i>Industry</i>		Yes	Yes
<i>Year</i>		Yes	Yes
<i>F-value</i>		9.12***	12.64***
<i>R<sup>2</sup></i>		0.232	0.288
<i>N</i>		715	687

说明：各回归的因变量为 Labor，括号中为回归系数的标准差，\*、\*\*、\*\*\*分别表示系数在 10%、5%、1%的显著性水平上异于 0（双尾）。

表 4 的回归（1）考察了民营化虚拟变量（Private Dum）对雇员规模的影响。该系数为负但并不显著，说明民营化后公司雇员规模略有降低。回归（2）进一步考察了控制权转让价格虚拟变量（Price Dum）对于雇员规模变化的影响。交互项（Private Dum \* Price Dum）的回归系数为负，且在 1%的显著性水平上显著。说明控制权转让价格越高，民营化后上市公司雇员规模下降的幅度越大。系数为-0.320 意味着，与低转让价格情形相比，高转让价格会导致每百万元资产对应的雇员规模多下降 0.32 人。从表 3 可以看到，Labor 的样本均值为 1.44。0.32 相当于样本均值的 22%，在经济意义上也是显著的。因此，表 4 的证据表明，原国有控股股东通过降低控制权转让价格显著减少了上市公司民营化后裁减雇员的幅度。假设 1 得到支持。

控制变量中，制度环境虚拟变量（Market Index Dum）的系数显著为负，说明制度环境越好，企业冗余雇员越少；公司规模（Firm Size）的回归系数同样显著为负，这主要是因为因变量为单位资产的雇员规模，因此二者之间具有负向关系；成长性（Growth）对于公司雇员规模具有负向影响，说明高成长的公司相对于低成长的公司而言，其冗余雇员规模相对较小；上市年限（List Age）和杠杆比例（Leverage）对于公司雇员规模具有一定的正向影响，说明公司上市时间越长、杠杆比例越高，公司雇员规模越大。其他控制变量的回归系数基本不具有显著性。控制变量的回归结果与曾庆生和陈信元（2006）基本上一致。

上述分析结果表明，民营化过程中控制权转让价格高低对于上市公司民营化后雇员规模的变化产生了显著影响。控制权转让价格越高，上市公司民营化后雇员规模下降的幅度就越大；控制权转让价格越低，上市公司民营化后雇员规模下降的幅度就越小。换言之，原国有控股股东通过降低控制权转让价格来换取新的民营控股股东增加雇员规模或者减少裁员，即

国有股东对社会目标的关注使得民营化定价与市场定价机制相偏离。

## (二) 对不同类型雇员进行区分

我们分别以每百万元资产对应的高素质雇员规模 (High Quality Labor) 和低素质雇员规模 (Low Quality Labor) 为因变量, 重复前文的分析。同样的, 我们将考察民营化虚拟变量 (Private Dum) 和控制权转让价格虚拟变量 (Price Dum) 的交互项 (Private Dum \* Price Dum) 在各回归中的系数及其显著性。具体结果见表 5。

表 5 不同类型雇员的影响

	预期符号	Panel A		Panel B	
		<i>Low Quality Labor</i>		<i>High Quality Labor</i>	
		(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Private Dum</i>	-	-0.131 (0.117)	-0.051 (0.122)	0.025 (0.033)	0.024 (0.036)
<i>Private Dum * Price Dum</i>	-		-0.274*** (0.090)		-0.024 (0.027)
<i>Market Index Dum</i>	-	-0.268*** (0.083)	-0.289*** (0.082)	-0.048* (0.027)	-0.045 (0.029)
<i>Firm Size</i>	-	-0.223*** (0.043)	-0.227*** (0.043)	-0.100*** (0.012)	-0.100*** (0.012)
<i>Herfin5</i>	?	-0.040 (0.324)	-0.247 (0.324)	-0.086 (0.095)	-0.106 (0.105)
<i>Capital Density</i>	?	0.451** (0.236)	0.371 (0.234)	0.000 (0.066)	-0.017 (0.067)
<i>Growth</i>	-	-0.000*** (0.000)	-0.003*** (0.001)	-0.000** (0.000)	-0.001*** (0.000)
<i>List Age</i>	?	0.061*** (0.015)	0.068*** (0.015)	-0.012** (0.005)	-0.011** (0.005)
<i>ROA</i>	?	-0.584** (0.273)	-0.192 (0.279)	-0.068 (0.073)	0.015 (0.076)
<i>Leverage</i>	?	0.087 (0.071)	0.434*** (0.064)	0.030* (0.017)	0.115*** (0.016)
<i>Intercept</i>		5.601*** (0.961)	5.724*** (0.969)	2.606*** (0.273)	2.596*** (0.285)
<i>Industry</i>		Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>		Yes	Yes	Yes	Yes
<i>F-value</i>		9.19**	12.64***	8.04***	9.87***
<i>R<sup>2</sup></i>		0.216	0.275	0.170	0.194
<i>N</i>		701	675	701	675

说明: 各回归的因变量为每百万元资产对应的不同类型雇员规模, 括号中为回归系数的标准差, \*, \*\*, \*\*\* 分别表示系数在 10%、5%、1% 的显著性水平上异于 0 (双尾)。

表 5 的 Panel A 给出了以低素质雇员规模 (Low Quality Labor) 为因变量的分析结果。回归 (1) 考察了民营化对上市公司低素质雇员规模变化的影响。民营化虚拟变量 (Private Dum) 的回归系数为负但并不显著, 意味着民营化后上市公司低素质雇员规模略有降低。回归 (2) 的结果表明, 控制权转让价格高低对于民营化后上市公司低素质雇员规模的变化产生了显著的影响。交互项 (Private Dum \* Price Dum) 的回归系数为负, 且在 1% 的显著性水平上显著。意味着控制权转让价格越高, 民营化后公司低素质雇员规模下降的幅度越大。系数为 -0.274 意味着, 与低转让价格情形相比, 高转让价格会导致每百万元资产对应的低素质雇员规模多下降 0.274 人。从表 3 可以看到, 低素质雇员规模的样本均值为 1.03, 0.274 相当于样本均值的 27%, 在经济意义上同样显著。需要说明的是, 这一比例要高于表 4 中 22% 的结果, 意味着定价高低对于低素质雇员规模变化的影响要大于对所有雇员规模变化的影响。换言之, 与总雇员规模相比, 控制权转让价格对于低素质雇员规模变化的影响程度更大。

Panel B 给出了以公司高素质雇员规模 (High Quality Labor) 为因变量的分析结果。回归



(3)的结果表明, 民营化虚拟变量(Private Dum)的回归系数为正但不显著, 意味着上市公司高素质雇员规模在民营化后并未降低, 相反略有提高。回归(4)进一步考察了定价高低对于高素质雇员规模变化的影响。可以看到, 交互项(Private Dum \* Price Dum)的回归系数为负但不显著, 说明控制权转让价格高低并不会对民营化后上市公司高素质雇员规模的变化产生显著影响。

比较 Panel A 和 Panel B 的结果可以看到, 控制权转让价格高低对于民营化后不同类型雇员规模变化的影响存在显著差异: 对于低素质雇员规模的变化产生了显著的影响, 而对于高素质雇员规模的变化则没有显著影响。这说明, 前文所述的原国有控股股东与新民营控股股东之间达成的妥协关系主要在低素质雇员规模的变化上存在。换言之, 原国有控股股东通过降低控制权转让价格换取民营化后上市公司增加雇员规模或减少裁员, 主要体现在低素质雇员方面。假设 2 得到支持。控制变量对于两种类型雇员规模的影响基本类似。

需要说明的是, 随着时间的推移和社会的发展, 雇员的素质也会逐渐提高, 上市公司雇员中低素质雇员规模会有逐渐减少的趋势。因此, 上述分析中, 民营化后低素质雇员规模(相对比例)的减少可能部分源自时间趋势, 而不仅仅是民营化的结果。不过, 由于本文考察的是控制权转让价格高和转让价格低这两组样本民营化后雇员规模变化上是否存在系统性差异, 此时, 时间趋势对两组样本的影响是相同的, 因此, 时间趋势并不会影响本文的结论。

## 五、稳健性检验<sup>①</sup>

### (一) 分年度进行分析

前文分析中, 我们将民营化前一年至民营化后第四年所有数据混合在一起进行分析, 这种分析可能忽略了民营化后不同年度区间内存在的差异。为了考察前文结果的稳健性, 本文对不同的时间跨度数据分别进行分析。具体地, 我们将民营化当年、民营化后第一年、第二年、第三年、第四年数据分别与民营化前一年数据相比较, 并重复前文的分析。分析结果与前文一致。

### (二) 管理层留任的影响

吕长江和赵骄(2007)的研究发现, 在控制权转让过程中, 管理层会压低转让价格以迎合新控股股东从而获取更大的留任机会, 即转让价格越低, 管理层留任概率越高; 转让价格越高, 管理层留任概率越低。因此, 管理层是否留任与控制权转让价格存在显著的相关关系。另一方面, 与原管理层发生变更相比, 由于原管理层对公司现有雇员更可能具有“仁慈之心”, 因此, 当原管理层留任时, 上市公司民营化后对现有雇员进行裁员的可能性要相对低一些。在这种情况下, 控制权转让价格低也会与民营化后雇员规模下降幅度小相联系, 即控制权转让价格与民营化后雇员规模变化均由原管理层留任这一因素共同驱动。为了剔除这一因素的影响, 本部分将原管理层留任的样本予以剔除, 考察原管理层未留任的样本。参照吕长江和赵骄(2007)的做法, 本文分别以总经理留任和董事长留任来衡量管理层留任。管理层留任数据来自于上市公司年报和公告, 由作者手工搜集。在本文 143 家样本中, 总经理留任的样本 54 家, 董事长留任的样本 43 家, 分别占比 38% 和 30%。剔除后得到总经理未留任的样本 89 家, 董事长未留任的样本 100 家。本文对原管理层未留任的样本并重复前文的分析。分析结果表明, 剔除原管理层留任的样本后, 前文的结论仍然成立, 无论是以总经理留任还是董事长留任作为原管理层留任度量均是如此。

### (三) 与国有企业间控制权转让样本相比较<sup>②</sup>

<sup>①</sup> 出于节省空间考虑, 对于所有稳健性分析, 我们都没有报告相关分析结果。备索。

<sup>②</sup> 此外, 本文还通过配对样本方法进行了稳健性检验。由于数量相对较少, 本文以国有企业间的控制权转让样本为基准, 在国有企业民营化样本中确定配对样本。配对样本的选取标准如下: (1) 来自于同一个行业; (2) 资产规模相差幅度不超过 30%。如果标准 (2) 无法满足, 则选取资产规模最为接近的样本为配对样本。本文最终确定了 56 对配对样本。配对样本分析结果与前文结果是一致的。出于节省空间角度考虑, 本文没有报告这一分析结果。作者感谢匿名审稿人在此问题上的建议。

本文的逻辑是，对社会目标的关注使得原国有控股股东降低控制权转让价格换取新民营控股股东增加雇员或减少裁员。对此进行进一步检验的一个方法是考察国有企业间控制权转让样本（即控制权的转让方和受让方均为国有企业）。对于此类样本，由于控制权的受让方同样为国有企业，也会关注就业等社会目标，原国有控股股东可能并不需要降低价格来换取新国有控股股东增加雇员或减少裁员。此时，在控制权转让价格与雇员规模变化之间就不会存在前文所述的负向关系。换言之，我们可以考察国有企业间控制权转让样本中控制权转让价格与雇员规模变化之间的关系来考察社会目标所起到的作用。

国有企业间控制权转让数据来自于 CCER 上市公司股权协议转让数据库。我们根据该数据库所提供的以下条件进行了筛选：（1）受让方为国有企业；（2）受让方在股权转让前不是控股股东；（3）受让方在股权转让后为控股股东；（4）控制权转让之前为国有控股企业。经过上述条件筛选，剔除数据不全、错误或重复记录样本后得到 322 个样本。由于本文考虑的是新国有控股股东与原国有控股股东之间的控制权转让行为，剔除通过无偿划转、拍卖或法院判决、处于非控股地位的国有股东通过收购其他股东股份成为控股股东、资产重组、以资抵债等方式实现控制权转让的样本以及控制权转让前一年雇员规模数据缺失样本后，本文得到符合要求的 59 家通过协议转让实现控制权在国有企业间转让的样本。

分析结果表明，当控制权在国有企业间实现转移时，由于控制权转让的出让方和受让方均为国有企业，双方都会关注于社会目标，因此，转让方无需降低控制权转让价格换取受让方在控制权转让后增加雇员规模或减少裁员。这也意味着，对社会目标的关注是民营化过程中控制权转让价格与雇员规模变化之间存在负向关系的重要原因。

#### （四）与民营企业间控制权转让样本相比较

进一步，当控制权的转让方和受让方均为民营企业时（称之为“民营企业间控制权转让样本”）<sup>①</sup>，控制权转让价格与雇员规模变化之间关系如何？与国有企业相比，民营企业对社会目标的关注程度要低一些。换言之，对于此类样本，控制权的转让方和受让方都不会太多地关注社会目标，此时，控制权转让方同样不太可能通过降低价格换取受让方增加雇员或减少裁员。因此，对于此类样本，本文预期转让价格与控制权转让后企业雇员规模变化之间也不会存在前文所列示的负向关系。

民营企业间控制权转让数据同样来自于 CCER 上市公司股权协议转让数据库。我们根据该数据库所提供的以下条件进行了筛选：（1）受让方为民营企业；（2）转让方为民营企业；（3）受让方在股权转让前不是控股股东；（4）受让方在股权转让后为控股股东。最后剔除数据不全、拍卖或法院判决、资产重组或以资抵债等样本，本文共得到 29 家民营企业间控制权转让样本。可见，与其他几种类型的控制权转让样本相比，民营企业间的控制权转让样本在数量上要小得多。

分析结果表明，当控制权在民营企业间实现转移时，由于控制权转让的出让方和受让方均为民营企业，双方都不会太关注于社会目标，因此，转让方同样无需降低控制权转让价格换取受让方在控制权转让后增加雇员规模或减少裁员。这也进一步说明，对社会目标的关注是民营化过程中控制权转让价格与雇员规模变化之间存在负向关系的重要原因。

#### （五）以冗余雇员为因变量<sup>②</sup>

前文中，本文以雇员规模作为因变量。除雇员规模的绝对水平之外，原国有控股股东可能还会关注作为相对指标的冗余雇员规模水平。那么，民营化过程中定价高低对冗余雇员规模的变化具有什么样的影响？前文中的假设是否依然成立？

为了考察这一点，本文对雇员规模指标依据行业中位数进行了调整，即从雇员规模中剔除行业中位数得到冗余雇员规模。其中，行业中所有上市公司雇员规模数据来自于 Wind

<sup>①</sup> 由于样本数量很少，本文没有考虑控制权的转让方为民营企业，而受让方为国有企业的情形。

<sup>②</sup> 作者感谢匿名审稿人在此问题上的宝贵建议。

数据库,所有上市公司不同类型雇员规模数据来自于作者的手工搜集。分析结果表明,以冗余雇员规模作为因变量时,假设1和假设2仍然得到支持。

## 六、结论

利用中国上市公司民营化样本,本文考察了民营化定价与民营化后上市公司雇员规模变化之间的关系。本文发现,民营化价格越高,上市公司民营化后雇员规模减少的幅度越大;民营化价格越低,民营化后雇员规模减少的幅度越小。进一步对雇员类型进行细分后发现,这一关系对于低素质雇员来说尤为明显,对于高素质雇员来说则不明显。这一发现与市场定价机制相偏离。本文从国有股东关注社会目标的角度对这一现象进行了解释,即原国有控股股东通过降低控制权转让价格来换取新的民营控股股东在民营化后增加雇员或者减少裁员。

本文的结果表明,当原国有控股股东存在除利润最大化以外的多重目标时,其在民营化中的定价过程会与市场定价机制发生偏离,并因此对企业的后续经营产生影响,降低了上市公司在民营化后的运行效率。换言之,这种控制权转移可能并不是最优的,而是各方利益相互妥协的一个结果。本文具有较强的政策含义。我们的分析表明,在民营化改革过程中,股权转让价格具有一定的操纵空间。因此,在民营化以及其他国有股权转让过程中引入市场竞争机制(比如通过拍卖方式)将会有助于改变这一情形;与此同时,政府应不断培育合格的市场评估机构,加强监管并增加信息透明度,以此来减少这一过程中的非市场化行为,进而提高民营化改革的效率。

## 参考文献

- [1] 白云霞和吴联生,2008,《国有控制权转移、终极控制人变更与公司业绩》,《金融研究》第6期130-143页。
- [2] 樊纲、王小鲁和朱恒鹏,2007,《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2006年报告》,经济科学出版社2007年版。
- [3] 吕长江和赵骄,2007,《管理者留任影响控制权变更吗》,《管理世界》第5期115-124页。
- [4] 唐宗明和蒋位,2002,《中国上市公司大股东侵害度实证分析》,《经济研究》第4期44-50页。
- [5] 吴超鹏、郑方镛、林周勇、李文强和吴世农,2006,《对价支付影响因素的理论和实证分析》,《经济研究》第8期14-23页。
- [6] 辛宇和徐莉萍,2007,《投资者保护视角下治理环境与股改对价之间的关系研究》,《经济研究》第9期121-133页。
- [7] 徐信忠、黄张凯、刘寅和薛彤,2006,《大宗股权定价的实证检验》,《经济研究》第1期101-108页。
- [8] 薛云奎和白云霞,2008,《国家所有权、冗余雇员与公司业绩》,《管理世界》第10期96-105页。
- [9] 叶会和李善民,2008,《治理环境、政府控制和控制权定价》,《南开管理评论》第11卷第5期79-84页。
- [10] 叶康涛,2003,《公司控制权的隐性收益——来自中国非流通股转让市场的研究》,《经济科学》第5期61-69页。
- [11] 曾庆生和陈信元,2006,《国家控股、超额雇员与劳动力成本》,《经济研究》第5期74-86页。
- [12] 郑志刚、孙艳梅、谭松涛和姜德增,2007,《股权分置改革对价确定与我国上市公司治理机制有效性的检验》,《经济研究》第7期96-109页。
- [13] 赵昌文、蒲自立和杨安华,2004,《中国上市公司控制权私有收益的度量及影响因素》,《中国工业经济》第8期100-106页。
- [14] Barclay S. and C. Holderness, 1989, "Private Benefits from Control of Public Corporations",

- Journal of Financial Economics*, 25, pp.371-395.
- [15] Barclay M. and C. Holderness, 1991, "Negotiated Block Trades and Corporate Control", *Journal of Finance*, 46, pp.861-878.
- [16] Boycko M., A. Shleifer, and R. Vishny, 1996, "A Theory of Privatization", *Economic Journal*, 106, pp.309-319.
- [17] Chen Z. and P. Xiong, "Discounts on Illiquid Stocks: Evidence from China", *Working Paper*, Yale International Center for Finance, 2001.
- [18] Dong X., P. Bowles, and S. Ho, 2002, "The Determinants of Employee Ownership in China's Privatized Rural Industry: Evidence from Jiangsu and Shandong", *Journal of Comparative Economics*, 30, pp.415-437.
- [19] Dong X. and L. Putterman, 2003, "Soft Budget Constraints, Social Burdens and Labor Redundancy in China's State Industry", *Journal of Comparative Economics*, 31, pp.110-133.
- [20] Dyck A. and L. Zingales, 2004, "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, 59, pp.537-600.
- [21] Li D. and M. Liang, 1998, "Causes of the Soft Budget Constraint: Evidence on Three Explanations", *Journal of Comparative Economics*, 26, pp.104-116.
- [22] Li K., T. Wang, Y. Cheung, and P. Jiang, 2009, "Privatization and Risk Sharing: Evidence from the Split Share Structure Reform in China", *Working paper*, University of British Columbia and City University of Hong Kong.
- [23] Liao G., X. Chen, X. Jing, and J. Sun, 2009, "Policy Burdens, Firm Performance, and Management Turnover", *China Economic Review*, 20, pp.15-28.
- [24] Lopez-de-Silanes F., 1997, "Determinants of Privatization Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 4, pp.965-1025.
- [25] Shleifer A. and R. Vishny, 1994, "Politicians and Firms", *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp.995-1025.
- [26] Spence M., 1973, "Job Market Signaling", *Quarterly Journal of Economics*, 87, pp.355-374.
- [27] Xu L., T. Zhu, and Y. Lin, 2005, "Politician Control, Agency Problems and Ownership Reform: Evidence from China", *Economics of Transition*, 13, pp.1-24.

## Social Goals, Labor Change, and Privatization Price

Guangzi LI<sup>1</sup>, Li LIU<sup>2</sup>

1 Institute of Finance and Banking, CASS, Beijing 100732

2 Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871

**Abstract:** Using a sample of listed firm's privatizations in China, this paper investigates the relation between privatization price and the labor change after privatization. We find that the transfer price of control right is negatively related with the labor change after privatization. Further evidence shows that this relation is much stronger for low quality labor than for high quality labor. This relation contradicts the pricing principle in market economy. Our explanation for this is that, to achieve its social goals, the former state controlling shareholder reduces the transfer price as an exchange for a bigger increase or a smaller decrease in labor after privatization. Our study offers new evidence for us to understand the pricing process of privatization in China.

**Key words:** Social Goals, Labor, Privatization Price

**JEL classification:** G18, G34, G38