

民营化对上市公司业绩与会计师事务所选择的影响研究

余 玮¹, 郑 颖²

(1. 上海对外贸易学院 金融学院, 上海 210620; 2. 中山大学 管理学院, 广东 广州 510275)

[摘要]采用1996年—2007年在沪深两地上市的178个民营化企业为样本,研究分析民营化对上市公司绩效和会计师事务所选择的影响后,发现民营化带来企业业绩的提高。企业最终控制人的特征影响民营化效应:当收购者具有专业背景时,民营化带来业绩的提高;而收购者具有政府背景或为本公司管理层时,民营化前后企业业绩没有显著差异。当收购者具有专业背景或管理层收购时,民营化上市公司更可能新聘请高质量的会计师事务所;而收购者是有政府背景的个人时,民营化不会带来会计师事务所的更换。聘请新的高质量会计师事务所,民营化之后上市公司业绩显著提高。

[关键词]民营化;上市公司绩效;公司治理;会计师事务所

[中图分类号]F239.43 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2010)04-0051-07

一、引言

我国转型经济的一个重要特征是国有企业所有制实现形式趋向多元化,国有企业行为市场化。转型经济背景下不可避免地会涉及一个比较敏感的问题,即所谓民营化问题。在中央“抓大放小”、“有进有退”、“从整体上搞活国有经济”的战略思想指导下,国有经济布局结构调整的步伐明显加快。国有经济比重趋于下降,国有企业数量明显下降,国有经济分布范围适度收缩,国有资本逐步向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域集中^[1]。国有经济的战略性调整必然涉及大量的资产出售和处置。民间资本必然会在这一轮调整中扮演重要角色,参与产权的交易和流转,实现国有企业产权的流动和重组。在“国退民进”中,国有经济退出一部分行业部门和产业领域,让位给民间资本和民营企业进入和经营。

民营企业的最终控制人为个人或私有企业(包括外资)。根据最终控制人的定义,国有企业民营化是指国家股或国有法人股转让给民营企业或个人,使国家不再持有或少量持有目标公司的股份或者是股东之间通过转让股份而使国家失去控股地位。上市公司民营化的过程通常是由个人或民营企业,通过协议转让、拍卖、承担债务和企业改组等产权交易获得上市公司或其母公司的控制权,从而直接或间接成为上市公司的最终控制人。

尽管国内外研究人员针对民营化能否改善企业的经营效率这一问题进行了大量的实证研究,但当前绝大多数研究还仅仅停留在民营化对公司业绩的影响上^[2-3]。Johnson和Shleifer指出公司治理的改善直接影响民营化后企业效率的提高^[4]。本文侧重于会计师事务所这一公司外部治理机制,通过研究民营化前后会计师事务所的选择,了解公司治理的

[收稿日期]2010-03-05

[基金项目]上海市重点学科金融学建设项目(J512-01)

[作者简介]余玮(1974—),女,江西南昌人,上海对外贸易学院金融学院讲师,博士,从事公司治理、公司理财、会计披露研究;郑颖(1979—),女,山东烟台人,中山大学管理学院讲师,博士,从事公司治理研究。

变化和企业效率提高的源泉。

本文采用1996年—2007年在沪深两地上市的民营化企业为样本,比较民营化对上市公司绩效和会计师事务所变更的影响,并根据企业所有权受让方的不同,进一步分析与比较管理层收购(MBO)、具有专业背景收购者(包括外资)以及有政府背景的收购者是否存在差异。

文章的贡献主要体现在以下两个方面:(1)本文研究民营化对会计师事务所变更的影响。作为公司治理重要的外部机制,会计师事务所的选择对企业绩效存在重要的影响。(2)民营化可分为外部人收购和管理层收购两种形式,而这两种模式是有差别的。企业内部人拥有信息优势,而且不同类型的收购者也会影响民营化的过程及其经济后果。我们根据收购主体特征的不同,研究管理层收购(MBO)、具有专业背景收购者(包括外资)以及有政府背景的收购者对企业业绩与公司治理是否存在不同的影响。

二、文献综述

西方学者对企业的民营化做了大量的实证研究,这些研究主要围绕一个中心展开,即民营化能否改善企业的经营效率。他们的研究发现,在发达国家,民营化带来效率的提升,对股东具有短期和长期的财富效应。D'Souza等以1961年—1999年129家来自世界经合组织(OECD)23个发达国家中的民营化企业为研究对象,发现民营化之后企业盈利能力、经营效率、投资效率等有显著提高^[5]。但在以东欧和前苏联等各转型经济国家和发展中国家的民营化为对象的研究中,学者们并没有得到一致的结论,即并非所有的民营化都伴随着企业效率的提高。Boubakri和Cosset检验了1980年—1992年79家来自发展中国家的民营化公司,研究发现,发展中国家民营化带来的企业效率提高不明显^[6]。D'Souza和Meggison对85家发达国家和发展中国家的民营化企业进行了比较,发现仅在发达国家民营化后企业业绩提高显著^[3]。而发展中国家法制不健全以及投资者保护程度较弱,外在的制度环境不能对民营化过程进行有效的约束以及限制在控制权转移过程中内部人及相关利益集团的“自利”行为。

针对中国的实践,国内的学者对民营化问题也进行了研究,但直到今天,学术界对这一问题的认识和结论仍然不一致。一种观点认为,民营化带来上市公司业绩的提高。徐莉萍、陈工孟和辛宇发现国有控制权转让给民营企业的上市公司会表现出盈利

能力和经营绩效的提高,而国有控制权部分转让,国家股仍占有控股地位的上市公司业绩没有显著改善^[7]。Su等的研究发现,在国有企业改制中非国有股份的增长对企业盈利能力、销售能力和生产效率的改善有正效应^[8]。另一类研究则得到完全相反的结论。戴璐发现大股东控制权超过现金流要求权导致的潜在代理冲突并没有随着民营化而得到缓解,甚至在部分民营化公司中更为严重^[9]。朱红军等以国光瓷业民营化为例,研究发现国光瓷业的业绩并没有在“国退民进”之后表现出极大改善,相反,其业绩急剧恶化^[10]。Johnson等提出“掏空”的概念,指出由于控制权与现金所有权的分离,控股股东利用“掏空”行为将被控股公司的资产转移到自己旗下并据为己有^[11]。这种大股东“掏空”上市公司的行为在制度环境薄弱的国家更加明显。刘峰等对三利化工“掏空”通化金马案例进行研究后,发现在弱法律环境下上市公司控制权转移会伴随着新控股股东对上市公司的“掏空”行为^[12]。这种大股东“掏空”上市公司的动机和行为往往使民营化不能取得实际的效果。

上述文献存在的一个共同问题是:它们都是把所有民营化上市公司作为一个整体与国有上市公司进行绩效对比或者比较上市公司民营化前后的业绩变化。而这些研究忽略了收购者之间的差异性。Brown等以四个东欧国家为研究对象,发现当国有企业的收购者为外资时,企业效率的增加明显高于企业收购者为国内投资者的情况^[13]。我国资本市场实践表明,民营化之后企业的最终控股股东存在差异。国有上市公司的收购者可以来自企业内部,如管理层收购(MBO)或企业外部。来自企业外部的收购者往往具有不同的个人背景:有些具有外资背景;有些是其他民营公司的创办者,具有丰富的管理经验和专业知识;有些则具有一定的政府背景。研究不同背景特征的收购者对企业民营化的影响,可以帮助我们更好地了解企业民营化过程,为政策执行者提供理论与数据的支持。

三、理论分析与研究假设

(一) 民营化对公司业绩的影响分析

Meggison等和Shleifer指出,民营化通过产权的形式提供一种激励,将企业控制人(所有者)与企业的利益相一致,激励其为提高企业的盈利能力、经营效率和资源配置的效率做出努力^[2,14]。而在国有控股情况下,国家各级政府机构代表人民管理国有资产,通常由具体的政府官员来行使国有企业的所

有权,存在“所有者缺位”,即这些政府官员拥有高度集中的控制权,却不能分享剩余索取权。因此他们极有可能在牺牲国有企业的所有者——全体人民利益的同时,利用控制权谋取个人的私利。另外,政府除了企业利润最大化之外还有许多其他目标,并希望通过企业解决如社会稳定、充分就业、地区经济实力、财政收入、收入再分配等问题。因此,国有企业承担了包括就业、社会稳定在内的大量社会福利责任,这使得国有企业背负起巨大的政策性负担,从而使企业偏离“股东财富最大化”的目标。由此,我们提出本文的第一个假设:

假设 1a: 民营化效应显著为正。

在包括中国在内的转型经济国家民营化过程中,由于交易规则不完善,对产权改革缺乏社会监督与制约,存在交易双方相互串通损害国家利益,将公共选择过程变为不平等的市场交易过程的现象。失去制度约束的民营化过程使得国有资产加速流失,致使一些官员和个人借改革之机损公肥私、非法侵吞国有资产。在获得上市公司控制权之后,由于资本市场制度对中小投资者的利益保护欠缺,法制建设尚不健全,所有者通过对企业的控制权,利用“掏空”方式转移企业资产和利润,实现个人私利的最大化而不是企业价值最大化。

另一方面,我国政府对于企业的干预非常广泛。政府不仅严格管制着企业资本市场融资行为,比如证券的发行和增发等,而且控股了绝大部分商业银行,因此,政府实质上控制了企业的绝大部分资金来源。在资源配置过程中,国有公司往往获得更多优惠,在关系型竞争中占据绝对优势,凭借行政力量获得产品市场中的垄断地位和金融市场上的便利融资,而民营公司却不得不耗费大量资源寻租,处于竞争劣势,民营化效应也就无法体现出来。根据以上分析,本文提出与假设 1a 相对立的假设:

假设 1b: 民营化效应显著为负。

如前文所述,国有上市公司的收购者可以来自企业内部,如管理层收购(MBO)或企业外部。不同背景的收购者对企业民营化的影响存在一定的差异。在管理层收购后,管理层成为本公司的控股股东,所有者与经营者的利益不再存在矛盾,而是合二为一,管理层的个人利益与企业的整体利益一致,经营者必然充分发挥自己的才能为企业创造更大的价值,避免了短期行为的发生,经营者自身的所有者身份对自己形成了最好的长期激励。

当收购者来自企业外部时,他们的个人背景不

仅影响民营化的过程,而且将影响民营化后企业的经营效率。有政府背景的个人利用其政治资源优势,影响政府在企业民营化过程中的决策,获取上市公司的控制权。尽管他们可以帮助企业在开发权、土地审批、税收优惠等方面获得地方政府的支持,但其往往缺乏企业经营过程中所必需的管理经验和知识。而当企业的收购者为民营企业或实力雄厚的外资企业时,他们可以利用在实践中积累的丰富的管理经验,引入先进的管理理念与方法,促使公司业绩得到大幅改善。

根据以上分析,我们提出第二个假设:

假设 2: 民营化后企业最终控制人的类型(管理层收购、有政府背景的收购者、有专业背景的收购者)影响民营化的效果(公司业绩)。

(二) 民营化效应与会计师事务所选择

Shleifer 认为理论上国有企业的业绩比私营企业差的原因是国有企业的股东缺乏动力和能力去监督管理层的行为^[14]。由于国有公司预算软约束、所有者缺位、政府干预,国有公司往往比民营公司面临更多的治理问题。胡一帆等采用调查数据来检验公司治理与民营化效应,发现民营公司的治理优于国有公司^[15]。在中国,民营上市公司的治理结构更佳,而且其对绩效的边际作用也大于国有企业,公司治理差异是产生民营化效应差异的重要原因。我们认为民营化之后上市公司将会选择相对较好的公司治理手段与方法。本文将关注公司外部治理机制——会计师事务所的选择。

Fan 和 Wong 指出,在东亚 9 个新兴市场中,由于股权结构较为集中,恶意收购等机制难以发挥作用,因此独立的外部审计成为重要的公司治理机制。他们发现,当存在较严重的代理问题并需要对外融资时,公司更可能聘请四大会计师事务所^[16]。Wang、Wong 和 Xia 从控制权结构、市场环境的角度研究了中国会计师事务所的选择问题。他们发现国有企业为了降低“合谋”的成本,往往选择本地规模较小的会计师事务所。而民营公司则倾向于选择能提供高质量审计服务的、非当地的、规模较大的会计师事务所^[17]。温国山围绕事务所规模、审计质量与市场反应之间的关系进行研究后,发现中国证券审计市场存在着一批大规模的事务所,并且它们的审计质量的确较高^[18]。

有政府背景的个人获得上市公司控制权之后,往往延续以“关系”为主导的企业经营理念,利用其与政府官员千丝万缕的关系,帮助企业获得地方政府的支

持。为防止“寻租”行为的泄露,民营化后这些企业仍将偏好独立性低的会计师事务所。而对于公司管理层和有专业背景的收购者而言,完成民营化后,个人或私有企业成为上市公司的最终控制者,股东的利益趋向于公司价值最大化,因此有动机聘请高质量会计师事务所以降低代理问题,进而增加企业价值。

基于以上分析,我们提出假设3:

假设3:民营化后,尤其当企业最终控制人是管理层和有专业背景的收购者时,上市公司更有可能聘请高质量的会计师事务所,即非当地的、规模较大的会计师事务所。

四、研究设计

(一) 研究样本与数据来源

本文以1996年—2007年沪深交易所发生的178个民营化A股上市公司为研究样本。民营化的界定为公司最终控制人由国家变为个人或私营企业。由于非流通股的存在,以上交易多采用协议转

让、拍卖、承担债务和企业改组等产权交易方式。对产权交易和最终控制人类型(背景信息)的搜集和整理,我们采用手工方式,全面查阅万德数据库提供的上市公司定期报告和相关公告。股票价格、财务、行业、公司注册地以及注册会计师数据来源于深圳国泰安信息技术有限公司CSMAR数据库。

(二) 检验模型

1. 民营化绩效分析模型

为了分析民营化前后上市公司业绩的变化,我们采用模型(1)研究民营化前2年至民营化后2年历时5年(t_{-2}, t_{+2})公司经营绩效的变化:

$$ROA_{it}, \text{ or } Q_{it} = f(\text{Post}_{it}, \text{控制变量}_{it}, \text{年度哑变量}_{it}, \text{行业哑变量}_{it}, \varepsilon_{it}) \quad (1)$$

其中,因变量分别为总资产收益率(ROA)和公司价值(Q)。根据最终控制人的类型,样本进一步划分为管理层收购公司、有政府背景的收购者和有专业背景的收购者。表1给出了模型中变量的定义,具体如下:

表1 变量说明

	指标缩写	指标定义和计算方法
民营化	PRIV	民营化企业。哑变量:1公司的控股股东从国有变为个人或私有企业;0其他
	MBO	管理层收购。哑变量:1公司的控股股东从国有变为管理层;0其他
	POL	有政府背景的收购者。哑变量:1公司的控股股东从国有变为有政府背景的个人;0其他
	PROF	有专业背景的收购者。哑变量:1公司的控股股东从国有变为民营企业或外资等;0其他
	POST	民营化之后。哑变量:1民营化之后的年度(t_0, t_{+1}, t_{+2});0民营化之前的年度(t_{-1}, t_{-2})
财务指标	ROA	经营利润/总资产
	ASSE	公司总资产的自然对数值
	LEV	(短期借款+长期借款+债券)/总资产
	Q	(股权价值+负债账面价值)/总资产,其中股权价值为流通股本×股价+非流通股本×每股净资产
	PPE	固定资产/总资产
	STRE	年股票收益率
	MEASS	民营化前后两年公司总资产自然对数的平均值(t_{-2}, t_{+2})
	SDASS	民营化前后两年公司总资产自然对数的标准差(t_{-2}, t_{+2})
	SDROA	民营化前后两年公司总资产收益率的标准差(t_{-2}, t_{+2})
	会计师事务所	CHAN
BETT		选择质量较好的会计师事务所。哑变量:1在民营化前后两年企业的会计师事务所从非十大变为十大或从本地变为外地(t_{-2}, t_{+2});0其他

2. 会计师事务所选择的模型

借鉴Wang等和Meno等的研究方法,本文采用如下Logistic多元回归模型,并使用最大似然法^[17-19]:

$$\text{Prob}(\text{CHAN, or BETT})_{it} = f(\beta_0 + \beta_1 \text{PRIV}_{it} + \sum \beta \text{控制变量}_{it} + \varepsilon_{it}) \quad (2)$$

$$\text{Prob}(\text{CHAN, or BETT})_{it} = f(\beta_0 + \beta_1 \text{MBO}_{it} +$$

$$\beta_2 \text{POL}_{it} + \beta_3 \text{PROF}_{it} + \sum \beta \text{控制变量}_{it} + \varepsilon_{it}) \quad (3)$$

根据行业、经营业绩(ROA),公司规模(ASSE),我们按一一配对的方式,确定每家民营化公司的配对样本,比较民营化公司与配对样本之间会计师事务所的选择是否存在差异,从而发现民营化对会计师事务所选择的影响。

表2 样本的所有权类型分布

	数量	百分比
民营化上市公司	178	100%
其中:被管理层收购的上市公司	44	25%
被有政府背景的个人收购的上市公司	26	15%
被有专业背景的收购者收购的上市公司	108	60%

为避免极值的影响,本文对财务变量在上下1%的水平上进行了缩尾(Winsorize)。

五、实证结果

(一) 民营化绩效分析

表2给出了民营化样本分布的情况。根据收购者类型的不同,民营化上市公司可以进一步划分为管理层收购公司(44家)、被有政府背景的个人收购的上市公司(26家)和被有专业背景的收购者控制的上市公司(108家)。

表3 民营化对公司业绩的影响分析(t_{-2}, t_{+2})

因变量	PRIV		MBO		POL		PROF	
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
	ROA	Q	ROA	Q	ROA	Q	ROA	Q
POST	0.021*** (0.001)	0.089** (0.019)	-0.001 (0.932)	0.075 (0.194)	0.062** (0.011)	-0.089 (0.258)	0.019** (0.013)	0.117** (0.031)
ASSE	0.039*** (0.000)	-0.415*** (0.000)	0.019* (0.075)	-0.261*** (0.000)	0.007 (0.759)	-0.408*** (0.000)	0.038*** (0.000)	-0.449*** (0.000)
LEV	-0.209*** (0.000)	0.321** (0.039)	-0.187*** (0.000)	-0.130 (0.451)	-0.039 (0.616)	-0.546** (0.042)	-0.249*** (0.000)	0.334 (0.126)
PPE	-0.036 (0.106)	-0.051 (0.648)	0.042 (0.313)	-0.111 (0.622)	-0.002 (0.971)	-0.091 (0.679)	-0.048* (0.074)	-0.044 (0.781)
CON	-0.672*** (0.000)	9.149*** (0.000)	-0.405* (0.068)	6.482*** (0.000)	-0.173 (0.709)	10.768*** (0.000)	-0.815*** (0.000)	11.032*** (0.000)
年度哑变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业哑变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观察数	890	890	220	220	130	130	540	540
R-squared	0.294	0.520	0.328	0.658	0.320	0.697	0.366	0.539

注:括号中是P值,*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

表3报告了民营化前后企业业绩的变化。从模型(1)和(2)可以发现,民营化之后(POST)的系数显著为正,这说明民营化的确带来企业绩效的提高。在对民营化公司进一步划分后,在模型(7)和(8)中,我们发现只有收购者具有专业背景时(PROF),民营化才能带来业绩的提高;而管理层收购和有政府背景的收购者,民营化效应不显著。

综上所述,我们发现实证结果支持了研究假设1a和假设2:民营公司的绩效高于国有公司,民营化效应显著为正;民营化后企业最终控制人的类型影响民营化的效应;仅当收购者具有专业背景时,民营化带来业绩的提高。

(二) 会计师事务所选择

表4比较了民营企业与配对样本会计师事务所变更的描述性统计。民营化企业(61/130)在民营化前后两年内(t_{-2}, t_{+2})发生会计师事务所变动的比例

远远高于配对样本(34/130)。

表4 会计师事务所变动的描述性统计

公司年度分布	民营化样本			配对样本		
	年份	CHAN=0	CHAN=1	总计	CHAN=0	CHAN=1
民营化前两年(t_{-2})	108	22	130	130	0	130
民营化前一年(t_{-1})	113	17	130	117	13	130
民营化年度(t_0)	115	15	130	116	14	130
民营化后一年(t_{+1})	117	13	130	123	7	130
民营化后两年(t_{+2})	110	20	130	119	11	130
总计	563	87	650	605	45	650
公司分布	69	61	130	96	34	130

表5给出了会计师事务所选择模型的回归结果:首先,民营化后上市公司更可能更换原来的会计师事务所,新聘请的会计师事务所往往质量更高;其次,只有收购者具有专业背景(PROF)或管理层收购时,民营化后,上市公司才更可能聘请高质量的会计师事务所,即非当地的、规模较大的会计师事务所;最后,当收购者是有政府背景的个人时(POL),民营化不会带来会计师事务所的更换。

表5 民营化对会计师事务所选择的影响分析(t_{-2}, t_2)

因变量	CHAN		BETT	
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
PRIV	0.856*** (0.002)		0.725* (0.063)	
MBO		1.242*** (0.004)		1.436*** (0.005)
POL		0.772 (0.112)		
PROF		0.707** (0.027)		0.702 (0.107)
SDASS	-0.276 (0.730)	-0.337 (0.677)	-0.940 (0.410)	-1.251 (0.298)
MEASS	-0.025 (0.891)	-0.071 (0.711)	0.141 (0.565)	0.016 (0.951)
SDROA	1.409 (0.248)	1.456 (0.234)	2.587** (0.046)	2.622* (0.052)
CON	-0.490 (0.900)	0.484 (0.905)	-5.057 (0.328)	-2.358 (0.668)
观察数	260	260	260	238
Pseudo R ²	0.042	0.046	0.043	0.067

注:由于有政府背景的收购者购买的公司全部选择当地非十大会计师事务所,程序自动将这些样本删除

为进一步了解会计师事务所变更是否直接影响民营化效益的提高,我们将民营化企业划分为聘请了新的高质量会计师事务所的公司和其他两类,分别研究民营化与公司业绩的关系。表6报告了分类研究的结果,研究结果显示:如果上市公司在控制权转移的过程中聘请了高质量的会计师事务所,民营化之后企业业绩显著提高。

六、结论

本文采用1996年—2007年在沪深两地的178家民营化企业为样本,比较民营化对上市公司绩效和会计师事务所选择的影响。我们的研究发现,民营化带来企业绩效的提高。但是企业最终控制人的类型影响民营化效应:仅当收购者具有专业背景时,

表6 会计师事务所变更对公司业绩的影响分析(t_{-2}, t_{+2})

	(1)	(2)
	BETT = 1	BETT = 0
	模型(1)	模型(2)
Q		
POST	0.184* (0.072)	0.0468 (0.265)
ASSE	-0.249*** (0.000)	-0.338*** (0.000)
LEV	0.001 (0.999)	0.185 (0.333)
PPE	0.189 (0.445)	0.128 (0.312)
CON	6.157*** (0.000)	7.678*** (0.000)
年度哑变量	Yes	Yes
行业哑变量	Yes	Yes
观察数	125	525
R-squared	0.640	0.546

注:括号中是P值,*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

民营化带来业绩的提高;而收购者具有政府背景或为企业管理层时,民营化前后企业业绩没有显著差异。比较民营化前后会计师事务所的变更,我们发现,民营化后上市公司更可能更换原来的会计师事务所,新聘请的会计师事务所往往质量更高;但是,只有收购者具有专业背景或管理层收购时,上市公司才将聘请高质量的会计师事务所;而当收购者是有政府背景的个人时,民营化不会带来会计师事务所的更换。聘请新的高质量会计师事务所,民营化之后上市公司业绩显著提高。

我国的经济体制改革是在市场化和民营化的双轮驱动下展开的,市场化改革进展顺利,而民营化改革却在争议不断中走走停停。是什么阻碍着国有企业的民营化改制,又是什么因素影响民营化的效果?本文通过研究在相对不完善的法律和制度下中国民营化过程,分析不同类型企业受让方对民营化效应的影响,对我国民营化以及民营化过程中会计师事务所的选择提供重要的实证证据。这不仅可以帮助学术界更好地了解我国的民营化,而且对于相关政策的制定者与执行者,乃至国有经济改革都有着现实借鉴作用。

[参考文献]

[1]李荣融.宏大的工程 宝贵的经验——记国有企业改革发展30年[J].求是,2008(16):27-30.

- [2] Megginson W L, Nash R C, Randenborgh M. The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis[J]. *Journal of Finance*, 1994, 49: 403 - 452.
- [3] D'Souza J, Megginson W. The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s[J]. *Journal of Finance*, 1999, 54: 110 - 135.
- [4] Johnson S, Shleifer A. Governance, regulation and privatization in the Asia-Pacific region[M]. Hong Kong: The University of Chicago Press, 2004.
- [5] D'Souza J, Megginson W, Nash R. Effect of institutional and firm-specific characteristics on post-privatization performance: evidence from developed countries[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2005(11): 747 - 766.
- [6] Boubakri N, Cosset J. The financial and operating performance of newly privatized firms: evidence from developing countries[J]. *Journal of Finance*, 1998, 53: 1081 - 1110.
- [7] 徐莉萍, 陈工孟, 辛宇. 控制权转移、产权改革及公司经营绩效之改进[J]. *管理世界*, 2005(3): 126 - 136.
- [8] Sun Q, Tong W. China share issue privatization: the extent of its success[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 70: 183 - 222.
- [9] 戴璐. 国有上市公司民营化的治理与产业重组效应——基于公司民营化程度的比较[J]. *审计与经济研究*, 2007(6): 108 - 112.
- [10] 朱红军, 王彬, 田子莘. 民营化为何不能改善公司经营绩效[J]. *中国工业经济*, 2007(1): 121 - 128.
- [11] Johnson S, La Porta R, Lopez-De-Silanes F, et al. Tunneling[J]. *American Economic Review*, 2000, 90: 22 - 27.
- [12] 刘峰, 钟瑞庆, 金天. 弱法律风险下的上市公司控制权转移与“抢劫”——三利化工掏空通化金马案例分析[J]. *管理世界*, 2007(12): 106 - 135.
- [13] Brown J D, Earle J S, Telegdy A. The productivity effects of privatization: longitudinal estimates from Hungary, Romania, Russia, and Ukraine[J]. *Journal of Political Economy*, 2006, 114: 61 - 99.
- [14] Shleifer A. State versus private ownership[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 1998(12): 133 - 150.
- [15] 胡一帆, 宋敏, 张俊喜. 竞争、产权、公司治理三大理论的相对重要性及交互关系[J]. *经济研究*, 2005(9): 44 - 57.
- [16] Fan P H, Wong T J. Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? evidence from East [J]. *Journal of Accounting Research*, 2005, 43: 35 - 72.
- [17] Wang Q, Wong T J, Xia L J. State ownership, the institutional environment and auditor choice: evidence from China[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 46: 112 - 134.
- [18] 温国山. 会计师事务所规模、审计质量与市场反应[J]. *审计与经济研究*, 2009(6): 34 - 45.
- [19] Menon K, Williams D D. Auditor credibility and initial public offerings[J]. *Journal of Accounting Review*, 1991, 66(2): 313 - 332.

[责任编辑: 马志娟]

A Study on the Effect of Privatization on the Performance of Listed Companies and the Choice of Accounting Firms

YU Wei¹, ZHENG Ying²

(1. School of Finance, Shanghai Institute of Foreign Trade, Shanghai 210620, China;

2. School of Management, Sun Yat-Sen University, Guangzhou 510275, China)

Abstract: This study uses the sample of 178 privatized enterprises which are listed in Shanghai and Shenzhen Stock Markets during the year from 1996 to 2007 and investigates the impact of privatization on firm performance and auditor choice in China. Privatization is defined as the controlling shareholder change from state to individuals or private enterprises. By extension, we classify new private owners into three groups: internal managers (MBO), political individuals, and outside professionals. We shed light on which type of private owners will lead to the most efficient result of privatization. We find that privatized enterprises experience performance improvement after privatization, especially those whose buyers are outsider professionals. Privatized enterprises are more likely to have auditors switch during the period of privatization. They are more likely to choose non-local or top 10 auditors lately. MBO firms and outsider professional buyers' firms are more likely to have auditor switch and choose better auditors. When the firms switch to better auditors, privatization leads to significant performance improvement.

Key Words: privatization; performance of listed companies; corporate governance; accounting firms