

民营企业总部外迁的战略决策与经济后果[※]

——基于中国的实证研究

Strategic Decisions and Economic Consequences of the Private Enterprises' Headquarters Relocation: An Empirical Study in China

林必越¹ 叶小杰²

LIN Bi-yue YE Xiao-jie

(1. 集美大学工商管理学院 厦门 361021 2. 厦门大学管理学院 厦门 361005)

【摘要】本文考察影响民营企业总部外迁的公司治理因素及市场因素以及总部外迁带来的经济后果。实证结果显示：(1) 民营企业的股权集中度越高、战略咨询机构越健全，则企业总部外迁的可能性越高；(2) 民营企业原所在地的市场份额越小，越有可能将总部迁移到市场份额大的地区；(3) 民营企业总部外迁公告的公告效应显著为正，表明投资者对总部外迁持积极态度；(4) 民营企业总部外迁会促进其经营绩效的增加。本研究作为战略管理与公司治理的交叉研究，为民营企业的总部外迁战略决策提供了理论借鉴和实证经验。

【关键词】民营企业 总部外迁 战略决策 经济后果

【中图分类号】F276. 5 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1000 - 1549 (2012) 11 - 0073 - 07

一、引言

民营企业作为我国国民经济的重要组成部分，从上个世纪80年代的萌芽，到90年代的蓄势待发，再到新世纪以来向经济各领域的纵深发展，无论是规模还是实力方面都已经深刻影响社会和经济的发展。目前以民营企业为代表的中小企业提供了全社会新增就业的80%左右，产值占GDP的60%；截至2011年底，我国民营上市公司达到1132家，占上市公司总数2325家的48.7%（根据Wind数据测算）。民营经济已成为国民经济中最为活跃的经济增长点，民营企业正从发展初期向发展中期转变，逐渐走向产业的结构转型和内涵提升，其对资源获取、资本运作、政策环境、品牌建设、人才战略、企业文化建设等方面的需求不断提高，尤其是对产业集聚和经营环境的追求，企业总部外迁或者整体迁移已成为许多民营企业突破发展瓶颈的战略决策。而随着国内许多城市总部经济的建设发展，为民营企业总部外迁提供了有利的外部经营环境条件，学术界和产业界也从不同角度和侧面对总部经济和企业总部外迁的内涵、形成机制及发展方向做一定的研究探索，但是主要是从理论角度分析民营企业总部外迁的原因，而从实证角度来分析民营企业总部外迁则相对较少。为此，本文以我国2004 - 2010年间69家总部外迁的民营上市公司为样本进行实证检验，揭示民营企业总部外迁战略决策的动因及其经济效应之间的关系。

本文的贡献体现在如下几个方面：首先，现有关于企业总部外迁的文献大都是偏重于理论分析，鲜有实证方面的文章，本文在一定程度上弥补了这一不足，深化了关于企业总部外迁的研究。其次，本文采用配对样本的方法来研究民营企业总部外迁的影响因素及长期业绩，并采用事件研究法考察民营企业总部外迁公告的市场反应，拓展了战略管理和公司财务两个领域的交叉研究。

收稿日期：2012 - 08 - 15

作者简介：林必越，男，福建仙游人，集美大学工商管理学院副教授，高级国际商务师，厦门大学管理学院博士研究生，研究方向为战略管理、国际商务与区域经济；叶小杰，男，福建南安人，厦门大学管理学院博士研究生，研究方向为公司财务与公司治理。

※ 基金项目：本文系福建省高校服务海西建设重点项目“促进海峡西岸产业集群发展与提升的对策研究”（J80107）的阶段性成果。

二、理论分析和研究假设

本文研究以下三个问题: (1) 影响民营企业总部外迁战略决策的因素有哪些? (2) 总部外迁作为一种重大事件, 会带来怎样的公告效应? (3) 民营企业总部外迁是否促进其经营业绩的提升? 根据以上问题, 下文中我们将基于前人文献进行理论分析并提出研究假设。

(一) 民营企业总部外迁战略决策动因

国外学者对企业总部外迁理论的研究始于上世纪80年代, 是随着以跨国公司对外扩张迁移为代表的经济全球化步伐加快而产生的。Schuttee (1997) 从战略与组织结构的关系分析了在全球一体化趋势下欧洲跨国公司在一直设立地区企业总部的战略必要性, 实现跨国化企业总部的迁移^[1]。国内企业总部迁移现象产生于上世纪90年代之后, 文艳和赵奉军 (2003) 从经济学角度分析企业总部外迁的动因及对社会经济的影响, 认为地区间政策差异和外部市场环境等是总部外迁的动因^[2]。史忠良和沈红兵 (2005) 认为总部经济是城市发展战略新的增长点^[3]。万庆良、蓝海林和叶广宇 (2009) 构建了反映政治资源与民营企业总部搬迁决策关系的理论模型^[4]。

现有文献从多个方面论述了战略决策的相关理论。Michael · Porter (1985) 研究和阐述了竞争战略的理论体系和为主构架, 并提出价值链分析的方法使企业创造和保持竞争战略^[5]。芮明杰和余光胜 (1997) 以产业视角研究企业的战略决策必须以创新和培育产业的核心能力^[6]。彭小兵 (2003) 构造并研究企业战略决策的博弈模型在重庆民营企业战略决策中的作用^[7]。赵宏 (2004) 认为企业总部是企业正常运营的中枢神经, 是企业的大脑和心脏, 是整个企业的标志^[8]。相对于国有企业, 民营企业总部外迁的动机更为强烈, 其战略决策自主性也更为灵活。从动因来看, 民营企业总部外迁战略决策主要基于资源环境、公司治理、战略决策机制、市场动因、人才和信息等, 本文主要从公司治理、战略决策机制、市场动因三方面进行研究:

1. 公司治理动因。现代企业管理制度要求公司建立合理的治理结构, 股权结构对公司治理和战略决策有着决定性影响, 民营企业的股权相对比较集中, 企业主往往是公司最大持股人和控股人, 对公司的战略决策有着举足轻重的影响, 其经营理念和管理经验直接左右企业总部外迁的战略决策 (白云涛、郭菊娥和席西民, 2007); 相对于国企, 民营资本第一大股东对企业拥有更充分的决策自主权, 不会像国有企业与所在地政府有密切关系, 可以获得更多的资源和优惠的政策条件, 更会基于企业自身的战略目标和利益考虑企业总部外迁^[9], 因此可以得到如下研究假设:

H1: 在其他条件不变的情况下, 第一大股东持股比例越高, 民营企业总部外迁可能性越大。

2. 战略决策机制。相对于普通民营企业, 民营上市公司拥有更为完善的组织结构、制度流程和经营战略决策机制, 更为注重战略决策的科学制定。数据调查显示, 大部分上市民营公司都设有战略委员会作为董事会进行战略决策的智囊组织, 周建、刘小元等 (2008) 认为战略委员会的作用机理是以内部董事为连结点, 战略委员会和管理层协同合作, 在既定的产业政策和市场竞争格局下, 基于内部企业资源禀赋, 制定企业发展战略规划, 并提交董事会论证批准^[10]。民营上市公司战略委员会对企业的重大决策进行调研, 提供决策支持方案, 并对战略决策的提出和执行进行部署和监督。据此, 得到如下研究假设:

H2: 设置战略委员会的民营上市公司, 企业总部外迁可能性较大。

3. 市场动因。Krugman (1991) 认为区域集群和生产专业化是基于一定地域空间上形成, 企业在特定的地点集聚, 形成规模经济, 才能获得报酬递增和竞争优势^[11]。民营企业总部作为企业的战略决策和管理中心, 除了需要高素质的人才、完善的基础设施、便利优惠的融资渠道之外, 还需要先进的研发技术, 丰富快捷的市场信息; 企业总部接近市场和消费者有利于制定本地化的经营策略, 快速对市场变化作出回应, 需要各种外部市场的资源和信息的支持, 所以有理由相信追求市场规模和份额的扩大与接近是民营企业总部的重要动因。因此可得到如下研究假设:

H3: 民营企业原所在地的市场份额越小, 企业总部外迁的可能性越大。

(二) 民营企业总部外迁的经济后果

1. 短期公告效应。本文采用事件研究法来研究民营企业总部外迁公告对股市的影响。事件研究法被广泛用于评价重要事件对股东财富带来的影响,比如大型并购(Arthur, 2003^[12])。企业总部外迁作为一项重要的战略决策,对企业未来发展具有深远的影响,包括企业经营战略目标、市场范围、资源获取、投资者反应和市场反应。作为民营上市公司,其总部外迁直接引起的是投资者即股东和股民的反应,通常企业总部外迁是经过深思熟虑之后的重大决策,而且所嵌入地区是比较有竞争力和各方面环境条件比较好的,这样自然会给投资者带来正面的影响,会让他们看好企业未来的发展趋势,对企业的经营能力、优势资源获得及盈利预期有了更好的期待,因此民营上市公司总部外迁公告的行为,本身就给资本市场释放了利好消息,从而有利于公司股价的上升。国外也有类似研究,例如Tirtiroglu等(2004)研究发现,上市公司企业总部从政治环境不太稳定的地方迁移到比较稳定的地方,其外迁公告可以带来市场的正面反应^[13]。基于上述分析,我们提出如下研究假设:

H4: 投资者对民营企业总部外迁的市场反应显著为正。

2. 长期效应。上市民营企业总部外迁不仅会产生短期的市场公告效应,更会产生长期的经济后果效应。企业总部的地理位置是市场和投资者对上市公司直观的了解和判断,总部迁移会产生一系列长期效应。陈建军、姚先国(2003)研究了浙江民营企业外迁上海的现象,认为上海给迁入企业带来的长期好处有广阔的市场、良好的基础设施、丰富的人力资源、便利的融资渠道以及信息和技术的“溢出效应”^[14]。魏后凯、白玫(2008)研究了上市公司总部迁移现状和特征,发现了企业总部迁入地大多有资本金融流动的便利和技术、人才及信息的获得性高的区位^[15]。因此,上市公司企业总部外迁到各方面经营环境和条件更好的区位,可以使企业追求到要素成本最小化、交易成本最小化和资源获得充裕化,还可以使企业获得产业集聚的规模与范围经济好处。因此,我们提出如下研究假设:

H5: 民营企业总部外迁促进了其长期经营业绩的提升。

三、研究设计

(一) 样本与数据

本文选取首次公告日在2004-2010年间所有A股上市公司总部外迁事件作为初始样本,并根据研究需要按如下标准筛选样本:(1)公司的终极控制人为个人,也即公司属于民营上市公司;(2)公告的披露方式为正常披露,而非事后披露;(3)事件主体为上市公司,而非其下属公司或公司股东;(4)外迁事件没有终止,得以成功执行。根据上述标准,我们筛选得到69个样本。研究所需数据均取自Wind数据库及CSMAR数据库。

表1列示了民营上市公司总部外迁样本的年度和地区分布。从年度分布来看,总部外迁并未表现出明显的趋势,2005年、2007年及2008年外迁的数量最多(14家),而2009年最少(7家)。

B栏列示了各地区民营上市公司的总部外迁情况,我们按照三大区域^①进行考察,迁入东部地区的民营上市公司有56家,迁出48家,净迁入8家;迁入中部地区的10家,迁出7家,净迁入3家;迁入西部地区的有3家,迁出14家,净迁出11家。在迁入的民营上市公司总部中,东、中、西部分别占比

表1 民营上市公司总部外迁样本的年度和地区分布

A 栏: 年度分布						
年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010
数量(家)	14	9	14	14	7	11
B 栏: 各地区迁移情况						
区域	迁入企业总部		迁出企业总部		净迁入数	
	数量(家)	比重(%)	数量(家)	比重(%)		
东部地区	56	81.2%	48	69.6%	8	
中部地区	10	14.5%	7	10.1%	3	
西部地区	3	4.3%	14	20.3%	-11	
总计	69	100%	80	100%	-	

① 在本文分析中,东部地区包括黑龙江、吉林、辽宁、河北、北京、天津、山东、上海、江苏、浙江、福建、广东、海南13个省市;中部地区包括山西、河南、安徽、湖北、湖南、江西6省;西部地区包括内蒙古、广西、陕西、甘肃、宁夏、青海、新疆、重庆、四川、贵州、云南、西藏12个省区市。

81.2%、14.5% 和 4.3%；而迁出的比例分别为 69.6%、10.1% 和 20.3%。上述结果表明，东部民营上市公司总部迁移活动最为频繁，东部和中部是净迁入地区，而西部是净迁出地区。

(二) 主要研究变量的定义与计算

1. 是否总部外迁 (Relocated)。如果民营上市公司在公告中披露其注册地址或办公地址变更，则将其视为总部外迁，取值为 1，否则取 0。借鉴魏后凯和白玫 (2008) 的定义，本文只研究两种类型的总部外迁：一是跨省区迁移，即上市公司总部迁移的目标城市和迁出城市不在一个省区；二是省内城市间迁移，指上市公司总部迁移的目标城市和迁出城市在同一个省区。对于区域内迁移、城区与开发区之间迁移及城区内迁移的情况则不予考虑。

2. 累计超额收益率 (CAR)。本文采用市场模型法来计算超额收益率 AR，即 $AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$ 其中， α_i 和 β_i 是根据公告日前 230 个交易日到前 31 个交易日 (即时间窗口 $[-230, -31]$) 估计的。累计超额收益率 CAR $[t_1, t_2]$ 即 $[t_1, t_2]$ 各交易日的 AR_{it} 之和。

3. 股权集中度 (Top1)。本文以公司第一大股东及其关联股东持股比例来衡量公司股权结构的集中程度，该数值越高则公司的股权越集中，大股东对公司的控制力度越大。

4. 是否设置战略委员会 (Stracom)。如果在公司外迁之前设置了战略委员会，则取值为 1，否则取 0。如果公司设置战略委员会，则公司在战略决策的时候会有更多的信息可供参考，做出的决策将更成熟。

5. 总部外迁前当地市场份额 (Preshare)。此数据取自公司年报中披露的主营业务收入分地区分布：对于跨省区迁移，以外迁前一年公司所在省份主营业务收入所占比例来计算；对于省内城市间迁移，以外迁前一年公司所在城市主营业务收入所占比例来度量。

6. 总部外迁后的长期业绩 (ROEp)。此数据以总部外迁后三年 (如果不足三年的则截至 2011 年) 经行业均值调整的净资产收益率 ROEp 来度量。

7. 控制变量。本文加入如下控制变量：第一，公司治理结构特征。现有公司治理文献表明，股权制衡度 (第一大股东和第二大股东持股比例的比值，即 Z 指数来度量)、CEO/董事长是否两职合任、公司股东户数 (Shareholder) 可能会影响到公司治理的效率 (白重恩等, 2005)，进而影响到公司总部外迁的战略决策。第二，公司组织特征。公司员工总数 (Lnemp, 取自然对数) 越多，则公司进行总部外迁的可能性越大，因为总部外迁需要大量的人力资本。

四、实证结果与分析

(一) 变量描述性统计

表 2 为所选取的上市民营企业总部外迁样本变量的描述性统计。在选取的 69 个样本中，股权集中度 (Top1) 均值为 38%，说明第一大股东及关联股东持股比例较高，对企业总部外迁的战略决策拥有充分的发言权。从是否设置战略委员会来看，总部外迁的上市民营企业 74% 设置了战略委员会，说明绝大多数上市民营公司在做重大战略决策时都会经过比较规范严谨的战略规划论证，特别是总部迁移这样至关重要的战略决策，必须经过战略委员会的充分研究后才能做出。从总部外迁前当地市场份额来看，均值为 46%。进一步从总部外迁后长期业绩来看，外迁后三年经行业均值调整后的 ROEp 均值为 10%，可见民营上市公司总部外迁后的经济效果显著增长。其他变量的描述性统计详见表 2。

表 2 变量描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Top1	0.38	0.30	0.17	0.15	0.81
Stracom	0.74	1.00	0.44	0.00	1.00
Preshare	0.46	0.44	0.35	0.00	1.00
Z	8.30	3.14	11.22	1.01	54.35
Shareholder	24766	18484	16804	5397	88745
CEOchair	0.28	0.00	0.45	0.00	1.00
Lnemp	5.69	6.02	1.86	0.00	8.80
ROEp	0.10	0.05	0.20	-0.54	1.16

(二) 民营企业总部外迁战略决策的影响因素

1. 单变量分析

从理论上讲，企业总部外迁的战略决策会受到诸多因素的影响。本文从实证研究的角度出发，选取了公司治理指标和市场指标进行单变量分析。首先，我们根据民营上市公司所处

表 3 民营企业总部外迁影响因素的单变量分析

变量	Top1	Stracom	Z	Shareholder	CEOchair	Lnemp	Preshare
外迁样本 (N = 69)	0.379	0.739	8.302	24766	0.275	5.693	0.464
配对样本 (N = 69)	0.298	0.493	5.918	30181	0.203	5.927	0.598
差异	0.081*** (3.06)	0.246*** (3.05)	2.385* (1.42)	-5415 (-1.34)	0.072 (0.94)	0.235 (0.69)	-0.134*** (-2.42)

注：系数下方括号报告了系数所对应的 t 值；***、**、* 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平（单尾检验）。

地区、行业及规模大小（以年末总资产的自然对数来衡量），对 2005 到 2010 年的 69 家民营上市公司选取配对样本。然后，通过配对样本的 T 检验，考察公司治理指标及市场指标是否影响民营企业总部外迁的战略决策。

表 3 的实证结果表明：（1）外迁样本的第一大股东持股比例均值为 37.9%，而配对样本为 29.8%，两者差异在 1% 的水平上显著。外迁样本和配对样本的 Z 指数分别为 8.302 及 5.918，二者差异在 10% 的水平上具有显著差异。这表明，第一大股东的持股比例越大，对公司的控制力越强，则越有利于公司总部外迁。（2）外迁样本中有 51 家公司设立了战略委员会（占比 73.9%），而配对样本只有 34 家（占比 49.3%），两者差异在 1% 的水平上显著。（3）外迁样本总部外迁前当地市场份额（Preshare）平均为 46.4%，而配对样本则为 59.8%，后者显著较高。（4）其他变量对公司总部外迁无显著影响。综上，单变量分析结果显示股权集中度、是否设置战略委员会及外迁前当地市场份额均会影响民营企业总部外迁的战略决策。因为没有控制其他变量的影响，故还需要进行 Logit 回归分析才能得到更为稳健的实证证据。

2. Logit 回归分析

Logit 模型的形式如下：

$$\ln \frac{\text{prob}(\text{Relocated})}{1 - \text{prob}(\text{Relocated})} = \alpha + \beta_1 \text{Top1} + \beta_2 \text{Stracom} + \beta_3 \text{Preshare} + \beta_4 \text{Controls} + \varepsilon_i$$

其中，控制变量包括股权制衡度（Z）、CEO/董事长是否两职兼任（CEOchair）、公司股东户数（Shareholder）及公司员工总数（Lnemp）。另外，我们还对回归模型的标准误差进行异方差调整，以获得较准确的 z 统计量。模型的回归结果如表 4 所示，第 1-3 列分别以 Top1、Stracom 及 Preshare 作为自变量，第 4 列是加入所有的自变量进行回归。从列 1 可知，股权集中度与民营企业总部外迁呈现显著的正相关关系，这与前人的研究是吻合的（万庆良等，2009）。股权集中度较高，意味着民营资本第一大股东对企业拥有更充分的决策自主权，不会像国有企业与所在地政府有密切关系，可以获得更多的资源和优惠的政策条件，更会基于企业自身的战略目标和利益考虑企业总部外迁。该结果支持研究假设 1：在其他条件不变的情况下，第一大股东持股比例越高，民营企业总部外迁可能性越大。由列 2 可知，公司是否设置战略委员会对民营企业总部外迁具有显著的正向影响。这表明，民营上市公司战略委员会对企业的重大决策进行调研，提供决策支持

表 4 民营企业总部外迁战略决策的 Logit 回归

变量	是否总部外迁			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Top1	4.446*** (2.73)			3.805** (2.31)
Stracom		0.884** (2.26)		0.766* (1.87)
Preshare			-1.404** (-2.44)	-1.004* (-1.65)
Z	-0.013 (-0.46)	0.025 (1.07)	0.023 (1.00)	-0.009 (-0.33)
Shareholder	-0.000 (-0.74)	-0.000 (-1.30)	-0.000 (-1.09)	-0.000 (-0.71)
CEOchair	0.505 (1.05)	0.524 (1.10)	0.525 (1.10)	0.577 (1.15)
Lnemp	-0.064 (-0.58)	-0.010 (-0.097)	-0.009 (-0.081)	-0.058 (-0.51)
常数项	-0.833 (-1.05)	-0.352 (-0.48)	0.959 (1.27)	-0.633 (-0.66)
观测值	138	138	138	138
Pseudo R ²	0.072	0.054	0.059	0.114
模型值	0.028	0.093	0.064	0.006

注：系数下方括号报告了回归系数所对应的 t 值；***、**、* 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平（双尾检验）。

方案，并对战略决策的提出和执行进行部署和监督，从而有利于总部外迁这种重大事件的顺利决策。该结果支持研究假设2。由列3可知，公司外迁前在当地市场份额越低，公司越有可能进行总部外迁。这也表明，公司外迁的动因之一在于市场因素，将公司总部搬迁到靠近市场的地区有利于公司的进一步发展。该结果支持研究假设3。列4则加入所有自变量，所得研究结果与前述结论基本一致。综上所述，研究假设1-3获得支持。

(三) 民营企业总部外迁的短期公告效应

民营企业总部外迁公告日前后窗口的累计超额收益率 (CAR) 如表3所示，我们采用了 [0]、[-1, 1]、[-2, 2]、[-3, 3]、[-5, 5] 及 [-10, 10] 这些时间窗口进行考察。从表5可以得知：无论是总部外迁公告发布当天 (即时间窗口 [0])，还是延长的时间窗口，市场对于该重大事件的反应均为正；而且，除了 [-10, 10] 时间窗口外，其余均至少在 10% 的水平上统计显著。究其原因，在较长的时间窗口内可能有其他事件的干扰，从而导致市场对总部外迁事件的反应掺杂了其他因素。总体而言，投资者对于公司总部外迁持正面态度，这初步验证了研究假设4：投资者对民营企业总部外迁反应显著为正。

此外，为了更加直观地考察上述实证现象，我们还绘制了民营企业总部外迁首次公告前 10 个交易日到后 30 个交易日的累计超额回报率 CAR^① 的趋势图，如图1所示。在企业总部外迁公告发布前 10 个交易日开始，公司的股票平均累计超额收益率呈现出明显的上升趋势，这一趋势在公告发布当天达到最高峰，其 CAR 平均大约有 4.2%，而在公告后第 6 天开始出现下降趋势，并在大约第 18 天其 CAR 降为 0。这些信息说明：(1) 投资者对民营企业总部外迁持积极态度，因为这往往意味着企业可以获取区位、资源、政策、税收等方面的好处，有利于公司的进一步发展。(2) 总部外迁公告的市场反应具有“提前泄露”的嫌疑，因为从公告发布前 10 天就已经开始有比较显著的正面反应。这一方面表明我国资本市场信息披露制度尚有待加强；另一方面，总部外迁是一个重要的战略决策，需要较长的时间来进行论证，获得共识，因此在这段时间内 (尤其是接近达成一致意见时)，信息泄露的可能性较大。综上所述，投资者对民营企业总部外迁反应显著为正，研究假设4得到支持。

(四) 民营企业总部外迁的长期效应

除了考察民营企业总部外迁的短期效应 (即公告效应)，我们还进一步检验了其长期效应。从外迁动因上而言，企业总部外迁在于获取政策、税收等方面的优势，其效果会最终体现在企业的长期业绩上。为此，我们对外迁样本和配对样本在外迁前三年 ROE 和外迁后三年 ROE 进行了 T 检验。结果如表6所示：第一，对于外迁样本而言，其外迁后三年的 ROE 平均为 9.5%，而外迁前三年为 6%，两者具有显著差异；对于配对样本而言，外迁前后三年的 ROE 分别为 4.6% 和 6.6%，两者差异并不显著 (纵向比较)。第二，外迁样本和配对样本前、后三年 ROE 均没有显著差异 (横向比较)。从这些结果可以看出，民营企业总部外迁确实促进了公司业绩的提升，研究假设5得到证实。

表5 民营企业总部外迁公告的公告效应

时间窗口	CAR	显著性 t 值
[0]	2.32% **	(1.77)
[-1, 1]	2.59% *	(1.48)
[-2, 2]	3.45% **	(1.75)
[-3, 3]	5.24% **	(2.26)
[-5, 5]	6.10% **	(1.87)
[-10, 10]	3.99%	(0.97)

注: **、*、* 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平 (单尾检验)。

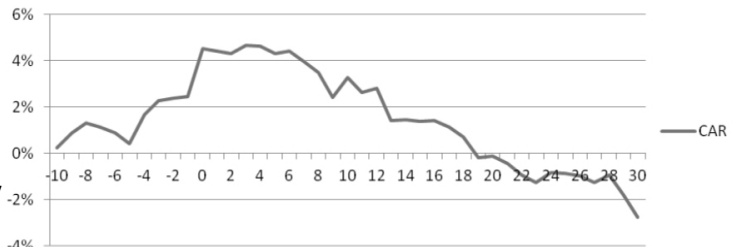


图1 民营企业总部外迁首次公告的公告效应

① 在这里，公司在第 t 个交易日的累计超额收益率 (CAR) 等于时间窗口 [-10, t] 的超额收益率 AR 之和。例如，第 10 天的 CAR 等于公告前 10 个交易日到公告后 10 个交易日的 AR 之和。

四、结论与启示

本文在综合相关理论分析的基础上,选取独特的战略管理与公司治理交叉结合点,结合上市民营企业总部外迁的实际情况,通过层层剖析的理论研究方法构建了5个研究假设,并收集了自2004-2009年69家总部外迁的民营上市公司的样本数据,通过实证

表6 民营企业总部外迁公告的长期业绩检验

变量	外迁样本 (N=69)	配对样本 (N=69)	差异
外迁前三年 ROE	0.060 (0.19)	0.046 (0.31)	0.014 (0.12)
外迁后三年 ROE	0.095*** (3.72)	0.066*** (5.18)	0.001 (0.65)
差异	0.035** (1.87)	0.02 (1.14)	

分析发现:(1)从民营企业总部战略决策制定来看,民营上市公司第一大股东持股比例越高,越有可能进行总部外迁的战略决策;设置有战略委员会的上市民营企业,企业总部外迁的可能性越大。

(2)从民营企业总部外迁战略决策后的经济后果来看,民营上市公司总部外迁公告的短期市场效应显著为正,长期效应是对企业经营业绩有着显著的提升作用。同时,本文还选取了69家未进行总部外迁的上市民营企业作为配对样本进行研究,发现同期未进行总部外迁的企业,其经营绩效没有显著变化,这进一步验证了总部外迁战略决策对上市民营公司的长期业绩也有明显的促进作用。

本文拓宽了企业总部外迁战略决策与经营绩效两个领域的研究,不仅对民营企业在总部迁移上有一定的借鉴作用,对迁出和迁入地政府职能部门也有一定的启示。(1)从实证角度严谨分析了影响民营企业总部外迁的相关因素,特别是从战略决策的制定、公司股权集中度、市场规模和份额等方面,对企业总部外迁所产生的影响可能性程度,为企业厘清总部外迁应该考虑到如下因素:有相对集中的股权可使总部外迁战略决策更具有效率和实施可能性;设有战略管理委员会可以提供更好的战略决策论证和支持;市场规模和份额的追求需要企业获取更重要的信息和技术。(2)对于民营企业总部外迁产生的效应有量化的衡量指标,可以通过投资者的市场反应和迁出前后的经营绩效的比较,来作出明晰的企业总部外迁战略决策。(3)对民营企业总部迁入和迁出所在地的政府职能部门,可以有更清晰的区域经济发展战略政策的制定和引导,特别是对总部经济的建设,加强产业集群的链接和溢出效应功能,提供优惠和周到的产业政策、税收政策、资源条件、人才供给、技术支持、市场信息供给等,才能留住或者吸引民营企业特别是上市民营公司的入驻,才能为企业的发展、地方经济的发展开辟新的经济增长点。

参考文献

- [1] Schutte. Strategy and Organization: Challenges for European MNCs in Asia [J]. European Management Journal, 1997, 15 (4): 436-445.
- [2] 文艳,赵奉军.企业“迁都”中的经济学[J].决策咨询,2003(6):32-33.
- [3] 史忠良,沈红兵.中国总部经济的形成及其发展研究[J].中国工业经济,2005(5):58-65.
- [4] 万庆良,蓝海林,叶广宇.政治资源与民营企业总部搬迁[J].科学与科学技术管理,2009(1):131-137.
- [5] Michael·Porter. Competitive Advantage [M]. New York: The Free Press, 1985.
- [6] 芮明杰,余光胜.企业战略:产业视角的思考[J].中国工业经济,1997(12):41-44.
- [7] 彭小兵.战略决策博弈模型及其在重庆民营企业中的应用研究[J].重庆大学学报(社科版),2003(3):29-32.
- [8] 赵宏.总部经济[M].北京:中国经济出版社,2004:7-9.
- [9] 白云涛,郭菊娥,席西民.高层管理团队风险偏好异质性对战略投资决策影响效应的实验研究[J].南开管理评论,2007(10):25-30.
- [10] 周建,刘小元,覃彦玲,崔胜朝.董事会战略委员会与企业绩效的相关性研究[J].山西财经大学学报,2008(8):62-69.
- [11] Krugman P. R. Increasing Return and Economic Geography [M]. Journal of Political Economy, 1991.
- [12] Arthur MM. Share Price Reactions to Work-Family Initiatives: an Institutional Perspective [J]. Academy of Management Journal, 2003, 46(4):497-505.
- [13] Tirtiroglu, Bhabra, Ugru Lel. Political uncertainty and asset valuation: Evidence from business relocations in Canada, 2004, (28): 2237-2258.
- [14] 陈建军,姚先国.上海建设国际经济中心与长江三角洲地区的产业经济关系研究——以浙沪经济关系为例[J].管理世界,2003(5):44-51.
- [15] 魏后凯.白玫,中国上市公司总部迁移现状及特征分析[J].中国工业经济,2008(9):13-24.

(责任编辑:尹贤淑)