

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 15720111151855

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国上市公司外资股权的溢出效应研究

Spillover Effect of Foreign Ownership
in Chinese Listed Companies

汪 延 鹏

指导教师姓名: 吴红军 副教授

专业名称: 国际商务硕士

论文提交日期: 2014年3月

论文答辩时间: 2014年5月

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

自从加入 WTO 后，我国的经济发展一直保持着较高的水平，加之拥有稳定的政治经济环境，我国逐渐成为资本活动最活跃的市场之一。随着我国经济进入调整阶段，充分发挥民间资本与外来资本的作用已经成为经济体制改革的一个重要方向。

外资持有我国上市公司的股权在目前已经成为外资在华参与经济活动的一种重要方式。目前外资持股主要表现出以下行为特征：持有行业龙头企业的股权、外资流向的地区与行业呈现不均衡，同时外资持股的案例不断增加、外资持股规模不断扩大。虽然我国 2012 年成为吸收外资最多的国家，但通过持有上市公司股权方式入华的资本比例依然较低。因此，将会有越来越多的外资以持股的方式进入中国，对中国经济的影响也将越来越深。在此背景下，本文将重点考察引入外资股权对上市公司经营绩效的影响，以及影响的途径。

本文通过对我国 2008 年至 2012 年间存在外资股权的 156 家上市公司为样本，将公司的经营绩效指标总资产回报率 ROA 作为研究对象，利用单变量分析法、多变量分析法以及面板回归分析法研究上市公司外资持股比例这个因素对经营绩效的影响及途径。实证结果表明：（1）外资持股对上市公司经营绩效有显著的正面作用；（2）外资控股有助于提高公司经营绩效；（3）提高公司资产运营效率是外资股权溢出效应的重要方式；（4）股权集中有助于提升公司经营绩效。另外，实证结果还表明，公司的资产结构、董事会特征、地区因素、企业性质也对公司绩效有一定的影响。

关键词： 外资股权； 溢出效应； 运营效率

Abstract

China economy has been growing fast since she became a member of World Trade Organization. With a steady political environment, China has become the most active market of foreign investment in the world. And now reforming is the main direction of China economy, how to using the civil capital and foreign money sufficient will be one of the most important questions of Chinese reforming.

Purchasing the stock right of Chinese listed companies has become the main way into Chinese economy for foreigners and foreign companies. As foreign investment activities more and more active in China, they show some interesting characteristics: the first one is the more and more quantities of M&A with higher and higher amount, the second one is the phenomenon of buying the equities of the leader companies of industry, and the third one is the uneven phenomenon of foreign capital flow to the area and industry. Although our country has become one of the most countries which foreign capital flow to, the form by holding stock right is about 5 percent of the mount which measures the foreign capital flow to China, it means the foreign capital which flows to China by buying Chinese listed companies' equities will be more and more as same as the influence. So searching how the foreign capital affects our stock market and our economy has academic meaning and social meaning. Therefore, this article will study the influence which is made by the foreign ownership of the Chinese listed companies, and how this happens.

According to the former research and practice, we put forward four hypothesis: the first one is that the existence of foreign equity improves the operating performance of the listed companies, the second one is that foreign capital holdings promotes the operating performance of the listed companies, the third one is that equity concentration helps improving the operating performance of the listed companies, the last one is that foreign ownership improve the performance by promoting the

operating efficiency of the listed companies.

We examine the Return of Assets of the Chinese listed companies which have the foreign ownership from 2008 to 2012, and the number of the companies is 156. By using univariate and multivariate analysis and panel regression analysis, we study the effect on ROA which the foreign ownership has. The empirical analysis shows that foreign ownership has significant positive effect on the operating performance of Chinese listed companies, and that improving the operational efficiency of the company's assets is an important way of the spillover effects of foreign ownership. At the same time, the analysis shows that the listed companies' assets structure, the board characteristics, the locations and the nature of the companies have an effect on the companies' operating performance.

Key words: Foreign Ownership; Spillover Effect; Operating Efficiency

目录

第一章 前言	1
一、选题背景和研究意义.....	1
(一) 选题背景	1
(二) 研究意义	3
二、研究思路与研究方法.....	3
三、论文创新之处.....	5
第二章 相关理论分析与文献综述	6
一、概念与定义.....	6
二、相关理论.....	7
(一) 垄断优势理论	7
(二) 国际生产折衷论 (OLI)	7
(三) 企业并购理论	8
(四) 股权结构与公司治理	10
(五) 外资进入相关理论	11
三、文献综述.....	11
(一) 国外文献综述	11
(二) 国内文献综述	13
(三) 国内外文献评述	14
第三章 外资持股在华发展	15
一、外资持股在华发展历程.....	15
二、外资持股在华发展现状.....	17
三、外资持股的问题.....	20

四、小结.....	21
第四章 中国上市公司外资股权的溢出效应机制分析.....	23
一、外资股权与公司绩效.....	24
二、外资控股与公司绩效.....	24
三、股权集中度与公司绩效.....	24
四、公司运营效率与公司绩效.....	26
第五章 中国上市公司外资股权的溢出效应实证分析.....	27
一、数据来源.....	27
二、变量选择.....	29
三、描述性统计.....	33
四、模型构建.....	39
五、实证结果.....	39
（一）单变量分析.....	39
（二）多变量分析.....	41
（三）外资是否控股的影响.....	47
（四）短面板分析结果.....	48
第六章 主要结论及相关政策建议.....	51
一、主要结论.....	51
二、相关政策建议.....	52
附录.....	55
参考文献.....	59
致谢.....	62

Contents

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Background & The Significance	1
1.1.1 Background.....	1
1.1.2 The Significance.....	3
1.2 Research Methods	3
1.3 Article Innovations.....	5
Chapter 2 The Related Theories and Literature Reviews.....	6
2.1 Concepts	6
2.2 The Related Theories	7
2.2.1 Monopolistic Advantage Theory	7
2.2.2 OLI Theory.....	7
2.2.3 Mergers & Acquisitions Theories.....	8
2.2.4 Ownership Structure and Corporate Governance	10
2.2.5 The Theories of Foreign Ownership.....	11
2.3 Foreign and Domestic Literature Reviews.....	11
2.3.1 Foreign Literature Reviews	11
2.3.2 Domestic Literature Reviews	13
2.3.3 Reviews of Former Researches	14
Chapter 3 Foreign Capital in China	15
3.1 History of Foreign Capital's Development in China.....	15
3.2 Present Situation of Foreign Capital	17
3.3 The Problems of Foreign Capital into China.....	20
3.4 Summary	21

Chapter 4 Mechanism Analysis on Foreign Ownership of Chinese	
Listed Companies.....	23
4.1 Foreign Ownership and Operating Performance	24
4.2 Foreign Holding and Operating Performance.....	24
4.3 Ownership Concentration and Operating Performance	24
4.4 Operating Efficiency and Operating Performance.....	26
Chapter 5 Empirical Analysis on Foreign Ownership of Chinese	
Listed Companies	27
5.1 Data Sources	27
5.2 Variables	29
5.3 Descriptive Statistics	33
5.4 Models Specification	39
5.5 The Effects of Foreign Ownership.....	39
5.5.1 Univariate Analysis	39
5.5.2 Multivariate Analysis	41
5.5.3 The Impact of Foreign Capital Holding	47
5.5.4 Panel Data Analysis.....	48
Chapter 6 Conclusions and Recommendations	51
6.1 Conclusions	51
6.2 Recommendations	52
Appendix.....	55
Reference	59
Acknowledgement.....	62

第一章 前言

一、 选题背景和研究意义

(一) 选题背景

自改革开放后外国资本被允许进入中国，外资已经逐渐成为中国经济增长的重要动力。据《2013年中国统计年鉴》数据，2012年我国实际使用外资额已经达到1132.94亿美元，外资对中国经济的影响达到了空前的地步。随着中国经济体制的不断改革，外资进入中国的方式已经由企业合资、直接投资到如今的允许并购中国上市公司的股权，外资对中国经济的影响越来越深刻。

图1反映了我国从1990年起每隔三年的外商直接投资（FDI）数据。从图中的数据可以看出，2012年中国FDI金额是1990年FDI金额的十倍以上。

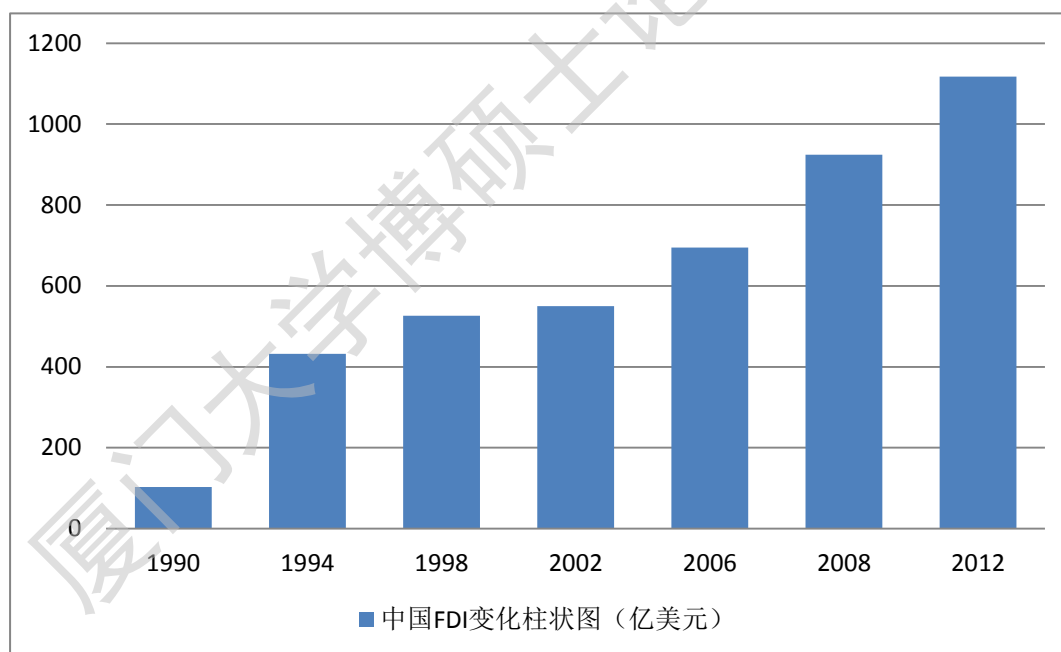


图1：中国 FDI 数据

数据来源：依据商务部数据整理所得。

外国资本进入中国上市公司从二十世纪的九十年代开始。在1995年7月5日，日本的五十铃自动车株式会社和伊藤忠商事会社，通过一次性购买北京北旅的法人股4002万股（占总股本的25%），立即成为轰动一时的“我国首例外资

并购案”^①，由此掀起了中国上市公司引入外资股权的序幕。虽然“北旅事件”发生后国家暂停了国内上市公司引入外资股权，但随着国有经济体制改革的展开，国有股逐渐退出竞争行业，外资持有中国上市公司股权的条件逐渐成熟，在 2001 年加入 WTO 后，中国证监会发文规范外商投资企业受让国内上市公司股份相关事宜，至此，外资并购中国上市公司股权进入了操作阶段。

外资持有中国上市公司的股份，已经呈现出高速发展的态势以及多种多样的持股方式。据《2011 年中国并购市场统计分析报告》^②，2011 年外资入境并购案例达 152 起，金额达到了 587.4 亿美元。至 2011 年 12 月 31 日，在中国的上市公司中，已经有接近 400 家^③的公司前十大股东中存在外资背景，涵盖了采矿、房地产、金融以及信息技术服务业等多个行业，包括合格的境外机构投资者、境外个人、境外法人代表等多种身份的投资者，外资对中国经济的影响越来越深刻。

外资持有上市公司股权，不仅数量和金额急剧增长，同时还呈现出多种特征：通过多种方式来持有股权，包括股权转让、要约收购以及定向增发等；持有行业龙头企业的股权，典型案例有高盛集团等联合收购双汇集团的股权^④；并购地区不再局限于东部省份，而是向中西部地区拓展。外资持有上市公司股权在资本市场呈现一片繁荣景象。

尽管外资持股也牵出了各种各样的问题，然而这并不阻挡外资持股的火热。外资持有中国上市公司股权的背后，是国外战略投资者对中国经济增长的信心，以及中国经济改革所传达出的新机遇。外资股权的进入，不仅改变了中国上市公司的股权结构，其所带来的不同于本土的生产方式与管理理念，对上市公司的经营产生了深远的影响。那么，究竟外资股权的存在对上市公司有什么样的影响，是提高了企业的价值，还是没有任何作用甚至产生了消极的影响？越来越多的国内外学者对这一系列的问题进行了研究。目前对外资股权影响的研究主要集中在两个方面：一些学者认为外资股权的进入带来了先进的生产方式与管理理念，对公司的生产经营等各方面产生了较为良好的影响，公司获得了更好的收益；而有些学者则认为部分外资的进入是恶意的，为达成垄断而来。研究结果不一致，也说明了外资股权存在的巨大争议，所以，在这种情况下总结前人的研究，对外资

^① 案例来源：上证联合研究计划课题. 外资并购上市公司法律问题研究.

^② 资料来源：投资中国网站. www.chinaventure.com.cn.

^③ 数据来源：锐思金融数据库. www.resset.cn.

^④ 案例来源：施莉莉. 高盛收购双汇[J]. 商界: 评论, 2007 (4): 55-56.

股权影响上市公司经营绩效及影响途径做一次实证分析具有重要的意义。

(二) 研究意义

当前我国正处在经济转型的关键时期，加深市场化成为经济改革的主旋律，而其中的一个重要方向是提升资本市场的质量。作为优质的经济资源，上市公司的整体质量关系到我国资本市场的质量，因此，考察上市公司的股权对经营绩效的影响有着积极的意义。

通过搜索国内外考察外资股权影响上市公司绩效的文献后发现，目前国外学者的研究基本上将研究焦点放在欧美日等发达国家的资本市场，对中国资本市场的研究涉及较少；国内学者对上市公司存在外资股权的研究，比较集中在国内企业并购事件案例分析上，或者偏向于从法律实务、股权定价以及并购目标选择等方面来考察，对外资持股所带来的溢出效应及影响路径的研究相对较少。因此，深入分析中国上市公司中外资股权的存在的影响具有迫切性与一定的现实意义。

中国上市公司中外资股权的加入所产生的影响，已经吸引了社会各界人士的关注。外资在上市公司中扮演了什么样的角色，外资持股是否改善了公司的股权结构和治理结构，外资进入能否整合资源、提高效益？本文即从这些角度出发，分析外资股权的存在对上市公司绩效是否有影响，外资控股是否提升了公司绩效，外资股权影响的途径是否为通过改善公司治理、改善公司经营效率来发生作用；另外，本文还考察了不同地区和不同性质的企业中外资股权比例以及影响如何。对这些问题的定性定量分析，能为管理层做出适合市场规律的决策提供一定的帮助。

二、研究思路与研究方法

本文的研究思路为，通过对相关的理论解读与文献研读后，为机制分析和实证分析垫好基础。通过对中国资本市场上外资股权的发展历程和现状进行阐述，然后对外资股权溢出效应的机制进行分析，从而为溢出效应模型设定提出假设。通过对2008年至2012年存在外资股权的上市公司的样本数据进行各项实证分析，得出相应的结论。具体各章的安排如下：

第一章，主要介绍了本文的研究背景和研究意义，论文的具体思路、研究方法以及创新之处。

第二章，对外资股权的相关理论进行梳理，包括垄断优势理论、国际生产折衷理论、跨国企业并购理论和公司治理理论等，并对相关的文献进行综述，从而引出本文的研究方向。

第三章，先介绍改革开放后我国资本市场的发展历程，阐述外资持股在我国资本市场的发展状况，并介绍中国上市公司中外资持股的现状以及引入外资股权所带来的问题。

第四章，运用前面所梳理的理论，对中国上市公司外资股权溢出效应的机制进行分析；并提出相应的假设。

第五章，通过对溢出效应所涉及到的对象、变量进行界定，阐述选择该变量的原因，并找寻相应的数据，对数据进行分组描述，从各个角度考察数据特征，然后构建模型，通过单变量分析、多变量分析和面板数据分析，考察各要素对公司绩效的影响。

第六章，总结实证结果，得出结论，并为决策者提出相应的政策建议。

本文将理论分析与实证分析相结合，综合运用国际经济学、管理学、统计学、国际商务等相关的知识，采用规范分析法、比较分析法、多元线性回归分析方法等多种方法，构建模型，由浅及深的考察外资股权的溢出效应。

1、规范分析法。

在大量阅读国内外关于企业生产的理论与文献之后，本文总结了外资持股对公司绩效的影响，并对各种理论与研究成果进行点评分析，从而为本文提出的假设奠定相应的理论基础。

2、比较分析法。

比较分析方法是指通过对样本数据之间的内在关系，从不同的角度进行横向纵向对比，从而挖掘出数据之间的逻辑关系，进而揭示数据背后的经济现象。本文即从 2008 年至 2012 年存在外资股权的上市公司的各项财务指标进行按年份、性质和不同外资持股比例来进行横向对比分析，从而考察外资持股的影响。

3、实证分析法。

经济学中的实证分析法是指通过运用一系列的分析工具，考察与经济现象有关的一系列经济变量之间的相互依存关系。本文选择了 2008 年至 2012 年沪深两市上市公司的数据，通过构建模型，运用 Stata11.0 等统计软件对数据进行统计

性描述、单变量分析、多变量分析以及面板回归分析方法，对外资股权等一系列因素影响上市公司经营绩效进行定性定量分析。

三、 论文创新之处

与前人的研究相比，本文在以下几个角度有所创新。

1、研究角度的创新

通过对现有文献的阅读，我们发现目前国内尚未有人对外资股权在运营效率方面的溢出效应进行深入的实证分析，而国外学者的研究基本上聚焦在国外的股市。本文选取了五年的数据来考察外资股权的溢出效应、外资持股影响的途径，因此本文的研究角度有一定的创新性。

2、研究方法上的创新

通过对前人的研究阅读后发现，国内学者的研究通常专注于某一个角度，即要么考察股权结构，要么是公司治理指标。本文则在股权结构的基础上，加入运营效率、董事会特征、资产管理指标、地区因素以及企业性质等，多角度考察它们对公司经营绩效的影响。另外，目前国内学者的研究方法，主要集中在事件研究法、案例分析法等，具体的研究模型集中在截面分析、时间序列分析，研究面板数据较少。本文选取了 2008 年至 2012 年的数据，通过多角度考察外资股权的溢出效应，同时运用面板回归分析方法。

3、更新更丰富数据的引入

本文在综合考虑了数据的获取难易、数据的完整性以及数据的可靠性后，选取了 2008 年至 2012 年中国上市公司的各项指标数据来做实证分析。一方面，2008 年后资本市场中存在外资股权的公司具有一定数量，研究样本更为丰富，选取样本选择到 2012 年，数据较新，经过多年股权持有，外资股权的影响也逐渐体现出来，此时对外资股权溢出效应的研究具有一定的准确性。通过数据整理，2008 年至 2012 年五年中一直保持有外资股权的上市公司共 156 家^⑤，经济变量的选取有 10 个，数据丰富，研究结果有一定统计意义。

^⑤ 基于一定原则剔除了部分样本而得到的结果，剔除原则详见第五章“数据来源”。

第二章 相关理论分析与文献综述

一、 概念与定义

外资股权 (Foreign Ownership) 是指境外投资机构和境外投资个人通过其合法资产投入国内上市公司从而持有上市公司的股份。在本文当中, 重点考察前十大股东中的来自境外投资机构和投资个人的股东所持有上市公司股份所占的总股权比例。

股权结构 (Shareholding Structure) 是指在股份公司的总股本中, 不同的股票持有主体所持有的股权占总股本的比例, 以及他们之间相互关系。目前, 在我国, 根据性质不同可以划分为国家股、法人股、公众股等不同投资者持股。国家股指有权代表国家来行使股东权利的政府机构或部门所持有的股份, 法人股是指法人依法将所持有的资产投入股份公司所持有的股份, 公众股则指自然人以其财产投入公司所持有的股份。股份公司根据股权结构形成了公司的治理结构, 而公司治理结构则会影响公司的运营, 进而影响公司在市场上的表现。

溢出效应 (Spillover Effect) 是指当一项活动展开后对相关的人或事物产生了影响。Blomstrom (1998) 就提到了跨国企业进入所产生的溢出效应。他认为, 跨国企业进入新市场, 尤其是新兴市场, 通过先进的技术、雄厚的资本和高水平的公司治理, 跨国公司影响了当地企业, 促使当地企业“尽其力”赶上这些“外来者”, 从而提高了当地企业的经营水平, 提高了该行业的水平和市场整体水平, 这就是跨国公司产生的溢出效应。

在本文当中, 我们认为外资股权的加入产生了溢出效应。一方面外资企业的技术、管理、治理方式等影响了上市公司, 另一方面市场上的其他公司以及整体市场也受到了外资的影响, 通过行业 and 市场的不断改善, 又反过来影响了该上市公司, 从而影响了公司绩效水平。

公司运营效率 (Operating Efficiency) 指的是公司利用自有资产的程度, 包括利用流动资产、速动资产、固定资产等, 可以用这些资产的周转率来表示。

本文中利用了总资产周转率来表示公司的运营效率。高效的运营和优秀的管理水平能使公司有较高的运营效率。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库