

国有企业混合所有真的能改善公司业绩吗？

——来自于中国上市公司的验证

马连福^{1,2},王丽丽^{1,2},张琦^{1,2}

(1.南开大学商学院, 天津 300071; 2.南开大学中国公司治理研究院, 天津 300071)

摘要: 以 2001-2013 年上交所国有上市公司为研究样本, 从国有企业混合所有制改革的两个方面: 产权主体多样性、产权融合深入性两个角度出发, 考察其对公司价值的影响, 并探索国企改革进程中中国有股权的价值效应。研究结果发现, 产权主体的多样性可以提高公司的价值, 国有企业有必要引入非国有成分的股权。此外, 在国企改革进程中, 不同混合情况下国有股的价值效应是不同的。

关键词: 混合所有制 产权主体多样性 产权融合深入性 公司业绩

中图分类号: F270.3 **文献标识码:** A

1 引言

自党的十五大第一次提出了“混合所有制经济”这个概念以来, 对国有企业所进行的产权改革就持续不断的进行着, 党的十八届三中全会又一次明确指出“积极发展混合所有制经济”, 并强调“国有资本、集体资本和非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济是基本经济制度的重要实现形式”。混合所有已成为我国国有企业产权改革的重要方向。

我国国企改革的三十余年历程中, 经历了“放权让利”、“制度创新”、“国资发展”三个主要阶段, 取得了巨大的成就(黄群慧, 余菁, 2013), 然而这些成就多半是 20 世纪末改革的红利。与非国有企业相比, 国有企业依旧面临着复杂的问题, 据统计, 我国国有企业的亏损率超过了 35%, 而非国有企业的亏损率仅约 10%, 此外国有企业的创新效率也远低于非国有企业, 中国科技统计研究发现国有企业每 100 名研发人员的有效专利数量为 3.7, 而民营企业的这一数字则为 7.4(张文魁, 2013), 不难发现非国有企业的效率要远远高于国有企业, 因此对国有企业进行混合所有制改革, 积极引入非国有资本, 是国企改革的一条重要路径。

多年来, 国有企业中国有股权一股独大, 占据着绝对控制地位, 国企内部权利严重不平等, 独断专行的现象时有发生, 公司治理机制没有发挥其应有的作用。规范的现代企业制度要求企业的股权多元化, 而混合所有正是顺应现代企业制度改革的重要途径。从理论上来说, 微观层次的混合所有制经济, 就是不同所有制性质的投资主体共同出资组建企业, 是一种企业资本的组织形式, 是以市场为基础, 国有资本与非国有资本交叉持股、相互融合, 从而形成高效的资源配置。同时, 混合所有制企业也能够以产权多元化为基础, 逐步提高公司的市场化程度, 提升公司的运营效率, 进而提高公司价值。事实上, 十一届三中全会以来的国有企业改革, 包括放权让利、股份制改革、国有股减持、股权分置改革等都是共有企业建立现代企业制度的具体行动, 同时也是进行混合所有制改革必要的前期探索。

微观层次的混合所有制经济中包含了不同性质的产权主体, 而这些不同的产权通常都代表了不同的资源, 通常国有股权代表的是物质资本、资金资本等要素, 外资股权则代表着完

善的制度要素，例如公司治理等，而职工股权则是人力资本要素的代表（刘小玄、李寿喜，2007）。这些不同的要素对于每个公司而言都是必不可少的，然而在目前的不完全竞争市场条件下，所有资源并不能够完全通过市场竞争来获取，因此股权就成为获取不同资源要素的重要途径之一。然而对每个企业而言，最优的股权结构并非一成不变的，在不同的市场环境以及不同的发展阶段中，企业吸收不同性质资本的比例会随其需要的变化而不断进行动态调整。基于此，本文以 2001-2013 年上海证券交易所的上市公司为样本，从混合所有制“产权主体的多样性”及“产权融合的深入性”出发，检验不同性质的股权交叉持股、相互融合在不同的市场环境和不同的企业发展阶段中，对企业发展的具体作用。

2 研究框架及研究假设

混合所有制作用于公司绩效的影响因素包含了两个方面：第一类为公司内部因素。混合所有的股权结构事实上就是不同性质的股权进行博弈最终形成的权力配置，而这种权利配置最终会体现在公司治理的有效性中，从而影响公司的微观决策，并影响公司的市场表现和财务绩效。具体来说可以细分为：产权主体的多样性和产权融合的深入性。多种性质的产权主体成为公司的股东一方面能够为公司提供不同的资源，降低公司资源获取的成本，另一方面多中性质的产权主体相互融合，可以形成有效的制衡局面，防止“一股独大”现象发生，减少大股东“隧道挖掘”行为，从而有助于提升公司的绩效。第二类是外部因素，主要就是外部制度环境的影响。制度环境的作用主要通过市场和产权保护来影响一个公司实施混合所有制改革的进程。制度环境是否完善决定了市场机制对资源配置的作用是否得到充分发挥，同时规范的市场环境也会让股东和公司管理层更加关注公司价值最大化（Fan et al., 2009），

2.1 产权主体的多样性与公司绩效

经济变革中的国家，国有企业的改革方向一直是改革的重中之重，学术界对此也进行了深入的研究，最具代表性的就是产权学派。产权学派认为国企的低效率是天然的，主要有三个原因：首先作为国有企业实际控制人的政府部门不是合格的所有者，其与企业间存在着复杂的委托代理关系，从而导致国有企业业绩不良（Shapiro and Willig, 1990）；其次难以避免的政企关系，导致公司中存在着政治家和政府官员的身影，或是与他们存在紧密关系的其他人，这些官员可能会存在腐败行为，利用权力，掠夺企业的财富，导致企业价值减少；再次政府部门错综复杂的目标导致其不能像非国有企业单纯的追求企业利润最大化，还要兼顾社会利益，承担一定的社会目标（Shleifer and Vishny, 1993），而且这些目标还会随着政府领导者的更替而有所变化，这必然导致国有企业效率降低，无法实现公司效率的最大化。因此，不难发现在竞争性市场中，非国有股权的效率明显高于国有股权（Shleifer, 1998；方轶强等，2006）。李稻葵、武常岐（2005）通过对 680 家国企的数据进行对比，也发现丰富产权主体，减少政府对企业的控制是国有企业改革的重要路径。

我国国企改革历程中重要的一环就是民营化，顾名思义，民营化就是国有控股股东将其持有的股权转让给民营企业，从而实现企业控制权的转移。从 20 世纪 90 年代起，国有企业民营化的进程在深度和广度上都有了重要的突破（张维迎、栗树和，1998）。国内外很多学者研究了民营化对于公司绩效的影响，发现国有企业的民营化可以提高企业的效率，并认为公司效率的提升主要原因是产权主体的明晰以及产权主体变更后对经理层激励的改善（Megginson 和 Netter, 2001；Estrin et al. 2009；刘小玄，2004；胡一帆等，2006；李广子和刘力，2010）。然而民营化过程中也存在一些不可避免的问题，一些企业民营化的初衷并非提升公司价值。王红领、李稻葵和雷鼎鸣（2001）指出政府放弃国有企业的产权动力来自于财政的压力，通过民营化政府停止对亏损企业的补贴，而且出售国有资产可以增加财政收入。Makhija（2004）研究发现在新兴经济体中重组会降低公司价值，而且在不完善的制度环境下，新兴经济体大规模的内部市场扮演了重要的作用。可以说国有企业彻底民营化并非

是提升国有企业自身价值的最佳路径，因此在中国的“渐进式”改革过程中，由于外部环境不够完善，国有企业通常通过减持国有股权，转变为混合所有制企业，国家还保留一定的股份（李涛，2002）。

20世纪90年代中期开始，我国政府就开始尝试通过国有股减持来进行国有企业改革。党的第十五届四中全会中通过了《关于国有企业改革和发展若干问题的决定》中，其中明确指出可以“在不影响国家控股的前提下，适当减持部分国有股”，这是国有股减持的法律基础，但这种通过证券市场减持国有股的方式遭遇了极大的阻力，主要原因在于减持价格的不合理，我国股份制改革的实践也证明了国有股减持并不能够提升公司的业绩，2002年上市公司停止了这种做法。2007年股权分置改革基本完成后，国有股减持被重新提出，政策层也制定了一系列相关制度，中央企业纷纷上市融资，市场机制得到一定程度的完善，并提供了对国有企业的监督，这在一定程度上有助于国有企业健康的运行。国内外很多学者的研究发现当国有企业的控制权由政府转向非政府时，公司的中长期业绩会有显著提升，但如果无偿划转或有偿转让给其他国有机构时，公司的绩效并没有发生显著的改变（Bolton和Thadden, 1998；徐莉萍等，2005），刘小玄、李寿喜（2007）的研究也发现混合股权企业的绩效显优于非混合股权企业。

基于上述分析，本文提出假设H1：公司产权主体越丰富，公司绩效表现越好。

2.2 产权融合的深入性与公司绩效

尽管混合所有制企业产权主体的多样性会对公司业绩产生一定的影响，但这种影响的程度还可能因为产权融合深入性的不同而存在着显著的差异。公司的不同产权主体为了获得其他股东的支持，就会更努力地行使其权力，并监督其他股东，努力减少控股股东对其利益的侵占，抑制其“隧道行为”（Gomes和Novaes，2005）。一些学者研究了公司不同产权主体的持股比例与公司绩效之间的关系，发现国有股比例与公司绩效的变化存在着负向的相关关系，而非国有比例与公司业绩之间显著正相关，并认为公司中非国有股的作用之所以没有得到充分发挥，主要原因就是国有股比重仍然过大（Xu和Wang，1999；Sun和Tong，2003；刘小玄等，2005a，b）。因此，不同产权主体之间的相互制衡对于提高公司业绩的影响是不可忽视的，很多学者发现公司股权制衡能够减少公司被大股东掏空的程度（李增泉等，2004），改善公司业绩（陈信元、汪辉，2004；白重恩等，2005；徐向艺、张立达，2008；陈德萍、陈永圣，2011）。Laeven和Levine（2009）以西方制造业上市公司为样本，发现当第二大股东的持股比例足以与第一大股东相抗衡时，提高第二大股东持股比例会增加公司的价值。涂国前、刘峰（2010）的研究发现不同性质股东的制衡作用效果不同，民营制衡股东的制衡作用较为明显。

可以说，在我国这个新兴的资本市场中，股权制衡在一定程度上起到了约束大股东“隧道行为”的作用，那么从产权性质的角度来看，在混合所有制企业中不同性质产权之间制衡关系预计也可以起到一定的约束作用，从而规范大股东的行为，发挥其在公司治理中应有的作用，尤其是在产权主体多样的前提下，不同产权主体的制衡关系对于提升公司绩效的作用更为明显。

基于上述分析，本文提出以下假设：

H2a：产权融合程度越高，公司绩效表现越好。

H2b：产权主体多样性越高，产权融合深入性的价值效应越显著。

3 数据描述和比较分析

3.1 样本的选取

本文以 2001-2013 年在上海证券交易所上市的公司为样本（为了更为充分地考察国有企业混合所有制改革的进程，本文选取的上市公司均为 2001 年以前已经在上海证券交易所上市的公司），剔除了 2001 年当年公司的实际控制人为非国有的公司，并根据张文魁（2013）剔除了自然垄断类企业（包括电力、基础电信及自来水、燃气等）、关系国家安全的企业（如航空航天类等）、承担普遍性服务及提供重要公共产品的企业（如邮政企业等），此外还剔除了金融业上市公司、样本期间曾被 st 的上市公司以及无法在 ccer、resset 数据库中找到相关数据的上市公司，最终本文选取了 226 个公司作为样本，共涵盖 2938 个公司年数据，是一个平衡面板数据。

3.2 主要变量的测度

（1）产权主体的多样性

由于无法从年报及其他信息来源中获取上市公司不同性质的股权持股情况，所以本文根据 2001-2013 年样本公司年报中披露的前十大股东，并依据每个公司的定期报告、网站等信息来源逐一判断每个股东的性质（如果股东本身也是上市公司，则依据其实际控制人的性质来进行判断）。本文将前十大股东的性质共区分为五类：国有、外资、民营、机构和自然人，但本文仅以国有、外资和民营三个性质的股东为研究对象，机构和自然人两类股东未作为主要研究对象。依据每个上市公司国有、外资、民营股东的持股情况，本文将样本上市公司的产权主体多样性分成了七类：1：前十大股东中不包含国有、外资、民营三类性质的股东，仅有机构和自然人；2：仅有民营；3：仅国有；4：外资+民营；5：国有+民营；6：国有+外资；7：国有+外资+民营。

（2）产权融合的深入性

本文依据对样本公司前十大股东性质的判断，计算出前十大股东中国有、外资、民营三类性质股权的持股比例。由于本文研究的对象是 2001 年已经在上交所上市的国有企业，在研究期间的最前端国有股权都占据了较大的比例，而混合所有的股权能否发生作用，关键就在于外资和民营两类股权的是否真正行使了自身的权力，所以本文以外资和民营持股比例之和作为产权融合深入性的代理变量，并以外资和民营持股比例之和减去国有持股比例之差作为产权融合制衡度的代理变量，此外还将前十大股东中机构和自然人的持股比例作为控制变量进行控制。

（4）公司绩效的测度

公司绩效包含了财务指标和市值两个方面，本文借鉴了曹廷求、杨秀丽、孙玉光（2007）以及田利辉（2005）的做法，以资产收益率、以及每股盈余作为公司绩效的衡量指标。

（5）其他控制变量

本文选取了高管持股比例、机构投资者持股比例、股权集中度、公司规模、资本结构、公司年龄等作为控制变量，同时，本文还设置了年度虚拟变量和行业虚拟变量，具体变量名称、含义及计算方法见表 1。

表 1 主要变量名称、含义及计算方法

变量名	变量描述
Eps	每股盈余
Roa	资产收益率

Mix	产权主体多样性：0-前十大股东中不包含国有、外资、民营三类性质的股东，仅有机构和自然人；1-前十大股东中仅包含国有、外资、民营三类股东中的一种；2-前十大股东中包含国有、外资、民营三类股东中的两种；3-前十大股东中包含国有、外资、民营三类股东。
Mixtype	混合类型：1-前十大股东中不包含国有、外资、民营三类性质的股东，仅有机构和自然人；2-仅有民营；3-仅国有；4-外资+民营；5-国有+民营；6-国有+外资；7-国有+外资+民营。
Mixratio	产权融合深入性：以前十大股东中的外资与民营持股比例之和来衡量。
Restriction	产权融合制衡度：以外资和民营持股比例之和减去国有持股比例之差来衡量。
Manager	高管持股比例：高管持股数量/公司普通股总股数
Institution	机构投资者持股比例：以前十大股东中机构投资者的持股比例来衡量
Concentration	股权集中度：以前十大股东持股比例的赫芬达尔指数来衡量。
Size	公司规模：公司年末总资产的自然对数
Lev	资本结构：总负债/总资产
Environment	制度环境：公司注册地所在省份当年 GDP 占全国 GDP 的比值
Age	公司年龄
Industry	行业
Year	年度

3.3 描述性统计分析

本文以 2001 年-2013 年为研究期间，时间跨度较大，对研究样本上市工地的混合所有股权结构提供了较好的数据分析基础。根据统计，我们发现在 226 个样本公司中在 13 年内共有 48 家发生了实际控制人转移，发生转移的样本公司中有 79.17% 变为民营企业。从国有股权持股类别的角度来看，在 2938 个公司观测值中国有股权占据绝对控股地位的样本量达到了 1079 个，国有股权相对控股的样本量达到了 852 个，国有股权仅参股的样本量为 830 个，还有 177 个样本中国有股权彻底退出了历史舞台，不再持有公司的股权。从样本公司个体来看，其中有 47 家公司 13 年间国有股权一直保持绝对控股地位，有 8 家上市公司在 13 年间国有股权由相对控股变为绝对控股，其余 171 家样本公司的国有股权比例均在不同程度上有所降低。不同国有持股类型的公司业绩比较见表 2。

表 2 不同国有持股类型的公司业绩比较

国有股权持股类型	每股盈余均值	资产收益率	样本量
绝对及相对控股	0.2684	0.0348	1931
参股或无国有股	0.2525	0.0359	1007
合计	0.2580	0.0351	2938

从表 2 中可以看出国有控股的样本上市公司的每股盈余均值、市净率均值以及资产收益率都低于参股或无国有股的两类公司的均值,可以在一定程度上反映出国有股比例的降低能够提升公司的业绩表现。

而当公司中存在外资股东时,存在外资股东的样本上市公司每股盈余均值、市净率均值以及资产收益率都高于没有外资股东的样本均值,具体见表 3。

表 3 不同外资持股类型的公司业绩比较

外资股权持股类型	每股盈余均值	资产收益率	样本量
有外资股	0.3361	0.0380	574
无外资股	0.2390	0.0344	2364
合计	0.2580	0.0351	2938

本文还进一步对不同民营股东持股类型中样本公司的业绩表现,通过对比发现民营绝对和相对控股的样本公司每股盈余均值、市净率均值以及资产收益率均值均高于民营参股及无民营股的公司,具体见表 4。

表 4 不同民营持股类型的公司业绩比较

民营股权持股类型	每股盈余均值	资产收益率	样本量
民营控股	0.3000	0.0444	217
参股或无民营股	0.2546	0.0344	2721
合计	0.2580	0.0351	2938

通过上面三个分类对比,不难发现民营股权和外资股权进入国有控股企业,形成混合的股权结构有利于提高公司的财务绩效和 market 价值。表 5 列出了各变量的描述性统计结果。总体来看,样本公司的国有股比例在 2001-2013 年间有了较一定的下降,但平均来看依然处于相对控股地位。外资股权和民营股权在样本公司中的地位有了一定的提升,但均值依旧较低。从混合所有的产权融合深入性来看,混合还不够深入,平均值仅为 9.2575。而从混合所有的产权融合制衡度来看,民营和外资企业与国有企业的持股比例差距较大,平均制衡度仅为 -31.2219。

表 5 变量描述性统计

变量	mean	sd	min	max
Eps	0.2580	0.3687	-1.8999	2.6974
Roa	0.0351	0.0486	-0.3383	0.4337
State	40.4794	20.1218	0.0000	87.6468
Foreign	1.8758	6.8366	0.0000	60.0000
Private	7.3817	14.9584	0.0000	86.4024

Mixratio	9.2575	15.7958	0.0000	86.9199
Restriction	-31.2219	32.4101	-87.6468	85.7824
Manager	0.0181	0.1392	0.0000	4.5194
Institution	3.9942	5.3525	0.0000	58.7622
Concentration	0.2032	0.1427	0.0058	0.7265
Size	21.8190	1.0793	19.1776	26.6466
Lev	0.5094	0.1688	0.0424	1.0564
Age	12.5089	4.8281	1.0000	28.0000
Environment	0.0458	0.0253	0.0027	0.1209

4 实证结果与分析

4.1 产权主体的多样性与公司绩效

为了验证假设 1，本文设定了如下待验模型：

$$Performance_{it} = \alpha + \beta_1 * Mix + \beta_2 * Institution + \beta_3 * Manager + \beta_4 * Size + \beta_5 * Lev + \beta_6 * Age + \beta_7 * Environment + \beta_8 * Industry + \beta_9 * Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中被解释变量公司绩效包含财务绩效和市值两个方面，本文借鉴了田利辉(2005)、曹廷求(2009)选取 roa 及 eps 作为公司绩效的代理变量。同时在模型中还控制了前十大股东中机构投资者持股比例、高管层持股比例、公司规模、资本结构、公司年龄、制度环境、行业与年度，其中行业分类是按照证监会 2012 年行业分类标准进行分类。

此外，为了进一步验证不同混合类型样本公司的国有、民营、外资股比例对于公司绩效的影响，本文对不同混合类型的样本进行回归分析，设定的待验模型如下：

$$Performance_{it} = \alpha + \beta_1 * State + \beta_2 * Foreign + \beta_3 * Private + \beta_4 * Institution + \beta_5 * Manager + \beta_6 * Size + \beta_7 * Lev + \beta_8 * Age + \beta_9 * Environment + \beta_{10} * Industry + \beta_{11} * Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

由于混合类型 1 和 4 的样本数量较少，因此本文未将这两类样本单独进行回归分析，其余模型的回归结果如表 6 所示。

表 6 产权主体的多样性与公司绩效

		mixtype_7	mixtype_6	mixtype_5	mixtype_3	mixtype_2
	eps	roa	roa	roa	roa	roa
mix_1	0.538*	0.0618*				
	(0.285)	(0.0374)				
mix_2	0.523*	0.0602				
	(0.285)	(0.0375)				

mix_3	0.603**	0.0668*					
	(0.285)	(0.0375)					
State			0.000263	0.000201	0.000466***	0.000914***	
			(0.000239)	(0.000181)	(0.0000868)	(0.000134)	
Foreign			0.000505**	0.000394*			
			(0.000248)	(0.000206)			
Private			0.000916***		0.000840***		0.000807***
			(0.000339)		(0.000107)		(0.000267)
Institution	0.0215***	0.00255***	0.00374***	0.00358***	0.00209***	0.00338***	0.00234***
	(0.00113)	(0.000149)	(0.000669)	(0.000474)	(0.000214)	(0.000314)	(0.000635)
Manager	0.824***	0.120***	-0.0562	0.173	0.121***	0.162***	0.178*
	(0.189)	(0.0248)	(0.0894)	(0.141)	(0.0333)	(0.0578)	(0.0903)
Size	0.129***	0.00932***	0.0114***	0.00870***	0.00697***	0.00784***	0.00341
	(0.00627)	(0.000824)	(0.00342)	(0.00222)	(0.00131)	(0.00176)	(0.00441)
Lev	-0.413***	-0.101***	-0.0827***	-0.0976***	-0.103***	-0.0936***	-0.133***
	(0.0366)	(0.00481)	(0.0194)	(0.0128)	(0.00674)	(0.00980)	(0.0308)
Age	-0.00510***	-0.000174	0.00141	-0.000971	0.00101***	0.00234***	0.00411***
	(0.00188)	(0.000247)	(0.00101)	(0.000815)	(0.000375)	(0.000634)	(0.00140)
Environment	-0.128	-0.0247	-0.181	-0.156*	0.00408	-0.0523	-0.348*
	(0.218)	(0.0287)	(0.131)	(0.0929)	(0.0383)	(0.0573)	(0.182)
industry	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
year	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
_cons	-3.103***	-0.194***	-0.211***	-0.132**	-0.115***	-0.136**	-0.0519
	(0.320)	(0.0420)	(0.0769)	(0.0602)	(0.0292)	(0.0529)	(0.0938)
<i>N</i>	2938	2938	216	341	1457	747	159
adj. <i>R</i> ²	0.296	0.243	0.262	0.399	0.256	0.329	0.268

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

从表 6 的回归结果来看,与前十大股东中仅有机和自然人的样本公司相比,存在国有、民营及外资股东的样本公司无论是市场价值 (eps) 还是财务绩效 (roa) 表现都较好,而且根据产权主体多样性 (mix) 的系数,可以发现当国有、民营和外资三种性质股东并存时,产权主体多样性的贡献度最大,比仅有一种性质的股东及存在两种性质的股东的贡献度都要高,因此可以说多样化的产权主体可以提升公司的财务绩效。

从不同的混合类型来看，当公司中同时存在国有、民营及外资三种性质的股东时（即 *mixtype* 为 7），民营及外资股东的持股比例越高，公司的绩效表现越好，而国有股比例在统计上没有表现出显著性。当公司中同时存在国有及外资股东时（即 *mixtype* 为 6），外资股东的持股比例越高，公司的绩效表现越好。当公司中同时存在国有及民营股东时（即 *mixtype* 为 5），民营股东的持股比例越高，公司的绩效表现越好，而且从系数来看，民营股东比国有股东的贡献度要高。根据上述 7 个回归分析结果，可以说国有控股企业引入外资股东及民营股东是有必要的，外资股东对于完善的公司治理有着较高的要求，而民营资本天然的逐利性对于国有控股企业绩效的提升也发挥了一定的作用，国有股权本身代表的是物质资本和资金资本，这三类资本的融合给企业带来了不同的资源要素，而且也降低了企业获取相关资源的成本，并促使企业满足外部环境的合规性要求。

4.2 产权融合的深入性与公司绩效

为了验证假设 2，本文设定了如下待验模型：

$$\text{Performance}_{it} = \alpha + \beta_1 * \text{Mixratio} + \beta_2 * \text{Institution} + \beta_3 * \text{Manager} + \beta_4 * \text{Concentration} + \beta_5 * \text{Size} + \beta_6 * \text{Lev} + \beta_7 * \text{Age} + \beta_8 * \text{Environ} + \beta_9 * \text{Industry} + \beta_{10} * \text{Year} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中解释变量 *mixratio* 为产权融合深入性的代理变量，用前十大股东中的外资与民营持股比例之和来衡量。同时在模型中还控制了前十大股东中机构投资者持股比例、高管层持股比例、股权集中度、公司规模、资本结构、公司年龄、制度环境、行业与年度。

此外，为了进一步验证产权融合的深入性对于公司绩效的影响，本文还以外资和民营持股比例之和减去国有持股比例之差作为产权融合制衡度的代理变量，来进一步验证产权融合深入性对于公司绩效的影响，设定的待验模型如下：

$$\text{Performance}_{it} = \alpha + \beta_1 * \text{Restriction} + \beta_2 * \text{Institution} + \beta_3 * \text{Manager} + \beta_4 * \text{Concentration} + \beta_5 * \text{Size} + \beta_6 * \text{Lev} + \beta_7 * \text{Age} + \beta_8 * \text{Environment} + \beta_9 * \text{Industry} + \beta_{10} * \text{Year} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

表 7 产权融合深入性与公司绩效

	(1)	(2)	(3)	(4)
	eps	roa	eps	roa
<i>mixratio</i>	0.00187*** (0.000351)	0.000265*** (0.0000458)		
<i>Restriction</i>			0.000494*** (0.000190)	0.0000946*** (0.0000248)
<i>Institution</i>	0.0221*** (0.00114)	0.00268*** (0.000148)	0.0220*** (0.00114)	0.00265*** (0.000149)
<i>Manager</i>	0.855*** (0.189)	0.126*** (0.0247)	0.889*** (0.190)	0.128*** (0.0248)
<i>Concentration</i>	0.228*** (0.0471)	0.0425*** (0.00615)	0.260*** (0.0502)	0.0493*** (0.00655)

size	0.119*** (0.00672)	0.00741*** (0.000878)	0.119*** (0.00675)	0.00739*** (0.000881)
Lev	-0.407*** (0.0369)	-0.0993*** (0.00482)	-0.395*** (0.0370)	-0.0980*** (0.00483)
Age	-0.000186 (0.00202)	0.000700*** (0.000264)	-0.00114 (0.00202)	0.000583** (0.000263)
Environment	-0.312 (0.218)	-0.0523* (0.0285)	-0.263 (0.219)	-0.0470* (0.0285)
Industry	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control
_cons	-2.451*** (0.158)	-0.106*** (0.0207)	-2.412*** (0.159)	-0.101*** (0.0207)
<i>N</i>	2938	2938	2938	2938
adj. <i>R</i> ²	0.304	0.261	0.299	0.256

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

从表 7 的回归结果可以发现, 样本公司的民营及外资股东持股比例越高, 公司的财务绩效和市值也越高, 进一步地当民营及外资股东持股比例与国有股东持股比例之差越大时, 公司的财务绩效和市值也越大。当公司中存在非国有性质的股东时, 无论是追求完善的公司治理的外资股东, 还是天然逐利的民营股东, 都会在一定程度上给国有控股企业增添活力, 改善长久存在于国有企业中“一股独大”带来的弊端。此外, 从回归结果来看, 当民营及外资股东的股权能够制衡国有股权时, 国有企业“一股独大”的现象可以在一定程度上改善, 不同性质的股东相互制约和监督, 形成利益共同体, 从而促进公司绩效的提升。

4.3 进一步分析: 国企改革的历程中国有股的价值效应

1999 年十五届四种全会明确指出了“在不影响国家控股的前提下, 适当减持部分国有股”, 自此国有股权正式拉开了减持帷幕, 其后国企改革经历了国有股减持、股权分置改革到全流通等几个阶段。为了进一步分析在国有企业改革的历程中, 不同混合情况下国有股的价值效应, 本文将样本区间划分为 3 个时间段, 具体为 2000-2004 年的国有股减持阶段、2005-2008 年的股权分置改革阶段、2009-2013 年的全流通阶段, 具体待验模型如下:

$$\text{Performance}_{it} = \alpha + \beta_1 * \text{State} + \beta_2 * \text{State} * \text{Mix} + \beta_3 * \text{Foreign} + \beta_4 * \text{Foreign} * \text{Mix} + \beta_5 * \text{Private} + \beta_6 * \text{Private} * \text{Mix} + \beta_7 * \text{Institution} + \beta_8 * \text{Manager} + \beta_9 * \text{Size} + \beta_{10} * \text{Lev} + \beta_{11} * \text{Environ} + \beta_{12} * \text{Age} + \beta_{13} * \text{Industry} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

表 8 国企改革的历程中国有股的价值效应

	2000-2004	2005-2008	2009-2013
	Roa	Roa	Roa

State	0.000396*** (0.000151)	0.000793*** (0.000139)	0.000548*** (0.000124)
State*Mix	0.0000119 (0.0000484)	-0.000124** (0.0000514)	-0.0000721 (0.0000517)
Foreign	-0.000447 (0.000939)	-0.000822 (0.000928)	0.000336 (0.000884)
Foreign*Mix	0.000173 (0.000384)	0.000662* (0.000393)	0.000163 (0.000355)
Private	0.000231 (0.000388)	0.000470** (0.000212)	0.000203 (0.000199)
Private*Mix	0.000254 (0.000208)	0.000163 (0.000116)	0.000311*** (0.000118)
Institution	0.00206*** (0.000349)	0.00303*** (0.000243)	0.00302*** (0.000233)
Manager	0.116** (0.0566)	0.136** (0.0547)	0.108*** (0.0329)
Size	0.00883*** (0.00163)	0.0102*** (0.00152)	0.00546*** (0.00138)
Lev	-0.0789*** (0.00852)	-0.0942*** (0.00863)	-0.115*** (0.00776)
Environment	0.0536 (0.0531)	-0.123** (0.0501)	-0.0363 (0.0456)
Age	-0.000639 (0.000482)	0.000791* (0.000480)	0.00122*** (0.000388)
Industry	Control	Control	Control
_cons	-0.151*** (0.0391)	-0.204*** (0.0366)	-0.0900*** (0.0329)
<i>N</i>	904	904	1130
adj. <i>R</i> ²	0.188	0.301	0.318

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

表 8 列示了不同时间段中, 国有股持股比例与公司价值之间的关系, 在国有股减持阶段, 即 2001-2004 年, 从统计结果来看, State 与 Roa 显著正相关, 可以说明在国有股减持阶段, 国有股比例越高, 其价值效应越明显, 另外, State*Mix 系数虽不显著, 但存在正相关关系, 可以在一定程度上反映出产权主体越多时, 国有股的作用也越大。在股权分置改革阶段, 即 2005-2008 年, State 与 Roa 同样显著正相关, 可以说明在股权分置改革阶段, 国有股比例越高, 价值效应越明显, 但是 State*Mix 系数显著负相关, 说明该阶段中, 国有股的价值效应随着产权主体的增加而降低, 此时价值效应较为显著的是民营股东。在全流通阶段, 即 2009-2013 年, State 与 Roa 也正相关, 可以说明在该阶段下, 国有股比例越高, 价值效应越明显, 但是此时 State*Mix 系数也存在着负向关系, 可以反映出全流通阶段, 国有股的价值效应也随着产权主体的增加而降低, 此时民营股东和外资股东均体现出了价值效应。

4.4 稳健性检验

为了考察研究结果的稳健性, 本文对各回归结果做了以下稳健性检验: 首先本文减少了样本数量, 仅选取 2012 年一年作为样本重新进行检验, 结果无实质性差异。其次, 本文还采用了面板数据方法进行了分析, 根据 Hausman 检验确定应该使用固定效应模型, 经过统计分析, 主要研究结论没有显著变化。

5 研究结论

国有企业改革从来都是中国经济改革的重要举措, 中国经济转轨的特定背景也决定了国有企业的外部治理环境不断变化, 本文以 2000-2013 年上市公司 (2001 年为国有控股公司) 为对象, 考察了混合所有制 (包括产权主体的多样性和产权融合的深入性) 与公司价值之间的关系。本文研究发现, 产权主体的多样性可以提高公司的价值, 而且当国有、民营和外资三种性质股东并存时, 对公司业绩的贡献度最大。

从产权混合的类型来看, 当公司中同时存在国有、民营及外资三种性质的股东时, 民营及外资股东的持股比例越高, 公司的绩效表现越好, 当公司中同时存在国有及外资股东时, 外资股东的持股比例越高, 公司的绩效表现越好。当公司中同时存在国有及民营股东时, 民营股东的持股比例越高, 公司的绩效表现越好。因此, 可以说国有控股企业引入外资股东及民营股东是有必要的, 三类性质的资本相互融合给企业带来了不同的资源要素, 而且也降低了企业获取相关资源的成本, 并促使企业满足外部环境的合规性要求, 最终提升了公司的价值。

此外, 本文还发现国企改革进程中, 不同混合情况下国有股的价值效应是不同的, 在国有股减持阶段, 三类性质的股权中国有股的价值效应最为明显; 在股权分置改革阶段中, 国有股的价值效应随着产权主体的增加而降低, 而该阶段中价值效应较为显著的是民营股东。在全流通阶段, 国有股的价值效应也随着产权主体的增加而降低, 该阶段民营股东和外资股东的价值效应较为明显。

中国国有企业的改革是一个复杂的演进过程, 考察我国国有企业混合所有制改革的经济后果, 必须考虑外部制度环境的影响, 而且国有股在公司中的地位并非一成不变, 受到公司内外部不同因素的影响, 并且会随着因素的变化而变化。需要说明的是, 本文的研究对象存在着一定的局限性, 研究结论不一定适用于其他上市公司, 也不一定适用于非上市公司, 而且混合所有制改革作用于公司绩效的内在路径, 也有待于进一步研究。

参考文献

[1] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 2005, 《中国上市公司治理结构的实证研究》, 《经济研究》, 第 5 期。

- [2]曹廷求,杨秀丽,孙宇光,2007,《股权结构与公司绩效:度量方法和内生性》,《经济研究》,10:126-137。
- [3]陈德萍,陈永圣,2011,《股权集中度,股权制衡度与公司绩效关系研究——2007-2009年中小企业板块的实证检验》,《会计研究》,第1期。
- [4]陈德球,魏刚,肖泽忠,2013,《法律制度效率,金融深化与家族控制权偏好》,《经济研究》,10:55-68。
- [5]陈信元,汪辉,2004,《股东制衡与公司价值:模型及经验证据》,《数量经济技术经济研究》,第11期。
- [6]杜莹,刘立国,2002,《股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分析》,《管理世界》,第11期。
- [7]樊纲、王小鲁、朱恒鹏,2011:《中国市场化指数:各地区市场化相对进程2011年报告》,经济科学出版社。
- [8]方军雄,2006,《市场化进程与资本配置效率的改善》,《经济研究》,5:50-61。
- [9]方轶强、夏立军、李莫愁,2006,《控制权转移后公司业绩变化的影响因素分析——基于效率理论和管制理论的解释》,《财经研究》第1期。
- [10]胡一帆、宋敏、张俊喜,2006,《中国国有企业民营化绩效研究》,《经济研究》第7期。
- [11]雷光勇,刘慧龙,2007,《市场化进程,最终控制人性与现金股利行为——来自中国A股公司的经验证据》,《管理世界》,7:120-128。
- [12]李广子、刘力,2010,《上市公司民营化绩效:基于政治观点的检验》,《世界经济》第11期。
- [13]李琳,刘凤委,卢文彬,2009,《基于公司业绩波动性的股权制衡治理效应研究》,《管理世界》,5:145-151。
- [14]李增泉,孙铮,王志伟,2004,《“掏空”与所有权安排》,《会计研究》,12:3-13。
- [15]刘小玄,2004,《民营化改制对中国产业效率的效果分析——2001年全国普查工业数据的分析》,《经济研究》第8期。
- [16]刘小玄,李利英,2005,《改制对企业绩效影响的实证分析》,《中国工业经济》,3:5-12。
- [17]刘小玄,李利英,2005,《企业产权变革的效率分析》,《中国社会科学》,2:4-16。
- [18]刘小玄、李寿喜,2007,《转轨过程中混合股权公司的相对效率——中国电子电器制造业2000-2004经验数据分析》,《世界经济文汇》第二期。
- [19]罗党论,唐清泉,《中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究》,《经济研究》,2:106-118。
- [20]汤谷良,戴璐,2006,《国有上市公司部分民营化的经济后果》,《会计研究》,第9期。
- [21]田利辉,2005,《国有股权对上市公司绩效影响的U型曲线和政府股东两手论》,《经济研究》,10:48-58。
- [22]涂国前,刘峰,2010,《制衡股东性质与制衡效果——来自中国民营化上市公司的经验证据》,《管理世界》,第11期。
- [23]王红领、李稻葵、雷鼎鸣,2001,《政府为什么会放弃国有企业的产权》,《经济研究》第8期。
- [24]王小鲁、樊纲,2004,《中国地区差距:20年变化趋势和影响因素》,经济科学出版社。
- [25]徐莉萍,辛宇,陈工孟,2006,《股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响》,《经济研究》,第1期。
- [26]徐莉萍、陈工孟、辛宇,2005,《控制权转移、产权改革及公司经营绩效之改进》,《管理世界》,第3

期。

- [27]徐向艺, 张立达, 2008, 《上市公司股权结构与公司价值关系研究》, 《中国工业经济》, 第4期。
- [28]赵景文, 于增彪, 2006, 《股权制衡与公司经营业绩》, 《会计研究》, 第12期。
- [29]朱红军, 汪辉, 2004, 《“股权制衡”可以改善公司治理吗?——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究》, 《管理世界》, 第10期。
- [30]Bolton P, Thadden E L, 1998, “Blocks, liquidity, and corporate control”, *The Journal of Finance*, 1: 1-25.
- [31]Brandt L, Li H, Roberts J, 2001, “Why Do Governments Privatize?”, University of Toronto.
- Coase R H, 1937, “The nature of the firm”, *economica*, 16: 386-405.
- [32]Djankov S, Hart O, McLiesh C, 2006, “Debt enforcement around the world”, National Bureau of Economic Research.
- [33]Estrin S, Hanousek J, Kočenda E, 2009, “The effects of privatization and ownership in transition economies”, *Journal of Economic Literature*, 3: 699-728.
- [34]Gomes A R, Novaes W, 2005, “Sharing of control as a corporate governance mechanism”, working papers.
- [35]Holmstrom B, Tirole J, 1993, “Market liquidity and performance monitoring”, *Journal of Political Economy*, 3: 663-691.
- [36]Jensen M C, Meckling W H, 1976, “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of financial economics*, 4: 305-360.
- [37]Kornai J, 1992, “Socialist System”, New York: Cambridge University Press.
- [38]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R W, 1997, “Legal determinants of external finance” .
- [39]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R W, 2002, “Investor protection and corporate valuation. *Journal of finance*”, 1: 1147-1170.
- [40]Laeven L, Levine R, 2009, “Bank governance, regulation and risk taking”, *Journal of Financial Economics*, 2: 259-275.
- [41]Makhija M V, 2004, “The value of restructuring in emerging economies: the case of the Czech Republic”, *Strategic Management Journal*, 3: 243-267.
- [42]Megginson W L, Netter J M, 2001, “From state to market: A survey of empirical studies on privatization”, *Journal of economic literature*, 2: 321-389.
- [43]Shleifer A, Vishny R W, 1994, “Politicians and firms. *Quarterly Journal of Economics*”, 4: 995-1025.
- [44]Shleifer A, 1998, “State versus private ownership”, National bureau of economic research.
- [45]Sun Q, W Tong, 2003, “China Share Issue Privatization: the Extent of Its Success”, *Journal of Financial Economics*, 70: 183—222.
- [46]Wei Z, Xie F, Zhang S, 2005, “Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991

- 2001”, Journal of financial and quantitative analysis, 1: 87-108.

[47]Xu X, Y Wang, 1999, “Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies”, China Economic Review, 10: 75—98.

Can mixed ownership really improve firm performance?

MALian – fu^{1,2}, WANG Li-li^{1,2}, ZHANG Qi^{1,2}

(China Academy of Corporate Governance/Business School, Nankai University, Tianjin 300071)

Abstract: Using a sample of state-owned enterprises of 2001-2013, this paper decomposes mixed ownership into diversity of property rights and degree of property integration, and studies their impacts on corporate value. We find that the diversity of property rights can improve corporate value, and the state-owned enterprise is necessary to attract non state owned capital. In addition, in the reform process of state-owned enterprises, the value effect of state-owned equity varies widely depending on mix type.

Key words: Mixed Ownership; Diversity of Property Rights; Degree of Property Integration; Corporate Performance

收稿日期: 2015-09-10

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71372093); 国家自然科学基金重点项目(71132001)

作者简介: 马连福 (1963-), 男(汉族), 河北沧州人, 南开大学中国公司治理研究院、南开大学商学院教授, 博士生导师; 王丽丽 (1986-), 女(汉族), 江苏淮安人, 南开大学中国公司治理研究院、南开大学商学院博士研究生; 张琦 (1990-), 女(汉族), 山东滨州人, 南开大学中国公司治理研究院、南开大学商学院博士研究生。