

【国民经济】

混合所有制的优序选择：市场的逻辑

马连福^{1,2}, 王丽丽^{1,2}, 张琦^{1,2}

(1. 南开大学中国公司治理研究院, 天津 300071;

2. 南开大学商学院, 天津 300071)

[摘要] 在政策推动与生存需求的双重驱动下,发展混合所有制经济,引入非国有资本已经成为国有企业改革的方向与目标。本文以2001—2013年上海证券交易所中的国有竞争类上市公司为研究样本,依据前10大股东中国有、外资和民营三类不同性质股东的持股比例,定义了混合主体多样性、混合主体深入性以及混合主体制衡度,考察混合所有制改革对竞争类企业绩效的影响。研究结果发现,简单的股权混合并不能够改善公司的绩效表现,在完善的制度环境下,混合主体多样性才能体现出提升绩效的作用;混合主体深入性与公司绩效之间呈倒“U”型关系,当非国有股东持股比例处于30%—40%时,非国有性质股权提升绩效的作用最为显著;从混合主体制衡度看,在国有控股的企业中,外资股东的制衡效应优于民营股东。

[关键词] 混合所有制; 公司绩效; 股权制衡

[中图分类号]F270 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2015)07-0005-16

一、问题提出

在政府政策推动与国有企业生存需求的双重驱动下,混合所有制已成为国有企业改革的方向和目标。目前国内学术界讨论的热点问题之一就是国有企业的混合所有制改革问题,而且已经进入百家争鸣的“丛林”阶段,涉及为何混合、如何混合等一系列问题。在国有企业改革实践中,诸如中国建材、格力电器、中联重科、万科地产等一批企业早已利用上市机会开始进行混合所有制改革的探索,并经过长期不懈的努力已经成为行业的佼佼者。这些企业的改革逻辑和成功经验为深度探讨混合所有制改革路径提供了丰富的素材。不难发现,这些企业具备以下特征:①公司股东多元化,它们不同程度地引入了非国有性质的股东,形成了混合所有的股权结构。②国有资本占比不高,基本实现了股权治理到董事会治理的转换。③公司混合所有制改革的效果与市场化程度密切相关等。从这些企业改革的结果看,非国有资本已经逐步进入了国有企业中,与国有资本交叉持股、相互融合,形

[收稿日期] 2015-05-05

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“董事会非正式沟通对决策质量的影响研究:路径、机理及效应”(批准号71372093);国家自然科学基金重点项目“我国集团企业跨国治理与评价研究”(批准号71132001);国家社会科学基金青年项目“混合所有制企业管理层持股存在的障碍及对策研究”(批准号14CGL016)。

[作者简介] 马连福(1963—),男,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,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,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。通讯作者:王丽丽,电子邮箱:wangliliwenwen@163.com。

成了混合所有的股权结构。那么,这些企业的改革是否具有普遍意义和可借鉴之处?

发展混合所有制,引入非国有资本,一方面能够解决国有资本与市场经济结合的难题,促进国有企业市场化,实现从行政型治理向经济型治理转型,进而政企逐步彻底分开,使企业真正成为市场主体;另一方面国有资本与非国有资本相互融合,有利于放大大国有资本的控制力和影响力,提高国有资本的流动性,促进国有资产的优化配置,同时不同性质的资本取长补短,相互促进,产生协同效应,提升企业的核心竞争力。此外,混合所有的股权结构还为非国有资本进入国有企业的特定业务领域提供了渠道,为非国有资本创造了新的投资机会,有利于进一步实现资本市场的公平和公开。国内外很多学者对转轨过程中混合股权公司的效率进行了对比分析^[1-3],发现国有股权比例越高,企业效率越低,而且混合股权企业的效率高于单一股权企业,刘小玄和李寿喜^[4]研究发现当国有股比例处于10%—50%的区间内,尤其是处于30%左右时,企业效率最优。还有一些学者从民营化角度对国有企业改革进行了研究,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^[4-7]。然而,另外一些学者发现彻底民营化也存在着不可避免的问题,一些企业民营化的初衷并非提升公司价值,汤谷良和戴璐^[8]通过对“武昌鱼”案例进行分析发现,重组之后的公司绩效进一步恶化,同时存在多个大股东并不一定能够带来公司治理的改善,应进一步完善资本市场,通过外部监管制度来约束大股东的行为。可以说,保障国有股东及非国有股东的权益、最大化非国有股东的作用,是混合所有制改革的重点,直接影响混合所有制企业的未来发展。朱光华^[9]指出从资本运营的角度看,混合所有制企业不应该存在公私之分,国有资本与非国有资本的融合应该形成新的权力配置和新的公司治理结构。

理论上,混合所有制改革的突破口是股权结构的变革,非国有股东的引入可以在一定程度上影响国有股东的行为。外资股东是完善的制度要素的代言人,引入外资股东有助于公司治理机制的改善和代理成本的降低^[10],而民营股东的逐利天性也有助于抑制企业承担政策性负担^[11]。那么,如果引入非国有资本,其优序选择是什么?非国有资本的最优持股比例是多少?不同性质的非国有股东对国有股东的制衡作用是否相同?现有关于混合所有制研究成果还比较有限,而且大多关注的是国有企业民营化的经济后果,较少关注在市场的逻辑下,由行政型治理向经济型治理转变的宏观背景中的国有企业变革。本文将利用竞争类国有企业中非国有资本持股比例变动这一自然实验,在已有研究的基础上,进一步考虑国有企业改革过程中,国有资本与非国有资本交叉持股、相互融合所形成的混合所有股权结构对公司绩效的作用,不同性质股权形成的制衡结构对公司绩效的影响,尤其是在国有股东控股地位没有发生变化的企业中,民营资本与外资资本的制衡效果。

二、理论分析及研究假设

股东作为公司价值的剩余索取者,是公司治理中的关键要素。混合所有制企业中的股东按照所有权的属性可以笼统地区分为国有股东和非国有股东,这两类股东相互融合所形成的股权结构是混合所有制企业治理的重要问题之一。在实践中,政府部门通常作为企业的超级股东,发挥了极为关键的作用,同时这种关系是连接作为外部利益相关者的政府部门与资本市场参与者的企业的纽带。非国有股东为公司带来了资本及智力等重要资源要素,是国有股东的有效监督者。在混合所有的框架下,公司治理模式面临着从行政型方式向市场化方式的转变,而国有股东及非国有股东的行为目标和决策模式也有可能发生很大改变,不同性质股东交叉融合、沟通合作、相互制衡的情况,在根本上决定了混合所有制企业绩效的优劣。

从微观层面看,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,并体现于公司治理的有效性中,影响公司的决策,改变公司的管理体制和经营机制,进一步作用于公司的市场表现和财务绩效。不同性质的股东对权力配置及治理机制有不同的偏好,因此,当非国有资本进入国有企业中,甚至取代国有股东成为控股股东时,如何使参与混合的所有性质的股东充分发挥自身作用是至关重要的。根据已有研究,本文提出:①混合所有制作用于公司绩效的第一条路径:混合主体多样性,即参与混合的股权性质的数量,当参与混合的股权性质类别越多,越有利于提升公司绩效,因为在现阶段公司发展所需要的资源要素很多还不能够完全通过市场竞争来获取,不同性质的股权可以为公司带来相应的资源,而且当非国有资本进入国有企业后,为了保护自身的利益,他们有动机行使自己的监督权,保障公司目标与自身目标的一致性。②混合所有制作用于公司绩效的第二条路径:混合主体深入性,即参与混合的非国有股东持股比例,当非国有资本进入国有企业后,只有各种性质的资本都充分发挥自身优势,才有可能实现不同机制之间的优势互补,因此,一定程度的混合主体深入性,为非国有资本行使其权利、发挥其优势提供了基础。③混合所有制作用于公司绩效的第三条路径:混合主体制衡度,即参与混合的非国有股东与国有股东持股比例之差,在国有控股企业中,非国有股东能够作为国有股东的制衡者,减少国有股东的非效率行为,并为企业提供不同的资源要素,进而促进公司绩效的改善。具体路径分析,可见图 1。

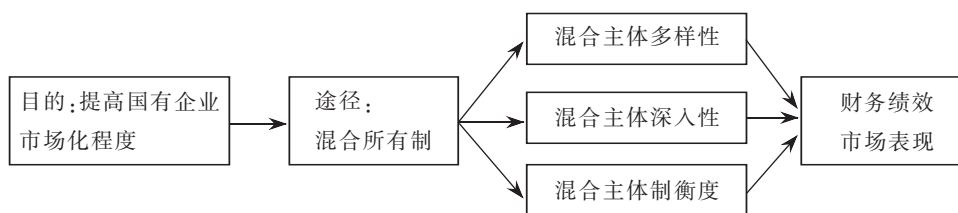


图 1 混合所有制影响公司绩效的路径

资料来源:作者绘制。

1. 混合主体多样性与公司绩效

为了激发国有企业的活力,提高运营效率,改善业绩表现,很多国家都采取了民营化的方式对国有企业进行改革,并取得了积极的效果。国有企业的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。然而,民营化过程中也存在一些不可避免的问题,而且这种做法不符合实际国情,特别是竞争性行业中国有资本对于企业的技术创新、结构调整以及参与国际竞争依然具有不可替代的作用,仅仅要求国有资本彻底退出不能真正解决国有企业的低效率问题,重要的是如何实现国有资本的市场化。

从中国的“渐进式”改革过程看,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,以监督公司的日常运营,减少内部人控制^[12]。胡一帆等^[13]指出在提高公司生产率方面,公司中的民营和外资股东比国有股东具有更为显著的作用。武常岐和李稻葵^[14]通过对 680 家国有企业的数据进行对比,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。欧瑞秋等^[15]也指出国有企业应从市场供应的领导者转变为补充市场供应的跟随者,而这个转变过程中伴随的是部分民营化。以上研究都指出了部分民营化策略的重要价值,即当公司中同时存在的股权主体性质类别越多时,越有利于公司绩效的改善,如图 2 所示。

从公司治理实践看,制度环境是重要的外部影响因素,制度环境是否完善决定了市场机制对资源配置的作用能否得到充分发挥,同时促使公司采取不同的治理行为适应外部环境,最终影响公司绩效。Boubakria et al.^[16]用 26 个新兴经济体的 170 个公司的数据进行研究发现,资本市场发达、投

投资者保护较好的国家,民营化后企业绩效的提升越明显,但在投资者保护较弱的地区,当企业的控制权由政府转到非国有股东时,会导致非国有股权的集中,不利于企业绩效的改善。目前中国企业所面临的外部环境还不够成熟,政府对市场的干预程度还比较高,而且不同地区的市场化程度存在着非常大的差距^[17],夏立军和陈信元^[18]的研究指出国有企业治理结构的变革应该立足于其所处的外部环境,并且在市场化进程越快的地区政府持股比例越低。基于上述分析,本文提出:

H1:制度环境完善的地区,混合主体多样性越丰富,其公司绩效越好。

2. 混合主体深入性与公司绩效

尽管混合主体多样性会对公司绩效产生一定的影响,但这种影响的程度还可能因为混合主体深入性的不同而存在显著的差异。Pagano and Roell^[19]认为,最优的股权结构应该是分散的,以避免其他股东过高的监督成本,同时分散的股权有利于形成大股东间的相互制衡,从而降低控制权私有收益,提升公司绩效。还有一些学者研究了公司不同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负向的相关关系,而非国有比例与公司绩效之间显著正相关,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^[1,2,20,21],但当公司中存在制衡股东时,大股东掏空行为会大大减少^[22],公司绩效也会得到改善^[23,24],因此有必要提升非国有性质的股权比例。

那么,非国有的股权比例一定越高越好吗?其实不然。非国有股东进入国有企业可能的动机是借力于国有股东的政治资源来提升自身的竞争优势,但其天然的逐利性并没有改变,他们依然努力维护甚至不断扩大自身的利益。涂国前和刘峰^[25]的研究发现,当民营股东进入国有企业且民营股东超越国有股东成为控股股东时,由于民营股东无法阻止国有股东承担社会政治目标以及官员的个人行为,为了保护自身利益,民营股东就有动机去掏空从而损害公司绩效。事实上在国有企业改革过程中,大多数企业选择的都是国有股减持或部分民营化,而非完全民营化。欧瑞秋等^[15]的研究发现在充分竞争性行业中,部分民营化具有重要的价值,尤其是在国有企业同步决策和国有企业跟随模式下,对国有企业进行部分民营化是最优策略。因此,本文推断非国有股东的持股比例并非越高越好,其与公司绩效之间的关系应呈现为开口向下的抛物线,如图3所示。基于上述分析,本文提出:

H2:混合主体深入性与公司绩效之间存在倒“U”型关系。

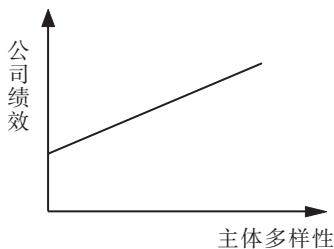


图2 混合主体多样性与公司绩效

资料来源:作者绘制。

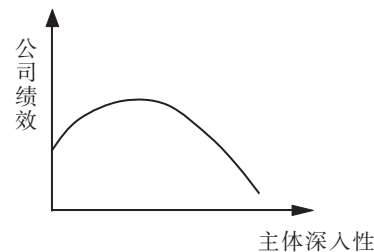


图3 混合主体深入性与公司绩效

资料来源:作者绘制。

3. 混合主体制衡度与公司绩效

关于股权制衡的经典研究都认为,适度集中且存在制衡股东的股权结构,与高度分散的股权结构相比,可以在一定程度发挥对大股东的激励作用;另一方面,与一股独大的股权结构相比,能够抑

制大股东损害公司及其他股东利益的行为,因而股权制衡对于完善公司治理具有重要的意义。

很多学者的研究表明当不同性质的股权相互融合、形成适度集中的股权结构且存在制衡股东时,可以激励大股东积极监督公司管理层,并且能够在一定程度上抑制大股东掏空行为,形成高效的公司治理机制,进而提升公司绩效^[19,26,27]。La Porta et al.^[28]指出当第二大股东持股比例足够高时,能够抑制第一大股东的掏空行为,发挥一定的制衡作用,进而优化治理机制。Maury and Pajuste^[29]利用芬兰的上市公司研究发现,当公司的第一大股东与第二大股东性质不同时,能够改善公司治理情况。在混合所有的股权结构下,非国有股东与国有股东之间形成的制衡关系同样影响公司治理机制的有效性,Cheng et al.^[30]发现在多个大股东同时存在的公司中,非控股股东的性质对于优化公司治理和改善公司绩效的影响非常重要。当国有股东在企业中仍然处于控股地位时,政府部门并非合格的所有者,他们与企业之间存在复杂的委托—代理关系^[31],而且国有股东还承担着错综复杂的社会目标,不能像非国有股东那样单纯地追求企业价值最大化,必须兼顾社会效益^[32],因此无法实现最优的公司效率。但非国有股东的激励和约束偏好与国有股东存在较大的差异,当他们进入国有控股企业,形成混合所有的股权结构时,为了降低投资风险,尽快收回股权投资成本,非国有股东就有可能积极行使自身的权力,保障自身利益不被侵犯,因此,提高国有控股企业的混合主体制衡度,能够在一定程度上减少国有控股企业的非效率行为,进而作用于公司绩效。基于上述分析,本文提出:

H3:在国有控股企业中,混合主体制衡度越高,其公司绩效越好。

三、研究设计

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2000年底已在上海证券交易所上市的公司),剔除了2001年当年公司实际控制人为非国有的公司,并根据张文魁^[33]剔除了自然垄断类企业(包括电力、基础电信、自来水及燃气等)、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,最终选取了226个公司作为样本,共涵盖2938个观测值。为了避免异常值对实证结果的影响,在进行实证分析前,对主要连续变量在1%水平上进行了Winsorize缩尾处理。

2. 变量定义和说明

(1)混合主体多样性的测度。因无法直接从年报及其他信息来源中获取上市公司不同性质的股东持股情况,所以本文根据2001—2013年样本公司年报中披露的前10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进行判断)。本文将前10大股东的性质区分为五类:国有股东、外资股东、民营股东、机构投资者和自然人,但本文仅以国有、外资和民营三类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。主体多样性即前10大股东中国有、外资和民营股东的数量,当仅有一种性质的股东时,主体多样性取1,当存在两种性质的股东时,主体多样性为2,当三类性质的股东同时存在时,主体多样性取3,否则为0。此外,本文还依据每个上市公司国有、外资、民营股东的持股情况,将样本上市公司的股权主体多样性分成七类:①前10大股东中不包含国有、外资、民营三类性质的股东,仅有机构投资者和自然人;②前10大股东中除了机构投资者和自然人股东外,仅有民营股东;③前10大股东中除了机构投资者和自然人股东外,仅存在国有股东;④前10大股东中除

了机构投资者和自然人股东外,有外资和民营两类股东;⑤前 10 大股东中除了机构投资者和自然人股东外,存在国有和民营两类股东;⑥前 10 大股东中除了机构投资者和自然人股东外,存在国有和外资两类股东;⑦前 10 大股东中除了机构投资者和自然人股东外,存在国有、外资和民营三类股东。

(2)混合主体深入性的测度。依据对样本公司前 10 大股东性质的判断,计算出前 10 大股东中国有、外资、民营三类性质股东的持股比例。由于本文研究的对象是 2000 年底已经在上海证券交易所上市的国有企业,在研究期间的最前端国有股权都占据了较大的比例,混合所有的股权结构能否发生作用,关键在于外资和民营两类股东是否真正行使了自身的权力,发挥其应有的作用,所以本文用外资和民营股东持股比例之和作为混合主体深入性的代理变量。

(3)混合主体制衡度的测度。为了进一步检验混合主体深入性对公司绩效的影响,本文定义了混合主体制衡度变量,以检验国有股东与非国有股东之间形成的股权制衡关系对于公司绩效的影响作用,具体衡量方法为外资和民营股东持股比例之和减去国有股东持股比例的差。

(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,本文借鉴曹廷求等^[34]的做法,以资产收益率(*roa*)和市净率(*pbr*)作为公司绩效的衡量指标。考虑到年末股权混合的状态对下一年的绩效影响更为显著,因此为了减少股权结构和公司绩效的潜在同期性偏见,本文以 $t+1$ 期的 *roa* 及 *pbr* 作为被解释变量来测度公司的绩效表现,从而导致被解释变量的观测值相应减少了 226 个,下文实证检验中的样本数量均为 2712 个。

(5)制度环境的测度。外部制度环境的数据来自《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年度报告》^[35]。本文以市场化指数作为各地区的外部制度环境的替代指标,但由于该指数更新较慢,本文借鉴了俞红海等^[36]的做法,以历年市场化指数的平均增长幅度作为预测 2010—2013 年度市场化指数的依据,并借鉴李延喜等^[37],以 2009 年的数据代替 2010—2013 年的市场化指数,进行稳健性检验。本文中制度环境为虚拟变量,当公司所在地区的市场化指数大于当年所有地区市场化指数的均值时,制度环境指标取 1,否则取 0。

(6)其他控制变量。本文选取了股权集中度(*concen*)、公司规模(*size*)、资本结构(*lev*)、公司成长性(*growth*)、公司年龄(*age*)、补贴收入(*subsidy*)等作为控制变量;同时,本文设置了年度虚拟变量(*year*)和行业虚拟变量(*ind*),具体变量名称、含义及计算方法见表 1。

四、实证检验结果与分析

1. 描述性统计

本文以 2001—2013 年为研究期间,时间跨度较大,对研究样本上市公司的混合所有股权结构提供了较好的数据分析基础。从样本公司个体看,样本期间内 226 个公司中共有 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。从国有股权的地位看,共有 47 家公司国有股一直保持绝对控股地位,有 8 家上市公司国有股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。此外,在 2938 个观测值中,国有股占据绝对控股地位的样本量达 1079 个,国有股相对控股的样本量达 852 个,国有股东仅参股的样本量为 830 个,还有 177 个样本中国有股权彻底退出了历史舞台。不同国有持股类型的公司绩效比较见表 2。不难发现,国有绝对或相对控股的样本上市公司的资产收益率均值以及市净率均值都低于参股或无国有股的两类公司的均值,可在一定程度上反映出国有股比例的降低能够提升公司绩效。

表 1 主要变量名称、含义及计算方法

变量	变量描述
<i>pbr</i>	市净率, <i>pbr</i> ₁ 为 <i>t</i> +1 期的 <i>pbr</i>
<i>roa</i>	资产收益率, <i>roa</i> ₁ 为 <i>t</i> +1 期的 <i>roa</i>
<i>mix</i>	混合主体多样性: 0—前 10 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 10 大股东中仅包含国有、外资、民营三类股东中的一种; 2—前 10 大股东中包含国有、外资、民营三类股东中的两种; 3—前 10 大股东中包含国有、外资、民营三类股东
<i>mixtype</i>	混合的类型: 1—前 10 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
<i>mixra</i>	混合主体深入性: 以前 10 大股东中的外资与民营持股比例之和衡量
<i>restr</i>	混合主体制衡度: 以外资和民营持股比例之和减去国有持股比例的差衡量
<i>state</i>	国有股比例: 以前 10 大股东中国有股比例衡量
<i>foreign</i>	外资股比例: 以前 10 大股东中外资股比例衡量
<i>private</i>	民营股比例: 以前 10 大股东中民营股比例衡量
<i>envir</i>	制度环境: 2001—2009 年以市场化指数替代, 其余年度则以历年市场化指数的平均增长幅度进行预测, 本文中制度环境为虚拟变量, 当公司所在地区市场化指数大于当年所有地区市场化指数均值时, 取 1, 否则取 0
<i>mana</i>	高管持股比例: 高管持股数量/公司普通股总股数×1000
<i>instit</i>	机构投资者持股比例: 前 10 大股东中机构投资者的持股比例
<i>concen</i>	股权集中度: 以前 10 大股东持股比例的赫芬达尔指数衡量
<i>size</i>	公司规模: 公司年末总资产的自然对数
<i>lev</i>	资本结构: 总负债/总资产
<i>growth</i>	销售收入的增长率
<i>control</i>	控股股东性质: 当第一大股东性质为国有时取 1, 否则取 0
<i>age</i>	公司年龄
<i>subsidy</i>	补贴收入: 公司获得的补贴收入的自然对数
<i>ind</i>	行业
<i>year</i>	年度

资料来源: 作者整理。

表 2 不同国有股东持股类型的公司绩效比较

国有股比例	资产收益率(<i>roa</i> ₁)	市净率(<i>pbr</i> ₁)	样本量
小于 30%	0.0375	3.2036	751
30%—50%	0.0309	2.7509	937
大于 50%	0.0362	2.6642	1024
合计	0.0347	2.8435	2712

资料来源: 作者整理。

当公司中存在非国有股东, 且民营和外资股东持股比例之和处于 30%—50% 时, 样本上市公司资产收益率均值以及市净率均值都高于持股比例之和在 30% 以下以及 50% 以上的样本均值, 具体见表 3。通过分类对比, 可以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市值, 但非国有资本的比例并非越高越好。

表 4 列出了各变量的描述性统计结果。平均来看, 样本公司的国有股东 2001—2013 年一直处于相对控股地位, 而外资股东和民营股东进入国有企业的程度还不高, 混合主体深入性的平均值仅

为 0.0926,从混合主体制衡度看,民营和外资股东与国有股东的持股比例差距还较大,平均制衡度仅为-0.3122,混合所有制改革还需要进一步深化。

表 3 不同非国有股东持股类型的公司绩效比较

民营与外资持股比例之和	资产收益率(<i>roa_1</i>)	市净率(<i>pbr_1</i>)	样本量
小于 30%	0.0336	2.7791	2402
30%—50%	0.0439	3.5401	206
大于 50%	0.0427	2.9525	104
合计	0.0347	2.8435	2712

资料来源：作者计算整理。

表 4 变量描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>roa</i>	0.0351	0.0486	-0.3383	0.4337
<i>pbr</i>	2.9588	2.1447	-22.0137	21.3435
<i>mixra</i>	0.0926	0.1580	0.0000	0.8692
<i>restr</i>	-0.3122	0.3241	-0.8765	0.8578
<i>state</i>	0.4048	0.2012	0.0000	0.8765
<i>foreign</i>	0.0188	0.0684	0.0000	0.6000
<i>private</i>	0.0738	0.1496	0.0000	0.8640
<i>mana</i>	0.0181	0.1392	0.0000	4.5194
<i>instit</i>	0.0399	0.0535	0.0000	0.5876
<i>concen</i>	0.5465	0.1531	0.1311	0.9607
<i>size</i>	21.8190	1.0793	19.1776	26.6466
<i>lev</i>	0.5094	0.1688	0.0424	1.0564
<i>growth</i>	0.2112	0.7191	-0.8524	18.3077
<i>age</i>	12.5089	4.8281	1.0000	28.0000
<i>subsidy</i>	1.0011	3.5849	0.0000	49.2878

资料来源：作者计算整理。

2. 混合主体多样性与公司绩效的检验

为了验证假设 1,本文设定了如下待验模型：

$$Performance_{it+1} = \alpha + \beta_1 \times mix_{it} + \beta_2 \times concen_{it} + \beta_3 \times state_{it} + \beta_4 \times foreign_{it} + \beta_5 \times private_{it} + \beta_6 \times mana_{it} + \beta_7 \times instit_{it} + \beta_8 \times size_{it} + \beta_9 \times lev_{it} + \beta_{10} \times growth_{it} + \beta_{11} \times control_{it} + \beta_{12} \times age_{it} + \beta_{13} \times subsidy_{it} + \beta_{14} \times ind + \beta_{15} \times year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

本文用资产收益率和市净率分别衡量样本公司的财务业绩和市场价值,考虑到年末股权混合的状态对下一年的公司绩效影响更为显著,因此,选取了 $t+1$ 期的 *roa* 及 *pbr* 作为公司绩效的代理变量。同时在模型中控制了前 10 大股东中国有股比例、外资股比例、民营股比例、机构投资者持股比例、公司高管的持股比例、公司规模、资本结构、公司成长性、控股股东性质、公司年龄、补贴收入、行业与年度。此外,为了验证外部制度环境对于混合主体多样性与公司绩效之间的关系,本文将样本按照外部制度环境的情况分组,当公司所在地的市场化指数高于当年所有地区市场化指数均值时, *enwir* 取 1,否则取 0。

从表 5 模型 1-1 和模型 1-4 的结果看,主体多样性(*mix*)与公司绩效(*roa*、*pbr*)均为正相关,可以在一定程度上反映当公司中同时存在多种性质的股东时,公司绩效越好,但该结果并不显著。本

表 5 制度环境、混合主体多样性与公司绩效

变量	1-1 <i>roa_1</i>	1-2 <i>roa_1</i> (<i>envir</i> =1)	1-3 <i>roa_1</i> (<i>envir</i> =0)	1-4 <i>pbr_1</i>	1-5 <i>pbr_1</i> (<i>envir</i> =1)	1-6 <i>pbr_1</i> (<i>envir</i> =0)
<i>mix</i>	0.0013 (0.89)	0.0006 (0.33)	0.0007 (0.30)	0.0585 (1.09)	0.1463** (2.29)	-0.0004 (-0.00)
<i>concen</i>	0.0082 (0.76)	-0.0069 (-0.41)	0.0318* (1.87)	1.2014*** (3.04)	1.2470** (2.07)	1.4674** (2.42)
<i>state</i>	0.0554*** (5.02)	0.0512*** (2.91)	0.0628*** (3.80)	1.1480*** (2.82)	0.7317 (1.20)	1.2955** (2.25)
<i>foreign</i>	0.0411*** (3.03)	0.0126 (0.71)	0.0867*** (4.16)	3.4344*** (6.88)	4.2864*** (5.26)	2.3111** (2.39)
<i>private</i>	0.0597*** (5.38)	0.0425** (2.45)	0.0817*** (4.71)	0.8833** (2.16)	1.4340** (2.15)	0.9119 (1.46)
<i>mana</i>	0.1167*** (3.95)	0.0965*** (2.69)	0.1804*** (3.01)	-1.5184 (-1.39)	-0.4131 (-0.26)	-7.5940*** (-2.95)
<i>instit</i>	0.2535*** (15.10)	0.2180*** (8.12)	0.2843*** (10.20)	7.1362*** (11.53)	5.6329*** (6.43)	8.5348*** (8.05)
<i>size</i>	0.0029*** (2.98)	0.0053*** (3.89)	-0.0019 (-1.10)	-0.8272*** (-22.85)	-0.7260*** (-15.76)	-1.0272*** (-14.85)
<i>lev</i>	-0.0716*** (-13.39)	-0.0670*** (-8.88)	-0.0770*** (-7.34)	1.6163*** (8.20)	1.0246*** (3.12)	2.4898*** (7.27)
<i>growth</i>	0.0146*** (6.80)	0.0108*** (4.38)	0.0205*** (5.21)	0.2715*** (3.42)	0.3122*** (2.60)	0.2741** (2.02)
<i>subsidy</i>	0.0005* (1.83)	0.0009*** (3.51)	-0.0002 (-0.37)	-0.0156 (-1.54)	-0.0077 (-0.66)	-0.0293 (-1.51)
<i>control</i>	-0.0075* (-1.81)	-0.0178** (-2.52)	0.0042 (0.67)	-0.5039*** (-3.29)	-0.0597 (-0.30)	-0.5765** (-2.25)
<i>age</i>	0.0012*** (3.96)	0.0007 (1.56)	0.0022*** (4.32)	0.0731*** (6.61)	0.0470*** (3.46)	0.1233*** (6.19)
<i>ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	-0.0474** (-2.01)	-0.0920*** (-3.29)	0.0305 (0.83)	19.7317*** (22.73)	16.7359*** (17.50)	23.3767*** (16.34)
N	2712	1615	1097	2712	1615	1097
adj-r ²	0.2073	0.1994	0.2737	0.4563	0.4368	0.5386

注:括号内为 t 值,*p<0.10, **p<0.05, ***p<0.01。

资料来源:作者利用 Stata 软件计算整理。

文认为,进入国有企业的非国有股东能否真正发挥作用还有可能受到外部制度环境的影响,当外部制度环境较为健全时,信息透明的程度也较高,企业经营活动的交易成本相对较低,同时完善的制度环境和良好的产权保护使得所有股东都以企业价值最大化为最终目标^[38],可以降低大小股东及股东与管理层之间的代理成本,从而提升公司的决策科学性。在不完善的制度环境下,信息不对

称的现象较为普遍,非内部人获取信息的成本相对较高,就会导致混合主体多样性的作用大打折扣。因此,在模型 1-2、1-3、1-5、1-6 中,分别根据样本公司所在地的外部制度环境进行了分组。结果显示,在制度环境较完善的地区, pbr 与 mix 显著正相关, roa 与 mix 虽不显著,但也表现为正相关关系,部分验证了假设 1。

此外,在模型 1-1 至 1-6 中,本文还控制了国有股、外资股及民营股的持股比例,回归结果显示国有股东、外资股东及民营股东持股比例均与公司的财务绩效及市场表现显著正相关,反映出三种性质的股权对公司绩效都有不同程度的促进作用,每一类型的股权所代表的资源要素对企业而言都必不可少,因此,在现阶段三种性质的股权相互融合是有利于提升公司绩效的,应该积极引入外资股东及民营股东进入国有企业,实现股东主体多样性,提高企业的市场化程度。但是,如何使所有性质的股权都发挥其应有的治理作用、形成有效的治理机制是混合所有制改革的重点。

3. 混合主体深入性与公司绩效的检验

为了验证假设 2,本文设定了如下待验模型:

$$Performance_{it+1} = \alpha + \beta_1 \times mixra_{it}^2 + \beta_2 \times mixra_{it} + \beta_3 \times concen_{it} + \beta_4 \times mana_{it} + \beta_5 \times insist_{it} + \beta_6 \times size_{it} + \beta_7 \times lev_{it} + \beta_8 \times growth_{it} + \beta_9 \times control_{it} + \beta_{10} \times age_{it} + \beta_{11} \times subsidy_{it} + \beta_{12} \times ind_{it} + \beta_{13} \times year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中解释变量 $mixra$ 为混合主体深入性的代理变量,用前 10 大股东中的外资与民营持股比例之和衡量,模型(2)中也控制了公司高管的持股比例、机构投资者持股比例、公司规模、资本结构、公司成长性、补贴收入等变量。公司绩效区分为财务绩效和市场价值两个方面,包括 roa 和 pbr 。根据上文分析,国有股减持或部分民营化是国有企业改革的最优策略,因为当股权结构较为分散时,有利于形成大股东之间的制衡,所以在模型(2)考虑了 $mixra$ 的平方项,探索公司绩效与混合主体深入性之间的关系。同时,为了探讨外部制度环境在混合所有制对公司绩效的影响中所发挥的作用,与模型(1)一样,模型(2)也考虑了制度环境的调节作用。

表 6 列示的是混合主体深入性与公司绩效之间的回归结果,可以发现模型中 $mixra$ 与 $mixra^2$ 均通过了显著性检验,从回归系数的符号方向看,所有模型中 $mixra^2$ 的系数均为负,与公司绩效存在显著负相关关系,表明 $mixra$ 与公司绩效间存在非线性关系,表现为开口向下的抛物线,也就是说无论外部制度环境是否完善,混合主体深入性与公司绩效间都存在着倒“U”型关系,即引入公司的非国有资本并非越高越好,完全非国有化并不能够最大化公司绩效,最优做法应该是通过国有股减持引入非国有股东,形成国有股东和非国有股东的制衡结构,最有利于公司绩效的改善,验证了假设 2。当进入公司的非国有资本超过一定的比例时,非国有资本可能超越国有资本成为控股股东,由于无法改变国有股东的行政强势地位^[39],为了保护自身利益,他们有可能做出不利于公司利益的事情,从而损害公司绩效。

通过计算,本文发现平均来看当混合深入度处于 30%—40%时,公司绩效表现最佳,与表 3 的描述性统计结果一致。此时,无论是单个非国有股东单独持有还是多个非国有股东联合持有,他们都有可能借力于关系股东以及一致行动人在非国有股东间形成利益团体,或是争取董事会席位等途径以增加自身的制衡能力^[40],减少国有股东的非效率目标,弱化国有股东的行政强势地位。这也进一步验证了当前国有企业实施混合所有制改革、提高其市场化程度的重要性。

4. 混合主体制衡度与公司绩效的检验

进一步地,从表 4 变量描述性统计中可以发现,目前国有股东持股比例的平均值依旧高达 0.4048,而外资股东持股比例的平均值仅为 0.0188,民营股东持股比例的平均值也仅为 0.0738,而且在 226 个样本公司中仅有 48 家公司发生了实际控制人的转变,在 2938 个观测值中国有股占

表 6 制度环境、混合主体深入性与公司绩效

变量	2-1 <i>roa_1</i>	2-1 <i>roa_1</i> (<i>envir</i> =1)	2-3 <i>roa_1</i> (<i>envir</i> =0)	2-4 <i>pbr_1</i>	2-5 <i>pbr_1</i> (<i>envir</i> =1)	2-6 <i>pbr_1</i> (<i>envir</i> =0)
<i>mixra</i> ²	-0.1194*** (-4.87)	-0.1014*** (-2.97)	-0.1288*** (-3.56)	-5.3753*** (-5.84)	-4.7718*** (-2.97)	-6.5441*** (-4.07)
<i>mixra</i>	0.0855*** (5.76)	0.0602*** (3.00)	0.1082*** (4.85)	3.7881*** (6.49)	4.3838*** (4.84)	3.9982*** (3.82)
<i>concen</i>	0.0601*** (7.74)	0.0413*** (4.45)	0.0893*** (6.41)	2.6077*** (8.11)	2.1413*** (5.54)	3.0856*** (5.21)
<i>mana</i>	0.1136*** (3.59)	0.0977*** (2.67)	0.1577*** (2.66)	-2.0534 (-1.45)	0.0915 (0.46)	-5.5917* (-1.84)
<i>instit</i>	0.2414*** (12.91)	0.2120*** (8.02)	0.2695*** (9.42)	6.9417*** (10.31)	5.3504*** (6.16)	6.2386*** (5.14)
<i>size</i>	0.0029*** (2.78)	0.0052*** (3.96)	-0.0022 (-1.26)	-0.8073*** (-21.08)	-0.6567*** (-15.23)	-1.0192*** (-14.82)
<i>lev</i>	-0.0703*** (-11.51)	-0.0668*** (-8.77)	-0.0730*** (-7.02)	1.6718*** (6.79)	1.0170*** (3.15)	2.8578*** (7.86)
<i>growth</i>	0.0151*** (6.88)	0.0109*** (4.42)	0.0217*** (5.63)	0.2757*** (2.99)	0.0758 (1.32)	0.0374 (0.38)
<i>control</i>	-0.0008 (-0.18)	-0.0129** (-2.28)	0.0133** (2.27)	-0.0942 (-0.58)	0.4274** (2.17)	-0.2708 (-0.91)
<i>age</i>	0.0009*** (3.09)	0.0004 (0.97)	0.0020*** (4.01)	0.0776*** (7.19)	0.0491*** (3.69)	0.1232*** (5.43)
<i>subsidy</i>	0.0004 (1.60)	0.0008*** (2.91)	-0.0003 (-0.55)	-0.0157 (-1.53)	-0.0079 (-0.92)	-0.0378*** (-2.68)
<i>ind</i>	control	control	control	control	control	control
<i>year</i>	control	control	control	control	control	control
<i>_cons</i>	-0.0384* (-1.72)	-0.0726*** (-2.83)	0.0420 (1.15)	18.9050*** (22.53)	15.2059*** (17.54)	22.7527*** (15.72)
N	2712	1615	1097	2712	1615	1097
adj-r ²	0.2055	0.1983	0.2682	0.4536	0.4238	0.4953

注:括号内为 t 值,*p<0.10, **p<0.05, ***p<0.01。

资料来源:作者利用 Stata 软件计算整理。

据绝对控股地位的样本量达到了 1079 个,国有股相对控股的样本量达到了 852 个,可以说大多数公司非国有资本的比例还不够高,国有股东作为实际控制人的情况并未发生改变,甚至国有股东依旧“一股独大”,因此,为了进一步研究国有控股企业中混合主体深入性对于国有控股公司绩效的影响,以及不同性质股东制衡作用,本文首先将样本限定于国有控股的企业中,同时考虑不同性质股权混合的类型,并定义了混合主体制衡度这一变量,具体计算方法为外资和民营持股比例之和减去国有持股比例。由于本文研究的主题为混合所有的股权,所以仅探讨了存在两种及以上性质股东的样本公司,最终选取了 *mixtype* 取值为 5、6、7 的样本公司进行研究。待验模型如下:

$$Performance_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 \times restr_{i,t} + \beta_2 \times concen_{i,t} + \beta_3 \times mana_{i,t} + \beta_4 \times instit_{i,t} + \beta_5 \times size_{i,t} + \beta_6 \times lev_{i,t} + \beta_7 \times growth_{i,t} + \beta_8 \times age_{i,t}$$

$$+\beta_9 \times \text{subsidy}_i + \beta_{10} \times \text{ind}_i + \beta_{11} \times \text{year} + \varepsilon_i \quad (3)$$

表7列示了国有控股企业的混合主体制衡度与公司绩效之间的关系。从检验结果看,模型3-1至3-6中, *restr* 与 *roa*、*pbr* 均表现为正相关关系,但显著性有所区别,可以在一定程度上反映国有控股企业中混合主体制衡度越高越有利于公司绩效的改善,这验证了假设3。

具体来看,当 *mixtype*=6 时,即在前 10 大股东中同时存在国有和外资股东,且控股股东为国有股东时,外资股东持股比例越高,公司绩效表现越好。因此,在不改变国有股东控股的前提下,应适当提高外资股东的持股比例;而当 *mixtype*=7,且控股股东为国有股东时,混合主体制衡度与 *roa* 之间显著正相关,但混合主体制衡度与 *pbr* 仅表现为统计上的正相关,但并不显著;当 *mixtype*=5,且控股股东为国有股东时,混合主体制衡度与公司绩效(*roa*、*pbr*)也仅仅表现为统计上的正相关,但并不显著。根据回归分析结果可以发现,在国有控股企业中,当前 10 大股东包含外资股东但不存在民营股东时,混合主体制衡度与公司绩效(*roa*、*pbr*)显著正相关,但当前 10 大股东中包含民营股东而不

表 7 国有控股企业混合主体制衡度与公司绩效

变量	3-1 <i>roa</i> _1 <i>mixtype</i> =7	3-2 <i>roa</i> _1 <i>mixtype</i> =6	3-3 <i>roa</i> _1 <i>mixtype</i> =5	3-4 <i>pbr</i> _1 <i>mixtype</i> =7	3-5 <i>pbr</i> _1 <i>mixtype</i> =6	3-6 <i>pbr</i> _1 <i>mixtype</i> =5
<i>restr</i>	0.0351* (1.76)	0.0244* (1.84)	0.0097 (1.08)	1.2551 (1.39)	2.2870*** (3.11)	0.3754 (1.43)
<i>concen</i>	0.0482 (1.35)	0.1041*** (4.21)	0.0364*** (2.61)	5.3500*** (3.54)	6.5131*** (4.57)	1.5712*** (3.51)
<i>mana</i>	0.0468 (1.51)	0.3581 (0.74)	-0.0090 (-0.58)	-4.8276** (-2.22)	14.6255 (1.25)	-3.1369*** (-2.69)
<i>instit</i>	0.3285*** (3.59)	0.4024*** (6.76)	0.1329*** (4.38)	9.1176** (2.10)	4.7295** (1.99)	3.8385*** (4.09)
<i>size</i>	0.0113** (2.52)	0.0013 (0.54)	-0.0000 (-0.00)	-0.8599*** (-4.23)	-0.9001*** (-7.18)	-0.8643*** (-17.28)
<i>lev</i>	-0.0347 (-1.03)	-0.0510*** (-3.63)	-0.0425*** (-4.56)	2.0879*** (2.73)	3.8424*** (5.04)	1.7362*** (7.22)
<i>growth</i>	0.0002 (0.07)	-0.0001 (-0.11)	0.0120*** (3.69)	-0.1075 (-1.06)	0.1090 (0.28)	0.3394*** (3.33)
<i>age</i>	0.0002 (0.17)	0.0000 (0.01)	0.0007 (1.62)	0.1151*** (3.27)	0.1051*** (3.11)	0.0361*** (3.03)
<i>subsidy</i>	0.0020 (1.30)	-0.0001 (-0.19)	0.0001 (0.16)	-0.0465 (-0.86)	-0.0508 (-1.25)	-0.0071 (-0.58)
<i>ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	-0.1936** (-2.06)	-0.0522 (-0.72)	0.0363 (0.99)	19.9818*** (4.48)	19.2297*** (6.73)	20.9848*** (20.23)
N	171	298	1237	171	298	1237
adj-r ²	0.3137	0.4329	0.1097	0.5943	0.5061	0.5107

注:括号内为 t 值,*p<0.10,**p<0.05,***p<0.01。

资料来源:作者利用 Stata 软件计算整理。

存在外资股东时,混合主体制衡度与公司绩效不存在统计上的显著性,这可以在一定程度上反映出外资股东的制衡效应优于民营股东。也就是说,当其他条件相同时,与民营股权相比,外资股权更有利于公司绩效的提升。因此,在国有企业引入非国有资本实施混合所有制改革过程中应逐步加大外资股东的持股比例。

外资股东作为完善制度要素的象征,通过向企业输入优秀的管理经验,传递显性及隐性知识,有助于完善混合所有制公司的治理机制,降低其代理成本,形成持续的竞争优势,因而有利于公司绩效的提升。尤其是当前国家逐步取消了外资进入相关领域的限制,总体竞争环境必然发生一定的改变,与外资股东进行合作,增强国有控股企业在国际市场竞争中的优势更加重要。Newman^[41]指出在企业的市场化转型过程中外资股东比内资股东更为有效。随着市场竞争的不断加剧,企业必须不断发展自身的核心竞争力,提高自身的管理水平,但当外部环境发生剧烈变化时,企业可能无法应用原有的内部知识来应对,因此有必要探索组织知识的外部来源^[42]。Lane and Lubatkin^[43]指出与外资股东形成战略联盟或合作关系可为企业带来向外资股东进行经验学习的机会,有利于企业深入理解外资股东的隐性能力和知识。武常岐和吕振艳^[10]的研究也发现民营化的企业中,如果有外资股东参与,更有可能改善公司治理,有效降低代理成本,而且更有利于获取显性和隐性的知识。

根据表4,外资股东的平均持股比例还比较低,仅为1.88%,民营股东的平均持股比例几乎为外资股东的4倍,在所有样本中也仅有4家公司的实际控制人从国有股东变为外资股东,因此,在混合所有制改革中不仅应进一步增加外资持股比例,充分发挥外资股的优势,更应该首先考虑引入外资股东。

5. 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:①减少样本数量,仅选取2009—2013年的数据作为样本重新进行检验,结果无实质性差异。②替换被解释变量,本文还用净资产收益率以及托宾Q作为被解释变量进行研究,主要研究结论没有显著变化。③替换调节变量,本文还借鉴了李延喜等^[37],以2009年的数据代替2010—2013年的市场化指数作为调节变量,对回归结果无显著影响。限于篇幅,结果未予报告。

五、结论与政策建议

1. 结论

随着国有企业改革的不断深化,国有企业总体上适应了市场的要求,但其内部依旧存在非市场化因素,存在行政管理色彩,存在所有者缺位等问题,因此,现阶段国有企业改革的核心应聚焦于完善现代企业制度,使企业成为真正的市场主体,落实法人治理结构,以规范的体制机制满足市场的要求,从而提升国有企业的活力和核心竞争力。本文以2001—2013年上海证券交易所部分竞争类上市公司为对象,考察了混合所有的股权结构与公司绩效之间的关系,发现简单的股权混合并不能改善公司绩效,仅当外部制度环境较为完善时,混合主体多样性的绩效作用才会显现。

从混合主体深入性看,非国有股东的存在确实有利于公司绩效的提升,当非国有性质的股东持股比例达到30%—40%时,公司绩效最优。此时,非国有资本可能会形成利益团体弱化国有股东的行政强势地位。而且,不同性质的股东相互制约、相互监督形成了利益共同体,为企业带来了不同的资源要素,降低了企业获取相关资源的成本,促使企业满足外部环境的合规性要求,并最终体现于公司绩效的改善。因此,国有控股企业引入非国有资本,提高自身市场化程度是有必要的。进一步地,本文发现在国有控股企业中,外资股东的制衡效应优于民营股东,即在国有企业的市场化过程

中存在优序选择问题,外资股东在促进公司绩效的提升中优于民营股东。

中国国有企业的改革是一个复杂的演进过程,实施国有企业混合所有制改革,必须完善外部制度环境,也不能简单地寻求股权混合,应该遵循市场的逻辑,注重发挥非国有资本的治理作用及其对国有股东的制衡作用。虽然以上研究初步探讨了混合所有制对公司绩效的影响,但国有企业转变为混合所有制企业所带来的公司治理问题仍需要进一步研究,例如国有股东和非国有股东在混合所有制企业中的地位 and 角色是怎样的?如何设定合理的治理机制来协调不同性质股东之间的冲突?本文的研究对象也存在着一定的局限性,研究结论不一定适用于其他公司,而且混合所有制改革对于公司绩效的影响,还可能受到公司自身特点的影响,这些问题还有待于深入的探讨。

2. 政策建议

本文的结论揭示了并非所有的混合都有助于公司绩效的改善,当外部制度环境较完善时,同时存在国有股东、民营股东和外资股东最有利于公司财务业绩和市场价值的提升,而且非国有资本的比例也不是越高越有助于公司绩效的改善,更重要的是如何发挥非国有资本的作用,形成完善的公司治理机制,真正提高混合所有制企业的市场化程度。根据研究结论,本文提出以下建议:

(1)减少政府部门对混合所有制企业的干预,逐步由行政型治理转向经济型治理。国有资本的“掠夺之手”已被学者们广为诟病,国有股东除追求经济目标外,还要承担一定的政治目标和社会目标,可能导致严重的行政干预和不合理的资源配置,从而削弱公司治理机制的有效性,损害公司绩效。作为国有资本实际所有者的政府部门应该降低行政干预,减轻国有股东的政策性负担,以培育真正的市场主体为目标,为混合所有制企业创造良好的外部治理环境,由传统的“管人、管事、管资产”模式逐步转变为“管资本”模式,真正把资源配置的权力交给市场。企业内部,应当发挥国有资本和非国有资本的互补性,追求资本、资源以及文化的深度融合,才有可能实现不同性质资本的共赢。

(2)合理配置非国有资本的比例,充分发挥非国有资本的治理作用,放大非国有资本的制衡效应。进入国有企业的非国有股东,不仅能为公司提供相应的资本要素,同时其较高的市场能动性还能优化企业的管理体制和经营机制,尤其是私营经济从一开始就建立在市场化的条件下,当企业目标背离利益最大化时,作为混合所有制企业内部天然的监督者,他们就会推动公司完善治理结构,优化决策机制。而且,民营企业的所有者企业家敢于打拼的精神是注入国有企业的一剂强心针,给企业带来活力和竞争力,有利于企业在当前市场环境下提升公司绩效。此外,随着中国资本市场全面放开的呼声越来越高,引入外资股东也是公司提升自身竞争优势的一个重要途径,外资股东不仅能够向企业输入优秀的管理经验,传递显性和隐性知识,而且在完善公司治理机制、应对激烈的市场竞争方面也有着重要的意义。然而,非国有资本的比例并非越高越好,混合所有制企业应该限定非国有资本的比例,而不应该将国有企业完全民营化,郝云宏和汪茜^[40]的研究指出以与国有股东形成制衡关系为依据,引入非国有资本,能够提高公司的决策能力。

(3)大力提倡公司文化,充分释放公司文化的力量。公司是一种组织、一种制度,更是一种文化。作为独立法人,公司不再拥有民营、国有以及外资的身份,其运营过程以及身份特征应不受任何资本的控制,应该形成打破血缘、地缘的纯正公司。无论国有资本还是非国有资本,仅依法享有股权带来的各项权益,而不应相互争夺控制权。在混合所有制公司中,管理层应直面国有资本与非国有资本的冲突,形成包容和开放的公司文化,保障各类所有者的权益,不被任何性质的资本所操纵,并努力吸收不同文化的精髓,整合不同的文化理念,逐步弱化不同性质股东间的矛盾,建立包容和开放的公司文化,形成适应企业发展的统一的价值观、宗旨目标及经营理念,实现不同性质股东之间的真正融合。

[参考文献]

- [1]刘小玄,李利英.改制对企业绩效影响的实证分析[J].中国工业经济,2005,(3):5-12.
- [2]刘小玄,李利英.企业产权变革的效率分析[J].中国社会科学,2005,(2):4-16.
- [3]刘小玄,李寿喜.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[J].世界经济文汇,2007,(2):58-71.
- [4]Megginson, W. L., Netter J. M. From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization[J]. Journal of Economic Literature, 2001,(2):321-389.
- [5]Estrin, S., Hanousek J., Kočenda E., et al. The Effects of Privatization and Ownership in Transition Economies[J]. American Economic Journal: Macroeconomics, 2009, 47(3):699-728.
- [6]刘小玄.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[J].经济研究,2004,(8):16-26.
- [7]李广子,刘力.上市公司民营化绩效:基于政治观点的检验[J].世界经济,2010,(11):139-160.
- [8]汤谷良,戴璐.国有上市公司部分民营化的经济后果——基于“武昌鱼”的案例分析[J].会计研究,2006,(9):48-55.
- [9]朱光华.大力发展混合所有制:新定位、新亮点[J].南开学报(哲学社会科学版),2004,(1):3-5.
- [10]武常岐,吕振艳.民营化、外资股东和嵌入性:来自中国的证据[J].经济管理,2011,(3):51-58.
- [11]廖冠民,沈红波.国有企业的政策性负担:动因、后果及治理[J].中国工业经济,2014,(6):96-108.
- [12]李涛.混合所有制公司中的国有股权——论国有股减持的理论基础[J].经济研究,2002,(8):19-27.
- [13]胡一帆,宋敏,郑红亮.所有制结构改革对中国企业绩效的影响[J].中国社会科学,2006,(4):50-64.
- [14]武常岐,李稻葵.混合市场中的企业行为[J].东岳论丛,2005,26(1):38-47.
- [15]欧瑞秋,李捷瑜,李广众,李杰.部分民营化与国有企业定位[J].世界经济,2014,(5):112-134.
- [16]Boubakri, N., Cosset J., Guedhami O. Postprivatization Corporate Governance: The Role of Ownership Structure and Investor Protection[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 76(2):369-399.
- [17]王小鲁,樊纲.中国地区差距的变动趋势和影响因素[J].经济研究,2004,(1):33-44.
- [18]夏立军,陈信元.市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定[J].经济研究,2007,(7):82-95.
- [19]Pagano, M., Roell A. The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public[J]. Quarterly Journal of Economics, 1998, 113(1):187-225.
- [20]Xu, X., Wang Y. Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies [J]. China Economic Review, 1999, 10(1):75-98.
- [21]Sun, Q., Tong W. H. S. China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success [J]. General Information, 2003, 70(2):183-222.
- [22]李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J].会计研究,2004,(12):3-13.
- [23]徐向艺,张立达.上市公司股权结构与公司价值关系研究——一个分组检验的结果[J].中国工业经济,2008,(4):102-109.
- [24]陈德萍,陈永圣.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[J].会计研究,2011,(1):38-43.
- [25]涂国前,刘峰.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[J].管理世界,2010,(11):132-142.
- [26]朱红军,汪辉.“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[J].管理世界,2004(10):114-123.
- [27]白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜.中国上市公司治理结构的实证研究[J].经济研究,2005,(2):81-91.
- [28]La, Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6):1113-1155.

- [29]Maury, B.,Pajuste A. Multiple Large Shareholders and Firm Value [J]. Social Science Electronic Publishing, 2005,29(7):1813-1834.
- [30]Cheng, M.,Lin B.,Wei M. How Does the Relationship between Multiple Large Shareholders Affect Corporate Valuations? Evidence from China[J]. Journal of Economics and Business, 2013,(70):43-70.
- [31]Shairo, C.,Willing D. R. Economic Rationales for the Scope of Privatization [R]. Princeton:Woodrow Wilson School Working Paper, 1990.
- [32]Shleifer, A.,Vishny R. W. Politicians and Firms[J]. Quarterly Journal of Economics, 1994,109(4):995-1025.
- [33]张文魁. 国企需要新一轮改革[J]. 中国经济报告, 2013,(10):20-23.
- [34]曹廷求,杨秀丽,孙宇光. 股权结构与公司绩效:度量方法和内生性[J]. 经济研究, 2007,(10):126-137.
- [35]樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年度报告[M]. 北京:经济科学出版社, 2011.
- [36]俞红海,徐龙炳,陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. 经济研究, 2010,(8):103-114.
- [37]李延喜,包世泽,高锐,孔宪京. 薪酬激励、董事会监管与上市公司盈余管理[J]. 南开管理评论, 2007,10(6):55-61.
- [38]Fan, J. P. H.,J.Wong T.,Zhang T. Institutions and Organizational Structure:The Case of State-owned Corporate Pyramids[J]. General Information, 2013,29(6):1217-1252.
- [39]许小年. 有效资本市场和中国经济改革[J]. 经济社会体制比较, 2000,(5):14-19.
- [40]郝云宏,汪茜. 混合所有制企业股权制衡机制研究——基于“鄂武商控制权之争”的案例解析[J]. 中国工业经济, 2015,(3):148-160.
- [41]Newman, K. Organizational Transformation During Institutional Upheaval [J]. Academy of Management Review, 2000,25(3):602-619.
- [42]Uhlenbruck, K.,Castro J. O. D. Foreign Acquisitions in Central and Eastern Europe:Outcomes of Privatization in Transitional Economies[J]. Academy of Management Journal, 2000,43(3):381-402.
- [43]Lane, P. J.,Lubatkin M. Relative Absorptive Capacity and Interorganizational Learning[J]. Strategic Management Journal, 1998,19(5):461-477.

Pecking Order of Mixed Ownership: The Logic of Market

MA Lian-fu^{1,2}, WANG Li-li^{1,2}, ZHANG Qi^{1,2}

(1. China Academy of Corporate Governance of Nankai University, Tianjin 300071, China;

2. Business School of Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: Spurred on by policy change and survival needs, developing mixed ownership and attracting non-state capital have become the target and direction of reform of state-owned enterprises. Using a sample of state-owned enterprises of 2001—2013, and based on the proportion of three different types of shareholders including state, foreign and private, this paper decomposes mixed ownership into diversity of property rights, degree of property integration and mixed balance degree, and then studies their impacts on corporate performance. We find that simple mixed equity cannot improve performance, but when institutional environment is good, diversity of property rights can improve company performance, and performance has an inverted “U-shaped” relationship with degree of property integration. And when the non-state-owned shareholding ratio reached 30%–40%, their value effect is most significant. As to the mixed balance degree, in the state-owned enterprises, the balance effect of foreign equity is better than private equity.

Key Words: mixed ownership; corporate performance; equity balance

JEL Classification: C12 G34 P20

[责任编辑:鲁舟]