

如何“混改”更好

——国企混合所有制股权组合模式对企业绩效的影响^{*}

孙鲲鹏 方明月 包家昊

内容提要:本文从理论和实证上研究了国有企业混合所有制股权组合模式对企业绩效的影响。首先,构造了一个“国资股东—民资股东—外资股东—经理人”四方参与的完全信息动态博弈模型,推导了混改国有企业不同的股权组合模式与企业绩效的关系。然后,使用1999—2013年中国工业企业数据库,采取前沿的计量经济学方法,发现了如下主要结论:混合所有制改革显著提高了国有企业绩效,采用非国资控股方式进行混改的企业绩效总体上高于国资控股企业,而且新引入的资本中有主导资本类型的企业绩效高于无主导资本类型的企业;在国资控股的情况下,民资主导的企业绩效高于外资主导的企业;在非国资控股的情况下,外资主导的企业绩效高于民资主导的企业。上述国有企业混合所有制改革模式的影响渠道包括提升收入和降低成本两个方面,外资股东在改善出口方面更具优势,民资股东在降低企业的管理费用和用工成本方面更具优势。本文的研究发现将推进混合所有制改革的具体方式与影响效果的相关研究,为国有企业混合所有制改革提供政策借鉴。

关键词:混合所有制改革 企业绩效 股权组合 国有企业

作者简介:孙鲲鹏,中央财经大学财政税务学院助理教授,100081;

方明月(通讯作者),中国农业大学经济管理学院副教授,100083;

包家昊,中国人民大学经济学院硕士研究生,100872。

中图分类号:F425 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2021)06-0087-17

一、引言

混合所有制改革已经成为新时期国有企业改革的主要方向和重要抓手。党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出:“积极发展混合所有制经

^{*} 基金项目:清华大学现代国企研究院一般项目“国企混合所有制改革股权组合模式的效果研究”;清华大学现代国企研究院一般项目“国企高管激励侧重、企业税收遵从与盈余管理行为”;国家自然科学基金青年项目“政企博弈视角下的僵尸企业风险承担研究:倾向、行为模式和经济后果”(72002213)。作者感谢审稿专家的建议,文责自负。方明月电子邮箱:fangmingyue@cau.edu.cn。

济……允许更多国有经济和其他所有制经济发展成为混合所有制经济。”党的十九大报告进一步指出:“深化国有企业改革,发展混合所有制经济,培育具有全球竞争力的世界一流企业。”国有企业混合所有制改革,主要是指国有企业引入非国有资本(民营资本、外资、港澳台资本、集体资本),通过改善公司治理、提高管理水平来提高企业绩效的改革路径(厉以宁,2014;高明华,2015)。由于不同所有制的资本具有不同的目标函数、行为模式以及利益诉求,国有企业混合所有制改革的关键就是处理好不同所有制利益主体之间的关系。

国有企业混合所有制改革的大方向已经确定,目标非常明确,但是目前在理论和实践上还面临一些挑战。从理论上讲,在信息不对称条件下,企业的管理层会偏离股东利益最大化的目标,例如卸责、追求在职高消费、偷窃公司财产等,即存在代理成本(Jensen 和 Meckling,1976)。为了减少代理成本,完全契约理论认为,应该通过分成契约赋予管理层一定的股权(Holmstrom 和 Milgrom,1994)。而不完全契约理论认为,为了减少专用性投资导致的敲竹杠问题,应该将产权赋予投资重要的一方(Grossman 和 Hart,1986;Hart,1995)。总之,在公司治理中,产权无疑是最重要的激励工具。但是,西方的契约理论文献几乎没有讨论多元产权主体之间的互动行为,^①也没有分析不同所有制的产权组合对企业行为和绩效的影响。因此,国有企业混合所有制改革需要构建一个基于多元产权主体的理论基础,这是本文的主要目标之一。

从实践上看,存在两个亟待解决的问题。其一,混合所有制改革究竟能不能改善国有企业的绩效?如果能,影响机制是什么?一些学者认为,混合所有制改革降低了国有企业的政策性负担和社会性负担(陈林、唐杨柳,2014;张辉等,2016),提高了企业的全要素生产率(刘晔等,2016),促进了企业创新(李文贵、余明桂,2015),改善了企业绩效(刘小鲁、聂辉华,2016;郝阳、龚六堂,2017),提高了国有僵尸企业的治愈概率(方明月、孙鲲鹏,2019)。另一些学者认为,混合所有制改革与企业绩效的关系不确定(张文魁,2010),混合所有制改革(国有企业部分民营化)甚至显著增加了政策性负担,加剧了业绩滑坡(刘春、孙亮,2013)。可见,关于国有企业混合所有制改革的效果,现有文献的结论是不确定的,这就需要大样本的实证研究来廓清迷雾。即便发现混合所有制改革可以改善国有企业绩效,也需要刻画具体的影响机制,这样才能有针对性地制定混改政策。其二,何种混合所有制改革的模式更加有效?比如,在混改国企中,是各类所有制股份均等化更好,还是存在一种主导股份更好?是国资控股更好,还是民资控股更好?第二个问题是关乎混合所有制改革推广的关键问题。早期的文献主要讨论国有企业改革的产权结构问题。例如,Matsumura(1998)较早讨论了国有企业民营化后国有股东的最优持股比例。平新乔(2000)从企业生产成本和生产目标的角度探讨了国有经济比重的内生决定问题。孙群燕等(2004)通过构建混合寡头垄断竞争的博弈模型研究了在背负一定社会性负担的条件下,国有企业内部国有股比例的变化对社会福利的影响。党的十八届三中全会之后,一些学者开始直接关注混合所有制企业的混合比例问题。例如,殷军等(2016)通过构建国有企业混合所有制的混合寡头模型,探讨了国有企业混合所有制改革的最优比例。张伟和于良春(2017)结合处于竞争行业和领域的商业类国有企业进行混改的试点案例,从理论上研究了不同混合所有制改革方案下企业产权结构的差异和市场运行结果。马连福等(2015)使用2001—2013年国有竞争类上市公司的数据,发现非国有股比例处于30%~40%时的企业绩效最佳。刘汉民等(2018)基于2016年央属混合所有制上市公司的数

^① 一些公司治理文献讨论了大股东和小股东之间的策略性互动行为(Shleifer 和 Vishny,1997;Hart,2001),但是也没有涉及不同所有制股东之间的互动行为。

据,探讨了前五大股东中国有股占比和非国有股占比的最优区间。现有实证和案例研究主要探究国有股和非国有股的二元组合对企业的影响,而没有更深入地探究非国有股内部的不同类型的组合方式如何影响混改效果;而且主要基于上市公司的数据,在不改变国有资本控股地位的前提下,比较了参股股东不同股权结构的差异,这难以反映混合所有制改革的全貌。从行政级别来看,县级及以下、地市级、省级和中央级国有企业进行混改的比例呈现依次降低的态势(方明月、孙鲲鹏,2019),而行政等级较低的国有企业多数是非上市公司。究竟何种混合所有制改革的模式更加有效?要想较好地回答这一问题,就需要基于大样本的证据,对国有企业混合所有制改革的模式进行全方位的研究。

本文从理论和实证上研究了国有企业混合所有制股权组合模式对企业绩效的影响。首先,我们构造了一个“国资股东—民资股东—外资股东—经理人”四方参与的完全信息动态博弈模型,推导了不同股权组合模式与企业绩效的关系。然后,我们使用1999—2013年中国工业企业数据库,采取前沿的计量经济学方法,发现了如下主要结论:混合所有制改革显著提高了国有企业绩效,采用非国资控股方式进行混改的企业绩效总体上高于国资控股企业,而且新引入的资本中有主导资本^①类型的企业绩效高于无主导资本类型的企业;在国资控股的情况下,民资主导的企业绩效高于外资主导的企业;在非国资控股的情况下,外资主导的企业绩效高于民资主导的企业。上述国有企业混合所有制改革模式的影响渠道包括提升收入和降低成本两个方面,外资股东在改善出口方面更具优势,民资股东在降低企业的管理费用和用工成本方面更具优势。

本文对现有文献的贡献主要体现在三个方面。首先,本文通过构造一个“国资股东—民资股东—外资股东—经理人”四方参与的完全信息动态博弈模型,从理论上推导了不同股权组合模式与企业绩效的关系,丰富了企业的产权理论。如前所述,现有的契约理论和产权理论很少涉及多元产权主体之间的互动行为,只有少数文献基于中国背景分析了不同股权主体之间的博弈行为(李建标等,2016;刘少波、马超,2016)。与已有文献不同,本文聚焦于不同股权主体之间的监督博弈,从而在一定程度上拓展了产权理论和公司治理的相关研究。其次,本文聚焦了混合所有制企业中不同类型资本的合作机制和组合模式,丰富了国有企业混合所有制改革的文献。在混合所有制国有企业中,我们将其分为国有资本控股和非国有资本控股两类。在此基础上,将两类企业再划分为新引入资本有主导资本与无主导资本两类。有主导资本类型可以进一步细分为民资主导、外资主导和集体资本主导三类。现有关于国有企业混改的经验研究多是基于上市公司的数据,而上市公司自上市伊始就是多元化的股权结构,缺失纯国有企业和低控股比例国有企业的参照组,从而难以体现混改程度和动态过程。还有一些研究是在国有资本控股的前提下讨论参股股东的股权制衡效应,忽视了新时期国有企业改革推进的分类分层前提(黄群慧,2017)。本文的研究为分类推进混合所有制改革提供了政策指引。最后,本文揭示了混合所有制改革模式的影响渠道,与已有文献揭示的机制形成了互补关系。现有研究多数是从总体上讨论混合所有制改革是否成功(刘小鲁、聂辉华,2016)。有少数文献揭示了国企混改后改善绩效的作用机制,包括政策性负担的减少(陈林、唐杨柳,2014),隧道效应的减弱和经理人代理成本的降低(王甄、胡军,2016),以及管理层的薪酬激励效果提升(郝阳、龚六堂,2017)。而本文发现混合所有制改革对企业绩效的影响渠道是多方面的,包括提升收入和降低成本两个方面。具体而言,外资股东在改善出口方面更具优势,民资股东在降低企业的管理费用和用工成本方面更具优势。

① 所谓主导资本,是指新引入的社会资本所有制类型中,有一种类型的资本占有新引入资本的比重超过50%。后有详细介绍。

二、理论模型与研究假说

(一) 模型假设与博弈时序

我们构建一个简单的股东—经理人代理模型来说明本文的逻辑。^① 假定存在经理人、国资股东、民营股东及外资股东四方参与者,国资持股比例为 α ,民营持股比例为 β ,外资持股比例为 γ ,其中 $\alpha + \beta + \gamma = 1$,并且每种股权的取值范围为 $[0, 1]$ 。三类股东的持股比例总体上受到政策框架的限制而非由股东自行决定。近年来,相关案例和实证研究也多将国企混改方案中的股权比例和控制权安排视为由政府部门决定(马连福等,2015;沈红波等,2019;沈昊、杨梅英,2019)。因此,三类股东的持股比例外生给定。

模型中的委托代理问题集中表现为,出于对公司规模、自身地位和“商业帝国”建设的追求,经理人存在产量最大化的偏好,而产量最大往往并非利润最大;同时参照以往研究(Shleifer 和 Vishny, 1994; Cheng 等, 2013; 林毅夫、李志赞, 2004; 廖冠民、沈红波, 2014; 殷军等, 2016; 张伟、于良春, 2017), 国资股东出于对拉动经济增长和扩大就业的追求,面对经理人追求产量最大化的行为,缺乏足够动力督促经理人追求利润最大化;^②但是,民营股东和外资股东的目标是利润最大化,因此会督促经理人更专注于实现利润最大化的目标。参照 Bai 等(1997)的假设,假定经理人的目标函数为企业产量及利润的线性加和形式 $U = q + k\pi$,其中 q 为企业产量, π 为企业绩效, k 为经理人追求利润最大化的系数。新引入股东起到监督治理作用,能促使经理人更有动机基于利润最大化做出运营决策,降低企业低效和不合理的支出,例如过多的包括企业办公费、招待费和员工福利费用等在内的管理费用(白重恩等,2006; Bai 等, 2009)和过高的反映企业用工成本的员工薪酬(陈冬华等, 2011)等,从而提升企业绩效。

(1) 在我们的模型中股东的监督治理作用集中表现为经理人追求利润最大化的系数 k 受到股东监督水平的影响。参考以往研究对国有企业代理问题的刻画思路(林毅夫、李志赞, 2004), 国有股东只会部分地关注利润,为了模型的简洁性,我们参考以往类似理论文献做法(聂辉华、李金波, 2007; Gottlieb 和 Moreira, 2013), 将国资股东对经理人追求利润最大化系数 k 的影响标准化为0($k_g = 0$)。而民营、外资会对企业进行监督,促使经理人追求利润并提升运营效率,即分别给经理人带来 k_p 和 k_f 的利润追求动机。

(2) 在初始状态,假设多个主要股东的监督可以“叠加”,提升企业运营效率(马连福等, 2015; Chen 等, 2019)。从具体机制上,多个主要股东将影响董事会和监事会的规模和构成(段云等, 2011),代表多方的董事和监事乃至股东本身能够从更多维度对公司高管加以监督(朱冰等, 2018; 罗宏、黄婉, 2020),而且多方的制衡也有助于缓解其中一方与经理人的合谋或捕获问题(洪剑峭、薛皓, 2008; 陈德萍、陈永圣, 2011; 高磊等, 2020; 姜付秀等, 2020)。总之, k_p 和 k_f 的提升均能促使经理人更多地追求利润最大化。

(3) 外资与民营在监督效能上存在差异。相比于外资,民营在本地运营上具有获取公司治理所需信息的优势,以及更熟悉和理解企业经营背景的本地化知识优势,这对于发挥公司治理作用

^① 本文的模型属于引导性模型,目的是帮助读者理解新引入民营与外资对混合所有制企业经营的影响机制。

^② 不可否认,国有企业追求产量最大化未必与社会总福利最大化相背,但考虑到国企混合所有制改革目标往往是提升国企绩效、实现国有资本保值增值,本文主要从企业绩效角度考察国企混合所有制改革的效应,并不否认国企承担社会责任的合理性。

非常重要 (Louis, 2005; Kang 和 Kim, 2010; Dai 等, 2015; 周泽将、高雅, 2019), 因此假设民资可以花费更低的成本 c_1 提高一单位监督水平, 而外资需要花费更高的成本 c_2 ($c_2 > c_1$) 提高一单位监督水平。需要说明的是, 虽然二者监督成本有差异, 但考虑到监督技术和手段并无不同, 二者成本差异不会过大, 即 c_2 略大于 c_1 。

股东具有资源支持功能, 可以为企业匹配更多资源。虽然外资与内资相比不擅长监督, 但外资股东可以帮助企业开拓新市场、引进新技术等, 从而提升企业绩效。已有研究表明, 外资能提供海外资源, 例如国际市场网络等方面的支持, 从而有助于企业整合全球资源和开拓国际市场 (江小涓, 2002; Girma 和 Görg, 2004), 最终提高企业绩效。近年来关于外资对中国企业持股与企业国际化的实证文献仍支持这一点, 例如谭玉清和翟森竞 (2020)。假设外资股权比例提高一个单位, 会帮助企业绩效提高为原来的 $e^{\gamma m}$ 倍, 其中 γ 和 m 的取值范围均为 $[0, 1]$ 。

假设企业面临的产品市场反需求函数为 $p = a - bq$, 其中 p 为价格, q 为产量, a 和 b 为外生参数, 企业生产成本为 0。因此企业绩效为:

$$\pi = e^{\gamma m} (a - bq) q \quad (1)$$

博弈一共分为三个阶段。第一阶段, 国资、民资、外资结合自己外生给定的持股比例来选择自身的监督水平, 较高的监督水平会促使经理人追求利润, 较低监督水平将导致经理人追求产量最大化而牺牲利润; 第二阶段, 由经理人选择企业产量并生产; 第三阶段, 企业完成生产, 各方实现收益。

(二) 参与人决策求解

经理人面对的问题是:

$$\max U = k\pi + q = ke^{\gamma m} (a - bq) q + q \quad (2)$$

求解上述最大化问题得到此时企业绩效以及民资和外资利润分成。接着考虑民资及外资的监督决策, 民资的收益为民资在总利润中分得的利润减去自身在监督时付出的监督成本, 可求得当给定外资选择的监督水平时, 民资选择的优化后监督水平为:

$$k_p = \begin{cases} \sqrt[3]{\frac{\beta}{2bc_1 e^{\gamma m}}} - k_f, & \sqrt[3]{\frac{\beta}{2bc_1 e^{\gamma m}}} - k_f > 0 \\ 0, & \sqrt[3]{\frac{\beta}{2bc_1 e^{\gamma m}}} - k_f \leq 0 \end{cases} \quad (3)$$

同理, 也可求得给定民资选择的监督水平时外资选择的监督水平为:

$$k_f = \begin{cases} \sqrt[3]{\frac{\gamma}{2bc_2 e^{\gamma m}}} - k_p, & \sqrt[3]{\frac{\gamma}{2bc_2 e^{\gamma m}}} - k_p > 0 \\ 0, & \sqrt[3]{\frac{\gamma}{2bc_2 e^{\gamma m}}} - k_p < 0 \end{cases} \quad (4)$$

综合外资及民资的监督决策我们可以发现, 当 $\frac{\beta}{c_1} > \frac{\gamma}{c_2}$, 即民资监督的相对收益比外资监督的

相对收益更大时, $k_p = \sqrt[3]{\frac{\beta}{2bc_1 e^{\gamma m}}}$, $k_f = 0$ 。此时民资会提供监督, 外资因为监督收益小于成本而“搭

便车”,不对经理人进行任何监督;反之,外资会提供监督,而民资会“搭便车”。综合以上分析我们可以得到企业最终的利润函数为:

$$\pi = \begin{cases} \frac{e^{\gamma m} a^2}{4b} - \sqrt[3]{\frac{c_1^2}{16b\beta^2 e^{\gamma m}}}, \frac{\beta}{c_1} > \frac{\gamma}{c_2} \\ \frac{e^{\gamma m} a^2}{4b} - \sqrt[3]{\frac{c_2^2}{16b\gamma^2 e^{\gamma m}}}, \frac{\beta}{c_1} \leq \frac{\gamma}{c_2} \end{cases} \quad (5)$$

(三) 研究假说

首先,我们关心的是,是否应当在纯国有企业中引入非国有资本,引入非国有资本后是否有助于提升企业绩效?上述结果表明,给定民资持股比例 β 时,随着国资持股比例 α 降低,外资持股比例 γ 提高,在监督成本不太高的情况下,外资提供资源支持的程度及监督水平都会提高,这会导致企业绩效提高;给定外资持股比例 γ 时,随着国资持股比例 α 降低,民资持股比例 β 提高,在监督成本不太高的情况下,民资提供的监督水平会提高,从而导致企业绩效提高。因此,当国资持股比例降低时,无论这部分股份转为民资所有还是外资所有,在监督成本不太高的情况下,都会导致企业绩效的提高,我们得到以下假说。

假说1:对于进行混合所有制改革的国有企业,非国资控股的企业绩效高于国资控股企业。

其次,由于非国有资本有民资、外资等多种类型,我们关心的是新引入的资本应该如何组合,是否应该有一种类型的资本主导,还是尽量“均衡化”?下面我们比较新引入资本中民资与外资持股比例相对均衡和有一种资本占比相对突出的两种状态下,监督效果和企业绩效的情况。

在给定国资持股比例 α^* 的情况下,外资与民资持股比例之和恒定为 $\beta + \gamma = 1 - \alpha^*$ 。特别地,当 $\frac{\beta}{c_1} > \frac{\gamma}{c_2}$ 时,民资选择监督,外资将不监督。由于我们在此主要讨论股权比例问题,且外资监督成本并非远大于民资,不妨考虑当监督成本 c_1 接近于 c_2 时的情形以简化推导,^①上面的条件简化为当 $\beta > \gamma$ 时,即民资在新引入资本中持股更多而占据主导地位时,民资选择监督,外资将不监督。此时企业绩效为:

$$\pi|_{\beta > \gamma} = \frac{e^{\gamma m} a^2}{4b} - \sqrt[3]{\frac{c_1^2}{16b\beta^2 e^{\gamma m}}} \quad (6)$$

而当民资与外资持股比例相对平衡时($\beta = \gamma$),此时外资与民资均寄希望于对方付出监督成本而自己“搭便车”,在博弈均衡下,其中随机一方会监督,但仅为按照自己在新引入资本中一半的持股比例来进行较低水平的监督,此时企业绩效为:

$$\pi|_{\beta = \gamma} = \frac{e^{\frac{m}{2}} a^2}{4b} - \sqrt[3]{\frac{c_1^2}{4be^{\frac{m}{2}}}} \quad (7)$$

可以证明,民资持股比例高于外资而占新引入资本比例高于一半时,由于民资有更强动力监

^① 在一般情形下,股权比例均衡状态应为 $\beta = \frac{c_1}{c_2} \gamma$,可以证明,当民资持股比例增大时,企业绩效更好($\beta > \frac{c_1}{c_2} \gamma$)。“主导”的界定考虑了监督者的成本,本文的“主导”是相对概念,当民资与外资监督成本差异不大时,可以使用 β 与 γ 的大小关系来刻画由哪类资本主导。

督,企业绩效好于民资与外资持股比例相对平衡的情形:

$$\pi|_{\beta>\gamma} - \pi|_{\beta=\gamma} = \left(\frac{e^{\gamma m} a^2}{4b} - \sqrt{\frac{c_1^2}{16b\beta^2 e^{\gamma m}}} \right) - \left(\frac{e^{\frac{m}{2}} a^2}{4b} - \sqrt{\frac{c_1^2}{4be^{\frac{m}{2}}}} \right) = \int_{\frac{1}{2}}^{\beta} \frac{\partial \pi}{\partial \beta} d\beta > 0 \textcircled{1} \quad (8)$$

综上,相比外资与民资持股均衡状态,当其中一种持股更多、占新引入资本比例过半而居于主导地位时,监督执行方动力更大、摩擦更少,从而更有助于企业绩效。主导资本的地位越是突出和稳固,上述效果越好。

假说 2:对于进行混合所有制改革的国有企业而言,新引入的资本中有主导资本的企业绩效高于无主导资本企业。

最后,虽然上文表明引入更多非国有资本有助于提升企业绩效,但是由于某些企业功能定位具有特殊性,国资股权不可能随意降低,我们还关心在给定不同的国资持股比例情况下,新引入资本的最优组合模式是否有所变化。在给定国资股权比例的情况下,为了便于比较,我们讨论以下两种极端情形:(1)民资为新引入资本中的唯一资本,此时 $\beta = 1 - \alpha^*$, $\gamma = 0$; (2) 外资为新引入资本中的唯一资本,此时 $\beta = 0$, $\gamma = 1 - \alpha^*$ 。当情形(1)比情形(2)好的时候,说明民资主导的企业绩效高于外资主导的企业;反之,说明外资主导的企业绩效高于民资主导的企业。

在情形(1)中,由于 $\frac{\beta}{c_1} > \frac{\gamma}{c_2}$,那么经理人追求利润最大化的水平为 $k = \sqrt[3]{\frac{\beta}{2bc_1 e^{\gamma m}}} = \sqrt[3]{\frac{1 - \alpha^*}{2bc_1 e^{\gamma m}}}$,企业绩效为:

$$\pi_1 = \frac{a^2}{4b} - \sqrt[3]{\frac{c_1^2}{16b(1 - \alpha^*)^2}} \quad (9)$$

在情形(2)中,由于 $\frac{\beta}{c_1} \leq \frac{\gamma}{c_2}$,那么企业监督水平为 $k = \sqrt[3]{\frac{\gamma}{2bc_2 e^{\gamma m}}} = \sqrt[3]{\frac{1 - \alpha^*}{2bc_2 e^{\gamma m}}}$,企业绩效为:

$$\pi_2 = \frac{e^{(1 - \alpha^*)m} a^2}{4b} - \sqrt[3]{\frac{c_2^2}{16b(1 - \alpha^*)^2 e^{(1 - \alpha^*)m}}} \quad (10)$$

易证,当国资持股比例 α^* 较大的时候,我们有:

$$\lim_{\alpha \rightarrow 1} (\pi_1 - \pi_2) = +\infty > 0 \quad (11)$$

这意味着在国资控股的企业中,民资主导的企业绩效高于外资主导的企业。而在国资持股比例 α^* 较小的时候,我们有:

$$\lim_{\alpha \rightarrow 0} (\pi_1 - \pi_2) = \frac{a^2}{4b}(1 - e^m) + \frac{\sqrt[3]{c_2^2} - \sqrt[3]{c_1^2 e^m}}{\sqrt[3]{16be^m}} < 0 \textcircled{2} \quad (12)$$

① 其中, $\frac{\partial \pi}{\partial \beta} = -\frac{e^{\gamma m} m a^2}{4b} + \frac{1}{3} \sqrt[3]{\frac{c_1^2}{16b\beta^5 e^{4\gamma m}}} e^{\gamma m} (2 - \beta m) > 0$, 该式成立的一个充分条件是 $\frac{e^{4m} m^3}{(2 - m)^3} < \frac{4b^2 c_1^2}{27a^6}$, 即外资的资源

支持功能对企业绩效的改善作用相对于民资监督的作用而言不应“过大”。背后的经济学直觉是,外资的资源支持功能过强会导致民资的监督优势相对较小,进而使得企业利润完全受外资持股比例的影响。

② 式中右边第一项恒为负,而当满足 $c_2 < c_1 e^m$, 即外资监督成本与民资监督成本差距不大时,第二项也为负,因此整体为负。考虑到民资只是相对外资更了解本地情况,它们监督技术不会有太大的差别,上述假设是合理的。

也就是说,在非国资控股的企业中,外资主导的企业绩效高于民资主导的企业,因此我们得到如下假说。

假说 3:对于进行混合所有制改革的国有企业而言,在国资控股的企业中,新引入资本民资主导的企业绩效高于外资主导的企业。

假说 4:对于进行混合所有制改革的国有企业而言,在非国资控股的企业中,新引入资本外资主导的企业绩效高于民资主导的企业。

三、研究设计

(一) 估计策略

为了检验各种混合所有制股权组合模式的效果,本文使用固定效应模型估计如下回归方程:

$$Performance_{fipit} = \beta_0 + \beta_1 MixType_{fipit} + \beta_2 \gamma_{fipit} + \beta_3 \delta_{it} + \eta_i + \theta_p + \lambda_t + \varepsilon_{fipit} \quad (13)$$

其中,下标 f 表示企业, p 表示省份, i 表示行业, t 表示年份。被解释变量为 $Performance_{fipit}$, 即企业的业绩表现,主要使用总资产收益率 (ROA) 来衡量。 γ_{fipit} 为企业层面随着时间变化的控制变量,包括企业规模 ($Size$)、企业年龄 (Age)、企业出口占收入比重 ($Export_rate$)、企业的资本-劳动比 (K_L); δ_{it} 为企业所在的行业层面控制变量,主要是行业的竞争程度,即赫芬达尔-赫希曼指数 (HHI); η_i 为行业固定效应; θ_p 为企业所在省份的固定效应; λ_t 为年份固定效应; ε_{fipit} 为误差项,在回归中控制了异方差稳健。

关键解释变量为 $MixType_{fipit}$, 即企业的股权组合模式虚拟变量,在实证检验中,本文以纯国有企业作为基准组,按照股权组合模式的细分层级,分三步来检验混合所有制改革的股权组合模式对企业绩效的影响。第一步,相比于国有资本持股比例为 100% 的纯国有企业,在那些引入了其他所有制类型的企业中,我们将其分为国有资本控股 (SOE_{Ctrl}) 和非国有资本控股 (Non_SOE_{Ctrl}) 两类。根据上文的逻辑,我们期望二者的系数均显著为正,但 Non_SOE_{Ctrl} 的系数比 SOE_{Ctrl} 的系数大。第二步,根据新引入的社会资本所有制类型中是否有一种类型的资本占有新引入资本的比重超过 50%, 将两类企业再划分为新引入的资本有主导资本 ($Domin$) 与无主导资本 ($Other$) 两类。例如,某企业进行混改后国有资本占比 60%, 民营资本与外资资本分别占比 30% 与 10%, 那么该国有企业的混改类型为国资控股 (国有资本占比 60%, 超过一半), 同时有主导资本类型 (民营资本占比 30%, 超过新引入资本 40% 的一半, 即 $30\% / 40\% > 0.5$)。根据上文的逻辑,我们期望有主导资本的企业绩效比无主导资本的企业更高。第三步,为了考察新引入不同所有制类型对企业绩效的影响,本文将第二步中有主导资本类型进一步细分为民资主导 ($Private$)、外资主导 (Fgn) 和集体资本主导 (Col)^① 三类。根据本文理论分析部分的逻辑,我们预期在国资控股的情况下,民资主导的企业绩效高于外资主导的企业;在非国资控股的情况下,外资主导的企业绩效高于民资主导的企业。除以上检验外,本文主要检验中还用到控制变量:企业资产负债率 (LEV)、企业营业利润率 (ROS)、企业出口额增长幅度 ($ExportG$)、工资占收入比重 ($WageCost$)、管理费占收入比重 ($AdminCost$)。

① 虽然集体主导并非本文关注的重点,但是集体主导类型显著不同于没有主导或者法人主导,因此在本文中也将其作为一种类型加以控制。事实上,由于集体资本和国有资本均属于公有制资本,在很多方面存在相似之处,通过下文的实证结果可知,新引入资本中集体主导企业的绩效低于民资主导和外资主导,这符合预期。

(二)数据来源与描述性统计

本文所使用的初始数据为 1999—2013 年中国工业企业数据库的所有样本。参照多数学者整理该数据库的惯例(Cai 和 Liu,2009;聂辉华等,2012),删除了明显不合理的样本,并筛选出在数据库中出现的的第一年是纯国有企业的样本(Bai 等,2009;聂辉华、贾瑞雪,2011)。此外,由于现行政策规定关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域,或一些自然垄断行业必须保持国有性质或国家控股,这类企业并没有自由选择混合所有制产权结构的空间,因此我们删除了那些赫芬达尔-赫希曼指数(HHI)大于 0.9 的国有企业样本。最后,我们得到了 1999—2013 年(不含 2010 年,下同)包含 3.9 万多家企业,约 20 多万个样本的非平衡面板数据。

本文所用到的主要变量的描述性统计如表 1 所示。相关变量的描述性统计特征与显示情况和以往研究具有一致之处。例如,国资控股和非国资控股企业占有所有国有企业的比重分别为 8.5% 和 10.4%,与方明月和孙鲲鹏(2019)的统计结果具有相似之处。企业的平均年龄约为 26 岁,最小年龄 1 岁,最大年龄 64 岁,考虑到本文所使用的主要是期初为纯国有企业的样本,这一结果较符合实际情况。此外,控制变量中企业规模 *Size* 为总资产的自然对数,均值为 10.1896;资产负债率 *LEV* 的均值为 0.7011,与常识和以往使用中国工业企业数据库的实证研究(申广军等,2016)较为接近。

表 1 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>ROA</i>	214675	-0.0065	0.0729	-0.2720	0.3133
<i>SOECtrl</i>	214675	0.0850	0.2790	0	1
<i>Non_SOECtrl</i>	214675	0.1041	0.3053	0	1
<i>Domin</i>	214675	0.1342	0.3409	0	1
<i>Other</i>	214675	0.0549	0.2278	0	1
<i>Private</i>	214675	0.1098	0.3126	0	1
<i>Fgn</i>	214675	0.0095	0.0968	0	1
<i>Col</i>	214675	0.0151	0.1219	0	1
<i>Size</i>	214675	10.1896	1.7460	6.3491	14.8397
<i>Age</i>	214675	26.4852	16.1265	1	64
<i>LEV</i>	214675	0.7011	0.3656	0.0342	2.1082
<i>HHI</i>	214675	0.0531	0.0625	0.0036	0.3627
<i>K_L</i>	214675	1.0464	1.3844	0.0320	8.1147
<i>ROE</i>	214077	0.0224	0.3750	-1.4938	1.6914
<i>ROS</i>	214675	-0.1078	0.3291	-1.9542	0.2772
<i>ExportG</i>	214675	0.0042	0.2120	-1.0000	1.0400
<i>WageCost</i>	214675	0.2066	0.2314	0	1.5379
<i>AdminCost</i>	214675	0.2169	0.2651	0	1.7178

四、实证结果

(一)基准结果:混改股权组合模式与企业绩效

执行上文中的估计策略,基准结果如表 2 所示。表 2(1)~(3)列为不加入企业和行业层面控

制变量、加入固定效应的结果,(4)~(6)列为加入控制变量和固定效应的结果。(1)由(1)列和(4)列可知,*SOECtrl*和*Non_SOECtrl*的系数均显著为正,表明相比于纯国有企业,进行了混合所有制改革的国有企业的绩效显著更好,混合所有制改革对企业绩效有显著的提升作用。(2)*Non_SOECtrl*的系数比*SOECtrl*的系数大,显著性情况更好,而且从表格下方所列的F检验可知,二者的差别是显著的,表明非国资控股的混改模式的效果比国资控股的混改模式更好。(3)由(2)列和(5)列的结果可知,相比于纯国企,不管是国资控股还是非国资控股的企业,新引入的资本中有主导资本的企业的绩效均高于无主导资本的企业,经过F检验可知这一效应是显著的。(4)由(3)列和(6)列的结果可知,^①根据系数大小和显著性,相比于纯国企,国资控股的情况下,民营主导的企业绩效高于外资主导的企业;在非国资控股的情况下,外资主导的企业绩效高于民营主导的企业,经过F检验,这一效应总体上是显著的。

在经济显著性方面,相比于纯国有企业,采用国资控股形式混改的企业的总资产收益率(*ROA*)高出0.37个百分点,而采用国资参股形式混改的企业的总资产收益率高出1.66个百分点。考虑到在样本期内所有企业的总资产收益率的均值为-0.7%,经济显著性也较突出。在不同的国有企业混改模式中,经济显著性也较好。例如,在国资控股情况下,民营主导的企业绩效显著更高,总资产收益率显著高出0.69个百分点,而外资主导和无主导的企业绩效则相对较低,未比纯国有企业显著更高;在国资参股的情况下,外资主导的企业绩效显著更好,总资产收益率高出2.11个百分点,而民营主导则仅比纯国有企业高出1.74个百分点,具有明显差异。

表 2 基准结果:混改股权组合模式与企业绩效

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>
<i>SOECtrl</i>	0.0094 *** (19.37)			0.0037 *** (8.05)		
<i>Non_SOECtrl</i>	0.0253 *** (43.12)			0.0166 *** (29.20)		
<i>SOECtrl</i> × <i>Domin</i>		0.0106 *** (17.81)			0.0053 *** (9.39)	
<i>Non_SOECtrl</i> × <i>Domin</i>		0.0257 *** (39.92)			0.0175 *** (27.98)	
<i>SOECtrl</i> × <i>Private</i>			0.0117 *** (15.98)			0.0069 *** (9.94)
<i>SOECtrl</i> × <i>Fgn</i>			0.0103 *** (6.44)			0.0001 (0.10)
<i>SOECtrl</i> × <i>Col</i>			0.0074 *** (6.47)			0.0031 *** (2.85)
<i>SOECtrl</i> × <i>Other</i>		0.0074 *** (9.85)	0.0074 *** (9.85)		0.0012 (1.62)	0.0012 (1.61)

① 由于国资控股(*SOECtrl*)与非国资控股(*Non_SOECtrl*)分别与三种主导类型和无主导类型指示变量(*Private*、*Fgn*、*Col*、*Other*)交乘后,已涵盖所有进行混改的观测值,且我们在回归中控制了常数项,因此为避免共线性,无须再控制主导类型本身的指示变量。

续表 2

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
<i>Non_SOECtrl</i> × <i>Private</i>			0.0253 *** (38.03)			0.0174 *** (27.01)
<i>Non_SOECtrl</i> × <i>Fgn</i>			0.0390 *** (11.45)			0.0211 *** (6.39)
<i>Non_SOECtrl</i> × <i>Col</i>			0.0224 *** (8.05)			0.0154 *** (5.85)
<i>Non_SOECtrl</i> × <i>Other</i>		0.0237 *** (19.16)	0.0237 *** (19.17)		0.0133 *** (11.30)	0.0133 *** (11.30)
<i>Size</i>				0.0028 *** (24.87)	0.0028 *** (25.07)	0.0029 *** (25.14)
<i>Age</i>				-0.0004 *** (-37.37)	-0.0004 *** (-37.33)	-0.0004 *** (-37.32)
<i>LEV</i>				-0.0639 *** (-117.90)	-0.0639 *** (-117.93)	-0.0639 *** (-117.90)
<i>HHI</i>				0.0098 *** (3.10)	0.0099 *** (3.14)	0.0100 *** (3.16)
<i>K_L</i>				-0.0005 *** (-4.40)	-0.0005 *** (-4.43)	-0.0005 *** (-4.43)
Constant	0.0030 * (1.84)	0.0030 * (1.88)	0.0031 * (1.93)	0.0151 *** (7.75)	0.0148 *** (7.62)	0.0148 *** (7.58)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
地区固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	214675	214675	214675	214675	214675	214675
R ²	0.064	0.064	0.064	0.163	0.164	0.164
F-test; <i>Non_SOECtrl</i> - <i>SOECtrl</i> = 0	578.39 (0.000)			381.68 (0.000)		
F-test; <i>SOECtrl</i> × <i>Domin</i> - <i>SOECtrl</i> × <i>Other</i> = 0		18.18 (0.000)			20.36 (0.000)	
F-test; <i>Non_SOECtrl</i> × <i>Domin</i> - <i>Non_SOECtrl</i> × <i>Other</i> = 0		22.26 (0.000)			11.78 (0.000)	
F-test; <i>SOECtrl</i> × <i>Private</i> - <i>SOECtrl</i> × <i>Fgn</i> = 0			3.47 (0.061)			13.66 (0.000)
F-test; <i>Non_SOECtrl</i> × <i>Private</i> - <i>Non_SOECtrl</i> × <i>Fgn</i> = 0			3.59 (0.058)			3.72 (0.047)

注:系数下的括号内为双侧检验 t 统计量的值;*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著。下表同。表中 F-test 为系数差异是否显著的 F 检验值,F 值下方括号内为对应的 p 值。

(二) 稳健性检验^①

针对上文中的基准结果,我们进行了一系列稳健性检验。

(1)我们更换了企业绩效的衡量指标,使用企业的净资产收益率(*ROE*)、投入资本回报率(*ROIC*),更直接地从股东收益的角度以及企业价值实现的最直接的角度衡量企业绩效,国资控股企业的系数显著性总体上表现出与前面一致的结果。(2)对混合所有制改革类型的定义是本文实证部分的一个关键。为避免歧义和便于讨论,上文理论模型和基准回归部分,我们使用了绝对控股(国有资本占比超过半数)和绝对主导(非国有资本中某类资本超过半数即存在主导资本)的标准来定义混合所有制改革类型。现实中,大量企业的大股东可能并非绝对控股或绝对主导。我们采用相对控股和相对主导标准,定义混合所有制改革企业里国有资本为第一大股东即国资控股,否则为非国资控股。定义混合所有制改革企业的非国有股本里某种股本类型最大比例者为该种资本类型主导,而不要求其占比超过一半。基于这样的定义,结果仍然与我们的假说一致,表明本文的结论在混合所有制改革类型的定义上是稳健的。(3)我们重新定义了新引入资本中的外资主导类型。外资主导是本文的一个重要变量,在上文中定义外资主导时,外资包含港澳资本,现实中港澳资本可能是由中国内地的相关公司实际控制,因此我们重新定义外资主导为非港澳资本占比超过新引进资本的一半,将港澳资本主导视为无主导类型,结果仍然与前面的结论一致。(4)我们尝试删除法人资本主导的样本。中国工业企业数据库中有一类资本类型是法人股,法人股无法确认其实际类型,上文中的做法是将其视为无主导资本类型,但这可能会造成估计结果的偏差。我们尝试将这类样本删除,并重新检验,结果仍然符合预期。(5)我们尝试控制住不同层面的固定效应。前面我们控制了企业所在行业、地区以及年份固定效应,避免了这些因素对我们结果的影响。接下来,我们控制住年份×行业固定效应、年份×地区固定效应、地区×行业固定效应、行业×年份×地区固定效应等,因此那些行业层面和地区层面随着时间变化的因素,例如行业的周期、地区的经济社会文化状况等均得到有效控制。在这种情况下,我们仍然得到了一致的结果。此外,我们还控制了企业固定效应。企业层面的不随时间变化的固定因素被控制后,可以排除企业层面固定特征对结果的影响,发现仍然存在与预期一致的结果。

(三) 渠道机制检验

本部分主要探究国有企业混合所有制改革的股权组合模式影响企业绩效的相应渠道。首先,关于民资,公司治理提升企业绩效的一个重要原因在于监督治理改善可以促使企业代理人更多地追求业绩,提升企业运营效率、降低运营成本费用。根据以往研究,由于管理费用记录了企业办公费、招待费、员工福利费等运营管理活动耗费,运营效率集中表现为企业管理费用的高低,已有研究通过管理费用的下降来考察公司治理对企业绩效的影响机制(白重恩等,2006; Bai等,2009)。而且公司监督治理也能够影响企业的投资效率和雇佣决策,提升企业用工效率、降低用工成本(陈冬华等,2011)。其次,关于外资,由于外资相比国资股东具有广阔的国外销售网络(江小涓,2002; Girma和Görg,2004),外资股东可以促进企业出口,而销路的开拓和出口的增长将导致企业收入的增长,并最终带来利润增加(谭云清、翟森竞,2020),因此我们主要针对出口额的增长幅度进行考察。

我们主要考察混改对企业出口额增长幅度(*ExportG*)、工资占收入比重(*WageCost*)、管理费占收入比重(*AdminCost*)这三个渠道变量的影响。其中,第一个渠道变量主要反映外资的资源支持功

^① 受篇幅所限,稳健性检验结果未列出,留存备案。

能,我们期望外资主导的系数绝对值更大更显著。后两个渠道变量——工资支出和管理费用支出——主要反映企业的管理水平和公司治理状况(白重恩等,2006;Bai等,2009)。我们的检验结果如表3所示。在(1)列中,混改相关变量的系数为正,而且无论是在国资控股还是国资参股的前提下,外资主导的系数绝对值相比民资都更大更显著,表明混改改善了企业的出口状况,而且外资为企业带来了更高的出口增长率,这一效应主要表现在外资主导的企业中。在表3(2)列和(3)列中,混改相关变量的系数显著为负,而且无论国资控股还是国资参股,民资主导的系数绝对值相比外资都更大更显著,表明民资显著提升了企业的公司治理水平,企业的工资支出水平和管理费用占比都显著更低。为了验证混改的确是通过这些因素起作用的,我们还在基准回归中同时加入渠道变量和自变量,如(4)列所示,渠道变量对企业绩效的影响表现为,出口增长率的系数显著为正,而工资支出和管理费用的系数显著为负,表明出口增长越高的企业绩效显著越好,而各项成本越多的企业绩效显著越低,与我们的预期一致。在控制住渠道变量后,一些混改相关变量的显著性有所下降,表明混改通过这些渠道变量对企业绩效施加影响,进一步支持了本文的逻辑。

表3 渠道机制检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ExportG</i>	<i>WageCost</i>	<i>AdminCost</i>	<i>ROA</i>
<i>SOECtrl</i> × <i>Private</i>	0.0046 (1.52)	-0.0326 *** (-16.42)	-0.0365 *** (-16.12)	0.0040 *** (5.93)
<i>SOECtrl</i> × <i>Fgn</i>	0.0190 * (1.77)	-0.0292 *** (-7.79)	-0.0346 *** (-6.71)	-0.0027 * (-1.92)
<i>SOECtrl</i> × <i>Col</i>	0.0007 (0.13)	-0.0066 * (-1.68)	-0.0105 ** (-2.31)	0.0023 ** (2.22)
<i>SOECtrl</i> × <i>Other</i>	0.0043 (1.21)	-0.0142 *** (-6.77)	-0.0175 *** (-6.91)	-0.0003 (-0.37)
<i>Non_SOECtrl</i> × <i>Private</i>	0.0100 *** (4.43)	-0.0676 *** (-51.01)	-0.0657 *** (-45.81)	0.0119 *** (18.94)
<i>Non_SOECtrl</i> × <i>Fgn</i>	0.0389 *** (2.77)	-0.0170 *** (-2.58)	-0.0375 *** (-7.22)	0.0181 *** (5.62)
<i>Non_SOECtrl</i> × <i>Col</i>	-0.0019 (-0.17)	-0.0403 *** (-6.68)	-0.0437 *** (-6.08)	0.0118 *** (4.65)
<i>Non_SOECtrl</i> × <i>Other</i>	0.0090 ** (2.03)	-0.0023 (-1.19)	-0.0324 *** (-12.26)	0.0111 *** (9.63)
<i>ExportG</i>				0.0045 *** (7.78)
<i>WageCost</i>				-0.0153 *** (-17.51)
<i>AdminCost</i>				-0.0671 *** (-81.69)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制

续表 3

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ExportG</i>	<i>WageCost</i>	<i>AdminCost</i>	<i>ROA</i>
地区固定效应	控制	控制	控制	控制
控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	214675	214675	214675	214675
R ²	0.006	0.177	0.123	0.230

(四)内生性讨论:倾向得分匹配与随机模拟实验

如上所述,本文的研究可能遗漏了一些同时影响企业绩效和混合所有制改革策略的因素。我们根据影响国有企业混改的因素,为那些某种类型的混改企业样本在纯国有企业中寻找倾向得分匹配的配对样本。如果配对之后,两组企业在是否混改以及如何混改这一问题上不再有系统性差别,而混改与企业绩效的关系仍然显著正相关,那么我们有理由相信混改对企业绩效产生正向影响。基于已有文献(蔡贵龙等,2018;陈林,2018),我们发现国有企业是否进行混改主要受到企业所处行业、所处地区、规模、盈利状况这四个方面的影响。我们基于这四点进行无放回的倾向得分匹配,分别在每一年度为每一种类型的混改企业寻找纯国有企业配对样本,然后基于这些配对之后的样本,重复基准回归的检验过程,结果表明,在对分别与纯国有企业进行配对之后的样本进行回归的情况下,仍然可以发现非国资控股企业的绩效高于国资控股企业。进一步地,在国资控股的情况下,民资主导的企业绩效高于外资主导的企业;在非国资控股的情况下,外资主导的企业绩效高于民资主导的企业。这表明我们的结果是高度稳健的。

接下来,为了进一步缓解混改方式非随机所造成的潜在干扰,我们参照 Cantoni 等(2017)、方明月和孙鲲鹏(2019)等进行了随机模拟实验。具体的做法是,将各种混改方式的指示变量随机化,构造一个伪干预变量,进行安慰剂检验。以国资控股且民资主导的样本为例,已知样本期内当年为纯国有企业和国资控股且民资主导的企业一共有 181493 个,其中国资控股且民资主导的企业有 7415 个。我们现在假设不知道哪 7415 个样本为国资控股且民资主导的企业,而是从中随机抽出 7415 个样本标记为伪国资控股且民资主导样本,基于这样的样本重复基准回归,并得出混改方式指示变量的系数 t 值。接下来重复上述步骤继续进行随机抽取并回归,一共重复 1000 次。这 1000 个 t 值形成一个分布,如果 t 值达到 5% 显著性水平的次数占总模拟次数的比重约为 5%,则说明在随机模拟的情况下,显著结果的分布较为均匀,我们的显著性结果并非偶然产生。^①

五、结论与启示

当前,国有企业混合所有制改革已经成为学术研究和政策关注的焦点。然而,已有文献对于混合所有制改革成效以及最优模式的研究仍然存在明显不足。本文基于 1999—2013 年中国工业企业数据库的大样本数据,以 100% 纯国有企业作为参照组,按照股权组合模式的细分层级,分三个维度检验了混合所有制改革的股权组合模式对企业绩效的影响。本文的结果表明,相对于纯国有

^① 限于版面,随机模拟实验的显著性结果比例从略,如有需要,可向作者获取。

企业,混合所有制改革显著提高了国有企业绩效。在混合所有制企业中,非国资控股企业的绩效总体上高于国资控股企业。无论是国资控股还是非国资控股的企业,新引入资本中有主导资本的企业绩效高于无主导资本的企业。在此基础上,本文进一步区分了国资控股和非国资控股的情况下,民营主导和外资主导的不同效应。上述混合所有制改革模式的影响渠道包括提升收入和降低成本两个方面,外资股东在改善出口方面更具优势,民营股东在降低企业的管理费用和用工成本方面更具优势。

本文的结论具有重要的政策含义。(1)积极引入一些优质外资和民营参与国有企业混改,向外界发射强烈的开放信号。混合所有制模式作为国有企业改革的主要方向,对于提升企业绩效具有显著的作用。考虑到中美贸易摩擦等不确定性事件,尤其需要坚定改革开放的决心,积极推动混合所有制改革,能提高国有企业绩效,又能稳定民营的投资信心,还能贯彻“竞争中性”原则,并且向外界宣示一种积极的开放姿态。(2)混合所有制的股权组合模式中应当有一种居于主导地位的资本类型。在推进混改、引入新股东的过程中,要尽量充分发挥非国有资本对企业的监督治理和资源支持作用,新引入的股东不能“一盘散沙”,而是应该尽量确立一种主导类型资本。(3)最优的混改模式应该分别在国资控股和非国资控股两种模式的约束前提下相机抉择。部分企业在国计民生中居于重要地位,其国有资本须居于控股地位,而不能一概推行以民营化为导向的混改。在国资控股和非国资控股的混改模式下,引入各种资本的效果并不相同。在国资控股的前提下,引入民营的效果好于引入外资;在非国资控股的前提下,引入外资的效果好于民营。(4)基于市场化机制而非行政命令来推动混改。混改过程中引入新的资本应该与市场竞争机制结合起来,在确立各种类型资本的组合格架的前提下,应通过创造公平的外部竞争环境来引导其他非国有资本主动参与混合所有制改革,而非行政主导的“拉郎配”式重组。

参考文献:

1. 白重恩、路江涌、陶志刚:《国有企业改制效果的实证研究》,《经济研究》2006年第8期。
2. 蔡贵龙、郑国坚、马新啸、卢锐:《国有企业的政府放权意愿与混合所有制改革》,《经济研究》2018年第9期。
3. 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》,《会计研究》2011年第1期。
4. 陈冬华、陈富生、沈永建、尤海峰:《高管继任、职工薪酬与隐性契约——基于中国上市公司的经验证据》,《经济研究》2011年第S2期。
5. 陈林:《自然垄断与混合所有制改革——基于自然实验与成本函数的分析》,《经济研究》2018年第1期。
6. 陈林、唐杨柳:《混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究》,《经济学家》2014年第11期。
7. 段云、王福胜、王正位:《多个大股东存在下的董事会结构模型及其实证检验》,《南开管理评论》2011年第1期。
8. 方明月、孙鲲鹏:《国企混合所有制能治疗僵尸企业吗?——一个混合所有制类啄序逻辑》,《金融研究》2019年第1期。
9. 高磊、晓芳、王彦东:《多个大股东、风险承担与企业价值》,《南开管理评论》2020年第5期。
10. 高明华:《发展混合所有制经济关键是要装“新酒”》,《学习时报》2015年2月2日。
11. 郝阳、龚六堂:《国有、民营混合参股与公司绩效改进》,《经济研究》2017年第3期。
12. 洪剑峭、薛皓:《股权制衡对关联交易和关联销售的持续性影响》,《南开管理评论》2008年第1期。
13. 黄群慧:《破除混合所有制改革的八个误区》,《经济日报》2017年8月4日。
14. 江小涓:《中国出口增长与结构变化:外商投资企业的贡献》,《南开经济研究》2002年第2期。
15. 姜付秀、申艳艳、蔡欣妮、姜禄彦:《多个大股东的公司治理效应——基于控股股东股权质押视角》,《世界经济》2020年第2期。
16. 李建标、王高阳、李帅琦、殷西乐:《混合所有制改革中国有和非国有资本的行为博弈——实验室实验的证据》,《中国工业经济》2016年第6期。
17. 李文贵、余明桂:《民营化企业的股权结构与企业创新》,《管理世界》2015年第4期。

18. 厉以宁:《在调查混合所有制中发现的几个误解》,《北京日报》2014年3月10日。
19. 廖冠民、沈红波:《国有企业的政策性负担:动因、后果及治理》,《中国工业经济》2014年第6期。
20. 林毅夫、李志赞:《政策性负担、道德风险与预算软约束》,《经济研究》2004年第2期。
21. 刘春、孙亮:《政策性负担、市场化改革与国企部分民营化后的业绩滑坡》,《财经研究》2013年第1期。
22. 刘汉民、齐宇、解晓晴:《股权和控制权配置:从对等到非对等的逻辑——基于央属混合所有制上市公司的实证研究》,《经济研究》2018年第5期。
23. 刘少波、马超:《经理人异质性与大股东掏空抑制》,《经济研究》2016年第4期。
24. 刘小鲁、聂辉华:《国企混合所有制改革:怎么混?混得怎么样?》,中国社会科学出版社2016年版。
25. 刘晔、张训常、蓝晓燕:《国有企业混合所有制改革对全要素生产率的影响——基于PSM-DID方法的实证研究》,《财政研究》2016年第10期。
26. 罗宏、黄婉:《多个大股东并存对高管机会主义减持的影响研究》,《管理世界》2020年第8期。
27. 马连福、王丽丽、张琦:《混合所有制的优序选择:市场的逻辑》,《中国工业经济》2015年第7期。
28. 聂辉华、贾瑞雪:《中国制造业企业生产率与资源误置》,《世界经济》2011年第7期。
29. 聂辉华、江艇、杨汝岱:《中国工业企业数据库的使用现状和潜在问题》,《世界经济》2012年第5期。
30. 聂辉华、李金波:《政企合谋与经济发展》,《经济学(季刊)》2007年第1期。
31. 平新乔:《论国有经济比重的内生决定》,《经济研究》2000年第7期。
32. 申广军、陈斌开、杨汝岱:《减税能否提振中国经济?——基于中国增值税改革的实证研究》,《经济研究》2016年第11期。
33. 沈昊、杨梅英:《国有企业混合所有制改革模式和公司治理——基于招商局集团的案例分析》,《管理世界》2019年第4期。
34. 沈红波、张金清、张广婷:《国有企业混合所有制改革中的控制权安排——基于云南白药混改的案例研究》,《管理世界》2019年第10期。
35. 孙群燕、李杰、张安民:《寡头竞争情形下的国企改革——论国有股份比重的最优选择》,《经济研究》2004年第1期。
36. 谭云清、翟森竞:《关系嵌入、资源获取与中国OFDI企业国际化绩效》,《管理评论》2020年第2期。
37. 王甄、胡军:《控制权转让、产权性质与公司绩效》,《经济研究》2016年第4期。
38. 殷军、皮建才、杨德才:《国有企业混合所有制的内在机制和最优比例研究》,《南开经济研究》2016年第1期。
39. 张辉、黄昊、闫强明:《混合所有制改革、政策性负担与国有企业绩效——基于1999—2007年工业企业数据库的实证研究》,《经济学家》2016年第9期。
40. 张伟、于良春:《混合所有制企业最优产权结构的选择》,《中国工业经济》2017年第4期。
41. 张文魁:《中国混合所有制企业的兴起及其公司治理研究》,经济科学出版社2010年版。
42. 周泽将、高雅:《独立董事本地任职抑制了大股东掏空吗?》,《中央财经大学学报》2019年第7期。
43. 朱冰、张晓亮、郑晓佳:《多个大股东与企业创新》,《管理世界》2018年第7期。
44. Bai, C. E., Li, D. D., & Wang, Y., Enterprise Productivity and Efficiency: When Is Up Really Down? . *Journal of Comparative Economics*, Vol. 24, No. 3, 1997, pp. 265 – 280.
45. Bai, C., Lu, J., & Tao, Z., How Does Privatization Work in China? . *Journal of Comparative Economics*, Vol. 37, No. 3, 2009, pp. 453 – 470.
46. Cai, H., & Liu, Q., Competition and Corporate Tax Avoidance: Evidence from Chinese Industrial Firms. *Economic Journal*, Vol. 119, No. 537, 2009, pp. 764 – 795.
47. Cantoni, D., Chen, Y., Yang, D. Y., Yuchtman, N., & Zhang, Y. J., Curriculum and Ideology. *Journal of Political Economy*, Vol. 125, 2017, pp. 338 – 392.
48. Chen, S., Huang, Y., Li, N., & Shevlin, T. J., Quasi-Indexer Ownership and Corporate Tax-Planning. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 67, No. 2 – 3, 2019, pp. 278 – 296.
49. Cheng, M., Lin, B., & Wei, M., How Does the Relationship between Multiple Large Shareholders Affect Corporate Valuations? Evidence from China. *Journal of Economics and Business*, Vol. 70, No. 11 – 12, 2013, pp. 43 – 70.
50. Dai, L., Parwada, J. T., & Zhang, B., The Governance Effect of the Media's News Dissemination Role: Evidence from Insider Trading. *Journal of Accounting Research*, Vol. 53, No. 2, 2015, pp. 331 – 366.
51. Girma, S., & Görg, H., Outsourcing, Foreign Ownership, and Productivity: Evidence from UK Establishment-Level Data. *Review of International Economics*, Vol. 12, No. 5, 2004, pp. 817 – 832.
52. Gottlieb, D., & Moreira, H., Simultaneous Adverse Selection and Moral Hazard. The University of Pennsylvania Working

Paper, 2013.

53. Grossman, S. , & Hart, O. , The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 4, 1986, pp. 691 – 719.

54. Hart, O. , Financial Contracting. *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 4, 2001, pp. 1079 – 1100.

55. Hart, O. , *Firm, Contract and Financial Structure*. New York: Oxford University Press, 1995.

56. Holmstrom, B. , & Milgrom, P. , The Firm as an Incentive System. *American Economic Review*, Vol. 84, No. 4, 1994, pp. 927 – 991.

57. Jensen, M. , & Meckling, W. , Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976, pp. 305 – 360.

58. Kang, J. K. , & Kim, J. M. , Do Foreign Investors Exhibit a Corporate Governance Disadvantage? An Information Asymmetry Perspective. *Journal of International Business Studies*, Vol. 41, No. 8, 2010, pp. 1415 – 1438.

59. Louis, H. , Acquirers' Abnormal Returns and the Non-Big 4 Auditor Clientele Effect. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 40, No. 1 – 3, 2005, pp. 75 – 99.

60. Matsumura, T. , Partial Privatization in Mixed Duopoly. *Journal of Public Economics*, Vol. 70, No. 3, 1998, pp. 473 – 483.

61. Shleifer, A. , & Vishny, R. , A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, 1997, pp. 737 – 787.

62. Shleifer, A. , & Vishny, R. , Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 4, 1994, pp. 995 – 1025.

How to Conduct Mixed Ownership Reform? The Influence of Ownership Structure on Firm Performance

SUN Kunpeng (Central University of Finance and Economics, 100081)

FANG Mingyue (China Agricultural University, 100083)

BAO Jiahao (Renmin University of China, 100872)

Abstract: This paper explores the effects of different ownership structures in Chinese mixed ownership reform (MOR) on firm performance. First, this paper constructs a complete information dynamic game model with the four parties including state shareholders, private shareholders, foreign shareholders, and managers, and deduces the relationship between different ownership structures in MOR and firm performance. Then, using the dataset of China's industrial enterprises from 1999 to 2013, this paper conducts a series of empirical tests, and makes the following findings: (1) in the state-owned enterprises, MOR has significantly improved firm performance. (2) In the market-oriented enterprises that have experienced MOR, the performance of the non-state-controlled enterprises is generally better than that of the state-controlled enterprises. (3) No matter the firms are controlled by state shareholders or not, the newly introduced capital with a leading type of capital is better for firm performance than that without. (4) For the state-controlled firm, a leading status of private capital is better than that of foreign capital; in the case of the non-state-controlled firm, the leading status of foreign capital is better than that of private capital. (5) The effects of MOR are seen in increasing firms' revenue and reducing cost; and foreign shareholders have more advantages in improving export while private shareholders have more advantages in reducing administrative expenses and labor costs. The findings of this paper contribute to the literature on the forms and consequences of MOR, and will help the formulation of informed policies on the practice of MOR.

Keywords: Mixed Ownership Reform, Firm Performance, Ownership Structure, State-Owned Enterprise

JEL: D23, G32, G34

责任编辑:诗 华