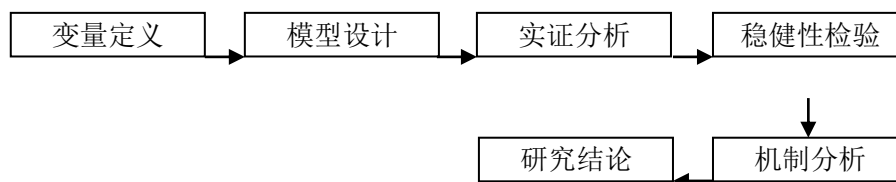


## 一、研究背景

十八届三中全会以来，“混合所有制”迅速成为了中国国企改革和公司治理领域的中心议题之一，这对中国经济学研究提出了迫切的现实需求。①在企业微观层面上，“混合所有制”是指国有资本和非国有资本“交叉持股”、“相互融合”的股权结构，即国企允许民营资本参股和民企允许国有资本参股。在本文中，参股股东指的是处于非控股地位的股东。②在国有控股和民营控股企业中，国有参股和民营参股分别对公司绩效带来怎样的影响，又是通过何种渠道产生影响？这些正是本文准备回答的问题。学术界对此虽不乏理论论证，但少有实证分析，最主要的困难在于基础数据的缺乏。

## 二、研究思路与基本内容

研究思路主要为：



基本内容如下：

### 1、国有与民营性质的界定、控股与参股的界定

把所有公司的前十大股东划分为 5 大类：“国有股东”、“民营股东”、“金融类股东”和“外资类股东”和“未知”。我们把“金融类股东”从“国有股东”和“民营股东”中划分出来，因其与传统意义的国有和民营机构具有显著差别。

由于“股东关系”的广泛存在，股东的“控股”和“参股”地位并不由其持股量相对地位来简单决定。利用 CSMAR “中国上市公司股权关系数据库”，将存在一致行动人关系、亲属关系、控股关系等股东关系的股东持股量进行合并，以此得到了各“股东集团”的持股量

### 2、基准模型设定

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 NCState_{it} + \beta_2 NCPrivate_{it} + \beta_3 Top + \beta_4 Asset_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Liq + \beta_8 + \epsilon$$

其中，ROA 是经过当年行业中位数调整的资产收益率，用来代表公司绩效。NCState 是国有参股股东的持股量总和，NCPrivate 是民营参股股东的持股量总和。NCState10( NCPrivate10) 是哑变量，当国有(或民营)参股股东持股量之和超过 10% 取 1，其

他情况取 0。 $NCStateRatio$  ( $NCPrivateRatio$ )等于  $NCState$ ( $NCPrivate$ )除以控股股东的持股量,这个指标突出了参股股东的相对影响力。 $Top1$  是控股股东的持股量。 $Asset$  表示总资产对数,  $Debt$  表示负债率,  $Growth$  表示总资产同比增长率,  $Liq$  表示流动资产比率。

### 3、稳健性检验

此处采用了 18 种稳健性检验的方法,即分别采用了 OLS 回归、未经行业调整的 ROA 代替 ROA、取股权结构的当期值、ROIC、异方差稳健估计量、平衡面板、控制未知性质股东、控股股东持股量 > 20% 竞争性行业等方法,结论与基准模型基本一致。

### 4、核心职位的股东背景与经济绩效

在中国的上市公司中,董事长、总经理和财务总监在公司权力配置中具有关键地位,处于这些核心职位的高级管理人员一般与股东之间存在直接或者间接的关系,这反映了公司控制权在不同股东之间的具体安排。不同性质的参股股东取得特定职位时,公司绩效发生了变化,与前述研究一致。

### 5、对理解参股股东的作用机制

研究结论显示,国有和民营参股对公司绩效的影响体现了明显的“互补”特征,主要机制包括两点:国有企业管理的市场化水平不足;国企和民企都面临着非市场化的经营环境。具体来说,民营参股提高了国企中管理层薪酬对绩效的敏感度,国有参股在民营控股企业中增加了高管的业绩压力,同时国有参股减轻了民营控股企业税负以及缓解了民营控股公司的融资约束。

### 6、市场化进程与“互补性”

“混合所有”有助于弥补市场化的不足,异质性股东的“互补”使企业发挥了不同所有制资本的优势。所以,我们预期在市场化越低的情况下,异质性参股股东的“互补性”作用会越强。

## 三、主要结论

“混合所有”股权结构具有积极的公司治理效应。市场化的不完善给不同所有制资本带来了各自独特的成本和挑战,“混合所有”有助于弥补市场化的不足。

启示包括:

第一,简单的“股权多元化”并非“混合所有制”改革,“混合所有制”改革的关键是引入持股量较高和负责任的民营资本,其本质是改善公司治理机制。

第二,本文支持处于竞争性行业的国企引入民营资本,建议出台相关政策为国资转让“保驾护航”。

第三，对国有资本“交叉持股”的股权多元化改革应持谨慎态度。

第四，虽然实证结果显示国有参股可以改善民营企业的经济绩效，但是我们并不认为政策应该鼓励或推动民营企业的部分国有化。

#### 四、汇报点评

本文以中国上市公司为研究样本，根据 2004—2014 年 A 股上市公司年报手工整理了上市公司所有参股股东的性质及其关联关系，描述了中国上市公司参股结构的历史和现状，对国有和民营参股股东与公司绩效的关系进行了系统性分析。本文创新点在于为学术界的相关研究提供了基础数据，对当前的混合所有制改革提供了重要依据，也为公司治理领域提供了中国的独特案例。本文研究结论建立在对中国上市公司分析的基础上，研究样本仍然是有限的。下一步研究需要分析非上市企业的参股股东结构与公司治理问题，为改革提供更坚实的实证基础。本文的研究结论一方面为国际学术界补充了中国的独特案例，另一方面也有助于我们总结“中国道路”的经验，为当前的国资改革提出具备实证研究支撑的政策建议。