

# 竞争性国有企业混合所有制改革 模式选择及影响因素

黄速建 刘美玉 张启望

**摘要:**竞争性国有企业混合所有制改革可供选择的主要模式、不同模式对企业绩效的影响及影响模式选择的主要因素鲜有文献基于大样本进行实证研究。基于此,使用沪深上市的793家竞争性国有企业2007-2017年7659个面板数据为样本,对上述问题进行实证研究,研究发现:(1)竞争性国有企业主要通过三种模式即引入民营资本、引入外资及员工持股进行混合所有制改革;(2)在竞争性国有企业混合所有制改革模式选择的过程中存在着“优序选择”的现象,引入外资对企业绩效的提升作用优于引入民营资本和员工持股计划;(3)我国整体宏观环境有所保留,竞争性国有企业不希望引入非国有资本比例过高以造成国有资产流失;出于公司治理的角度更希望通过引入外资这种模式进行混合所有制改革;业绩成长性越好的企业越有动力通过实施员工持股计划释放企业业绩增长的信号。

**关键词:**竞争性国有企业;混合所有制改革;模式选择;绩效;影响因素

**DOI:** 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2020.03.010

## 一、引言

习近平总书记对国有企业的重要地位和作用曾多次作出“两个支柱”“两个基础”“六个力量”“三个排头兵”“顶梁柱”等重要论述。国有企业是我国公有制经济的重要组成部分,在我国的经济发展中起着中流砥柱的作用,其兴衰荣辱牵动着我国经济和社会发展的神经<sup>①②③</sup>。2019年1月财政部发布的数据显示:2018年国有企业营业总收入同比增长10%,达到58.75万亿元;利润总额同比增长12.9%,达到3.38万亿元。然而,国家统计局数据显示:2018年前三季度我国央企73%的利润来自工、农、中、建四大国有银行以及中石化、中石油这六家央企,并且在国有企业3.38万亿元利润的背后是我国民营企业的经营效率为国有企业的2倍以上。这主要是由于国有企业因国有控股占有绝对比重导致了国家对国有企业的绝对控制权,以及存在国有企业所有者缺位、行政色彩浓厚、治理结构不完善等因素,导致了国有企业创新力不足、经营效率低下等问题。因此,为了改善国有企业经营状况,增强其竞争力,实现国有资产保值增值,必须对国有企业进行改革。

自1978年改革开放以来,我国国有企业改革形成了以“产权制度改革”为核心的思路,经历了放

收稿日期:2019-12-05

基金项目:国家自然科学基金项目“竞争性国有企业的混合所有制改革研究”(71472186)。

作者简介:黄速建,辽宁大学商学院教授、博士生导师,中国社会科学院工业经济研究所研究员(沈阳110036,北京100044; sujian1126@126.com);刘美玉,辽宁大学商学院管理学博士研究生(沈阳110036; lmy52105210@163.com);张启望(通讯作者),辽宁大学商学院讲师,管理学博士(沈阳110036; bxgreen@126.com)。

① Bruton G. D., Peng M. W., Ahlstrom D., et al., “State-owned Enterprises Around the World as Hybrid Organizations”, *Academy of Management Perspectives*, 2015, 29(1), pp.92-114.

② 董晓庆、赵坚、袁朋伟:《国有企业创新效率损失研究》,《中国工业经济》2014年第2期。

③ 陈霞、马连福、丁振松:《国企分类治理、政府控制与高管薪酬激励——基于中国上市公司的实证研究》,《管理评论》2017年第3期。

权让利、两权分离、建立现代企业制度、国资监管和混合所有制改革 5 个阶段。我国国有企业在经历了前四个阶段后,现阶段混合所有制改革是国企改革的方向与主要目标,混合所有制改革已成为消除国有资本“一股独大”问题、提升国有企业经营效率、盘活国有资本、激发经济活力的重要路径,是深化国企改革的重中之重<sup>①②</sup>。目前我国国有企业改革进入了一个全新的“分类改革与治理”时期,“分类、分层实施”替代了原来的“一刀切”,成为统领混合所有制改革的主要思路。2015 年党中央文件——《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》根据国有企业的功能和战略定位将国有企业分为公益类和商业类,商业类又分为自然垄断性与竞争性两大类,自然垄断性与公益类国有企业归入非竞争性行业。公益类、自然垄断性及竞争性国有企业的混合所有制改革方式存在较大的差异,其中:公益类国有企业一般采取国有独资形式;对于主业为关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域,主要承担重大专项任务的自然垄断性央企,要保证在国有资本控股的条件下进行产权多元化的股份制改造;对于处于竞争性行业的国有企业的混合所有制改革,完全按照市场化、国际化标准和要求,积极引入非国有资本实现股权多元化,国有资本可以绝对控股、相对控股,也可以参股,甚至可以完全退出,使处于竞争性领域的企业成为真正自主经营、自负盈亏的市场竞争主体<sup>③④</sup>。由此可见,目前国有企业混合所有制改革的焦点在竞争性国有企业领域,其改革程度最深,改革任务最艰巨改革成果也最受期待,是当前国有企业混合所有制改革的突破口和加速器,也是当前理论界和实务界关注的热点话题。

然而,目前竞争性国有企业混合所有制改革的相关理论研究仍滞后于实践的发展,理论界关于竞争性国有企业混合所有制改革的研究一直争论不休,已经进入“百家争鸣”的阶段,主要涉及竞争性国有企业进行混合所有制改革的动因、选择模式及改革效果等一系列问题<sup>⑤⑥</sup>,且现有关混合所有制改革的研究大都集中于某一种改革模式对企业影响的案例研究,均未能用大样本数据实证检验竞争性国有企业混合所有制改革的诸多关键问题。具体而言,以下问题值得进一步研究:竞争性国有企业进行混合所有制改革可选择的模式主要有哪些?每种改革模式的实证效果如何?影响模式选择的主要因素有哪些?基于以上问题,本文在国有企业分类改革的背景下,使用在沪深上市的 793 家竞争性国有企业 2007—2017 年 7659 个面板数据为样本,试图从竞争性国有企业混合所有制改革入手,在理论分析的基础上探讨竞争性国有企业混合所有制改革的主要模式、不同的改革模式对企业绩效的影响以及影响模式选择的主要因素,以期为竞争性国有企业混合所有制改革指明方向。

与以往研究相比,本文的主要贡献有以下两点:第一,丰富了竞争性国有企业混合所有制改革相关的研究,对竞争性国有企业混合所有制改革理论的发展有着重要的贡献。现有关于混合所有制改革模式及其影响的研究大都基于理论或基于案例研究某种改革模式对企业绩效的影响,鲜有文献基于大样本数据进行实证研究。本研究基于大数据样本对竞争性国有企业混合所有制改革模式选择及影响因素进行实证研究,对该领域理论的发展有着重要的贡献。第二,本研究成果具有十分重要的现实借鉴意义和政策指导价值。一方面,本研究提出的竞争性国有企业混合所有制改革的三种主要模式及改革模式选择过程中存在“优序选择”的现象,为其他竞争性国有企业进行混合所有制改革提供了参考借鉴,具有重要的现实指导意义;另一方面,利用结构方程综合分析了影响竞争性国有企业混

① Fang H., Nofsinger J. R., Quan J., “ The Effects of Employee Stock Option Plans on Operating Performance in Chinese Firms”, *Journal of Banking and Finance*, 2015, 54, pp.141-159.

② 张继德、刘素含:《从中国联通混合所有制改革看战略投资者的选择》,《会计研究》2018 年第 7 期。

③ 黄速建、肖红军、王欣:《竞争中性视域下的国有企业改革》,《中国工业经济》2019 年第 6 期。

④ 王东京:《国企改革攻坚的路径选择与操作思路》,《管理世界》2019 年第 2 期。

⑤ 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。

⑥ 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。

合所有制改革模式选择的主要因素,对于其他竞争性国有企业选择混合所有制改革模式具有一定的借鉴意义,并且有助于政府进一步优化混改政令,有利于混合所有制改革向纵深方向进行。

本研究以下内容结构安排如下:第二部分主要介绍竞争性国有企业混合所有制改革的三种主要模式;第三部分是竞争性国有企业混合所有制改革三种模式对企业绩效影响的实证研究;第四部分是影响竞争性国有企业混合所有制改革模式选择主要因素的实证研究;第五部分为主要结论及启示。

## 二、竞争性国有企业混合所有制改革的主要模式

竞争性国有企业进行混合所有制改革并非一“混”了之,其形式在“混”,路径在“合”,而突破在“改”,关键在“制”,竞争性国有企业混合所有制改革模式是研究其“合”的主要路径。这里说的混合所有制是指有公有资本与各种资本在企业层面的融合,国有、民营及外商资本构成了我国国有企业的主要资本来源,另外加上内部员工持股,即“国、民、外、内”构成企业的四种资本力量。常修泽指出国有企业进行混合所有制改革要推进产权开放,实现“国、民、外、内”四种资本相互融合、相互制衡,成为研究混合所有制企业治理的主要依据,是深化国有企业混合所有制改革的重中之重<sup>①</sup>。对于竞争性国有企业而言,通过“国、民、外、内,四线联动”,即通过引入民营资本、引入外资及员工持股三种模式进行混合所有制改革,使得“民、外、内”三种非公有资本的“催化剂”作用能够在竞争性国有企业混合所有制改革中充分发挥,产生体制机制之间相互融合、相互促进的“化学反应”,实现资本之间“形混”和制度之间“神混”的统一。如果将主要引入某种所有制性质的资本进行竞争性国有企业混合所有制改革称为模式的话,那么竞争性国有企业混合所有制改革主要有引入民营资本、引入外资和员工持股三种模式。

模式一:引入民营资本。引入民营资本加强股权多元化是竞争性国有企业混合所有制改革的一种常见模式,也是未来竞争性国有企业发展的必由之路。2010年国务院公布《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》(即“新36条”)提出,在竞争性国有企业鼓励民营资本通过参股、控股以及资产收购等方式参与国有企业混合所有制改革。在引入民营资本后,国有股份可以绝对控股,也可以参股,必要时也可以退出,目的是在改革的过程中将国有资本和民营资本共同激活,增强国有企业和民营企业作为市场主体的活力,最终实现“国企的实力+民企的活力=企业竞争力”的双赢。例如:身为世界500强企业之一的中国建材集团通过混合所有制改革走在了央企的前列,10多年来中国建材集团在水泥行业进行重组,引入民营资本,不断优化产业布局,实现了跨越式发展,水泥产能居全世界第一。中国建材集团重组水泥行业的经验进入了哈佛案例。

模式二:引入外资。引入外资加强股权多元化使得竞争性国有企业混合所有制改革向纵深方向推进,是竞争性国有企业混合所有制改革的另一种常见模式,与此同时也是国有企业改革较早实施的模式之一<sup>②</sup>。中共中央、国务院在2015年颁布的《关于深化国有企业改革的指导意见》及国务院在2016年颁布的《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》均提出,外资可以通过出资入股、股权置换、收购股权等方式参与竞争性国有企业混合所有制改革,实现竞争性国有企业产权主体多元化,完善公司治理结构,提高企业运营效率。例如,东航物流作为第一批进行混合所有制改革的试点,2017年6月成功引入联想控股、绿地集团、普洛斯投资、德邦快递4家投资者以及引入员工持股计划进行

<sup>①</sup> 常修泽:《现代治理体系中的包容性改革——混合所有制价值再发现与实现途径》,《人民论坛·学术前沿》2014年第6期。

<sup>②</sup> Burker M., Franco C., Minerva G. A., “Foreign Ownership, Firm Performance, and the Geography of Civic Capital”, *Regional Science and Urban Economics*, 2013, 43(6), pp.964-984.

混合所有制改革,其中2家外资企业和员工持股比例之和达到25%,2017年底东航物流总营收及利润分别增长31.7%、72.8%,达到77.51亿元、9.23亿元。

模式三:员工持股。2014年6月中国证监会发布的《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》及2016年国资委印发的《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》明确指出,开展员工持股计划是企业激励机制的一种重要形式,也是我国竞争性国有企业混合所有制改革的主要模式之一<sup>①②</sup>。但由于相关配套法律制度的不健全及执行层面存在对国家监管政策理解的差异,出现了企业内部非法交易以及由于员工持股短期套现而导致的股票市场动荡、国有资产流失等一系列问题,使得员工持股曾三次被叫停。而上述两则文件,从政策层面对我国国有企业员工持股计划的可行性、规范性予以明确。在有关政策的大力支持下,目前我国很多竞争性国有企业以企业股票或股权为载体推进国有企业混合所有制改革,给予企业员工一定的股权,将员工个人目标和企业长远利益相结合,使得员工和国有资本形成深度的利益共同体,促进了国有资产优化资源配置,提高了国有资本的运营效率。例如:海螺集团混合所有制改革的关键是员工持股,力度较大且主要集中在母公司层面,截至2018年底,海螺集团总资产已达1465亿元,其中国有资本占51%,员工持股占49%;2014年,招商局向管理层和核心团队增发H股,集团总部和子公司核心骨干人员80人合计出资19.28亿元,合计持股比例达4.83%。

### 三、竞争性国有企业混合所有制改革模式效果的实证研究

#### (一)理论分析和研究假设

竞争性国有企业通过“国、民、外、内,四线联动”,即通过引入民营资本、引入外资、员工持股这三种模式进行混合所有制改革,使得国有资本与其他非国有资本相互融合、相互促进、优势互补、共同发展,实现公司的治理模式由政府管控下的行政型治理向以市场机制为主的经济型治理转变,降低竞争性国有企业的代理成本和政策性负担,增强企业活力、影响力、控制力和抗风险能力,最终提高国有企业的创新能力和经营绩效,达到“1+1>2”的效果。竞争性国有企业混合所有制改革三种模式对企业绩效的影响具体分析如下:

1. 引入民营资本对竞争性国有企业绩效的影响。虽然世界各国国有企业引入民营资本后企业绩效变化差别较大,但基于中国样本的研究发现国有企业引入民营资本后,国有企业与民营企业优势互补、股东间相互制衡,提高了企业经营效率和经营绩效。具体分析如下:

资源优势互补。国有资本与民营资本资源优势互补是国有企业混合所有制改革的基础,竞争性国有企业中引入民营资本,实现国有资本与民营资本的相互融合,双方优势互补,实现“国企的实力+民企的活力=企业竞争力”的双赢。首先,竞争性国有企业引入民营资本,满足了企业的投资需求,提高了企业的投资效率;其次,竞争性国有企业所引入的民营资本具有先进的技术、成熟的管理经验,可以为竞争性国有企业所用,以提高企业绩效<sup>③</sup>;另外,相比国有独资企业,由于民营企业更具逐利的天性,竞争性国有企业在引入民营资本后,企业决策与治理机制将更多以企业效率为导向,有助于抑制国有企业的政策性负担,以市场化、国际化为原则,实现政企分开、政资分开,使竞争性国有企业成为

① Fang H., Nofsinger J. R., Quan J., “The Effects of Employee Stock Option Plans on Operating Performance in Chinese Firms”, *Journal of Banking and Finance*, 2015, 54, pp.141-159.

② 周冬华、黄佳、赵玉洁:《员工持股计划与企业创新》,《会计研究》2019年第3期。

③ 秦华英:《混合所有制改革影响国有企业创新的机制分析》,《管理世界》2018年第7期。

真正的市场经营主体,提高其经营效率<sup>①②</sup>。

治理效应。竞争性国有企业的混合所有制改革采用引入民营资本这一模式,有利于股东间的相互制衡,各股东会为了防止自身利益被侵害而致力于完善公司治理机制,实现治理协同作用,使股东整体的利益和企业的绩效获得提升;并且随着民营资本的引入,新的股东会更加积极地监督管理层,必要时会聘请更称职的经理人,增加了企业决策行为的透明度和科学度,降低了企业内部的代理冲突和内部人控制问题的发生概率,缩减了国有企业治理过程中的“委托代理”成本进而提升了企业的绩效。因此,本文提出假设1:

假设1:竞争性国有企业引入民营资本进行混合所有制改革能够提高企业的绩效水平。

2. 引入外资对竞争性国有企业绩效的影响。国内外现有研究普遍认为,外资股东的引入会为国有企业资产提供重要的外部资金来源,有助于优化公司治理结构,有利于国企整体技术的创新和进步等,进而能够提高企业的绩效水平。具体分析如下:

资源效应。积极合理地利用外资是有效解决我国国有企业在重组过程中资金不足问题的重要途径,国有企业充分利用外资资本所拥有的优势,与外资企业强强联合,在守住国内市场的同时,积极扩张国外市场,提高企业的运营效率和经营绩效<sup>③</sup>。

治理效应。外资股东被称为企业完善制度要素的代言人,国有企业通过引入外资进行混合所有制改革能够降低企业的代理成本,优化公司的治理结构,引入外资股东可以对企业大股东行为进行有效的制约和监督,防止大股东的掏空行为,解决了过去国有股“一股独大”的问题,改善了公司股权结构,提高了企业的公司治理效率,进而提升了企业的绩效。

技术扩散、知识转移效应。外资股东带来的先进技术和管理经验,使国有企业能够直接的接触到国外极其先进的技术,提高技术在企业内部传播的效率,进而提高企业技术水平和创新能力;外资股东不仅向企业传递管理经验,还能给企业带来更多的显性知识和隐性知识,通过知识转移和技术扩散效应,使国有企业更好地应对国际竞争<sup>④⑤</sup>。基于以上分析,本文提出了假设2:

假设2:竞争性国有企业引入外资股东进行混合所有制改革能够提高企业的绩效水平。

3. 员工持股计划对竞争性国有企业绩效的影响。员工持股计划(ESOP)是指企业内部员工以现金、奖励、工资等形式出资购买企业的部分股票或股权,员工不会亲自管理自己的股份而是委托企业工会的员工持股会或其他机构进行集中管理<sup>⑥</sup>。员工持股是竞争性国有企业混合所有制改革的核心环节,是一个非常热门的混改路径,可以解决国有企业产权不明晰、“一股独大”等问题。国内外学者研究发现企业实施员工持股计划能够给企业带来短期的市场公告效应,降低企业的代理成本,提高企业投资效率及创新水平,进而提高企业的盈利能力,企业的经营业绩从而得到提高。员工持股计划对企业绩效的提升作用具体分析如下:

激励效应。员工持股计划使得员工拥有雇佣者和股东双重身份,促使员工个人利益、股东利益与企业长期利益相统一,有利于建立员工与企业利益共享、风险共担的市场化激励机制,激发企业内生动力与活力,是企业可持续发展的重要推动力。

① 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。

② 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。

③ Chen W., "The Effect of Investor Origin on Firm Performance: Domestic and Foreign Direct Investment in the United States", *Journal of International Economics*, 2011, 83(2), pp.219-228.

④ 李成友、孙涛、熊勇:《要素禀赋、工资差距与人力资本形成》,《经济研究》2018年第10期。

⑤ 武常岐、吕振艳:《民营化、外资股东和嵌入性:来自中国的证据》,《经济管理》2011年第3期。

⑥ Chang X., Fu K., Low A., et al., "Non-executive Employee Stock Options and Corporate Innovation" *Journal of Financial Economics*, 2015, 115(1), pp.168-188.

积极的市场效应。员工持股计划能够在短时间内给企业的股价带来正公告效应,改善投资者对企业未来业绩的预期,带来积极的市场效应,显著提高企业的股价<sup>①</sup>。

治理效应。员工特别是管理层在持有企业的股份后,管理者与管理者之间在决策的过程中可以得到制衡,并且管理层也可以约束大股东,减少了相应的委托代理成本;另外,员工持股计划能够增加企业向利益相关者披露信息的程度,减少企业与外部的信息不对称程度。因此,员工持股计划产生的良好治理效应,使经营决策更加有效率,企业的经营状况也因此得到不断改善。

投资和创新水平。首先,员工持股计划的实施通过授予员工股权代替现金薪酬,能够给企业保留大量的现金流,这些现金流能够减少成本较高的外部融资,缓解企业的融资约束,满足企业较高的投资需求。另外,员工持股计划对象范围越广、资金规模越多,越能激发员工参与企业的管理创新活动,提高员工创造力,增加企业专利申请的数量,提升企业的创新能力和绩效水平<sup>②</sup>。因此,本文提出假设 3:

假设 3:竞争性国有企业通过员工持股计划进行混合所有制改革能够提高企业的绩效水平。

## (二)变量定义和模型构建

1. 变量定义。(1)被解释变量。本研究选取资产报酬率这一具有代表性的指标作为企业绩效的评价指标,分析竞争性国有企业混合所有制改革不同模式对企业绩效的影响。一般情况下,企业比较高的资产报酬率,说明了企业的资产效益好、盈利能力强,企业的绩效越高。其计算公式为:

$$\text{资产报酬率} = (\text{利润总额} + \text{利息支出}) / \text{平均资产总额} \times 100\%$$

(2)解释变量。混合所有制改革的核心内容是企业股权不同的组织形式,股权结构是指持有不同性质的股东分别持有的股份,企业一般会披露前十大股东各自持股的比例,这主要是因为非前十大股东因持股比例较少对企业的影响比较小。本文借鉴马连福等<sup>③</sup>的做法,通过企业年报、定期报告、网站等资源逐一判断每个企业年报中披露的前十大股东性质,将上市公司前十大股东性质分为国有、民营、外资、机构投资者和自然人。引入民营资本的取值为前十大股东中民营资本持股数量之和与公司总股本的比值;引入外资的取值为前十大股东中外资资本持股数量之和与公司总股本的比值;而员工持股是企业本年度员工持股计划中员工所持有的股份占公司总股份的比例。

(3)控制变量。企业经营绩效除受到企业股权结构的影响外,还会受到其他因素的影响,本研究参考国内外有关企业绩效的研究文献,把企业资产规模、股权集中度、股权制衡度、现金比率、营业利润增长率、总资产周转率、高管持股比例作为控制变量,此外还设置了行业和年度虚拟变量。

(4)描述性统计。表 1 给出了本研究中所涉及的主要变量及其描述性统计。由表 1 可知:竞争性国有企业前十大股东中引入民营资本比例最小值为 0.0000,最大值为 41.3200%,平均值为 4.5583%;引入外资比例最小值为 0.0000,最大值为 41.3300%,平均值为 2.1275%;员工持股比例最小值为 0.0000,最大值为 1.1517%,平均值为 0.0100%。由此可见竞争性国有企业中引入民营资本、引入外资及员工持股比例均比较低,竞争性国有企业有待进一步深化混合所有制改革的力度。

① Kim E. H., Ouimet P., “Broad-Based Employee Stock Ownership: Motives and Outcomes”, *Journal of Finance*, 2014, 69(3), pp.1273-1319.

② Chang X., Fu K., Low A., et al., “Non-executive Employee Stock Options and Corporate Innovation”, *Journal of Financial Economics*, 2015, 115(1), pp.168-188.

③ 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。

表 1 本研究中所设计到的主要变量及其描述性统计分析

	变量	变量符号	最小值	最大值	均值	标准差
被解释变量	资产报酬率	<i>roa</i>	-2.6817	8.5998	0.0494	0.14770
核心解释变量	引入民营资本	<i>pricap</i>	0.0000	41.3200	4.5583	6.50300
	引入外资	<i>forcap</i>	0.0000	41.3300	2.1275	6.31700
	员工持股	<i>emhod</i>	0.0000	1.1517	0.0100	0.05050
控制变量	企业规模	<i>lnasset</i>	16.7575	28.0699	22.2837	1.36060
	国有持股比例(前十)	<i>stacap</i>	0.4400	97.3900	47.8036	15.85030
	股权集中度	<i>condegree</i>	3.6200	89.0900	37.6607	15.30530
	股权制衡度(二到十)	<i>balance</i>	0.0076	6.5647	0.6206	0.63660
	偿债能力	<i>currt</i>	0.0000	68.9660	1.7580	2.03800
	发展能力	<i>oprfgrrt</i>	-2352.7487	1261.2472	-0.1866	33.15680
	高管持股比例	<i>gshare</i>	0.0000	0.3276	0.0031	0.01555

2. 模型构建。为了分析三种混合所有制改革模式对企业绩效的影响,构建企业固定效应模型如下:

$$roa_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 pricap_{i,t} + \alpha_2 forcap_{i,t} + \alpha_3 emhod_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + M_{i,t} + \epsilon$$

$roa_{i,t}$  代表企业的资产报酬率,是企业绩效的代理变量; $pricap_{i,t}$  是企业前十大股东中引入民营资本占总股本的比例; $forcap_{i,t}$  是企业前十大股东中引入外资资本占总股本的比例; $emhod_{i,t}$  是企业本年度员工持股计划中员工所持有的股份占企业总股份的比例; $M_{i,t}$  是一些可能影响绩效的企业特性的控制变量,并且控制了行业效应和年度效应; $\epsilon$  为随机误差项。

### (三)样本选取和数据来源

本研究样本数据收集步骤如下:(1)从 CSMAR 数据库中获取上市公司“股权性质文件”数据,从中挑选出股权性质为国企的上市公司,根据数据文件中的层级判断,把国企上市公司分为央企、省企及地方性国有企业。(2)剔除行业为电力等行业的公益类、自然垄断类国有企业。(3)剔除金融、保险行业及 ST 类或 ST\* 上市公司,得到竞争性国有企业明细。(4)根据巨潮网公布的公司年报获取竞争性国有企业“前十大股东文件”数据,依据每个公司年报、定期报告及公司网站等信息逐步判断每一个股东的性质,本研究将前十大股东的性质分为:国有股东、民营股东、外资股东、机构投资者和自然人。因研究的需要,本研究未将机构投资者和自然人作为研究对象,仅把前三者作为研究对象,计算出竞争性国有企业前十大股东中国有资本、民营资本和外资的比例;另外,对于年报中未披露或者披露性质不确定的股东,借助于全国及各省份企业信用信息公示系统查询网站(企查查、天眼查)、百度等补充竞争性国有企业前十大股东性质。(5)本研究所使用的企业运营层面和治理层面的数据来源于 CSMAR 国泰安数据库和 WIND 数据库。(6)剔除数据缺失或异常取值的上市公司,最终得到 793 家 2007-2017 年 7659 个面板数据。

### (四)实证分析

1. 基准分析。在检验竞争性国有企业混合所有制改革三种模式对企业绩效影响之前,首先检验竞争性国有企业混合所有制改革与否对企业绩效的影响,以进行混合所有制改革的国有企业为处理组,未进行混合所有制改革的企业为控制组,检验结果如表 2 中的模型 1 所示。由模型 1 可知:混合改革对企业绩效的影响为 0.0117,且在 1%的水平上显著,说明国有企业混合所有制改革对企业绩效有显著正向影响。随后检验混合所有制改革的三种模式对企业绩效的影响,表 2 中的模型 2 是对全样本的回归分析。由模型 2 可知:引入民营资本对企业绩效的影响系数为 0.2023,且在 5%水平上显

著;引入外资对企业绩效的影响系数为 0.2476,且在 5%水平上显著;而员工持股计划对企业绩效的影响不显著。这可能主要是因为相对于民营企业,在竞争性国有企业实施员工持股计划时,政府的监管更为谨慎、设置更多的限制条件,导致国有企业实施员工持股计划的员工参与程度及激励效果均不理想。

由以上分析可知,引入民营资本、引入外资这两种模式均能提高企业的绩效,而引入外资对企业绩效的影响最大,即外资股权相对于民营股权和员工持股计划,更有利于提高企业的绩效。这可能是由于外资股东的引入,能与国有资本形成战略联盟关系,外资股东能够为企业传递更多的显性知识和隐性知识。企业在市场化转型过程中尤其是当企业面临的外部环境发生剧烈变化时,外资股东比民营资本、内部股东更为有效,这主要是因为企业原有的内部知识难以应对,而外资股东的引入能够给企业带来更多的隐性能力和知识,使企业形成持续的竞争优势,有利于企业绩效的进一步提升。

表 2 混合所有制改革三种模式对企业绩效的影响表

变量	模型 1	模型 2 (全样本)	模型 3 (level=1)	模型 4 (level=2)	模型 5 (level=3)
<i>reform</i>	0.0117*** (0.0016)				
<i>pricap</i>		0.2023** (0.1032)	0.4053** (0.1964)	0.5111** (0.2480)	-0.2142* (0.1294)
<i>forcap</i>		0.2476** (0.1231)	0.5288** (0.2110)	0.1990 (0.3379)	-0.3641** (0.1579)
<i>emhod</i>		0.0743 (0.1887)	-0.2327 (0.2617)	-0.0774 (0.5608)	0.3876 (0.2895)
<i>stacap</i>	0.1678*** (0.0570)	0.2993*** (0.0838)	0.0062*** (0.0016)	0.0056*** (0.0020)	-0.001 (0.0010)
<i>lnasset</i>	-0.0619*** (0.0064)	-0.0643*** (0.0064)	-0.0521*** (0.0106)	-0.0462*** (0.0135)	-0.0403*** (0.0079)
<i>condegree</i>	-0.0016* (0.0009)	-0.0028*** (0.0011)	-0.0031 (0.0021)	-0.0116*** (0.0025)	-0.0015 (0.0013)
<i>balance</i>	0.0045 (0.0120)	-0.0205 (0.0169)	-0.0282 (0.0354)	-0.0722* (0.0430)	0.0124 (0.0194)
<i>currt</i>	0.0050** (0.0020)	0.0048** (0.0020)	0.0042* (0.0025)	0.0133** (0.0054)	0.0104*** (0.0038)
<i>oprfgrrt</i>	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	0.0000 (0.0001)	0.0006 (0.0004)	0.0002 (0.0004)
<i>totassrat</i>	0.0670*** (0.0121)	0.0662*** (0.0121)	0.1191*** (0.0204)	0.0819*** (0.0278)	0.0382** (0.0166)
<i>gshare</i>	-0.2544 (0.5130)	-0.4261 (0.6033)	-0.5025 (0.9596)	-1.3762 (2.2031)	-0.5341 (0.7508)
<i>constant</i>	1.3417*** (0.1467)	1.3908*** (0.1464)	0.9150*** (0.2420)	1.1884*** (0.3075)	1.0178*** (0.1775)
Wald 检验	206.79 ( <i>Prob</i> =0.0000)	216.54 ( <i>Prob</i> =0.0000)	107.02 ( <i>Prob</i> =0.0000)	71.53 ( <i>Prob</i> =0.0000)	217.66 ( <i>Prob</i> =0.0000)

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著,下同。

另外,中央控股企业和地方控股企业存在显著的差异,企业不同级别的控制人可能会影响到企业混合所有制改革模式对企业绩效的影响<sup>①</sup>。因此,本研究参考方明月和孙鲲鹏的做法,利用竞争性国有企业隶属的政府层级来衡量竞争性国有企业的级别,把竞争性国有企业分为三组:央企、省企以及地方性国有企业,并分别赋值 3、2、1,该数值越大则说明企业级别越高<sup>②</sup>。表 2 中的模型 3、4、5 按照国有企业层级分类为地方性国有企业、省企、央企后对分组样本进行回归。在地方性国有企业中,引入民营资本和外资对企业绩效影响显著,员工持股计划不显著,回归结果与模型 2 基本吻合。在省级国有企业中,只有引入民营资本对企业绩效的影响显著,除员工持股计划外,引入外资对企业绩效的影响同样不显著,说明省级国有企业混改没能充分利用外资优势,其原因可能是省级国有企业即没有地方国企那样灵活的外资引入政策,也没有央企在行业内的影响力和重要性,对外资的吸引力不够。在央企中,虽然可以有效的引入外资进行混合所有制改革,但引入外资对企业绩效的影响显著为负,其原因可能是央企的治理模式要求其承担着较多的社会责任,国有资本管理者对央企管控程度较强,引入外资更多的是以市场换技术,承担起特殊的企业使命,这与外资单纯逐利的投资目的存在差异,使得引入的外资不能与国有资本有效融合,反而不利于企业绩效的提升。央企引入民营资本的混改模式对企业绩效的影响不显著,可能是因为央企目前的发展程度已远远不同于改革开放初期,无论是从规模还是竞争力角度考虑,已具有相当的实力,均导致民营企业进入央企的比例比较小,不具备话语权,难以对央企绩效造成影响。

2. 前十大股东中国有资本比例对混合所有制改革模式实证效果的调节作用。国有资本在国有企业进行混合所有制改革过程中扮演着“掠夺之手”和“扶持之手”的双重角色,因此,本研究探讨了前十大股东中国有资本比例对竞争性国有企业混合所有制改革模式实证效果的调节作用(见表 3)。

由模型 6 全样本回归分析可知:引入民营资本、引入外资对企业绩效的影响仍然为正且显著,员工持股对企业绩效的影响不显著,混合所有制改革三种模式对企业绩效的影响与模型 2 基本相吻合。经过标准化的国有资本与引入民营资本比例之交乘项系数为 1.2482,且在 5%的水平上显著,说明前十大股东国有资本比例能够正向调节引入的民营资本对企业绩效的影响,即前十大股东国有资本比例越高,引入的民营资本对企业绩效的影响越显著。这主要是因为前十大股东中国有资本比例越高,民营资本的引入能够较强削弱国有资本“一股独大”的作用,更能有效解决国有企业的行政色彩浓厚的问题,提高了企业的公司治理水平和创新能力,进而提高了企业绩效;经过标准化的国有资本与外资比例之交乘项对企业绩效的影响不显著,说明前十大股东中国有资本比例不能调节引入外资对企业绩效的影响;经过标准化的国有资本与员工持股比例交乘项企业绩效的影响不显著,说明前十大股东中国有资本比例不能调节员工持股对企业绩效的影响。

模型 7、8、9 按照竞争性国有企业层级分类为地方性国有企业、省企、央企之后,发现在模型 7(地方性国有企业)和模型 8(省企),前十大股东中国有资本比例对混合所有制改革模式的调节作用不显著。只有在模型 9 中,即央企中,经过标准化的国有资本与引入民营资本比例之交乘项系数为 4.4577 且在 1%的水平上显著,经过标准化的国有资本与引入外资比例之交乘项系数为 4.6155 且在 1%的水平上显著,即国有资本比例越高,引入的民营资本或外资对企业绩效的影响越显著。由此可见,竞争性国有企业的级别越高,国有资本比例对混合所有制改革模式的调节作用越显著。

① 张霖琳、刘峰、蔡贵龙:《监管独立性、市场化进程与国企高管晋升机制的执行效果——基于 2003~2012 年国企高管职位变更的数据》,《管理世界》2015 年第 10 期。

② 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。

表 3 前十大股东中国有资本比例的调节作用

变量	模型 6 (全样本)	模型 7 (level=1)	模型 8 (level=2)	模型 9 (level=3)
<i>stacap</i> * <i>pricap</i>	1.2482** (0.6199)	1.8423* (0.9990)	0.7630 (1.3172)	4.4577*** (1.1550)
<i>stacap</i> * <i>forcap</i>	0.3671 (0.5991)	-0.4766 (0.9359)	-1.4482 (1.9382)	4.6155*** (1.2575)
<i>stacap</i> * <i>emhod</i>	-1.2078 (1.6931)	0.6591 (4.2368)	-1.4924 (6.0645)	-0.2818 (2.5566)
<i>pricap</i>	0.2493** (0.1063)	0.5273** (0.2072)	0.5605** (0.2616)	-0.1808 (0.1301)
<i>forcap</i>	0.2715** (0.1275)	0.4702** (0.2281)	-0.1746 (0.4570)	-0.6022*** (0.1673)
<i>emhod</i>	0.0990 (0.1895)	-0.3199 (0.3955)	-0.1323 (0.6190)	0.5328 (0.3333)
<i>stacap</i>	0.0030*** (0.0008)	0.0062*** (0.0016)	0.0058*** (0.0021)	-0.0007 (0.0010)
<i>lnasset</i>	-0.0648*** (0.0064)	-0.0532*** (0.0106)	-0.0466*** (0.0136)	-0.0440*** (0.0080)
<i>condegree</i>	-0.0028*** (0.0011)	-0.0031 (0.0021)	-0.0118*** (0.0026)	-0.0018 (0.0013)
<i>balance</i>	-0.0216 (0.0169)	-0.0318 (0.0355)	-0.0742* (0.0433)	0.0152 (0.0195)
<i>currt</i>	0.0049** (0.0020)	0.0043* (0.0025)	0.0134** (0.0054)	0.0099*** (0.0038)
<i>oprfgrrt</i>	0.0001 (0.0001)	0.0000 (0.0001)	0.0006 (0.0004)	0.0002 (0.0002)
<i>totassrat</i>	0.0665*** (0.0121)	0.1211*** (0.0204)	0.0813*** (0.0279)	0.0353** (0.0167)
<i>gshare</i>	-0.6001 (0.6345)	-0.4060 (1.0967)	-1.3273 (2.2239)	-0.6508 (0.7775)
<i>constant</i>	1.4016*** (0.1465)	0.9399*** (0.2428)	1.1992*** (0.3092)	1.1070*** (0.1784)
Wald 检验	221.52 (Prob=0.0000)	110.74 (Prob=0.0000)	73.57 (Prob=0.0000)	249.76 (Prob=0.0000)

#### 四、竞争性国有企业混合所有制改革模式选择影响因素研究

竞争性国有企业作为一类特殊而广泛存在的经济主体,其混合所有制改革模式的选择是一个复杂的过程,这一过程建立在竞争性国有企业内部微观特征和外部宏观环境基础之上,且各种因素的影

响机理存在差异<sup>①②</sup>。因此,本文在回顾关于国有企业混合所有制改革的政策文件及国内外相关文献基础上,梳理出影响竞争性国有企业混合所有制改革模式选择的主要因素,主要从企业的自身微观环境和外部宏观环境两方面研究混合所有制改革模式选择的影响,其中企业自身的微观环境又分为公司治理能力和运营层状况两个方面。

### (一)理论分析和研究假设

1. 外部宏观环境对竞争性国有企业混合所有制改革模式选择的影响。目前,国有企业面临的外部宏观环境尚未成熟,政府干预程度较高,且不同区域市场化程度明显不同<sup>③④</sup>。首先,不同省份之间市场化进程的不同会影响混合所有制改革模式的选择。东南部经济比较发达省份的市场发育程度好、市场化进程快,企业面临的竞争压力较大,但政策性负担少,相关的制度法规也比较健全,这些省市地方国企改革的时间也较早,改革的模式与路径也非常灵活;而东北三省等一些内陆省市,由于地域及历史遗留等问题,存在国企不灵活、国资竞争力偏弱等体制机制障碍,地方国有企业问题较大,“僵尸企业”较多,应谨慎选择混合所有制改革的模式,即不同省份、不同地域的竞争性国有企业要因地制宜地选择相应的混合所有制改革模式。另外,2015年国务院颁布的《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》,指出国有企业混合所有制改革应该“坚持因地施策、因业施策……宜独则独、宜控则控、宜参则参”,强调了国有企业所在行业属性和地理位置可能是影响混合所有制改革模式选择的重要因素。根据以上分析可知:竞争性国有企业面临的外部宏观环境能够影响到企业混合所有制改革模式的选择,因此提出本部分的假设1:

假设1:企业面临的外部宏观环境会影响竞争性国有企业混合所有制改革模式的选择。

2. 公司治理能力对竞争性国有企业混合所有制改革模式选择的影响。公司治理能力决定了企业混合所有制改革的方向,能够影响竞争性国有企业混合所有制改革模式的选择。在有效的公司治理中,董事会是治理机构的核心,董事会有决策权、用人权、分配权等,能对经营层进行有效考核和监督。如果公司是大股东决策,董事会形同虚设,会导致公司流程漫长、决策效率低下,这些都是影响竞争性国有企业混合所有制改革模式选择的重要因素。另外,独立董事也是企业治理结构重要且必不可少的一环,独立董事也能够影响到竞争性国有企业混合所有制改革模式的选择<sup>⑤</sup>。因此提出本部分的假设2:

假设2:企业的公司治理能力会影响竞争性国有企业混合所有制改革模式的选择。

3. 运营层状况对竞争性国有企业混合所有制改革模式选择的影响。1999年中央发布的《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》,是我国混合所有制改革比较早的纲领性文件之一,文件指出没有盈利的企业要实行破产和关闭,重点强调了国有企业盈利状况的重要性。而竞争性国有企业是以盈利为目的从事生产经营活动的经济组织,企业良好的盈利能力能够向资本市场传递关于企业经营比较好的信息,能够使企业更快地聚集资本,有利于企业引入非国有资本<sup>⑥</sup>。因此,竞争性国有企业是否进行混合所有制改革及混合所有制改革模式的选择均受到企业盈利状况的影响,据此提出本部分的假设3:

① Bruton G. D., Peng M. W., Ahlstrom D., et al., “State-owned Enterprises Around the World as Hybrid Organizations”, *Academy of Management Perspectives*, 2015, 29(1), pp.92-114.

② 秦华英:《混合所有制改革影响国有企业创新的机制分析》,《管理世界》2018年第7期。

③ 王小鲁、樊纲:《中国地区差距的变动趋势和影响因素》,《经济研究》2004年第1期。

④ Pendleton A., Robinson A., “Employee Stock Ownership, Involvement, and Productivity: An Interaction-Based Approach”, *Industrial and Labor Relations Review*, 2010, 64(1), pp.3-29.

⑤ 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*, 2013, 70(C), pp.43-70.

⑥ 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。

假设 3:企业的运营状况会影响竞争性国有企业混合所有制改革模式的选择。

## (二)构念测度和模型构建

1. 构念测度。企业外部宏观环境( $hg$ )、公司治理能力( $\omega_1$ )及运营状况( $\omega_2$ )属于理论构念,不可以直接观察和观测,在实证研究中作为潜变量无法使用具体的数据直接进行量化,需要选取合适的、非单一指标变量进行测度量化。因此需要使用结构方程测量模型对三个构念进行测度。选取能够反映混合所有制企业宏观环境( $hg$ )、公司治理能力( $\omega_1$ )及运营状况( $\omega_2$ )的指标变量,利用结构方程测量模型对选取的指标变量进行验证性因子分析,筛选合适的指标变量。最终确定的测度各潜变量的指标变量及具体含义如表 4 所示:

表 4 潜变量所包含的观测变量及含义

潜变量	指标变量	变量含义及计算公式
宏观层面 ( $hg$ )	GDP 增长率( $gdp$ )	GDP 增长率=(本期 GDP-上期 GDP)/上期 GDP $\times$ 100%
	财政支出增长率( $fe$ )	财政支出增长率表示当年财政支出比上年同期财政支出增长的百分比,财政支出增长率=(本期财政支出-上期财政支出)/上期 GDP $\times$ 100%
	市场化指数( $mi$ )	市场化指数是指地区市场化发展水平和程度
	赫芬达指数( $mi$ )	衡量行业垄断程度,其越高说明企业所处行业垄断程度越高
公司治理 ( $\omega_1$ )	董事会召开次数( $boardm$ )	一年董事会召开会议的次数
	董事会规模( $boards$ )	公司中董事人数
	独立董事比例( $indeboard$ )	独立董事占董事人数的比例
	股权集中度( $condegree$ )	第一大股东持股比例
运营层面 ( $\omega_2$ )	现金比率 ( $cascurr$ )	表示每元的流动负债需要多少现金和现金等价物作为偿还的保证。 现金比率=(现金+现金等价物)/流动负债合计
	流动资产周转率 ( $currat$ )	反映的是流动资产的利用效率,是流动资产周转情况的一个综合指标。 流动资产周转率(次)=主营业务收入净额/平均流动资产总额,其中:平均流动资产总额=(流动资产年初数+流动资产年末数)/2
	营业利润增长率 ( $oprfgrrt$ )	反映企业与上一年相比营业利润的增减变动情况。营业利润增长率=(当年营业利润总额-上一年营业利润总额)/上一年营业利润总额 $\times$ 100%
	营业收入增长率 ( $incmgrt$ )	反映企业与上一年营业收入相比增减变动情况。营业收入增长率=(当年营业收入总额-上一年营业收入总额)/上一年营业收入总额 $\times$ 100%

表 5 为 793 家竞争性国有企业 2007-2017 年结构方程模型指标变量的描述性统计。

表 5 主要变量及其描述性统计

	变量名称	变量符号	最小值	最大值	平均值	标准差
被解释变量	引入民营资本	$pricap$	0.000	41.320	4.558	6.503
	引入外资	$forcap$	0.000	41.330	2.128	6.317
	员工持股	$emhod$	0.000	1.152	0.010	0.050

续表 5

	变量名称	变量符号	最小值	最大值	平均值	标准差
宏观层面观测变量 ( $hg$ )	GDP 增长率	$gdp$	-0.025	0.191	0.101	0.028
	财政支出增长率	$fe$	-0.118	0.676	0.172	0.093
	市场化指数	$mi$	-0.230	10.920	7.397	1.820
	赫芬达指数	$hhi$	0.014	1.000	0.103	0.125
公司治理层观测变量 ( $w_1$ )	董事会召开次数	$boardm$	0.000	57.000	9.478	4.159
	董事会规模	$boards$	0.000	18.000	9.122	1.919
	独立董事比例	$indeboard$	0.000	0.800	0.366	0.065
	股权集中度	$condegree$	3.620	89.090	37.661	15.305
运营层观测变量( $w_2$ )	现金比率	$cascurr$	-0.611	33.190	0.607	1.232
	流动资产周转率	$currat$	0.005	20.736	1.571	1.295
	营业利润增长率	$oprfgrrt$	-2352.749	1261.247	-0.187	33.157
	营业收入增长率	$incmgrt$	-0.996	1878.372	0.610	22.926

2.模型构建。由于实证研究中被解释变量是三种混改模式,目前只有结构方程模型能同时对含有多个被解释变量的方程进行拟合,因此在测量模型的基础上,引入路径模型,构建结构方程全模型检验竞争性国有企业外部宏观环境、公司治理能力及企业营运状况对混改模型选择的影响。构建的结构方程全模型见图 1。

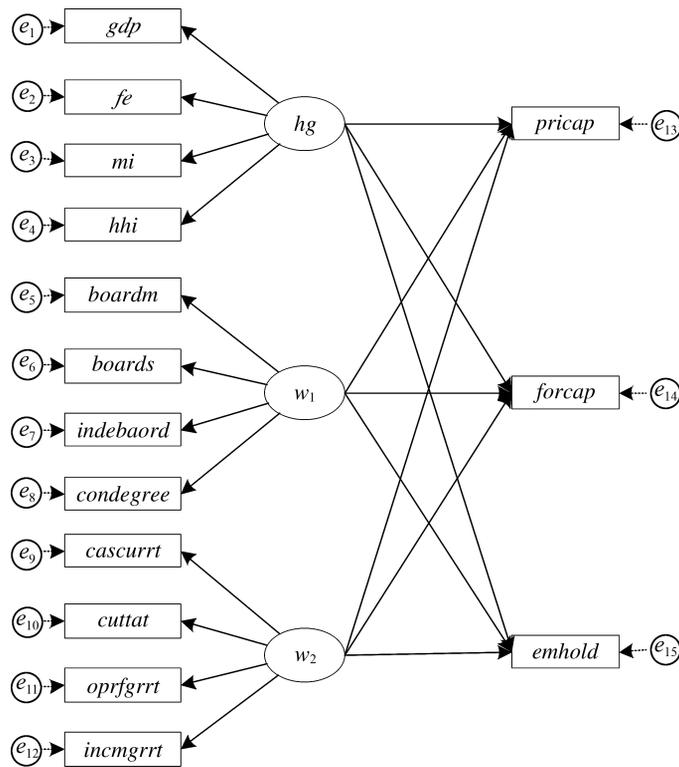


图 1 研究结构模型图

(三) 样本选取和数据来源

本文所使用的企业运营层面和治理层面的数据来源于 CSMAR 国泰安数据库和 WIND 数据库, 企业宏观层面的数据根据国家统计局网站数据进行整理所得, 而混合所有制改革模式数据与本研究第三部分相同。

(四) 实证分析

首先, 测量模型检验, 即检验本研究中的 3 个潜变量与各自对应的 3-5 个指标变量之间的从属关系, 以确认是否可以用选取的指标变量来反映本研究中的 3 个潜变量。然后, 进行结构方程模型检验。最后, 运用结构方程对潜变量的参数进行估计。上述检验结果如下图 2 所示: 首先, 各个指标变量能够较好的表达潜变量, 且模型的各个拟合指数均在可接受范围之内, 说明模型综合拟合情况较好。其次, 结合我国竞争性国有企业混合所有制改革的实际情况, 可得到以下推断:

(1) 宏观环境对引入民营资本这种模式的影响系数为 -0.218 且在 1% 的水平上显著, 对引入外资这种模式的影响系数不显著, 而对员工持股这种模式的影响系数为 -0.11 且在 1% 的水平上显著。虽然引入非国有资本能够改善竞争性国有企业的绩效, 但我国整体的宏观环境较为保守, 不希望引入非国有的资本比例过高, 担心非国有资本过高对国有企业经营状况不利, 造成国有资产流失。

(2) 公司治理层面对引入民营资本这种模式的影响系数为 -0.868 且在 1% 的水平上显著, 对引入外资这种模式的影响系数为 0.089 且在 1% 的水平上显著, 而对员工持股这种模式的影响系数为 -0.383 且在 1% 的水平上显著。说明站在公司治理的角度, 更愿意通过引入外资这种模式进行混合所有制改革, 这可能是因为从股权结构方面看, 引入民营资本有利于完善公司股权结构, 但由于第二类委托代理问题的存在, 民营资本相比外资更具有争夺企业控制权以获取额外收益的动机。因此, 竞争性国有企业出于公司治理角度, 更愿意通过引入外资这种模式进行混合所有制改革。

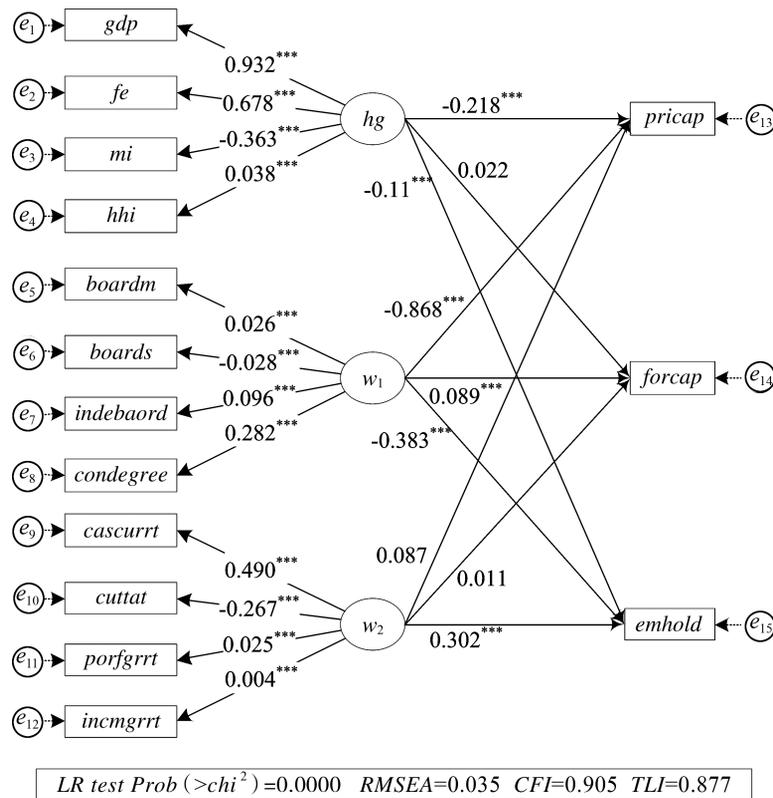


图 2 结构方程模型拟合结果

(3)运营层面对引入民营资本这种模式的影响不显著,对引入外资这种模式的影响也不显著,对员工持股这种模式的影响系数为0.302且在1%的水平上显著。这主要是因为,业绩成长越好的企业越有动力实施员工持股计划,一方面让企业内部的员工与企业一起分享公司的收益,提升员工的归属感;另一方面,员工持股计划可以向客户以及供应商传递企业业绩增长的信号,有利于外部市场发现企业价值所在,巩固了企业与外部利益相关者的业务合作关系。即在运营层面,业绩成长越好的企业,更倾向于选择员工持股计划进行混合所有制改革。

## 五、结论与启示

### (一)主要结论

在企业生存需求及当前政府政策推动的双重驱动下,竞争性国有企业通过引入非公有资本进行混合所有制改革已成为竞争性国有企业改革的方向。以沪深上市公司中竞争性国有企业为样本,分析混合所有制改革的三种模式对企业绩效的影响及影响模式选择的主要因素,得出的主要结论是:

竞争性国有企业通过引入民营资本、引入外资及员工持股计划三种模式进行混合所有制改革,实现“国、内、外、民,四线联动”。在竞争性国有企业混合所有制改革模式选择的过程中存在着有序选择的问题,即混合所有制改革的三种模式中,引入外资对企业绩效的提升作用优于民营资本和员工持股计划,且员工持股对企业绩效的提升作用有限。具体表现为:引入民营资本对企业绩效的影响系数为0.2023,且在5%水平上显著;引入外资对企业绩效的影响系数为0.2476,且在5%水平上显著;员工持股计划对企业绩效的影响不显著。

对于混合所有制模式选择的影响因素:①外部宏观环境对引入民营资本这种模式的影响系数为-0.218且在1%的水平上显著,对引入外资这种模式的影响不显著,对员工持股这种模式的影响系数为-0.11且在1%的水平上显著,即企业面临的外部宏观环境对竞争性国有企业引入非国有资本的影响为负,以防止非国有资本比例过高导致国有资产流失;②公司治理能力对引入民营资本和员工持股计划这两种模式的影响系数分别为-0.868、-0.383且在1%的水平上显著,对引入外资这种模式的影响系数为0.089且在1%的水平上显著,即竞争性国有企业处于公司治理角度,更愿意通过引入外资这种模式进行混合所有制改革;③企业运营状况只对员工持股这种模式的影响系数为0.302且在1%的水平上显著,对其他两种模式的影响均不显著,即绩效越好的企业越愿意实施员工持股计划进行混合所有制改革。

### (二)实践启示

本研究提出的竞争性国有企业混合所有制改革的三种模式、不同模式对企业绩效的影响及影响模式选择的因素,为深化竞争性国有企业混合所有制改革提供了前瞻性思路指引。

(1)在地方、省级竞争性国有企业应积极引入民营资本,而在中央竞争性国有企业中,应保持国有独资或者相对控股地位,有效平衡国有企业与民营资本之间的股权比例,才能保证公司治理效率。

(2)打破国界,积极引入外资。在混合所有制改革的三种模式中,外资对竞争性国有企业的绩效影响最大。因此,应充分发挥外资在对竞争性国有企业绩效的提升作用,积极吸取外资的创新能力和管理优势,完善企业治理结构,增强企业的核心竞争力,实现国有资本与外资的协同共赢。

(3)修改并完善员工持股计划。在竞争性国有实施员工持股计划时,政府对竞争性国有企业的监管比较谨慎、设置更多的限制条件,导致国有企业实施员工持股计划的员工参与程度及激励效果均不理想。要想使处于竞争性领域的企业成为真正自主经营、自负盈亏的市场竞争主体,政府应该减少对竞争性国有企业的干预,修改并完善员工持股计划,建立有关员工持股计划的明确规则和合理程序,从制度上保障员工参与企业管理的权利,增强员工归属感和责任感,另外还要提供员工参与技能培训的机会,实时与员工分享企业的运营信息,确保员工持股计划的实施效果。

(4)完善企业内部治理机制,加快竞争性国有企业混合所有制改革的步伐。坚持市场化改革方向,降低竞争性国有企业非国有资本进入的门槛,突破竞争性国有企业国有资本“一股独大”的障碍,使国有企业广泛吸收有实力的非国有资本参股共同介入公司治理,并鼓励社会资本积极参与,形成大股东之间相互制衡,完善竞争性国有企业内部治理机制。

(5)现阶段,我国竞争性国有企业面临的外部宏观环境有所保留,不希望引入更多的非国有资本,以防止非国有资本过高的比例导致国有资产流失。然而,通过以上研究发现,竞争性国有企业进行混合所有制改革后,企业绩效获得了显著性提升。因此,政府主管部门要彻底转变观念,消除制度歧视,坚持市场配置资源,坚持国有企业去行政化管理,使国有企业真正成为市场经济的主体,完善产权与股权交易制度,提供法律保护,确保各类非国有资本能够自由进入、无障碍退出,实现非国有资本与国有资本共赢发展,使得竞争性国有企业混合所有制改革向纵深方向进一步推进。

---

### Model Selection and Influencing Factors in the Reform of Competitive State-owned Enterprises with Mixed Ownership

Huang Sujian Liu Meiyu Zhang Qiwang

(Business School, Liaoning University, Shenyang 110036, P.R.China;

Institute of Industrial Economics, Chinese Academy of Social Science, Beijing 100836, P.R.China)

**Abstract:** This paper studies the main modes of mixed ownership reform for competitive state-owned enterprises, the influence of different models on enterprise performance, and the main factors that affect the choice of mode. It is found that: (1)Competitive state-owned enterprises mainly carry out mixed ownership reform through three modes, namely, the introduction of private capital, the introduction of foreign capital and employee shareholding plan. (2)There is a problem of priority selection in the process of mixed ownership reform in competitive state-owned enterprises, and the effect of introducing foreign capital on enterprise performance is better than that of private capital and employee shareholding plan. Moreover, the effect of employee shareholding plan on enterprise performance is limited, and there is an “employee shareholding trap”. (3)The overall macro environment of our country is reserved, and the competitive state-owned enterprises do not want to introduce too high proportion of non-state-owned capital to cause the loss of state-owned assets. From the perspective of corporate governance, it is more desirable to carry out mixed ownership reform through the introduction of foreign capital; the better the performance growth of enterprises, the more motivated they are to release the signal of enterprise performance growth through the implementation of employee stock ownership plan.

**Keywords:** Competitive state-owned enterprises; Reform of mixed ownership; Performance; Influencing factors

[责任编辑:纪小乐]