

中央财经大学学术著作基金资助出版



Ownership Reform and Mechanism Design of
Shares Auctions

产权改革与 股权拍卖机制设计

郝朝艳 著

国有企业产权改革也并不意味着全面的私有化。政府仅仅需要出让企业的控制权，通过竞争挑选出有能力的经营者，就可以达到改善企业经营绩效，提升企业价值的目标。与企业整体转让方案相比，这不仅可以使政府得到更高的期望收入，同时也减弱了资金约束对竞价者报价的限制，提高了资产配置的有效性。



经济科学出版社
Economic Science Press

中央财经大学学术著作基金资助出版



Ownership Reform and Mechanism Design of
Shares Auctions

郝朝艳 著

产权改革与 股权拍卖机制设计



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

产权改革与股权拍卖机制设计/郝朝艳著. —北京:
经济科学出版社, 2013. 5

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3523 - 7

I. ①产… II. ①赫… III. ①国有企业 - 股权 -
拍卖 - 研究 IV. ①F276. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 135099 号

责任编辑: 王 娟

责任校对: 徐领柱

版式设计: 代小卫

责任印制: 李 鹏

产权改革与股权拍卖机制设计

郝朝艳 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京京鲁创业科贸有限公司印装

710 × 1000 16 开 10 印张 170000 字

2013 年 5 月第 1 版 2013 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3523 - 7 定价: 22. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

我国国有企业已经进行了三十多年改革，在不断的实践探索 and 理论研究中，逐步摸索到了国有企业产权改革的道路。尽管民营化成为了改革热点，然而这个过程中出现的一些负面现象还是值得每个学者思考 and 研究的。

本书以国有企业民营化改革为背景，建立了三个拍卖模型，从资源配置有效性的角度探讨了企业股权拍卖的三个问题：第一，在企业股权拍卖中，低成本资金改善社会经济效益的条件是什么？第二，在企业股权拍卖中，最优的股权出售数量是什么？第三，在什么条件下，政府应当出售企业的控制权？

第1章介绍了研究背景并回顾了相关文献。

第2章讨论了低成本资金对企业股权拍卖效率的影响。在民营化过程中，如果竞价者能够通过违规操作筹集到低成本的收购资金，会导致他的报价策略偏离“说实话”。但如果切断低成本资金的融资渠道，会收紧竞价者的预算约束，可能会使本来可以提升企业价值的交易无法实现。这两种操作都会降低拍卖效率。尽管低成本资金在一定程度上可以缓解预算约束对高报价的制约，但它改善社会效率的条件非常苛刻。本章从理论上证明了低成本资金放松预算约束对改善拍卖效率的条件性。

在政府出让企业股权时，往往会事前约定好出售数量，这种做法是否是最优的呢？这是第3章讨论的内容。政府有两种股权出售方式：在拍卖开始前约定出售股权的确定数量，或者在拍卖过程中，针对竞价者不同的报价出售不同数量的股份。在政府出售企业控制权的情况下，如果竞价者不存在预算约束，这两种方



式得到的最优方案是相同的；但如果竞价者报价受到了自身支付能力的限制时，内生化的决定股权出售数量要比事先给定出售数量在大多数情况下给政府带来更高的期望收入。在不出售企业控制权的情况下，最优解仍然是函数解。并且，本章证明了产权出售者（政府）设保留价格对于其自身利益最大化的有条件性和必要性。

第4章通过比较政府出售控制权和不出售控制权的期望收入大小，得到政府是否出售企业控制权的决策。我们还将政府作为控制股东的“控制权私人收益”的含义进行了扩展，认为政府的控制权价值既有来自于企业价值的部分，也有来自于社会价值的部分。由此证明了政府对企业控股权的必要性。这在一定程度上能够解释民营化改革主要发生在中小企业中，并且民营化改革后政府退出控制地位发生在小企业的比例远远高于发生在大型企业中的比例。

第5章总结本书主要结论和不足之处，提出未来研究方向。

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景及写作思路	1
1.2 文献综述	6
1.2.1 民营化对企业价值的影响	6
1.2.2 中国经济的改革之路	8
1.2.3 民营化的方式	10
1.2.4 拍卖理论	11
1.2.5 公司控制权的价值	21
1.3 本书的结构	23
第 2 章 预算约束和股权拍卖有效性	25
2.1 引言	25
2.2 基本模型	28
2.3 拍卖机制设定	30
2.3.1 “说实话”的直接显示机制	30
2.3.2 存在预算约束时的直接显示机制	31
2.3.3 低成本资金和竞价者的报价行为	33
2.4 股权分配效率比较	35
2.5 本章小结	47
2.5.1 结论	47
2.5.2 问题及讨论	48
第 3 章 确定最优的股权出售数量	50
3.1 引言	50



3.2 基本模型	51
3.2.1 模型的符号定义	51
3.2.2 模型的基本假设	52
3.2.3 价格函数的确定	54
3.2.4 最大化政府期望收入的股权出售数量	56
3.2.5 两个命题	57
3.3 预算约束下最优股权出售数量的常数解	57
3.3.1 预算约束下的价格函数	58
3.3.2 预算约束下政府的期望收入	59
3.3.3 最优股权出售数量——常数解	60
3.4 预算约束下最优股权出售数量的函数解	61
3.4.1 函数解的求解思路和方法	61
3.4.2 四种可能的解	62
3.4.3 求解 (S1) 和 (S2)	68
3.5 数值模拟	73
3.5.1 参数设定	73
3.5.2 数值模拟结果	75
3.6 本章小结	78
3.6.1 结论	78
3.6.2 问题及讨论	79
 第4章 出售企业控制权的决策	 81
4.1 引言	81
4.2 基本模型	82
4.2.1 模型的假设和说明	82
4.2.2 关于假设合理性的讨论	85
4.3 保留控制权时的最优股权出售数量	86
4.3.1 价格函数的确定	86
4.3.2 政府的期望收入	87
4.3.3 最优出售股权数量的常数解	88
4.3.4 最优股权出售数量的函数解	90
4.4 出售控制权时的最优股权出售数量	93



4.4.1 确定保留价格	94
4.4.2 求解价格函数	94
4.4.3 求解最优股权出售数量	96
4.5 是否出售控制权的选择	97
4.5.1 给定竞价者报价时是否出售控制权的决策	98
4.5.2 根据政府总收入确定是否出售企业控制权	102
4.6 对于政府“控制权价值”的解释	103
4.7 本章小节	108
4.7.1 结论	108
4.7.2 问题及讨论	109
 第5章 结束语	 111
5.1 本书的基本结论及其含义	111
5.2 本书的价值和创新点	115
5.3 问题和讨论	116
5.4 未来的研究方向	118
 参考文献	 119
附录	128

1.1 研究背景及写作思路

自从中国实行改革开放以来，围绕着公有制企业（主要是国有企业）改革的基本思路一直是众说纷纭。其中，最敏感的话题是国有企业的改革是否必须涉及产权改革。一种观点认为，国有企业可以在不涉及产权制度变革的情况下，通过内部管理机制的改革和完善来适应经济市场化的要求；而另一观点则主张，国有企业问题的根源在于产权制度安排，只有从根本上改变国有企业的产权结构，才可能使这些企业适应市场经济的竞争要求。而中国国有企业改革的过程也体现着这些观点对政策的影响。^①

中国的转轨经济经历了两个发展阶段，^② 第一阶段是从改革开放以来至 20 世纪 90 年代初期，主要的标志是市场化。在改革实践的初期，国有企业改革没有触及企业的财产所有权，而是聚焦于企业内部的管理机制和激励机制，普遍实行了市场价格导向的利益分配机制。适应于这种市场机制导向的结果，造成了大量非国有企业的兴起。在 20 世纪 80 年代推行的国有企业“承包制”就是这种思路的集中体现。但是，进入 20 世纪 90 年代以后，公有企业的产权重组成为改革的主流方向。1993 年 11 月 14 日，中共中央第十四届三中全会提出了“建立现代企业制度”的原则，1997 年 9 月中共中央十五大提出“抓大放小”、“从战略上调整国有经济布局”的方针就是这类思路的集中体现。这是经济转轨的第二阶段，其主要标志

① 参见中国社会科学院经济研究所微观室：《20 世纪 90 年代中国公有企业的民营化演变》，社会科学文献出版社 2005 年版，第一章“引论”。

② 参见刘小玄：《转轨过程中的民营化》，社会科学文献出版社 2005 年版，第 1 页。



是民营化的普遍出现。民营化首先是从集体企业和乡镇企业开始的，然后波及国有中小企业。

导致这种改革思路和政策根本转变的基本动因不是理论上的统一认识，而是中国经济发展和社会转型的现实需要。中国国有企业的民营化改革经历了一个渐进的过程。^①最初并没有涉及所有权的明显变化，而是从扩大企业自主权开始，改善企业的外部竞争环境，强化企业的激励机制，以提高企业效率。从渐进发展和路径依赖的角度看，这避免了由于经济制度的急剧变化而可能出现的动荡不安的格局，是合理的。但是，扩大企业自主权却是产权变革的开始，伴随这个过程的是企业逐步扩大人事权、收入分配权、剩余收益控制权和投资权限。这些权力都是产权集合中的一部分，每一项权力的扩大都意味着产权的某种变革。当中国经济的发展从市场需求高速增长变化到市场需求相对疲软，面对这样的市场波动，国有企业无法承担风险和亏损的消极方面就显得更加突出了。在市场压力下，为了摆脱亏损企业的包袱，地方政府基本上完全放开了所有权的控制，企业则通过自主选择改制的模式来获得市场竞争中的生存发展之路。而迫切需要改制的企业，是那些处于市场竞争最激烈的行业中的企业，首当其冲的则是乡镇企业、集体企业和中小型国有企业。然而，对于享有国家的优惠待遇，具有一定垄断优势的大型国有企业来说，这个民营化过程则比较复杂，可能还需要经过种种“阵痛”才能完成。

回顾过去三十年间中国企业改革的历史，可以发现这样一个事实：中国虽然至今没有实行大规模私有化，并且“私有化”这个词在今天依然颇具敏感性，但国有经济在整个国民经济中的比重已大幅度下降，甚至“与其他转型中的国家相比，在一定意义上，其下降幅度似乎并不比其他转轨经济逊色”。^②《1996年世界发展报告》对比了中欧和东欧以及新独立的苏联共和国及蒙古共26个转轨经济^③分别在1990年和1995年私人部门产出占国内生产总值的比重。从中可以看到，在1990年这些经济体刚刚开始

① 参见刘小玄：《转轨过程中的民营化》，社会科学文献出版社2005年版，第2页。

② 参见张春霖：《从市场到企业：理解中国的企业改革》，载《经济社会体制比较》2000年第6期，第6~13页。

③ 这26个国家分别是：第1组：波兰、斯洛文尼亚、匈牙利、克罗地亚、前南斯拉夫的马其顿共和国、捷克共和国、斯洛伐克共和国；第2组：爱沙尼亚、立陶宛、保加利亚、拉脱维亚、阿尔巴尼亚、罗马尼亚、蒙古；第3组：吉尔吉斯共和国、俄罗斯、摩尔瓦多、亚美尼亚、格鲁吉亚、哈萨克斯坦；第4组：乌兹别克斯坦、乌克兰、白俄罗斯、阿塞拜疆、塔吉克斯坦、土库曼斯坦。参见，世界银行《1996年世界发展报告》编写组：《1996年世界发展报告：从计划到市场》，蔡秋生等译，中国财政经济出版社1996年版，第15页图1.3。



转轨时，私人部门产出在国内生产总值中的比重超过20%的只有波兰和格鲁吉亚两个，而当时中国非国有经济产出在国内生产总值中的比重已接近了50%；到1995年时，即使经过了几年大规模私有化，该比例明显大幅超过中国非国有经济占国内生产总值比重的只有波兰、匈牙利、捷克和爱沙尼亚等少数几个国家。根据国家统计局公布的数据，我国国有及国有控股企业在工业总产值中所占比重在1978年是77.6%，逐渐下降到1990年的54.6%，1995年的34%，1999年的28.2%；而国有及国有控股企业占全部国有和规模以上非国有企业工业总产值的比重也由1999年的49%逐步降低到了2011年的26.1%。^①

下面是一些关于中国经济转型过程中所有制结构变化，以及国有企业改制重组状况的数据。从这些数据中我们大致可以看出中国经济民营化改革的一些特点和趋势。

第一，中国经济转型过程中所有制结构变化。^②

(1) 1985年的所有结构：1985年是城市工业企业改革的起步阶段。从1985年工业企业的普查数据中可以看到，国有企业的产值占工业总产值的63.47%；集体企业占22.12%；三资企业占0.38%；个体私营企业占1.85%；联营合作企业占2.39%；村办企业占6.82%。

(2) 1995年的所有制结构：1995年所有制结构的最基本的特征在于，非国有企业的发展极其迅速。从1995年的工业普查资料中，我们可以看到，国有企业的总产值占工业企业产值的30.5%；集体企业占23.23%；乡镇企业占40.56%；三资企业占24.21%；私营个体企业占19.95%。

(3) 2001年的所有制结构：一是从不同所有制企业的销售收入的总体分布来看：国有企业销售收入占全部销售收入的22.7%；集体企业占10.66%；股份合作企业占2.93%；有限责任企业占10.18%；股份有限公司占12.2%；私营企业占14.29%；三资企业占26.44%^③；其他企业占0.59%。二是从就业来看：国有企业就业人员占全部就业人员的比重为24.15%；集体企业占17.65%；股份合作企业占3.88%；有限责任企业占9.52%；股份有限公司占5.88%；私营企业占22.6%；三资企业占15.57%^④；其他企业占0.76%。三是从不同注册类型企业的实收资本分布来看：国有企业资本总额占全部资本总额的比重为29.41%；集体企业

① 根据《中国统计年鉴（2000）》和《中国统计年鉴（2012）》相关数据计算得到。

② 数据来源：刘小玄：《转轨过程中的民营化》，社会科学文献出版社2005年版，第一章。

③④ 根据刘小玄（2005）的数据计算得到。



占 7.79%；股份合作企业占 1.87%；有限责任企业占 10.66%；股份有限公司占 10.78%；私营企业占 10.29%；三资企业占 28.64%^①；其他企业占 0.57%。

这些数据表明，国有经济在国民经济中的比重在不断下降。到 2001 年，非国有企业已经占据了国内三分之二的市场份额；而私营企业在解决就业问题方面几乎发挥着和国有企业相同的作用；在资本结构方面，形成了国有企业、私有和外资企业、法人和集体企业三分天下的局面。

第二，国有企业改制重组情况。^②

在世界银行的支持下，国务院发展研究中心企业研究所于 2004 年初对中国国有企业改制与重组情况进行了一次大规模的问卷调查。这次调查共向 6627 家企业发放了问卷，样本企业所在行业几乎涵盖了除金融、电力、石油开采部门以外的所有行业。其中，74 户中央企业及其二级子公司共计 1524 家，北京、重庆、黑龙江、辽宁、河北、河南、山东、江苏、江西、湖北、湖南、广东、广西、陕西、甘肃、四川等 16 个省和省会城市所属企业共计 5103 家。问卷回收率为 77%。其中收回关于改制的有效问卷 2696 份，包括 1044 家中央企业，1652 家地方企业。调查结果表明：

(1) 全部样本企业中约 44% 的企业为改制企业，56% 的企业是未改制的。中央企业约有四分之一进行了改制，地方企业则有 56% 进行了改制。

(2) 改制前企业的类型，80% 是国有独资企业，有 16% 和 4% 的企业分别是在国有控制和相对控制的企业基础上进行改制的。

(3) 最为集中的改制时间是在 2000 年至 2003 年期间，其占样本总量的 80% 以上。样本企业涉及的时期大体反映了 1997 年以来的改制状况。

(4) 在产权转让方式上，90% 左右的企业采取了协议转让，竞争性的拍卖转让仅为 10% 多一点。绝大多数采取协议转让，其中又以内部转让的这种产权转让方式比较多，这也是中国的渐进性企业改制的显著特点。

(5) 在调查所涉及的改制企业中，只有 31% 多的企业通过改制把企业的控制属性从国有改为非国有，改制对企业主要的产权属性的改变并不大，尤其是中央企业，90% 左右的改制企业仍保持国有控制。相比之下，地方对国有企业的产权改革力度要大，将近 38% 的地方改制企业让国有产权退出了企业的控制地位。政府部门直接所有的企业虽然为数不多，

① 根据刘小玄（2005）的数据计算得到。

② 数据来源：刘小玄、刘芍佳：《国有企业改制重组调查研究报告》，世界银行委托国务院发展研究中心调查的课题项目报告，2005 年。



但这些企业都是规模较大的企业。

(6) 按照第一大股东分组的不同控制模式来看,从政府、国有资产经营管理公司、国有控制集团公司,到民营企业、企业内部管理层和职工持股会,再到自然人控制的企业之间,似乎形成了一个规模从大到小的递减梯度。也就是说,企业的改制模式大体上是与其规模大小相对应的。这个特点表明了中国的企业改革是按照规模的等级,从小到大,逐步放开进行民营化的。

根据以上数据和事实,我们可以简单总结一下目前中国国有经济的特点。随着经济改革不断深入,国有经济在国民经济中的比重下降了,但它对整个经济依然具有很强的影响力和控制力。在中国,国有企业民营化虽然形成了普遍发展的趋势,但目前进行了民营化改革的企业还主要集中于中小企业,对于关系国计民生、处于垄断地位的大型企业来说,其控制权还依然牢牢掌握在政府手中,对这些大型企业的改革依然任重道远。本书后面的理论分析,就是在这样的故事背景下进行的。

政府,主要是地方政府,是民营化改制的发起推动者。刘小玄和刘芍佳(2005)也指出“从改制的动议者来看,最多比例的动议者是政府部门和企业的母公司,实际上这两者之间没有很大区别。”当企业赢利前景不好,政府不仅从企业得不到任何收入,甚至随时有可能背上企业亏损的财政包袱和银行债务包袱时,政府就会形成退出国有企业的动机,会主动地推动企业改制。

刘小玄和刘芍佳(2005)的报告还指出,如果改制企业的第一大股东是非国有的,管理层和企业内部的职工持股会作为第一大股东的情况最多,它是仅次于国有控制模式的较为普遍的一种形式。这种职工和管理者融资收购企业的做法实际上是管理者收购的一种形式。1995年,中央提出了“抓大放小”的思路,要求“区别不同情况,采取改组、联合、兼并、股份合作制、租赁、承包经营和出售等形式,加快国有小企业改革改组步伐”之后,对小企业的改革,很多都采取了管理者收购。但中国的管理者收购中有很多政策和法律问题,其中管理者收购定价和收购资金的来源也一直是讳莫如深的话题。为了规范企业国有产权转让,保障国有产权有序流转,国资委和财政部于2005年4月14日,公布了《企业国有产权向管理层转让暂行规定》,对管理者收购的标的企业和定价方式都提出了要求。并且在《暂行规定》的第九条规定“管理层不得采取信托或委托等方式间接受让企业国有产权”。这无疑在很大程度上切断了管理者收购的资金



来源,使得这种经理人控制的企业改制模式在目前中国的融资体制和政策法规体制下几乎是不可能进行的了。政策的影响总是两方面的,那么这种限制管理者收购违规融资方式的规定,到底会对企业效率产生怎样的影响呢?

从前文列举的数据中可以看到,政府推动企业改制,出售企业的部分股权,但不一定意味着政府会出售企业的控制权或者全部股权。那么,在企业改制时,政府在什么情况下应该出让企业的控制权,在什么情况下不出让控制权?政府出售企业股权的数量又是如何决定的呢?为什么大型国有企业 and 中小型国有企业的改制程度是不同的呢?本书就试图对这些问题做出理论分析。

1.2 文献综述

1.2.1 民营化对企业价值的影响

英国是世界上最早实行国有企业私有化的国家,从它开始在二十多年的时间里,私有化的浪潮已经席卷欧洲、东南亚、南美、非洲等 100 多个国家。这些私有化方案通常以增加政府收入、提高经济效率、减少政府干预、发展资本市场、引入竞争和市场规则等作为目标 (Errunza & Sumon, 2000)。

经济学家一般认为政府拥有企业产权对企业的绩效是没有好处的。如安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼在他们的著作《掠夺之手:政府病及其治疗》一书中认为私有产权是优于国家所有权的。他们基于对东欧国家和俄罗斯转轨实践的考察,运用经济学工具,提出了“掠夺之手”的政府模型。“掠夺之手的出发点源自如下的政治行为模型:政治家们的目标并不是社会福利的最大化,而是追求自己的私利。独裁者运用他们的权力来维护自己的地位,将资源配置给自己的政治支持者,打击政敌,中饱私囊,以牺牲公共福利为代价。”^① 民主政治会导致政治家追求非社会福利目标,比如因为政治家需要从利益集团的成员那里获取选票和捐款,所以利益集

^① 参见 [美] 安德烈·施莱弗、罗伯特·维施尼:《掠夺之手——政府病及其治疗》,赵红军译,中信出版社 2004 年版,第一章“看待政府的视角”。



团的游说会对政治选择产生影响，而利益集团便会利用这一影响操纵再分配，从公众那里掠夺资源，有时还会以高额的社会成本作为代价。施莱弗和维什尼（Shleifer & Vishny, 1994）在实证研究的基础上假设，由于政府追求的是政治目标，国有企业是没有效率的。他们在模型中认为，国有企业私有化之后，政府干预企业变得困难了，从而可以提高企业运作效率。哈特、施莱弗和维什尼（Hart, Shleifer & Vishny, 1997）证明了私有产权的重要性要优于公有产权。埃斯特林和佩罗坦（Estrin & Perotin, 1991）也认为，即使政府不追求自己的私利，在政府控制下的企业也不会以利润最大化作为目标。因为政府除了有经济目标之外还有政治目标。这势必会导致政府控制下的国有企业的经济效率低于私有企业。

许多实证研究结果支持私有化改革，麦金森和奈特（Megginson & Netter, 2001）、德耶科夫和默雷尔（Djankov & Murrell, 2002）、麦金森（2005）、格瑞夫和麦金森（Guriev & Megginson, 2006）和埃斯特林等人（Estrin et al., 2009）对相关研究进行了详尽评述。这些实证分析或者以某个国家、某个行业为对象，或者以多个国家长时期的面板数据为基础，考察了私有化改革或者企业的所有权性质对于企业的销售收入、运作效率、盈利能力、生产率、投资水平、产出水平、企业分红、财务杠杆、就业、工资水平等经济和财务指标的影响。绝大部分研究都支持了私有化提高经济效率的结论。

对于我国政府在 21 世纪前后所推行的大规模国有企业改制转型的效果，国内学者从不同角度，使用不同的方法，采用不同的调查数据进行了研究。比较有代表性的如：宋立刚和姚洋（2005）以国际金融公司和国家经贸委共同调查的 1995 ~ 2001 年 683 家企业的数据为基础，以利润率和劳动生产率作为绩效指标，考察了改制对企业利润的影响。结果表明，当私人股权比例达到一定程度时，能显著增进企业盈利能力，但对单位成本和劳动生产率的影响较弱或不显著。黄玲文和姚洋（2007）应用同样的数据，研究了改制对于就业的影响，发现改制能使企业就业增长率平均提高 17.7%。陆挺和刘小玄（2005）从改制模式上考察了改制的效果，认为改制从整体上看提高了企业的经营效率，而改制模式是改制绩效的重要决定因素，经营者持大股东从效率上讲是最好的，其绩效高于股份合作制和其他外部人控股的改制方式。郝大明（2006）发现，国有企业公司制改革后效率明显提高，并且国家资本比重在 25% ~ 50% 之间的企业效率最高。

当然，从国际经验看，国有企业大规模的私有化并不意味着完全的私



有化。事实上，在很多国家，政府在关键性的经济部门或者行业依然保留着控制权（Berkowitz & Semikolenova, 2006）。

1.2.2 中国经济的改革之路

中国三十几年经济改革的成功并没有伴随着完全的自由化、私有化和民主化。一般认为伴随着部分自由化的计划体制会带来更多的扭曲，会成为经济瓦解的根源，而不是经济增长的根源。而没有私有化和保护私有产权的制度，会失去经济激励的原动力；没有民主制度会使得经济改革缺乏政治基础，从而使市场变得很脆弱。因此，中国经济改革的成功在很多人眼中变成了一个“谜”。虽然私有化的理论和实证分析表明政府控制企业不利于企业发展，但是布兰查德和施莱弗（Blanchard & Shleifer, 2000），以及钱颖一（Qian, 2003）却认为，在中国，政府拥有企业的控制权对企业经营是有好处的。钱颖一（2003）指出，对于转型经济而言，重要的并不是经济改革在哪里结束，而是要找到一条通往目标的可行的改革之路。我们不仅仅要研究那些所谓的最优制度，还要研究那些适合于经济、政治现实的，可行的也许是并不完美的制度。中国改革的成功就是这样，首先，中国经济有足够的空间提高效率（这就是为什么改革是第一位的）；其次，在中国经济改革的某个阶段，是那些“看上去不对，但实则有效”的制度保证了改革获得成功；最后，所幸的是，这些非常规的制度安排并不排斥在中国建立最优制度，比如健全法制、保护私有产权以及建设透明化的政府，等等。正是这种一方面提高经济效率，另一方面与执政者利益相容的双赢的制度安排使得中国经济改革获得了成功。劳、钱颖一和罗纳德（Lau, Qian & Roland, 2000）就列举了这样一种制度——价格双轨制。他们证明，价格双轨制不仅可以达到帕累托改进，而且还能提高效率。而许（Xu, 2011）则从体制角度解释了中国经济增长之谜。他认为，中国的经济成功来自于一个政治上高度集中、经济上高度分权的制度体制，这种体制有效地激励了地方政府，有效地推动了经济改革和经济增长。

此外，田和埃斯特林（Tian & Estrin, 2005）认为政府通常具有双重目标：政治目标和经济目标。政府的政治目标会促使他重新分配企业资源，而这有损于企业价值。当政府持有一家企业比较多的股份时，政府的经济目标就会比较重要，这会激励政府采取有利于企业的措施。他们通过对中国 826 家上市公司从 1994 年至 1998 年的实证研究认为，虽然从总体



上说,在中国,政府持股对企业绩效的影响是负的,但是企业价值与政府持股数量的关系却不是单调的:企业价值与政府持股数量之间呈“U型”关系。当政府持股数量低于某个临界值(大约为30%~40%)时,政府持股数量的增加会减小企业价值;而当持股数量大于这个临界值时,企业价值反而会随着政府持股数量的增加而增加。但这一结论却和公司治理方面实证研究的结果相反。公司治理理论通常认为,当一家公司的大股东持股比例超过一定水平时,公司价值会随着大股东持股比例的增加而减少,即企业价值与大股东持股比例之间呈“倒U型”关系。

很多金融经济学的经典文献和实证研究表明(如:La Porta et al., 1997a, 1997b, 1998, 1999a, 2002b, 2004, 2006, 等等),法律、制度对经济增长有着至关重要的作用。但中国的经济改革却是一个反例。尽管中国的法律和金融体系非常的不完善,然而中国却是全世界经济增长最快的经济体。以往的实证研究都是以国家为单位来研究法律制度和经济增长的关系,但艾伦等人(Allen et al., 2005)以中国经济的部门为单位来考察这一关系。他们的研究表明,如果将中国的公司和部门分为国有部分、上市部分和私有部分的话,经典文献中所论述的法制与经济增长之间的正相关关系在中国的国有和上市企业中是存在的,但在私有企业中却不成立。他们认为,造成法制与经济增长关系在这三类企业中的不同体现了源于政府的控制,私有企业由于没有政府的介入,存在着有效的融资渠道和比较好的公司治理结构。

孙和威尔森(Sun & Wilson, 2003)也对中国企业民营化之后的绩效做了实证研究。他们使用了中国两个交易所中进行了民营化改革的634家上市公司在1994~1998年的数据进行了分析,结果发现进行了改革的国有企业创收能力、实际销售能力和工人的劳动生产率都得到了明显提高。同时,他们还发现,政府所有权对企业绩效有负面影响。魏等人(Wei et al., 2003)也得到了类似的结果,他们运用1990年到1997年,中国208家上市公司在民营化之前和民营化之后的财务数据以及公司绩效数据进行了实证研究,发现民营化之后企业的产出增加,资产增长,效率提高。然而从全体样本的计量结果看,企业的盈利能力并没有显著提高。如果把这些企业按照改革后是否由政府拥有控制权来分组,则控制权转移到个体投资者的企业的盈利能力和企业效率,明显高于仍然由政府控制的企业。

从这些实证研究我们可以看到,虽然中国没有模仿俄罗斯和东欧等国