



混合所有制的 公司治理与公司业绩

THE GOVERNANCE AND PERFORMANCE
OF MIXED OWNERSHIP COMPANIES

张文魁◎著

清华大学出版社



混合所有制的 公司治理与公司业绩

THE GOVERNANCE AND PERFORMANCE
OF MIXED OWNERSHIP COMPANIES

张文魁◎著

清华大学出版社

内 容 简 介

本书系统全面地梳理和分析了与混合所有制有关的中外文献,深入考察了混合所有制在中国的起源和兴盛的原因,提出了混合所有制公司治理的分析框架并以此为基础进行了公司治理研究,最后对混合所有制和非混合所有制企业的业绩作了比较分析,得出了很有意义的结论。本书是迄今为止最具学术深度和政策价值的一本混合所有制专著,对政府官员,企业界人士和研究人员均有参考意义。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

混合所有制的公司治理与公司业绩 / 张文魁著. —北京:清华大学出版社,2015
ISBN 978-7-302-39235-4

I. ①混… II. ①张… III. ①混合所有制—公司—企业管理—研究—中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 024229 号



责任编辑:左玉冰
封面设计:汉风唐韵
责任校对:宋玉莲
责任印制:沈 露

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社 总 机:010-62770175

邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:北京密云胶印厂

经 销:全国新华书店

开 本:165mm×240mm 印 张:13.75

字 数:157 千字

版 次:2015 年 2 月第 1 版

印 次:2015 年 2 月第 1 次印刷

印 数:1~2 000

定 价:48.00 元

产品编号:063153-01

目 录

CONTENTS

第 1 章 导 言	1
1.1 为什么要把中国的混合所有制企业作为研究对象	1
1.2 本书的混合所有制企业的定义及主要研究内容	4
第 2 章 混合所有制文献研究	8
2.1 引言	8
2.2 国内关于国有企业所有权改革与混合所有制的主要 文献	8
2.2.1 国内关于所有权改革较早的主要文献	8
2.2.2 国内关于混合所有制较早的主要文献	12
2.2.3 国内关于混合所有制较晚的主要文献	15
2.3 国际学术界对混合所有制研究	18
2.3.1 关于所有权的一些经典文献	18
2.3.2 对混合所有制企业的案例研究和一些实证 分析	19

2.3.3	对公私合伙制度的研究	21
2.3.4	对国有企业改革形成的混合所有制企业的 实证研究	23
2.4	公司治理尤其是混合所有制企业的公司治理方面的 文献研究	24
2.4.1	公司治理概述	24
2.4.2	股权结构与公司治理	28
2.4.3	所有制与公司治理	30
2.4.4	混合所有制企业的公司治理	34
第3章	国有企业改革的中国范式与混合所有制企业的兴起	38
3.1	引言	38
3.2	国有企业改革的中国范式的形成和混合所有制企业的 涌现	41
3.2.1	激进的控制权改革	41
3.2.2	渐进的所有权改革	48
3.3	定义中国范式	53
3.4	混合所有制与中国范式的共生	58
3.5	为什么会形成中国范式	59
第4章	混合所有制的普及度和混合度	66
4.1	引言	66
4.2	局部地区的状况	67
4.3	改制企业的样本分析	68

4.4	中国上市公司中的混合所有制普及程度和混合程度	76
4.5	中国发展混合所有制最近几年的一些进展	82
第5章	促使混合所有制企业兴起的主要因素:观察与讨论	84
5.1	引言	84
5.2	横向经济联合与混合所有制的发轫:国有企业资源 优势和非国有企业机制优势相结合	85
5.3	国有企业所有权改革与混合所有制的形成:意识形态 约束和非国有资本短缺约束、对国有股东资源优势 的持续利用、管理层对资产形成的贡献股份化	88
5.4	国有企业大量改制和混合所有制企业的涌现:政府 “留一手”	91
5.5	民营企业为什么接受政府继续保留一部分国有股甚 至引入新国有股东:民营企业仍然不能享受同等国 民待遇以及民营企业筹资困难	94
5.6	总结与讨论	96
第6章	研究混合所有制公司治理的基本框架	103
6.1	引言	103
6.2	公司治理的经典模式与中国的实践	103
6.3	从制度安排的角度理解公司治理	106
6.4	中国国有企业及民营企业的公司治理概要	111
6.5	对混合所有制公司治理的观察	117

6.6	混合所有制公司治理研究的 SCORE 框架	124
第 7 章	混合所有制公司治理研究:一些重要发现	128
7.1	引言	128
7.2	董事会制度	128
7.3	股权结构	130
7.4	股东间及股东与政府间的约定条款	134
7.5	核心高管职位的分配	135
7.6	混合所有制企业的政企关系:政府的特别规制	137
7.7	职工的雇佣关系	140
7.8	一些重要发现与判断	148
第 8 章	混合所有制企业与非混合所有制企业绩效的比较分析	151
8.1	引言	151
8.2	样本选取和混合所有制企业的认定	151
8.2.1	样本与数据	151
8.2.2	如何识别样本中的混合所有制企业	152
8.3	研究方法	153
8.3.1	样本企业的分类	153
8.3.2	分析指标	154
8.3.3	控制变量	154
8.4	假设与模型	154
8.4.1	假说	154
8.4.2	模型	155

8.5 数据分析	156
8.5.1 相关性	156
8.5.2 托宾 Q 值	157
8.5.3 ROA	159
8.5.4 ROE	161
8.6 实证检验	163
8.6.1 实证检验方法	163
8.6.2 ROA 实证检验	164
8.6.3 ROE 实证检验	166
8.6.4 托宾 Q 值与 SGR 实证检验结果	166
8.7 基本结论	169
第 9 章 评论与展望	175
参考文献	187

1.1 为什么要把中国的混合所有制企业作为研究对象

混合所有制这种制度安排很有意思,它在中国的踪迹至少可以追溯到洋务运动时期的官督商办,当然那是逝去的历史,我们对混合所有制进行高度关注主要是因为它在过去十几年里渐趋流行并越来越受到政府鼓励。而在国外,混合所有制并不多见,笔者接触过的许多外国经济学家都不太了解也不太理解这种制度安排,除了在少数领域(如基础设施的PPP)和特殊情况(如经济危机爆发)下,混合所有制一般不会受到政府青睐,更不会作为一种鼓励性政策进行推广。

“混合所有”这个词在我国的官方文件中首次出现,是1993年十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,该决定指出,“随着产权的流动和重组,财产混合所有的经济单位越来越多,将会形成新的财产所有结构”(中国共产党中央委员会,1993)。这个时候,还没有用“混合所有制”这个词汇,似乎体现了中央的一种谨慎态度,即注意到并接受了现实中随着产权流动和企业重组所催生的“混合所有”企业,但是不太愿意把这些“混合所有”上升到“制度”的层面,所以

不叫作混合所有“制”。不过几年之后，中央就接受了混合所有“制”了。1997年党的十五大报告就指出，“公有制经济不仅包括国有经济和集体经济，还包括混合所有制经济中的国有成分和集体成分”（江泽民，1997）；1999年党的十五届四中全会提出，“国有大中型企业尤其是优势企业，宜于实行股份制的，要通过规范上市、中外合资和企业相互参股等形式，改为股份制企业，发展混合所有制经济”（中国共产党中央委员会，1999）；2002年党的十六大说得更清楚了，“除极少数必须由国家独资经营的企业外，积极推行股份制，发展混合所有制经济”（江泽民，2002）；2003年党的十六届三中全会进一步提出，“大力发展国有资本、集体资本和非公有资本等参股的混合所有制经济，实现投资主体多元化，使股份制成为公有制的主要实行形式”（中国共产党中央委员会，2003）。当然2013年党的十八届三中全会将混合所有制作作为“基本经济制度的重要实现形式”（中国共产党中央委员会，2013），更是广为人知。实际上，研究发现，混合所有制在实践中的出现要早于在官方文件中的出现，这将会在本书以后几章作详细的介绍。从改革开放之后不久一直到今天，混合所有制在中国越来越有市场，主要与中国国有企业改革的政策选择密切相关，这从上面提到的几次重要的中央会议的文件就可以看出来。不过需要注意的是，即使在那些曾经对国有部门进行过大规模改革的其他转轨国家，混合所有这种制度安排也没有成为一种主流的政策选择。此外，自20世纪80年代初以来，国有企业改革还不仅仅限于转轨国家，英国等老牌市场经济国家也曾进行过很有力度的国有企业改革，这些国家选择的是直接的私有化道路，尽管私有化推进过程中也会存在阶段性的混合持股现象。

因此可以说，混合所有制具有很强烈的中国特色。与其他很多转轨国家相比，中国的经济转轨所具有的特色当然不仅仅体现在国有企业改

革和混合所有制这方面,但任何一个转轨国家,转轨的核心内容之一恰恰就是对计划经济体制下占国民经济主体的国有企业进行改革,不理解一个国家的国有企业改革就很难理解这个国家的经济转轨。一些文献(S. Djankov, and P. Murrell, 2002)专门研究了转轨过程中的国有企业改革问题,并指出了其对于整个经济转轨成功推进的重要性。事实上,中国政府在1984年以来一直把国有企业改革作为转轨的中心环节,而发展混合所有制已经作为一项重要的国有企业改革战略,包括前面提到的1997年召开的党的十五次代表大会,1999年召开的党的十五届四中全会,2002年召开的党的十六大,2003年召开的党的十六届三中全会以及2013年召开的党的十八届三中全会,都一以贯之地鼓励混合所有制的发展,支持以混合所有制来改造国有企业,这在其他转轨国家完全找不到。既然混合所有制这种制度安排是中国经济转轨最重要的特色,对混合所有制进行深入分析,有助于人们加深对中国经济转轨独特性的理解,有助于人们加深对经济转轨本身的复杂性和多样性的认识,这对于辨析时下在国内和在全球范围内都引起讨论的“中国模式”、“中国道路”,都具有参考价值。而且,与全球范围内已经长期存在和长期发展的第一种经典企业,即私有制为基础的企业;很长一段时期被社会主义国家作为主流的第二种经典企业,即公有制为基础的企业,都有所不同;混合所有制企业作为第三种企业,在中国当下进行比较广泛的实验,它有着怎样的公司治理,它能否形成良好的治理机制,它能不能与中国的市场经济相融合,能不能与市场体系的全球化和经济全球化相融合,也是一个不可回避的议题。因此,把中国的混合所有制企业作为研究对象,无疑具有学术上和政策上的双重意义。

1.2 本书的混合所有制企业的定义及主要研究内容

一般而言,混合所有制企业是指同时含有国有股和非国有股的企业。在改革开放初期的 20 世纪 70 年代末,我国的企业绝大部分是国家所有制和集体所有制,但随着国有企业改革的不断推进和民营经济的迅速发展,许多国有企业在 20 世纪 90 年代开始进行了股份制导向的所有权改革,到现在,尽管那些大型国有企业集团的母公司多数还保持着国家全资拥有,但分拆式的所有权改造已经比较普遍,即在母公司保持国有独资的同时,许多子公司和孙公司都已经改造为由多个股东拥有的股份制企业,其中一些已经由非国有股东拥有控制性股份或全部股份。在这些股份制企业当中,如果同时含有国有股和非国有股,顾名思义就算是混合所有制企业。国有全资企业改造为国有控股的上市公司,或者私人独资企业上市之后有社保基金等国家投资机构持股,当然也可以算是混合所有制企业。如果按照这个标准的话,西方资本主义国家也存在一些混合所有制企业,因为它们的上市公司尽管绝大多数是以私有产权为基础的,但也有些上市公司中有政府养老基金等机构持股,此外,政府也会持有某些上市公司的一部分股份。在我国,除了大量国有企业被改造为混合所有制企业,一些私有制企业在发展过程中,出于某种原因也主动引入国有股份或被迫出售一些股份给国有企业,从而演变为混合所有制企业。此外,我国并购活动日益活跃,一些国有企业收购非国有企业的股份,一些非国有企业收购国有企业的股份,这也会产生混合所有制企业。

不过,本书所谓的混合所有制,是指一个企业同时含有大宗国有股份

和大宗境内非国有股份,这些大宗股份不易在证券市场迅速转让,且持有这些大宗股份的不是以二级市场获利为目的的普通证券投资者。这里所谓的大宗股份,一般是指股份占比在5%以上,持有这些股份的主要目的不是在市场上短期买卖而获利,而是可能成为积极股东。所以,大宗股份、积极股东是本书所界定的混合所有制的两个核心概念。这两个核心概念,对于本书将要重点研究的混合所有制的公司治理,具有重要的意义。之所以要设定5%这样一个股份比例,是因为中国的证券法律对持有5%以上股份有信息披露要求和交易限制,所以这样的股东一般不是证券市场上的短线交易者和用脚投票者。显然,本书所界定的混合所有制企业一般不包括那些不存在大宗非国有股份的国有控股上市公司,当然也不包括那些含有很小比例国有股份的民营控股上市公司。此外,本书对混合所有制研究也不打算将中外合资企业包括在内。本书对混合所有制企业作这种界定的原因在于,我们的目的是研究促进混合所有制企业在中国兴起的那些重要因素,以及混合所有制企业的公司治理。设立中外合资企业和企业上市的原因众所周知,它们的公司治理也有着专门的法律和规则,并且已经出现了相当多的研究文献。不过,对于境外资本并购国有企业所产生的中外合资企业,笔者准备纳入本书的混合所有制企业的范围,因为这类企业与数量众多的新设合资企业有很大的不同。同时,作这样的界定,也符合学术界对混合所有制的理解。

基于对现实的观察发现,中国已经出现了大量的混合所有制企业,而且它们多数是规模较大、在行业中占有较重要地位的企业。中国政府有着明确的发展混合所有制的战略,可以预计将有更多的混合所有制企业在中国出现。首先要问,为什么大量的混合所有制企业会在中国出现?中国要对国有企业进行改革,为什么非得去改革所有权、改变国有全资这

种所有制？即使要搞所有权改革，为什么非得让国有企业去“混”，而不是像其他转轨国家那样将国有企业直接改造为私有制企业、或者顶多将混合所有制作为阶段性环节而将私有化作为明确的最终目标？如果说，是因为中国政府把混合所有制发展作为一项重要战略和主要的政策选择，才会出现那么多混合所有制企业，那么要问，中国政府选择混合所有制战略的背后因素到底是什么？仅仅是意识形态因素还是存在其他因素？更何况，中国有些混合所有制企业早在政府提出发展混合所有制战略之前的很长时间就已经诞生了，这说明在实际当中混合所有制的出现先于政府发展混合所有制战略的出台。另外，中国除了大量的国有企业被改造为混合所有制企业之外，也出现了一些民营企业主动吸引国有股而形成的混合所有制企业，这显然不能用单纯的意识形态因素来解释，因为中国政府对于民营企业发展是持鼓励态度的。对促进中国混合所有制企业兴起的背后因素的探究，不但有助于解释混合所有制的成长环境、把握混合所有制的未来发展趋势，也有助于深入了解影响中国经济转轨的各种力量。

混合所有制企业已在中国大量出现，而且预计还有更多的混合所有制企业将会在中国出现，而且这类企业正在登上国际商业竞技场，那么对这类企业的公司治理和公司业绩绝对不能忽视。遗憾的是，无论是财经界还是学术界，人们对此知之甚微。混合所有制比非混合所有制有更好的公司业绩吗？非混合所有制企业改造成混合所有制企业之后，业绩会变好、变坏，还是没有明显变化？这样一个重要的企业群体在中国出现，它们会按照正常的商业规则和法律准则行事吗？这是人们必须知道的。具体而言，混合所有制企业中的国有股东是否与非国有股东一样追求相同的商业目标？混合所有制企业的管理层如何生产和定薪？混合所有制

企业的决策和经营将如何受到政府的影响？政府是否会向混合所有制企业注入资源或者提供保护？混合所有制企业的非国有股东和国有股东会如何进行合作和相互制衡？混合所有制企业董事会来自于民间的董事和代表官方的董事是否会发生冲突？混合所有制企业的管理层和职工会如何获得激励以及如何受到约束？这些都是研究混合所有制企业必须回答的问题。这些问题并不是凭空想象的，早在洋务运动时期的官督商办企业中，政府出资的“官股”和民间出资的“商股”就矛盾重复，“官董”和“商董”更是冲突不止。对于这些问题的回答，不但有助于领会混合所有制的本质、辨清混合所有制企业的内在特征，也有助于掌握混合所有制企业所遵循的游戏规则，并提出混合所有制企业实行进一步商业化改革的方案。

简而言之，本书的内容就是深入探究到底是什么因素促进了中国混合所有制企业的兴起，并系统研究中国混合所有制企业的公司业绩状况、公司治理具有哪些独特性，在此基础上，试图提出促进中国混合所有制公司治理进一步商业化、现代化的思路。

混合所有制文献研究

2.1 引言

由于混合所有制带有很强的中国特色,国际学术界关于混合所有制的文献很少,而国内出版物中讨论混合所有制的文章却浩如烟海。遗憾的是,笔者发现,中国国内关于混合所有制的文章绝大部分缺乏学术意义,因为这些文章几乎都在应和政府发展混合所有制的战略,在论证这个战略在意识形态上的创新意义及现实价值。不过,仍然可以寻找出一些具有真知灼见的文献,或者那些具有原始资料意义的文献,并考查这些文献对于研究混合所有制企业兴起的原因、研究混合所有制公司治理在哪些方面具有价值。同时,仍然要研讨国际学术界关于股权结构和公司治理方面的有关文献,尽管这些文献并不直接涉及混合所有制,但对于加深理解公司治理与股权结构之间的关系不无裨益。

2.2 国内关于国有企业所有权改革与混合所有制的主要文献

2.2.1 国内关于所有权改革较早的主要文献

国内关于所有权改革的较早文献,对于研究混合所有制的起源比较

有价值,因为从中能够窥视是否隐现混合所有制端倪。

在中国经济转轨的初期,即20世纪70年代末期和20世纪80年代前半期,中国国有企业改革还局限于控制权改革而基本没有触及所有权改革,因此国内大多数关于国有企业改革的文献都是围绕落实国有企业经营自主权而展开的。中国老一辈经济学家的代表人物之一董辅初(1979)在20世纪70年代末就提出,国有企业的要害问题就是国家政权的行政组织取代了经济组织,企业成为国家各级行政机构的附属物,企业的资金统收统支、产品统购包销,企业既缺乏最起码的生产经营决策权,也不能实行独立的经济核算,无论盈利还是亏损与企业和企业职工都没有直接利害关系。因此,国有企业改革最紧迫的就是要落实企业经营自主权,使国有企业摆脱对行政机构的依附。

不过,从20世纪80年代中期开始,随着控制权改革的局限性为许多人所认识,中国经济学界对于国有企业所有权改革的探讨逐渐多了起来。厉以宁是最早探讨对国有企业进行所有制改革的经济学家之一,他在1987年就讨论了改善社会主义所有制的可能性(厉以宁,1987),随后又进一步论述了所有制改革在整个经济体制改革中的核心地位,提出通过股份制这种现代财产组织形式来对国有企业进行所有权改造(厉以宁,1988)。由于在20世纪80年代那个比较封闭和意识形态还比较正统的时期就大力提倡股份制,厉以宁被许多人称为“厉股份”。董辅初也是当时注意到国有企业所有权改革重要性的一位经济学家,他在1987年的一篇论文中指出,国有企业作为相对独立的商品生产者那样自主经营还远远没有实现,最根本的原因就是国家所有制。他提出,一些小型国营企业可以改为私人企业或集体企业,一些中型国营企业可以改为集体所有制企业,更多的中型和大型国营企业可以试行股份制(董辅初,1987)。