

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

刘汉民 齐宇 解晓晴

内容提要: 针对混合所有制企业改革中企业控制权安排的难题, 利用我国央属具有混合所有制性质的上市公司数据, 在控制行业分类的前提下, 通过研究股权结构和董事会结构与企业绩效的关系, 论证了股权和控制权非对等配置的逻辑合理性。研究发现, 降低前五大股东中国有股占比有利于提高企业绩效, 但过多提高非国有股占比不会提高企业绩效; 提高非国有董事占比有利于提高企业绩效, 但过多减少国有董事占比不会提高企业绩效; 相比于股权结构, 董事会结构对企业绩效的影响更大。在上述研究基础上, 进一步探索了国有股占比和非国有股占比的最优区间, 并提出了在不改变国有控股地位的前提下, 解决混合所有制改革困局的设想和建议。

关键词: 混合所有制 国企改革 公司治理 企业绩效

一、引言

目前我国正在进行的混合所有制改革在实践中遇到一些问题, 主要表现在企业控制权的安排上: 一方面, 企业在“渐进式改革”中不断引入各类异质性股东, 国有股权虽然得到稀释, 但国有股代表的超级股东身份仍占据着控制权优势, 削弱了异质性股东对企业的参与能力; 另一方面, 建立在股东主权逻辑上的现行公司法过于强调股东的权利和利益, 一股一票的股东投票规则导致企业控制权安排受制于所有权安排, 国有企业的混合所有制改革难以向深层次推进。从国资管理者角度看, 放弃控制权会有国资流失之嫌, 而不放弃控制权又难以实现吸引社会资本、改善治理结构的预期目的; 从社会资本(民营资本、外国资本等) 所有者角度看, 参与混改会遇到现有制度的强约束, 难以获得控制权; 而放弃控制权则可能被套牢并进而被获取准租金, 参与混改的动力和意愿不足。那么, 企业控制权如何安排才能既推进混改又提高企业绩效呢?

学术界对企业控制权安排的研究有两种思路: 一种思路是控制权与股权对等配置逻辑下的研究, 认为控制权的安排应根据股权结构决定, 奉行一股一票规则; 另一种思路是控制权与股权非对等配置逻辑下的研究, 认为控制权的安排可以脱离股权结构, 不需要遵循一股一票规则。大多数学者的研究囿于第一种思路。Grossman & Hart(1986) 以及 Hart & Moore(1990) 曾经提出, 当合约不完全时, 将剩余控制权配置给投资决策相对重要的一方(即股东) 是有效率的。Harris & Raviv(1989) 为此还提出了一个匹配原则, 认为享有剩余控制权的人同时享有剩余索取权的制度安排是最优的。这一原则得到了张维迎(1995) 等的支持。实际上, 我国在 20 世纪末的国企改革, 无论扩权让利、两权分离, 还是转机建制、抓大放小, 基本是沿着非国有化路径演进的: 扩权让利和两权分离可以看作是经营权非国有化——由国家直接经营下放给企业管理者经营; 转机建制可以看作是

^{*} 刘汉民, 暨南大学管理学院, 邮政编码: 510632, 电子信箱: lhms@ hotmail. com; 齐宇、解晓晴, 暨南大学管理学院博士研究生, 电子信箱: qiyu1213@ 163. com。本文受国家自然科学基金重大项目“新组织理论和组织治理研究”(批准号 11&ZD153) 、国家自然科学基金一般项目“复杂组织目标和效能评估研究”(批准号 13BGL004) 的资助。作者感谢匿名审稿人的宝贵建议, 文责自负。

控制权非国有化——通过建立现代公司制度将控制权下放给董事会; 抓大放小则是股权非国有化——通过招(标)、拍(卖)、挂(牌转让)等和重组上市将部分国有企业股权转让给集体或个人所有。由于国企改革和改制过程中出现严重的资产流失和经营者腐败, 2003 年中共十六届三中全会通过《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》, 提出要大力发展国有资本、集体资本和非公有资本参股的混合所有制经济, 建立健全国有资产管理与监督体制。此后十余年来, 在政府的保护和监管下, 国有企业稳定发展壮大, 同时也出现一些企业管理混乱、内部人控制、利益输送、国有资产流失等突出问题。特别是一些垄断行业中的利益集团通过寻租等方式获取政治和社会资源, 用政治权力获取垄断利润(李建标等 2016)。针对上述问题, 强调多样性和多元化的混合所有制思想逐渐成为大型国企(尤其是垄断国企)改革的重要突破口。2015 年通过的《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》更是明确提出混合所有制企业的概念。不过, 对参与混改的企业来说, 股权和控制权是否要同步转移呢? 也就是说, 剩余索取权和剩余控制权是否要符合匹配的逻辑才能提高企业绩效呢? 徐莉萍等(2005)、杨记军等(2010)认为, 只要控制权由国有主体转让给民营主体(即民营化)就能显著提高企业绩效; 武常歧和张林(2014)则提出, 国有企业通过所有权或控制权转移进行民营化均可以提高企业绩效; 王甄和胡军(2016)研究发现, 国企民有化和民企国有化均有助于提高企业绩效。这些研究都是基于股权和控制权匹配的逻辑。

近年来, 基于控制权安排与股权结构不匹配的企业实践, 一些学者开始对第一种思路进行反思, 提出了股权与控制权非对等配置的设想。如郑志刚等(2016)以阿里巴巴为例分析了以不平等投票权为特征的合伙人制度, 探讨了非“同股同权”下新控制权安排模式的现实合理性和理论依据; 李海英等(2017)认为“一股一票”的规则与现实偏离, 不一定是唯一的或最优的原则, 以股东异质性(shareholder heterogeneity)为基础的投票权设计更符合实质平等, 并更具经济效率。Easterbrook & Fischel(1991)曾研究过美国 Delaware 州的公司法, 其允许企业自主决定投票权的授予和投票的方式。也就是说, 企业有充分的自由进行控制权的配置, 法律不对其强制规定。张维迎(1996)也提出企业具体的控制权配置是所有参与者讨价还价的结果。事实上, 股权和控制权是两种独立的工具, 可以单独使用(Aghion & Bolton, 1992; Hart 2001)。也可以说, 控制权在一定程度上是状态依赖的(Hart 2001), 受到企业内外部许多因素的影响, 并不单单由股权决定。刘汉民等(2006)曾根据控制主体划分了 5 种不同形式的控制: 股东主导型、债权人主导型、经理主导型、职工主导型和共同主导型。这些不同形式的控制权安排, 在一定条件下都有其存在的合理性。不过, 对大多数正常企业来说, 股东控制是自然的选择, 不仅法律赋予股东投票权, 而且社会观念也是如此。那么, 对于股东主导型企业, 特别是有异质性股东(如国有股和非国有股)并存的企业来说, 要提高企业绩效, 控制权安排是否要遵循一股一票原则与股权对等配置? 要回答这一问题, 需要足够的实证数据验证股权和控制权配置对企业绩效的影响程度。

本文基于以上思考, 以国务院国资委属下具有混合所有制性质上市公司为对象, 通过股权结构、董事会结构与企业绩效数据的相关性分析, 实证检验了股权和控制权配置与企业绩效的关系, 得出了股权和控制权非对等配置更有利于提高企业绩效的结论。在此基础上, 进一步探索了国有股占比、非国有股占比的最优区间, 并提出在不改变国有控股地位的前提下, 通过让渡或分享企业控制权激励社会资本参与混改的设想。本文后面的结构安排如下: 首先, 回顾了学术界在股权结构、董事会结构与企业绩效方面的研究成果, 并对有关概念进行界定; 其次, 从理论与实践的结合上提出本文研究的基本假设; 再次, 根据假设构建数学模型并搜集处理有关数据, 对数据进行统计分析和检验, 进一步探索国有股占比和非国有股占比的最优区间; 最后, 根据结论及推论提出推进混合所有制改革的对策建议。

本文可能的贡献在于: (1) 考虑到混合所有制企业的特殊性, 对混合所有制企业做了相对明确

的界定,并搜集了央属具有混合所有制性质的上市公司数据作为研究样本;(2)通过对企业实际控制人的判断,谨慎处理了股东和董事的真实属性问题,若非国有股的实际控制人为国有企业,则被视为国有股东,否则为非国有股东;(3)考虑到股权和控制权可能存在作用不一致现象,综合考察了股权结构、董事会结构与企业绩效的关系,验证了股权和控制权对企业绩效的不同影响程度,论证了股权和控制权非对等配置的逻辑合理性;(4)初步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,为国企混改提供了定量依据;(5)针对国企实际,提出了推进混合所有制改革的对策建议。

二、概念界定和文献综述

(一) 相关概念界定

目前学术界对混合所有制企业、股权结构、董事会结构、控制权和企业绩效等概念并没有一个明确清晰的定义,往往随着研究对象和语境的不同而变化,以致研究结论不相一致,甚至完全相反。清晰的概念界定是研究的基础和前提,因此,本文对以下概念做出界定,以保证研究的准确性和可靠性。

第一,混合所有制企业。混合所有制(mixed ownership)有两层涵义:其一是指一个国家同时存在多种所有制形式,如国家所有制、集体所有制、共同所有制、私人所有制、个人所有制和合作社所有制等。具有上述几种形式的经济通常称作混合经济,此乃宏观定义;其二是指一个公司同时具有多种性质的权益资本来源和股权合作形式,如国家股、法人股、职工股、外资股等,此乃微观定义。本文所说的混合所有制企业是指公有资本与非公有资本交叉融合的企业,包括股权的融合与控制权的融合,在实证研究中,指前五大股东中同时有国有股东和非国有股东的企业。

第二,股权结构。股权结构(equity structure)也称持股结构(shareholding structure),或所有权结构(ownership structure),是指不同性质和类型的股份在权益资本中的比例。在实际操作中,有的将之界定为持股主体或投资者在企业股份中所占的比例,有的将之视同为股权集中度。本文将股权结构界定为国有股和非国有股的比例,在实证研究中,具体指前五大股东中国有股或非国有股在全部股份中的占比。

第三,董事会结构。董事会结构(boards structure)包括董事会的组织结构和成员结构等。前者是指董事会规模和内部机构设置,后者是指董事会人员构成,如董事会成员的年龄、身份、来源等。本文所说的董事会结构指的是董事会成员的来源结构,在实证研究中,具体指国有股董事或非国有股董事在董事会成员中的占比。由于我国大部分上市公司的独立董事并未真正独立,而是听命于控股股东,因此在实证研究中,本文剔除了独立董事。

第四,控制权。不完全合约理论将控制权(control)分为特定权利和剩余权利(Grossman & Hart, 1986),前者是指合约中明确列出并清晰界定的权利,后者是指合约中没有明确规定的权利。对于企业来说,控制是指对企业重大决策的控制,包括决策的审批和监督(ratification and monitoring)(Fama & Jensen, 1983)。在董事会与高管层职能分离或人员不(完全)重合的大型企业中,这些权利是董事会的权利。谁掌握了董事会的多数席位,谁就拥有了企业控制权。因此,本文把企业控制权定义为董事会多数席位的选择权。一般来说,控制权是由所有权(股权)决定的,拥有所有权同时也就拥有了控制权。但所有权与控制权并不一定完全对等。在一些新创企业和新兴行业,投资者往往主动放弃对企业的决策控制(如VC和PE);在欧洲大陆许多国家,所有者的权利则受到了法律的制约(如德国的《共同决定法》)。

第五,企业绩效。对于上市公司来说,企业绩效(firm performance)表现在两个方面:一是证券市场绩效,即企业证券资产(包括股票和债券)在公开市场上自由竞价交易的价格,通常称之为企

业的市场价值(简称为企业价值);二是产品(服务)市场的绩效,即企业实物资产的获利能力和营运水平,通常称之为企业的经营绩效,可以用各种财务指标来衡量,如资产收益率(ROA)、权益资本收益率(ROE)、投资资本收益率(ROIC)等。在实证研究中,常用托宾Q(Tobin Q),即企业资产的市场价值与其重置成本的比率,来综合衡量上市公司绩效,本文也沿袭了这一传统。不过,在理论分析时,仍根据实际需要分别采用不同指标。

(二) 文献综述

现代企业的典型特征是所有权和控制权的分离。随着企业规模的扩大和股权分散化,所有权和控制权逐渐分离(Means, 1931; Berle & Means, 1932),在委托人和代理人目标不一致及信息不对称条件下,产生了企业代理问题^①(Ross, 1973; Jensen & Meckling, 1976)。现代企业理论的三大分支——产权理论、交易成本理论和委托代理理论都是围绕解决企业代理问题而展开的。从微观视角来看,公司治理的基础和依据是资本结构(包括股权结构),核心和重点是董事会结构。股权结构、董事会结构与企业绩效的关系曾是国内外学术界研究的热门话题,成果丰硕但意见分歧。

首先,就股权结构与企业绩效的关系来看,学者们大多以上市公司为对象,研究股权集中度与企业绩效的关系以及股权结构内生性的问题。Berle & Means(1932)曾经认为,分散的股权结构会导致内部人控制,降低企业绩效。随着Jensen & Meckling(1976)经典论文的发表,越来越多的学者倾向于认为股权结构是非内生的,股权结构和企业绩效之间存在系统性的关联(Morck et al., 1988; McConnell & Servaes, 1990; Cho, 1998; Coles et al., 2012)。不过,也有学者持相反观点。Demsetz(1983)就认为,一个公司的股权结构应该是反映股东影响和股票市场交易的内生性结果,股权结构和企业绩效之间不存在系统性的关系。为此,Demsetz & Lehn(1985)以及Demsetz & Belen(2001)还做了实证研究,提供了数据上的支持。在国外学者研究的基础上,我国学者实证检验了不同条件下股权结构与企业绩效的关系,普遍认为股权结构与企业绩效存在相关性(孙永祥和黄祖辉, 1999; 刘芍佳等, 2003; 陈德萍和陈永圣, 2011)。其中,一些学者从第一大股东持股(李维安和李汉军, 2006)、政府控股(曹廷求等, 2007)以及国有控股(林莞娟等, 2016)等角度探讨了股权结构对企业绩效的影响,发现第一大股东持股比例和政府、国有控股比例与企业绩效存在相关性。

其次,就董事会结构与企业绩效的关系来看,学术界主要围绕董事会内外部董事比例进行探讨。外部董事的作用在于监督和咨询(Coles et al., 2008),内部董事的作用在于向外部董事传递企业专用信息(Jensen, 1993)和制定战略(Lipton & Lorsch, 1992)。基于资源依赖理论和委托代理理论的研究曾经认为,在一定条件下,增大外部董事的比例有利于提高企业绩效(Jensen & Meckling, 1976),但制度学者则认为增加外部董事不会带来更好的企业绩效(DiMaggio & Powell, 1983)。更多的学者提出,在董事会规模一定的情况下,内外部董事应根据监督和咨询的成本与收益保持一个平衡的比例(Lehn et al., 2009)。董事会作为解决企业代理问题的工具(Jensen, 1993; Hermalin & Weisbach, 2003),其构成在一定程度上会影响企业绩效。也就是说,董事会结构与企业绩效之间存在相关关系(Yermack, 1996; Claessens et al., 2002; Raheja, 2005)。不过,也有学者认为董事会结构的形成是股东和管理层讨价还价的产物,具有动态内生性,董事会结构与企业绩效不相关(Davidson & Rowe, 2004)。国内学者还进一步探讨了中国情境下董事会结构与企业绩效的关系,认为两者之间存在相关关系(于东智和池国华, 2004)。也有的学者提出,由于外部董事与管理层存在或强或弱的社会关系,并且存在信息不对称,外部董事很难发挥真正的作用(叶康涛等,

^① 企业代理问题是指在企业合约关系中,拥有信息优势的代理人偏离委托人目标追求自身利益最大化,包括道德风险和逆向选择。威廉姆森将其称为机会主义,不过机会主义行为还包括说谎、欺骗和偷盗等(Williamson, 1993)。

2011)。此外,还有一些学者从执行董事与非执行董事(陆正飞和胡诗阳,2015)、行政型董事和经济型董事(曲亮等,2016)等角度研究了董事会结构对企业绩效的影响,认为非执行董事占比和行政型董事占比与企业绩效存在相关性。

上述研究存在的不足在于:第一,普遍地以一般上市公司、国有或民营企业、中小企业为样本,没有考虑到混合所有制企业的特殊性,且缺乏对混合所有制企业相对清晰的定义;第二,较少考虑股东和董事的真实属性,忽略了由于实际控制人的存在而导致的股东和董事的名义属性与真实属性不完全一致的问题;第三,只分别考察股权结构或董事会结构对企业绩效的影响,或者将股权和控制权的影响视为对等,没有考虑股权和控制权作用不一致的现象;第四,主要针对股权或(和)控制权与企业绩效的关系,缺乏对最优股权占比或比例区间的探索;第五,侧重于描述性统计分析,缺乏针对我国现实情境的推进混改的对策建议。

为弥补以上不足,本文从沪深交易所上市公司中选取了217家具有央企背景的混合所有制性质上市公司为样本,利用公开披露数据和手工搜集数据,综合考察股权结构和董事会结构与企业绩效的关系,并对国有股东和非国有股东的最优持股比例或区间进行初步探索,以期对混合所有制企业改革提供新的理论依据和改革思路。

三、理论分析和研究假设

根据路径依赖理论,股东对企业的影响取决于企业形成的初始条件和演化路径(刘汉民和康丽群,2013)。对混合所有制企业来说,国有股东和非国有股东对企业绩效的影响及其程度取决于混合前的状况及其混合后的变动。企业若形成混合所有的股权结构,异质性资本的引入会影响股东对企业利润的期望值以及企业获取利润所需承担的风险,进而影响企业价值(Catherine & Aidan, 1985)。根据现金流折现法,如果股东期望每个阶段都能得到稳定的利润 π ,企业需承担的风险为 r ,则可以估算混合所有制企业的价值(EV)^①为: $EV = \pi/r$ 。

央企是指国务院国资委直接监管的国有企业。截至2016年5月,央企总数为106家。相比于地方国企,央企“盘子大,底子足”,是国家控制重要行业和关键领域的主要形式,央企的经济实力占据了全部国有企业的半壁江山,而央属上市公司又是央企的中坚。具有央企背景的混合所有制上市公司,通常需对政府发出的行政信号和市场发出的价格信号做出反应(武常岐和张林,2014),即兼顾社会目标和绩效目标。国有股东和非国有股东往往有不同的利益诉求,一般而言,国有股东更倾向于社会目标,即增加社会产出^②(S),国有股占比(TGS)越多,社会产出增加越多: $\partial S/\partial TGS > 0$ 。

根据Catherine & Aidan(1985)的研究,企业利润(π)增加,社会产出(S)减少: $\partial \pi/\partial S < 0$ 。由此: $\partial \pi/\partial TGS = (\partial \pi/\partial S)(\partial S/\partial TGS) < 0$ 。

国有股东在企业中主要充当国家的代理者,在一定程度上代表了国家的利益。政府对企业的投资往往会释放积极的信号(Catherine & Aidan, 1985)。实际上,政府对企业提供的转移支付和减免税等扶持政策也会释放积极信号,提供隐性担保,进而降低企业获取一定利润所需承担的风险(r),如减少企业破产概率。不过,随着时间的推移,其作用是边际递减的。从而: $\partial r/\partial TGS \rightarrow 0$ 。据此可得: $\partial EV/\partial TGS = \{r(\partial \pi/\partial TGS) - \pi(\partial r/\partial TGS)\}/r^2 < 0$ 。

① 企业价值为每年现金流的贴现值, $EV = \sum_{t=0}^n \pi_t/(1+r_t)^t$, $\pi_t = TR_t - TC_t$,如果 $n \rightarrow \infty$,则 $EV = \pi/r$, π 、 r 均为期望值;一般情况下(破产清算除外),债权人难以对企业正常经营及决策产生影响,且其回报固定,因此,可以把企业价值视为股东价值。

② 此处所说的社会产出有别于国民经济统计中的社会产出,是指企业为实现社会目标而从事的生产或服务的产出,如吸纳就业人员、稳定物价等。

非国有股东的逐利天性抑制企业承担政策性负担(武常岐和张林 2014),更倾向于绩效目标,即提高企业利润(π)。非国有股占比(TNGS)越多,企业利润提高越多: $\partial\pi/\partial TNGS > 0$ 。

央属混合所有制企业中,普遍存在控股股东或者是对公司决策有重大影响的大股东,大多数是国有控股企业,简单地引入非国有股份,形式上股权多元化了,但由于相应的制度没有改变,导致非国有股难以发挥应有的作用,形成股权虚置。存在唯一大股东的股权结构对企业的经营和发展是不利的,控股股东或者大股东容易通过绝对或者相对的控制权谋取私人收益(孙永祥和黄祖辉, 1999)。事实上,国有控股股东或大股东往往利用控制权侵害非国有股东的合法权益,在非国有股东缺乏制衡能力的情况下,非国有股引入越多,利润(π)增加越少。因此: $\partial\pi/\partial TNGS < 0$ 。

央属混合所有制企业大多处于重要行业和关键领域,一般存在既得利益集团。而非国有资本的力量弱小(李建标等 2016),其形式上的参与难以引起企业风险(r)的较大变化,即: $\partial r/\partial TNGS \rightarrow 0$ 。据此可得: $\partial EV/\partial TNGS = \{r(\partial\pi/\partial TNGS) - \pi(\partial r/\partial TNGS)\}/r^2 < 0$ 。

根据上述,本文提出以下假设:

H1: 在央属混合所有制企业中,降低前五大股东中国有股占比会提高企业绩效,而过多提高前五大股东中非国有股占比并不会提高企业绩效。

国有企业作为国家宏观调控的工具之一,在一定程度上被赋予了更多的政治目标(武常岐和张林 2014)。由于制度惯性和既得利益集团的存在,引入非国有资本所形成的央属混合所有制上市公司短期内不能破除路径依赖。董事会作为企业实现目标的监督和控制机构(于东智 2004),其职能的发挥影响目标(社会目标和绩效目标)的实现程度。根据董事性质的差异,混合所有制上市公司的董事会通常由三种董事构成:国有董事、非国有董事和独立董事。如果把国有董事与非国有董事视为内部董事,那么独立董事则为外部董事。相较于外部独立董事,内部董事更能满足公司的治理需求:一方面,内部董事一般与其举荐方会形成相对稳定的利益联盟,出于对自身利益的维护,内部董事更有动机去监管公司的经理层;另一方面,内部董事作为股东与经理层互通的桥梁,在某些情况下可以减少和缓解第一类代理问题——股东与经营者的冲突(见图 1)。

基于 Williamson(1963)提出的经理效用(managerial utility)模型,经理效用函数包括薪酬(W)和“剩余”(α)。薪酬主要取决于企业目标的实现程度,即社会产出(S)和企业利润(π),“剩余”仅取决于社会产出 S 或企业利润 π : $U = U\{W(\pi, S), \alpha\}$ 。

国有股东委派的国有董事对实现社会目标的监控为 m_s ,非国有股东委派的非国有董事对实现绩效目标的监控为 m_π ,国有董事占比越大,监控效应越强,社会产出越多,社会目标实现程度越高,即 $\partial WS/m_s > 0$;同理, $\partial W\pi/m_\pi > 0$ 。董事会的监控可分为三种情况:第一,若无非国有董事的监控 m_π ,经理层不会倾向于提高企业利润 π ,此时国有董事的监控 m_s 若较强,“剩余” $\alpha = \alpha_1$,若较弱,“剩余” $\alpha = \alpha_1'$;第二,若有非国有董事的监控 m_π ,经理层则会倾向于提高企业利润 π ,此时国有董事的监控 m_s 若较强,“剩余” $\alpha = \alpha_2$,若较弱,“剩余” $\alpha = \alpha_2'$;第三,若国有董事的监控 m_s 和非国有董事的监控 m_π 同时加强,则经理层会在致力于提高企业利润 π 的同时增加社会产出 S ,此时两者达到最优水平,“剩余” $\alpha = \alpha_3^*$ (如图 2 所示)。图 2 中效用无差异曲线(ICM)表示经理层的薪酬 W 和剩余 α 组合时经理层的效用,曲线 S 表示国有董事的监控强度,效用无差异曲线(ICM)的平缓程度表示非国有董事的监控强度。

综合上述分析,国有董事和非国有董事作用的发挥有助于减少经理层的“剩余”,降低监控成本,提高企业社会目标和绩效目标的实现程度,从而增加企业价值。虽然国有董事出于对自身政治地位的考虑,在某些情况下可能将政治目标内化在公司经营过程中,弱化其对企业绩效提高的正向作用,但过多减少国有董事数量和占比,在目前和未来相当一段时间内可能会由于监督失衡和“内部人控制”而导致国有资产流失和效率损失。因此,国有董事还需要保持一定比例,以便充分发挥

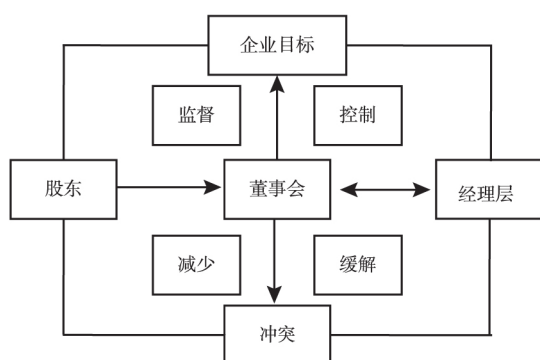


图1 董事会与经理层的关系

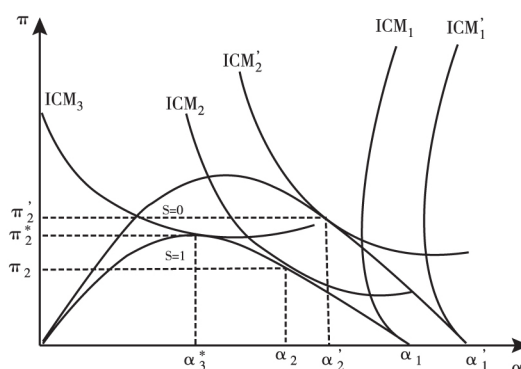


图2 混合所有制企业董事会监控对经理层效用的影响

其监控作用。据此,本文提出以下假设:

H2: 在央属混合所有制企业中,提高非国有董事占比会提高企业绩效,而过多降低国有董事占比并不会提高企业绩效

四、研究设计

(一) 样本来源与数据处理

本文选取2016年央属混合所有制性质的沪深公开上市公司作为研究对象。手工收集了央属所有上市公司的企业绩效、股权结构和董事会结构信息,剔除了各变量数据缺失的公司样本,最终获得217个公司样本。数据收集、判断和筛选过程为:(1)从国资委官网上收集106家央企所有上市公司的信息;(2)从上交所和深交所中查找这些公司的股权结构和董事会结构,统计前五大股东的股权比例,并根据上市公司的年报、公告和持股公司的信息判断持股股东的股权性质,剔除前五大股东中全部为国有股的上市公司;(3)统计董事会总人数,并根据董事的任职情况、职业经历等判断是国有董事还是非国有董事;(4)从上交所和深交所中查找出这些上市公司所属行业,结合CSMAR数据库中的行业代码,将其分为公益类和商业类,分别赋值0和1;(5)从CSMAR数据库中下载这些公司的Tobin Q值,并对其进行取自然对数处理。

(二) 研究模型与变量定义

根据前人的研究(Demsetz 2001),本文使用以下模型,并采用了滞后一年的股权结构变量和董事会结构变量以控制股权结构(徐莉萍等 2006)和董事会结构的内生性(Davidson & Rowe 2004):

$$Tobin Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TGS_{i,t-1} + \alpha_2 TNGS_{i,t-1} \alpha_3 GEP_{i,t-1} + \alpha_4 NGE_{i,t-1} + \alpha_5 Control_{i,t} + u_i \quad (1)$$

$$Tobin Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TGS_{i,t-1} + \alpha_2 TNGS_{i,t-1} \alpha_3 Control_{i,t} + u_i \quad (2)$$

$$Tobin Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 S1_{i,t-1} + \alpha_2 TNGS_{i,t-1} \alpha_3 Control_{i,t} + u_i \quad (3)$$

$$Tobin Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GEP_{i,t-1} + \alpha_2 NGE_{i,t-1} \alpha_3 Control_{i,t} + u_i \quad (4)$$

利用模型(1)和模型(2)来检验H1,即国有股占比、非国有股占比对企业绩效的影响及相应的影响程度,利用模型(1)和模型(4)来检验H2,即国有董事占比、非国有董事占比对企业绩效的影响及相应的影响程度。第一大股东的持股比例(S1)与国有股占比(TGS)的相关系数为0.7905,说明两者之间有很强的相关关系。因此,在模型(3)中,用第一大股东的股权占比(S1)代替国有股占比(TGS),进一步说明国有股占比对企业绩效的具体影响。央企上市公司涉及不同的行业,其市场竞争环境以及国家政策等存在差异,因此,本文在上述模型中用行业分类(IND)来控制企业的特征。各变量的定义见表1。

表 1 变量定义

变量	说明	具体定义
Tobin Q	企业绩效	托宾 Q 值的自然对数
TGS	国有股占比	前五大股东中国有股东的股份比总和
TNGS	非国有股占比	前五大股东中非国有股东的股份比总和
GEP	国有董事占比	国有董事总人数/董事会总人数
NGEP	非国有董事占比	非国有董事总人数/董事会总人数
S1	第一大股东	第一大股东的持股比例
IND	行业分类	哑变量,商业类为 1,公益类为 0

五、数据分析与假设检验

(一) 描述性统计

表 2 是主要变量的描述性统计结果。其中, TGS 的均值为 0.4971, 最小值为 0.0440, 最大值为 0.9840; TNGS 的均值为 0.0845, 最小值为 0, 最大值为 0.8180; GEP 的均值为 0.5915, 最小值为 0.1429, 最大值为 0.7000; NGEP 的均值为 0.0279, 最小值为 0, 最大值为 0.4286, 说明前五大股东中国有股占比与国有董事占比、非国有股占比与非国有董事占比基本对等配置。也就是说, 股权和控制权是基本对等的。

表 2 主要变量的描述统计

变量	观测数	均值	中位数	标准偏差	最小值	最大值
Tobin Q	217	0.1572	0.1272	0.9633	-2.5061	2.3505
TGS	217	0.4971	0.4974	0.1512	0.0440	0.9840
TNGS	217	0.0845	0.0388	0.1135	0.0000	0.8180
GEP	217	0.5915	0.6250	0.0936	0.1429	0.7000
NGEP	217	0.0279	0.0000	0.0673	0.0000	0.4286
S1	217	0.4237	0.4295	0.1432	0.1218	0.8909

(二) 相关性分析

表 3 是主要变量间的 Pearson 相关系数。其中, Tobin Q 与 IND 的相关系数为 0.3144, 说明托宾 Q 值的自然对数与行业哑变量存在一定的正相关关系(故将其作为控制变量)。TGS 与 S1 的相关系数为 0.7905, 说明前五大股东中国有股占比和第一大股东持股存在很强的正相关关系, 即前五大股东中国有股占比高, 第一大股东持股比例高。TNGS 与 GEP 的相关系数为 -0.2318, 说明前五大股东中非国有股与国有董事占比存在一定的负相关关系。TNGS 与 NGEP 的相关系数为 0.3282, 说明前五大股东中非国有股占比与非国有董事占比存在一定的正相关关系。GEP 和 NGEP 的相关系数为 -0.6625, 说明两者之间存在较强的替代关系, 当国有董事占比高时, 非国有董事占比低。

(三) 回归结果分析

表 4 表示了回归模型中各变量对企业绩效的影响及其程度。就股权结构而言, 从模型(1)和模型(2)回归结果看, 前五大股东中国有股占比的降低对企业绩效具有显著的正向作用, 说明央属混合所有制企业现有的国有股占比过高, 不利于提高企业绩效; 非国有股虽对绩效目标有更高的追求, 但由于现实生活中可能存在为混改而混改的现象, 形式重于内容, 因而, 非国有股占比过多增长并不利于提高企业绩效。在模型(2)中, 只考虑股权结构变量对企业绩效的影响, 回归结果显示, 当非国有股占比与国有股占比增加相同的幅度, 所增加的非国有股占比会导致更低的企业绩效, 说

明现阶段央属混合所有制企业尚未形成完善的治理体系,非国有股不能有效发挥本身应有的促进作用,H1 得到验证。在模型(3)中,将前五大股东中国有股占比替换成第一大股东持股比例,此时第一大股东持股比例的系数为-1.8517,且在0.01的水平上显著,说明国有股占比对企业绩效的作用主要是通过第一大股东所持股份实现。

表 3 变量间的 Pearson 相关系数

	Tobin Q	TGS	TNGS	SI	GEP	NGEP	IND
Tobin Q	1.0000						
TGS	-0.2031 ***	1.0000					
TNGS	-0.1879 ***	-0.3286 ***	1.0000				
SI	-0.2544 ***	0.7905 ***	-0.0775	1.0000			
GEP	0.0374	0.0387	-0.2318 ***	-0.0341	1.0000		
NGEP	0.1448 **	-0.1705 **	0.3282 ***	0.0914	-0.6625 ***	1.0000	
IND	-0.3144 ***	-0.1226 *	-0.0859	0.0222	-0.0112	-0.0516	1.0000

注: ***, **, * 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平。

就董事会结构而言,从模型(1)和模型(4)的回归结果看,非国有董事占比的提高对企业绩效有显著的正向影响,说明非国有董事积极参与公司治理,有利于提高企业绩效;国有董事作用虽由于本身可能具有的政策性负担有所弱化,但其占比的过多减少并不利于提高企业绩效。在模型(4)中,只考虑董事会结构对企业绩效的影响,结果显示当国有董事占比与非国有董事占比增加相同的幅度,所增加的非国有董事占比会产生更好的企业绩效,说明董事会中非国有董事虽远少于国有董事,但其因具有专业化的能力而发挥了更好的监督控制作用,H2 得到验证。

表 4 各变量对企业绩效(Tobin Q)的影响

	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
	Tobin Q	Tobin Q	Tobin Q	Tobin Q
TNGS	-2.5862 *** (0.5654)	-2.1077 *** (0.5625)	-1.5532 *** (0.5234)	
TGS	-1.3725 *** (0.4116)	-1.6092 *** (0.4238)		
SI			-1.8517 *** (0.4133)	
NGEP	5.2033 *** (1.1859)			4.6982 *** (1.2022)
GEP	2.1905 *** (0.8263)			2.5854 *** (0.8634)
IND	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
N	217	217	217	217
R ²	0.2491	0.1804	0.2003	0.1602
Adj_R ²	0.2313	0.1688	0.1890	0.1484
Mean VIF	1.44	1.11	1.01	1.53

注: 括号中为标准差, ***, **, * 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平。

综合股权结构和董事会结构,从模型(1) — (4) 的回归结果看,一方面,董事会结构变量的系数绝对值大于相应股权结构变量的系数绝对值且均显著,说明控制权结构对企业绩效的作用比股权结构更大;另一方面,股权和控制权在基本对等配置的基础上,对企业绩效的作用不一致,说明在实践中,非国有股东易受国有控股股东的制约,而非国有董事受国有董事的制约较少,能有效发挥作用,促进企业绩效的提升。

(四) 稳健性检验

为了增强上述研究结论的可靠性,本文进行了稳健性检验。在模型(1) — (4) 中引入董事会规模(TE);按照惯例,在全样本中剔除了金融类公司;模型只考察处于竞争性行业的公司;模型取自变量和因变量同一时期的数据进行检验;模型在全样本中剔除了前五大股东持股总量 < 30% 的样本;模型只考察前五大股东中同质性股东持股总量与董事会成员比例的差异绝对值 ≤ 40% 的公司;模型中以市盈率(P/E ratio)代替Tobin Q 值;模型引入第一大股东持股与董事会结构变量的交乘项;模型选用2016—2017 年的数据并滞后一期;模型(41) — (44) 取自变量和因变量滞后二期的数据;模型处理样本中的异常值;模型合理考虑前五大股东全为国有或非国有的样本。从验证结果看,前述结论比较稳健。

六、进一步讨论

股东持股比例是股权和控制权配置的基本依据。股东持有的股份不仅具有激励作用,同时也具备约束和惩罚的功能(刘小玄和李寿喜,2007),从而为其参与公司经营和管理提供内在动力。学者们主要采用两种方法研究股东持股比例,一种是理论建模:Matsumura(1998)在混合寡头模型的基础上研究了国有企业民营化后国有股东的最优持股水平;殷军等(2016)在Matsumura(1998)的基础上,分析了1个国有企业和n个私有企业进行产量博弈时,国有企业中国有股东持股的最优比重。另一种是经验统计分析:刘小玄和李寿喜(2007)曾提出,对于国有混合股权企业,国有股占比在10%—50%,尤其是30%左右时,企业效率最高;郝阳和龚六堂(2017)系统分析了国有股东和民营股东参股对企业绩效的影响及作用机制,认为“混合所有”的股权结构有利于提高企业绩效;李维安和李汉军(2006)则认为,第一大股东持股比例越高,企业绩效越好,当第一大股东持股比例在20%—40%时,高管的股权激励作用更明显。

总的来说,学术界对股东最优持股比例并未取得一致的结论,因此无法给央属混合所有制企业持股比例的确定提供定量依据。从上面股权结构变量的描述性统计结果看,央属混合所有制企业的股东持股比例过于单一,并不利于企业长远发展。那么,混合所有制企业前五大股东持股比例如何分布才有利于提高企业绩效呢?本文在上述研究基础上,进一步探索央属混合所有制企业前五大股东中国有股占比、非国有股占比的最优区间,并对前述结论做进一步稳健性检验。

参考李维安和李汉军(2006),基本模型替换成:

$$Tobin Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TGS_{it-1}^2 + \alpha_2 NGS_{it-1}^2 + \alpha_3 Control_{it} + u_i \quad (5)$$

$$Tobin Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 S1_{it-1}^2 + \alpha_2 NGS_{it-1}^2 + \alpha_3 Control_{it} + u_i \quad (6)$$

利用模型(5) — (6) 来探索前五大股东中国有股占比、非国有股占比和第一大股东持股比例的最优点。其中, TGS^2 、 $TNGS^2$ 分别表示前五大股东中国有股占比、非国有股占比的平方, $S1^2$ 表示第一大股东持股的平方,各股权结构变量均取滞后一年的数据以控制股权结构的内生性(徐莉萍等,2006)。

表5显示了国有股、非国有股占比的最优点。其中的Coef.和_cons分别表示变量系数和常数项。模型(5) — (6) 的回归结果显示:各变量系数均为负,且显著性水平均不小于5%,说明前五大股东中国有股占比、非国有股占比以及第一大股东持股比例均存在最优区间。前五大股东中国有

股占比最优点为 11.74% ,非国有股占比最优点为 17.23% ,表明国有股东和非国有股东在比例适当的前提下 ,维持一定程度的均衡有利于企业绩效的提高。综合前人的研究和本文计算出的结果可以确定 ,前五大股东中国有股占比、非国有股占比在 10%—30% 时最优。

表 5 国有股、非国有股占比的最优点

	(5)				(6)			
		Coef.	_cons			Coef.	_cons	
TNGS	-2.8329*** (0.9943)	-4.7930	-0.4661	—	-2.1895** (0.9468)	-4.0559	-0.4831	—
		-0.8729	0.3948	0.1723		-0.3230	0.2506	—
TGS	-1.4060*** (0.4103)	-2.2148	-0.4661	—				
		-0.5972	0.3948	0.1174				
SI					-2.1042*** (0.4623)	-3.0156	-0.4831	—
						-1.1928	0.2506	0.1494

注: 括号中为标准差, **、*、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平; (53) 和 (54) 中第四列均从 $-(_cons/2 * Coef.)$ 计算得出; —表示现实中不可能存在的比例(绝对值接近 0 或大于 1)。

表 6 显示了前五大股东中国有股占比、非国有股占比最优区间为 10%—30% 的合理性。根据国有股占比、非国有股占比 10%—30% 的标准 ,从央属混合所有制企业中筛选至少符合 1 项、2 项、3 项的样本 ,进行描述性统计分析。结果表明 ,符合 1 项时 ,Tobin Q 的均值为 0.1489 ,标准差为 1.0465 ,与全样本中的 Tobin Q 各指标值差异不大; 符合 2 项时 ,Tobin Q 的均值 0.4370 ,为全样本均值的 2.78 倍 ,而标准差为 0.8838 ,低于全样本 ,说明前五大股东中国有股占比和非国有股占比符合最优时 ,企业发展较好 ,产业投资回报率较高; 符合 3 项时 ,Tobin Q 的均值 0.2564 ,为全样本均值的 1.63 倍 ,而标准差为 0.6379 ,不仅低于全样本 ,而且低于符合 1、2 项时的指标 ,说明前五大股东中国有股占比、非国有股占比及第一大股东持股均符合最优时 ,企业具有较好的股权结构 ,处于健康稳定发展阶段。可见 ,本文提出的前五大股东中国有股占比、非国有股占比的最优区间具有一定的合理性。

表 6 最优区间的合理性分析

变量	符合 1 项		符合 2 项		符合 3 项	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
Tobin Q	0.1489	1.0465	0.4370	0.8838	0.2564	0.6379
TGS	0.4162	0.1474	0.2774	0.0666	0.2456	0.0507
TNGS	0.1244	0.0866	0.1065	0.0810	0.1803	0.0552
SI	0.3336	0.1540	0.2214	0.0532	0.2223	0.0489

注: TGS、TNGS、SI 即为 3 项 ,任一项符合占比 10%—30% 则归为符合 1 项 ,以此类推。

七、结论与建议

由于股东主权的逻辑和一股一票规则的约束 ,目前我国的混合所有制企业改革在实践中遇到一定的困难。为了推进混改 ,提高企业绩效 ,本文以央属混合所有制性质上市公司为样本 ,探讨了股权结构、董事会结构和企业绩效的关系 ,试图为混合所有制改革提供新的思路 and 对策。本文的主要研究结论及推论如下:

第一 ,从股权来看 ,央属混合所有制企业前五大股东中国有股占比的降低会提高企业绩效 ,而前五大股东中非国有股占比的过多增加不会提高企业绩效。因此 ,降低国有股占比并在完善公司治理机制前提下 ,提高非国有股占比至最优区间 ,发挥非国有股的治理作用 ,可以提高企业绩效。

不过,在健全的公司治理机制形成并发挥作用前保持国有股的第一大股东地位更有利于企业健康运行。第二,从控制权来看,央属混合所有制企业中非国有董事占比的提高会提高企业绩效,而国有董事占比过多减少不会提高企业绩效。因此,只要提高非国有董事占比,适度^①降低国有董事占比,就可以提高企业绩效。第三,从股权和控制权的重要性来看,相比于股权结构,央属混合所有制企业中董事会结构对企业绩效的影响作用更大。也就是说,企业控制权的安排更为重要。因此,可以将改革重点放在控制权上,并通过对股权和控制权进行非对等配置提高企业绩效。

根据上述结论及推论,针对我国现阶段混合所有制企业改革的实际情况,提出深入推进混合所有制改革的对策建议如下:

首先,对于央属企业来说,股权过度集中的问题尚未根本解决,因此,稀释股权的改革要继续进行下去;不过,在国有股占比和非国有股占比达到最优区间前,应继续维持国有股的第一大股东地位。这是因为:国有大股东可以更方便地获取企业所需资源和能力,更有利于企业的可持续发展;同时,维持国有第一大股东地位可以减少改革阻力,避免国有股权稀释带来的国有资产流失嫌疑和指责。

其次,对于央属企业来说,国有董事占比过高的问题尚未引起足够重视,因此,国企混改应有意识地增加非国有董事占比;不过,在董事会总席位已定的情况下,应保持国有董事的一定比例。这是因为:增加非国有董事席位并让其分享控制权,固然可调动非国有资本参与混改的积极性,并提高企业经营绩效,但在治理机制不健全的情况下,保持一定的国有董事占比可以对非国有董事形成有效制衡,减少“内部人控制”等问题,加强对国有资产的保护。

再次,对于央属企业来说,股权结构和董事会结构都对企业绩效产生影响,但董事会结构的影响程度要大于股权结构。因此,混合所有制企业改革的重点是控制权安排,应在不改变国有股第一大股东地位的前提下,通过股权与控制权的非对等配置让渡部分控制权给非国有董事,甚至可以随着公司治理机制的逐步完善,让非国有董事拥有董事会多数席位。这种制度安排的好处是:一方面,充分考虑了现阶段我国的现实国情和社会的承受能力,可以避免争论,深入推进混合所有制改革;另一方面,有利于吸引非国有资本参与混改,充分发挥和利用非国有股东及其董事熟悉市场、善于经营、条框约束少的优势,有利于提高企业绩效。

此外,要加强企业混改的制度环境建设。尽管 Fama(1980) 早就提出不能把资本所有权和企业所有权混为一谈,刘汉民(2002) 也曾界定了资本所有权和企业所有权,但在所谓的“匹配”逻辑支配下,人们把资本所有权和企业控制权的对等配置看作是天经地义的,股东选举董事会成员的“一股一票”原则受到法律的严格保护。实际上,在公司治理实践中,很多经营良好的企业并未遵循匹配逻辑和一股一票原则,远的有欧洲大陆绝大部分国家的企业(如德国的西门子),近的有新加坡的国有企业(如淡马锡控股)。甚至在中国大陆,近年也出现了所有权和控制权非对等配置引起控制权竞争的现象(如鄂武商和深万科等)。这就要求人们及时转变观念,尽快达成共识,并站在企业的角度及时调整和完善法律法规。只要有利于企业发展和绩效提高,控制权不一定要和所有权完全对等配置。

总之,随着创新创业企业的增多和新兴产业的兴起以及社会环境的变化,尽管“同股同权”、“一股一票”原则仍然受到追捧,但所有权与控制权的非对等配置越来越流行,并成为大势所趋。在此背景下,央属企业,乃至所有国有企业,应根据自身条件有选择地实行所有权与控制权的非对等配置,一方面有利于企业获取和利用各种社会资源,提高企业的盈利和竞争能力,另一方面可以在增加投资者回报的同时,大大减少企业的治理成本,缓解代理问题。

^① 适度是指根据公司的具体情况,结合国有股占比和第一大股东持股的最优区间酌情降低。

参考文献

- 曹廷求、杨秀丽、孙宇光 2007 《股权结构与公司绩效: 度量方法和内生性》,《经济研究》第 10 期。
- 陈德萍、陈永圣 2011 《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》第 1 期。
- 郝阳、龚六堂 2017 《国有、民营混合参股与公司绩效改进》,《经济研究》第 3 期。
- 李海英、李双海、毕晓方 2017 《双重股权结构下的中小投资者利益保护——基于 Facebook 收购 WhatsApp 的案例研究》,《中国工业经济》第 1 期。
- 李建标、王高阳、李帅琦、殷西乐 2016 《混合所有制改革中国有和非国有资本的行为博弈》,《中国工业经济》第 6 期。
- 李维安、李汉军 2006 《股权结构、高管持股与公司绩效——来自民营上市公司的证据》,《南开管理评论》第 5 期。
- 林莞娟、王辉、韩涛 2016 《股权分置改革对国有控股比例以及企业绩效影响的研究》,《金融研究》第 1 期。
- 刘汉民 2002 《所有制、制度环境与公司治理效率》,《经济研究》第 6 期。
- 刘汉民、郝英奇、易余胤、杨纯玲 2006 《基于复杂系统的公司治理》,《中国工业经济》第 2 期。
- 刘汉民、康丽群 2013 《公司治理的路径演化和路径选择》,《中国工业经济》第 12 期。
- 刘芍佳、孙霁、刘乃全 2003 《终极产权论、股权结构及公司绩效》,《经济研究》第 4 期。
- 刘小玄、李寿喜 2007 《转轨过程中混合股权公司的相对效率——中国电子电器制造业 2000—2004 经验数据分析》,《世界经济文汇》第 1 期。
- 陆正飞、胡诗阳 2015 《股东—经理代理冲突与非执行董事的治理作用——来自中国 A 股市场的经验证据》,《管理世界》第 1 期。
- 曲亮、谢在阳、郝云宏、李维安 2016 《国有企业董事会权力配置模式研究——基于二元权利耦合演进的视角》,《中国工业经济》第 8 期。
- 孙永祥、黄祖辉 1999 《上市公司的股权结构与绩效》,《经济研究》第 12 期。
- 王甄、胡军 2016 《控制权转让、产权性质与公司绩效》,《经济研究》第 4 期。
- 武常岐、张林 2014 《国企改革中的所有权和控制权及企业绩效》,《北京大学学报》第 5 期。
- 徐莉萍、陈工孟、辛宇 2005 《控制权转移、产权改革及经营绩效之改进》,《管理世界》第 3 期。
- 徐莉萍、辛宇、陈工孟 2006 《股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响》,《经济研究》第 1 期。
- 杨记军、逯东、杨丹 2010 《国有企业的政府控制权转让研究》,《经济研究》第 2 期。
- 叶康涛、祝继高、陆正飞 2011 《独立董事的独立性: 基于董事会投票的证据》,《经济研究》第 1 期。
- 殷军、皮建材、杨德才 2016 《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》第 1 期。
- 于东智、池国华 2004 《董事会规模、稳定性与公司绩效: 理论与经验分析》,《经济研究》第 4 期。
- 于东智 2004 《董事会与公司治理》,清华大学出版社。
- 张维迎 1995 《企业的企业家—契约理论》,上海人民出版社。
- 张维迎 1996 《所有制、治理结构及委托—代理关系—兼评崔之元和周其仁的一些观点》,《经济研究》第 9 期。
- 郑志刚、邹宇、崔丽 2016 《合伙人制度与创业团队控制权安排模式选择——基于阿里巴巴的案例研究》,《中国工业经济》第 10 期。
- Aghion, P., and P. Bolton, 1992, “An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting”, *Review of Economic Studies*, 52, 647—663.
- Berle, A. A., and G. C. Means, 1932, “The Modern Corporation and Private Property” Harcourt, Brace, & World, New York.
- Catherine, C., and R. Aidan, 1985, “Elements of A Theory of Mixed Enterprise”, *Scottish Journal of Political Economy*, 32(1), 82—94.
- Cho, M. H., 1998, “Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 47, 103—121.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang, 2002, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *The Journal of Finance*, 11, 2741—2771.
- Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen, 2008, “Boards: Does One Size Fit All?”, *Journal of Financial Economics*, 87, 329—356.
- Coles, J. L., M. L. Lemmon, and J. F. Meschke, 2012, “Structural Models and Endogeneity in Corporate Finance: the Link between Managerial Ownership and Corporate Performance”, *Journal of Financial Economics*, 103, 149—168.
- Davidson, W., And W. Rowe, 2004, “Intertemporal Endogeneity in Board Composition and Financial Performance”, *Corporate Ownership and Control*, 1(4), 49—60.

- Demsetz, H. , 1983, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm" , *Journal of Law and Economics* , 26 , 375—390.
- Demsetz, H. , and K. Lehn , 1985, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences" , *Journal of Political Economy* , 93 , 1155—1177.
- Demsetz, H. , and V. Belen , 2001, "Ownership Structure and Corporate Performance" , *Journal of Corporate Finance* , 7 , 209—233.
- DiMaggio, P. J. , and W. W. Powell , 1983, "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields" , *American Sociological Review* , 48 , 147—160.
- Easterbrook, F. H. , and D. R. Fischel , 1991, "The Economic Structure of Corporate Law" , Cambridge: Harvard University Press.
- Fama, E. F. , 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm" , *The Journal of Political Economy* , 88(2) , 288—307.
- Fama, E. F. , and M. Jensen , 1983, "Seperation of Ownership and Control" , *Journal of Law and Economics* , 26 , 301—325.
- Grossman, S. , and O. Hart , 1986, "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration" , *Journal of Political Economy* , 94(4) , 691—719.
- Hart, O. , and J. Moore , 1990, "Property Rights and Nature of the Firm" , *Journal of Political Economy* , 98(6) , 1119—1158.
- Hart, O. , 2001, "Financial Contracting" , *Journal of Economics Literature* , 39(4) , 1079—1100.
- Harris, M. , and A. Raviv , 1989, "The Design of Securities" , *Journal of Financial Economics* , 24 , 203—234.
- Hermalin, B. , and M. Weisbach , 2003, "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature" , *Federal Reserve Bank of New York Policy Review* , 9 , 7—26.
- Jensen, M. , 1993, "The Modern Industrial Revolution , Exit , and the Failure of Internal Control Systems" , *Journal of Finance* , 48 (3) , 831—880.
- Jensen, M. , and W. Meckling , 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure" , *Journal of Financial Economics* , 3 , 305—360.
- Lehn, K. , S. Patro , and M. Zhao , 2009, "Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935—2000" , *Financial Management* , 38(4) , 747—780.
- Lipton, M. , and J. Lorsch , 1992, "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance" , *Business Lawyer* , 48(1) , 59—77.
- Matsumura, T. , 1998, "Partial Privatization in Mixed Duopoly" , *Journal of Public Economics* , 70(3) , 473—483.
- McConnell, J. J. , and H. Servaes , 1990, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value" , *Journal of Financial Economics* , 27 , 595—612.
- Means, G. C. , 1931, "The Separation of Ownership and Control in American Industry" , *The Quarterly Journal of Economics* , 46(1) , 68—100.
- Morck, R. , A. Shleifer , and R. W. Vishny , 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis" , *Journal of Financial Economics* , 20 , 293—315.
- Raheja, C. , 2005, "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards" , *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 40(2) , 283—306.
- Ross, S. A. , 1973, "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem" , *The American Economic Review* , 62(2) , 134—139.
- Williamson, O. E. , 1963, "Managerial Discretion and Business Behavior" , *The American Economic Review* , 53(5) , 1032—1057.
- Williamson, O. E. , 1993, "Opportunism and its Critics" , *Managerial and Decision Economics* , 14 , 97—107.
- Yermack, D. , 1996, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors" , *Journal of Financial Economics* , 40 (2) , 185—211.

The Allocation Logic of Equity Ownership and Control Rights from Equivalence to Non-equivalence: An Empirical Test of Listed Companies with Mixed-ownership under the Supervision of SASAC

LIU Hanmin , QI Yu and XIE Xiaoqing

(Management School , Jinan University)

Summary: The reform of China's mixed ownership enterprises is on the horns of a dilemma: on the one hand , the state-owned shareholders still occupy the dominant position of control rights , which weakens the ability of heterogeneous shareholders to participate in corporate business; on the other hand , the one-share-one-vote rule results in corporate control subject to ownership and thus , the reform of mixed ownership enterprises is difficult to go deeply. Under this circumstance , how to arrange corporate control rights in order to make mixed ownership reform deepen and improve corporate performance?

There are two approaches about arrangements of control rights: one is the logic of equivalence , which argues that the arrangement of control rights should be consistent with equity structure , abiding by the role of one-share-one-vote. The other is the logic of non-equivalence , which argues that the arrangement of control rights can be separated from equity structure and need not to abide by the rule of one-share-one-vote. Most scholars , e. g. , Grossman & Hart (1986) , Hart & Moore (1990) , Harris & Raviv (1989) , follow the first approach. Some other scholars , e. g. , Choi (2015) , based on the practice of non-equivalent allocation between equity and control , rethink the logic of equivalence and put forward the idea of non-equivalent allocation between equity and control. But , for a company with both state-owned shares and non-state-owned shares , how to arrange control rights can it improve corporate performance? In other words , is it essential for mixed ownership enterprises to follow the role of one-share-one-vote? To solve this problem , we should demonstrate with sufficient empirical data that how and in what degree the allocation of equity and control affects corporate performance.

By using the data of corporate performance , equity structure and board structure in all listed companies under SASAC , State Council , and by controlling the industry classification , this paper investigates the correlation of equity structure , board structure and firm performance. In order to avoid the endogenous issue raised by Demsetz & Lehn (1985) as well as Davidson & Rowe (2004) , we use the data that one year lag of equity structure and board structure.

The study finds that: (a) reducing the proportion of the first five largest state-owned shares is conducive to improving firm performance , but increasing the proportion of the first five largest non-state-owned shares too many is not conducive to improving firm performance; (b) increasing the proportion of state-owned directors is conducive to improving firm performance , but reducing the proportion of state-owned directors too many is not conducive to improving firm performance. And compared with equity structure , the board structure has a greater effect on firm performance. Based on the above , the paper explores the best range of the proportion of state-owned and non-state-owned shares , and proposes approaches and suggestions about the reform of mixed-ownership enterprise through transfer or sharing of control rights , under the premise of unchanging the controlling status of state-owned shares.

The main contributions of this paper are as follows: First , it scrupulously founded true attributes of shareholders and directors by judging the actual controller of the company; second , it examined the correlation between equity structure , board structure and firm performance , tested the different effects of equity and control on firm performance , and demonstrated the logical rationality of non-equivalent allocation between equity and control; third , it preliminarily explored the optimal interval proportion of the top five state-owned shareholders and non-state-owned shareholders , and provided a quantitative basis for deepening mixed ownership enterprises reform; last , it put forward some countermeasures and suggestions for the reform of mixed ownership enterprises.

Keywords: Mixed Ownership; SOEs Reform; Corporate Governance; Firm Performance

JEL Classification: G32 , M10

(责任编辑: 林 一) (校对: 曹 帅)