

私人资本参与、政策稳定性与 混合所有制改革的效果

李红阳 邵 敏*

摘 要 本文运用 1998—2007 年中国工业企业数据和倾向得分匹配法,对国有企业引入私人资本的效果以及政策稳定性对保障混合所有制改革的效果的作用进行实证检验。研究发现在保留控制权的情况下引入私人资本仍能显著改善国企利润率,这一改善作用存在滞后性和持续性,但引入国内私人资本效果比外资更明显。较强的政策稳定性有助于改善国企的经营表现,而较强的政策不确定性会严重恶化引入外资的国企的利润率,对引入国内私人资本的国企的影响则不明显。

关键词 混合所有制改革,私人资本,政策稳定性

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2019.03.08

一、引 言

混合所有制经济是在新形势下探索公有制经济和市场经济相结合有效形式的重要路径,是国有企业改革深化和实现经济转型的客观要求。目前关于混合所有制改革的问题,已成为学术界的焦点,关于混合的原因、混合所有制的股权结构、优序选择问题等研究层出不穷(郝云宏和汪茜,2015;等等)。根据股权特征,混合所有制企业通常可以分为国有控股企业(国有绝对控股企业、国有相对控股企业)与国有参股企业。但混合所有制并非简单的股权混合,而是要促进国有企业转换经营机制,提高国有资本配置效率,实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。

2015年,中国政府公布了《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》和《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》,明确指出中国将推动重要行业国有企业的混合所有制改革、鼓励非国有资本投资者以参

* 李红阳,首都经济贸易大学经济学院;邵敏,南开大学经济学院。通信作者及地址:李红阳,北京市丰台区花乡张家路口121号,电话:13717666420;E-mail:lihongyanglhy@126.com。作者感谢国家自然科学基金青年项目(71903135、71803017)、国家社科基金一般项目(17BJL109)、首都经济贸易大学新教师启动基金的资助。感谢匿名审稿人提出的宝贵意见,文责自负。

与股权投资的方式重组国有企业、进一步放宽外资的投资准入,积极发展混合所有制经济。截至 2007 年,1998 年存在的国有企业中的 80% 已经被关闭或私有化 (Hsieh and Song, 2015)。国有企业引入私人资本是否有效已成为当前中国深化国有企业改革和发展混合所有制经济的关键问题。

绝大多数国有企业存在以下问题:公司治理中缺少激励机制、长期面临预算软约束 (Kornai *et al.*, 2003) 等。然而,大量研究证实,私有制企业在中国公司治理中却具有更有效的激励机制和监管体系,更高的财务透明度等相对优势。中国的国有企业可以引入私人资本、加速失灵经济体的退出、释放能够生存的国有企业的全部潜力。其中,私有化向外资开放是吸引外国资本的一个比较好的方式,而外资例如跨国公司在私有化中通常非常重要 (Norbäck and Persson, 2004)。伴随着国有企业改革,中国逐步加快了对外开放的步伐,同时也面临更为激烈的外资竞争,引入外资有利于形成具有国际竞争力的跨国企业,以便利化中国国有企业的海外投资,实现开拓国际市场的战略目标。因而,我们有必要更加充分地认识国有企业引入私人资本,尤其是外资的效果。

目前国内关于国有企业改革的研究主要分为以下两类:一类文献聚焦国有企业改制的动因,并从动因出发探寻地区间竞争、地方财政收入的影响以及政府是否要放弃国企产权等 (林毅夫和李志赞, 2004; 林毅夫和刘培林, 2001)。另一类文献则关注中国国有企业民营化对企业经营绩效的影响,包括改制企业与未改制企业的比较、企业改制前与改制后的绩效比较及不同改制模式的绩效比较 (陆挺和刘小玄, 2005; 宋立刚和姚洋, 2005; 郝大明, 2006)。

值得注意的是,已有研究均局限于传统的国企改革视角而未能着重考察外部人在改制中对国有企业的影响。如刘小玄和李利英 (2005) 考察改制变量即资本股权结构、持股结构和发起者等对于企业净产值的影响,考虑了港澳台资本和外商投资资本及持股结构,发现其具有显著积极作用,但并未进行展开分析。据我们所知,仅郝大明 (2006) 采用山东省工业企业截面数据考察国企改制效率时,发现引入能够对行政干预行使有效制衡的投资主体降低国家资本的比重,可有效提高改制效率,而外国投资者和港澳台投资者似乎是首选。

已有关于混合所有制改革的研究主要关注混合所有制企业即国有资本占比小于 100% 且大于 0 的企业,或实施了混合所有制改革的企业,即国有、集体资本控股的企业通过增加非国有资本实现了非国有资本控股 (控股代表该类型资本比例超过 50%)。第一类研究着重回答了混合所有制改革的有效路径 (余菁, 2014) 与优序选择问题 (郝云宏和汪茜, 2015; 陈林, 2018)。第二

类研究着重回答了混合所有制对竞争类企业利润率（马连福等，2015）、混改对自然垄断和竞争性企业生产率（陈林，2018）、混改后的股权混合度或终极控制权对企业创新的影响等问题（马红和侯贵生，2019；陈林等，2019）。已有研究强调混合主体多样性或实际控制权的转变、重点对比国有资本和非国有资本的差别，少数文献考虑了外资优于民营资本的制衡作用。但鲜有研究细致评估，在保持国有资本控股的情况下，100%的国有企业分别引入外资和民营资本进行股权混合的实际效果以及保障效果发挥的重要影响因素。在这一背景下本文确立了文章的选题。与此同时，中国国企改革的过程中，还伴随着经济和政治环境的变化。稳定的政策环境有助于减少政府干预，促进国有企业与私人资本重组。反之，则可能会弱化混合所有制改革的效果。

本文最终选取1998—2007年所有国有企业作为研究样本，主要有三点原因。第一，2007年以后数据存在客观缺陷。上述提及的陈林（2018）、陈林等（2019）等文献是基于1998—2008年或1998—2009年的工业企业数据研究了混合所有制改革的相关问题，但2008—2010年仅包含年销售额500万以上的国有企业且2010年数据存在严重错误和缺失。2008—2010年未包含当年折旧的变量信息、2011—2013年的数据并未包含直接的中间品投入值和增加值导致亦无法采用OP法计算TFP。此外，2008年、2009年缺少关于实收资本构成的信息，无法判别本文的关键信息是否引入私人资本。第二，对于混合所有制改革研究来说，1998—2007年这段时间具有研究代表性。1997年国有企业亏损最为严重，为扭亏为盈，1998年现代企业制度改革开始提速，2000年前后，通过“抓大放小”的总原则，允许中小国有企业通过产权交易引入私人资本、大型国有企业通过重组“做大做强”，2005年的股权分置改革通过解禁非流通的国有股权，促使更多国有企业股权结构多元化，进一步促进了混合所有制经济的发展。随后十七大、十八届三中全会和十九大多次明确要发展混合所有制经济，其核心同样强调，同一企业中不同资本混合经营与多种混合所有制企业共同发展。第三，本文未选用上市公司数据，因为上市本身就是一个选择过程。只有业绩好的大规模企业才能进入样本，缺乏对照组。因此，根据研究需要，本文选取1998—2007年所有国有企业作为研究样本。

本文考察三个问题：第一，国有企业引入私人资本进行混合所有制经营会改善企业绩效吗？第二，引入外资和引入国内私人资本的混合所有制效果哪个更好？第三，哪些因素导致了引入外资和引入国内私人资本的国有企业的表现存在差异？考虑到中国政府希望通过改革实现国有企业的自我完善，而不是要搞全盘私有化，为了更好地识别改制的国有企业，本文的样本限定为可识别的部分引入私人资本的国有企业，考察的问题是在国家未失去控制

权情况下的混合所有制企业,引入国外资本和国内私人资本对经营表现的影响及政策稳定性对该影响效果的作用。

本文在以下四个方面弥补了已有文献的不足:第一,以对比国有企业利用外资和国内私人资本对目标企业绩效的影响的视角考察国有企业的部分私有化,不仅弥补了早期对外资参与混合所有制经营研究的空白,还为中国调整外资政策提供了重要支撑。与此同时,本文对国有企业的度量方法、私有化概念进行了清晰的界定,弥补了国有企业度量方法的混乱以及国有企业改制和私有化概念混淆的不足。第二,已有的关于外资参与国有企业改制的研究仅局限于定性分析(Cooke, 2006)而缺乏定量分析。较前人采用固定效应模型解决内生性问题来对比国有企业改制前后的表现差异,本文采用了更准确的识别部分私有化企业的方法,并采用倾向得分匹配法有效地解决了选择性偏差问题,可以更准确地考察引入私人资本对于企业绩效的影响。第三,已有的研究数据局限于竞争性行业与中小企业,并存在改制后面板数据较难获得与样本量过小的问题。本文采用1998—2007年间全国工业企业的大样本面板数据,扩大了样本中企业规模的范围,可以在较长的时间跨度内进行更全面的分析。第四,本文考虑了外资和国内私人资本对国有企业绩效的影响差异及诸多稳健性因素,还进一步利用世界银行调研数据考察地方政策稳定性对混合所有制效果的影响。

本文余下部分安排如下:第二部分为研究假说的提出;第三部分为数据说明与实证模型;第四部分为实证结果及分析;第五部分为结论及政策建议。

二、研究假说的提出

已有文献中对于国有企业的定义莫衷一是,因此实证研究的结果亦存在一定差异。在提出本文的研究假说之前,我们清晰界定了国有企业和私有化的内涵。这样做不仅有利于明晰本文的研究范围,还有利于厘清引入私人资本对国有企业表现的影响机制。

(一) 国有企业和私有化的概念界定

1. 国有企业

企业在中国注册登记时可以登记为国有企业、集体企业、外商投资企业和港澳台投资企业,还可以登记为私营企业、联营企业、股份合作企业、有限责任公司、股份有限企业等。根据这种分类标准,已有文献通常以企业的法律登记类型来识别企业所有制。Hsieh and Song (2015)指出一些企业注册为外资企业实际却是国有企业,因为中国规定企业注册时的外资占比

超过1/3即可按照外资企业注册；而许多国有企业注册为有限责任公司或公共贸易公司，但实际上仍是由国家控制的控股公司。因此，本文界定国有企业为政府持有实收资本比例大于或等于50%的企业以及政府拥有实际控制权的企业。

2. 私有化

已有文献常将改制和私有化两个概念混合一起来形容国企改革，但是少有人注意区分国有企业改制与民营化或私有化的差别。国有企业改制指国有独资企业、国有独资公司及国有控股企业（不包括国有控股的上市公司）改制为国有资本控股、相对控股、参股和不设置国有资本的公司制企业、股份合作制企业或中外合资企业，即改变原有国有企业的体制和经营方式，以便适应社会主义市场经济的发展。国有企业私有化则强调在改制后国家对企业失去了控股权、不再占据主导地位或完全退出。本文关注的是刘小玄和刘芍佳（2005）所定义的改制，即国有企业及国有控股企业转让国有产权存量和吸收非国有投资者增量资本的行为，企业的所有制属性是由其控股股东的产权属性所决定的。如改制后企业的控制权仍由政府所有，则认定改制企业属性为“部分私有化”；如企业的控制权已经转为私人投资者所有，则认定改制企业属性为“完全私有化”。

（二）引入私人资本对国有企业经营表现影响的机制分析

已有研究对于国有企业表现不佳的原因主要有两类观点：政治观（political view）认为政府追求的政治目标和社会目标与利润最大化目标冲突，而政治干预也扭曲了经理人的目标和约束（Shleifer and Vishny, 1994）；基于代理理论的经理人观（managerial view）认为国有企业经理人缺乏有效监管和激励（Laffont and Tirole, 1991），因而导致国有企业的低效。而私有企业不仅追求利润最大化，同时更善于实施有效的监督管理和激励政策。因此，在国有企业保留控制权的情况下引入私人资本，可以在以下两个方面改善国有企业的经营表现。

第一，在国有企业保留控制权的情况下引入私人资本，释放了政府对此类企业的表现具有信心和意欲改善国有企业表现的积极信号（signaling effect），以降低国内外投资者投资的事前不确定性、增强投资者信心（Sun *et al.*, 2002）。引入私人资本的国有企业会积极寻求政府的社会福利最大化目标和企业的利润最大化目标之间的平衡、更为积极主动地参与市场竞争，提高企业适应市场竞争的能力和生存概率。与此同时，引入私人资本不仅可以为国有企业注入资金以减轻债务问题，还可以在在一定程度上减少政府对国有企业的无限制的源源不断的资金注入，从而缓解国有企业的预算软约束，

提高企业的破产威胁,改变对经理人的约束,进而改善国有企业的经营表现。

第二,在保留国有企业控制权的情况下引入私人资本,还可以提高对企业经理人的监督管理水平。一方面,私人资本入股国有企业可以加强对企业经理人的监督,降低企业经营管理的各项费用(尤其是管理费用和财务费用),提高企业的净利润率(白重恩等,2006)。另一方面,在非完全竞争市场中,在国有企业保留控制权的情况下,政府有动机监管经理人并作为内部规章制定者在企业目标和政府的社会福利目标间寻求平衡。因而,引入私人资本的国有企业具有更好的管理质量,更注重调动员工积极性、提高人力资本回报率,从而改善企业绩效。

基于上述分析,国有企业引入私人资本有利于改善其经营表现。值得注意的是,经济转型中的发展中国家通常具有产权保护意识相对薄弱、产品和资本市场自由化程度较低、政府干预企业经营程度较高的制度环境。在国有企业保留控制权的情况下引入私人资本,也释放了政府仍可以继续干预企业经营和决策制定的消极信号(Mok and Hui, 1998)。在国有企业保留控制权的情况下,仍具有任命企业经理人员和干预企业经营的能力,存在以寻租、攫取剩余价值为目标的政府干预的可能性(Fan *et al.*, 2007)。因此在这样的制度环境下,国外资本与国内私人资本的优劣势差异将导致二者入股国有企业后产生不同的经营改善效果。

第一,较之国内私人资本,引入国外投资者的优势在于其更有积极性去改善公司治理水平、更注重企业名誉而对经理人的行为实行严格控制、对信息披露标准的要求更加透明(Boubakri *et al.*, 2004)。然而,在国有企业保留控制权的情况下,一方面,国有企业仍肩负政治目标和经济目标而在一定程度上偏离利润最大化的目标。另一方面,政府仍具有干预企业经营和经理人任命的权利,政治家会利用控制权转移企业资源给政治支持者以收取垄断租金(Shleifer and Vishny, 1994)。这种政治干预通常以公司利润率为代价(Boycko *et al.*, 1996)。因而,外资产格的监管效应难以完全发挥作用。

第二,较之国外投资者,引入国内投资者的优势在于其更了解本地市场(包括熟悉上下游商业网络 and 市场需求等)、更善于通过寻求政治关联与地方政府打交道,更有利于快速有效地实现企业的战略目标。对比而言,跨国公司希望通过获得国有企业部分所有权的方式进入东道国市场或特定行业,不仅可以避免高额的贸易成本(关税壁垒和非关税壁垒)和绿地投资成本,还将有助于其实施本地化战略。然而,整合是跨国并购的重要环节,组织文化融合是成功整合的关键因素(陈佳贵和王钦,2003)。在引入外资时,并购双方存在明显的文化差异,如果双方管理层缺少“共享的价值”,则难以实现有效整合,外资甚至会通过战略性亏损等行为迫使东道国企业放弃控制权(洗

国明等, 2002)。引入外国投资者的劣势在于文化差异程度越高越不利于引资后的组织文化融合, 从而使得引入外国投资者的预期效果大打折扣。基于上述分析, 提出本文假说:

假说 1 在保留国有资本控制权的情况下, 国有企业引入私人资本有利于改善其经营表现, 但引入国外资本的经营改善效果与引入国内私人资本的效果存在差异。

发展中国家的私有化通常会伴随着宏观经济和政治环境的变化, 而国有企业私有化的表现会受到政策稳定性的影响。Harper (2002) 指出即使是在欠发达国家, 稳定的政治环境和经济环境仍有助于私有化企业的重组、改善其经营表现, 还可以进一步吸引外国投资者提高其投资比例。通常, 在政治风险较低的国家, 政府不仅支持私有化的政策, 还会减少对国有企业经营活动的干预, 因此, 私有化企业通常会展现出更好的经营表现 (Perotti and Van Oijen, 2001)。反之, 政策不稳定性较强时, 政府会加大对国有企业的行政干预, 使国有企业的经营继续偏离利润最大化目标, 从而弱化引入私人资本对国有企业的改善作用。

较之国内私人资本所有者, 国外投资者通常具有较高的风险承担和管理能力, 以及更加积极的投资政策 (Ferreira and Matos, 2008)。然而, 随着政策不确定性程度的增加, 国外投资者通常会面临更为严重的信息不对称问题。而严重的信息不对称问题使得国外投资者对于东道国的政策不稳定性更为敏感 (Boubakri *et al.*, 2007)。一方面, 国外投资者会避免选择治理较差的企业、也会要求国有企业具备更强的监管和更高的透明度。如果政治环境和经济环境存在较大的不稳定性, 会导致国外投资者对于企业的投资和运营持观望状态, 更愿意维持现状 (Guedhami *et al.*, 2009)。另一方面, 信息不对称还给参与国外市场的投资者带来了逆选择问题 (Milgrom, 1981)。较之国内私人资本参与的国有企业, 国外投资者入股的国有企业的预期回报处于劣势, 因而国外所有者会倾向于较少投资或参与国有企业的经营, 这会进一步影响引入国外资本的国企表现。基于上述分析, 提出本文的假说:

假说 2 政策不稳定性会弱化引入私人资本的国有企业的表现, 其中较强的政策不稳定性会对外资入股国有企业的经营改善效果产生消极影响。

三、数据说明与实证模型

(一) 数据说明

1. 数据来源

本文采用的是国家统计局提供的 1998—2007 年全部国有企业和规模以上

非国有企业数据,包括全部工业制造业在内的二分位工业行业。该数据库连续统计了各企业的法人代码、企业名称、省地县代码、行业类别、资本构成以及产品销售收入、资产合计、从业人员年平均人数、负债合计等其他财务指标。在使用该数据时,本文参照 Brandt *et al.* (2012) 的处理方法,将 1998—2002 年的行业代码按照 2003 年后的标准进行调整,采用序贯识别匹配法根据“企业代码+企业名称”识别同一家企业,再根据会计准则进行估算 2001 年和 2004 年的工业增加值,剔除不符合一般会计准则要求、匹配变量为缺失值、外资持股比例小于 0 或大于 1 的观测值,最后得到 288 360 家国有企业。

2. 统计性描述

本文的研究对象为初次引入私人资本但国家仍拥有控制权的国有企业 (newly partly privatized firms, NPPFs)。由于判定初次引入私人资本但国家仍拥有控制权的国有企业需要确定前一年企业是否为无该类型私人资本的国有企业,因此,统计数据始于 1999 年。在 1999—2007 年间,引入外资的 NPPFs (foreign invested NPPFs, FI-NPPFs) 共 1 297 家,引入国内私人资本的 NPPFs (domestic private invested NPPFs, DI-NPPFs) 共 7 563 家。NPPFs 数目具体的年度与引资率见表 1。

表 1 新部分私有化企业的年度分布统计

	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
FI-NPPFs 数目									
<i>t</i> 期	199	183	149	152	123	100	128	88	175
<i>t</i> +1 期持有	106	71	73	72	35	49	64	53	—
DI-NPPFs 数目									
<i>t</i> 期	990	952	771	812	717	484	573	370	1 894
<i>t</i> +1 期持有	531	462	409	331	190	245	247	217	—
无外资的国企数目									
<i>t</i> -1 期	29 754	27 901	25 843	23 808	22 348	20 801	21 361	18 768	39 511
无国内私人资本的国企数目									
<i>t</i> -1 期	29 820	27 371	24 778	22 664	21 057	19 448	20 111	17 569	35 973
引入外资的比率									
<i>t</i> 期	0.0067	0.0066	0.0058	0.0064	0.0055	0.0048	0.0060	0.0047	0.0044
引入国内私人资本的比率									
<i>t</i> 期	0.0332	0.0348	0.0311	0.0358	0.0341	0.0249	0.0285	0.0211	0.0527

第一，从引资数量上看，DI-NPPFs的数目是FI-NPPFs的6倍。从引资数目变化趋势看，DI-NPPFs与FI-NPPFs的数目变化呈同向波动趋势，因此本文将对比考察国有企业分别引入两种不同私人资本的情况。第二，从年度分布看，在2003年和2004年识别的FI-NPPFs中，在 $t+1$ 期仍持有外资的数目均少于50家，样本数目过少，因此，在部分回归中我们将综合考察对比DI-NPPFs和FI-NPPFs的效果。

(二) 实证模型

在考察国有企业改制效果时，本文采用倾向得分匹配法，不仅可以很好地解决样本选择性偏差问题，还可以采用反事实的思想考察引入私人资本对国有企业绩效的影响。

首先，识别本文的处理组和对照组。设定二元虚拟变量 $D_i = \{0, 1\}$ ，1为处理组，0为对照组。企业 i 为在 $t-1$ 期、 t 期和 $t+1$ 期连续存在三年的国有企业， t 期为处理年份。如果企业 i 在 $t-1$ 期末未引入国内私人资本（外国资本）， t 期引入国内私人资本（外国资本）， $t+1$ 期继续持有国内私人资本（外国资本），则在处理年份 D_i 取值为1。如果企业 i 连续三年均未引入国内私人资本（外国资本），则在处理年份 D_i 取值为0。设定 Profit_i^t 为本文关注的结果变量，定义变量 Profit_i^t 为引入私人资本的国有企业的利润率， Profit_i^0 为未引入私人资本的国有企业的利润率。

根据Smith and Todd (2005)等，企业 i 在引入私人资本和未引入私人资本的两种状态下的利润率差异（即处理组企业的平均处理效应，ATT）可用式（1）表示：

$$\text{ATT} = E\{\text{Profit}_i^t - \text{Profit}_i^0 \mid D_i = 1\} = E\{\text{Profit}_i^t \mid D_i = 1\} - E\{\text{Profit}_i^0 \mid D_i = 1\}. \quad (1)$$

最理想的情况是可以同时观测到式（1）等式右侧的两个部分，但是实际上，我们只能观测到前半部分，即引入私人资本的国有企业的利润率 $E\{\text{Profit}_i^t \mid D_i = 1\}$ ，而无法观测到后半部分引入私人资本的国有企业如果未引入私人资本的利润率 $E\{\text{Profit}_i^0 \mid D_i = 1\}$ 。为此，我们借鉴反事实分析思想，采用Rosenbaum and Rubin (1983)提出的倾向评分匹配法进行处理。令 $P = P(D_i = 1) = \varphi(X_i)$ 为国有企业引入私人资本的概率，则倾向评分匹配法将根据引入私人资本的国有企业与未引入私人资本的国有企业间 P 值的相近度进行配对。配对方法的有效性取决于独立性条件和共同支持条件是否被满足，本文采用Kernel匹配的形式。

向量 X 中所包含的变量应为同时影响引入私人资本的国有企业的概率和国有企业绩效的变量，同时要求我们在配对时尽量控制足够多的变量(Abadie, 2005)。在已有相关文献的基础上，我们将**配对向量 X** 所包括的变

量归纳为两类:

第一类为国有企业基本特征变量。(1) 企业年龄变量 $\ln age$, 为企业成立年限的对数值。Aivazian *et al.* (2005)、陈佳贵和王钦 (2003) 均指出大多数大型国有企业是拥有长期历史的地位稳固的企业。年龄大的国有企业有较丰富的市场信息和较成熟的技术力量积累、组织磨合与协调程度高。因此, 私人资本更倾向于入股年龄大的国有企业。(2) 企业资本密集度 $\ln(k/l)$, 为企业实收资本与劳动力总数比值的对数。国有企业往往存在冗员问题, 而过度雇佣不仅降低了企业的资本密集度还拖累了企业的表现。因而, 在实现国有资产产权多元化时, 私人资本更倾向于入股资本密集度较高的国有企业 (Wang and Wang, 2015)。(3) 企业隶属关系变量 $lishu$, 其值愈大表明隶属层级愈高。张维迎和栗树和 (1998) 的研究结果均表明, 国有企业在公司制改革前, 国家通过隶属关系对国有企业进行“权”与“利”的直接控制, 20世纪80年代以来的分权化改革导致了地区间竞争, 地方政府面对财政压力和预算约束硬化, 更倾向于通过发展非国有经济、提高非国有经济比重来改善地方财政状况。因此, 隶属地方政府的国有企业更倾向于引入私人资本。

第二类为国有企业过去的经营表现变量。(1) 企业生产率变量 tfp , 为企业全要素生产率, 采用 Olley and Pakes (1996) 的方法测算所得。(2) 企业资产负债率变量 $\ln debt$, 为企业负债总额与资产总额的比值的对数。冼国明等 (2002)、Wang and Wang (2015) 等均认为外资企业更倾向于入股经营表现好的国有企业。

以上匹配变量的时间维度均取滞后一期, 同时加入行业和省市变量以控制行业特征和地区特征对企业绩效的影响。被解释变量 Y 为公司绩效, 已有研究中的企业绩效指标不尽相同, 而利润率是衡量一个企业绩效变化的最全面、最集中的指标 (宋立刚和姚洋, 2005; 刘小玄和刘芍佳, 2005), 还可以反映企业的市场势力 (Estrin *et al.*, 2009)。本文采用销售收入利润率作为公司绩效的代理变量来衡量引资效果 (宋立刚和姚洋, 2005)。关键变量 D 为是否引入私人资本 (私人资本是否大于0)。

四、实证结果及分析

(一) 基本回归

在本文考察的样本中, 1999年有103家引入外资的国有企业位于处理组, 全部匹配成功。对配对变量进行平衡性检验的结果见表2。由表2的最后一列可知, 配对之后, 引入外资的国有企业和未引入外资的国有企业, 在资本密集度、隶属关系、企业年龄、生产率和资产负债率方面均不存在明显差异, 因此可认为本文匹配变量选取合适且匹配方法选择恰当。

表 2 匹配的平衡性检验

变量名称	处理	均值		标准偏差	标准偏差减少 幅度 (%)	T 检验		V (T) / V (C)
		处理组	对照组			t	p>t	
lnage	匹配前	40.631	51.669	-5.5		-0.52	0.602	0.76
	匹配后	40.631	50.433	-4.9	11.2	-0.35	0.725	0.79
ln(k/l)	匹配前	4.5741	4.3533	19.5		2.13	0.033	1.34
	匹配后	4.5741	4.4123	14.3	26.7	1.04	0.299	1.44
lishu	匹配前	2.0097	1.8997	11.6		1.14	0.254	0.87
	匹配后	2.0097	1.8841	13.3	-14.1	0.95	0.342	0.87
tfp	匹配前	0.6528	0.5876	17.1		1.62	0.106	0.74
	匹配后	0.6528	0.5972	14.6	14.8	1.05	0.296	0.74
lndebt	匹配前	-0.5758	-0.4673	-19.9		-2.14	0.033	1.27
	匹配后	-0.5758	-0.4789	-17.7	10.7	-1.26	0.209	1.21

接下来，分别对 FI-NPPFs 和 DI-NPPFs 的 t 期利润率进行回归，回归结果列于表 3。处理组中 FI-NPPFs 和 DI-NPPFs 的年度分布统计见表 4。

表 3 FI-NPPFs 和 DI-NPPFs 在 t 期的表现

t 期	FI-NPPFs		DI-NPPFs	
	ATT	t 值	ATT	t 值
年份	(1)	(2)	(3)	(4)
1999	0.0334*	1.81	0.0289***	3.65
2000	0.0129	0.72	0.0358***	4.80
2001	0.0035	0.14	0.0238**	2.43
2002	0.0080	0.39	0.0039	0.34
2003	-0.0160	-0.17	0.0422*	1.80
2004	0.0462	1.08	0.0270*	1.92
2005	0.1025	1.17	0.0358***	3.04
2006	0.0225	1.21	0.0377***	3.80

注：***、**、* 分别代表 ATT 在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

从表 3 可以看出，国有企业引入私人资本对企业当期利润率存在显著正向影响。这说明在国有资本保留控制权的情况下，政府在一定程度上赋予私人资本所有者参与国有企业管理的权利，能够改善企业的经营表现，而且这一影响在中国存在一定程度的私人资本所有者差异，这与前文的理论预期相一致。

引入私人资本参与国有企业混合所有制改革，降低国有股权比例，需要非国有资本所有者与混改的国有企业具有契合度和互补性。这有利于发挥不同所有制资本的优势，有效缓解国有企业的低效问题，从而改善国有企业的

经营绩效。自 20 世纪 90 年代开始, 非国有资本开始参与国有企业改革, 但国内私人资本和国外资本有别。本文的实证结果发现, 中国国有资本与国内私人资本股权混合的契合度和互补性更强。表 3 第 (1) 列的回归结果显示, 1999 年引入外资的国有企业的利润率显著高于未引入外资的国有企业, 而其他年份则不显著。总体而言在保留国有资本控制权的情况下, 国有企业引入外国资本并不能显著改善其利润率。表 3 第 (3) 列的回归结果显示, 除 2002 年之外, 其他年份引入国内私人资本的国有企业的利润率均显著高于未引入国内私人资本的国有企业。这个结果显示, 对于政府保留部分控制权的国有企业, 引入国内私人资本可以显著改善 NPPFs 的利润率。这说明引入国内私人资本的效果更显著且更稳定。

表 4 FI-NPPFs 和 DI-NPPFs 的年度分布和平均入股比例统计

年份	FI-NPPFs	On support	Mean proportion	DI-NPPFs	On support	Mean proportion
1999	103	103	0.2466	524	524	0.2676
2000	70	70	0.2565	450	448	0.2665
2001	72	72	0.2670	403	400	0.3164
2002	71	65	0.2951	327	327	0.3186
2003	35	32	0.2345	187	180	0.2616
2004	49	49	0.2736	244	243	0.3413
2005	63	61	0.2287	244	243	0.2944
2006	55	55	0.2308	215	212	0.2798

注: On support 为在共同取值范围中的处理组企业数目, 也即剔除了倾向得分在对照组企业的最高和最低倾向得分区间外的处理组企业后的数目; Mean proportion 为处理组企业在处理年份引入私人资本的平均入股比例。

本文分析可能有以下四点原因。第一, 在各年份处理组中, 国有企业在保留控制权的情况下引入外资的平均入股比例均低于引入国内私人资本的平均入股比例, 外资所有者参与国有企业管理的权利相对较弱。第二, 较之国内私人资本, 外资的优势在于较为严格的监管制度, 如要求较高的信息披露标准、雇用有能力的经理人等。在国有资本保留控制权的情况下, 管理权未转移给私人资本所有者, 外资严格的监管效应在当期难以完全发挥作用。第三, 较之国内私人资本, 跨国公司由于文化差异处于相对劣势, 外资所有者不够了解中国市场和地方政府的重要性, 因而与国有企业在共享价值和企业文化融合方面更加困难, 使重组无法获得预期的效果。第四, 在经济改革过程中, 宏观经济环境和行政政策不断发生变化, 较之国内私人资本, 外资的信息不对称问题更为严重且对政策不稳定性更为敏感, 所以外资较难发挥实际作用, 这一点留待后文进行实证检验。

综上所述, 当政府保留国有企业的控制权时, 部分引入私人资本会显著

提高国有企业的利润率，但引入外资效果要劣于引入国内私人资本的效果。

(二) 稳健性检验

为了进一步考察引入国内私人资本效果是否优于引入外资，我们对可能影响国有企业引资效果的情况进行一一梳理，并对本文的研究结论进行稳健性检验。

1. 国有企业引资效果的滞后性

国有企业引入私人资本后，开始从“经营目标行政化、资源配置行政化、高官任命行政化”为特征的国有企业行政型治理模式向依靠市场配置资源为特征的市场化转变（郝云宏和汪茜，2015）。经营表现的改善反映了公司治理体制的变化、组织结构的新配置和新战略的实施，而开发这些系统、制订及实施新的战略性发展计划或进行产品研发创新均需要一定时间才能发挥作用（Alexandre and Charreaux, 2004）。考虑到国有企业引资效果可能存在滞后性，我们分别考察引入私人资本对 $t+1$ 、 $t+2$ 期利润率的影响，结果见表 5。

表 5 国有企业引资效果的滞后性

$t+1$ 期	FI-NPPFs		DI-NPPFs	
	ATT	t 值	ATT	t 值
年份	(1)	(2)	(3)	(4)
1999	0.0562***	5.87	0.0402***	6.51
2000	-0.0212	-0.82	0.0215**	2.52
2001	0.0272	1.18	0.0029	0.13
2002	-0.0040	-0.11	0.0228**	1.99
2003	-0.0364	-0.33	0.0943***	3.45
2004	-0.1472	-0.71	0.0412***	3.26
2005	0.0346	1.49	0.0362***	4.03
2006	0.0302	1.12	0.0367***	2.56
$t+2$ 期	FI-NPPFs		DI-NPPFs	
	ATT	t 值	ATT	t 值
年份	(5)	(6)	(7)	(8)
1999	0.0705***	7.12	0.0286***	3.19
2000	-0.0184	-0.42	0.0266*	1.86
2001	0.0260	0.61	0.0205	0.88
2002	-0.0368	-0.52	0.0260**	2.16
2003	-0.1468	-0.70	0.0355	1.37
2004	-0.2543	-0.95	0.0341	1.46
2005	0.0237	1.22	0.0287***	2.73

注：***、**、* 分别代表 ATT 在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

表5的第(1)、第(5)列显示,1999年的国有企业引入外资后对其 $t+1$ 期和 $t+2$ 期的利润率影响均显著为正,与表3相比,显著性和作用程度均有所增强。这说明,引入外资对国有企业的利润率存在正向影响且具有持续性。第(3)列显示,国有企业引入国内私人资本后对其 $t+1$ 期的利润率除2001年外均具有显著正向影响。这说明,引入国内私人资本对国有企业的利润率的影响具有持续性的正效应。第(7)列的回归结果支持了国有企业引入国内私人资本的效果具有持续性和滞后性的这一结论。

2. 机会主义行为的影响

代理理论指出由于缺乏激励和合理监督,国有企业的经理常被指责缺乏管理技能,并有机会主义行为(Cooke, 2006)。在国有企业引资之前,其经理人可能会通过篡改企业财务记录来营造国有企业经营绩效改善的假象,一方面可以美化其在位期间的业绩,另一方面可以提高并购部分的国有资产价格。国有企业经理人还可能篡改企业财务记录来营造国有企业业绩恶化的假象,增加政府的关注度,提前引入私人资本。这两种机会主义行为可能导致低估或高估引入私人资本的效果。本文在基本回归的基础上,将 $t-1$ 期的资产负债率替换为 $t-2$ 期的资产负债率,再对利润率进行回归,结果见表6。

表6 篡改财务记录的影响

年份	FI-NPPFs					
	t 期		$t+1$ 期		$t+2$ 期	
	ATT (1)	t 值 (2)	ATT (3)	t 值 (4)	ATT (5)	t 值 (6)
2000	0.0277	1.32	-0.0170	-0.58	-0.0302	-0.57
2001	-0.0082	-0.28	0.0193	0.66	0.0445	0.79
2002	0.0229	0.62	0.0378	1.23	0.0794	1.54
2003	0.0845**	2.10	0.1277***	2.83	0.0361	1.32
2004	0.0348	0.73	-0.2039	-0.80	-0.2806	-0.97
2005	0.1481	1.24	0.0710**	2.06	0.0255	1.16
2006	0.0462	1.62	0.0324	1.06	—	—
年份	DI-NPPFs					
	t 期		$t+1$ 期		$t+2$ 期	
	ATT (7)	t 值 (8)	ATT (9)	t 值 (10)	ATT (11)	t 值 (12)
2000	0.0312***	3.43	0.0234**	2.24	0.0292**	2.47
2001	0.0231**	2.05	0.0080	0.35	0.0211	0.70
2002	-0.0043	-0.32	0.0212	1.57	0.0362**	2.16
2003	0.0528	1.59	0.1191***	3.39	0.0439	1.46

(续表)

年份	DI-NPPFs					
	<i>t</i> 期		<i>t</i> +1 期		<i>t</i> +2 期	
	ATT (7)	<i>t</i> 值 (8)	ATT (9)	<i>t</i> 值 (10)	ATT (11)	<i>t</i> 值 (12)
2004	0.0334*	1.87	0.0509***	2.93	0.0544*	1.95
2005	0.0314***	2.71	0.0400***	3.05	0.0278***	2.21
2006	0.0387***	3.18	0.0432***	2.66	—	—

注：***、**、* 分别代表 ATT 在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

表 6 的回归结果显示，在考虑了可能存在篡改财务记录的情况后，2003 年引入外资对 *t* 期和 *t*+1 期国有企业利润率的影响均显著为正、2005 年引入外资对 *t*+1 期国有企业利润率的影响显著为正。对比表 3 和表 5 可知，如果存在篡改财务记录的情况，会降低引入外资对国有企业利润率影响的显著性和作用程度。对比表 3 和表 6 的第 (7) 列可知，除 2002 年外，各年度 DI-NPPFs 显著性水平基本没有变化。第 (9) — (12) 列的结果显示，估计系数显著的其 ATT 值几乎均大于表 3 中相应的值。如果存在篡改财务记录的情况，可能会低估引入国内私人资本对国有企业利润率的改善作用。

3. “冰棍理论”的检验

此外，参与混合所有制改革的国有企业，大多存在经济效率低下的问题和大量不良资产。根据“冰棍理论”，许多国有企业引入私人资本只是对暂时产生的收益感兴趣，而未对国有企业的运作方式进行实质性的改良。部分国有企业可能存在变卖国家资产或与当地政府官员产生合谋，从而加速国企破产的短视行为。这种短视行为的存在可能会低估私人资本的效应。本文在基本回归的基础上，将处理组替换为 *t* 期成为 NPPFs 时其固定资产为正，而后逐年减少，在 *t*+2 期仍存在，但在 *t*+3 期消亡的企业。此处对样本加总回归，并加入各年份虚拟变量，回归结果列于表 7。

表 7 “冰棍理论”的检验

	FI-NPPFs		DI-NPPFs	
	ATT	<i>t</i> 值	ATT	<i>t</i> 值
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>t</i> 期	-0.0269	-0.88	-0.0193	-0.93
<i>t</i> +1 期	-0.0329	-0.86	-0.0337**	-2.44
<i>t</i> +2 期	-0.0131	-0.47	-0.0398**	-2.23

注：***、**、* 分别代表 ATT 在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

表 7 第 (1) 列显示，FI-NPPFs 的估计系数不显著。这在一定程度上说明，FI-NPPFs 存在这种短视行为的概率很低。而表 7 第 (3) 列显示，在 *t*+1

和 $t+2$ 期, DI-NPPFs 的估计系数均显著为负, 这说明引入国内私人资本的国有企业恰恰存在上述短视行为。这种短视行为的存在导致国有企业引入国内私人资本的效应被低估。

4. 生存期限的检验

若引入私人资本未能改变国有企业的绩效, 而是导致大量混合所有制企业被市场淘汰, 则前文的估计结果会高估私人资本的作用。即如果部分私有化的国有企业因绩效没有改善而退出市场, 会导致样本选择偏差而高估私人资本的作用。本文接下来考察引入私人资本对国有企业生存年限的影响。如果 t 期引入私人资本、 $t+1$ 期消失, 则企业的生存年限为 1, 依此类推。需要指出的是由于样本只是规模以上样本, 企业在某年降至规模以下的情况, 在本文的计量分析中也会被视为退出市场。遗憾的是, 现有数据不能提供某个指标来准确地反映企业的退出。构建引入私人资本后国企的生存年限变量 LIVE, 取值为 1 至 9。在基本回归的基础上, 将被解释变量替换为生存年限, 并加入年份虚拟变量重新回归。

表 8 的回归结果显示, 引入私人资本对企业的生存年限有显著的正向作用, 引入私人资本的国有企业的生存年限显著高于未引入私人资本的国有企业的生存年限, 前文的结果并未高估私人资本的作用。

表 8 引入私人资本对企业生存年限的影响

	FI-NPPFs		DI-NPPFs	
	ATT	t 值	ATT	t 值
全样本	2.8176***	9.27	2.8041***	20.05

注:***、**、* 分别代表 ATT 在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

(三) 假说 2 的实证检验

接下来本文针对假说 2 进行实证检验。

1. 政策不稳定性的度量

已有的关于不稳定性的研究主要包括宏观和微观环境不稳定性及总统选举或地方官员变更政策不稳定性 (Baker *et al.*, 2015)。本文所指的政策不稳定性既包括影响各微观主体的经济调控政策、宏观经济政策, 也包括类似于官员更替等的行政政策, 即所有国家调控的可能会对企业经营构成阻碍的不具有稳定性和持续性的政策。

考虑到 2004 年数据的代表性和关于政策不稳定性数据的可获得性, 本文采用 2004 年世界银行对中国企业的营商环境调查问卷数据, 考察了政策不稳定性对 FI-NPPFs 和 DI-NPPFs 销售利润率的影响。问卷中的问题 B110 询问了企业面临的不稳定的经济和行政政策对企业经营的妨碍程度。表 9 则汇报了不同所有制企业所面临的政策不稳定性的情况。

表 9 不同所有制企业面临的经济和行政政策的不稳定性

企业所有制	等级	无	低	中等	高等	非常严重	均值
	频数	(0)	(1)	(2)	(3)	(4)	
外资企业		716	537	278	164	28	0.9849
国有或集体企业		1 143	729	467	328	54	1.0522
国内私营企业		1 483	920	545	325	45	0.9539
比例 (%)		45.68	28.15	15.19	9.47	1.52	—

表 9 显示，中国企业面临的经济和行政政策的不稳定性存在明显的差异性。与此同时，不同所有制企业所面临的政策不稳定性也存在差异。其中国有企业或集体企业受政策不稳定性的影响最大，外资企业的均值高于国内私营企业。较之国内私人资本，外资对政策稳定性更为敏感导致对企业经营的障碍更大。

2. 政策不稳定性的检验

2004 年的调查数据覆盖中国除新疆和西藏地区以外的 29 个省或直辖市的 125 个大中型城市，根据企业政策不稳定性指标的均值得到每个省或直辖市的政策不稳定性，构建二元虚拟变量不稳定性 $Instability = \{0, 1\}$ ，1 代表政策不稳定性较强，0 代表政策不稳定性较弱。如果该地区的政策不稳定性大于均值则取值为 1，否则为 0。采用不稳定性强弱两个子样本分别对 2004 年的 FI-NPPFs 和 DI-NPPFs 进行基准回归，结果见表 10。

表 10 政策不稳定性的影响

2004 年	Instability=1	Instability=0	Instability=1	Instability=0
<i>t</i> 期	FI-NPPFs	FI-NPPFs	DI-NPPFs	DI-NPPFs
ATT	0.0720	0.0253	0.0101	0.0406**
<i>t</i> 值	0.97	0.64	0.40	2.44
<i>N</i>	23	25	103	134
<i>t</i> +1 期	Instability=1	Instability=0	Instability=1	Instability=0
	FI-NPPFs	FI-NPPFs	DI-NPPFs	DI-NPPFs
ATT	-0.3663	0.0238	0.0268	0.0520***
<i>t</i> 值	-0.85	0.52	1.43	2.76
<i>N</i>	23	25	103	134
<i>t</i> +2 期	Instability=1	Instability=0	Instability=1	Instability=0
	FI-NPPFs	FI-NPPFs	DI-NPPFs	DI-NPPFs
ATT	-0.5215	0.0580**	0.0113	0.0598
<i>t</i> 值	-0.91	2.17	0.48	1.50
<i>N</i>	17	19	84	99

注：***、**、* 分别代表 ATT 在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

表 10 的结果显示,在区分了政策不稳定性后,FI-NPPFs 和 DI-NPPFs 面对政策不稳定性的表现存在明显差异。对于 FI-NPPFs 来说:(1)较强的不稳定性导致 FI-NPPFs 的表现不如未引入外资的国有企业,且随着时间的推移,这一负向程度有所增强(当 Instability=1 时,处理效应在 $t+1$ 期由正转负,在 $t+2$ 期仍为负值且绝对值变大)。可能是因为,虽然外资具有较强的风险承担能力,但外资参与私有化的政策限制较多,外资本身对于东道国的制度质量和政策稳定性更为敏感,因而较为不确定的政策环境会提高政府的干预程度,并使外资持观望态度,从而恶化 FI-NPPFs 的利润率的表现。(2)在不稳定性较弱的情况下,FI-NPPFs 的表现显著优于未引入外资的国有企业,但是这一效果存在时滞性,在引入外资的第三期开始显著。

对于 DI-NPPFs 来说:(1)在不稳定性较强的情况下,DI-NPPFs 表现优于未引入国内私人资本的国有企业,但均不显著且其绝对值均小于不稳定性较弱的情况。(2)在不稳定性较弱的情况下,DI-NPPFs 表现优于未引入国内私人资本的国有企业,且显著性水平高于不稳定性较强的情况。(3)对比表 3 中 2004 年的 DI-NPPFs 的回归结果,可以发现政策不稳定性是 2004 年 DI-NPPFs 的 t 期的估计系数显著性水平较低且绝对值较小的重要原因。面临较弱的的不稳定性,DI-NPPFs 的表现显著优于未引入国内私人资本的国有企业,这一效应存在持续性,但在引入国内私人资本的第三期开始消失,这与表 5 中的结果具有一致性。这可能是因为国内私人资本更擅长通过建立政治关联等方式减弱政策不稳定性带来的信息不对称的严重影响,使得企业表现免受剧烈波动。

综上所述,较强政策不稳定性可能会对外资入股国有企业的利润率有负向影响,但是对国内私人资本入股的国有企业的影响有限。

五、结论及政策建议

本文聚焦仍具有国有企业特征的混合所有制企业,首次采用 1998—2007 年中国工业企业数据,运用倾向得分匹配法克服样本选择性偏差,比较了国外资本与国内私人资本对部分私有化的国有企业利润率的影响,并探讨地方政策稳定性对于该效果发挥的作用。基于本文的研究数据和方法,得到如下结论:(1)当政府保留控制权的情况下引入私人资本时,外资入股国有企业和国内私人资本入股国有企业均可改善国有企业的利润率。但这一效应存在所有者差异,较之外资,引入国内私人资本对国有企业利润率的改善作用更显著。(2)在考虑了如滞后性、私有化之前管理层篡改财务记录的机会主义行为、“冰棍理论”中所认为的政商之间的短视行为和企业的进入退出等可能的影响因素后,上述结论依然稳健。(3)本文利用 2004 年世界银行对中国的营商环境调研数据的进一步研究发现,较为稳定的政策有助于改善国有企业的经营

表现，引入外资的国有企业对政策不稳定性更为敏感，而政策不稳定性对引入国内私人资本的国有企业的影响则不明显。

考虑到非国有资本在私有化中可以发挥的重要作用和我国国有企业面临新时期“走出去”战略的发展需要，本文的研究印证了鼓励非国有资本参与国有企业改革、进一步放宽外资的投资准入、积极发展混合所有制经济是合乎时宜的国有企业改革政策。中国政府明确提出这样的政策不仅有利于改善国有企业的经营表现、吸引外国资本参与国有企业改革，还可以提高国有企业生存年限、倒逼国有企业提高信息披露标准和财务透明度、抑制合谋变卖国家资产的短视行为。与此同时，引入私人资本后，部分私有化后的国有企业仍掌握控制权，既有利于改善国有企业的经营表现，又可以满足抑制高失业率、促进区域发展和对某些自然资源关键部门进行控制的需要。因而，采取引入私人资本的部分私有化和有序吸收外资参与国有企业混合所有制改革是我国现阶段国有企业改革进程的重要举措，但是还需要政府提供更为稳定的政策环境以保障混合所有制效果的充分发挥。

参 考 文 献

- [1] Abadie, A., “Semiparametric Difference-in-Differences Estimators”, *The Review of Economic Studies*, 2005, 72 (1), 1-19.
- [2] Aivazian, V. A., Y. Ge, and J. Qiu, “Can Corporatization Improve the Performance of State-Owned Enterprises Even Without Privatization?”, *Journal of Corporate Finance*, 2005, 11 (5), 791-808.
- [3] Alexandre, H., and G. Charreaux, “Efficiency of French Privatizations: A Dynamic Vision”, *Journal of Corporate Finance*, 2004, 10 (3), 467-494.
- [4] 白重恩、路江涌、陶志刚, “国有企业改制效果的实证研究”, 《经济研究》, 2006年第8期, 第4—13页。
- [5] Baker, S. R., N. Bloom, and S. J. Davis, “Measuring Economic Policy Uncertainty”, National Bureau of Economic Research, 2015.
- [6] Boubakri, N., J. C. Cosset, O. Guedhami, “Privatization, Corporate Governance and Economic Environment: Firm-Level Evidence from Asia”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2004, 12 (1), 65-90.
- [7] Boubakri, N., J. C. Cosset, O. Guedhami, and M. Omran, “Foreign Investor Participation in Privatizations: Does the Institutional Environment Matter?”, *Journal of Financial Research*, 2007, 30 (1), 129-146.
- [8] Boycko, M., A. Shleifer, and R. W. Vishny, “A Theory of Privatisation”, *The Economic Journal*, 1996, 106 (435), 309-319.
- [9] Brandt, L., J. V. Biesebroeck, and Y. Zhang, “Creative Accounting or Creative Destruction? Firm-Level Productivity Growth in Chinese Manufacturing”, *Journal of Development Economics*, 2012, 97 (2), 339-351.
- [10] 陈佳贵、王钦, “跨国公司并购与大型国有企业改革”, 《中国工业经济》, 2003年第4期, 第30—36页。

- [11] 陈林, “自然垄断与混合所有制改革——基于自然实验与成本函数的分析”, 《经济研究》, 2018 年第 1 期, 第 81—96 页。
- [12] 陈林、万攀兵、许莹盈, “混合所有制企业的股权结构与创新行为——基于自然实验与断点回归的实证检验”, 《管理世界》, 2019 年第 10 期, 第 186—205 页。
- [13] Cooke, F. L., “Acquisitions of Chinese State-Owned Enterprises by Multinational Corporations: Driving Forces, Barriers and Implications for HRM”, *British Journal of Management*, 2006, 17 (S1), S105-S121.
- [14] Estrin, S., J. Hanousek, E. Kočenda, and J. Svejnar, “The Effects of Privatization and Ownership in Transition Economies”, *Journal of Economic Literature*, 2009, 47 (3), 699-728.
- [15] Fan, J. P. H., T. J. Wong, and T. Zhang, “Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China’s Newly Partially Privatized Firms”, *Journal of Financial Economics*, 2007, 84 (2), 330-357.
- [16] Ferreira, M. A., and P. Matos, “The Colors of Investors’ Money: The Role of Institutional Investors around the World”, *Journal of Financial Economics*, 2008, 88 (3), 499-533.
- [17] Guedhami, O., J. A. Pittman, and W. Saffar, “Auditor Choice in Privatized Firms: Empirical Evidence on the Role of State and Foreign Owners”, *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48 (2), 151-171.
- [18] 郝大明, “国有企业公司制改革效率的实证分析”, 《经济研究》, 2006 年第 7 期, 第 61—72 页。
- [19] 郝云宏、汪茜, “混合所有制企业股权制衡机制研究——基于‘鄂武商控制权之争’的案例解析”, 《中国工业经济》, 2015 年第 3 期, 第 148—160 页。
- [20] Harper, J. T., “The Performance of Privatized Firms in the Czech Republic”, *Journal of Banking & Finance*, 2002, 26 (4), 621-649.
- [21] 胡一帆、宋敏、张俊喜, “中国国有企业民营化绩效研究”, 《经济研究》, 2006 年第 7 期, 第 49—60 页。
- [22] Hsieh, C. T., and Z. M. Song, “Grasp the Large, Let Go of the Small: The Transformation of the State Sector in China”, National Bureau of Economic Research, 2015.
- [23] Kornai, J., E. Maskin, and G. Roland, “Understanding the Soft Budget Constraint”, *Journal of Economic Literature*, 2003, 41 (4), 1095-1136.
- [24] Laffont, J. J., and J. Tirole, “Privatization and Incentives”, *Journal of Law, Economics and Organization*, 1991, 7, 84-105.
- [25] 林毅夫、李志赞, “政策性负担, 道德风险与预算软约束”, 《经济研究》, 2004 年第 2 期, 第 17—27 页。
- [26] 林毅夫、刘培林, “自生能力和国企改革”, 《经济研究》, 2001 年第 9 期, 第 60—70 页。
- [27] 刘小玄、李利英, “企业产权变革的效率分析”, 《中国社会科学》, 2005 年第 2 期, 第 4—16 页。
- [28] 国务院发展研究中心企业研究所: 刘小玄、刘芍佳, 《国有企业改制重组调查研究报告》, 2005 年。
- [29] 陆挺、刘小玄, “企业改制模式和改制绩效——基于企业数据调查的经验分析”, 《经济研究》, 2005 年第 6 期, 第 94—103 页。
- [30] 马红、侯贵生, “混合所有制改革、地方国企依赖与国有企业创新升级——基于制造业的实证研究”, 《上海财经大学学报》, 2019 年第 2 期, 第 31—46+65 页。
- [31] Milgrom, P. R., “Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications”, *The Bell Journal of Economics*, 1981, 12 (2), 380-391.
- [32] 马连福、王丽丽、张琦, “混合所有制的序选择: 市场的逻辑”, 《中国工业经济》, 2015 年第 7 期, 第 5—20 页。

- [33] Mok, H. M. K., and Y. V. Hui, "Underpricing and Aftermarket Performance of IPOs in Shanghai, China", *Pacific-Basin Finance Journal*, 1998, 6 (5), 453-474.
- [34] Norbäck, P. J., and L. Persson, "Privatization and Foreign Competition", *Journal of International Economics*, 2004, 62 (2), 409-416.
- [35] Olley, G. S., and A. Pakes, "The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry", *Econometrica*, 1996, 64 (6), 1263-1297.
- [36] Perotti, E. C., and P. Van Oijen, "Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies", *Journal of International Money and Finance*, 2001, 20 (1), 43-69.
- [37] Rosenbaum, P. R., and D. B. Rubin, "The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects", *Biometrika*, 1983, 70 (1), 41-55.
- [38] Shleifer, A., and R. W. Vishny, "Politicians and Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109 (4), 995-1025.
- [39] Smith, J. A., and P. E. Todd, "Does Matching Overcome LaLonde's Critique of Nonexperimental Estimators?", *Journal of Econometrics*, 2005, 125 (1), 305-353.
- [40] 宋立刚、姚洋, "改制对企业绩效的影响", 《中国社会科学》, 2005年第2期, 第17—31页。
- [41] Sun, Q., W. H. S. Tong, and J. Tong, "How Does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China's Privatization Experience", *Journal of Business Finance & Accounting*, 2002, 29 (1-2), 1-27.
- [42] Wang, J., and X. Wang, "Benefits of Foreign Ownership: Evidence from Foreign Direct Investment in China", *Journal of International Economics*, 2015, 97 (2), 325-338.
- [43] 洗国明、张岸元、严兵, "关于外资并购国有企业若干问题的讨论——以德国博西华公司收购安徽扬子电冰箱厂为例", 《管理世界》, 2002年第8期, 第1—15页。
- [44] 余菁, "'混合所有制'的学术论争及其路径找寻", 《改革》, 2014年第11期, 第26—35页。
- [45] 张维迎、栗树和, "区间竞争与中国国有企业的民营化", 《经济研究》, 1998年第12期, 第13—22页。

Private Capital's Participation, Policy Stability and the Effects of Mixed Ownership Reform

HONGYANG LI*

(*Capital University of Economics and Business*)

MIN SHAO

(*Nankai University*)

Abstract In this paper we use Chinese firm-level data and PSM method to empirically

* Corresponding Author: Hongyang Li, Capital University of Economics and Business, No.121 Zhangjialukou, Huaxiang Fengtai District, Beijing, 100700, China; Tel: 86-13717666420; E-mail: lihongyanglhy@126.com.

analyze the effect of private capital's participation on SOEs' performance and explore policy stability's function. When the state doesn't relinquish, private capital's participation can promote SOEs' profitability, which can be lagged and lasting, but the effect of domestic private capital's participation is more significant than that of foreign capital. More stable policy can improve SOEs' profitability, stronger uncertainty will seriously deteriorate foreign invested SOEs' performance while it is insignificant for domestic private invested SOEs'.

Key Words mixed ownership reform, private capital, policy stability

JEL Classification D22, G32, F21