

Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2018.11.004

欢迎按以下格式引用:田利军,刘熙.混合所有制、内部控制与产权保护[J].重庆大学学报(社会科学版),2019(5):84-97.Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2018.11.004.

Citation Format: TIAN Lijun, LIU Xi. Mixed ownership, internal control and property rights protection [J]. Journal of Chongqing University (Social Science Edition), 2019(5): 84-97. Doi: 10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2018.11.004.

# 混合所有制、内部控制与产权保护

田利军,刘熙

(中国民航大学 经济与管理学院,天津 300300)

**摘要:** 产权保护是所有制的核心,是“混改”成败的关键。以2016年中国A股上市的238家混合所有制企业为研究样本,并使用PSM法选择配对样本,构建混合所有制、内部控制与产权保护的计量模型。研究发现,混合所有制企业并没有显著提高产权保护水平,“混改”深度、“混改”制衡度均与产权保护水平之间存在倒U形关系,即中等“混改”深度和“混改”制衡度更有利于产权保护。国有控股企业的产权保护水平高于非国有控股企业,而非国有控股股东有更好的制衡效果。良好的内部控制有助于提升产权保护水平,并在“混改”深度、“混改”制衡度与产权保护作用中存在显著的正向调节效应。文章丰富了内部控制经济后果的研究,为国有企业混合所有制改革在公司治理层面提供了相应的经验证据。

**关键词:** 混合所有制;内部控制;产权保护;国有企业;混合所有制改革

**中图分类号:** F235.99 **文献标志码:** A **文章编号:** 1008-5831(2019)05-0084-14

## 一、问题的提出

十九大报告为我们明确了新时代中国国有企业混合所有制改革(以下简称“混改”)的新方位和新标准。“混改”在政策上已然轰轰烈烈,但在实践上却步履维艰,其中缘由值得深思。除“混改”本身的复杂性、体制的掣肘、既得利益者的羁绊,产权保护也是一个不容忽视的深刻根源。德勤在2014年博鳌论坛的统计显示,80%的民营企业对国企改革方案持观望态度,60%的企业家选择“暂不参与国企混合所有制改革”(以下简称“混改”),对于参与的疑虑,66.7%的企业家担心“难有话语权,赔本赚吆喝”<sup>[1]</sup>。2006年光宇入股衢常铁路、2009年建龙败走通钢都是民营资本“混改”不堪回首的切肤之痛。其实国企对“混改”也是“战战兢兢,如履薄冰”,最近发生的中国铁物、中冶集

修回日期:2018-06-16

基金项目:天津市经济社会发展重大应急课题“天津民营企业参与国有企业混合所有制改革:制约因素与政策选择”(TJZD17-008);中央高校基本科研业务费项目中国民航大学专项“基于内部控制视角的航空安全治理理念变革与机制创新”(3122017054)

作者简介:田利军(1976—),男,天津人,中国民航大学经济与管理学院副教授,硕士研究生导师,会计学博士,主要从事内部控制、航空碳排放研究,Email: ljtian@cauc.edu.cn。

团贱卖国资、违规掏空则是所有国企高管不能承受之重。显然,产权保护不力已成为横亘在“混改”前面难以逾越的“鸿沟”。

混合所有制改革的核心是产权改革,《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》强调了以公平为核心的产权保护制度对推进国企混改及未来中国经济发展的战略价值。而外部产权治理规则会因为“法律软约束”<sup>[2]</sup>、惩罚滞后且代价高昂<sup>[3]</sup>等外生性原因决定了其最终要依靠微观企业的内部制度安排才能实现对投资者产权的过程保护。2016年中央经济工作会议及《关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》进一步指出,要“健全采购、投融资、营销等领域的内部控制机制”,“以制度保障国有产权和私有产权都不受侵犯”。内部控制本质上也是一种产权制度<sup>[4]</sup>,降低道德风险和不对称,实现激励相容的利益共享机制是内部控制要解决的核心问题。

混合所有制从“十五大”首次提出至今已有20个年头。那么已经进行的“混改”是否有效地进行了产权保护?“混改”的行为特征对产权保护水平有何影响?内部控制质量是否会影响混合所有制与产权保护之间的关系?这一系列问题的解答都极具现实意义。本文在四个方面对现有文献进行了有意义的拓展:(1)混合所有制企业并没有提高产权保护水平,其“先天不足”恶化了产权保护生态;(2)“混改”深度、“混改”制衡度均与产权保护水平之间存在倒U形关系;(3)国有控股企业的产权保护水平高于非国有控股企业,非国有控股股东有更好的制衡效果;(4)良好的内部控制有助于提升产权保护水平,并在“混改”深度、“混改”制衡度与产权保护作用中存在显著的正向调节效应。本文从产权保护的角度对混合所有制企业内部控制的作用和效果进行检验,丰富了内部控制经济后果的研究,为“国民共进”的国有企业改革从公司治理层面提供了相应的经验证据,也为社会资本投资参股提供重要参考。

## 二、理论分析与研究假设

对国企业营化经济后果的研究大体集中在企业生产效率<sup>[4]</sup>、风险承担水平<sup>[5]</sup>、创新效率<sup>[6]</sup>、投资水平<sup>[7]</sup>等视角,较少关注国企业营化与产权保护水平之间的关系研究。

### (一) 国企“混改”与产权保护

学界关于国企改革的动力主要包括以政府多元目标论和政治行为论为代表的产权学派和以委托代理理论为代表的管理学派。产权学派认为,企业产权决定组织效率,国有企业产权界定不清晰<sup>[8]</sup>,人事安排的“政商一体”<sup>[9]</sup>,政府“攫取之手”损害投资者利益保护,多元化的经营目标降低了国有企业的竞争力<sup>[10]</sup>。管理学派认为,国有企业的无效率是因为用国家租金激励机制来替代市场交易和利润激励体制<sup>[11]</sup>,缺乏对管理者的有效监督机制和激励机制<sup>[12]</sup>,导致经营决策的道德风险和机会主义行为。

众多学者发现,非国有经济比国有经济有更好的效率,比如民营企业有更好的企业活力和盈利能力<sup>[13]</sup>,外资企业则拥有更成熟的技术和先进的管理经验<sup>[14]</sup>。而且有证据表明国企部分或全部私有化提高了公司治理水平和企业活力<sup>[10]</sup>,改善企业绩效,提高了公司的价值<sup>[14]</sup>和企业创新能力<sup>[15]</sup>。作用机理包括混合所有制企业能够形成取长补短、相互促进的效应<sup>[16]</sup>,降低国企的政策性负担<sup>[17]</sup>,形成良好的企业创新生态<sup>[15]</sup>和灵活的市场应对机制和管理体制<sup>[17]</sup>。

那么国企的“混改”是否可以提高产权的保护水平呢?Alchian认为产权是包括转让权、使用权和收益权在内的权利束<sup>[18]</sup>。但当产权投资主体将资产注入企业,产权主体对资产的控制变成

通过企业代理人间接控制,此时投资者产权的内容则变为以企业内部收益权为主、以知情权和监督权为辅的权利束,资产的实际控制权和处置权被企业法人产权接收。混合所有制具有开放性、可调和性和兼容性,蕴含着特殊的价值和正能量<sup>[19]</sup>。社会资本的加入有助于充实运营资金,抑制政策性负担<sup>[4]</sup>。公私资本的交叉混合,明晰了产权,缩短了代理链条,形成一种取长补短、相互促进的效应<sup>[16]</sup>,进而提高企业绩效,保护投资人的收益权。混合所有制建立市场化的选人用人机制、“共创共享”的利益均衡机制和相互制衡的股权结构,避免“一股独大”,矫正企业的政治行为和制度摩擦,从根本上改善国有企业管理体系<sup>[20]</sup>,有利于提升企业信息披露质量,保护投资者的知情权和监督权。混合所有制企业把产权保护推到史无前例的高峰,是其他所有制形式无法比拟的。因此我们提出本文第一个理论假设。

H1: 国企“混改”有利于提高产权保护水平。

## (二) 国企“混改”深度与产权保护

所有制“混合”的深度影响企业控制权分配,体现政府“混改”的决心和诚意。如果“混合”只是象征性地出让部分股权比例,国资一股独大的格局难以实质性改变,民营资本的话语权得不到保障,中小股东无力参与公司治理和监督,企业也无法真正实现公司治理商业化、资本社会化和经理人职业化,国有大股东有动机也有能力围绕自己的战略意图制定企业经营决策,并通过隧道行为侵害小股东的权益,加大第二类代理成本<sup>[20]</sup>。国有企业深度混合可以形成多个非控股大股东,缓解、规避大股东自利性决策和资源错配,提高控股股东实施隧道掏空的阻力和违规成本,激活国企的经营机制,增强混合所有制企业自身的可持续发展能力和对非国有资本的吸引力<sup>[21]</sup>。深度“混改”是高质量“混改”的要件之一,如云南白药混合所有制改革引入新华都、江苏鱼跃等战略投资者,省国资转让了过半数的股权,给民营资本前所未有的话语权。“白药模式”混改充分激发民营资本活力,有助于实现体制机制的转换,提升企业效率。

那么,“混改”比例是不是越高越好?理论上讲也不尽然。中国大部分民营企业规模小、科技含量低、劳动密集程度高、生命周期短。民营企业虽然市场嗅觉灵敏,富有创新意识和风险意识,但公司治理结构不规范,产权在形式上“明晰”,但在家庭或自然人之间“模糊”,所有权与经营权没有实现真正意义上的分离,且经营不规范,财务信息透明度和真实性差。而外资企业尽管拥有资金和技术优势,但是在战略控制上无法突破资源和关系瓶颈及产业壁垒,在管理控制上要面对复杂的企业文化融合,在业务控制上纠结于长期资产投资与风险的权衡。因此社会资本参与“混改”更多是为了寻求政治保护、提升产品信任、打破行业准入、获取政治资源等“逐利”目的。社会资本可能比国有资本更加“唯利是图”的经营方式或许会恶化产权保护生态。郑国坚、蔡贵龙等<sup>[23]</sup>发现民营资本存在短期偏好,公司治理角色定位不准确,民营股东控股更有可能造成公司治理混乱和管理失控。因为当民营股东发现无法拒绝政策性负担和官员的“攫取”行为时,为了保护自身利益,民营股东有更强的掏空动机<sup>[24]</sup>。许为宾、周建<sup>[7]</sup>也认为社会资本有可能利用“混改”借机牟利,高盛控股双汇发展后近乎“吃光式分红”就是例证。而国有股东具备规模优势、政策优势、人才优势和更加完善的决策程序和严格的审计监督制度,为了维护企业声誉,在产权保护方面会有更好的担当。Wang<sup>[25]</sup>发现国有控股对投资者保护而言是一只“贡献之手”;邹晖<sup>[26]</sup>研究表明,国有股东比非国有股东有更高的投资者保护水平。因此完全民营化或过度民营化也不利于产权保护。因此,我们提出第二个假设。

H2: “混改”深度与产权保护之间存在倒U形关系,国有控股企业的产权保护水平高于非国有

控股企业。

### (三) 国企“混改”制衡与产权保护

即使在股权趋于分散的后股权分置时代,第二类代理冲突依然是公司治理的主要矛盾,国有股东的控制权私有收益“攫取”现象也依然存在<sup>[26]</sup>。如何抑制国有大股东利益侵占、赢取社会资本信任已经成为国企“混改”必须克服的难题。一直以来,股权制衡作为治理第二类代理问题的有效手段在发达资本市场备受推崇<sup>[27]</sup>,但对中国资本市场的研究还远未达成一致,代表性的结论有股权制衡存在正向治理效应<sup>[28]</sup>、无治理效应<sup>[29]</sup>、区间特征<sup>[30]</sup>和负效应<sup>[31]</sup>。

我们认为除了变量设计、样本选择、研究方法不同外,复杂的股权关系(一致行动人、关联方)、股权性质、法律保护环境都会影响股权制衡效果。但从治理逻辑和治理实践看,股权制衡应该是混合所有制改革的重要支撑条件<sup>[32]</sup>。国有股东因政策和资源优势,很容易获得核心地位,进而掌控剩余控制权和剩余收益权的配置权<sup>[33]</sup>。国有股东经营目标多元化,可能存在非效率投资。当缺乏积极的制衡股东时,高比例国有产权导致的政治行为、制度摩擦成本等负外部性问题会加剧大股东的“隧道行为”,中小股东因缺乏制衡能力而成为“待宰的羔羊”。在国有企业中增加社会资本比重,培养积极的非国有制衡股东会缓解企业的政策性负担和“所有权虚置”现象。民营股东为保护自身利益会加强对代理人的监督和激励,从而减少管理层的机会主义行为,抑制国有大股东隧道挖掘。在公司治理实践中,江铃汽车股份引进战略合作伙伴福特公司(占股32%),对大股东江铃控股(占股41%)适当制衡,形成了规范的管理运作体制。中国联通、东方航空在“混改”过程中,大幅度出让股权,引进战略机构投资者,形成协调运营、有效制衡的股权结构,建立利益共享、风险共担的市场化机制,成为国企“混改”的样本和典范。鉴于上述分析,我们提出本文的第三个假设。

H3:适当的“混改”股权制衡有利于产权保护,制衡股东为非国有股东产权保护效果更好。

### (四) 内部控制的调节效应

既然国企“混改”的突破口是产权保护,那么如何通过产权保护(尤其是微观制度设计),充分调动各类资本的积极性将是本轮国企改革成功与否的关键。内部控制的设计、运行和披露有助于出现或然状态时的产权界定。内部控制肩负的战略实现、经营效率、合法合规、财务真实和资产安全5个功能目标,实际上已经承担着为企业产权价值运动保驾护航的使命,显示了内部控制与产权保护间的关系逻辑<sup>[34]</sup>。内部控制制度安排促使投资人对不确定的未来形成合理的预期,激励产权主体有效供给商业资源。文献研究表明,高质量的内部控制可以减少会计应计盈余<sup>[35]</sup>,提升股价,降低债券的信用利差,降低贷款门槛,抑制非理性投资,进而提高企业价值<sup>[36]</sup>。

内部控制通过制度设计、制度运行和信息披露形成出资人的产权保护路径,其中制度设计通过治理机构、权责分配确立法人财产权,明确了股东、经理人、员工之间的权利和义务,形成对委托人和代理人最优化的激励和约束机制;内部控制运行通过预算控制、运营分析、绩效考核及系列指引刺激知识、技能、经验、资本等生产要素在企业内的有效供给,避免可能出现专用资产投资的“敲竹杠”行为,约束可能出现的“道德风险”;内部控制信息披露通过财务报告、内部信息传递等信息平台和沟通途径,形成信息沟通机制,向要素市场传递明确的标的公司质量信号,避免投资者的“逆向选择”,保护出资人的知情权,抑制风险传导效应,提高资源配置效率。因此,适当的“混改”深度和制衡度在良好的内部控制环境里会发挥更好的产权保护功能,二者交互作用的效果更为显著。据此,本文提出第四个假说。

H4:良好的内部控制有助于产权保护,并在“混改”深度、“混改”制衡度与产权保护作用中存在正向调节效应。

### 三、研究设计

#### (一)研究样本

本文以2016年中国A股上市公司作为初始样本,剔除金融类、财务异常类、非竞争性及数据缺失样本公司,手工整理混合所有制企业238家作为研究样本。为防止参数估计偏差,我们采用PSM趋势计分匹配法选择配对样本。分年度对公司规模、行业类型、所属地域、资产负债率进行Probit回归,使用最近邻匹配法为每家混合所有制企业匹配一个“混合”倾向得分最接近但又不符合我们“混改”定义的配对样本238个。按照配对非混合所有制企业238家,共计476个观测值。财务数据来自国泰安数据库,内部控制质量数据取自迪博的中国上市公司内部控制数据库。数据处理采用SPSS20.0和Excel。

#### (二)变量设计

##### 1.因变量

产权保护。产权保护按照治理规则的不同可以分为企业法人产权保护和投资者产权保护。企业法人产权保护主要依赖防止政府或特权阶层干预的政治制度、法律规范、会计准则、媒体中介等外部治理规则;而投资者的产权保护主要依赖公司治理和内部控制等制度设计和权责安排。国外实证文献多以外部治理规则作为产权保护水平的替代变量,国内研究多采用樊纲市场化指数中的法律保护指数,把政治制度、会计准则、媒体中介视为系统性规则。为综合衡量个体微观企业权利束的保障程度,我们在借鉴前人研究的基础上增加了以收益权、决策权和知情权为核心的投资者的产权保护,构建了产权保护综合指标体系。

表1 产权保护综合指标体系设计

一级指标	二级指标	指标代码	指标解释	指标方向
企业法人产权保护	市场化指数	Index	根据樊纲《中国市场化指数2014》采用指数平滑法预测2016年数据	+
投资者产权保护	收益权	ROE	股东报酬率=税后净利/平均股东权益	+
		DPR	股息发放率=每股股利/每股净收益	+
		CO	大股东占款=其他应收款/期末总资产	-
		RG	关联担保=关联担保额/期末净资产	-
	决策权	KBOD	南开董事会治理评价指数	+
		KBOM	南开监事会治理评价指数	+
		KTOM	南开经理层评价指数	+
		KSH	南开利益相关者指数	+
		AS	行政处罚次数	-
	知情权	KID	南开信息披露指数	+
ICO		内部控制审计意见	+	
FSO		财务报表审计意见	+	

## 2. 自变量

(1) 混合所有制。陈东等<sup>[37]</sup>将除单一所有制之外的工业企业视为混合所有制企业。吴万宗等<sup>[16]</sup>对混合所有制企业的界定是出资人同时包括国有资本和非国有有资本。李永兵等<sup>[15]</sup>、张晓玫等<sup>[38]</sup>则将前十大股东中既有国有资本又有非国有资本的上市公司定义为混合所有制企业。董梅生等<sup>[39]</sup>根据上市公司第一大股东的终极产权来划分企业类型。基于国企改革背景及意图,本文认为李永兵等<sup>[15]</sup>、张晓玫等<sup>[38]</sup>的划分更符合国资委混合所有制的定义,即由国有资本与社会资本混合而成的公司,是狭义概念。最主要的是混合所有制一定强调社会资本具有一定的话语权,如果占股比例极低,则难以形成与国有资本优势互补的协调效应和制衡效果。

(2) “混改”深度。“混改”深度体现在国有股释放的程度,本文借鉴李永兵等<sup>[15]</sup>的测度模型,采用国有股持股比例的倒数。国有股比例越低,其倒数越大,表明“混改”程度越高。

(3) “混改”制衡度。La Porta 等<sup>[40]</sup>把股权制衡界定为大股东持股比例达到 20% 的临界值。刘运国等<sup>[41]</sup>用第二至第五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值衡量股权制衡度。陈信元和汪辉<sup>[42]</sup>通过界定第一大股东和第二大股东的持股比例范围来认定股权制衡。刘星、刘伟<sup>[43]</sup>在股权制衡中增加了异质性股权条件。我们认为,多股东制衡关系复杂,效果不明显,积极活跃的二股东与大股东的持股比例关系更能代表制衡能力。另外我们也考察制衡股东股权性质对产权保护的作用。

(4) 内部控制。衡量内部控制有效性的指标包括内部控制自我评价报告或审核报告、内部控制缺陷、内部控制指数和内部控制指标体系等。深圳迪博的上市公司内部控制指数由专业研究机构发布,能够较为客观地反映公司的内部控制质量。本文采纳深圳迪博内部控制指数测度内部控制质量。

## 3. 控制变量

企业规模。池国华<sup>[44]</sup>证实公司规模与企业绩效显著正相关。企业规模影响治理结构、组织架构和信息披露,进而影响产权保护。

盈利能力。公司盈利水平影响产权保护能力,根据吴益兵等<sup>[45]</sup>的研究,盈利能力也是对企业内控质量产生重要影响的因素。因此需要对盈利能力加以控制。

成长能力。快速成长的企业更倾向主动加强产权保护,以树立正面形象,增强投资者信心。此外,公司成长性也会影响股票资本收益及其流动性。

财务杠杆。合理的负债水平可以减少代理成本,适度的财务杠杆会提高股票收益率,但过高的负债水平可能会增加破产风险<sup>[22]</sup>,引起投资人的强烈关注。

另外不同的行业和年度有不同的经营模式、获利水平和监管环境,因此我们还控制行业和年度因素变量。

### (三) 模型构建

根据本文提出的假设,采用 OLS 估计法,建立了四个计量模型:

#### 1. 混合所有制与产权保护的计量模型

$$PR = \beta_0 + \beta_1 \text{MIX} + \beta_2 \text{Ctr} + \varepsilon$$

#### 2. 国企“混改”深度与产权保护的计量模型

$$PR = \beta_0 + \beta_1 \text{PROP} + \beta_2 \text{PROP}^2 + \beta_3 \text{STATE1} + \beta_4 \text{MIX} \times \text{STATE1} + \beta_5 \text{Ctr} + \varepsilon$$

表2 变量定义一览表

变量类型	变量	变量代码	变量描述	预期符号
因变量	产权保护	PR	按照前述的产权保护指标体系,采用因子分析法计算每个样本产权保护的 综合得分。	
自变量	混合所有制	MIX	前5大股东中包括国有股东和非国有股东,且持股比例均超 过5%的公司界定为混合所有制企业为1,否则为0	+
	“混改”深度	PROP	$PROP = 1 / \sum R_j$ ,其中 $R_j$ 分别代表所有国有股	+
	控股股东性质	STATE1	当控股股东性质为国有时,STATE1取值为1,否则 STATE=0	+
	“混改”制衡度	EBD	第二大股东持股数量/第一大股东数量	+
	制衡股东性质	STATE2	当制衡股东性质为国有时,STATE2取值为1,否则 STATE=0	-
	内部控制	ICQ	迪博中国上市公司内部控制指数/100	+
控制变量	企业规模	Size	年末平均总资产取自然对数	+
	盈利水平	ROA	总资产报酬率=税后利润/平均总资产×100%	+
	成长性	Grow	营业收入增长率=(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业 收入	+
	财务杠杆	LEV	资产负债率=负债/总资产	-
	行业性质	Ind	按照证监会2012年颁布的行业分类指引	
	年度	Year	所处会计年度	

### 3. 国企“混改”制衡与产权保护计量模型

$$PR = \beta_0 + \beta_1 PROP + \beta_2 PROP^2 + \beta_3 EBD + \beta_4 EBD^2 + \beta_5 STATE2 + \beta_6 Ctr + \varepsilon$$

### 4. 内部控制的调节效应计量模型

$$PR = \beta_0 + \beta_1 PROP + \beta_2 PROP^2 + \beta_3 PROP \times ICQ + \beta_4 PROP^2 \times ICQ + \beta_5 EBD + \beta_6 EBD^2 + \beta_7 EBD \times ICQ + \beta_8 EBD^2 \times ICQ + \beta_9 Ctr + \varepsilon$$

为检验是否存在非线性关系,模型引入“混改”深度和制衡度的平方项。模型中 Ctr 为控制变量。

## 四、实证分析

### (一) 描述性统计与 T 检验

我们采用因子分析法计算每家样本公司的产权保护水平综合得分。表3显示,产权保护总样本均值为0.632,仍有很大的提升空间,公司间差异较大。样本观测值“混改”均值为2.941,即国有股平均占比34.3%,显示“混改”深度仍有很大的提升空间。54.6%的样本公司第一大股东为国有控股股东,略高于中国上市公司国有控股公司占比。第二大股东持股数量占第一大股东持股数量的比重均值为30.5%,混合制衡能力明显不足。69.8%的样本公司制衡股东为非国有股权,显示社会资本股东在公司治理中的定位普遍不高。样本公司内部控制均值为6.941,表明中国上市公司内部控制水平总体偏低。控制变量描述性统计显示,样本公司规模、总资产报酬率、主营业务收入增长率、资产负债率均值为21.112、6.1%、17.9%和42.8%,显示较为合理的财务状况、盈利能力、成长性和财务杠杆,但样本标准差都比较大。

表 3 变量的描述型统计

变量	N	均值	最大值	最小值	标准差
PR	476	0.632	0.877	0.213	0.331
PROP	476	2.941	11.904	1.135	5.178
STATE1	476	0.546	1.000	0.000	0.234
EBD	476	0.305	1.000	0.051	0.542
STATE2	476	0.698	1.000	0.050	0.327
ICQ	476	6.941	9.481	3.119	1.073
Size	476	21.112	27.998	19.087	1.213
ROA	476	0.061	0.587	-0.358	0.301
Grow	476	0.179	21.007	-0.869	0.724
LEV	476	0.428	1.548	0.028	0.224

将混合所有制企业与非混合所有制企业产权保护水平进行独立样本的 T 检验,考察两类企业是否存在显著性差异。结果显示(表 4),混合所有制企业的产权保护水平低于非混合所有制企业,但不具备统计意义上的显著性。

表 4 混合所有制企业与非混合所有制企业产权保护水平 T 检验

所有制形式	样本数量	产权保护	方差齐性检验	均值相等的 T 检验
		均值	F	T
混合所有制	238	0.621	1.140	-0.428
非混合所有制	238	0.643		

## (二) 相关性分析

为检验自变量对因变量解释能力及自变量间的相关性,我们对样本企业混合行为特征、内部控制质量、产权保护水平及控制变量进行皮尔逊相关性检验。表 5 显示,混合深度、第一大股东产权性质、“混改”制衡度、制衡股东性质、内部控制等自变量与产权保护存在显著相关性,初步印证假设 2、3、4。但混合所有制与产权保护无统计意义上的相关性,且混合所有制与内部控制显著负相关。这可能是混合所有制企业复杂的产权关系带来的价值取向、战略规划、文化观念、利益诉求的冲突降低了内部控制的有效性。总体上看,自变量对因变量具有一定的解释力,自变量间(含控制变量)的相关系数均小于 0.5,也就是说自变量间不存在严重的多重共线性,适合采用多元回归模型进行检验。

## (三) 回归分析

表 6 显示,4 个模型的 F 统计量分别是 9.984、12.901、19.339 和 13.923,显著性水平均达到 1%,模型的拟合优度较好,具有较好的解释力。模型 1 全样本回归结果表明,混合所有制与产权保护并不存在统计意义上的显著性,与样本均值的 T 检验结果相同。一方面说明中国资本市场的混合所有制企业混合质量较差,在民营资本所占比重较小的混合所有制企业中,民营资本决策灵活、反应迅速的优势难以发挥。在民营控股的混合所有制企业中,代价高昂的社会资本可能并没有得到相应的优质资源。政府基于自身利益出发,并没有从时间、空间和数量上把优质资源配置给“混合”公



司,真正推向市场“混改”的企业往往是“包袱”和“累赘”。“换汤不换药”或“先天不足”导致投资者收益权难以保证,决策权和监督权无法实施。假设1没有得到证实。

表5 变量的相关系数矩阵

	PR	MIX	PROP	STATE1	EBD	STATE2	ICQ	Size	ROA	Grow	LEV
PR	1.000										
MIX	0.507	1.000									
PROP	0.090 **	0.119 **	1.000								
STATE1	0.069 *	0.321 **	0.031 *	1.000							
EBD	0.128 ***	0.119 **	0.201 **	-0.101	1.000						
STATE2	-0.095 **	0.127 *	0.027	0.018 *	0.015	1.000					
ICQ	0.312 ***	-0.097 **	0.021 **	0.103 **	0.225 *	0.104	1.000				
Size	-0.458 ***	0.214	0.101	0.315 **	0.017	-0.101	0.207 **	1.000			
ROA	0.578 ***	-0.108 **	0.001 **	-0.203 **	0.124 **	0.106	0.341 ***	-0.102 **	1.000		
Grow	0.213 ***	-0.023 *	0.010	0.201	0.191	-0.042	0.048 ***	-0.088	0.111 ***	1.000	
LEV	-0.231 ***	-0.147 *	0.020	0.198 **	0.069	0.017	-0.201	0.461 ***	-0.449 ***	0.025	1.000

注: \*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示统计显著性水平为 10%、5%和 1%

模型2是238家混合所有制企业回归结果。样本企业产权保护水平与混合深度在5%水平上显著正相关,与混合深度的平方在5%水平上显著负相关。这基本印证了假设2,即:“混改”深度与产权保护之间存在倒U形关系,产权保护水平在一定范围内随着非国有股东持股比例的增加而增加,到达股份拐点后,随着社会资本持股比例的增加,产权保护水平反而下降。因为在极值之前,处于“劣势”地位的社会资本股东之间可能会对管理层和国有股“抱团监督”,其制衡行为表现为“利益协同效应”;在获取控制权后,民营资本可能会加剧“掏空”,其侵害行为更多体现为“壕沟防御效应”。根据极值点的求解得出国有股最优持股比例: $-b/2a = -10.338 / -(2 \times 16.078) = 32.14\%$ ,这个比例可以作为国企“混改”参考比例。第一大股东的国有产权性质在5%水平上与产权保护水平显著正相关,显示了国有企业的担当和社会责任。说明在混合所有制企业中,国有资本控股更有利于产权保护,而民营资本控股的混合所有制企业在接盘劣质国有资产后,为降低投资风险,选择通过“掏空”尽快收回投资成本。假设2得到验证。

模型3在模型2的基础上引入“混改”制衡度和制衡股东性质。回归结果显示,产权保护与“混改”制衡度、“混改”制衡度的平方项均在5%水平上显著正相关。这与我们的假设并不完全相符。这说明“混改”制衡应该有区间特征,在极值点之前,随着制衡股东持股比例的增加,制衡能力不断增强,可以抑制大股东的隧道挖掘行为,减少委托代理矛盾和交易费用,提高产权保护水平;当制衡股东持股比例超过极值时,各大股东均处于参股地位,都没有绝对决策权。股东间的信息不对称、利益诉求差异和过分自利行为可能产生不同资本间的貌合神离、信任认知、掣肘冲突。控制权分歧容易出现讨价还价现象和扯皮效应,影响决策效率,降低企业价值。大股东之间也可能合谋,共同侵犯中小股东的权益。因此“混合”制衡度应该有一个最优水平,按照极值点求解, $-b/2a = -2.337 /$

$-(2 \times 7.072) = 16.52\%$ ,这个比例则可以作为国企“混改”制衡股权结构的参考比例。制衡股东的国有性质与产权保护在 10%水平上显著负相关,也就是说非国有股东作制衡股东效果稍好一些。我们进一步把研究样本分为国有控股企业 and 非国有控股企业,发现“混改”制衡度与国有产权的交乘项在国有控股企业样本中没有通过显著性检验,而在非国有企业样本通过了 5%水平上的显著性检验<sup>①</sup>。这说明在混合所有制企业中,由于控股股东与制衡股东间的产权关联关系而缺乏制衡意愿,而异质性股权间的充分博弈可以提高决策的合理性和科学性。

表 6 模型回归结果

变量	模型 1 (全样本)		模型 2 (混合样本)		模型 3 (混合样本)		模型 4 (混合样本)	
	系数	T 统计量	系数	T 统计量	系数	T 统计量	系数	T 统计量
$\beta$	-1.211	-0.202	-1.218 *	-1.271	0.066 **	2.285	-1.218 *	-1.271
MIX	0.043	0.918						
PROP			10.338 **	2.561	5.433 **	2.795	7.101 **	2.528
PROP <sup>2</sup>			-16.078 **	-2.492	-10.101 **	-2.874	-12.658 **	-2.474
STATE1			0.135 **	2.733				
EBD					2.337 **	2.358	3.307 **	2.713
EBD <sup>2</sup>					-7.072 **	-2.451	-8.072 **	-2.651
STATE2					-2.345 *	-1.987		
ICQ							0.302 ***	4.118
PROP×ICQ							4.058 ***	3.158
PROP <sup>2</sup> ×ICQ							-7.911 ***	-3.174
EBD×ICQ							3.217 ***	3.992
EBD <sup>2</sup> ×ICQ							-9.141 ***	-4.657
Size	0.002 **	2.712	0.005 ***	3.712	-0.234 **	-2.113	0.018	1.005
ROA	0.165 ***	4.342	0.275 ***	5.783	0.166 ***	3.344	0.195 ***	7.038
Grow	0.259 **	2.782	0.015 ***	6.887	0.258 **	2.783	0.118 *	2.181
LEV	-0.219 **	-2.908	0.362 ***	3.979	-0.217 **	-2.761	-0.278 **	-2.103
Ind	控制		控制		控制		控制	
Year	控制		控制		控制		控制	
	$F = 9.984 **$		$F = 12.901 ***$		$F = 19.339 ***$		$F = 13.923 ***$	
	$R^2 = 0.169$		$R^2 = 0.181$		$R^2 = 0.274$		$R^2 = 0.242$	
	D-W = 1.887		D-W = 1.897		D-W = 1.894		D-W = 2.261	

注: \*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示统计显著性水平为 10%、5% 和 1%

<sup>①</sup>由于篇幅有限,本文没有给出控股股东性质分组回归结果。如果读者感兴趣,可以邮件索取, ljtian@cauc.edu.com。

模型4在模型3的基础上加入内部控制及其相关交乘项,模型解释力进一步提升。内部控制与产权保护在1%水平上显著正相关,说明良好的内部控制不但可以缓解代理问题,改善盈利水平,还可以提高公司透明度和公司治理水平。“混改”深度、“混改”深度的平方项与内部控制交乘项系数的显著性均小于5%,说明内部控制既调节了线性关系,也调节了倒“U”型关系。产权改革只是国企改革的第一步,完善以内部控制为特征的现代化企业管理制度对提升企业价值和产权保护水平至关重要。提高内部控制质量,可以帮助企业完善权责契约安排,减少契约各方间的摩擦和代理冲突,提高信息披露透明度,进而更好地保护投资者产权。混改制衡度与内部控制交乘项和混改制衡度的平方与内部控制交乘项也均通过了1%水平上的显著性检验,说明拥有良好内部控制的混合所有制企业能够更有效地维护产权结构,理顺产权关系,提升制衡能力和制衡意愿,厘清企业边界,防范利益掏空和利益侵害。假设4得到验证,内部控制为产权投资者平等行使决策权提供了良好的环境和程序支持,有助于提升产权保护水平,并在“混改”深度、“混改”制衡度与产权保护作用中存在显著的正向调节效应。

## 五、结论与启示

### (一) 研究结论

产权是所有制的核心,产权保护是推进混合所有制改革的必由之路。我们以2016年中国A股上市的238家混合所有制企业为研究样本,并使用PSM法选择配对样本238家,构建混合所有制、内部控制与产权保护的计量模型。研究发现,混合所有制企业并没有显著提高产权保护水平,中国资本市场的混合所有制企业“混合”质量较低,资产质量“先天不足”恶化了产权保护生态;“混改”深度、“混改”制衡度均与产权保护水平之间存在倒U形关系,即中等“混改”深度和“混改”制衡度更有利于产权保护。国有控股企业的产权保护水平高于非国有控股企业,非国有控股股东有更好的制衡效果。良好的内部控制有助于提升产权保护水平,并在“混改”深度、“混改”制衡度与产权保护作用中存在显著的正向调节效应。内部控制为产权投资者平等行使决策权提供了良好的环境和程序支持,混合所有制与产权保护的关系具有特定的情境依赖或个体差异。

### (二) 启示与建议

#### 1. “混改”标的选择优质资产

“混改”是国有产权与社会资本就存量资产的二次配置所展开的价值谈判与商业选择,先天逐利性决定了社会资本希望通过“混改”得到的增量股权属于收益稳定的优质资产。过去中国资本市场的“混改”没能提高产权保护水平是因为“混改”企业“先天不足”。新一阶段的“混改”,地方政府必须拿出诚意,主动剥离劣质资产招鸾引凤。国有资产估价过高会使“混改”成为“一锤子”买卖,引发民营资本的“冷酷策略”或“以牙还牙策略”。其他社会资本望而却步,“混改”大计会陷入“囚徒困境”。国有资产合理定价会催生正效应,投桃报李的社会资本才会口碑相传。

#### 2. 谨慎确定混合比例和混合对象

在加强外部法律监管的同时,企业自身的治理结构设计也是“混改”成败的关键点。“混改”股权出让比例要在“利益协同效应”和“壕沟防御效应”之间权衡,寻找最优股权结构。需要指出的是,

“混改”模式应该是多元的,没有普适标准,但异质性股权制衡效应得到较为普遍的认可。因此,在国有控股企业中,培养具有制衡能力和制衡意愿的非国有股东对提高产权保护水平、破解“混改”的“囚徒困境”意义重大。只有形成包容、开放的企业文化和统一的价值取向、宗旨目标及经营理念,混合所有制改革才能顺利推进。

### 3. 优化“混改”的控制环境和控制程序

产权制度改革是国企改革的其中一环,多元产权结构并不必然提高产权保护水平。而内部控制为“混改”的顺利推进提供控制环境和控制程序,通过制度设计、制度运行和信息披露,对产权转移及其价值实现过程中可能遇到的风险进行甄别、评估、转移、防范和控制,形成出资人的产权保护路径。良好的内部控制可以推进国企去行政化,强化契约精神和市场化导向。内部控制的利益共享机制可以在一定程度上保障非国有投资的话语权,催生职业经理人制度的人格化激励机制。

#### 参考文献:

- [1] 霍默静. 投票混合所有制: 等等看[N]. 金融时报, 2014-4-10(02).
- [2] 贺建刚, 刘峰. 司法体系、会计准则导向与投资者保护: 一项案例研究[J]. 会计研究, 2006(11): 8-15, 96
- [3] 刘启亮, 罗乐, 何威风, 等. 产权性质、制度环境与内部控制[J]. 会计研究, 2012(3): 52-61, 95.
- [4] 刘小玄. 民营化改制对中国产业效率的效果分析——2001年全国普查工业数据的分析[J]. 经济研究, 2004(8): 16-26.
- [5] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. 经济研究, 2013, 48(9): 112-124.
- [6] 钟昫珈, 张晨宇, 陈德球. 国企业营化与企业创新效率: 促进还是抑制?[J]. 财经研究, 2016, 42(7): 4-15.
- [7] 许为宾, 周建. 混合所有制、股权制衡与国企过度投资: 基于政治观和经理人观的解释[J]. 广东财经大学学报, 2017, 32(2): 53-62.
- [8] 张维迎, 马捷. 恶性竞争的产权基础[J]. 经济研究, 1999(6): 11-20.
- [9] 谢平, 罗雄. 泰勒规则及其在中国货币政策中的检验[J]. 经济研究, 2002(3): 3-12, 92.
- [10] 白重恩, 路江涌, 陶志刚. 国有企业改制效果的实证研究[J]. 经济研究, 2006(8): 4-13, 69.
- [11] 周其仁. 公有制企业的性质[J]. 经济研究, 2000(11): 3-12, 78.
- [12] 许小年. 银行不良资产: 成因与清理[J]. 改革, 1999(3): 12-14.
- [13] 刘小玄. 中国工业企业的所有制结构对效率差异的影响——1995年全国工业企业普查数据的实证分析[J]. 经济研究, 2000(2): 17-25, 78-79.
- [14] 王丽丽, 马连福, 张琦. 制度环境、混合所有制与公司价值[C]//中国管理现代化研究会, 复旦管理学奖励基金会. 第九届(2014)中国管理学年会——会计与财务分会论坛论文集. 中国管理现代化研究会, 复旦管理学奖励基金会, 2014: 13.
- [15] 李永兵, 袁博, 骆品亮. 混合所有制、业务创新与绩效表现——基于我国上市银行的实证研究[J]. 上海经济研究, 2015(10): 55-63.
- [16] 吴万宗, 宗大伟. 何种混合所有制结构效率更高——中国工业企业数据的实证检验与分析[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2016, 36(3): 15-25, 35.
- [17] 张辉, 黄昊, 闫强明. 混合所有制改革、政策性负担与国有企业绩效——基于1999—2007年工业企业数据库的实证研究[J]. 经济学家, 2016(9): 32-41.
- [18] ALCHIAN A A. Some economics of property rights [J]. IL Politico, 1965, 30(4): 816-829.
- [19] 李跃平. 回归企业本质: 国企混合所有制改革的路径选择[J]. 经济理论与经济管理, 2015(1): 22-25.

- [20] 田利军,陈甜甜.企业内部控制、社会责任与财务绩效[J].重庆大学学报(社会科学版),2015,21(2):75-82.
- [21] 马连福,王丽丽,张琦.混合所有制的优序选择:市场的逻辑[J].中国工业经济,2015(7):5-20.
- [22] 王连娟.我国家族企业产权安排的制度分析[J].经济问题,2004(11):9-11.
- [23] 郑国坚,蔡贵龙,卢昕.“深康佳”中小股东维权:“庶民的胜利”抑或“百日维新”?——一个中小股东参与治理的分析框架[J].管理世界,2016(12):145-158,188.
- [24] 涂国前,刘峰.制衡股东性质与制衡效果——来自中国民营化上市公司的经验证据[J].管理世界,2010(11):132-142,188.
- [25] WANG X Z, XU L X C, ZHU T.State-owned enterprises going public: The case of China [J].Economics of Transition, 2004,12(3):467-487.
- [26] 邹晖.国有上市公司投资者保护:基于控制权私有收益的检验[J].经济问题,2008(4):109-111.
- [27] JENSEN M C, MECKLING W H.Theory of the firm:Managerial behavior,agency costs and ownership structure[J].Journal of Financial Economics,1976,3(4):305-360.
- [28] 唐清泉,罗党论,王莉.大股东的隧道挖掘与制衡力量——来自中国市场的经验证据[J].中国会计评论,2005(1):63-86.
- [29] 高雷,何少华,黄志忠.公司治理与掏空[J].经济学(季刊),2006,5(4):1157-1178.
- [30] 黄建欢,李卓霖,尹筑嘉.混合所有制企业的股东利益冲突、股权混合模式与公司绩效[J].湖南大学学报(社会科学版),2017,31(1):68-74.
- [31] 徐莉萍,辛宇,陈工孟.股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J].经济研究,2006(1):90-100.
- [32] 宋文阁.混合所有制的逻辑:新常态下的国企改革和民企机遇[M].北京:中华工商联合出版社,2014:44.
- [33] 张文魁.混合所有制的公司治理与公司业绩[M].北京:清华大学出版社,2015:38.
- [34] 邓锡绵.产权保护、内部控制与风险管理[J].财会通讯,2011(35):42-43.
- [35] DOYLE J, GE W L, MCVAY S.Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting [J].Journal of Accounting and Economics,2007,44(1/2):193-223.
- [36] ASHBAUGH-SKAIFE H, COLLINS D W, KINNEY W R Jr.The discovery and reporting of internal control deficiencies prior to SOX-mandated audits[J].Journal of Accounting and Economics,2007,44:166-192.
- [37] 陈东,董也琳.中国混合所有制经济生产率测度及变动趋势研究[J].经济与管理研究,2014(6):33-43.
- [38] 张晓玫,朱琳琳.混合所有制公司的治理结构、高管薪酬和经营绩效——基于分行业的研究视角[J].金融经济,2016(2):153-155.
- [39] 董梅生,洪功翔.发展混合所有制经济的内在机制研究——基于产权改革视角[J].云南财经大学学报,2017,33(2):12-25.
- [40] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A.Corporate Ownership around the world[J].Journal of Finance,1999,54(2):471-517.
- [41] 刘运国,高亚男.我国上市公司股权制衡与公司业绩关系研究[J].中山大学学报(社会科学版),2007,(04):102-108,128.
- [42] 陈信元,汪辉.股东制衡与公司价值:模型及经验证据[J].数量经济技术经济研究,2004(11):102-110.
- [43] 刘星,刘伟.监督,抑或共谋?——我国上市公司股权结构与公司价值的关系研究[J].会计研究,2007(6):68-75,96.
- [44] 池国华,杨金,邹威.高管背景特征对内部控制质量的影响研究——来自中国A股上市公司的经验证据[J].会计研究,2014(11):67-74,97.
- [45] 吴益兵,廖义刚,林波.股权结构对企业内部控制质量的影响分析——基于2007年上市公司内部控制信息数据的检

验[J].当代财经,2009(9):110-114.

## Mixed ownership, internal control and property rights protection

TIAN Lijun, LIU Xi

(*School of Economics and Management, Civil Aviation University of China, Tianjin 300300, P. R. China*)

**Abstract:** Property right protection is the core of ownership, and at the same time it is the key to success or failure of mixed ownership reform. The paper takes 238 mixed ownership enterprises listed on A shares in China in 2016 as the research sample, and uses the PSM method to select paired samples, constructs the econometric model of mixed ownership, internal control and property rights protection. The study found that mixed ownership enterprises did not significantly increase property protection level; There is an inverted U relationship between the mixed depth, the degree of the balance of shares and property protection level, namely the medium mixed depth and shares balance degree is more conducive to the protection of property rights. The property protection level of state-owned control enterprises is higher than that of non-state holding enterprises, while non-state controlling shareholders are more appropriate to balance shareholders. Good internal control helps to raise the level of property rights protection, and internal control has a significant positive moderating effect on the depth of mixed, shares balance degree and the protection of property rights. This paper enriches the research on the economic consequences of internal control, and provides relevant empirical evidence for the reform of state-owned enterprises' mixed ownership at the level of corporate governance.

**Key words:** mixed ownership; internal control; property rights protection; state-owned enterprises; mixed ownership reform

(责任编辑 傅旭东)