

# 混合所有制改革对国有企业绩效的影响

朱静怡

(中国政法大学, 北京 100091)

**摘要:**以2012—2021年A股上市国有企业为研究对象,运用多元回归模型对国有企业改革效果进行实证研究。研究发现,实施混合所有制改革的公司绩效要优于其他国有企业;第一大股东属性、公司规模与总资产回报率之间存在显著的正相关关系,资本结构与总资产收益率呈负相关关系。通过对模型结果的分析发现,我国国有企业混合所有制改革还需要多方合力推进。

**关键词:**混合所有制改革; 国有企业; 企业绩效

## 0 引言

在国有企业改革中,“混合所有制改革”扮演了尤为关键的角色。党的十九大报告提出,深化国有企业改革、发展混合所有制经济及培育具有全球竞争力的世界一流企业。发展混合所有制形式的经济体制不仅能促进国有企业与民营企业的有机融合,推动企业的多元化发展,而且能有效解决国有企业活力不足的问题,加快国有企业建设步伐,为国有企业的持续发展注入新活力。“十四五”时期,我国要求激发各类市场主体活动,加快国有经济布局优化和结构调整。所以,深入开展国有企业混合所有制改革,对于提高国有企业整体运营绩效有着很大的现实意义。

当前,混合所有制问题作为深化我国经济体制改革的核心议题,已在理论界和政治界引发广泛关注和重视。从现有研究来看,国有企业改制势必会对其经营业绩造成一定的影响。新时期混合所有制的新内涵是什么、如何推进改革、“混”多少、什么样的股权结构更好等问题,都需要深入探讨。本文主要回答以下两个问题:①实行混合所有制的企业,其经营业绩是否优于未实行的企业?②如果混合所有制改革可以提

升企业业绩,那么业绩上升的原因是什么?本文选取2012—2021年A股上市国有企业作为研究样本,按照查阅文献、整理数据、提出假设、建立模型的思路,对上述问题进行实证研究。

## 1 文献综述

Ogabo等<sup>[1]</sup>通过使用描述性统计、相关矩阵和回归分析对48家英国公司的面板数据集进行观察,发现所有权结构对股本回报率具有正面影响,但不显著。“所有权集中度”(持股超过5%的管理层所有权虚拟变量)对股本回报率有积极影响;同时,女董事比例对公司业绩与股权结构具有双重效应。Zhao和Peng<sup>[2]</sup>认为,完善的法律监管制度对于遏制国有控股股东的非法占有起到较大的作用。Wang和Liang<sup>[3]</sup>以国有制造业混合所有制企业为研究样本,选取2014—2016年的数据进行回归分析。结果表明,在混合所有制企业中,只有当第一大股东比例在20%~50%之间时,高管股权激励政策才与企业成长呈正相关关系;而股权结构过于分散或过于集中的企业,需要寻求其他激励措施。Liao<sup>[4]</sup>通过选取25家港航企业2016—2018年数据,研

究了我国港航企业非国有资本占比与企业社会效益的关系。结果表明，盈利能力较强的港口企业，其混改意愿较低；只有在国有企业经营规模达到一定规模后，双方才能形成混改共识，即公司的社会效益越好，越有利于公司股权结构向非国有股方向优化，取得企业社会效益的突破。Liao 和 Yu<sup>[5]</sup>分析世界领先的综合性航运企业集团的股权结构、公司治理、产业合作和商业模式，认为构建多元化的股权结构，积极吸纳合适的企业投资者，同时注重引进上下游行业主体及先进的管理理念、风险管理技术，可以提高航运公司的治理和管理水平，对公司绩效产生积极影响。

李小芳<sup>[6]</sup>以安徽省为例，综合分析了国有企业的优劣势、国有企业混改模式、安徽国有企业混改过程及国有企业混改的内外部影响，并以安徽古井酒店为例进行了实证分析。刘启亮等<sup>[7]</sup>以沪深两市的上市公司为例，从纵向比较的角度出发，对我国国有企业混改现状进行了实证分析。结果表明，混改后的公司治理结构并未得到显著改善，因此提出应提高非国有股东对公司治理的关注度。许晨曦等<sup>[8]</sup>对2003—2017年国有企业进行了实证研究，发现国有企业改革可以有效地抑制过度投资，提高投资效率，保证我国国有资本的合理利用。这在垄断行业和不完全以市场为导向的地区尤其如此。为了提高国有企业的投资效率，需要根据不同行业、不同地区的国有企业市场化程度，制定相关政策。毛新述和张博文<sup>[9]</sup>通过对沪深上市国有企业盈余管理进行实证分析发现，在减少政府代理费用、减轻政府负担等情况下，混改可以有效遏制国有企业的盈余管理动机，从而为国有企业实现高质量、可持续发展指明了一个新方向。颜欣<sup>[10]</sup>通过构建多元线性回归模型并以2009—2018年在我国深沪上市的部分国有企业为研究对象，研究混合所有制改革对国有企业绩效的影响程度，发现混合所有制改革对国有企业绩效和竞争力产生了正向影响，且对东部地区国有企业绩效的正向作用大于对西部地区国有企业绩效的

影响，由此提出要在继续深化推进国有企业混合所有制改革前提下逐步协调东西部发展，不断健全竞争机制。

从现有文献来看，国内对混合所有制改革的研究以案例分析为主，实证分析中所考虑的影响因素还不全面。因此，本文在借鉴前人的研究理论上，构建了混合所有制改革对企业绩效的回归方程模型，为推进我国国有企业混合所有制改革提供理论依据。

## 2 假设提出

### 2.1 实行混合所有制改革，可以提高国有企业经营业绩

国有企业与民营企业融合是国有企业改革的一个方向，也是国有企业参与市场竞争的主要手段。这使得国有企业放弃政府的关系网，参与自由市场竞争。在我国实行混合所有制改革之前，由于国有企业经营方式、股权结构单一，经营绩效不佳。混合所有制改革能极大地改善国有企业的资金流动性，并有效解决国有企业效率低下、机制不健全等问题。对此提出假设1：

H1：混合所有制改革可提高国有企业业绩。

### 2.2 混合所有制改革背景下，产业属性影响公司业绩

非竞争型国有企业作为整体集团的优质资产，特别是在非竞争性产业领域，具有较强的盈利能力。所以，混改后，非竞争型国有企业经营业绩并无明显改变。与之形成鲜明对比的是，竞争型国有企业在体制上更为市场化，必须承担起经济法律责任，面临市场竞争的优胜劣汰。所以，在混合所有制改革后，其经营业绩会发生显著的改变。对此提出假设2：

H2：与非竞争型国有企业相比，竞争型国有企业的业绩提高更为明显。

## 2.3 混合所有制改革背景下，股权结构影响公司业绩

从股权结构的角度来看，非国有资本可以进入国有企业，投资主体呈现多元化。这一趋势使国有企业的运营效益得到了提高、市场活力得以激发。此外，非国有资本具有很强的市场经济性质，对国有企业业绩提高起到积极作用。国有资本通过对资金的流动和技术创新的影响，使国有企业组织和监管模式得到最优化。对此提出假设3：

H3：国有资本持股比例的变化与国有企业经营业绩具有明显的相关性。

## 3 实证分析

### 3.1 样本选取

本文以2012—2021年为样本区间，参照中国国有企业混合所有制改革的代表性案例，选取其中已经进行混合所有制改革的国有企业，其余国有企业作为未进行混合所有制改革的样本。为了确保数据的准确性和结论的普适性，将ST公司和金融公司排除在外。

### 3.2 变量选取

(1) 因变量。公司的经营绩效主要通过其市值和会计收益来衡量。托宾Q指的是公司股票市值与股票价值之间的比率。但是，我国股票市场市场化尚不充分，托宾Q在国内的应用范围有限。因此，本文采用会计利润指标衡量企业业绩，其中包括资产收益率(ROA)、净资产收益率(ROE)和营业利润率(OPR)。ROA和ROE是衡量公司业绩的重要指标，但是ROE中的分母只包含了股东权益，而ROA能更好地体现公司的资金使用效率。OPR是企业经营成果占总销售额的百分比，可以充分反映企业或行业的经营效率。然而，有些公司缺乏利润数据，在进行比较时有一定的局限性。通过对比，最终选择ROA作为评价公司业绩的指标。

(2) 自变量。在探讨我国国有企业股权结构时，从股权集中度角度出发，分别采用第一大股东持股比例(CR1)和赫芬达尔-赫希曼指数(HHI)及Z指数作为衡量标准。H指数是各市场竞争者在整个行业中所占有的产业总额或总资产的比例之和，用以衡量市场份额的变动，也就是厂商在市场中的分散程度。H指数越接近1，说明公司的竞争越弱，垄断性越强。与之相反，指数愈接近0，则表示公司竞争越激烈，越趋于完全竞争市场。Z指数指的是公司的第一大股东与第二大股东持股比例的比值。Z指数越高，对大股东的约束就越小。

(3) 控制变量。企业本身的经营状况会直接或间接地影响企业价值，为了克服以上因素对模型的影响，选取以下控制变量：公司规模(Size)，以总资产的自然对数来表达；资本结构(Leverage)，以资产负债率来衡量。

变量及其描述见表1。

表1 变量及其描述

变量类型	变量符号	变量描述
自变量	ROA	资产收益率：净利润/总资产
	CR1	第一大股东持股比例：第一大股东持股数/总股数
	H5	前五大股东持股比例平方和
控制变量	Z	第一大股东与第二大股东持股比例的比值
	Size	公司规模：总资产的自然对数
	Leverage	资本结构：负债总额/资产总额

### 3.3 描述性统计分析

混改国有企业和非混改国有企业主要变量描述性统计结果分别见表2、表3。从表2、表3可以看出，国有企业混改后的经营状况要优于未进行混改的国有企业。通过对CR1、H5两个指标进行对比发现，当前实行混改的国有企业多处在垄断行业。Z指数较小，是因为企业受到多方控制，因此第一大股东受到的制衡较大。实施混改的国有企业的规模和资本结构比非混改国有企业大。

**表2 混改国有企业主要变量描述性统计结果**

变量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
ROA	0.034 446	0.029 263	0.233 558	-0.335 154	0.002 306
CR1	33.499 635	34.681 200	67.796 000	0.065 500	0.737 194
H5	0.156 640	0.128 862	0.481 692	0.000 001	0.005 263
Z	9.690 865	3.707 400	179.926 300	1	0.756 755
Size	22.951 661	22.688 717	28.415 914	18.810 147	0.058 967
Leverage	0.550 327	0.561 988	1.698 120	0.083 704	0.008 228

数据来源：CSMAR 国泰安数据库。

**表3 非混改国有企业主要变量描述性统计**

变量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
ROA	0.030 686	0.029 028	7.445 077	-2.070 982	0.001 102
CR1	30.194 037	29.123 400	89.093 000	0.011 300	0.173 778
H5	0.135 281	0.100 179	0.794 212	0	0.001 220
Z	15.508 420	4.566 150	18 529.924 000	1	1.819 021
Size	22.143 352	21.900 679	31.191 253	0	1.646 589
Leverage	0.510 355	0.510 463	8.611 787	0.010 269	0.002 241

数据来源：CSMAR 国泰安数据库。

### 3.4 回归结果分析

本文在深入剖析国有企业混合所有制改革的基础上，构建了我国上市公司股权结构与经营绩效的多元回归模型

$Y_t = \alpha_i + \beta_1 CR1 + \beta_2 H5 + \beta_3 Z + \beta_4 Size + \beta_5 Leverage + \varepsilon$

式中， $Y_t$  为企业业绩；CR1、H5 为股本结构；Size 为公司规模；Leverage 为资本结构； $\alpha_i$  为截距项； $\beta_i$  为各变量的待估因子； $\varepsilon$  为随机干扰项。使用 Stata 软件对数据进行 OLS 多元回归分析，结果见表4、表5。

**表4 模型回归结果**

变量	全体	样本1	样本2
_cons	-0.106 276 8 *** ( -3.51)	-0.017 280 9 ( -0.54)	-0.539 503 6 ( -5.16)
CR1	0.001 547 4 *** (3.68)	0.001 404 7 *** (3.36)	-0.000 845 8 ( -0.24)
H5	-0.244 537 9 *** ( -4.25)	-0.225 248 5 *** ( -3.98)	0.145 328 1 (0.22)
Z	-0.000 190 9 ( -1.43)	-0.000 23 ( -1.59)	-0.000 255 7 ( -0.79)

(续)

变量	全体	样本1	样本2
Size	0.007 235 7 *** (5.17)	0.004 879 3 *** (3.44)	0.029 114 5 *** (5.20)
Leverage	-0.137 983 6 *** ( -11.56)	-0.129 547 *** ( -10.94)	-0.203 355 3 *** ( -3.99)

注：括号内为  $t$  值；\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。下同。

**表5 White 检验**

样本1 White 检验	样本2 White 检验
chi2 (5) = 16.51	chi2 (5) = 14.79
Prob > chi2 = 0.005 5	Prob > chi2 = 0.011 3

注： $P$  值均大于 0.05，说明扰动项不存在异方差<sup>[11]</sup>。

所有样本的回归分析表明，在衡量公司股权集中度的指标中，第一大股东持股比例与 ROA 呈显著正相关关系，表明第一大股东的属性对公司经营业绩有正面影响。H5 指数与 ROA 存在显著的负相关关系，表明竞争市场对公司业绩的改善更为有利。Z 指数对 ROA 的影响也是负向的，表明随着大股东持股减少，公司控制权制衡会增强，而其他股东的权力也会随之

增强，从而防止“一股独大”。

在样本1回归结果中，CR1和H5与ROA相关系数均在1%水平上显著。在这个样本中，国有股份占50%以上，为绝对控股。由于目前我国实施混合所有制改革的大多是垄断行业的企业，其规模和经济效益相对较大，因此结果要显著于样本2。

在样本2进行回归结果中，发现股权集中度对公司经营业绩没有明显影响，在这一样本中，国有持股比重小于50%，为相对控股。在实行混合所有制后，国有股权比例下降，企业经营业绩主要取决于内部治理和重大事项决策。

此外，无论是所有样本，还是样本1和样本2，公司规模与ROA之间都存在显著正相关关系，资本结构与ROA之间存在负相关关系，规模经济确实存在。适当扩大公司规模，合理配置资源，降低负债率，会对公司的经营业绩产生积极影响。

通过回归分析发现，我国上市国有企业的股权集中度对其绩效具有显著的影响。因此，要合理确定股权集中度和股权比例。

### 3.5 稳健性检验

为了丰富研究层次，保证结果的稳健性，本文利用替换因变量的方法，对模型进行稳健性检验。用净资产收益率替换资产收益率，带入模型，结果见表6。稳健性检验结果与前期实证结果的区别在于，部分变量的系数及其显著性发生了一定程度的变化，但主要变量的结果与前期结果基本一致，说明模型具有稳健性。

**表6 稳健性检验结果**

变量	全体	样本1	样本2
- cons	-0.809 591 2 *** ( -3.64)	-0.252 046 6 ** ( -2.97)	-0.810 502 4 *** ( -3.61)
CR1	-0.001 602 9 ( -0.21)	0.002 356 5 * ( -0.21)	-0.001 198 4 ( -0.16)
H5	0.253 131 2 (0.18)	-0.428 313 2 * ( -3.98)	0.161 272 7 (0.12)

(续)

变量	全体	样本1	样本2
Z	-0.000 350 3 ( -0.51)	-0.000 246 5 ( -0.51)	-0.000 158 2 ( -0.23)
Size	0.042 151 2 *** (3.54)	0.016 437 8 *** (3.44)	0.041 595 0 *** (3.46)
Leverage	-0.212 543 1 * ( -1.96)	-0.150 865 5 *** ( -4.84)	-0.194 157 6 ( -1.77)

## 4 对策建议

本文从分类监管、股权重构和完善内部治理结构3个角度，对国有企业混合所有制改革提出建议。

### 4.1 将国有企业进行分类监管

国有企业的类型不同，那么采取的方法也不同。公益类国有企业要注重成本控制和管理服务质量，降低成本，优化产品质量，提升生产效率；商业一类国有企业要把主营业务和经营业绩可持续发展作为重点，大力推动混合所有制改革，加快产权多元化、资本证券化、价值最大化；商业二类国有企业要重视资本运营能力与风险管理，最大限度地提升融资能力、改善经营绩效、控制风险。

### 4.2 国有企业按类型进行股权重构

不同类型的国有企业，在股权结构方面存在一定差异，公益性企业应采取国有绝对控制的方式。

对于不能开展连锁经营的，一般采用政府采购的办法，强化对产品和服务的监管。商业一类国有企业市场化程度较高，其进入、退出障碍较少，因此，民营资本较多地参与进来。这类国有企业可面向社会资本，通过上市、合资、资产重组等多种形式突破所有制界限，吸引更多资金进入，形成核心竞争力。商业二类国有企业具有一定的政策性功能，应采取国有资产相对控股的方式。在监管股权结构方面，可以通过列举行业准入负面清单，把战略安全等行业纳入其中，暂时不向公众开放。

### 4.3 国有企业完善内部治理结构

作为国有资本的直接载体，国有企业要想获得更大的经济效益，必须不断的优化和完善自身经营管理制度。

首先，通过股东大会来确定董事会的组成与人员，使其成员结构更加合理，并在一定程度上提高独立董事的比例；同时，要不断健全董事会的考核机制，使董事会能够更好地发挥作用，做出科学、合理的决策，确保工作高效。

其次，通过市场手段选拔和管理高层管理者，吸纳优秀人才。经理人经营公司，通过自己的能力和表现来增加公司的经济效益，并得到合理的报酬，不带行政色彩。政府要发挥好服务功能，帮助营造公平的市场环境。企业要严格考核经理人，并建立健全绩效考核机制。

最后，建立合理的薪酬体系，对管理者形成激励。该薪酬体系包括基本报酬、绩效报酬和长期报酬，并且强化了长期激励约束，以避免管理者的短期行为。根据员工的工作业绩，对其进行合理的薪酬调整，并将其与员工持股制度相结合，有效调动员工的积极性，推动公司长远发展。

## 5 结语

本文以 2012—2021 年 A 股上市国有企业为研究对象，运用多元回归模型对国有企业混合所有制改革的影响因素进行了分析。研究发现，实施混合所有制改革的国有企业，其绩效要优于其他国有企业；第一大股东属性、公司规模与总资产回报率之间存在显著的正相关关系，资本结构与总资产收益率呈负相关关系。针对模型结果，本文提出相关建议：①将国有企业进行分类监管；②将国有企业按类型进行股权重构；③完善公司治理结构。

### 参考文献

- [1] OGABO B, OGAR G, NUIPOKO T. Ownership structure and firm performance: the role of managerial and institutional ownership-evidence from the UK [J]. American Journal of Industrial and Business Management, 2021, 11 (7): 859-886.
- [2] ZHAO C, PENG H. The tunneling of state-owned controlling shareholders and the incentive of professional manager in the mixed ownership reform of Chinese [J]. Modern Economy, 2018, 9 (11): 1839-1852.
- [3] WANG X, LIANG H. Equity incentive and growth of executives in mixed ownership enterprises listed manufacturing enterprises based on state-owned holdings [J]. Open Access Library Journal, 2019, 6 (3): 1-14.
- [4] LIAO B. Empirical analysis on optimizing mixed reform ratio of port and shipping companies in China [J]. Modern Economy, 2020, 4 (11): 848-856.
- [5] LIAO B, YU S. Research on the ownership structure optimization and corporate governance improvement of China's large state-owned shipping company after integration [J]. American Journal of Industrial and Business Management, 2019 (9): 1983-1994.
- [6] 李小芳. 国有企业混合所有制改革对企业绩效的影响：以吉井酒店为例 [J]. 广西民族师范学院学报, 2020, 37 (5): 83-86.
- [7] 刘启亮, 李祎, 彭璐瑶. 国有企业混合所有制改革的现状与思考 [J]. 财会月刊, 2020 (23): 7-11.
- [8] 许晨曦, 金宇超, 杜珂. 国有企业混合所有制改革提高了企业投资效率吗? [J]. 北京师范大学学报 (社会科学版), 2020 (3): 148-160.
- [9] 毛新述, 张博文. 国有企业混合所有制改革与真实盈余管理 [J]. 财务研究, 2020 (5): 15-28.
- [10] 颜欣. 混合所有制对国有企业绩效提升研究: 基于国有企业面板数据实证分析 [J]. 社会科学家, 2020 (10): 104-111.

收稿日期: 2023-12-01

作者简介:

朱静怡, 女, 1999 年生, 硕士研究生, 主要研究方向: 内部审计、司法审计、内部控制。