

国有股权能够为民营企业带来好处吗？ ——基于中国上市公司的实证研究

余 汉¹, 杨中仑², 宋增基¹

(1. 重庆大学 经济与工商管理学院, 重庆 400030; 2. 西南财经大学 金融学院, 四川 成都 610074)

摘 要: 民营企业参政所产生的政治关联效应已受到广泛关注, 但民营企业中的国有股权是否也具有政治关联效应还有待进一步证实。文章以中国民营控股上市公司为样本, 研究了国有股权在民营企业中的政治关联效应和作用机制。研究发现: 民营企业中的部分国有股权能够为其发展获取更多的经济资源与发展机会, 因为国有股权可以依靠其与政府的体制关联为民营企业的发展提供声誉担保; 与此同时, 这些融资便利与经济资源能够进一步提升民营企业的经营业绩。文章拓展了公司政治关联领域的研究文献, 为进一步全面理解中国经济转型时期政治关联对企业的影响提供了一个新的视角。

关键词: 非控股国有股权; 政治关联; 民营控股公司; 企业绩效

中图分类号: F276.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2017)04-0109-11

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.2017.04.009

一、引 言

伴随着我国经济总量的快速增加, 民营企业已经成为社会进步和经济发展的重要推动力量与主要组成部分。民营经济吸纳了70%以上的全国就业人数, 创造的生产总额和缴纳的税收都占全国总额的60%以上(王钦敏, 2015)。但是, 民营企业在蓬勃发展的背景下仍面临着融资约束、资源短缺以及股权设置不合理等问题, 其发展状况和生存环境也存在较大的不确定性(李姝等, 2014)。而非控股国有股权在民营企业中所起到的作用恰好能有效地帮助民营企业解决以上问题, 并突破发展“瓶颈”(宋增基等, 2014)。

民营企业拥有的“政治关联”是目前公司金融研究领域里学者们关注的热点。事实上, 公司政治关联同贪污、行贿等概念并不能同等看待, 它是企业积极与国家行政机关建立的一套沟通机制, 也是企业与各级政府之间形成的一种在制度环境有待完善的情况下正式(或非正式)的特殊关联。从现有关于我国非公有制企业政治关联的学术文献归纳来看, 大量学者的研究成果集中在企业家参政方面。例如, 徐业坤等(2013)指出民营企业通过企业家参政的方式建立与政府的关联, 是在产权保护制度不健全、法律环境不完善的情况下形成的一种替代保护机制; 肖浩和夏新平(2010)同样认为, 在当前地方经济制度不健全的环境下, 民营

收稿日期: 2016-02-29

基金项目: 国家社会科学基金项目(14BGL047); 国家杰出青年基金(70525005)

作者简介: 余 汉(1988—), 男, 重庆人, 重庆大学经济与工商管理学院博士研究生;

杨中仑(1978—), 男, 重庆人, 西南财经大学金融学院博士研究生;

宋增基(1965—), 男, 河南南阳人, 重庆大学经济与工商管理学院教授, 博士生导师。

企业通过政治参与便能与地方政府建立联系,以免其产权受到政府掠夺。李四海和陈祺(2013)研究发现,在经济发展相对落后的地区,由于产权保护水平低下、政府干预力度较大,民营企业家有更强烈的参政意愿。此外,已有部分研究表明,建立了政治关联的民营企业更容易从政府机构获得经济资源和各种好处(潘越等,2009;罗党论和魏翥,2012;李莉等,2013;谢家智等,2014;郑建明等,2014)。

关于政治关联的现有研究大多集中于企业家和高管的政治参与或者与政府官员的私人联系上,即个人层面上的政治关联。实际上,还有一种颇为重要的政治关联途径被大部分学者忽视了。宋增基等(2014)研究发现,在我国的民营企业中普遍存在这样一种现象,即在所有权结构安排中刻意引入部分国有股权,甚至有些民营企业通过“逆向收购”的方式保留了部分国有股权。国有股通常是由国家最高行政机关授权的部门或机构持有(代持),或者授权由地方行政机关进行分配,而国有股控股的公司带有非常明显的政府色彩。因此,如果民营企业含有非控股国有股权,则在无形中与政府建立了一种紧密的联系。在我国由中央集权体制向市场经济体制转型的进程中,政府仍是市场的重要参与者,它不仅通过直接控股企业参与市场经营,同时也是市场的监督者与管理者,对于关乎国计民生的重要行业以及稀缺资源设立层层“门槛”与准入限制,而同样带有国家背景的企业获得了政府更多的优惠与便利。因此,如果民营企业保留或引入部分国有股权,则会给自身增添某些政府色彩,这将在一定程度上帮助企业在获取资源等方面占据优势。因此,在民营企业中含有的非控股国有股权可视为政治关联的重要途径,它带来的诸多好处也值得进一步研究。陈建林(2015)研究表明,在家族企业中,非控股国有股权与家族所有权具有互补效应,能够有效提升企业的绩效。Adhikari等(2006)针对马来西亚上市公司的研究表明,在基于关系的经济体中,国有股权的政治关联能够降低企业所缴纳有效税率的水平。

然而,上述研究仅停留在国有股权作用的一般性探讨。对于民营企业中含有的非控股国有股权的股东行为及其作用效果,学术界的研究相对少见。本文将民营企业中含有的非控股国有股权的政治关联效应及其作用机制进行了理论分析和实证检验,得到如下结论:民营企业中含有的非控股国有股权可以帮助公司更容易获得信贷资源和发展机会,进而促使民营企业提升经营业绩。本文可能的创新之处在于:将民营企业中含有的非控股国有股权视为一种重要的政治关联渠道,并从理论与实证的角度探讨这种关联机制建立的动因及效果,从而拓展了民营企业政治关联的研究,为进一步全面理解中国经济转型时期政治关联对企业的影响提供了一个新的视角。

二、理论分析与研究假设

(一)民营企业中非控股国有股权的政治关联作用机制

目前,我国经济面临转型升级,由于未能形成一套将企业商业活动与政府政治行为相分开的机制(Detomasi,2008),各级政府机构实际上对大多数资源进行控制,并依靠官僚阶层实施,从而形成了市场垄断(刘瑞明和石磊,2011)。而代表国家利益的国有股权实际上却缺乏有效持股主体,在特殊的“委托—代理”制度下,政府官员甚至是其指定任命的代理人代为行使出资人权力,因而国有股权天然就与政府具有紧密的联系。虽然有部分研究已经证实,中国的民营企业在公司治理与运营方面更具灵活性并存在某些优势(武立东等,2016),然而在现有的制度环境下,国有股权依然在资源获取、多元化投资和产权保护等企业生存发展方面具备天然的优势。由于政府是企业外部利益的重要相关者,因此引入部分国有股权可以

看作是民营企业寻求政治联系的关键性策略。

实际上，政治关联是企业对产权保护与商业利益的根本诉求，同时也是企业谋求社会资本、寻求法律庇护以及介入政治的重要途径，其理论内涵决定了相关研究的复杂性与必要性（钱先航和徐业坤，2013）。Wang(2015)实证发现，在经济发展比较落后、政府干预较为严重以及司法效率低下的地区，民营企业寻求政治联系的意愿就会很强烈。这主要是与中国人际关系中的“差序格局”有关（杨玉龙等，2014）：人们往往会从关系的亲疏出发，并以此来确定相应的处事方式与态度。同样，对于掌握企业发展所需大多数资源的政府来说，其在资源的分配上，也难免会受到这种因素的影响。因而构建与政府的联系就成了企业发展的重要方略，特别是在当前法律与经济制度不完善的情况下，寻求这种替代保护机制，将有助于民营企业获取发展所需的各种资源。

已有的研究表明，政治关联对公司财务业绩具有一定程度的提升作用，其原因在于：声誉机制作为一种正式机制能够补充并有效抑制道德风险问题（叶康涛等，2010），从而有助于公司进行融资（谢家智等，2014），同时可使公司免于遭受政府侵占并获取各种稀缺资源（肖浩和夏新平，2010；郑建明等，2014），甚至可以在一定程度上减轻公司的税收负担（罗党论和魏翥，2012），而且当公司因经营不善而陷入破产边缘时，能够得到来自政府机构的救助（潘越等，2009）。张铎和宋增基(2016)指出，一方面非控股国有股权不仅拉近了企业与政府的关系，帮助企业在一定程度上克服司法体系的缺陷，使其得到更有效的产权保护，为其获取所需资源提供一定的便利，同时也为企业发展营造良好的“软环境”；另一方面，非控股国有股权同样具有逐利性，为了追求利益的最大化，政府将在一定程度上让渡给企业更多的发展资源，民营企业便与政府机构形成了一种“共生关系”。就获取金融机构贷款来说，含有非控股国有股权的民营企业大多可以“享受”堪比国有企业的优惠政策：首先，非控股国有股权能够在某种程度上削弱因信息不对称(*Asymmetric Information*)而产生的国有金融机构对民营企业长期以来形成的信贷歧视。由于民营企业财务信息不够透明（姚耀军和董钢锋，2014），银行等金融机构在贷款审批时花费的成本较高，因而更愿意与国有大型企业进行合作，就会对民营企业产生信贷歧视的现象（郭娜，2013）。因此民营企业引入部分国有股权也在一定程度上表明了公司具有比较强大的实力，进而传递出它得到了政府背书的信号，通过非控股国有股权所带来的这种信息传递（魏峰和沈坤荣，2009），使银行更加信任这类企业，从而降低了企业的融资成本（苟琴等，2014）。其次，非控股国有股权能够在制度层面为民营企业提高声誉，同时也提供了一种隐性的国家担保。即便这样的公司因经营问题而陷入危机，政府有关部门通常出于共同的利益，也会在关键时刻挺身而出，从而帮助公司渡过难关。

从民营企业进入壁垒行业的视角来看，对于像金融、矿产和交通等国家严格管制的垄断性产业领域，民营企业想要涉足其中，就必须经过政府的严格审批。谢琳等(2012)对民营企业涉及壁垒行业进行了实证研究并发现，与经济发达国家相比，我国的垄断壁垒大多是由于政府对进入企业的行政与制度限制，从而造成垄断性行业的进入“门槛”较高，民营企业要想涉及上述行业，就必须与国家管制部门搞好关系。因此，具有国有股关联的民营企业就有更多的优势。由此，本文提出假设 1：

假设 1a：民营企业中含有的非控股国有股权可以帮助公司更容易获得信贷资源；

假设 1b：民营企业中含有的非控股国有股权可以帮助公司更容易获得进入高壁垒行业的机会。

(二) 民营企业中非控股国有股权的作用效果

以往研究中关于企业政治关联对公司绩效影响的焦点主要集中于“政府干预说”(Bou-bakri等,2008;邓建平和曾勇,2009;Zhang等,2015)或是“政府扶持说”(Li等,2008;罗党论和刘晓龙,2009;Wu等,2012)。“政府干预说”认为,与政府过于紧密的关系容易使企业受政府影响或干预过重,导致企业重心不在如何提高经营绩效同时又负担较高的寻租成本,致使公司绩效下降;“政府扶持说”则认为,企业凭借与政府的关系能够获得更多有利的资源并为发展提供动力,从而促进企业价值的提高。也有学者认为将政治关联的背景区分后,这两种影响方式都可能存在于企业中(杜兴强等,2009)。可见,理论界对此还未能得出一致的结论。本文则从企业通过政治关联获得有利的信贷资源及发展机会出发,探讨民营企业的政治关联所带来的作用效果是否有价值,即非控股国有股权帮助公司获得的信贷资源与发展机会是否有利于公司绩效的提升。

众所周知,融资难问题一直是制约民营企业发展的重要因素,由于对私有产权的长期歧视(陈耿等,2015;Zhao和Lu,2016),加上民营企业本身规模较小、风险承担能力较弱,银行等信贷机构往往宁愿贷款给绩效差的国有企业,也不愿意贷给民营企业(肖泽忠和邹宏,2008),致使民营企业发展受限于资金的支持。因而相对于没有政治关联的企业来说,民营企业通过非控股国有股权帮助其获得银行信贷资源,将极大地为其解决缺乏资金支持的难题,为民营企业发展生产、规模扩张或技术创新提供动力。另外,连军等(2011)指出,这种来自银行的债务成了企业的“硬约束”,迫使企业积极提高经营效率以还本付息,从而有利于企业绩效的提高。从进入壁垒行业来看,由于我国的稀缺资源主要由政府控制,而一些重要行业则由少数国有企业垄断经营(刘小玄和张蕊,2014),因此,如果民营企业获取了进入高壁垒行业的资格,就能分享这些行业的超额利润,相比于没有进入这些行业的同类企业来说,更有可能获取超额利润从而提升企业绩效。同时,民营企业进入壁垒行业经营也是多元化战略实施的一部分(胡旭阳和史晋川,2008),有利于企业分散经营风险,实现资源的有效配置从而提高企业价值。罗党论和刘晓龙(2009)研究发现,民营企业进入壁垒行业的程度越深,对于企业绩效提升的作用则越显著。由此,本文提出假设2:

假设2:民营企业中含有的非控股国有股权帮助公司获得的信贷资源与发展机会有利于公司绩效的提升。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

我们选取2009—2014年中国A股上市的民营公司为研究样本,利用国泰安(CSMAR)数据库中的中国民营上市公司子数据库,根据民营化方式这一选项剔除国有上市公司通过股权转让而成为民营企业的样本(因为这些公司在进行股权转让之前已有比较复杂的政治关联)。将上述样本按以下原则进行整理并剔除:(1)被ST、PT处理的公司;(2)金融、保险行业的公司;(3)信息披露不完整的公司。最后,共得到1643个观测样本(317家样本公司)。其中,公司所有权数据、会计数据以及模型中的控制变量数据来源于国泰安(CSMAR)数据库和万德(Wind)数据库。另外,根据各地发改委或政府官方网站提供的资料,我们手工收集并整理了各省区支柱产业的相关数据。

(二) 计量模型与变量说明

和以往大多数研究不同,本文对于政治关联的刻画通过民营企业中含有的非控股国有

股权来表现,具体有以下两个指标:(1)是否含有非控股类型的国有股(SE):如果公司前十大股东中含有非控股国有股东时则赋值为 1,否则为 0;(2)非控股国有股比例(SER),等于公司前十大股东中非控股国有股本总数除以公司前十大股东的股本数之和。我们进一步区分了非控股国有股的持股主体:政府部门(包括行业主管部门、国资委和国有资产管理公司)与普通的国有企业。

对于假设 1a(民营企业中含有的非控股国有股权可以帮助公司更容易获得信贷资源)和假设 1b(民营企业中含有的非控股国有股权可以帮助公司更容易获得进入高壁垒行业的机会),使用的回归模型分别为:

$$LOAN_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SE_{it}(SER_{it}) + \alpha_2 TA_{it} + \alpha_3 PR_{it} + \alpha_4 FA_{it} + \alpha_5 GR_{it} + \alpha_6 LT_{it} + \alpha_7 PL_{it} + \alpha_8 CI_{it} + YR + IND + \epsilon_{it} \quad (1a)$$

$$Prob(BAR_{it} = 1) = \alpha_0 + \alpha_1 SE_{it}(SER_{it}) + \alpha_2 TA_{it} + \alpha_3 PR_{it} + \alpha_4 FA_{it} + \alpha_5 GR_{it} + \alpha_6 LT_{it} + \alpha_7 PL_{it} + \alpha_8 CI_{it} + YR + IND + \epsilon_{it} \quad (1b)$$

在上述模型中,我们考察了民营企业中含有的非控股国有股权对其获取金融资源以及进入壁垒行业能力的影响,被解释变量分别为银行贷款占总资产的比例($LOAN$,等于长短中期借款之和除以公司总资产)和是否进入壁垒行业(BAR ,如果公司进入存在高壁垒的行业则赋值为 1,否则为 0)。模型(1a)使用一般的线性模型进行回归分析。由于模型(1b)中被解释变量是否进入壁垒行业(BAR)为哑元变量,因而使用 *Logistic* 模型。关于行业壁垒的度量,本文借鉴了罗党论和赵聪(2013)以及陈斌等(2008)的研究。 i 表示不同时间上的公司, t 则表示不同的年度。上述两个模型的控制变量一致,具体如下:(1)公司规模(TA),等于公司总资产的对数值;(2)盈利能力(PR),等于公司息税前利润除以公司总资产;(3)固定资产(FA),等于公司净固定资产除以公司总资产;(4)公司成长性(GR),等于公司当年销售总收入与公司上年销售总收入之差除以公司上年销售总收入;(5)上市时间(LT),为公司的上市年数;(6)支柱性产业(PL):哑元变量,如果公司是当地支柱产业则赋值为 1,否则为 0;(7)终极控制强度(CI),等于公司前十大股东中终极控股股东持股总数除以非控股国有股东持股总数。此外,引入年份(YR)和行业(IND)这两个哑元变量以控制年度和行业的固定效应。年份(YR)以不同的年度进行设定:当样本观测值属于该年度时则赋值为 1,否则为 0;行业(IND)则依据证监会于 2001 年颁布的《上市公司行业分类指引》中的行业分类进行设定:当公司处在该行业时则赋值为 1,否则为 0。

对于假设 2(民营企业中含有的非控股国有股权帮助公司获得的信贷资源与发展机会有利于公司绩效的提升),使用的回归模型为:

$$ROA_{it}(ROE_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 LOAN_{it}(BAR_{it}) + \alpha_2 TA_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 PR_{it} + \alpha_5 FA_{it} + \alpha_6 GR_{it} + \alpha_7 LT_{it} + \alpha_8 PL_{it} + \alpha_9 CI_{it} + YR + IND + \epsilon_{it} \quad (2)$$

在上述模型中,我们考察了民营企业获取的金融资源以及进入壁垒行业对公司绩效的影响,被解释变量为企业绩效变量 ROA 和 ROE 。其中,总资产回报率(ROA),等于公司净利润除以公司平均资产总额;净资产回报率(ROE),等于公司净利润除以公司所有者权益。在公司特征变量方面,引入了财务杠杆(LEV ,等于公司总负债除以公司总资产)。其他控制变量与模型(1a)和模型(1b)相同。

四、实证结果及分析

(一)分组的单变量分析

在进行多变量分析之前,以民营企业中是否含有非控股国有股权为依据对所涉及的变量数据进行了分组 *T* 检验,检验结果如表 1 所示。

表 1 显示,含有非控股国有股权样本组与未含有非控股国有股权样本组中的 *ROA* 和 *ROE* 的 *t* 检验值均在 1% 水平上显著。表明含有非控股国有股权的民营企业的平均绩效水平要显著高于未含有非控股国有股的公司。同时,含有非控股国有股权的公司 *LOAN* 和 *BAR* 均与未含有非控股国有股权的公司差异在 5% 水平上显著。实际上,非控股国有股权存在于民营企业中可能传递了一种得到政府背书与担保的信号。在实际的工作中,出于担保能力及政策支持考虑,国有银行等金融机构往往更愿意贷款给国有企业,而民营企业则面临较大的信贷歧视,因而民营企业中含有的非控股国有股权作为一种非正式的替代机制,也在某种程度上减轻了金融机构的疑虑,从而有助于民营企业获取金融资源。另外,对于涉及国计民生及国家经济战略安全的行业,我国政府往往会限制

表 1 变量分组的均值 *T* 检验

	含有非控股国有股权组	未含有非控股国有股权组	差值	<i>t</i> 检验值
公司绩效变量				
ROA	0.085	0.021	0.064	2.368***
ROE	0.163	0.047	0.116	2.429***
公司资源变量				
LOAN	0.612	0.105	0.507	2.234**
BAR	0.341	0.068	0.273	2.085**
公司特征变量				
TA	23.990	17.581	3.409	1.988**
LEV	0.682	0.493	0.189	1.562*
PR	0.048	0.032	0.016	1.437*
FA	0.468	0.301	0.167	1.402*
GR	0.134	0.119	0.015	1.231
PL	0.502	0.269	0.233	2.136**
CI	—	—	—	—
LT	8	5	3	1.132

注: *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上统计显著,后面各表与之相同。

市场准入而将其设置壁垒,以限定于得到政府信任的企业。因此,除国有企业外,混合所有制企业在进入垄断行业时,要比单纯的民营企业在制度和逻辑上更容易得到政府部门的信任与接受。根据上述分析可以看出,变量的分组检验初步支持本文所提出的假设 1 和假设 2。

(二)变量的相关性检验

在对各研究变量进行回归分析之前,我们对其进行了 *Pearson* 相关性检验。表 2 给出了变量之间的相关系数。

表 2 研究变量的 *Pearson* 相关系数

变量	ROA	ROE	LOAN	BAR	SE	SER	TA	LEV	PR	FA	GR	PL	CI	LT
ROA	1													
ROE	0.136***	1												
LOAN	0.034***	0.081**	1											
BAR	0.205***	0.062***	0.047	1										
SE	0.153**	0.117*	0.148**	0.199***	1									
SER	0.148**	0.229**	0.165**	0.174**	0.029***	1								
TA	0.157**	0.036*	0.027**	0.141**	0.042	0.038	1							
LEV	0.053	0.119	0.024	0.069	0.215	0.081	0.154	1						
PR	0.022**	0.071***	0.155*	0.046*	0.181	0.013	0.125*	0.077	1					
FA	0.089*	0.134*	0.072**	0.021*	0.033	0.045	0.094**	0.062	0.013	1				
GR	0.184	0.054	0.121	0.139	0.206	0.054	0.177	0.096	0.146*	0.218	1			
PL	0.215**	0.133*	0.240**	0.087**	0.136*	0.179*	0.015*	0.168	0.043	0.207	0.059	1		
CI	0.041	0.098	0.152	0.067	0.035	0.130	0.015	0.046	0.151	0.095	0.012	0.174	1	
LT	0.232	0.076	0.103	0.062	0.087	0.014	0.189	0.084	0.036	0.142	0.244	0.053	0.022	1

我们通过表 2 可以看出,国有股权变量(*SE* 和 *SER*)与公司资源变量(*LOAN* 和 *BAR*)至少在 5% 水平上显著正相关,这初步支持了假设 1; 并且,国有股权变量与公司绩效变量

(ROA 和 ROE)至少在 10%水平上呈显著正相关关系,从而为假设 2 的进一步研究提供了基础。另外,通过表 2 还能够看出,变量 *PL* 与我们所要研究的被解释变量间均存在较为显著的正相关关系,这说明“是否为当地支柱性产业”是一个比较重要的控制因素。而其他控制变量之间,除 *PR*、*FA*、*PL* 与 *TA* 有一定相关性外,其他基本上与国有股权变量间并不具有显著的相关关系,这说明本文定义的控制变量之间存在较强的独立性。也就是说,后文将要进行的多元线性回归分析基本上不受变量的自相关问题影响。

(三)多元回归分析

1. 非控股国有股权对公司经济资源获取的影响

表 3 检验了非控股国有股权对民营控股公司获取经济资源的影响。从列(1)与列(2)可以看出,*SE* 的系数在 5%水平上显著为正,且 *SER* 的系数在 1%水平上显著为正。该结果表明,民营企业如果含有非控股国有股权则更有可能获取银行贷款,且非控股国有股权比例越高,相应的信贷支持也越大。从列(3)与列(4)可以看出,如果公司中含有非控股国有股权或非控股国有股权的比例较高,那么民营企业进入垄断行业的可能性也较大。因此,本文所提出的假设 1a 和假设 1b 成立。

表 3 非控股国有股权对公司经济资源获取的影响

变量	LOAN		BAR	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>SE</i>	0.163** (2.05)		0.083*** (11.09)	
<i>SER</i>		0.029*** (2.56)		0.045*** (10.36)
<i>TA</i>	0.048** (1.93)	0.044** (1.93)	0.108* (4.61)	0.017* (4.54)
<i>PR</i>	0.056*** (2.57)	0.103*** (2.45)	0.051(1.70)	0.094(2.27)
<i>FA</i>	0.172** (2.26)	0.085** (1.78)	0.253* (4.85)	0.472** (5.16)
<i>GR</i>	0.085(0.94)	0.127(1.14)	0.024(1.51)	0.116(1.71)
<i>PL</i>	0.071** (1.81)	0.158*** (2.65)	0.163* (3.80)	0.046*** (10.43)
<i>CI</i>	0.046(1.19)	0.052(0.92)	0.059(1.69)	0.163(1.44)
<i>LT</i>	-0.023(-1.06)	-0.086(-0.79)	-0.107(-1.34)	-0.068(-1.12)
<i>YR&IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Adj.R²</i>	0.189	0.234		
<i>F Value</i>	16.361***	18.576***		
<i>Nagelkerke-R²</i>			0.192	0.206
<i>Percentage Correct</i>			81.5	78.9
<i>Observations</i>	1 643	1 643	1 643	1 643

2. 经济资源获取对公司绩效的影响

为了进一步说明非控股国有股权为公司带来的金融机构贷款及进入壁垒行业机会的同时,能否为民营企业带来绩效方面的提高,并以此来判定非控股国有股权为公司带来的经济资源是否有效,我们参照了 Harvey 等(2004)的研究,通过建立联立方程组,并使用 3SLS 估计法对模型进行回归分析。该方法在完全考虑各方程之间相关性的前提下控制了内生性影响,以便我们对具体参数进行确定。回归模型设定如下:

$$\begin{cases} ROA_{it} = a_0 + a_1 LOAN_{it} (BAR_{it}) + a_2 TA_{it} + a_3 LEV_{it} + YR + IND + \mu_{it} & (3a) \\ LOAN_{it} (BAR_{it}) = b_0 + b_1 ROA_{it} + b_2 PR_{it} + b_3 FA_{it} + b_4 GR_{it} + b_5 LT_{it} & (3b) \\ + b_6 PL_{it} + b_7 CI_{it} + YR + IND + \nu_{it} \end{cases}$$

在上述模型中,先依据民营企业是否含有非控股国有股权将样本公司分为两组,然后使

用 3SLS 估计法对两个方程进行回归。若 LOAN 和 BAR 的系数显著为正,则能够充分地说明随着公司获取金融机构贷款的增加或进入高壁垒行业可能性的提高,公司绩效也会得到显著地提升;反之亦然。回归结果见表 4 和表 5。

表 4 非控股国有股权、银行贷款与公司绩效(ROA)

变量	含有非控股国有股权组		未含有非控股国有股权组		差异性检验 <i>Chow Test F-Statistic</i>
	ROA (1)	LOAN (2)	ROA (3)	LOAN (4)	
LOAN	0.839 *** (2.56)		0.364 *** (2.39)		2.837 *** (2.44)
TA	-0.421 *** (-2.40)		-0.167 *** (-2.46)		
LEV	0.826(0.43)		0.334(0.17)		
ROA		0.267 *** (2.49)		0.512 *** (2.37)	
PR		0.086 *** (2.41)		0.038 *** (2.46)	
FA		0.415 *** (2.56)		0.247 *** (2.39)	
GR		0.186(1.08)		0.254(0.95)	
LT		0.265(0.87)		0.073(0.93)	
PL		0.132 * (1.56)		0.474 ** (1.96)	
CI		0.081(0.92)		0.126(0.87)	
YR&IND	控制	控制	控制	控制	
Adj.R ²	0.115	0.256	0.107	0.243	
F Value	26.854 ***	24.339 ***	28.268 ***	27.157 ***	
Observations	771	771	872	872	

表 5 非控股国有股权、进入壁垒与公司绩效(ROA)

变量	含有非控股国有股权组		未含有非控股国有股权组		差异性检验 <i>Chow Test F-Statistic</i>
	ROA (1)	BAR (2)	ROA (3)	BAR (4)	
BAR	0.738 *** (2.72)		0.485 *** (2.48)		2.914 *** (2.87)
TA	-0.264 *** (-2.63)		-0.128 *** (-2.99)		
LEV	0.427(0.70)		0.312(0.37)		
ROA		0.225 *** (12.52)		0.207 *** (9.03)	
PR		0.216 *** (8.40)		0.094 ** (4.76)	
FA		0.167(1.22)		0.125(1.81)	
GR		0.194 *** (9.29)		0.216 *** (10.15)	
LT		0.116 * (2.89)		0.253 ** (5.17)	
PL		0.239 * (2.65)		0.334 ** (3.92)	
CI		0.053(1.19)		0.075(1.24)	
YR&IND	控制	控制	控制	控制	
Adj.R ²	0.121		0.118		
F Value	24.378 ***		25.591 ***		
Nagelkerke-R ²		0.259		0.232	
Percentage Correct		77.6		78.5	
Observations	771	771	872	872	

从表 4 中的列(1)与列(3)可以看出,LOAN 的系数在 1%水平上显著为正,这说明银行贷款能为公司带来业绩提升。在含有非控股国有股权组中,LOAN 的系数为 0.839,显著高于未含有非控股国有股权组中 LOAN 的系数 0.364,且在差异性检验中高度显著。这表明含有非控股国有股权的民营企业是因为能够获取更多的金融机构贷款而使得公司业绩得以提升。从列(2)与列(4)可以看出,ROA 的系数均在 1%水平上显著为正,这说明公司绩效与银行贷款之间虽然具有一定的内生性,但我们使用的 3SLS 估计法能够有效地控制这一影响。同理,表 5 的结果与表 4 类似,BAR 的系数也在 1%水平上显著为正,且在含有非控股国有股权组中的 BAR 的回归系数为 0.738,显著大于未含有非控股国有股权组中 BAR 的回归系数 0.485,并在 1%水平上通过差异性检验,这表明含有非控股国有股权的民营企业因为更容易进入较高壁垒的行业而具有更高的企业绩效。综上所述,表 4 和表 5 的回归

结果验证了非控股国有股权为公司带来的金融机构贷款及进入壁垒行业机会能够提升其经营业绩,也就是说,民营企业中的非控股国有股权的作用效果是有价值的,即假设 2 得以证实。另外,我们对企业绩效变量 *ROE* 也进行了相似的检验,回归结果并无明显不同。由于篇幅所限,该表格被省略了。

(四)内生性检验

如前文所述,民营企业中含有的非控股国有股权因为能帮助企业获取银行贷款及进入高壁垒行业而有助于企业提高绩效,即非控股国有股权与企业绩效正相关。然而需要考虑的是,企业绩效高的民营企业是否更容易吸引国有股权的入股呢?为了排除变量间因内生性问题而带来的影响,故选取 *Heckman* 二阶段备择模型进行检验。

首先,借鉴 *Chen* 等(2011)以及 *Xu* 等(2013)的研究,对非控股国有股权进行考察。在中国,一个省区的制度环境通常是影响民营企业建立国有股权这种政治关联渠道的关键性因素,所以我们建立了如下的 *Logistic* 回归模型:

$$\text{Prob}(PC=1) = \alpha_0 + \alpha_1 INS_{it} + \alpha_2 TA_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 GR_{it} + \alpha_5 PL_{it} + \alpha_6 CI_{it} + \alpha_7 LT_{it} + YR + IND + \epsilon_{it}$$

在该模型中,*PC* 为政治关联变量 *SE* 和 *SER*; *INS* 表示该地区的制度环境,选用王小鲁等(2013)编制的“减少政府对企业的干预”指数对其进行度量;而其他控制变量则与前文的回归模型基本一致。通过上述第一步回归预测,我们得出了国有股权变量的估计值 (*PSE* 和 *PSE*),并计算出逆米尔斯比率 (*Inverse Mill's Ratio*);第二步则代入非控股国有股权影响企业绩效的模型中,结果如表 6 所示。

根据第一步的回归结果(如列(1)和列(3)显示),制度环境变量 *INS* 的系数均在上述回归中显著为负,这说明在地方政府对企业干预程度越大的省区,民营企业就越有动机引入部分国有股权以建立政治关联。列(2)和列(4)则为民营上市公司绩效(在此考查的是 *ROA* 指标)的回归结果,加入逆米尔斯比率以控制自选择问题后,政治关联变量(*PC*)的系数仍在 5%水平以上显著为正,表明民营企业中含有的非控股国有股权确实能带来公司业绩的改善,且上述回归模型不受内生性问题的困扰。

表 6 非控股国有股权影响企业绩效 *Heckman* 回归结果

变量	SE		SER	
	(1)第一步	(2)第二步	(3)第一步	(4)第二步
<i>INS</i>	-0.034*** (-2.41)		-0.029*** (-2.33)	
<i>PC</i>		0.081*** (2.75)		0.063** (2.11)
<i>TA</i>	0.029(1.03)	0.049(1.14)	0.021(1.16)	0.062(1.08)
<i>LEV</i>	0.051(0.99)	0.077(1.23)	0.047(0.86)	0.091(0.89)
<i>GR</i>	0.048* (1.58)	0.078* (1.47)	0.062* (1.50)	0.072* (1.39)
<i>PL</i>	0.082** (2.02)	0.081*** (2.63)	0.078*** (2.57)	0.072*** (2.88)
<i>CI</i>	0.036(0.68)	0.031(0.99)	0.042(0.81)	0.041(0.94)
<i>LT</i>	-0.033(-0.76)	-0.026(-0.97)	-0.075(-0.66)	-0.052(-0.69)
<i>YR&IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Inverse Mill's Ratio</i>		0.643* (1.42)		0.215** (2.27)
<i>Observations</i>	1 643	1 643	1 643	1 643
<i>Pseudo R²</i>	0.05	0.06	0.04	0.07

五、结论与政策含义

现有研究表明,民营企业家参政作为企业政治关联的机制可以为企业带来各种各样的好处,进而能够提升公司业绩。本文以新的研究视角,将民营企业中含有的非控股国有股权看作另外一种重要的政治关联途径,并在理论分析的基础上实证检验了这种政治关联机制的作用机理。研究表明,民营企业中含有的非控股国有股权可以帮助公司更容易获得信贷资源,同时可以帮助公司更容易获得进入高壁垒行业的机会;而且这些融资便利与经济资源进一步提升了公司的业绩。

本文的研究结论有着深刻的政策含义。当前,民营企业虽然发展迅速,但与国有企业相比,仍无法摆脱严重的“所有制歧视”,突出表现在融资约束与高壁垒行业门槛等方面,这些问题的存在严重地制约了民营企业的良性发展。民营企业家为了克服这些困难,在当前依靠正式制度诉求无门的情况下,就不得不寻求一些制度之外的替代机制来解决。在民营企业中,非控股国有股权恰好可以作为一种有效的政治关联机制,为民营企业在融资、高壁垒行业的进入方面起到一定程度的声誉“担保”或制度“背书”。这种作用根植于国有股权的性质,它能够为民营企业部分抵消其所面临的“所有制歧视”。

因此,未来的企业改革方向应该在制度层面彻底消除民营企业所背负的“枷锁”,给予民营企业堪比国有企业相同的成长环境,而不是鼓励民营企业家在正式制度之外寻找一些替代机制来换取企业的发展空间。当前,国家相继颁布了企业混合所有制改革的方针政策,这些政策的出台都为民营企业的长久发展提供了某种制度上的保障。然而,我们也应清醒地认识到,对民营企业的歧视不会在短期内完全消失,因为这种歧视深深地根植于社会、金融机构以及政府管理部门,要想彻底消除这种所有制方面的歧视,还应从社会观念上进行彻底的改变。

主要参考文献:

- [1]陈建林. 家族所有权与非控股国有股权对企业绩效的交互效应研究——互补效应还是替代效应[J]. 中国工业经济, 2015, (12): 99—114.
- [2]李莉, 高洪利, 顾春霞, 等. 政治关联视角的民营企业行业进入选择与绩效研究: 基于2005—2010年民营上市企业的实证检验[J]. 南开管理评论, 2013, (4): 94—105.
- [3]连军, 刘星, 杨晋渝. 政治联系、银行贷款与公司价值[J]. 南开管理评论, 2011, (5): 48—57.
- [4]刘小玄, 张蕊. 可竞争市场上的进入壁垒——非经济垄断的理论和实证分析[J]. 中国工业经济, 2014, (4): 71—83.
- [5]罗党论, 赵聪. 什么影响了企业对行业壁垒的突破——基于中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2013, (6): 95—105.
- [6]宋增基, 冯莉茗, 谭兴民. 国有股权、民营企业家参政与企业融资便利性——来自中国民营控股上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2014, (12): 133—147.
- [7]谢家智, 刘思亚, 李后建. 政治关联、融资约束与企业研发投入[J]. 财经研究, 2014, (8): 81—93.
- [8]姚耀军, 董钢锋. 中小银行发展与中小企业融资约束——新结构经济学最优金融结构理论视角下的经验研究[J]. 财经研究, 2014, (1): 105—115.
- [9]张铎, 宋增基. 国有股权对私有产权保护水平的影响研究[J]. 管理学报, 2016, (12): 1873—1881.
- [10]Adhikari A, Derashid C, Zhang H. Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2006, 25(5): 574—595.
- [11]Boubakri N, Cosset J C, Saffar W. Political connections of newly privatized firms[J]. Journal of Corpo-

- rate Finance, 2008, 14(5): 654—673.
- [12]Chen C J P, Li Z, Su X, et al. Rent-seeking incentives, corporate political connections, and the control structure of private firms: Chinese evidence[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(2): 229—243.
- [13]Harvey C R, Lins K V, Roper A H. The effect of capital structure when expected agency costs are extreme[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 74(1): 3—30.
- [14]Wang L. Protection or expropriation: Politically connected independent directors in China[J]. Journal of Banking & Finance, 2015, 55: 92—106.
- [15]Wu W, Wu C, Zhou C, et al. Political connections, tax benefits and firm performance: Evidence from China[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2012, 31(3): 277—300.
- [16]Xu N, Xu X, Yuan Q. Political connections, financing friction, and corporate investment: Evidence from Chinese listed family firms[J]. European Financial Management, 2013, 19(4): 675—702.
- [17]Zhang J, Tan J, Wong P K. When does investment in political ties improve firm performance? The contingent effect of innovation activities[J]. Asia Pacific Journal of Management, 2015, 32(2): 363—387.
- [18]Zhao H, Lu J. Contingent value of political capital in bank loan acquisition: Evidence from founder-controlled private enterprises in China[J]. Journal of Business Venturing, 2016, 31(2): 153—174.

Does State Ownership Bring Benefits for Private Enterprises? An Empirical Study Based on Chinese Listed Companies

Yu Han¹, Yang Zhonglun², Song Zengji¹

(1.School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China;

2.School of Finance, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 610074, China)

Abstract: The effects of political connections brought by private entrepreneurs' participation in politics are widely concerned, but it needs to be further proved that whether the state ownership in private-owned enterprises also has the effect of political connections. Based on private-controlled listed companies in China, this paper studies the effect of state ownership in private-owned enterprises as a political connection mechanism. The results show that state ownership can help private-owned enterprises to acquire more economic resources and development opportunities owing to its systematic connections with the governments, which works as a reputation guarantee for the development of private-owned enterprises. Meanwhile, these financing convenience and economic resources further improve the private-owned firms' performance. It adds to the research references in the fields of enterprises' political connections, and provides a new perspective for fully understanding the effects of political connections in the period of China's economic transformation.

Key words: non-controlled state ownership; political connection; private-controlled company; firm performance

(责任编辑 景 行)