



香港城市大學
City University
of Hong Kong

中國會計學
China Journal of
Accounting Research



中山大學
SUN YAT-SEN UNIVERSITY

Summer Research Workshop 2009

24-25 July 2009

Title: 地区制度环境与部分私有化绩效——来自
中国国有上市公司的经验证据

Presented by: Professor Chen Donghua
Nanjing University

Discussant: Dr Bin Ke
Pennsylvania State University

FOR THIS WORKSHOP ONLY
DO NOT QUOTE
DO NOT CIRCULATE

地区制度环境与部分私有化绩效

——来自中国国有上市公司的经验证据

陈冬华

南京大学会计与财务研究院 210093

sufechen@263.net

齐祥芹

南京大学会计与财务研究院 210093

qixiangqin@126.com

作者介绍:

1、陈冬华，男，江苏盐城人，1975年出生，南京大学商学院会计学系教授，博士生导师。

2、齐祥芹，女，山东淄博人，1982年出生，南京大学商学院会计学系，博士研究生。

联系作者：齐祥芹

通讯地址：南京浦口盘锦花园 17 栋 2 单元 404 室

邮编：210044

电话：13376070155

电子邮件：qixiangqin@126.com

地区制度环境与部分民有化¹绩效

——来自中国国有上市公司的经验证据

摘要：本文以 1997-2003 年度发行股票民有化（SIP，Share Issue Privatization）的 540 家国有企业为研究对象，对企业所处地区制度环境与部分民有化绩效之间的关系进行了实证分析。研究发现：企业所处地区制度环境越好，民有化绩效越高。地区制度环境的改善有助于提升民有化后公司的盈利能力、财务状况、长期市场表现，并且有利于其成本节约。此外，在控制了股权结构等影响因素后，地区制度环境与民有化之后的公司业绩仍存在正向关系。

关键词：地区制度环境 部分民有化 公司绩效

一、引言

20 世纪 80 年代，全球范围内掀起了民有化（Privatization，下同）浪潮，英国撒切尔保守党政府最早开始民有化改革的实践，特别是 90 年代苏联解体、东欧巨变，大规模激进式民有化的出现，把产权与民有化问题的研究推向了高潮。如今，国有企业民有化已经成为世界范围内倍受关注的话题之一。Megginson 与 Netter(2001) 将国有企业民有化定义为政府将其控制的国有企业或者国有企业的资产出售给个人或者个人控制的企业，即国有产权向非国有产权的转移。以往研究发现，许多国家特别是成熟市场经济国家的民有化改革取得了积极的效果，民有化带来了产量、劳动生产率、利润和资本投资额的显著增长，以及盈利能力、生产效率、分红、成本节约等方面的改善，并且业绩的改善不以大量失业为代价（Megginson et al, 1994; D'Souza 和 Megginson 1999; LaPorta 和 Lopez-de-Silanes 1999, Frydman 等 1999, Shirley 和 Walsh 2000, Megginson 和 Netter 2001, Djankov 和 Murre 2002 等）。

总体而言，大多数国家的民有化改革富有成效。但是，在转轨经济体中（如俄罗斯等东欧国家），民有化改革成效不一。捷克、匈牙利和波兰民有化公司的业绩优于国有企业（Frydman et al, 1997），而俄罗斯的民有化却并未带来企业经

¹ 本文以发行股票民有化（SIP，Share Issue Privatization）的国有企业为研究对象。在我国，国有企业通过首次发行新股上市后（IPO），上市公司绝大多数仍为国有控股上市公司，故国有企业通过发行股票上市，引入非国有产权，仅实现了部分民有化，本文分析检验的民有化绩效实质上为部分民有化绩效。

济效率的提高 (McDonald 1993, Wright et al,1998)。这表明在转轨经济体中私有化改革可能并不是国有企业经营效率提升的充分条件,公司治理制度缺失,金融市场落后,破产程序不完善,法律法规不健全,这一系列制度因素可能对国有企业私有化改革具有很大的负面性,不利于私有化改革效果的实现 (Black et al, 2000, Fox 和 Heller 2000, Johnson et al, 1997)。

我国作为世界上最大的转轨经济体,国有企业产权改革同样面临着特别的制度环境。国有企业的私有化处于由计划经济向市场经济转轨的阶段,并且采取了渐进式的改革战略,在全面推进市场化改革的同时,逐步推进以产权改革为中心的国有企业改革。而地方分权化改革以来,由于各地区转轨起点不同,地区市场化进程发展不平衡,地方政府运作效率、市场在资源配置中的作用、产品以及要素市场的竞争程度以及法律制度建设等方面地区间存在较大差异。这些制度背景是否会影响我国国有企业产权改革的效率呢?纵观我国国有企业私有化绩效的研究,以往的研究主要集中在私有化的动因和私有化绩效的检验,对国有企业产权改革过程中企业所处地区的制度环境对私有化绩效的影响关注较少。而俄罗斯等一些转轨经济体私有化改革出现的消极现象,以及我国国企产权改革中面临的特殊制度背景,表明这一问题在我国国有企业私有化实践中的研究意义。本文重点考察地区制度环境与私有化绩效之间的关系,即什么样的制度环境有利于私有化后经营绩效和财务状况的改善,并在考虑公司股权结构(性质)治理效率的基础上,进一步检验地区制度环境这一公共治理变量对私有化后公司业绩的影响。

本文以 1997-2003 年我国发行股票私有化的 540 家国有企业为研究对象,借鉴 MNR(1994), Sun 和 Tong (2003) SIP 的研究方法。研究表明:企业所处的地区制度环境显著影响私有化前后期绩效变化,地区制度环境越好,私有化绩效(盈利能力、成本费用节约、财务状况和长期市场表现)越高;即使在控制了股权结构等影响因素后,地区制度环境仍然对私有化之后的公司业绩存在显著的正面影响。本文的研究发现启发我们,在我国产权改革的进程中,不仅要关注产权的转移,同时要注重与产权发挥效率密切相关的外部制度环境的改善。

本文的接下来的结构安排是:第二部分为文献回顾,回顾并评述了国内外有关私有化研究的文献;第三部分为制度背景、理论分析和假说的发展,第四部分为研究设计;第五部分为实证结果与分析;最后为本文的结论。

二、文献回顾

在私有化绩效研究方面,无论是在非转轨经济体还是转轨经济体中都积累了丰富的文献。虽然,至少在理论上,私有化是否能够促进企业效率提高,以及私有化是否是促进效率提高的关键因素,人们还未达到足够的共识,但是大多数国家私有化改革的实践都取得了积极的效果(Meggison et al, 1994; D'Souza 和 Meggison 1999; La Porta 和 Lopez-de-Silanes 1999; Frydman et al, 1999 等)。Meggison et al, (1994)根据 18 个国家 32 个行业的 61 家公司 1961-1989 年间的数据库资料,研究发现私有化公司在净利润、盈利能力、运营效率、资产规模、分红等方面都得到了显著的提高,并且财务杠杆显著下降。更重要的是,业绩的提高没有带来就业的下降,但公司董事管理层发生了重要变动。La Porta 和 Lopez-de-Silanes(1999)对墨西哥 1983-1991 年间实行私有化的 218 家国有企业样本进行了分析,发现私有化公司在产出和利润方面均得到了增长,而就业量却下降了,同时他们指出,在增加的营业收入中,5%受益于较高的产品价格,31%获益于减少人工投入,64%得益于生产效率的提高。Frydman et al (1999)对中欧转轨经济体私有化企业与国有企业的绩效状况进行了比较分析,发现通过向外部人而不是向内部人实施私有化会获得良好的公司绩效,当私有化有效时,收入增加是非常显著的,而成本并没有得到显著的降低。

目前,也有不少学者对我国私有化绩效进行检验。姚洋(1998)利用第三次普查的企业资料就非国有经济成分对中国工业企业技术效率的内部和外部效应进行了实证研究,他们发现,非国有企业的效率高于国有企业。Sun 与 Tong(2003)比较 1994-1998 年上市的 634 家中国国有企业上市前后的业绩,发现发行股票私有化之后国有企业的利润和产出有了一定的提高,但利润率、偿债能力未见改善,他们认为国企上市后国有股比例过高可能是业绩有限改善的重要原因。刘小玄(2004)对 2001 年全国基本单位普查数据分析后发现,国有企业对于效率有明显的负作用,民营企业对于效率则有正面的作用。Song 和 Yao(2004)根据国际金融危机公司 2002 年对中国 11 个中小城市的 683 家企业的调查资料,发现私有化可以显著提高公司的盈利能力,但对单位成本和劳动生产率的影响很小甚至没有任何影响。徐莉萍等(2005)发现股票市场对有偿转让给民营企业的控制权转移评价最高。胡一帆等(2006)根据世界银行一份对中国近 300 家国有企业 1996-2001 年间

的调查数据,研究发现总体来说,中国的私有化是富有成效的,提高了销售收入,降低了企业的成本,并最终导致企业盈利能力和生产率的大幅提高,而且在获得这些收益的同时并没有带来大规模的失业问题。

从现有文献看,大多数研究较多的关注私有化绩效的检验,而较少关注私有化绩效存在差异的原因,比如制度环境对私有化绩效的影响。荆新等(2007)借鉴 Frydman et al (1999)的研究方法,首次关注了制度环境对私有化绩效的影响,发现在政府干预较少、产品和金融市场竞争充分的强制度环境中,私有化具有更为显著的绩效提升作用。但是该文以控制权私有化为研究起点,正如文中局限提到的该文“未考虑资产重组对私有化绩效的影响”,而我国控制权私有化往往是民营企业对上市“壳”资源的需求的表现,常常会伴随着新资产的注入,因此,无法区分绩效为私有化改革带来的效率的提升还是新注入资产的营运效率,即私有化效应和财富再分配效应难以区分。本文以发行股票私有化的国有企业为研究对象,可以避免私有化效应和财富再分配效应难以区分的问题。

三、制度背景、理论分析与假说

广义来讲,制度环境包括一个国家或地区的政府干预、市场竞争、法律制度、宗教文化、信用体系等多个方面。不同的制度环境下具有不同的激励和约束的可信性,从而影响产权效率和私有化绩效。经过“放权让利”和“转换国有企业经营机制”两个阶段的改革,20世纪90年代开始我国国有企业改革进入了产权改革的阶段(Xu et al, 2005),国有企业改制上市成为国有大中型企业改革的重要形式,通过发行股票上市,国有企业引入非国有产权,形成了多元股权结构,实现了部分私有化。随着“国有股减持”,部分国有及国有控股上市公司完成了控制权私有化。转轨进程中的我国国有企业私有化改革面临的制度背景之一为企业所处地区由计划向市场的转轨程度不均衡,主要表现在政府运作效率,产品、要素市场的竞争程度以及法治水平等制度环境方面发展不均衡。总体而言,我国经济改革的方向是建立市场经济,但是我国巨大的空间差异使得全国统一的经济转轨政策引发了各地政治经济的不同反应,各地逐渐形成不同的转轨路径。地方产权化改革以来,由于各地区要素禀赋、产业结构以及国有企业比重等转轨起点的不同,面临同样的转轨政策,各地方政府所受到的激励不同,可能会表现出不同

的行为方式，其最终结果是中国不同区域的经济转轨路径呈现出明显的不同，不同地区的资本积累方式，市场化进程也互不相同（高鹤，2004）。樊纲（2004）指出，“就区域而言，在某些省份，特别是在东部沿海省份，市场化已经取得了决定性的进展，而在另外一些省份，经济中非市场的因素还占有重要的地位。那么，私有化改革中企业所处地区的政府运作效率、产品和要素市场的竞争程度、以及法治水平等一系列的制度环境如何影响私有化绩效呢？

（一）、地方政府运作效率与私有化绩效

一个廉洁、高效、运作透明的政府是市场正常运转的必要条件。在市场经济中，政府一方面是社会事务管理者，另一方面其经济职能主要体现在界定、保护产权与保证合同得以履行，制定和实施自然垄断和诸如环境保护等外部性强的领域的经济性规制。在我国有计划经济向市场经济转轨的过程中，各地方政府职能的转换是一项重要的制度变迁，地方政府的运作效率影响着转轨进程中其他制度变迁的效率与结果，特别是改革的重中之重国有企业产权改革的效率。

伴随着分权化改革，地方政府由于受制于不同的地方施政目标和施政条件约束，选择的转轨路径以及在推动本地市场化的力度上会有所不同，其中也表现在地方政府对经济干预程度存在差异。在多数市场化发展程度较高的地区，市场日益在资源的分配起主导作用，政府的运作效率日益提高，减少了企业以往与政府打交道的“时间税”；而在一些市场化发展程度较低的地区，地方政府的财政收入和支出占当地 GDP 中的比重仍然具有相当比例，当地企业需要支出大量的“时间税”与地方政府打交道，同时一些地方政府机构臃肿、人员臃肿的问题也增加了社会负担。国有企业通过发行股票上市，引入了非国有产权，从产权性质的角度来讲在一定程度上限制了政府的干预¹，但由于改制上市之后大多数企业仍为国有控股公司，仅实现了部分私有化，因而部分私有化后的上市公司仍然与地方政府存在千丝万缕的联系。特别是在市场化程度较低的地区，由于地方政府角色的转换还未能与市场相适应，因而可能更容易发生政府作为社会管理者与作为国有控股公司所有者之间角色的错位，地方政府可能因为地区财政赤字、保护失业或缩小地区贫富差距等问题而要求辖区内企业更多的支持其施政目标，过多的行

¹Boycko, Shleifer 和 Vishny (1996):干预国有企业不透明且易于实施，干预私有企业成本较高，使得政府及其官员干预国有企业的成本远低于干预私营企业的成本。

政干预，导致企业多或少地保留多重的非利润目标，从而可能损害该地区国有企业产权改革的效率。

（二）、预算软约束与民有化绩效

预算软约束是指政府不能承诺在国有企业出现困难时不去解救国有企业，这是国有企业普遍存在的问题。产权理论认为公有制是产生预算软约束的根源，通过国有企业民有化能够改变和强化企业的利润激励机制，赋予企业利润最大化的目标，把政府的手从企业经营中抽离出来，从而硬化预算约束。然而在转轨经济体制中，俄罗斯和东欧的民有化却没有必然的硬化预算约束，至少在转轨经济体制中预算软约束可能是多种原因共同的结果。我国国有企业的预算软约束一方面来自国有产权，另一方面主要来自历史遗留下来的政策性负担¹。国有企业民有化改革会部分缓解预算软约束问题，但是仍然面临历史遗留原因带来的预算软约束问题，如转轨过程中社会保障体系尚未完全确立，银行等金融系统的市场化改革尚未完全到位的情况下，民有化之后可能仍面临预算软约束，从而影响民有化绩效。

在我国，各地区非国有经济的发展以及金融市场的发育与竞争程度不均衡，在制度环境较好的地区，非国有经济发展较快，促进地方经济发展的作用日益显现，金融体系市场化改革的推进使得资源的配置效率逐渐提高。一方面，非国有经济在解决就业，提供税收，促进当地经济发展的作用日益显现，国有企业改制时承担过多冗员的压力减小，减轻了国企改制时因冗员问题导致的政策性负担；另一方面，随着银行等金融体系的逐步市场化，金融市场的竞争程度提高，信贷资金更可能去追逐回报丰厚、风险较小的项目和企业，从而硬化部分民有化后上市公司的预算约束。非国有经济发展和金融市场的发育与竞争有利于缓解国有企业民有化进程中政策性负担导致的预算软约束问题，有利于强化企业激励机制，提高国有企业产权改革的效率。

¹ 林毅夫(1999)分析认为国有企业的政策性负担是产生预算软约束的原因，政策性负担包括两部分：战略性政策性负担和社会性政策性负担。战略性政策性负担，是指在传统的赶超战略的影响下，投资于中国不具备比较优势的资本密集型产业或者产业区所形成的负担；社会政策性负担是指由于国有企业承担过多的冗员和工人的福利等社会性职能而形成的负担。

（三）、市场竞争程度与私有化绩效

各地区市场竞争程度对国有企业产权改革的绩效也存在重要的影响，从理论上讲，产权和市场似乎是互不相关的独立范畴，即公有产权并不必然与垄断市场相连，而私有产权也并不必然与竞争市场相关。但是在实践中，尤其是在中国转轨经济的框架中，这两者具有密切的相关性，总体来说，可以认为它们是相互促进的。竞争对企业效率的影响表现在激励效应与信息效应两个方面，一方面市场竞争将降低无效率和低效率企业的市场份额，此类企业要么提升效率要么被淘汰，因此市场竞争本身是一种激励机制，可以激励企业经理人为提升企业效率而努力；另一方面市场竞争可以揭示企业生产成本、经理人努力程度的信息，还可以提供更加准确的信息（比如：经理人价值的信息），企业所有者才可以根据这些信息准确评价经理人的工作，从而实现对经理人的监督，解决由于所有权与经营权分离所产生的委托代理问题（Leibenstein, 1966; Hayek, 1945）。Shirley 和 Walsh (2000) 对私有化研究领域 1971-1999 年间的被引用最多的 52 篇经验研究的研究结论归纳表明无论是在发达国家、发展中国家还是转轨经济国家，市场竞争越激烈产权的效率越高，而在垄断市场中产权的效率不明显。在我国转轨进程中，各地区产品、要素市场发育与竞争程度存在较大的差异，在竞争程度较高的地区，竞争的激励和信息效应有利于国有企业改制效率的提升，而在竞争程度较低的地区由于存在不同程度的区域性贸易保护，缺乏激励与有效信息可能会损害当地国有企业改制上市的绩效。

（四）、法治水平与私有化绩效

产权的保护水平是影响产权效率发挥的重要因素，钱颖一（2000，2003）¹深入地探讨了市场、政府与法治之间的关系，指出现代市场经济作为一种有效运作体制的条件是法治，法治通过其两个作用为市场经济提供制度保障。法治的第一个作用是约束政府，约束的是政府对经济活动的任意干预。法治的第二个作用是约束经济人行为，其中包括产权界定和保护、合同和法律的执行、公平裁判、维护市场竞争。如果没有法治的这两个经济作用为制度保障，产权从根本上说是不

¹参见钱颖一《市场与法治》，《经济社会体制比较》2000年第3期，第1~11页；钱颖一《政府与法治》，《比较》第5辑，中信出版社2003年版，第1~13页。

安全的，企业不可能真正独立自主，市场不可能形成竞争环境并高效率运作，经济的发展也不会是可持续的。尽管我国不同的地区具有统一的国家法律制度和司法体系，但是各地区法律制度环境仍然存在较大的差异，在法治水平较弱的环境下，民有化改革难以发挥非国有产权的治理效率，从而可能会抑制民有化绩效的提升。

根据以上的分析，本文提出：

假设 1：企业所处的地区制度环境越好——政府干预水平越低，产品、要素市场竞争程度越高、法治水平越高——国有企业民有化绩效越高，即民有化前后绩效改善与提升幅度越大。

国有企业改制上市之后，引入了非国有产权，股权治理结构也随之变化，形成了不同性质股权共存的形式，从而公司治理效率也会发生改变。在民有化以及公司治理研究领域，国内外大量研究关注了股权结构（包括股权性质）与公司业绩的关系，这一领域的研究可谓汗牛充栋。而公司外部制度环境相对于一系列公司治理机制而言是更为基础性的层面，可能会通过前述四个方面分析的不同路径影响公司内部和外部治理机制作用的发挥，从而影响民有化之后公司的业绩。

由此，本文提出：

假说 2：控制了股权性质等因素对业绩的影响后，企业所处的制度环境与民有化之后的业绩正相关，即企业所处的制度环境越好，则国有企业民有化之后的业绩越好。

四、研究设计

（一）、样本选择与数据来源

1、样本选择

本文以 1997 至 2003 年度¹在沪深两市通过首次上市发行 A 股股票实施发股民有化（SIP）的 654 家国有企业为初选样本。然后对其执行如下筛选程序：

（1）剔除金融类公司；（2）剔除发行股票民有化（SIP）前后三年财务数据缺

¹ 由于本文需要利用国有企业发行股票上市前 3 年的业绩数据，而 1993 我国实行了新会计准则，为了避免数据不一致，本文从 1997 年开始选取样本，则前三年数据只取到 1994 年。

失的公司¹；经过上述程序，本文最后获得 540 家样本公司。表 4.1 为具体筛选过程：

初选样本	1997-2003 年国有企业发行股票（A 股）民有化数量	654
剔 除	金融类公司数量	4
	财务数据缺失公司数量	110
最终样本		540

2、数据来源

本文的财务数据、股本结构数据和公司交易数据均来源于深圳国泰安信息技术有限公司的中国股票上市公司数据库（CSMAR 数据库）；各地区国民生产总值（GDP）和居民消费物价指数（CPI）数据来源于 RESET 金融研究数据库；地区制度环境的数据来源于樊纲、王小鲁（2001），樊纲、王小鲁和朱恒鹏（2003，2007）编制的三部《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》。

（二）、研究方法

本文主要参考了 Megginson et al(1994)，D'souza 和 Megginson（1999），Dewenter 和 Malatesta（2001），Sun 和 Tong（2003）等文献 SIP 绩效检验的研究方法。检验假说 1，地区制度环境对民有化绩效变化的影响，本文分别采用了民有化绩效变化的分组检验、截面最小二乘法（OLS）回归分组检验以及上市后长期市场业绩的分组检验；检验假说 2，地区制度环境对民有化之后业绩的影响，本文构造了非均衡面板数据，运用稳健最小二乘法(Robust OLS Regression)和极大似然面板估计法(Maximum Likelihood Panel Model)检验分析。

1、地区制度环境与民有化绩效——分组检验

参考 SIP 的研究方法，本文以样本公司上市后三年平均业绩（ $pos3$ ）与前三年平均业绩（ $pre3$ ）的差异（ ΔP ）衡量民有化绩效，即 $\Delta P = pos3 - pre3$ 。依据公司所处地区制度环境的强弱，将总体样本分为两组，处于制度环境较弱地区的公司为样本一（LOW GROUP），处于制度环境较强一组为样本二（HIGH

¹本文民有化绩效的衡量需要比较 SIP 前后三年公司平均业绩的差异。

GROUP), 分组检验不同地区制度环境下国有企业改制的效果是否有显著的差异, 预期 HIGH 组民有化绩效高于 LOW 组。

(1) 民有化绩效度量指标 (ΔP)

民有化绩效的主要衡量指标本文主要参考 Megginson et al (1994), Sun 和 Tong (2003)等文献采用的相关指标, 从盈利能力、产出、成本和财务状况四个方面共计 11 个指标衡量民有化前后 3 年平均业绩的变化, 主要的衡量指标见表 4.2 :

表 4.2 民营化绩效的衡量指标

	变量符号	变量定义
Profitability	RNI ¹	实际净利润, 经 CPI 调整
	REBIT	实际息税前利润, 利润总额+财务费用, 经 CPI 调整
	ROS	净利润/主营业务收入
	EBITS	息税前利润/主营业务收入
	CROA	核心资产收益率, 营业利润/总资产
Output	RSALE	实际主营业务收入, 经 CPI 调整
Costs	COSTS	主营业务成本/主营业务收入
	REXPEN	实际三项费用之和, 财务费用、管理费用和营业费用, 经 CPI 调整
Leverage	TIE	息税前利润/财务费用
	OCF	经营现金流量/总负债
	LEV	资产负债率

(2) 地区制度环境变量度量 (Index)

地区制度环境变量本文以樊纲, 王小鲁等编制的各地区市场化指数为替代变量。樊纲、王小鲁等(2001, 2003, 2007) 主持的“中国各地区市场化相对进程研究”, 在深入研究中国市场化进程的内在机理和影响因素, 并借鉴国内外相关的市场化测度体系的基础上, 提出了“中国市场化指数”。这一指标主要涉及五个方面, 分别是政府与市场的关系、非国有经济的发展、产品市场的发育程度、

¹本文以改制上市当年为 0 年, 计算后三年 (1、2、3) 的平均业绩和前三年 (-1、-2、-3) 的平均业绩, 并进行差异比较。由于时间跨度较长, 为了不同时期净利润、息税前利润、主营业务收入和费用这四项绝对业绩变量指标具有可比性, 本文首先用样本公司注册地区的居民消费物价指数 (CPI) 对每个样本每个年度的指标值进行调整, 以消除物价变动因素带来的影响, 然后以每个样本公司改制上市当年, 即第 0 年的指标值为基准值, 将前后三年的每年的指标值进行标准化, 最后将后三年的指标值平均数与前三年的指标值平均数进行比较, 得到真实的公司改制上市前后的业绩变化, 即 RNI、REBIT、RSALE、REXPEN 都为经过调整的实际值。

要素市场的发育程度以及市场中介和法律制度环境。市场化指数从一定程度上反映了各地区从计划经济向市场经济进行体制转轨的过程一系列政治、经济、社会、法律等制度环境的变革。该数据在实证研究上也得到了应用(夏立军和方轶强 2005, 孙 铮, 刘凤委和李增泉 2005, 方军雄 2007, 夏立军和陈信元 2007, 荆新等 2007 等)。因此, 樊纲、王小鲁等(2001, 2003, 2007) 设计的“中国各地区市场化指数”构成了本文考量样本公司所处地区制度环境的变量。

通过对樊纲、王小鲁等(2001, 2003, 2007)编制的报告市场化指数的整理, 可以获取样本期间 1999-2003 年各地区指数数据, 本文以各地区 1999-2003 年度五年的市场化指数的平均值代表样本公司所处地区制度环境的强弱, 并以其中位数作为分组依据。如果样本公司所处地区制度环境小于其中位数, 则划分为 LOW GROUP, 反之, 则划分为 HIGH GROUP。

2、地区制度环境与私有化绩效——截面回归检验

$$\Delta p_i = \beta_0 + \beta_1 \Delta GDP grow_i + \beta_2 Shse_i + \beta_3 Frn_i + \beta_4 Reg_i + \beta_5 Rev_i + \varepsilon_i \quad \text{Model1}$$

Dewenter 和 Malatesta (2001) 认为中位数检验未考虑可能影响私有化前后业绩差异的宏观因素。因此, 本文参照他们的方法建立模型一, 控制宏观因素以及可能影响业绩差异的外在因素后, 截距项 β_0 则为私有化所带来的公司业绩的变化。本文将两组样本分别用模型一回归, 检验 HIGH GROUP 的回归的 β_0 是否显著好于 LOW GROUP 的 β_0 。

(1) 被解释变量:

Δp 是被解释变量, 即 $\Delta P = pos3 - pre3$, 代表未考虑宏观因素的私有化绩效。公司业绩的具体衡量指标同第一部分分组检验中的相关检验指标(见表 4.2)。

(2) 解释变量: 见表 4.3

3、地区制度环境与私有化后市场业绩——分组检验

前述两部分检验中, 本文主要关注的是, 公司所处地区制度环境差异对私有化前后以会计指标度量的公司业绩的影响。在这一部分, 本文进一步分组检验不同地区制度环境下, 两组样本公司私有化之后市场业绩是否存在显著的差异。从

而，一方面可以检验地区制度环境在市场对公司定价中的作用，另一方面，也可以避免会计数据中可能的人为操纵¹对于前述两部分检验的影响。本文采用购买并持有超额收益（BHAR）度量公司长期市场表现，分别计算样本公司改制上市后 1 至 3 年的购买并持有超额收益，具体的计算公式如下：

$$BHAR_i = \prod_{t=1}^{36} (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^{36} (1 + R_{mt})$$

其中： R_{it} 为第 i 只股票第 t 月收益率， $t=1、2、3...12...24...36$ ；

R_{mt} 为第 i 只股票第 t 月 A 股考虑现金红利再投资的综合月市场回报率(加权平均法)；

表 4.3 模型一解释变量定义

变量符号	变量定义
	样本公司注册地所在省、自治区或直辖市三年平均实际 GDP 增长率；
GDPgrow	$\Delta GDPgrow$ 为样本公司 i 改制上市后公司注册地后三年平均实际 GDP 增长率与改制上市前三年的平均实际 GDP 增长率的差异。
Shse	虚拟变量；如果公司在上交所上市为 1，否则为 0；
Frn	虚拟变量，如果公司同时发行 B、H 或 N 股为 1，否则为 0；
Reg	虚拟变量，如果公司处于管制行业 ² 为 1，否则为 0；
Rev	虚拟变量，如果公司发行股票改制上市后国有股比例大于 50% 为 1，否则为 0；

4、地区制度环境、股权结构与民有化之后业绩——非均衡面板数据检验

国有企业上市后，引入了非国有产权，股权结构也随之变化，形成了多种股权共存的形式，因而不同性质股权的治理效率也会对公司的绩效产生重要的影响。鉴于上市之后股权结构数据的可得性，这一部分本文将检验假说 2，在控制了不同股权结构对业绩的影响后，检验外部地区制度环境对民有化之后公司业绩的影响。本文以 1997-2003 年度 SIP 的 540 家国有企业为基础样本，构造 1997-2005 年的公司-年度非均衡面板数据，共计得到 3385 个公司年度观测值。针对该面板数据的特点，以及本文关注的重点是制度环境与公司业绩截面上的关系，本文采

¹以往研究表明我国企业 IPO 过程中存在盈余管理现象（Wong et al,1998）。

²本文将“涉及国家安全的行业、自然垄断的行业、提供重要公共产品和服务的行业以及支柱产业和高新技术产业”界定为管制行业，具体包括以下行业：采掘业（B）；石油、化学、塑料、塑胶（C4）；金属、非金属（C6）；电力、煤气及水的生产和供应业（D）；交通运输、仓储业（F）；信息技术业（G）。括号内为中国证监会 2001 年颁布的《上市公司行业分类指引》所确定的行业代码。

用了稳健最小二乘法(Robust OLS Regression)进行检验，并进一步采用极大似然面板估计法(Maximum Likelihood Panel Model) 检验结果的稳健性，具体检验模型如下：

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 Index_{it} + \beta_2 State_{it} (PLS_{it}) + \beta_3 Frn_{it} + \beta_4 GDP_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Size_{it} + \sum \alpha_i industry + \sum \gamma_i year + \varepsilon_{it}$$

Model 2

(1) 被解释变量 (P)

P 为被解释变量，代表上市后公司 i 在 t 年度的业绩，分别以 ROS、EBITS、CROA 和 MBR 表示。其中 ROS、EBITS、CROA 定义见表 4.2，主要衡量公司的经营业绩；MBR 为权益的市值账面比，主要体现公司的市场业绩，具体计算为公司 i 在 t 年年末的个股总市值与年末权益的帐面价值比。

(2) 解释变量：见表 4.4

表 4.4 模型二解释变量定义

变量符号	变量定义
Index	地区制度环境，公司 i 注册地所在省、自治区获直辖市第 t 年的市场化指数的自然对数；
State	国有股比例，公司 i 第 t 年年末的国家股比例；
Lps	法人股比例，公司 i 第 t 年年末的法人股比例；
Frn	外资股比例，公司 i 第 t 年年末的外资股比例；
GDP	GDP 实际增长率，公司 i 注册地所在省、自治区获直辖市第 t 年的 GDP 实际增长率；
Lev	资产负债率，公司 i 第 t 年资产负债率；
Size	公司规模，总资产自然对数；
Year	年度，虚拟变量，1997-2005 期间设计 8 个年度虚拟变量；
Industry	行业，虚拟变量，根据证监会发布的行业分类指引，设计 20 个行业虚拟变量；

五、实证结果与分析

(一)、地区制度环境与私有化绩效

1、分组检验结果

表 5.1

民有化后绩效变化分组检验结果（未完待续）

Var	Grp	Obs	Median (Mean) pre	Median (Mean) post	Median (Mean) change	P value	Z value
RNI	low	208	0.689 (0.848)	0.986 (1.008)	0.309 *** (0.160)	0.000	-0.964
	high	233	0.703 (0.973)	1.052 (0.836)	0.366 *** (-0.137)	0.000	
REBIT	low	204	0.743 (-3.338)	1.021 (-5.882)	0.247 *** (-2.544)	0.000	-1.018
	high	228	0.758 (0.636)	1.105 (1.162)	0.397 *** (0.525)	0.000	
Profit -bility ROS	low	269	0.131 (0.252)	0.094 (0.081)	-0.038 *** (-0.171)	0.000	2.202 **
	high	268	0.099 (85.200)	0.069 (0.099)	-0.025 *** (-85.102)	0.000	
EBITS	low	264	0.206 (0.382)	0.138 (0.139)	-0.063 *** (-0.244)	0.000	2.889 ***
	high	263	0.157 (170.270)	0.111 (0.143)	-0.040 *** (-170.127)	0.000	
CROA	low	267	0.104 (0.117)	0.043 (0.042)	-0.064 *** (-0.075)	0.000	1.819 **
	high	263	0.102 (0.118)	0.047 (0.052)	-0.056 *** (-0.066)	0.000	

注:(1) RNI, 实际净利润, 经 CPI 和民有化当年 (0 年) 基准值调整; REBIT, 实际息税前利润, 利润总额+财务费用, 经 CPI 和民有化当年 (0 年) 基准值调整; ROS, 净利润/主营业务收入; EBITS, 息税前利润/主营业务收入; CROA, 核心资产收益率, 营业利润/总资产; RSALE, 实际主营业务收入, 经 CPI 和民有化当年 (0 年) 基准值调整; COSTS, 主营业务成本/主营业务收入; REXPEN, 实际三项费用之和, 财务费用、管理费用和营业费用, 经 CPI 和民有化当年 (0 年) 基准值调整; TIE, 息税前利润/财务费用; OCF, 经营现金流量/总负债; LEV, 资产负债率;

(2) P value 为民有化前后业绩变化中位数 Wilcoxon 符号秩检验的结果;

(3) Z value 为 LOW 组、HIGH 组业绩变化中位数是否存在显著差异的 Wilcoxon 秩和检验 Z 统计量的值;

(4) * (**和***) 表示通过 10% (5%和 1%) 显著性水平检验, 双尾检验;

表 5.1 为民有化后绩效变化分组检验的结果。总体来看, 两组样本民有化之后公司盈利能力的绝对量都有显著的增加, 而盈利能力的相对指标由于产出增长过快, 都出现了显著的下降, 同时成本费用也都显著上升。

从业绩变化中位数分组检验结果 (Z Value) 看, 盈利能力方面, 所处地区制度环境较好组 (HIGH GROUP) 的 ROS (净利润/主营业务收入)、EBITS (息税前利润/主营业务收入)、CROA (核心资产收益率) 虽然出现了下降, 但下降幅度显著低于所处地区制度环境较弱组 (LOW GROUP)。如: ROS (净利润/主

营业务收入) LOW 组业绩变化的中位数为 -0.038, 而 HIGH 组的则为-0.025, 下降幅度显著低于 LOW 组, 且在 5%水平下显著。

成本费用方面, LOW 组的成本 (COSTS)、费用(REXPEN)增加的中位数分别为 0.05, 1.037; 而 HIGH 组的成本费用仅增加了 0.036 和 0.73, 成本费用增加幅度显著低于 LOW 组。财务状况方面, 从 OCF (经营现金流量/总负债) 指标看, HIGH 组财务恶化程度显著低于 LOW 组。总体来看, 所处地区制度环境较好组的样本公司民有化的绩效显著好于所处地区制度环境较弱组的样本公司绩效, 结果支持了本文的假说 1。

表 5.1 民有化前后续效变化分组检验结果 (续表)

	Var	Grp	Obs	Median (Mean) pre	Median (Mean) pos	Median (Mean) change	P value	Z value
Output	RSALE	low	208	0.741 (0.737)	1.415 (1.570)	0.731 *** (0.834)	0.000	0.185
		high	234	0.737 (0.745)	1.379 (1.598)	0.690 *** (0.854)	0.000	
Costs	COSTS	low	261	0.683 (0.648)	0.742 (0.710)	0.050 *** (0.062)	0.000	1.708*
		high	264	0.736 (1059.306)	0.782 (0.740)	0.036 *** (-1058.566)	0.000	
	REXPEN	low	183	0.784 (0.854)	1.784 (2.107)	1.037 *** (1.254)	0.000	2.558**
		high	209	0.821 (0.924)	1.552 (1.809)	0.730*** (0.885)	0.000	
Leverage	TIE	low	264	5.939 (13.210)	4.233 (0.757)	-1.081 ** (-12.453)	0.029	1.168
		high	263	5.705 (37.404)	5.207 (5.852)	0.037 (-31.551)	0.636	
	OCF	low	69	0.146 (0.184)	0.069 (0.121)	-0.075 *** (-0.064)	0.001	-2.123**
		high	81	0.178 (0.214)	0.127 (0.214)	-0.022 (-0.001)	0.847	
	LEV	low	248	0.578 (0.552)	0.401 (0.412)	-0.148 *** (-0.141)	0.000	-0.110
		high	253	0.596 (0.570)	0.440 (0.427)	-0.154 *** (-0.143)	0.000	

2、截面回归检验结果

表 5.2 截面回归结果——盈利能力（未完待续）

	Δ RNI		Δ REBIT		Δ ROS	
	low	high	low	high	low	high
Intercept	0.254 (4.87)***	0.337 (7.29)***	0.232 (2.96)***	0.358 (6.26)***	-0.080 (-7.41)***	-0.039 (-6.65)***
Δ gdpgrow	-0.253 (-1.66)*	-0.169 (-1.2)	-0.196 (-0.83)	0.126 (0.73)	-0.056 (-1.81)*	-0.032 (-1.79)*
Adj R-Sq	0.009	0.002	-0.002	-0.002	0.009	0.008
F	2.76*	1.45	0.7	0.54	3.26*	3.2*
obs	187	210	199	223	263	263
F Value	3.52*		5.03**		28.96***	
Pr> F	0.062		0.026		<.0001	

	Δ RNI		Δ REBIT		Δ ROS	
	low	high	low	high	low	high
Intercept	0.172 (1.47)	0.093 (0.83)	0.002 (0.01)	-0.099 (-0.74)	-0.136 (-5.7)***	-0.071 (-4.94)***
Δ gdpgrow	-0.348 (-1.98)**	-0.313 (-2.04)**	-0.506 (-1.88)*	-0.145 (-0.79)	-0.085 (-2.36)**	-0.047 (-2.35)**
Shse	0.093 (0.79)	0.242 (2.3)**	0.336 (1.9)*	0.402 (3.14)***	0.025 (1.01)	0.017 (1.28)
Frn	1.210 (1.71)*	-0.150 (-0.64)	1.685 (2.17)**	-0.210 (-0.75)	0.124 (1.22)	0.011 (0.37)
Rev	-0.021 (-0.19)	0.045 (0.45)	-0.001 (-0.01)	0.066 (0.56)	0.050 (2.17)**	0.020 (1.6)
Reg	0.104 (0.97)	0.162 (1.71)*	0.096 (0.6)	0.395 (3.44)***	0.019 (0.87)	0.016 (1.3)
Adj R-Sq	0.014	0.020	0.025	0.071	0.028	0.019
F	1.51	1.87*	2.03*	4.42***	2.51**	2.02*
obs	187	210	199	223	263	263
F Value	0.48		0.8		21.05***	
Pr> F	0.491		0.372		<.0001	

注:(1)表的第一部分为单变量回归结果，模型为： $\Delta p_i = \beta_0 + \beta_1 \Delta GDPgrow_i + \varepsilon_i$

表的第二部分为多变量回归结果，模型为：

$$\Delta p_i = \beta_0 + \beta_1 \Delta GDPgrow_i + \beta_2 Shse_i + \beta_3 Frn_i + \beta_4 Reg_i + \beta_5 Rev_i + \varepsilon_i$$

(2) Δp 为私有化之后 3 年的平均业绩与私有化之前 3 年的平均业绩的差异，其中分别以 RNI(实际净利润)、

REBIT(实际息税前利润)、ROS(净利润/主营业务收入)、EBITS(息税前利润/主营业务收入)、CROA(核心资产收益率)、RSALE(实际主营业务收入)、COSTS(主营业务成本/主营业务收入)、REXPEN(实际三项费用之和)、TIE(息税前利润/财务费用)、OCF(经营现金流量/总负债)、LEV(资产负债率)衡量。GDPgrow，样本公司注册地所在省、自治区或直辖市三年平均实际 GDP 增长率； $\Delta gdpgrow$ 代表样本公司 i 改制上市后公

司注册地后三年平均实际 GDP 增长率与改制上市前三年的平均实际 GDP 增长率的差异。Shse，虚拟变量，如果公司在上交所上市为 1，否则为 0；Frn，虚拟变量，如果公司同时发行 B，H 或 N 股为 1，否则为 0；Reg，虚拟变量，如果公司处于管制行业为 1，否则为 0；Rev，虚拟变量，如果公司发行股票改制上市后国有股比例大于 50% 为 1，否则为 0；

(3) F value 为检验两组 (LOW GROUP, HIGH GROUP) 民有化绩效 (模型的截距项) 是否存在显著差异的 F 统计量的值；

(4) LOW 组分别以 RNI、REBIT、ROS、EBITS 的上下 5%、1%、1%、1% 剔除极端值，CROA 无极端值；HIGH 组分别以 RNI、REBIT、ROS、EBITS 的上下 5%、1%、1%、1% 剔除极端值，CROA 无极端值； *

(5) (**和***) 表示通过 10% (5%和 1%) 显著性水平检验，双尾检验；

表 5.2 截面回归结果——盈利能力 (续表)

	Δ EBITS		Δ CROA	
	low	high	low	high
Intercept	-0.099 (-8.02)***	-0.053 (-8.14)***	-0.076 (-17.01)***	-0.067 (-12.75)***
Δ gdpgrow	-0.056 (-1.56)	-0.028 (-1.4)	0.030 (2.32)**	0.055 (3.34)***
Adj R-Sq	0.006	0.004	0.016	0.037
F	2.42	1.97	5.39**	11.17***
obs	259	258	265	262
F Value	33.43***		0.28	
Pr> F	<.0001		0.598	

	Δ EBITS		Δ CROA	
	low	high	low	high
Intercept	-0.161 (-5.81)***	-0.087 (-5.51)***	-0.095 (-9.78)***	-0.070 (-5.45)***
Δ gdpgrow	-0.081 (-1.94)*	-0.044 (-1.99)**	0.002 (0.16)	0.040 (2.27)**
Shse	0.012 (0.41)	0.020 (1.33)	0.028 (2.75)***	0.018 (1.52)
Frn	0.183 (1.57)	0.028 (0.81)	0.132 (3.21)***	0.058 (2.09)**
Rev	0.061 (2.31)**	0.023 (1.61)*	-0.005 (-0.55)	-0.020 (-1.78)*
Reg	0.031 (1.23)	0.013 (0.95)	0.014 (1.61)*	0.007 (0.68)
Adj R-Sq	0.032	0.016	0.080	0.060
F	2.69**	1.82*	5.61***	4.35***
obs	259	258	265	262
F Value	21.29***		2.29	
Pr> F	<.0001		0.132	

表 5.2 为截面回归分组检验的结果——盈利能力方面，F value 为检验两组（LOW GROUP, HIGH GROUP）民有化绩效（模型的截距项）是否存在显著差异的 F 统计量的值。从仅控制了宏观经济因素的单变量回归结果来看，模型的截距项都显著，实际净利润（*RNI*），实际息税前利润（*REBIT*）显著提升，而 ROS（净利润/主营业务收入）、EBITS（息税前利润/主营业务收入）、CROA（核心资产收益率）显著下降。分组检验结果表明，LOW 组和 HIGH 组的实际净利润（*RNI*），实际息税前利润（*REBIT*），ROS（净利润/主营业务收入），EBITS（息税前利润/主营业务收入）存在显著的差异，地区制度环境较好组的绩效好于地区制度环境较弱组，其差异的 F VALUE 分别达到了 3.52，5.03，28.96 和 33.43。

从多元回归结果看，ROS、EBITS、CROA 民有化之后出现了显著的下降，RNI 和 REBIT 提升不显著。分组检验结果表明，HIGH 组的 ROS（净利润/主营业务收入），EBITS（息税前利润/主营业务收入）下降幅度显著低于 LOW 组的下降幅度，其显著性水平都达到了 1%，如：LOW 组的 ROS 下降了 0.076，HIGH 组的 ROS 仅下降了 0.067。

表 5.3 截面回归检验结果——产出与成本费用，F value 为检验两组（LOW GROUP, HIGH GROUP）民有化绩效（模型的截距项）是否存在显著差异的 F 统计量的值。从单变量回归结果看，无论是 LOW 组还是 HIGH 组，部分民有化之后产出、成本费用都显著上升，截距项都在 1% 水平下显著。分组检验结果表明，LOW 组的成本（*COSTS*）和费用（*REXPEN*）上升显著高于 HIGH 组，其差异的 F 值分别达到了 6.42 和 22.6，在产出（*RSALE*）方面两组无显著差异。这表明在成本和费用方面，所处地区制度环境较好组样本公司民有化之后的绩效好于较弱组。

从多元回归的结果来看，LOW 组、HIGH 组的截距项都显著，表现为产出、成本费用的显著上升。分组检验结果表明，两组仅在费用（*REXPEN*）上存在显著差异，LOW 组的平均费用民有化之后上升了 1.494，而 HIGH 组的平均费用仅上升了 0.772，费用支出在 1% 显著性水平上低于 LOW 组。

表 5.3

截面回归结果——产出与成本费用

	Δ RSALE		Δ COSTS		Δ REXPEN	
	low	high	low	high	low	high
Intercept	0.814 (13.91)***	0.812 (16.56)***	0.058 (9.57)***	0.043 (7.01)***	1.215 (16.3)***	0.945 (16.98)***
Δ gdpgrow	0.301 (1.75)*	0.211 (1.44)	0.028 (1.57)	0.047 (2.52)**	-0.189 (-0.87)	-0.346 (-2.04)**
Adj R-Sq	0.010	0.005	0.006	0.020	-0.001	0.017
F	3.05*	2.09	2.47	6.37**	0.76	4.15**
obs	207	229	255	259	178	188
F Value	0		6.42**		22.6***	
Pr> F	0.964		0.012		<.0001	

	Δ RSALE		Δ COSTS		Δ REXPEN	
	low	high	low	high	low	high
Intercept	0.657 (5.08)***	0.564 (4.75)***	0.075 (5.54)**	0.058 (3.92)***	1.491 (9.02)***	0.772 (6.08)***
Δ gdpgrow	0.066 (0.33)	0.026 (0.16)	0.038 (1.86)*	0.064 (3.09)***	-0.072 (-0.29)	-0.553 (-2.98)***
Shse	0.270 (2.02)**	0.302 (2.64)***	-0.008 (-0.57)	-0.023 (-1.67)*	-0.029 (-0.17)	0.331 (2.57)**
Frn	0.823 (1.69)*	-0.137 (-0.58)	-0.150 (-2.15)**	-0.031 (-0.95)	-0.306 (-0.43)	-0.142 (-0.41)
Rev	-0.004 (-0.03)	-0.034 (-0.33)	-0.019 (-1.43)	0.006 (0.48)	-0.258 (-1.63)*	-0.110 (-0.97)
Reg	0.011 (0.09)	0.200 (2)*	0.002 (0.19)	-0.009 (-0.69)	-0.222 (-1.43)	0.092 (0.81)
Adj R-Sq	0.026	0.031	0.017	0.023	0.010	0.037
F	2.11*	2.48**	1.88*	2.21*	1.34	2.45**
obs	207	229	255	259	178	188
F Value	0.53		0.66		31.95***	
Pr> F	0.467		0.419		<.0001	

注:(1)LOW 组分别以 RSALE、 COSTS、 REXPEN 上下 1%剔除极端值;

(2)HIGH 组分别以 RSALE、 COSTS、 REXPEN 的上下 5%, 1%, 5%剔除极端值;

(3)其他同表 5.2;

表 5.4

截面回归结果——财务状况

	Δ TIE		Δ OCF		Δ LEV	
	low	high	low	high	low	high
Intercept	-3.613 (-2.54)**	-8.008 (-1.29)	-0.100 (-2.59)**	0.033 (0.82)	-0.142 (-12.95)***	-0.146 (-15.49)***
Δ gdpgrow	-2.362 (-0.56)	6.118 (0.32)	0.084 (0.87)	-0.113 (-1.01)	0.065 (2.02)**	0.116 (3.99)***
Adj R-Sq	-0.003	-0.004	-0.004	0.000	0.012	0.056
F	0.32	0.1	0.76	1.03	4.08**	15.88***
obs	236	258	62	72	246	252
F Value	9.51***		11.37***		0.34	
Pr> F	0.002		0.001		0.558	

	Δ TIE		Δ OCF		Δ LEV	
	low	high	low	high	low	high
Intercept	-6.011 (-1.89)*	22.695 (1.51)	-0.165 (-3.5)***	-0.002 (-0.04)	-0.121 (-4.82)***	-0.171 (-7.34)***
Δ gdpgrow	-4.799 (-0.99)	19.129 (0.91)	0.060 (0.64)	-0.087 (-0.77)	0.051 (1.36)	0.088 (2.69)***
Shse	3.360 (1.02)	-20.781 (-1.46)	.	.	0.013 (0.51)	0.030 (1.34)
Frn	11.249 (0.71)	43.794 (1.34)	0.144 (1.78)	0.100 (1.45)	0.158 (1.56)	0.093 (2.05)**
Rev	1.698 (0.56)	-18.623 (-1.39)	0.067 (1.76)*	0.016 (0.39)	-0.050 (-2.09)**	0.005 (0.25)
Reg	-1.700 (-0.57)	-15.489 (-1.22)	0.039 (1.11)*	0.015 (0.39)	0.009 (0.4)	-0.003 (-0.16)
Adj R-Sq	-0.011	0.006	0.080	0.006	0.026	0.066
F	0.49	1.3	2.34*	1.11	2.3**	4.58***
obs	236	258	62	72	246	252
F Value	3.66*		11.96***		4.77**	
Pr> F	0.057		0.001		0.030	

注:(1) LOW 组分别以 TIE、OCF、LEV 的上下 5% 剔除了极端值;

(2) HIGH 组 TIE、OCF 存在极端值, 分别以上下 1%、5% 剔除;

(3) 其他同表 5.2;

表 5.4 截面回归检验结果——财务状况, F value 为检验两组 (LOW GROUP, HIGH GROUP) 民有化绩效是否存在显著差异的 F 统计量的值。从单变量回归结果看, LOW 组在 TIE (息税前利润/财务费用)、OCF (经营现金流量/总负债) 方面出现了显著的下降, 下降幅度分别达到了 3.613 和 0.100, 表明民有化之后出财务状况变差。而 HIGH 组在 TIE、OCF 方面截距项都不显著, 不能

拒绝 $H_0=0$ 的原假设。LEV(资产负债率)方面两组都表现为财务状况显著变好¹，但组间差异不显著。

多元回归的结果与单变量回归结果基本一致，LOW 组的 TIE（息税前利润/财务费用）、OCF（经营现金流量/总负债）出现显著的下降，财务状况变差，而 HIGH 组的 TIE 和 OCF 都无显著变化。以 LEV(资产负债率)为被解释变量的结果表明，HIGH 组的财务状况显著好于 LOW 组。

综合表 5.2, 5.3 和 5.4 私有化绩效分组检验结果，地区制度环境较好组的盈利能力（ROS, EBITDS）显著高于地区制度环境较弱组。同时，在费用（REXPEN）支出方面地区制度环境较好组显著低于地区制度环境较弱组，在财务状况（LEV）方面地区制度环境较好组显著高于地区制度环境较弱组。这表明，在控制了宏观经济及相关因素的影响后，地区制度环境差异对私有化绩效仍存在显著的正面的影响。从而进一步支持了本文的假说 1。

3、市场业绩分组检验结果

表 5.5 为私有化后市场业绩分组检验结果，从一年的购买并持有收益（BHR）来看，LOW 组的中位数（均值）为 1.009 (1.100)，HIGH 组的中位数（均值）1.016 (1.088)，都显著的低于相对应的是市场的收益率的中位数（均值）1.121(1.115)和 1.108(1.096)；因而无论是 LOW 组还是 HIGH 组，一年的购买并持有超额收益（BHAR）都表现出了购买改组股票平均会获得负的回报的情况。从购买并持有超额收益两年、三年的结果来看，也呈现出负超额回报的状态。

从分组检验的结果来看（Z value），虽然投资于 LOW 组和 HIGH 组的超额收益均为负，但是投资于 HIGH 组的超额回报显著高于投资于 LOW 组的回报。从一年的购买并持有超额收益看，投资于 HIGH 的股票收益的中位数（均值）为 1.016 (1.088)，比市场平均回报的中位数（均值）仅低 0.046 (0.008)，而投资于 LOW 组股票一年的中位数（均值）为 1.009(1.100)，比市场的平均回报低 0.094(0.015)，投资于 HIGH 的超额收益比投资于 LOW 组显著高出 0.048。从两年购买并持有超额收益看，两组的回报也存在显著的差异，但三年的结果中两组的差异不显著。

¹ 这可能与首次发行股票带来的资产规模的增加从而系统性减小了 LEV 有关。

总体来说，两组长期市场业绩分组检验表明，地区制度环境较好组股票的市场表现平均来说好于地区制度环境较弱组股票的市场表现，支持本文的假说 1。

表 5.5 民有化后市场业绩分组检验结果

Year	Grp	Obs	Raw ret Median (mean)	Mark ret Median (mean)	BHAR Median (mean)	p value	Z value
One year	low	256	1.009 (1.100)	1.121 (1.115)	-0.094*** (-0.015)	0.000	-1.541*
	high	284	1.016 (1.088)	1.108 (1.096)	-0.046* (-0.008)	0.081	
Two year	low	256	0.895 (1.126)	1.061 (1.204)	-0.154*** (-0.078)	0.000	-1.592*
	high	284	0.970 (1.138)	1.057 (1.155)	-0.113*** (-0.018)	0.006	
Three year	low	256	0.875 (1.128)	1.231 (1.293)	-0.208*** (-0.165)	0.000	-0.900
	high	284	1.017 (1.270)	1.232 (1.309)	-0.178*** (-0.041)	0.000	

注：(1) $BHAR_i = \prod_{t=1}^{36} (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^{36} (1 + R_{mt})$, R_{it} 为第 i 只股票第 t 月收益率, t=1、2、3...12...24...36;

R_{mt} 为第 i 只股票第 t 月 A 股考虑现金红利再投资的综合月市场回报率 (加权平均法) ;

(2) P value 为民有化之后购买并持有超额收益 (BHAR) 中位数 Wilcoxon 符号秩检验的结果;

(3) Z value 为根据地区制度环境差异分的两组样本 (LOW 组; HIGH 组) 组间 BHAR 中位数差异 Wilcoxon 秩和检验 Z 统计量的值;

(4) * (**和***) 表示通过 10% (5%和 1%) 显著性水平检验, 单尾检验;

(二)、地区制度环境、股权结构与民有化之后业绩表现

由于存在异方差的影响, 表 5.7 的结果为采用稳健 OLS 回归的结果, 同时由于国有股比例、法人股比例和外资股比例存在较强相关性, 故将国有股和法人股分别作为解释变量用模型 2 回归。

表 5.6 从回归模型的 F 值来看, 各个模型的 F 值都在 1% 的水平下显著, 据此可以认为模型的线性假设是可以成立的, 模型的调整的 R^2 都大于 25%, 表明模型对各对应的被解释变量 (ROS、EBITS、CROA、MBR) 都有较好的解释力。

在以 CROA (核心资产收益率) 为被解释变量的回归结果中, 本文关注的地区制度环境变量 (Index) 的系数分别为 0.015, 0.015, 显著性水平分别为 10% ,

5% , 表明地区制度环境对私有化之后的业绩存在显著的正向影响。在以 MBR (权益总市值/权益帐面值) 为被解释变量的回归结果中, Index 的系数分别为 0.233, 0.243, 其显著性水平都达到了 1%, 表明地区制度环境对公司市场的业绩表现也存在显著的正面影响。在以 ROS (净利润/主营业务收入)、EBITS (息税前利润/主营业务收入) 为被解释变量的回归结果中地区制度环境变量对业绩无显著的影响。

总体而言, 本文的假说 2 得到部分支持, 即控制了股权结构等相关因素后, 企业所处地区的政府的干预、市场竞争程度以及法治水平等制度环境对私有化之后公司绩效存在正向影响, 较好的制度环境会有助于提升私有化后公司业绩。

股权结构的检验结果表明, 国有股 (*State*) 对业绩的影响为正, 这与 Sun 和 Tong (2003) 的国家股对公司绩效有负面影响不一致, 这表明在本文的检验阶段中政府作为国家股的所有者可能通过提供正确的市场信号、有效的监管以及提供商业机会来对国企的绩效施加了正的影响。但是当政府在所有者与社会事务管理者角色之间错位严重时, 即过多的行政干预 (地区制度环境较弱), 则会损害国有股带来的正面影响。法人股 (*Lps*) 对业绩均无显著影响, 未能起到改善公司治理效率的作用。外资股 (*Frm*) 对经营业绩存在负的影响, 对市场业绩 (*MBR*) 的影响为正, 结果不一致。由于国有企业改制上市后大部分企业仍为国有控股, 外资股股东可能缺乏监督与激励经理人的动力, 由于引入了其他股权, 国有股权比例下降, 国有股股东对公司的关注则会减弱, 故有可能出现经营业绩下滑无人问津的情况。而对于市场业绩正面影响, 可能是由于存在外资股的情况下, 上市公司受到的各项制度的监管相对严格, 如信息披露等, 随着信息不对称程度的下降, 投资者所要求的最低回报率下降, 从而提升了公司的市场表现。

其他控制变量, 宏观经济变量 GDP 增长率对公司经营业绩 (*ROS*) 和市场业绩 (*MBR*) 影响显著, 其他均无显著影响。资产负债率 (*LEV*), 公司规模 (*SZIE*) 与以往研究结果一致, 资产负债率对业绩的影响为负, 公司规模对经营业绩影响为正, 对市场业绩影响为负。

为进一步检验结果的稳健性, 本文同时采用了极大似然面板估计法进一步检验, 表 5.7 为检验结果。结果表明, 地区制度环境 (*Index*) 在以 CROA (核心资产

收益率), *MBR* (权益总市值/权益帐面值) 为被解释变量的回归结果中仍然对公司业绩的显著的正面影响, 特别是对市场业绩的影响都到了 0.21 左右, 高于其对经营业绩的影响, 同时也说明地区制度环境是影响投资者对公司定价的重要因素。在以 *ROS* (净利润/主营业务收入)、*EBITS* (息税前利润/主营业务收入) 为被解释变量的回归结果中地区制度环境变量对业绩无显著的影响, 与稳健 *OLS* 回归结果一致。极大似然面板估计的回归结果仍然支持本文的假说 2。

股权结构的回归结果表明, 国有股 (*State*) 对业绩的影响为正, 但是仅在以 *MBR* (权益总市值/权益帐面值) 为被解释变量的回归结果中显著, 这表明表 5.6 回归结果得到的国有股对经营业绩的正面影响还缺乏稳健性, 有待进一步检验。国有股对市场业绩的正面影响可能是因为上市后国有股比例越高, 表明政府对公司未来价值的信心, 通过国有股持股比例向市场发送公司价值的信息。法人股 (*Lps*) 总体上对业绩没有显著影响。外资股的结果与稳健 *OLS* 回归结果一致。其他控制变量结果也与稳健 *OLS* 回归结果一致。

综合表 5.6, 表 5.7 的回归结果, 本文的假说 2 基本得到支持, 即在控制了股权结构及相关因素影响后, 企业所处地区制度环境越好——政府干预低、市场竞争程度高、法治水平高, 私有化之后公司绩效越高。改制上市后国有股对公司绩效 (特别是市场业绩) 有正的影响, 但若上市公司所处地区制度环境较弱, 政府过多的行政干预, 则可能会损害公司业绩。

六、结 论

关于不同性质产权效率的讨论由来已久, 20 世纪 80 年代私有化浪潮的掀起进一步将产权与私有化的讨论推向了高潮。一方面, 无论在非转轨经济体还是在转轨经济体中, 私有化的实践纷纷掀起; 另一方面, 对私有化绩效检验的研究也如雨后春笋般不断涌现。

尽管, 我国的私有化起步较晚, 学者对我国国有企业私有化的绩效的检验表明国有企业私有化富有成效。但是, 我国国有企业私有化也有自身的特点, 面临着特别的制度背景, 改革中企业所处的地区制度环境是否会影响到私有化的绩效呢? 对此问题以往研究关注较少, 而制度经济学强调制度因素对产权效率的影响, 这与私有化绩效息息相关, 因此本文以 1997-2003 年度 *SIP* 的 540 家国有企

业为研究对象，借鉴 Megginson et al.(1994)，Sun 和 Tong (2003)等文献中 SIP 绩的研究方法，探究了地区制度环境与部分私有化绩效之间的关系。

研究表明，总体而言，我国国有企业私有化前后公司业绩有所改善，但改善有限，仅在净利润，息税前利润和产出方面提升较大，而在盈利能力的相对指标，以及成本、财务状况方面表现差强人意，这一结果与 Sun 和 Tong (2003) 基本一致，表明我国国有企业部分私有化的绩效与其他国家或地区私有化效果仍存在一定差距，还需要寻找更深层次的原因。

对于本文所关注的主要问题——地区制度环境与部分私有化绩效，研究发现：公司所处的地区制度环境越好，即较少的政府干预，市场竞争程度高，法治水平越高，私有化前绩效表现越好，主要表现在地区制度环境较好组的样本公司在盈利能力、成本费用节约、财务状况以及私有化后长期市场业绩方面显著好于地区制度环境较弱组样本公司；同时，在控制了股权结构等相关因素后，地区制度环境仍然对私有化之后的经营（市场）业绩存在正向影响。这一结果表明，在转轨过程中，我国国有企业私有化不仅要关注产权的转移，也要注重相关制度环境的建设与改善，以实现国企改制最大效率的提升。

本文的研究还存在一定的局限，未来研究可以进一步发展和改进。内生性问题，本文采用国有企业上市前后 3 年平均业绩的差异来衡量私有化绩效，虽然这种衡量方法在以往的 SIP 研究中得到广泛应用，但在本文中可能会存在内生性问题，即：处于制度环境较好地区公司平均业绩较制度环境较弱地区公司业绩的显著提高，一方面是由于较好制度环境下私有化改革带来经营业绩显著提高，另一方面是制度环境较好地区业绩增长率可能系统性的高于制度环境较弱地区公司的业绩增长率。对于后者的影响，寻找未上市的国有企业作为控制样本可能是较为理想的方法，鉴于目前数据的可能性本文还未做进一步检验。此外，在检验假说 2 时，本文仅控制了股权结构治理变量，其他如股权集中度，董事会等公司治理变量本文未做控制，可能会影响本文结果的稳健性。

表 5.6

稳健 OLS 回归结果

Var	ROS		EBITS		CROA		MBR	
	Model2a	Model2b	Model2a	Model2b	Model2a	Model2b	Model2a	Model2b
Intercept	-0.188 (-3.01)***	-0.186 (-3)***	-0.101 (-1.59)	-0.101 (-1.61)*	-0.192 (-6.24)***	-0.190 (-6.19)***	11.500 (25.61)***	11.419 (25.32)***
Index	0.007 (0.55)	0.008 (0.61)	-0.003 (-0.21)	-0.003 (-0.18)	0.015 (1.94)*	0.015 (1.98)**	0.233 (3.09)***	0.243 (3.25)***
State	0.020 (1.84)*		0.010 (0.92)		0.009 (1.82)*		0.263 (3.09)***	
Lps		-0.012 (-1.06)		-0.002 (-0.13)		-0.005 (-1.09)		0.090 (1.000)
Frn	-0.169 (-2.79)***	-0.174 (-2.86)***	-0.173 (-2.23)**	-0.174 (-2.23)**	-0.106 (-4.2)***	-0.108 (-4.29)***	4.008 (7.65)***	4.022 (7.72)***
GDPgrow	0.225 (1.65)*	0.226 (1.65)*	0.126 (0.91)	0.126 (0.9)	0.006 (0.09)	0.006 (0.09)	2.158 (1.86)*	2.169 (1.86)*
Lev	-0.469 (-11.33)***	-0.470 (-11.33)***	-0.424 (-11.49)***	-0.425 (-11.48)***	-0.273 (-5.58)***	-0.273 (-5.6)***	2.203 (11.84)***	2.175 (11.67)***
Size	0.041 (8.01)***	0.041 (8.11)***	0.038 (7.68)***	0.039 (7.74)***	0.028 (7.55)***	0.028 (7.7)***	-0.784 (-19.89)***	-0.769 (-19.57)***
Industry	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.
Year	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.
R-squared	0.261	0.260	0.253	0.253	0.482	0.482	0.536	0.535
F	22.71***	22.79***	24.99***	25.1***	17.01***	16.67***	92.91***	92.43***
obs	3309	3309	3309	3309	3377	3377	3305	3305

注: (1)Model 2a: $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 Index_{it} + \beta_2 State_{it} + \beta_3 Frn_{it} + \beta_4 GDP_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Size_{it} + \sum \alpha_i industry + \sum \gamma_i year + \varepsilon_{it}$

Model2b: $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 Index_{it} + \beta_2 Lps_{it} + \beta_3 Frn_{it} + \beta_4 GDP_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Size_{it} + \sum \alpha_i industry + \sum \gamma_i year + \varepsilon_{it}$

(2)括号中为稳健 T 值; (3)分别以 ROS、EBITS、MBR 的上下 1%、1%、5%剔除了极端值; (4)* (**和***) 表示通过 10% (5%和 1%) 显著性水平检验, 双尾检验;

表 5.7

极大似然面板估计回归结果

Var	ROS		EBITS		CROA		MBR	
	Model2a	Model2b	Model2a	Model2b	Model2a	Model2b	Model2a	Model2b
Intercept	-0.251 (-3.99)***	-0.245 (-3.87)***	-0.181 (-2.62)***	-0.175 (-2.53)***	-0.243 (-8.47)***	-0.241 (-8.37)***	13.083 (23.8)***	13.090 (23.6)***
Index	0.006 (0.45)	0.007 (0.5)	-0.002 (-0.17)	-0.002 (-0.13)	0.012 (2.03)**	0.012 (2.07)**	0.213 (1.9)*	0.218 (1.94)*
State	0.023 (1.68)*		0.020 (1.32)		0.008 (1.21)		0.232 (2.16)**	
Lps		-0.017 (-1.2)		-0.015 (-0.95)		-0.004 (-0.61)		0.003 (0.02)
Frm	-0.171 (-1.64)*	-0.177 (-1.69)*	-0.171 (-1.48)	-0.175 (-1.51)	-0.130 (-2.71)***	-0.131 (-2.73)***	5.174 (5.47)***	5.187 (5.46)***
GDPgrow	0.225 (1.36)	0.225 (1.36)	0.192 (1.13)	0.191 (1.13)	0.029 (0.41)	0.029 (0.41)	2.377 (2.15)**	2.377 (2.15)**
Lev	-0.510 (-23.24)***	-0.511 (-23.3)***	-0.466 (-19.9)***	-0.466 (-19.93)***	-0.288 (-48.79)***	-0.288 (-48.82)***	2.584 (14.02)***	2.570 (13.92)***
Size	0.048 (9.26)***	0.048 (9.43)***	0.046 (8.13)***	0.046 (8.25)***	0.034 (14.66)***	0.034 (14.8)***	-0.936 (-20.23)***	-0.927 (-20)***
Industry	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.
Year	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.	Yes.
LR chi2	938.12	936.75	840.06	839.22	2174.79	2173.68	2850.46	2845.8
p>chi2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
obs	3309	3309	3309	3309	3377	3377	3305	3305

注：括号中为 Z 值；其它同表 5.6；

参考文献

- 1、 樊纲、王小鲁，2001，中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告（2000年），经济科学出版社。
- 2、 樊纲、王小鲁、朱恒鹏，2003，中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告(2001年)，经济科学出版社。
- 3、 樊纲、王小鲁、朱恒鹏，2007，中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告（2006年）年度报告，经济科学出版社。
- 4、 高鹤，2004，基于财政分权和地方政府行为的转型分析框架，改革，第4期。
- 5、 胡一帆、宋敏、张俊喜，2006，中国国有企业民营化绩效研究，经济研究，第7期。
- 6、 荆新、廖冠民、毛世平，2007，公司治理、制度环境与民营化效应——来自中国上市公司大股东变更的经验证据，经济理论与经济管理，第3期，76-71。
- 7、 刘小玄，2004，民营化改制对中国产业效率的效果分析，经济研究，第8期。
- 8、 徐莉萍、陈工孟、辛宇，2005，控制权转移、产权改革及其市场反应研究，审计研究，第5期：126-136。
- 9、 夏立军、方轶强，2005，政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据，经济研究，第5期
- 10、姚洋，1998，非国有经济成分对我国工业企业技术效率的影响，经济研究，第12期。
- 11、Black, Bernard, Reinier Kraakman and Anna Tarassova, 2000, Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong? Stanford Law Review, July, 52(7), pp. 1731-1808.
- 12、Boycko, Maxim, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1996, A Theory of Privatization, Economic Journal, March, 106 (435), pp.309-19.
- 13、D'Souza, Juliet and William L. Megginson. 1999, The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms in the 1990s, Journal of Finance, 54, pp. 1397-438.
- 14、Dewenter Kathryn L and Malatesta Paul H., State Owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity. American Economic Review, 91(1):2001, pp. 320-334
- 15、Fox, Merritt, and Michael Heller, 2000, Corporate Governance Lessons from Russian Enterprise Fiascoes, New York University Law Review, July, 75(2), pp.1720-1766.
- 16、Frydman, Roman, Chery Gray, Marek Hessel, and Andrei Rapaczynski, 1999, When Does Privatization Work: The Impact of Private Ownership on Corporate Performance in the Transition Economies, Quarterly Journal of Economics, November, 114(4), pp.1153-1191.
- 17、LaPorta, Rafael and Florencio Lopez -de -Silanes, 1999, Benefits of Privatization Evidence

- from Mexico, *Quarterly Journal of Economics*, November, 114(4), pp.1193-1242.
- 18、 Megginson, Nash, and Randenborgh. 1994, The financial and operating performance of newly privatized firms: An international empirical analysis, *Journal of Finance* 49:403-452.
 - 19、 Megginson, W. L., and J. M. Netter, 2001, "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization", *Journal of Economic Literature*, Vol.39, 321-389
 - 20、 Sun, Q., and W. H. S. Tong, 2003, China share issue privatization: the extent of its success, *Journal of Financial Economics*, Vol.70, 183-222.
 - 21、 Xu D, Pan Y., Wu C. and Yim B., 2005, Performance of Domestic and Foreign invested Enterprises in China, *Journal of World Business*: 1 -14.

Regional Institutional Environment and the Performance of Chinese Firms' Partial Privatization: Empirical Evidence from China

Abstract: This paper studies the relationship between regional institutional environment and the performance of 540 state-owned enterprises (SOEs) listed in China upon share issuing privatization from 1997 to 2003. We find that the regional institutional environment has positive impact on the performance of these SOEs upon partial privatization; the improvement of institutional environment will facilitate the improvements of profitability, financial health and the long-run market performance, as well as cost saving. We also find that the above findings are not affected when controlling the impacts of ownership and other factors

Keyword: Regional Institutional Environment Partial Privatization Performance