

国外关于民营化问题研究的最新进展*

李广子

[摘要]本文以 Megginson and Netter(2001)关于民营化问题的综述文献为基础,对国外近十年来关于民营化问题的研究文献进行了总结。本文的研究有助于我们加深对国有企业民营化改革的认识,也为后续研究提供了有益的借鉴。

关键词:民营化 绩效 民营化方式

JEL 分类号: G28 P21 P31

国有企业的民营化改革是我国市场经济体制改革的重要组成部分,但在现实中我们关于国有企业民营化的认识还远未达成共识。从几年前的“郎顾之争”到近期关于“国进民退”的争论,关于国有企业民营化改革的争论从未停止。本文试图对国外近十年来关于民营化改革的文献进行总结,以加深我们对上述问题的认识,并对后续研究提供借鉴。

关于民营化问题的研究,Megginson and Netter(2001)提供了很好的文献综述^①。Megginson and Netter(2001)主要涵盖 2000 年之前的文献。随着时间的推移,与民营化有关的理论和实践又有了新的进展。本文将 Megginson and Netter(2001)为起点,对近十年来国外与民营化有关的主要文献进行总结。Estrin 等(2009)是最近一篇有关民营化问题的综述文献,不过该文主要考察的是中东欧国家和前苏联国家。与之相比,本文在涵盖的国家和考察内容上都要广泛得多。

在概念界定上,本文所采用的“民营化”概念指的是政府将其持有的国有企业股权出售给民营企业、引入其他类型股权的过程。在结构安排上,本文共分为八个部分:第一部分考察民营化对企业绩效的影响;第二部分考察民营化对绩效的影响由哪些因素决定;第三部分总结民营化的其他影响;第四部分研究民营化的路径选择和方案设计;第五部分考察银行业的民营化问题;第六部分为非竞争性行业的民营化;第七部分为利用民营化研究其他问题;第八部分是结论和展望。

一、民营化对企业绩效的影响

民营化能否改善企业的绩效是关于民营化的最重要问题之一。这一部分里,我们对有关这一问题的最新进展进行总结。

(一)其他国家

东欧转轨国家的民营化是世界上最重要的民营化实践之一。Claessens and Djankov(2002)利用东欧 7 个国家(保加利亚、捷克、匈牙利、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克和斯洛文尼亚)1992 至 1995 年间 6000 多家国有企业民营化样本,考察了民营化对企业绩效的影响。他们发现,民营化提高了销售增长率和员工生产效率,同时就业在一定程度上有所减少。此外,时间越长,民营化对绩效的

* 李广子,中国社会科学院金融研究所,经济学博士,助理研究员。

① Djankov and Murrell(2002)是另一篇被广泛引用的关于民营化问题的文献综述。不过,这篇文献主要是将关于不同国家民营化文献中的实证结果进行汇总,以此分析民营化在世界范围内的总体效果。与之相比,Megginson and Netter(2001)所涵盖的文献范围更广、分析内容也更加丰富。因此,本文选择以 Megginson and Netter(2001)为起点,在此基础上对民营化问题研究的最新进展进行综述。

改善作用越明显。与以前关于东欧国家的民营化研究相比(比如, Frydman 等, 1999), 这篇文章样本范围更广, 数据也更加细致。

Earle and Telegdy(2002)利用面板数据对罗马尼亚的民营化过程对绩效的影响进行了深入分析, 他们发现私有股权将显著提高员工的生产率。Brown 等(2006)以 1985 年至 2002 年间东欧四国(匈牙利、罗马尼亚、俄罗斯和乌克兰)的民营化数据为样本, 利用更为严谨的方法细致地考察了民营化对生产率的影响。结论同样是正面的: 民营化显著提高了企业的生产率。

印度作为一个正在快速崛起的发展中国家, 其民营化过程也得到了学术界的关注。利用印度 1990 至 2000 年部分民营化(partial privatization)面板数据, Gupta(2005)发现, 部分民营化对公司的盈利能力、员工生产率和企业资本支出具有显著的改善作用。平均来说, 政府股权比例每下降 10% 会使得企业的销售和利润分别增加 13% 和 10%, 员工人均生产率和人均利润率分别提高 8% 和 5%, 企业的资本支出也会显著提高。

与上述研究关注转轨国家或发展中国家相比, Dewenter and Malatesta(2001)将考察对象限定为发达国家的一些大公司。他们以《财富(Fortune)》杂志 500 强公司为样本进行了跨国研究。在横向上, 作者比较了国有股权对企业绩效的影响。他们发现, 国有股权与所选取的绩效指标呈现显著的负向关系; 在纵向上, 作者比较了被民营化的企业在民营化前后绩效指标的变化。他们发现, 主要的绩效指标在民营化后得到显著改善。

上述研究主要关注的是一个国家或几个国家, D'Souza 等(2005)(以发达国家企业民营化为样本)和 Boubakri 等(2005a)(以发展中国家企业民营化为样本)则是两篇有关跨国研究的文献。结论是类似的: 无论是在发达国家还是在发展中国家, 民营化对企业绩效都具有改善作用。

(二) 中国

中国作为世界上最大的发展中国家, 其民营化改革的效果得到了学术界的高度重视。其中, Sun and Tong(2003)是对中国国有企业上市民营化(SIP)绩效最有影响的研究。利用 1994 年至 1998 年间通过 IPO 上市进行民营化的 634 家样本, 他们系统考察了上市对国有企业绩效的影响。他们发现, 国有企业上市之后, 净利润、销售收入和员工生产率都发生显著提高。令人奇怪的是, 企业的盈利能力在民营化后却出现显著下降, 销售利润率从上市前的 16.5%(三年均值)下降到上市的 11.4%(三年均值)。作者认为, 之所以出现这种结果, 原因可能是中国国有企业的上市只是一种部分民营化, 上市后国有股权仍然占有很大比重, 而国有股权可能会损害企业的绩效。他们进一步考察了国有股权对企业绩效的影响, 尽管证据较弱, 但二者的关系仍然是负向的^①。与此类似, Wang 等(2004)也发现国有企业的盈利能力在上市之后出现显著下降; Wei 等(2003)利用 1990 至 1997 年的中国国有企业 IPO 上市样本得到了同样的结果。

国有企业通过 IPO 上市进行民营化时, 可以选择 A 股市场, 也可以选择其他市场。利用 1993 年至 2002 年间在香港发行 H 股上市的 53 家中国国有企业样本, Jia 等(2005)考察了境外上市对于国有企业绩效的影响。与在国内上市一致, 他们发现, 海外上市后企业的真实利润、真实销售和真实资本支出都有显著提高, 但是上市对企业盈利能力几乎没有改善作用。他们还发现, 上市后企业绩效与国有股权存在着负向关系, 而与法人股权和外资股权存在正向关系。因此, 上市地点的不同对民营化绩效的影响并无显著差别, 重要的是无论选择在哪个市场上市, 上市都改变了原有的股权结构, 引入新的激励机制。

为什么上市民营化在很多国家都能改善国有企业的盈利能力, 但在中国却适得其反? Jiang 等

^① 更细致的研究发现, 在国有企业民营化之后, 国有股权与企业绩效之间的关系虽然是负向的但并不是完全线性的, 而是 U 型的, 参见 Wei 等(2005)的研究。

(2009)基于 Shleifer and Vishny(1997)提出以下三种理由作为解释:第一,中国国有企业的 IPO 上市只是部分民营化,控制权并未发生转移,国有企业上市之后仍由政府控制;第二,市场法制环境不健全,对中小投资者无法提供有效保护;第三,国有企业上市之后通常延续原有管理层,未能通过引入更好的管理层改善绩效。近些年来,随着一些措施的出台,中国证券市场的制度环境得到明显改善,比如,中国证监会于 1998 年成立,《证券法》于 1999 年颁布实施,等等。考虑到这一点,基于 1999 年至 2002 年的国有企业上市样本,Jiang 等(2009)就民营化对国有企业盈利能力的影响进行了重新检验。他们发现,同样的,国有企业盈利指标在上市后出现显著下降。但是,通过选取配对的未上市的国有企业样本,他们发现配对样本在相同期间内绩效下降的幅度更大。国有企业上市样本盈利能力的下降幅度显著低于配对样本。基于此,他们认为,上市民营化对于国有企业的盈利能力仍然具有积极影响。进一步,他们认为,由于政府通常选择盈利能力较好的国有企业进行民营化,而盈利能力在上市后出现下降可能是因为盈利能力指标通常具有均值反转的特性(Fama and French,2000)。

与上述基于国有企业 IPO 上市民营化的研究不同,Jefferson and Su(2006)的研究包括大量的非上市公司样本。他们利用国家统计局公布的 22870 多家大中型企业数据,考察 1994 年至 2001 年间大中型企业股权结构的变化对于企业绩效的影响。其中,在 1996 年至 2001 年间,共有 3036 家国有企业变成非国有企业。他们发现,国有企业向股份制企业的转变提高了企业的生产效率。

Chen 等(2008)是最近一篇关于中国国有上市公司所有权改革问题的文献。与上述几篇直接考察民营化问题的文献不同,这篇文献考察了控制权转移对于企业绩效的影响。他们发现,当控制权由一家国有企业转移至另一家国有企业时,上市公司的绩效几乎不会发生变化;相反,当控制权由一家国有企业转移至一家民营企业时,绩效会得到显著提升。此外,Li 等(2009)从民营化的角度考察了中国股权分置改革过程,他们发现股权分置改革提高了不同类型股东的风险分担能力,从而是帕累托有效的。

(三)小结

民营化对于绩效的影响是学术研究中的一个经典问题,近些年来,这一问题仍然得到学术界的关注。与之前的研究相比,这一阶段的研究在样本的数量、分析方法的精细程度方面都有所增强。除此以外,一些重要的发展中国家(比如印度和中国)的民营化进程也得到了学术界的高度重视。总体上看,与 Megginson and Netter(2001)一致,这些研究进一步支持了民营化在改善企业绩效方面的积极作用,对已有文献形成补充。

二、民营化绩效由哪些因素决定?

上一部分中我们看到,民营化对于企业绩效具有改善作用。那么,为什么民营化改革在不同国家产生不同的效果?换言之,民营化对绩效的改善作用由哪些因素决定?本部分将对这一问题进行考察。

(一)民营化方式

不同国家采取的民营化方式存在很大差别,同一个国家对于不同国有企业也可能会采取不同的民营化方式。因此,民营化方式可能会对民营化绩效产生影响。

上世纪 90 年代,罗马尼亚的民营化过程采取了多种可能的方式,包括员工购买(employee buyout)、大众或凭证式民营化(mass or voucher privatization)和出售给外部投资者(sales to outside investors)等。因此,罗马尼亚的民营化过程为考察不同方式对民营化绩效的影响提供了好的素材。Earle and Telegdy(2002)利用罗马尼亚的民营化数据系统地考察了所有权类型、民营化方式与企

业绩效的影响。他们发现,当政府股权被出售给外部投资者时,民营化的绩效最高;与此相反,尽管员工购买和大众式民营化与政府持有股权相比也能够提高企业绩效,但其效果要明显小于出售给外部投资者的情形。

Cull 等(2002)对捷克的研究发现了类似的结果。在捷克的民营化过程中,凭证式民营化方式居于主导地位。他们发现,通过这种方式实现民营化的公司业绩要比其他方式(包括出售给个人投资者或者国外投资者)差很多。在凭证式民营化过程中,社会公众所获取的凭证被组成投资基金,该基金作为凭证所有者的代理人持有公司股票。这意味着,凭证的实际所有者与投资基金之间存在着委托代理关系。此时,投资基金可能为了自身利益而损害实际投资者的利益。Cull 等(2002)的证据表明,投资基金确实存在掠夺行为,进而损害了公司的绩效。

依据民营化改革的速度,可以将民营化改革大致分为两种类型:快速民营化(rapid privatization)(比如俄罗斯、捷克等)和渐进式民营化(gradual privatization)(比如匈牙利、波兰、中国等)。Spicer 等(2000)比较了这两种方式对民营化绩效产生的影响。他们发现,在东欧,采取渐进式策略的匈牙利和波兰的改革效果要好于采取快速民营化策略的捷克。作者进一步分析了其中的原因。支持快速民营化的一个主要原因是,快速民营化后企业股权会通过市场交易集中到最有效率的投资者手中。但是,如果缺乏有效的制度保障市场交易的有效运行,那么快速民营化并不会导致资源的有效分配;相反,制度的缺失会滋生很多的腐败。在这种情况下,产权由原始投资者(政府)转移至最终有效率的投资者手中可能需要通过私下谈判的方式进行交易,从而需要持续很长时间。其次,快速民营化在将集体资产变为私有商品后,可能会侵害已有的生产网络关系,在法律制度不健全时,这种网络关系的缺失又会损害原有资产的价值。最后,与快速民营化相比,渐进式改革允许决策者在产权改革的过程中进行试验和学习,从而提高改革成功的可能性。

总体上看,渐进方式要优于快速方式,出售给外部投资者要优于内部投资者,当缺乏有效的制度保障时,凭证式民营化的效果最差。

(二)宏观因素与公司特征

除民营化方式外,还有其他很多因素会影响到民营化绩效。D'Souza 等(2005)将其总结为制度环境因素(例如金融市场发展水平、产品市场总体竞争程度、宏观经济走势等)和公司个体层面因素(例如股权的变更、公司层面竞争程度、公司规模等)两个方面。

D'Souza 等(2005)考察了发达国家(OECD 国家)的 129 家公司民营化绩效的影响因素。他们发现,民营化后国有股权比例与企业盈利能力之间存在微弱的负向关系,而外资股权与企业盈利能力之间存在微弱的正向关系。遗憾的是,这篇文章的样本数量有限,文章结论的可靠性也因此降低。

与 D'Souza 等(2005)相对照,Boubakri 等(2005a)考察了 32 个发展中国家 230 个样本民营化绩效的影响因素。他们发现,宏观经济因素对企业民营化绩效具有显著影响。当宏观经济发展处于上升趋势、贸易自由化程度较高、金融自由化程度较高时,民营化对企业绩效的改善作用越明显;此外,政府放弃对企业的控制权对民营化绩效具有显著的正向影响;他们还发现,一个国家金融市场发展水平越好、产权保护程度越高,民营化绩效也越好。

与 Boubakri 等(2005a)一致,利用中国的民营化数据,Sun and Tong(2003)、Wei 等(2005)也发现,国有股权与民营化后企业绩效之间的关系是负向的,说明政府股权的存在损害了公司的价值,进而削弱了民营化对企业绩效的改善作用。

实际上,即使股权被出售给外国投资者,不同企业的民营化绩效也存在很大差别。Uhlenbruck and De Castro(2000)考察了中东欧国家民营化过程中,股权被出售给外国投资者时民营化绩效的影响因素。他们发现,当收购方和被收购方行业关联度较高、业务纵向关联度较高时,企业民营化绩效会更好;另外,如果购买方和被收购方在内部控制和薪酬激励方面比较接近,民营化绩效也会

更好;外资股东增加对被收购企业的投资将会提高民营化绩效。他们还发现,政府在民营化后企业中保留股权越多或者政府要求企业民营化后保留的雇员人数越多,民营化绩效会越差;最后,国家风险也是影响民营化绩效的因素之一。当国家风险较高时,政府为了吸引外国投资者,倾向于出售经营状况较好的国有企业,在这种情况下,国家风险与民营化绩效之间呈现出正向关系。

(三)公司组织架构

一些文献从代理成本理论出发,从公司内部降低代理成本角度对不同公司民营化绩效的差异进行了解释。

由于法律保护程度较弱,新兴市场国家中公司内部的代理问题更加突出。Dharwadkar 等(2000)考察在新兴市场国家中,当代理成本更加严重时,如何选择适当的股权结构、管理架构、组织架构和资本结构来提高民营化绩效。通过理论分析,他们得到的结论主要有以下几点:第一,就股权结构而言,外部人持股要优于内部人持股;一定程度上的股权集中要优于分散化的股权;外资持股优于本地的个人和机构持股;第二,就管理和组织架构而言,民营化后更换管理层、减少政府干预会有利于提高民营化绩效;事业部制组织结构(M型组织)有助于降低代理成本从而提高民营化绩效,因为这种架构能够帮助决策者更好地对下属员工进行监督,与此同时,这种架构由于形成了内部资本市场而能够实现更有效的内部控制;由于在新兴市场国家中产出具有更大的不确定性,管理层的薪酬合约基于管理层的行为(behavior-based contract)而不是企业的产出(outcome-based contract)能够对管理层起到更好的激励作用;尽管债务在发达国家具有较好的治理作用,但在新兴市场国家,信息透明度低,债权人能够获取的信息有限,法律保护程度较低,债务的治理作用也很有限;相反,债权人可能对公司产生的掠夺行为反而会加重代理问题。因此,在新兴市场国家,债务越高,民营化绩效反而可能越差。

Cuervo and Villalonga(2000)也从组织架构层面解释了不同企业民营化绩效上的差异。他们认为,管理层的变更对提高民营化绩效具有积极作用,因为旧的管理层往往没有动力去改变现有的组织架构;进一步,当企业被出售给外部投资者、政治干预较小或者资本市场起到良好的监督作用时,对管理层的变更更容易实现。与 Dharwadkar 等(2000)类似,Cuervo and Villalonga(2000)也认为一定程度的股权集中是有利的。

需要说明的是,上述基于公司组织架构层面的分析主要还停留在规范分析阶段,可能是受数据限制,这方面的实证分析目前还几乎属于空白。

三、民营化的其他影响

前两部分中,我们考察了民营化对企业绩效的影响及其决定因素。事实上,民营化的影响是多方面的,不仅仅限于企业绩效一方面。这一部分里,本文将对民营化在其他方面产生的影响进行总结。

(一)工资和管理层激励

利用俄罗斯的民营化数据,Brainerd(2002)考察了民营化对与工人工资的影响。他发现,与国有企业相比,民营化后企业中的员工工资平均来说更高一些,这种溢价并不是由员工技能上的差别所引起。进一步的分析发现,这种差别可能主要是因为民营化后的企业中,管理层提高了与员工分享租金的程度。与此同时,民营化企业中员工工资的这种溢价随着时间的推移而不断缩小。这些证据说明,管理层可能通过提高工资获取员工的支持,进而在民营化的过程中获取更多的利益。

Christev and FitzRoy(2002)以波兰企业为样本,对不同民营化方式下企业对工资的调整进行了考察。他们发现,与出售给外部人或公众投资者相比,当股权被出售给内部人(包括管理层、企业原有员工等)时,企业对于负向需求冲击下调员工工资的可能性更低,而对于正向需求冲击提高员

工工资的可能性更大。这种不对称意味着,企业在股权被出售给内部人时发生寻租行为的可能性更大。

除考察民营化对工人工资的影响之外,一些研究还考察了民营化对管理层薪酬的影响。Cragg and Dyck(2003)以英国企业为样本,考察了不同类型企业(国有企业、民营化企业和公众公司)中企业绩效与管理层薪酬之间的关系。他们发现,平均来说,国有企业财务业绩一个标准差的提高所带来的管理层年度薪酬的变化位于-34至-1789英镑之间,二者之间的关系几乎可以忽略;相反,在被民营化不久的国有企业中,财务业绩一个标准差的提高所带来的管理层年度薪酬的变化为177000英镑,在被民营化时间较长的国有企业中,这一幅度为345000英镑。说明民营化后企业绩效与管理层薪酬之间的敏感性显著提高,且时间越长,效果越明显。

国有企业在被民营化后通常会面临重组,裁员是其中的一项主要内容。Filatotchev等(2000)以俄罗斯、乌克兰和白俄罗斯的民营化企业为样本,考察了企业民营化后的裁员行为由哪些因素决定。他们发现,如果企业所属行业走势在民营化前呈现下降趋势,那么企业在民营化后裁员的幅度会更大;此外,由于持股会增加对管理层的激励,因此管理层持股与企业在民营化后裁员幅度之间存在着正向关系。不过,当管理层持股比例很高时,管理层对公司可能的侵占行为反而会降低公司重组的可能性,因此,二者的关系是非线性的。最后,由于外部人持股会改善企业的治理结构,从而提高了重组的可能性,外部人持股比例越高,企业民营化后裁员幅度越大。

(二)公司治理

利用39个国家(包括25个新兴市场国家和14个工业化国家)的209个民营化样本,Boubakri等(2005b)考察了民营化后企业的公司治理。他们发现,民营化后企业中的国有股权比重逐步减少,所减少的国有股权主要转移至本地的机构投资者和外国投资者手中;同时,随着时间的推移,私有股权呈现出逐步集中的趋势。投资者保护程度越差,企业民营化后股权集中程度越高,意味着股权集中是外部法律环境的一种替代,从而是一种有效的治理机制。

员工持股是民营化后企业一种普遍现象。Dong等(2002)基于中国江苏和山东两省部分乡镇企业民营化的问卷调查数据,考察了哪些因素对员工的持股行为产生影响。他们发现,预期财务回报越高、工作的稳定性越高、风险偏好程度越大、家庭财富越多,员工持股的可能性越大,持股的数量也会越多。

民营化意味着企业中政府股权的减少,这是否意味着政府在实质上放弃了对企业的控制?利用发达国家(OECD)的民营化样本,Bortolotti and Faccio(2008)考察了民营化后政府对企业的控制行为。他们发现,在2000年底,有62.5%的企业在民营化后仍然由政府控制。政府通常通过两种方式实现控制:一种方式是通过金字塔(pyramid)、双重股票系统(dual class shares)等控制企业的投票权;另一种方式是持有金股(golden share),这种股票使得政府具有企业的重大决策权。他们发现,在大陆法国家,政府通过保留大量股权实现控制;而在普通法国家,政府通常通过持有金股进行控制。这一研究表明,在很多企业的民营化中,尽管股权由政府转移至私人投资者,但企业的实际控制权并没有发生相应的转移。因此,现实中的很多民营化过程并没有看上去那么彻底。

(三)市场竞争

直观上说,民营化改变了原企业的组织架构和经营效率,从而影响到其在市场上的竞争地位。本部分就民营化对市场竞争影响的研究进行简要评述。

外国投资者参与一个国家的民营化过程是一种普遍现象。根据Norback and Persson(2004)的统计,在OECD国家,大约有29%的民营化的购买者为外国投资者。在很多国家的民营化过程中,政府往往把国有资产出售给由国外投资者和本地投资者联合组成的企业联盟。另外,外部投资者通过参与民营化过程进入一个行业也非常普遍。Doh(2000)从产业竞争的角度分析了这一现象。

他认为,民营化过程为外部投资者进入一个行业(特别是原来被国家所垄断的行业)提供了机会,进而改变该行业原有的竞争格局。在这种情况下,外部最早的进入者有机会在这一过程中获取最大的利益,而且,当该进入者与在位者或者本地投资者结盟时这种收益会更大。进一步,作者的分析表明,该行业市场自由化的时间越晚,最早的进入者所获取的收益会越大。同时,经理人的企业家素质高低决定了一家企业是否能够成为最早的进入者以及获益的大小。当然,如果最早的进入者没有充足的资源为民营化后其他外部投资者的进入设置足够的障碍以减小竞争,那么最早的进入者所能获取的利益将大大减少。

Norback and Persson(2004)也注意到这一现象,他们通过建立模型就外国投资者进入对国内产业竞争的影响进行了分析。一般来说,在民营化过程中将股权出售给外国投资者将会对一国的经济产生积极的作用,比如可以提高市场竞争的程度、引入先进的技术和管理经验等。通常情况下,外国投资者可以通过两种方式进入一个国家的市场:一种是通过设立分公司或出口,此时外国投资者会面临一定的设立成本或贸易成本;另一种是购买该国企业的股权,比如在民营化过程中购买股权,此时外国投资者需要支付一个购买价。第一种方式的成本较高时,选择第二种方式对外国投资者来说可能是有利的。不过,Norback and Persson(2004)的分析表明,本国低效率竞争者的存在可能会使得这一过程难以实现。这是因为,为了减少外国投资者进入国内市场后所导致的竞争,在民营化过程中,本国低效率竞争者可以通过给出更高的价格购买国有股权以阻碍外国投资者的进入,即本国投资者通过抬高价格提高了第二种方式的成本。

与上述理论分析相对应,一些研究还从实证层面考察了民营化与市场竞争之间的关系。Otchere(2007)考察了行业竞争对手对企业进行民营化公告的反应。总体上看,竞争对手的反应是负向的,说明民营化加剧了市场竞争。市场自由程度越低,负向反应程度越大。此外,政府在民营化后的企业中保留的股权越少,竞争对手的负向市场反应越强烈,意味着政府的参与降低了企业自主性,从而降低了企业民营化后的竞争能力。

利用俄罗斯的民营化数据,Berkowitz and Holland(2001)考察了民营化对小企业发育的影响。如果一个国家的税收负担很重、政府管制不透明、腐败严重,那么私营部门合法经济活动的获利能力将大大降低,小企业会选择转入地下或者退出市场。民营化正是通过影响本地的商业环境来对小企业的发育产生影响。Berkowitz and Holland(2001)发现,在俄罗斯,地方层面的民营化阻碍了小企业的发育,而联邦层面的民营化则促进了小企业的发育。这可能是因为地方层面的民营化引发了更多的内部人自利行为,从而损害了本地的商业环境。

总体上看,民营化对提高市场竞争具有一定的积极作用。从这个角度讲,民营化提高了经济总体运行的效率,从而有利于社会福利的提高。

(四)资本市场

利用19个发达国家中的民营化样本,Bortolotti等(2007)考察了发行股票民营化对市场流动性的影响。他们发现,发行股票民营化减少了股票市场上的价格冲击,增大了市场的流动性。Boutchkova and Megginson(2000)发现了类似的结果。另外,Boutchkova and Megginson(2000)还发现,民营化使得股东人数大大增加。

伴随着民营化过程,发展中国家的资本市场也经历了快速发展,这意味着民营化对资本市场的发展产生了积极影响。不过,Perotti and van Oijen(2001)指出,民营化对资本市场发展的直接影响是非常有限的。根据国际金融公司(IFC)对发展中国家的统计结果,1988年至1996年间,发展中国家资本市场总值从4880亿美元增加到22250亿美元,而这一期间通过民营化出售股权所获得的资金收入仅为1545亿美元,仅占资本市场总增加值的很小一部分。Perotti and van Oijen(2001)认为,民营化对资本市场发展的间接影响可能更加重要。这种间接影响可能表现为:大量公

司的民营化大大提高了市场的流动性,同时,投资机会的增加也提高了投资者的风险分散能力,进而提高了资本市场的风险分担能力。此外,Perotti and van Oijen(2001)还考察了另外一种新的间接影响。他们认为,民营化的过程降低了政策的不确定性,因为民营化意味着政府将采取市场化的经济政策。在民营化开始时,政府仍然有可能为了自身利益改变已有的民营化政策,出现政策反转。而随着民营化过程的持续,这种政策的不确定性逐步被消除,从而降低了资本市场中的政治风险。政治风险的降低反过来又会吸引更多的权益投入到资本市场,进而促进资本市场的发展。他们通过 22 个发展中国家的数据支持了以上分析。

民营化对投资者产生了什么影响?投资者的长期回报如何?Megginson 等(2000)对这一问题进行了考察。他们发现,平均来说,投资者将获取显著为正的超额回报。对于不同持有期间、不同类型的投资者来说,这一结果都是稳健的。有趣的是,这一发现与其他有关权益发行市场回报的研究结果恰恰相反:其他很多研究表明,权益发行的长期回报为负值。不过,作者对这一现象并未给出有力的解释。

可以看到,除了对企业经营绩效产生影响外,民营化还在其他方面产生积极影响。在微观层面,民营化增加了对员工和管理层的激励,对于企业的公司治理也具有一定的改善作用;在宏观层面,民营化的影响也是积极的,表现在增加了市场竞争,促进了资本市场发展。

四、民营化的路径选择与方案设计

不同国家的民营化在路径选择和方案设计上存在很大不同,有哪些因素决定了这些差别?本部分将对与此问题有关的文献进行简要总结。

Megginson 等(2004)以剔除共产主义国家或前共产主义国家后 108 个国家的 2457 家民营化样本,考察了民营化方式(出售资产方式还是发行股票方式)的决定因素。他们将这些因素分为市场环境、政治和法律环境、公司特征等三大类。他们发现,当一个国家的资本市场发展程度不高同时收入差距更小时,政府更倾向于采用发行股票方式,说明政府希望通过民营化来发展其资本市场。与此同时,在收入差距更小的地方,政府通过发行股票方式对国有企业进行民营化的代价更小,因为政府无需以较高的折价吸引投资者,从而为 Biais and Perotti(2002)提供了支持^①。此外,政府对经济的干预越少,采取资产出售方式的可能性越大,说明当投资者预期有良好的政治环境保护其产权时,他们更愿意通过资产出售方式购买一家国有企业;另外,当一个国家对股东权利的保护程度越高,采取发行股票方式的可能性也越大。最后,公司特征对民营化方式的选择也产生一定影响:公司规模越大、盈利能力越高,采取发行股票方式的可能性也越高。

一些文献考察了政治因素与民营化之间的关系。Biais and Perotti(2002)是其中的一篇有影响的理论文献,他们从政党选举的角度分析了政治因素如何影响民营化过程。他们的研究基于以下一些事实。第一,在很多国家,民营化浪潮往往出现在右翼政党执掌政权并且即将面临选举之时,此时市场化经济政策受到严重挑战。比如,英国 1982 年至 1987 年、1988 年至 1991 年两次民营化浪潮分别出现在 1988 年和 1995 年的两次选举之前,法国 1986 年至 1987 年、1993 年至 1995 年的两次民营化浪潮分别出现在 1988 年和 1995 年的两次选举之前,等等。第二,与民营企业的 IPO 上市相比,国有企业 IPO 上市民营化时的折价程度更高,尽管被民营化的国有企业与民营企业相比年龄更长、规模更大,从而信息不对称程度更低。在 Biais and Perotti(2002)的分析框架中,社会存在右翼和左翼两个政党,而选民被分为三类:支持右翼政党的选民、支持左翼政党的选民和中间

^① 具体内容参见下文的讨论。

选民。此时,民营化是政党为赢得选举的一种政治战略。即使中间选民倾向于支持左翼政党的政策(如对财富进行重新分配),但右翼政党执政的政府可以通过民营化向中间选民出售大量的股份,以此来获取中间选民的支持。因为一旦中间选民拥有了大量的股份,那么左翼政党的政策将会损害他们的财富。为了吸引中间选民购买股份,民营化过程中的折价就是必需的。另外,他们的模型还表明,当社会极端不平等或者政治约束导致需要向内部人出售大量股权时,通过民营化的方式得到中间选民的支持几乎很难实现。Friebel(2000)是另一篇讨论政治因素与民营化改革关系的理论文献,他从官僚体制角度考察了俄罗斯大众式民营化的决策过程。在俄罗斯,中央政府为推行民营化政策,需要得到地方政府的支持。地方政府相对于中央政府具有以下两方面信息优势:一是他们自己对于民营化改革的态度;二是地方进行民营化改革的具体条件。中央政府需要向地方政府支付一定的租金以获取地方政府的信从而使民营化得以有效进行,支付租金的一种方式降低民营化的速度以使地方政府获取更多的利益。在这种情况下,中央政府和地方政府的博弈便会影响到民营化的方案设计和具体进程。Friebel(2000)的分析还发现,中央政府具有更多的信息并不一定导致民营化进程的加快。这是因为,一旦中央政府具有更多的信息,它就会减少向那些反对民营化改革的地方政府支付的租金,此时,这些地方政府进行改革的意愿会因此进一步降低,进而减缓民营化改革进程。

在实证层面,Li and Xu(2002)以电信部门为例,考察了处于垄断行业的企业的民营化过程由哪些因素决定,他们主要关注政治因素是否对一个国家电信部门的民营化改革产生影响。他们发现,一个国家是否民营化或开放其电信部门依赖于该国的政治结构以及利益集团的构成。一个国家的金融服务部门越庞大、城市人口比重越高、收入不平等程度越低,换言之,消费者从电信部门民营化中获取的收益越大时,该国对电信部门进行民营化的可能性也越大;政府的财政赤字越高,从而政府从电信部门攫取利益的动机会越强,电信部门被民营化的可能性越小;此外,当政府由右翼政党控制,或者电信部门能够获取外部援助(比如世界银行的援助)时,电信部门被民营化的可能性越大。这是因为,右翼政党是主张市场化改革的,而外国援助使得民营化改革能够得到更多的拥护。Bortolotti and Pinotti(2008)是另一篇从政治因素角度探讨民营化时机选择的实证文献。他们注意到,自20世纪70年代英国采取大众式民营化改革之后,不同国家进行民营化改革的时机存在很大差别。他们基于21个发达国家的证据发现,政治分割(political fragmentation)是导致一些国家民营化延迟的重要原因。政治分割程度越低,该国民营化越早;分割程度越高,民营化改革越会被推迟。这是因为,在政治分割程度较高的国家,决策权力通常被分散到很多的参与者手中,此时,执行者的权力有限并且很容易被更换。此时,不同的政治参与者很难就一项政策达成一致。而在政治分割程度较低的国家,情况则恰恰相反。与之类似,Dinc and Gupta(2010)发现,政党间竞争越激烈的地区,该地区国有企业被民营化的时间越会被推迟;同时,位于制定政策政治家家乡的国有企业更容易被推迟民营化改革。Dinc and Gupta(2010)将其归结为政治家推迟改革以减少由此可能导致的失业等问题,进而获取更多的选票支持。

作为一个发展中大国,中国的民营化改革由哪些因素驱动也得到了较多文献的关注。Li等(2000)建立的理论模型表明,在中国,地区之间的竞争促使各个地区不断降低生产成本。由于经理人的努力程度很难被证实,为了增加对经理人的激励,地方政府不得不将企业的部分或全部剩余索取权转让给经理人,即将国有企业民营化。他们的结论是,产品市场上竞争程度的加强推动了中国的民营化改革过程。他们的理论分析也得到了数据的验证。Li(2003)基于江苏和浙江两省乡镇企业民营化的问卷调查数据实证考察了中国民营化改革的驱动因素。他发现,当企业所处的行业产品市场竞争程度越高,这一行业中的国有企业被民营化的概率也越高;地方政府的预算约束越刚性,该地区国有企业越有可能被民营化。与此相反,企业管理层的人力资本(教育背景、年龄等)、

上级政府的政策压力等对民营化的决策没有显著影响。Guo and Yao(2005)是另一篇考察中国民营化原因的实证文献。基于涵盖 11 个城市 683 家公司的调查数据,他们对可能对民营化产生影响的如下五个假说进行了检验:(1)效率假说。即政府为提高企业的效率而进行民营化。(2)市场自由化假说。市场自由化程度的提高弱化了政府对本地国有企业的贡献,从而提高了政府对企业实施民营化的动机。(3)预算软约束假说。在企业的预算约束被硬化后,本地政府失去了通过国有企业为其自身目的服务的渠道,从而愿意实施民营化。(4)财务负债假说。一方面,政府可以通过出售企业获取收入;另一方面,政府可以出售亏损的国有企业以减轻负担。(5)约束假说。企业具有大量的债务或者冗余雇员往往会阻碍民营化的实施。他们的证据表明,在中国,民营化与企业预算约束的硬化和市场自由化的程度正向相关,而过多的债务负担和冗余雇员限制了民营化的实施;相反,企业的效率以及政府的财务负债对民营化决策并不产生影响。

Ramamurt(2000)通过理论分析考察了新兴市场国家的民营化问题,他试图回答以下三方面问题:第一,政府为什么选择一些国有企业而不是其他国有企业进行民营化?他从三个层面进行了分析。在公司层面,规模较小的企业更容易被民营化;另外,当企业所有权结构中包含部分私有股权时,企业也更容易被民营化。在行业层面,处于竞争性行业中的国有企业被民营化的可能性更高,即使同处于垄断行业,可以从管制创新中获益的企业也更可能被民营化;在国家层面,当政府推行市场化政策时,或者当国家面临一定的危机时,这个国家的国有企业被民营化的可能性会更高一些。第二,国有企业是如何被民营化的?如果国有企业经营状况相对较好,或者一个国家的资本市场比较发达,政府更可能采取部分民营化的方式(在企业中保留一部分股权)。另外,在新兴市场国家,由于法律制度对小投资者的保护尚不完善,政府不希望民营化后企业的股权过度分散。在工会势力较强的国家,政府希望企业员工参与购买企业股份;如果企业经营较差或者需要重组,政府更希望当地的企业参与购买股份;而当企业有可能参与国际市场时,政府更希望外国投资者购买企业股份。此外,当国家面临一定的危机时,政府在将企业民营化时通常不会采取一定的改革措施以提高企业竞争能力。民营化可以使政策更加规范、透明、可信,从而改善对垄断企业的管制。第三,民营化是如何影响企业的绩效的?首先,增加市场的竞争性将会有助于提高民营化的绩效;其次,当一个国家的制度环境较差时,民营化对绩效的改善作用也会比较有限。Bortolotti 等(2003)的一项跨国研究也发现,一个国家越民主,政府负债程度越高、股票市场越发达,该国越有可能实施民营化改革。

民营化的最终目的是为了企业的效率。那么,是否存在民营化的替代机制?换句话说,除了通过民营化将股权出售给私有投资者之外,国有企业能否通过其他途径提高效率?Aivazian 等(2005)在这方面进行了尝试。他们考察了中国国有企业的公司化改革对企业绩效的影响。1993年,中国政府出台了《公司法》,要求国有企业逐步完善公司治理机制、建立现代企业制度,最终建设成为现代化公司。这一过程被称为“公司化改革”。他们从盈利能力、生产率和投资支出三个方面衡量了企业绩效。证据表明,除投资支出外,公司化改革显著提高了国有企业的盈利能力和生产率,同时,时间越长,对绩效的改善作用越明显。因此,公司化改革同样可以提高国有企业的效率。

五、银行业的民营化

由于金融业具有与其他行业不同的特点,大多数研究在考察民营化问题时都把金融业包括银行业的民营化排除在外。一些研究表明,政府在银行中的持股行为对银行绩效产生了负面影响。例如,La Porta 等(2002)发现,政府持有银行股权在世界范围内是非常普遍的,政府持有股权越多,银行的发展会越缓慢,其人均产出也会越低。Berger 等(2005)发现了类似的结果。从理论上来说,银行业的民营化与非银行业的民营化并无本质不同。但是,鉴于银行业在一国经济体系中所处的

重要地位,银行业的民营化改革也引起了学术界的重视。正因为此,《银行业与金融杂志(Journal of Banking & Finance)》于2005年推出银行业民营化问题特刊,系统地考察了不同国家民营化对于银行业绩效的影响。

(一)发展中国家的银行业民营化

Clarke等(2005)对发展中国家银行业的民营化进行了总结。涵盖的发展中国家包括阿根廷(Clarke等,2005)、巴西(Nakane and Weintraub,2005;Beck等,2005)、墨西哥(Haber,2005)、尼日利亚(Beck等,2005)、巴基斯坦(Bonaccorsi di Patti and Hardy,2005)、东欧国家(包括保加利亚、克罗地亚、捷克、匈牙利、波兰和罗马尼亚等)(Fries and Taci,2005)和东亚国家(包括印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾和泰国等)(Djankov等,2005)等。Clarke等(2005)从以下五方面总结了民营化对银行绩效的影响。

第一,民营化是否带来了银行业绩效的提高?对于这一问题,大多数研究均表明许多国家的银行在民营化后绩效得到了提高。例如,Boubakri等(2005)利用22个发展中国家的81家银行民营化样本发现,在经过一定时期以后,民营化后银行的经济效率得到显著提高。这说明,民营化对于银行绩效的改善作用需要一定时间才能体现出来。而且,平均来说,政府会选择那些效率低、流动性差的银行进行民营化。不过,并不是所有的指标都会得到改善,比如在尼日利亚(Beck等,2005),民营化后银行的不良贷款率会有所上升。

第二,民营化后绩效的改善与政府保留股权是什么关系?证据表明,政府在银行民营化后的持股行为与民营化绩效存在负向关系。具体地说,当政府在民营化后不再持有银行股权时,比如阿根廷(Clarke等,2005)、巴西(Nakane and Weintraub,2005),民营化显著改善了银行的绩效;当政府只持有少量股权时,比如巴基斯坦(Bonaccorsi di Patti and Hardy,2005),民营化对银行绩效具有一定的改善作用,但效果要弱于第一种情形;当政府在民营化后仍是银行大股东时,比如捷克和波兰在第一轮银行民营化过程中的情形(Fries and Taci,2005),此时,民营化对银行绩效几乎没有改善作用。这一点与非金融行业的部分民营化结果有很大不同。对非金融行业部分民营化的研究结果表明(比如,Gupta,2005),尽管民营化后国有股权仍然居于控股地位,但是由于引入了新的投资者从而增加了对经理人的激励,部分民营化对企业绩效仍然具有改善作用。

第三,民营化后绩效的改善与股权受让方的类型是否有关?在民营化过程中,有的银行股权被出售给战略投资者,有的通过IPO发行股票的方式出售给大量小投资者。投资者类型对民营化绩效是否产生影响?证据表明,出售给战略投资者对银行绩效具有显著改善作用,比如阿根廷(Clarke等,2005)、巴西(Nakane and Weintraub,2005)和巴基斯坦(Bonaccorsi di Patti and Hardy,2005)等,而通过IPO发行股票的方式则效果较弱,如尼日利亚(Beck等,2005)、捷克和波兰(Fries and Taci,2005)等。

第四,外资股东参与收购银行股权对民营化绩效是否产生影响?Boubakri等(2005)的证据表明,银行股权被出售给外资股东时,银行的经济效率和资本充足率都会更高一些。这说明外资股东参与收购银行股权对民营化绩效具有正面影响。与此类似,Bonin等(2005)以11个转轨国家的225家银行为样本,发现外资银行的经营效率和服务要优于其他类型的银行,当银行具有外资股东作为战略投资者时,其绩效会更好。其原因可能在于外国投资者与本国投资者相比在管理和技术方面都更具优势。

第五,民营化与银行业竞争之间是什么关系?Chen等(2005)发现,中国银行(香港)在香港IPO上市时,香港地区其竞争对手银行以及非银行金融机构的股票出现了显著为负的异常收益。Otchere(2005)利用9个中低收入国家的银行民营化样本也发现,银行民营化公告会使得其竞争对手银行产生显著为负的异常收益。这些证据表明,民营化加剧了银行业的竞争。

(二)发达国家的银行业民营化

由于银行民营化主要出现在发展中国家,针对发达国家银行民营化问题的研究很少。Otchere and Chan(2003)是对发达国家银行民营化问题进行研究的较少的文献之一。他们对澳大利亚联邦银行(CBA)的民营化进行了案例研究。他们发现,澳大利亚联邦银行民营化后绩效显著提高,其股票的长期收益也显著为正。Megginson(2005)对有关 OECD 国家的银行民营化研究进行了总结。总体证据表明,在发达国家,民营化同样提高了银行的绩效。

总的来看,与非金融业企业的民营化类似,民营化总体上也带来了银行业绩效的提高。不过,民营化所带来的绩效的改善程度依赖于民营化的方式、股权出售的对象、政府是否保留股权等因素。

六、非竞争性企业的民营化

当一种商品或服务具有较高的外部性时(比如教育、医疗等),政府所有权被认为优于私人所有权(Shleifer, 1998)。前文讨论的都是竞争性企业的民营化问题,这类企业的一个共同特点是其所提供的商品或服务的外部性较低。那么,那些外部性较高的产品或服务是否应该由私有部门提供?换言之,那些非竞争性行业的企业是否应该被民营化?近些年来,非竞争性企业的民营化问题也得到了学术界的关注。

供水服务具有很大的外部性。一些研究认为,私有企业供水会降低服务质量,因为他们不会考虑水质对于人们健康的影响,由私人部门供水会导致人们健康状况的恶化;此外,私有部门会通过提高价格等手段损害穷人的利益,加剧社会的不公平。Galiani 等(2005)考察了阿根廷供水公司的民营化对儿童死亡率的影响。在 20 世纪 90 年代,阿根廷约 30%的地方政府(约占总人口的 60%)将其供水公司进行了民营化改革。他们发现,阿根廷供水公司的民营化使得儿童的死亡率大约降低了 8%。这种效果在贫穷地区最明显,最高达到 26%。为了考察儿童死亡率的降低是否由于供水质量所引起,他们进一步分析发现,供水公司的民营化只会降低儿童与供水质量密切相关的疾病(包括传染疾病和寄生疾病)所导致的死亡率,而与其他类型的疾病所导致的死亡率没有太大关系。这一文章具有以下三方面重要的政策含义:第一,已有文献并未考虑民营化对社会福利的影响,而这篇文章清楚地表明民营化降低了儿童的死亡率,从而提高了社会福利;第二,即使对于具有较高外部性的产品或服务,私人所有权也可能会优于政府所有权;第三,民营化并不必然损害穷人的利益,相反,穷人可能在民营化过程中获取最大的利益。

社会保障体系同样具有很高的外部性,Muller(2000)介绍了拉美国家养老金体系的民营化实践。作者将其归纳为三种模式:(1)替代模式。原先的国家运行的养老金体系由私人运行的养老金体系完全替代,比如智利和墨西哥。(2)平行模式。国家运行的养老金体系和私人运行的养老金体系并存,相互竞争,公众可以选择任一体系,比如秘鲁和哥伦比亚。(3)混合模式。对原有的国家运行的养老金体系进行改革,在该体系中加入私人运行的成分,比如阿根廷和乌拉圭。Muller(2000)总结道,由于这些改革刚开始不久,远没有达到成熟阶段,目前对改革的成效尚无法准确判断。

尽管对于这类企业民营化问题的研究目前仍然较少,也尚未达成一致的结论,但这种研究无疑是对已有研究的一个重要补充。如何理解私人所有权在非竞争性行业中的作用,还需要我们进一步研究和思考。

七、利用民营化研究其他问题

作为一种重要的改革尝试,民营化问题的研究价值不仅仅限于其本身,它还为我们研究经济

学、金融学中的一些其他问题提供了很好的素材。我们将在这一部分对此类文献进行简要总结。

Atanasov(2005)利用保加利亚的民营化样本考察了控股股东对于公司的作用。学术界关于控股股东的作用有两种截然不同的观点。一种观点认为,控股股东具有更强的动机和能力对管理层进行监督,从而提高企业绩效(Shleifer and Vishny, 1986);另一种观点认为,控股股东会通过控制权获取私有利益,通常以损害中小投资者为代价(Fama and Jensen, 1983),在没有任何限制的情况下,控股股东会侵占公司的所有资产,小投资者将不会购买这种公司的股权,控股股东最终将拥有公司的全部股权。两种观点的区别就在于对控股股东的行为是否存在有效的约束。保加利亚的民营化过程为考察上述两种观点提供了合适的样本:在保加利亚的民营化过程中,对控股股东的行为几乎没有任何限制,其他方面的法律制度也不完善,这种环境与 Fama and Jensen(1983)所指的完全没有限制的情形非常接近。保加利亚民营化过程的最终结果与 Fama and Jensen(1983)的预期非常一致。证据表明,经过大众式民营化后,企业通常由拥有一个大股东或股东联盟所控制。此外,那些被一个大股东所控制的公司其市值账面价值比率比其他拥有多个控制人的公司低 40%至 60%,意味着此类公司的市值要低得多。总体上看,Atanasov(2005)的证据支持了 Fama and Jensen(1983)的结论:在不存在对控股股东行为的法律限制情况下,由大股东控制的公司不会作为一家公众公司持续存在。

在有关企业战略的研究文献中,有两种理论解释某一企业为什么会比另一企业具有更高的价值。一种是市场观点(Market-based View,参见 Chamberlain, 1932,等)。这种观点从企业产品在市场上是否占据有利位置出发解释企业的价值,在一定的市场结构下,存在一些障碍阻碍市场竞争,进而使得一些企业具有竞争优势;另一种是资源观点(Resource-based View,参见 Barney, 1986,等),这种观点从企业内部的资源和能力出发解释企业的获利能力和价值,即一家公司的价值来自于该公司所拥有的特定的有价值的资源,其竞争对手不能复制这种资源。Makhija(2003)认为,当市场结构相对稳定时,企业的内部资源与其外部市场地位密切相关,因此两种观点很难区分;但是,当市场经历剧烈变动时,企业当前的市场地位与其未来的价值之间的关系将会减弱,因为企业的市场地位在一个剧烈变动的市场结构中很难被保持。此时,企业未来业绩和价值将主要由企业自身的资源所决定。Makhija(2003)认为,捷克的民营化过程为区分上述两种观点提供了合适的“自然实验”。他发现资源观点能够更好地解释捷克公司民营化后的价值。

已有文献对国有独资企业绩效较差的原因有两种解释。一种是政治观点(political view, Shleifer and Vishny, 1994),这一观点认为,除了利润最大化目标之外,政府还会追逐其他目标,这些目标与利润最大化目标相冲突;另一种被称为经理人观点(managerial view, Laffont and Tirole, 1993),这种观点认为,由于缺乏具有较强动机对管理层进行监督的单个投资者,同时缺乏用于对管理层业绩进行评价的股票市场价格信息,因此,完全由政府所有的国有企业很难对管理层进行有效激励;同时,由于股票未公开交易,敌意收购对管理层的激励作用也几乎不存在。Gupta(2005)利用印度部分民营化样本对上述两种观点进行了区分。所谓部分民营化是指政府通过 IPO 上市将持有的国有企业股份中的一部分出售给私人投资者,上市之后政府仍然是企业的控股股东。部分民营化后,政府在企业中的控股地位并没有发生变化,改变的仅仅是引入了新的投资者和市场约束机制。此时,政治观点不发生作用,部分民营化是否有效等价于经理人观点是否成立。Gupta(2005)的证据表明部分民营化提高了企业绩效,从而支持了经理人观点。

八、总结与展望

本文以 Megginson and Netter(2001)为起点,系统地回顾了近十年来民营化问题研究的最新进

展。总体上看,与已有文献相比,近期的文献主要有以下几个特点:(1)在更广泛的层面对已有的理论问题进行研究。比如,在考察民营化绩效时,拓展到其他很多国家,特别是中国、印度等新兴大国;在行业上,涵盖之前未曾包括的行业,比如银行业、非竞争性行业等。(2)对民营化研究所涵盖的问题进行了拓展。比如,考察了民营化对公司治理、行业竞争、资本市场等方面的影响、民营化对绩效影响背后的驱动因素、民营的路径选择和方案设计,等等。(3)以民营化为素材研究其他问题,拓展了已有文献的研究。

事实上,对民营化问题的研究远没有结束,还有很多问题需要进一步思考。比如,民营化改革的绩效在不同国家为什么有如此之大的差异?是什么原因决定了不同国家选取不同的民营化改革路径?是否存在最有效率的民营化改革方案?中国的民营化改革有哪些特色?解决这些问题仍然需要学术界的进一步努力。

参考文献

- Aivazian, V., Y. Ge and J. Qiu (2005): "Can Corporatization Improve the Performance of State-owned Enterprises even without Privatization?" *Journal of Corporate Finance*, 11, 791-808.
- Atanasov, V. (2005): "How Much Value Can Blockholders Tunnel? Evidence from the Bulgarian Mass Privatization Auctions", *Journal of Financial Economics*, 76, 191-234.
- Barney, J. (1986): "Strategic Factor Markets: Expectations, Luck, and Business Strategy", *Management Science*, 32, 1231-1241.
- Beck, T., J. Crivelli and W. Summerhill (2005): "State Bank Transformation in Brazil - Choices and Consequences", *Journal of Banking & Finance*, 29, 2223-2257.
- Beck, T., R. Cull and A. Jerome (2005): "Bank Privatization and Performance: Empirical Evidence from Nigeria", *Journal of Banking & Finance*, 29, 2355-2379.
- Berger, A., G. Clarke, R. Cull, L. Klapper and G. Udell (2005): "Corporate Governance and Bank Performance: A Joint Analysis of the Static, Selection, and Dynamic Effects of Domestic, Foreign, and State Ownership", *Journal of Banking & Finance*, 29, 2179-2221.
- Berkowitz, D. and J. Holland (2001): "Does Privatization Enhance or Deter Small Enterprise Formation?" *Economics Letters*, 74, 53-60.
- Biais, B. and E. Perotti (2002): "Machiavellian Privatization", *American Economic Review*, 92, 240-258.
- Bonaccorsi di Patti, E. and D. Hardy (2005): "Financial Sector Liberalization, Bank Privatization, and Efficiency: Evidence from Pakistan", *Journal of Banking & Finance*, 29, 2381-2406.
- Bonin, J., I. Hasan and P. Wachtel (2005): "Privatization Matters: Bank Efficiency in Transition Countries", *Journal of Banking & Finance*, 29, 2155-2178.
- Bortolotti, B., M. Fantini and D. Siniscalco (2003): "Privatisation around the World: Evidence from Panel Data", *Journal of Public Economics*, 88, 305-332.
- Bortolotti, B., F. Jong, G. Nicodano and I. Schindele (2007): "Privatization and Stock Market Liquidity", *Journal of Banking & Finance*, 31, 297-316.
- Bortolotti, B. and P. Pinotti (2008): "Delayed Privatization", *Public Choice*, 136, 331-351.
- Boubakri, N., J. Cosset, K. Fischer and O. Guedhami (2005): "Privatization and Bank Performance in Developing Countries", *Journal of Banking & Finance*, 29, 2015-2041.
- Boubakri, N., J. Cosset and O. Guedhami (2005a): "Liberalization, Corporate Governance and the Performance of Privatized Firms in Developing Countries", *Journal of Corporate Finance*, 11, 767-790.
- Boubakri, N., J. Cosset and O. Guedhami (2005b): "Postprivatization Corporate Governance: The Role of Ownership Structure and Investor Protection", *Journal of Financial Economics*, 76, 369-399.
- Boutchkova, M. and W. Megginson (2000): "Privatization and the Rise of Global Capital Markets", *Financial Management*, 29, 31-75.
- Brainard, E. (2002): "Five Years after: The Impact of Mass Privatization on Wages in Russia, 1993-1998", *Journal of Comparative Economics*, 30, 160-190.
- Brown, J., J. Earle and L. Telegdy (2006): "The Productivity Effects of Privatization: Longitudinal Estimates from Hungary, Romania, Russia, and Ukraine", *Journal of Political Economy*, 114, 61-99.
- Chamberlain, E. (1932): *The Theory of Monopolistic Competition*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Chen, G., M. Firth, Y. Xin and L. Xu (2008): "Control Transfers, Privatization, and Corporate Performance: Efficiency Gains in China's Listed Companies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 161-190.

- Chen, Z., D. Li and F. Moshirian (2005): "China's Financial Services Industry: The Intra-industry Effects of Privatization of the Bank of China Hong Kong", *Journal of Banking & Finance*, 29, 2291-2324.
- Christev, A. and F. FitzRoy (2002): "Employment and Wage Adjustment: Insider - outsider Control in a Polish Privatization Panel Study", *Journal of Comparative Economics*, 30, 251-275.
- Claessens, S., and S. Djankov (2002): "Privatization Benefits in Eastern Europe", *Journal of Public Economics*, 83, 307-324
- Clarke, G., J. Crivelli and R. Cull (2005): "The Direct and Indirect Impact of Bank Privatization and Foreign Entry on Access to Credit in Argentina's Provinces", *Journal of Banking & Finance*, 29, 5-29.
- Clarke, G., R. Cull and M. Shirley (2005): "Bank Privatization in Developing Countries: A Synthesis of Lessons and Findings", *Journal of Banking & Finance*, 29, 1905-1930.
- Cragg M, and A. Dyck (2003): "Privatization and Management Incentives", *Journal of Law, Economics and Organization*, 19, 176-217.
- Cuervo, A. and B. Villalonga (2000): "Explaining the Variance in the Performance Effects of Privatization", *Academy of Management Review*, 25, 581-590.
- Cull, R., J. Matesova and M. Shirley (2002): "Ownership and the Temptation to Loot: Evidence from Privatized Firms in the Czech Republic", *Journal of Comparative Economics*, 30, 1-24.
- Dewenter, K. and P. Malatesta (2001): "State-owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity", *American Economic Review*, 91, 320-334.
- Dharwadkar, R., G. George and P. Brandes (2000): "Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective", *Academy of Management Review*, 25, 650-669.
- Dinç, S. and N. Gupta (2010): "The Decision to Privatize: Finance and Politics", *Journal of Finance*, forthcoming.
- Djankov, S., J. Jindra and L. Klapper (2005): "Corporate Valuation and the Resolution of Bank Insolvency in East Asia", *Journal of Banking & Finance*, 29, 2095-2118.
- Djankov, S. and P. Murrell (2002): "Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey", *Journal of Economic Literature*, 40, 739-792.
- Dong, X., P. Bowles and S. Ho (2002): "The Determinants of Employee Ownership in China's Privatized Rural Industry: Evidence from Jiangsu and Shandong", *Journal of Comparative Economics*, 30, 415-437.
- D'Souza, J., W. Megginson and R. Nash (2005): "Effect of Institutional and Firm-specific Characteristics on Post-privatization Performance: Evidence from Developed Countries", *Journal of Corporate Finance*, 11, 747-766.
- Earle, J. and A. Telegdy (2002): "Privatization Methods and Productivity Effects in Romanian Industrial Enterprises", *Journal of Comparative Economics*, 30, 657-682.
- Estrin, S., J. Hanousek, E. Kocenda and J. Svejnar (2009): "Effects of Privatization and Ownership in Transition Economies", *Journal of Economic Literature*, 47, 699-728.
- Fama, E. and K. French (2000): "Forecasting Profitability and Earnings", *Journal of Business*, 73, 161-175.
- Fama, E. and M. Jensen (1983): "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Filatovchev, I., T. Buck and V. Zhukov (2000): "Downsizing in Privatized Firms in Russia, Ukraine, and Belarus", *Academy of Management Journal*, 43, 286-304.
- Friebel, G. (2000): "Bureaucracies in the Russian Voucher Privatization", *Economics of Transition*, 8, 37-57.
- Fries, S. and A. Taci (2005): "Cost Efficiency of Banks in Transition: Evidence from 289 Banks in 15 Post-communist Countries", *Journal of Banking & Finance*, 29, 55-81.
- Frydman, R., C. Gray, M. Hessel and A. Rapaczynski (1999): "When Does Privatization Work? The Impact of Private Ownership on Corporate Performance", *Quarterly Journal of Economics*, 114, 1153-1191.
- Galiani, S., P. Gertler and E. Schargrodsky (2005): "Water for Life: The Impact of the Privatization of Water Services on Child Mortality", *Journal of Political Economy*, 113, 83-120.
- Guo, K. and Y. Yao (2005): "Causes of Privatization in China, Testing Several Hypotheses", *Economics of Transition*, 13, 211-238.
- Gupta, N. (2005): "Partial Privatization and Firm Performance", *Journal of Finance*, 60, 987-1015.
- Haber, S. (2005): "Mexico's Experiments with Bank Privatization and Liberalization, 1991-2003", *Journal of Banking & Finance*, 29, 2325-2353
- Jefferson, G. and J. Su (2006): "Privatization and Restructuring in China: Evidence from Shareholding Ownership, 1995-2001", *Journal of Comparative Economics*, 34, 146-166.
- Jia, J., Q. Sun and W. Tong (2005): "Privatization through an Overseas Listing: Evidence from China's H-Share Firms", *Financial Management*, 34, 5-30.
- Jiang, G., H. Yue and L. Zhao (2009): "A Re-examination of China's Share Issue Privatization", *Journal of Banking & Finance*, 33, 2322-2332.

- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2002): "Government Ownership of Banks", *Journal of Finance*, 57, 265-301.
- Laffont, J. and J. Tirole (1993): *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Li, K., T. Wang, Y. Cheung and P. Jiang (2009): "Privatization and Risk Sharing: Evidence from the Split Share Structure Reform in China", Working paper, University of British Columbia and City University of Hong Kong.
- Li, H. (2003): "Government's Budget Constraint, Competition, and Privatization: Evidence from China's Rural Industry", *Journal of Comparative Economics*, 31, 486-502.
- Li, S., S. Li and W. Zhang (2000): "The Road to Capitalism: Competition and Institutional Change in China", *Journal of Comparative Economics*, 28, 269-292.
- Li, W. and L. Xu (2002): "The Political Economy of Privatization and Competition: Cross-country Evidence from the Telecommunications Sector", *Journal of Comparative Economics*, 30, 439-462.
- Makhija, M. (2003): "Comparing the Resource-based and Market-based Views of the Firm: Empirical Evidence from Czech Privatization", *Strategic Management Journal*, 24, 433-451.
- Meggison, W. (2005): "The Economics of Bank Privatization", *Journal of Banking & Finance*, 29, 1931-1980.
- Meggison, W., R. Nash, J. Netter and A. Poulsen (2004): "The Choice of Private versus Public Capital Markets: Evidence from Privatizations", *Journal of Finance*, 59, 2835-2870.
- Meggison, W., R. Nash, J. Netter and A. Schwartz (2000): "The Long-run Return to Investors in Share Issue Privatization", *Financial Management*, 29, 67-77.
- Meggison, W. and J. Netter (2001): "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization", *Journal of Economic Literature*, 39, 321-389.
- Muller, K. (2000): "Pension Privatization in Latin America", *Journal of International Development*, 507-518.
- Nakane, M. and D. Weintraub (2005): "Bank Privatization and Productivity: Evidence for Brazil", *Journal of Banking & Finance*, 29, 2259-2289.
- Norback, P. and L. Persson (2004): "Privatization and Foreign Competition", *Journal of International Economics*, 62, 409-416.
- Otchere, I. (2005): "Do Privatized Banks in Middle- and Low-income Countries Perform Better than Rival Banks? An Intra-industry Analysis of Bank Privatization", *Journal of Banking & Finance*, 29, 2067-2093.
- Otchere, I. (2007): "Does the Response of Competitors to Privatization Announcements Reflect Competitive or Industry-wide Information Effects? International Evidence", *Journal of Empirical Finance*, 14, 523-545.
- Otchere, I. and J. Chan (2003): "The Intra-industry Effects of Bank Privatization: A Clinical Analysis of the Privatization of the Commonwealth Bank of Australia", *Journal of Banking and Finance*, 27, 949-975.
- Perotti, E. and P. van Oijen (2001): "Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies", *Journal of International Money and Finance*, 20, 43-69.
- Ramamurti, R. (2000): "A Multilevel Model of Privatization in Emerging Economies", *Academy of Management Review*, 25, 525-550.
- Shleifer, A. (1998): "State versus Private Ownership", *Journal of Economic Perspectives*, 12, 133-150.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1986): "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1994): "Politicians and Firms", *Quarterly Journal of Economics*, 109, 995-1025.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1997): "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Spicer, A., G. McDermott and B. Kogut (2000): "Entrepreneurship and Privatization in Central Europe: The Tenuous Balance between Destruction and Creation", *Academy of Management Review*, 25, 630-649.
- Sun, Q. and H. Tong (2003): "China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success", *Journal of Financial Economics*, 70, 183-222.
- Uhlenbruck, K. and J. De Castro (2000): "Foreign Acquisitions in Central and Eastern Europe: Outcomes of Privatization in Transitional Economies", *Academy of Management Journal*, 43, 381-402.
- Wang, X., L. Xu and T. Zhu (2004): "State-owned Enterprises Going Public: The Case of China". *Economics of Transition*, 12, 467-487.
- Wei, Z., O. Varela, J. D'Souza and M. Hassan (2003): "The Financial and Operating Performance of China's Newly Privatized Firms", *Financial Management*, 32, 107-126.
- Wei, Z., F. Xie and S. Zhang (2005): "Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991-2001", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 87-108.

(责任编辑:罗 滢)