

民营化与国有股权退出行为^{*}

李广子 刘力

摘要: 在竞争性市场中, 由于私人所有权比国有股权具有更高的效率, 民营化能够提高企业的绩效。但在现实中, 很多企业在民营化后仍然要求原国有控股股东持有部分股份。利用中国上市公司民营化数据, 本文考察了原国有控股股东在民营化后上市公司中的持股行为由哪些因素决定。本文发现, 民营企业获取政治联系的动机是原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的重要原因。政治联系对于民营企业的价值越大, 原国有控股股东在民营化后公司中持有股份的可能性越高, 持股比例也会越高, 同时在上市公司股东中处于相对越重要的地位。进一步的证据表明, 当原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份时, 上市公司民营化后贷款占比下降幅度显著降低, 说明这种政治联系为上市公司带来了价值。

关键词: 民营化, 政治联系, 国有控股股东, 市场化环境

Research on Former State Controlling Shareholder's Exit and Its Ownership in Privatized Firms

Abstract: Using a sample of listed firm's privatizations in China, this paper investigates what are the factors that determine the former state controlling shareholders's shareholding in privatized listed firms. This paper finds that the motivation to establish political connection with government is an important factor. The more important is political connection to private firms, the more possible for the former state controlling shareholder to retain shares in privatized firms, and the more shares will the former state controlling shareholder hold, and the more important status will the former state controlling shareholder stay in privatized firms. Further evidence shows that the decrease in loan-to-debt ratio in those privatized listed firms, where the former state controlling shareholders retain some shares, will be much smaller. This evidence indicates that this political connection creates value for those privatized listed firms.

Key words: Privatization, Political connection, State controlling shareholder, Marketization environment

JEL classification: G34

^{*} 李广子: 中国社会科学院金融研究所 北京建国门内大街 5 号中国社会科学院金融研究所 100732 电话: 010-85196372 电子信箱: liguangzi@sina.com; 刘力: 北京大学光华管理学院金融系 100871 电话: 010-62756246 电子信箱: li@gsm.pku.edu.cn。

本文是国家社科基金项目“地区金融环境差异与企业投融资研究”(项目批准号 06BJY114)和中国社会科学院青年科研启动基金 B 类项目“新型农村金融机构发展与农村金融改革”(编号 1100000074)的阶段性研究成果。本文曾入选 2011 年中国金融国际年会(CICF), 作者感谢参会者的有益评论。作者特别感谢孙杰、刘玉珍、唐国正、张圣平、赵龙凯、张翼、张峥、方军雄(评论人)等以及两位匿名审稿人的建设性意见。文责自负。

一、引言

经济学基本理论告诉我们，与私人所有权相比，除了利润最大化目标之外，政府还会追逐一些社会目标（social goals），这些目标与企业的利润最大化目标相冲突（Shleifer 和 Vishny, 1994）。不仅如此，政府的目标会随着政府的更迭而变动，这些都会损害企业绩效。而且，即使政府是“仁慈的（Benevolent）”，由于所有者的缺位，政府在签订契约时会受到限制，私人所有权也会优于国有股权（Shleifer, 1998）。此外，国有股权还会导致严重的预算软约束问题（Kornai et al., 2003）。因此，在竞争性市场中，私人所有权比国有股权具有更高的效率。私人所有权的这种优势构成了“民营化”的理论基础：所有权由政府转移给私人将会提高企业绩效。

狭义的民营化是指国有控股股东将持有的国有企业股权出售给民营企业并实现控制权转移的过程¹。有相当多的文献考察了这一过程对企业绩效的影响，证据总体上表明民营化能够提高企业的盈利能力和经营效率（参见Megginson和Netter的综述，2001）。国内的研究包括胡一帆等（2006）、徐莉萍等（2005）、荆新等（2007）、李广子和刘力（2010）等，这些文献总体上也验证了民营化在我国对于企业绩效的改善作用。

在我国民营化过程中，有相当数量的企业原国有控股股东在民营化后仍然在企业中持有一定股份。在本文样本中，上市公司民营化后约有 37% 的公司原国有控股股东仍持有部分股份。从国际上看，Perotti（1995）的研究显示，在匈牙利和英国，政府一般会逐步而不是一次性地出售所持有的企业股权，在控制权转移之后，政府还会持有一定股份。这一现象似乎与民营化的理论相违背：如果私人所有权优于国有股权，那么最优的民营化策略应该是政府完全退出企业而不是持有部分股份。为什么会出现这种情况？企业民营化后为什么仍然要求原国有控股股东持有一定股份？认真研究这一现象对于回答经济学中的一些基本理论问题以及深入理解中国民营化改革特色都具有重要意义。

利用我国上市公司民营化数据（即国有上市公司通过控制权转移成为民营上市公司），本文考察了原国有控股股东在民营化后上市公司中持股行为的影响因素。本文发现，民营企业获取政治联系的动机是原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的重要原因。当新民营控股股东与上市公司属于不同地区、原国有控股股东政府背景越强、民营化后公司高管政治背景越弱、公司所处地区市场化环境越差，从而政治联系对于该公司价值越高时，原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的可能性越高，持股比例也会越高，同时会在民营化后上市公司股东中处于相对更重要的地位。进一步的证据表明，当原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份时，上市公司民营化后贷款占比下降幅度显著降低，说明这种政治联系为公司带来了价值。

与已有文献相比，本文的贡献主要包括：第一，本文从政治联系的角度对民营化后原国有控股股东的持股行为给出了合理解释；第二，本文的证据拓展了已有文献关于民营企业如何获取政治联系的研究。已有文献在关注民营企业的政治联系时，多从高管的政治背景角度加以考察，即企业高管是否在政府或军队任职、是否担任人大代表或政协委员等（余明桂和潘红波，2008；罗党论和唐清泉，2009；潘越等，2009；Fan et al., 2007；Xu et al., 2011）。本文的分析表明，国有股权纽带是民营企业建立政治联系的一种有效并且普遍的方式，这一发现与 Faccio（2006）一致，也为张建君和张志学（2005）的理论分析提供了实证支持；第三，本文的证据还为理解中国的渐进式民营化改革为什么能够成功提供了新的思路。与东欧等国的“凭证式民营化（Voucher Privatization）”改革相比，中国的渐进式民营化改革无疑更加成功。本文的分析表明，中国的民营化改革过程本身会内生出一种机制，本文称之为“自

¹ 广义的民营化指国有股东将其持有的国有企业股权出售给民营企业，而不限于控制权。

我调节机制”。在本文中，这种机制表现为，新民营控股股东通过要求原国有控股股东持有股份来建立政治联系。这种“自我调节机制”由民营化过程中的各利益方通过协商等方式自发形成，在市场化机制不完善的情况下，这种“自我调节机制”将会成为市场化机制的替代（Allen et al, 2005），从而能够有效地支持民营企业的发展，进而提高了民营化改革过程成功的可能性。

本文的后续安排如下：第二部分是理论分析与研究假设；第三部分是研究设计；第四部分报告了实证结果；第五部分是稳健性检验；第六部分考察了原国有控股股东持股对上市公司贷款行为的影响；第七部分是结论与政策建议。

二、理论分析与研究假设

尽管民营企业在我国经济中的地位越来越重要，但现实中民营企业在很多方面仍然受到一些不公正待遇，比如信贷歧视，即由于金融体系主要由政府控制，民营企业很难得到金融体系充分的信贷支持（Brandt 和 Li, 2007；Ge 和 Qiu, 2007）。几年前的“吉林通钢事件”和“孙大午事件”也在一定程度上反映出民营企业在发展中所面临的难题。为了谋求更多的资源和发展空间，获取相对有利的竞争地位，很多民营企业会努力通过多种途径建立“政治联系”（张建君和张志学，2005）。金融学中所称的政治联系概念属于金融学与政治学交叉范畴，通常指具有政府背景的官员与公司所建立起来的紧密联系（石晓乐和许年行，2009），如公司高管在政府或议会任职，或与政府官员或议员存在“紧密联系”等等。Xin 和 Pearce（1996）发现，在法律环境不健全的环境中，与国有企业相比，私营企业的经理人会更依赖于关系。Choi et al（1999）认为，在经济转型过程中，由于缺乏良好的价格体系和完善的法律系统，交易成本很高，企业更愿意通过人际关系网络建立自身的经营战略，而不是通过市场手段。对于由国有企业民营化而形成的民营企业来说，原国有控股股东是其建立政治联系的绝佳渠道。其中，要求原国有控股股东在民营化后企业中持有一定股份无疑是一种有效方式，这种方式能够将原国有控股股东利益与企业利益捆绑在一起。例如，2003年6月18日，浙江精工钢结构建设集团有限公司与安徽六安手扶拖拉机厂签订《股权转让协议》，收购其持有的长江股份（代码 600496）55.545%的股份。收购完成后，长江股份（代码 600496）更名为精工钢构（代码 600496），原国有控股股东六安手扶拖拉机厂在上市公司中仍持有 6.17%的股份。六安手扶拖拉机厂成立于 1956 年，是安徽省六安市的国有大型企业，历史悠久。通过六安手扶拖拉机厂在民营化后持有一定股份，上市公司能够有效利用其在本地的包括政治联系在内的各种社会资源。当然，原国有控股股东持有股份对企业来说是有成本的，比如增加了政府干预的可能性。因此，只有当这种政治联系对于企业的价值足够大，且超过其所可能产生的成本时，民营企业才会要求原国有控股股东持有一定股份。因此，本文得到如下基本假设：

对于民营化上市公司而言，政治联系对于民营企业越有（没有）价值，企业在民营化后要求原国有控股股东持有股份的意愿越强（弱），持有股份就会越多（少）。

那么，什么样的政治联系对于民营企业来说更有价值？本文认为存在以下四方面因素。

（一）同地区效应

上市公司民营化过程中，控制权受让方（新民营控股股东）与上市公司可能属于同一地区，也可能属于不同地区。一般来说，由于已有的业务关系、人脉等因素，企业与本地政府往往较为熟悉。如果属于同一地区，新民营控股股东将在一个相对熟悉的环境中同一个相对熟悉的政府打交道；相反，如果属于不同地区，一方面，上市公司所在地区地方政府与新民营控股股东之间存在的信息不对称问题可能会更加严重；另一方面，地方保护主义的存在也可能对民营控股股东在该地区开展业务带来障碍。此时，与地方政府建立政治联系对新

民营控股股东来说更具有价值。因此得到假设 1:

假设 1: 当控制权受让方(新民营控股股东)与上市公司属于不同地区时,原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的可能性更大,持有的股份更多;反之亦然。

(二) 政府背景效应

国有上市公司在被民营化之前的控股股东可以分为两类:政府机构(如国资委、财政局等)和国有法人。尽管都是国有股东,但两类股东的政府背景是不同的。如果是国有法人,意味着在企业 and 政府之间还存在一层委托代理关系,此时,企业与政府之间的联系是间接的;如果是政府机构,意味着企业可以直接与政府打交道,企业和政府之间的联系是直接的。因此,与政府机构相比,国有法人的政府背景相对较弱。从民营企业建立政治联系的角度看,由政府机构持股无疑要比由国有法人持股更具有价值。由此得到假设 2:

假设 2: 当原国有控股股东为政府机构时,原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的可能性更大,持有的股份更多;为国有法人时则相反。

(三) 高管政治背景替代效应

很多研究表明,高管的政治背景可以帮助企业建立政治联系(余明桂和潘红波, 2008; 罗党论和唐清泉, 2009; 潘越等, 2009; Fan et al, 2007; Xu et al, 2011)。当民营企业高管本身已经具备一定的政治背景从而已经能够与政府建立政治联系时,对该企业来说通过其他途径建立政治联系便不再具有太高价值。由此可得假设 3:

假设 3: 民营化后上市公司高管政治背景越强,原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的可能性越低,持有的股份越少;反之亦然。

(四) 市场化环境效应

已有文献表明,市场化环境越落后的国家或地区政治联系越普遍(Chen et al, 2005; Faccio, 2006; Li et al, 2006; 罗党论和唐清泉, 2009)。在中国,不同地区发展水平很不平衡,市场化环境存在很大差距。在市场化环境相对较好的地区,如东南沿海地区,民营企业能够在相对比较规范的环境中参与市场竞争,此时,政治联系的价值也相对较低;相反,在市场化环境相对较差的地区,如中西部地区,民营企业可能会面临很多非市场化因素。一方面,民营企业在经营中面临不公正待遇的可能性会更大;另一方面,面临不公正待遇时,民营企业通过正式制度渠道获取保护的困难也会更大。此时,建立政治联系对于民营企业就显得更为重要。因此得到假设 4:

假设 4: 上市公司所处地区市场化环境越差,原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的可能性越高,持有的股份越多;反之亦然。

三、研究设计

(一) 样本选择

我们以 CCER 民营上市公司数据库为基础,选择通过协议转让方式实现国有上市公司控制权由国有股东转让给民营股东即民营化的公司为样本。截至 2008 年底,共有 336 家国有上市公司控制权发生转移而成为民营公司,剔除数据不全或数据错误的公司后还有 301 个样本。数据错误主要包括受让方非民营企业、控制权转让方为民营企业、控制权转让没有实现等情形,数据不全是指上市公司公告中未披露交易的详细信息。在 301 个样本中,有 18 家已经退市或长期停牌,剔除后得到 283 个样本。由于本文考虑的是新民营控股股东与原国有控股股东之间的控制权转让行为,本文对上述样本依次执行如下筛选程序:(1) 通过

拍卖或法院判决方式实现控制权转让的样本 38 家；(2) 通过原控股股东改制或股权变更实现所有权性质变更的样本 48 家；(3) 处于非控股地位的民营股东通过收购其他股东股份成为控股股东的样本 16 家；(4) 处于非控股地位的民营股东在原国有股东减持股份后被动成为控股股东的样本 6 家；(5) 资产重组、以资抵债等情形的样本 11 家。由于以上五类样本均不属于新民营控股股东与原国有股东之间的股权交易，不涉及转让双方的谈判过程，本文将将其从样本中予以剔除。最终本文得到符合要求的 164 家通过协议转让实现控制权转让的样本。样本情况见表 1。

表 1 样本行业及年度分布

行业(代码)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	合计
农、林、牧、渔业(A)							1	1	2					4
食品、饮料(C-C0)			1				2	3	2					8
纺织、服装、皮毛(C-C1)					1			1	1		1	2		6
造纸、印刷(C-C3)										1				1
石油、化学、塑胶、塑料(C-C4)				1	2	1	2	6	3	2	1	1		19
电子(C-C5)			1	1			1					1		4
金属、非金属(C-C6)					1	1		5	5	1	2	1		16
机械、设备、仪表(C-C7)			1	1	2	1	7	4	2	2	3	1		24
医药、生物制品(C-C8)			1	1		1	1					1		5
电力、煤气及水的生产和供应业(D)								1	1		2			4
建筑业(E)					1									1
交通运输、仓储业(F)					1			3	4	1				9
信息技术业(G)			1	1	2		2	1		2	2			11
批发和零售贸易(H)			1	1	1	1	2	5	2	1	1	1		16
房地产业(J)			1	2	1		4	3		1	2	2		16
社会服务业(K)							1	2			2	1		6
传播与文化产业(L)				1	1						1			3
综合类(M)	1	1			1		2	1	2		2		1	11
合计	1	1	7	9	14	5	25	36	24	11	19	11	1	164

(二) 变量选取与模型设定

根据前文分析，本文构建如下模型对假设进行检验：

$$Dependent = \beta_0 + \beta_1 SameLocation + \beta_2 GovOwner + \beta_3 Political + \beta_4 MarketIndexDum + \beta_5 X + \varepsilon$$

其中，Dependent 表示因变量， β_0 为截距项， β_1 至 β_4 为各解释变量的回归系数， β_5 为控制变量的回归系数向量， X 为控制变量向量， ε 为残差项。各变量具体定义如下。

1、因变量。本文采取以下三种方式衡量原国有控股股东在民营化后上市公司中的持股行为。(1) 持股比例¹ (Holding)，持股比例的大小反映出原国有控股股东在上市公司中利益的大小；(2) 持股虚拟变量 (Hold Dum)，在民营化后各年中，如果原国有控股股东持股则当年该变量取值为 1，未持股则取值为 0。在本文的框架下，新民营控股股东建立政治联系的动机是原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的重要原因。直观上说，原国有控股股东的持股比例与政治联系强度之间可能并不存在完全的线性关系。换言之，持有股份多少可能并不重要，相反，原国有控股股东是否持有股份可能更加重要。因为只要持有股份（而不管持股比例大小），民营企业就拥有了建立政治联系的渠道。因此，本文通过设置上述持股虚拟变量来刻画这一情形。(3) 持股相对地位 (Hold Rank)。原国有控股股东在民营

¹ 受数据限制，本文只能观察到上市公司前十大股东的持股数据。因此，本文只能考虑原国有控股股东持股位列前十大股东时的情形，如果前十大股东中没有原国有控股股东，则认为原国有控股股东持股为 0。

化后上市公司中的相对持股地位不同,对上市公司的意义也不同。比如,第二大股东和第十大股东对上市公司的影响是不一样的。持股相对地位越高,其对上市公司利益的关注程度会越高,此时,上市公司也越容易通过它建立有效的政治联系。基于此,本文对原国有控股股东在民营化后上市公司中的相对持股地位进行了区分。具体地,在民营化后各年中,如果原国有控股股东为第二大股东时,该变量取值为4,为第三大股东时取值为3,为第四至第十大股东时取值为2¹,未持股取1。在这种设定下,Hold Rank值越高,意味着原国有控股股东在民营化后上市公司股东中的地位越重要。

2、解释变量。(1)同地区虚拟变量(Same Location),以此来刻画同地区效应。如果新民营控股股东与上市公司的注册地属于同一省份(自治区或直辖市),该变量取值为1,否则取值为0。根据假设1,该变量回归系数预期为负。(2)政府背景虚拟变量(Gov Owner),以此来刻画政府背景效应。如果原国有控股股东为政府机构,如国资委(局)、财政部(局)等,该变量取值为1,为国有法人时取值为0。根据假设2,该变量回归系数预期为正。(3)高管政治背景虚拟变量(Political)。如果民营化后某一年期末上市公司总经理或董事长有政治背景时,该变量该年取值为1,否则取值为0。参照Faccio(2006)、余明桂和潘红波(2008)、潘越等(2009)、罗党论和唐清泉(2009)等的做法,如果高管曾经或者正在军队、政府部门任职,或者曾经或正在担任人大代表、政协委员的,则定义其具有政治背景,能够为公司建立政治联系²。根据假设3,该变量回归系数预期为负。(4)市场化环境虚拟变量³(Market Index Dum)。本文采取樊纲等(2010)所提供的市场化指数作为市场化环境的度量,这一指数已经在很多研究中得到广泛应用。市场化环境虚拟变量设置如下:如果当年上市公司所在地区“市场化指数”高于样本中位数水平,即该地区市场化环境相对较好,该变量取值为1,否则取值为0。需要说明的是,樊纲等(2010)只提供了1997年至2007年各地区的市场化指数,而本文样本观测值的时间跨度为1996年至2008年。本文采取如下方法进行近似:以1997年各地区的市场化指数作为1997年以前年度相应地区市场化指数的替代,以2007年各地区的市场化指数作为2007年以后年度相应地区市场化指数的替代。根据假设4,该变量回归系数预期为负。

3、控制变量。(1)控制权受让方(新民营控股股东)规模(Buyer Size)。由于公告中通常只披露受让方的注册资本,而较少披露其总资产等信息,受数据限制,本文以受让方注册资本的自然对数作为其规模的度量。受让方规模越大,其谈判能力越强,越有可能要求原国有控股股东持有股份。预期其回归系数为正。(2)关联方虚拟变量(Related Party)。如果控制权受让方(新民营控股股东)为上市公司或原国有控股股东的关联方,则该变量取值为1,否则取值为0。与规模变量类似,该变量也在一定程度上代表着受让方的谈判能力。如果受让方为关联方,意味着其具有更强的谈判能力,因此越有可能要求原国有控股股东持有股份。预期其回归系数为正。(3)民营化前原国有控股股东的持股比例(Former Holding)。

¹ 之所以将这几种情况合并在一起,是因为其中每种类型股东的样本数目均较少。

² 此处采取的是一种广义的口径。不同研究对如何定义政治联系采取了不同的口径。有些研究不把曾经或正在担任人大代表或政协委员作为政治背景,仅考虑在军队或政府部门任职的情形,比如Fan et al(2007)、Xu et al(2011),等,这种口径要狭义一些。下文中,本文将采取这种较狭义的口径来定义政治背景,进行稳健性测试。

³ 随着各地区市场化程度不断提高,各地区市场化指数也在增大。本文考察的是民营化中原国有控股股东股权的退出问题,部分国有控股股东可能会采取逐步减持的退出策略。这种情况下,原国有控股股东在上市公司中所持有的股份会出现逐步减少的趋势。此时,原国有控股股东在上市公司中持有的股份便会与市场化指数之间呈现出负相关关系,但这种关系本身并不意味着市场化程度对原国有控股股东的持股行为产生了负向影响,而只是一种时间趋势的体现。因此,直接以市场化指数作为解释变量会出现上述系统性偏差。相反,采用虚拟变量方法考察的仅仅是各年度不同地区市场化程度的相对水平,因此会有效地避免上述偏差。本文中,如果直接把市场化指数的绝对值作为解释变量,那么市场化环境变量对原国有控股股东持股行为的负向影响将会更加显著。本文还尝试将市场化环境变量分成三组或五组,所得结论基本没有差别。

持股比例越高，原控股股东出售全部股份的难度越大，因此更可能会采取逐步退出的策略，从而越有可能持有股份。预期其回归系数为正。(4) 政府管制行业虚拟变量 (Regulation)。上市公司属于政府管制行业时该变量取值为 1，否则取值为 0。政府管制行业的界定参照夏立军和陈信元 (2007)，具体包括采掘业 (B)，石油、化学、塑胶、塑料 (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) 等。是否属于政府管制行业可能会影响到原国有控股股东的持股行为。(5) 其他国有股东虚拟变量 (Other State Owners)。如果上市公司年末前十大股东中，除原国有控股股东外还存在其他国有股东，该变量当年取值为 1，否则为 0。存在其他国有股东时，上市公司有更多渠道建立政治联系，从而会对原国有控股股东持股行为产生替代作用。预期其回归系数为负。(6) 公司规模 (Firm Size)，以上市公司上一年末总资产的自然对数表示。(7) 杠杆水平 (Leverage)，以上市公司上一年末资产负债率表示。(8) 盈利能力 (ROE)，以上市公司上一年末净资产收益率 (ROE) 表示。(9) 年度虚拟变量 (Year)，对年度因素进行控制。

所有变量及其定义见表 2。

表 2 主要变量及其定义

	变量	变量定义
因变量	<i> Holding </i>	原国有控股股东民营化后各年在上市公司中的持股比例 (%)
	<i> Hold Dum </i>	持股虚拟变量，原国有控股股东民营化后各年在上市公司中如果持股取 1，未持股取 0
	<i> Hold Rank </i>	持股相对地位序数变量，原国有控股股东民营化后各年如为第二大东取 4，为第三大股东取 3，为第四至第十大股东取 2，未持股取 1
解释变量	<i> Same Location </i>	同地区虚拟变量，新民营控股股东与公司属同一地区取 1，否则取 0
	<i> Gov Owner </i>	政府背景虚拟变量，原国有控股股东为政府机构时取 1，否则取 0
	<i> Political </i>	高管政治背景虚拟变量，如果当年期末上市公司总经理或董事长有政治背景时取 1，否则取 0，如果高管曾经或者正在军队、政府部门任职，或者担任人大代表或政协委员的，定义其具有政治背景。参见 Faccio (2006) 等。
	<i> Market Index Dum </i>	市场化环境虚拟变量，如果当年上市公司所在地区“市场化指数”高于样本中位数水平，该变量取 1，否则取 0。取自樊纲等 (2010)
控制变量	<i> Buyer Size </i>	控制权受让方 (新民营控股股东) 规模，以其注册资本自然对数表示
	<i> Related Party </i>	关联方虚拟变量，控制权受让方与上市公司或原国有控股股东为关联方时取 1，否则取 0
	<i> Former Holding </i>	原国有控股股东控制权转让前持有上市公司股份的比例 (%)
	<i> Regulation </i>	政府管制行业虚拟变量，上市公司属于政府管制行业时取 1，否则取 0。参见夏立军和陈信元 (2007)
	<i> Other State Owners </i>	其他国有股东虚拟变量，民营化后各年末上市公司前十大股东中有其他国有股东时取 1，否则取 0
	<i> Firm Size </i>	上市公司规模，以上一年末总资产的自然对数表示
	<i> Leverage </i>	上市公司杠杆，以上一年末资产负债率表示 (%)
	<i> ROE </i>	上市公司盈利能力，以上一年末净资产收益率 (ROE) 表示
	<i> Year </i>	年度虚拟变量

如前文所述，本文采取三种方式度量原国有控股股东的持股行为，相应地，对于不同度量指标采取不同方法进行分析。因变量为持股比例 (Holding) 时，由于因变量位于 0 和 1 之间，因此采取Tobit模型对系数进行估计¹；为持股虚拟变量 (Holding Dum) 时，采取Logit模型进行估计；为相对持股地位 (Hold Rank) 时，采取Ordered Logit模型进行估计。所有回归分析均采用White异方差稳健标准差对结果进行调整。

(三) 主要变量描述性统计

本文数据包括上述 164 家民营化样本当年及之后四年共 5 年的观测数据。这种方法有两

¹ 作者感谢匿名审稿人在此问题上的建议。

个好处：一是增加了样本观测值；二是避免了只考虑民营化当年数据可能出现的偏差。这是因为，如果原国有控股股东采取逐步退出的策略，那么只考虑民营化当年的数据会高估原国有控股股东的持股行为。由于部分样本在民营化后面面临再次转让、时间因素等原因，其观测值少于5个，本文最终样本观测值为711个。所有财务数据均取自Wind数据库，其他数据来自于手工收集。主要变量的描述性统计结果见表3。

表3 主要变量描述性统计结果

变量	N	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i> Holding (%)</i>	711	4.334	7.442	0	0	29.000
<i> Hold Dum</i>	711	0.370	0.483	0	0	1
<i> Hold Rank</i>	711	1.909	1.278	1	1	4
<i> Same Location</i>	711	0.435	0.496	0	0	1
<i> Gov Owner</i>	711	0.190	0.392	0	0	1
<i> Political</i>	711	0.467	0.499	0	0	1
<i> Market Index Dum</i>	711	0.526	0.500	0	1	1
<i> Buyer Size</i>	709	18.631	0.962	13.122	18.603	20.906
<i> Related Party</i>	701	0.124	0.330	0	0	1
<i> Former Holding (%)</i>	711	36.300	15.072	6.190	31.560	74.050
<i> Regulation</i>	711	0.343	0.475	0	0	1
<i> Other State Owners</i>	711	0.357	0.480	0	0	1
<i> Firm Size</i>	711	20.517	0.786	17.885	20.557	23.136
<i> Leverage (%)</i>	711	63.762	68.248	1.258	55.975	942.905
<i> ROE (%)</i>	675	-3.032	73.649	-1407.830	5.191	204.071

从表3可以看到，民营化后企业要求原国有控股股东在上市公司中持有股份的现象较为普遍，占样本总数的37%。此外，我们进一步对持有股份样本进行了测算。结果表明，在持有股份的样本中，平均持股比例为11.72%，中位数为10%，属于较高的比例。原国有控股股东民营化前平均持股比例为36.3%，有43.5%的控制权受让方与上市公司同属于一个地区。上市公司民营化前，控股股东为政府机构的比例为19%。*Political*均值为46.7%，意味着民营上市公司中有近一半的高管具有政治背景，这一数据与余明桂和潘红波（2008）非常接近。约有12.4%的控制权受让方为关联方，有34.3%的上市公司属于政府管制行业。民营化后，上市公司前十大股东中存在其他国有股东的比例为35.7%。

表4给出了主要变量的Pearson相关系数及相应的p值。

表4反映出的变量间关系与前文假设基本一致。其中，原国有控股股东持股变量

（*Holding*、*Hold Dum*和*Hold Rank*）与同地区虚拟变量（*Same Location*）、高管政治背景虚拟变量（*Political*）、市场化环境虚拟变量（*Market Index Dum*）显著负相关，与政府背景虚拟变量（*Gov Owner*）显著正相关。其他变量间相关系数也与预期基本一致。其中，控制权受让方规模（*Buyer Size*）、原国有控股股东民营化前持股比例（*Former Holding*）与原国有控股股东持股变量之间显著正相关，其他国有股东虚拟变量（*Other State Owners*）对原国有控股股东持股行为也具有一定负向影响。不过，关联方虚拟变量（*Related Party*）、政府管制行业虚拟变量（*Regulation*）对原国有控股股东的持股行为几乎没有显著影响，其他控制变量（*Firm Size*、*Leverage*和*ROE*）的影响也不明显。

表4 主要变量 Pearson 相关系数

	<i>Hold</i> <i>Dum</i>	<i>Hold</i> <i>Rank</i>	<i>Same</i> <i>Location</i>	<i>Gov</i> <i>Owner</i>	<i>Political</i>	<i>Market Index</i> <i>Dum</i>	<i>Buyer</i> <i>Size</i>	<i>Related</i> <i>Party</i>	<i>Former</i> <i>Holder</i>	<i>Other State</i> <i>Owners</i>	<i>Regu-</i> <i>lation</i>	<i>Firm</i> <i>Size</i>	<i>Leve-</i> <i>rage</i>	
<i>Hold Dum</i>	0.761*** (0.000)													
<i>Hold Rank</i>	0.842*** (0.000)	0.929*** (0.000)												
<i>Same Location</i>	-0.197*** (0.000)	-0.172*** (0.000)	-0.166*** (0.000)											
<i>Gov Owner</i>	0.037 (0.328)	0.082** (0.028)	0.074** (0.049)	0.024 (0.521)										
<i>Political</i>	-0.079** (0.035)	-0.098*** (0.009)	-0.079** (0.036)	0.141*** (0.000)	0.165*** (0.000)									
<i>Market Index Dum</i>	-0.093** (0.013)	-0.090** (0.017)	-0.090** (0.016)	0.173*** (0.000)	-0.079** (0.035)	0.047 (0.209)								
<i>Buyer Size</i>	0.136*** (0.000)	0.185*** (0.000)	0.201*** (0.000)	-0.029 (0.448)	-0.013 (0.736)	-0.080** (0.032)	-0.019 (0.618)							
<i>Related Party</i>	-0.021 (0.571)	0.000 (0.996)	-0.032 (0.402)	0.046 (0.224)	-0.041 (0.276)	0.012 (0.745)	-0.068* (0.074)	-0.259*** (0.000)						
<i>Former Holding</i>	0.362*** (0.000)	0.279*** (0.000)	0.291*** (0.000)	-0.140*** (0.000)	-0.017 (0.649)	0.024 (0.516)	0.036 (0.333)	0.216*** (0.000)	-0.274*** (0.000)					
<i>Other State Owners</i>	-0.030 (0.422)	-0.057 (0.130)	-0.078** (0.037)	0.036 (0.343)	-0.199*** (0.000)	-0.047 (0.210)	0.028 (0.463)	-0.066* (0.079)	-0.116*** (0.002)	-0.136*** (0.000)				
<i>Regulation</i>	-0.003 (0.929)	-0.048 (0.198)	-0.048 (0.203)	0.010 (0.800)	0.021 (0.581)	-0.080** (0.033)	-0.039 (0.301)	0.087** (0.021)	0.058 (0.123)	-0.017 (0.652)	-0.044 (0.238)			
<i>Firm Size</i>	-0.010 (0.790)	-0.024 (0.529)	0.013 (0.727)	0.114*** (0.002)	-0.022 (0.562)	0.171*** (0.000)	0.103*** (0.006)	0.121*** (0.001)	0.156*** (0.000)	0.040 (0.286)	-0.001 (0.986)	0.112*** (0.003)		
<i>Leverage</i>	-0.046 (0.218)	-0.038 (0.307)	-0.055 (0.144)	-0.026 (0.488)	0.066* (0.079)	-0.094** (0.012)	0.002 (0.958)	-0.088** (0.020)	-0.091** (0.016)	-0.119*** (0.002)	0.034 (0.372)	-0.084** (0.025)	-0.211*** (0.000)	
<i>ROE</i>	-0.057 (0.136)	-0.027 (0.487)	-0.020 (0.600)	0.036 (0.348)	0.002 (0.949)	-0.005 (0.907)	-0.021 (0.590)	0.008 (0.846)	0.007 (0.865)	-0.043 (0.262)	-0.048 (0.217)	0.000 (0.994)	0.101*** (0.009)	-0.476*** (0.000)

说明：括号中为 Pearson 相关系数的 p 值，*、**、***分别表示系数在 10%、5%、1%显著性水平上异于 0（双尾）。

四、实证结果

(一) 政治联系与持股比例

以持股比例 (Holding) 为因变量的分析结果见表 5。由于因变量介于 0 和 1 之间, 本文采取 Tobit 模型进行回归分析。

表 5 政治联系与持股比例 (因变量: Holding)

	预期符号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Same Location</i>	-	-6.798*** (1.350)				-5.761*** (1.409)
<i>Gov Owner</i>	+		3.111** (1.525)			3.436** (1.524)
<i>Political</i>	-			-4.411*** (1.344)		-3.590*** (1.362)
<i>Market Index Dum</i>	-				-3.484*** (1.344)	-2.185* (1.372)
<i>Buyer Size</i>	+	3.914*** (0.757)	3.686*** (0.774)	3.455*** (0.774)	3.638*** (0.772)	3.720*** (0.745)
<i>Related Party</i>	+	8.936*** (2.036)	9.123*** (2.122)	9.081*** (2.136)	8.500*** (2.106)	8.764*** (2.045)
<i>Former Holding</i>	+	0.431*** (0.046)	0.464*** (0.048)	0.467*** (0.048)	0.459*** (0.048)	0.447*** (0.046)
<i>Regulation</i>	?	-1.409 (1.399)	-1.320 (1.448)	-2.181 (1.439)	-1.311 (1.437)	-1.730 (1.382)
<i>Other State Owners</i>	-	0.082 (1.429)	0.556 (1.522)	-0.465 (1.447)	0.316 (1.465)	0.733 (1.464)
<i>Firm Size</i>	?	-0.257 (0.988)	-0.608 (0.968)	-0.321 (0.951)	-0.479 (0.942)	0.142 (0.977)
<i>Leverage</i>	?	-0.096** (0.043)	-0.106** (0.044)	-0.093** (0.043)	-0.091** (0.043)	-0.097** (0.043)
<i>ROE</i>	?	-0.017* (0.009)	-0.019** (0.009)	-0.018* (0.009)	-0.018* (0.009)	-0.018* (0.009)
<i>Intercept</i>	?	-77.562*** (22.443)	-70.299*** (22.227)	-70.136*** (21.778)	-69.793*** (21.412)	-81.028*** (21.971)
<i>Year</i>		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>F-value</i>		10.82***	10.09***	10.04***	9.83***	10.55***
<i>Pseudo R²</i>		0.071	0.063	0.066	0.064	0.077
<i>样本数</i>		663	663	663	663	663

说明: 括号中为标准差, *, **, ***分别表示系数在 10%、5%、1%显著性水平上异于 0 (双尾), 下同。

表 5 中, 从第 (1) 列可以看到, 同地区虚拟变量 (Same Location) 回归系数显著为负, 说明控制权受让方与上市公司属于同一地区对原国有控股股东在民营化后上市公司中的持股比例具有负向影响, 与预期一致。第 (2) 列中, 政府背景虚拟变量 (Gov Owner) 的变量回归系数显著为正, 这意味着, 与国有法人相比, 当原国有控股股东为政府机构时, 其在民营化后上市公司中的持股比例平均来说会更高。第 (3) 列中, 高管政治背景虚拟变量 (Political) 的回归系数为负且在 1% 的显著性水平上显著, 意味着高管政治背景与原国有控股股东的持股比例之间存在很强的替代关系。第 (4) 列考察了市场化环境虚拟变量 (Market Index Dum) 与持股比例的关系。与预期一致, 二者之间存在显著的负向关系, 显著性水平低于 1%。说明市场化环境越好, 原国有控股股东的持股比例越低。第 (5) 列对所有解释变量同时进行分析。此时, 所有解释变量的回归系数均与预期一致并且具有统计显著性。

控制变量回归系数的符号与预期基本一致。其中, 控制权受让方规模 (Buyer Size)、关

关联方虚拟变量 (Related Party) 的回归系数符号为正且在 1% 的显著性水平上显著, 前文将这两个变量作为受让方谈判能力的度量, 说明受让方谈判能力越强, 原国有控股股东的持股比例会越高。民营化前持股比例变量 (Former Holding) 具有显著的正向影响, 说明前期持股比例越高, 原国有控股股东的退出速度越慢, 在上市公司中持有的股份也可能会越多。政府管制行业虚拟变量 (Regulation) 回归系数不显著, 说明是否属于政府管制行业对国有股权的退出并没有显著影响。其他国有股东虚拟变量 (Other State Owners) 回归系数同样不显著, 说明新民营控股股东在进入上市公司时, 其他国有股东的存在并不会对其与原国有控股股东的谈判产生影响。另外, 公司杠杆 (Leverage) 和盈利能力 (ROE) 对原国有控股股东的退出行为具有一定的负向影响, 公司规模 (Firm Size) 则没有显著影响。

(二) 政治联系与持股虚拟变量

如前所述, 持股比例高低可能并不能准确刻画原国有控股股东持股对上市公司建立政治联系的意义, 对上市公司来说, 原国有控股股东“是否持股”可能是更重要的。表 6 给出了基于持股虚拟变量 (Hold Dum) 的分析结果。由于因变量是二元变量, 本文采取 Logit 模型进行回归分析。

表 6 政治联系与持股虚拟变量 (因变量: Hold Dum)

	预期符号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Same Location</i>	-	-0.746 ^{***} (0.190)				-0.664 ^{***} (0.196)
<i>Gov Owner</i>	+		0.574 ^{***} (0.223)			0.694 ^{***} (0.239)
<i>Political</i>	-			-0.607 ^{***} (0.186)		-0.527 ^{***} (0.198)
<i>Market Index Dum</i>	-				-0.340 [*] (0.185)	-0.283 [*] (0.161)
<i>Buyer Size</i>	+	0.519 ^{***} (0.107)	0.492 ^{***} (0.104)	0.470 ^{***} (0.107)	0.503 ^{***} (0.108)	0.496 ^{***} (0.107)
<i>Related Party</i>	+	1.056 ^{***} (0.303)	1.056 ^{***} (0.288)	1.015 ^{***} (0.305)	0.939 ^{***} (0.292)	1.043 ^{***} (0.301)
<i>Former Holding</i>	+	0.041 ^{***} (0.006)	0.044 ^{***} (0.006)	0.045 ^{***} (0.006)	0.043 ^{***} (0.006)	0.044 ^{***} (0.007)
<i>Regulation</i>	?	-0.351 [*] (0.200)	-0.336 [*] (0.200)	-0.430 ^{**} (0.203)	-0.343 [*] (0.201)	-0.421 ^{**} (0.207)
<i>Other State Owners</i>	-	-0.088 (0.191)	0.012 (0.195)	-0.127 (0.193)	-0.076 (0.191)	0.031 (0.201)
<i>Firm Size</i>	?	-0.030 (0.137)	-0.073 (0.132)	-0.024 (0.132)	-0.038 (0.133)	0.071 (0.148)
<i>Leverage</i>	?	-0.012 ^{**} (0.006)	-0.013 ^{**} (0.005)	-0.011 [*] (0.005)	-0.012 ^{**} (0.006)	-0.015 ^{**} (0.006)
<i>ROE</i>	?	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.002 [*] (0.001)
<i>Intercept</i>	?	-10.385 ^{***} (3.105)	-9.492 ^{***} (2.962)	-9.739 ^{***} (2.950)	-9.632 ^{***} (2.974)	-11.367 ^{***} (3.223)
<i>Year</i>		Yes	Yes	yes	yes	yes
<i>Wald Chi²</i>		104.97 ^{***}	107.03 ^{***}	101.14 ^{***}	99.57 ^{***}	120.81 ^{***}
<i>Pseudo R²</i>		0.140	0.129	0.134	0.135	0.167
<i>样本数</i>		663	663	663	663	663

表 6 的结果与表 5 基本一致。从第 (1) 列可以看到, 同地区虚拟变量 (Same Location) 对原国有控股股东是否持股产生负向影响, 显著性水平低于 1%, 说明当新民营控股股东与上市公司属于同一地区时, 原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的概率更低。系

数为-0.746意味着,属于不同地区时,原国有控股股东在民营化后上市公司持有股份的可能性是属于同一地区时的2.11倍($\approx e^{0.746}$)。第(2)列的结果表明,政府背景虚拟变量(Gov Owner)对原国有控股股东是否持股产生正向影响,显著性水平低于1%。系数为0.574说明,当原国有控股股东为政府机构时,其在民营化后上市公司中持有股份的可能性是为国有法人时的1.78倍($\approx e^{0.574}$)。从第(3)列可以看到,高管政治背景越强,原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的可能性越小,显著性水平低于1%。系数为-0.607意味着,当民营化后上市公司高管没有政治背景时,原国有控股股东在公司中持有股份的可能性是高管有政治背景时的1.83倍($\approx e^{0.607}$)。从第(4)列可以看到,市场化环境虚拟变量(Market Index Dum)对原国有控股股东是否持股具有负向影响,显著性水平低于10%。系数为-0.340意味着,当上市公司所属地区市场化环境较差时,原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的可能性是市场化环境较好时的1.40倍($\approx e^{0.340}$)。第(5)列考察了所有解释变量的综合影响,结果与前文基本一致,所有变量的回归系数符号均与预期一致,且具有统计显著性。

各控制变量回归系数的符号及其显著性与前文基本类似。唯一不同的是,政府管制行业虚拟变量(Regulation)回归系数为负且具有一定的显著性,说明当上市公司属于政府管制行业时,原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的可能性会有所降低。

(三) 政治联系与持股相对地位

股东处于不同持股地位时,其在上市公司中的利益可能存在较大差别,本文利用持股相对地位变量(Hold Rank)对原国有控股股东在民营化后上市公司中的持股行为进行刻画。表7给出了以持股相对地位变量(Hold Rank)为因变量的Ordered Logit模型分析结果。

表7的结果与表5和表6是一致的。与预期一致,同地区虚拟变量(Same Location)、高管政治背景虚拟变量(Political)和市场化环境虚拟变量(Market Index Dum)的系数均为负,政府背景虚拟变量(Gov Owner)的回归系数为正,且具有较高的显著性。这说明,当新民营控股股东与上市公司处于不同地区、高管政治背景越弱、市场化环境越差、原国有控股股东政府背景越强,原国有控股股东在民营化后上市公司中的持股会处于越重要的地位。

表7中,各控制变量回归系数的符号及其显著性与前文基本类似。不再赘述。

综上,本文以持股比例(Holding)、持股虚拟变量(Hold Dum)和相对持股地位(Hold Rank)来刻画原国有控股股东在民营化后上市公司中的持股行为,分别通过Tobit模型、Logit模型和Ordered Logit模型来对各假设进行检验。证据总体表明,政治联系对于上市公司越有价值,上市公司越会要求原国有控股股东在上市公司中持有股份。具体地,当新民营控股股东与上市公司来自不同地区、原国有控股股东的政府背景越强、民营化后上市公司高管政治背景越弱、所属地区市场化环境越差,原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的可能性越大,持股比例也会越高,且在股东中的地位也会越重要。假设1至假设4得到支持。各控制变量的回归系数表明,新民营控股股东的谈判能力以及原国有控股股东民营化前的持股比例会对原国有控股股东民营化后的持股行为产生正向影响。此外,较弱的证据表明,上市公司处于政府管制行业时,原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的可能性会降低;上市公司杠杆水平与盈利能力对原国有控股股东的持股行为也会产生一定的负向影响。上市公司是否存在其他国有股东、规模大小等因素对原国有控股股东的持股行为并不具有显著影响。

表 7 政治联系与持股相对地位（因变量：Hold Rank）

	预期符号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Same Location</i>	-	-0.757*** (0.184)				-0.658*** (0.196)
<i>Gov Owner</i>	+		0.503*** (0.203)			0.566*** (0.216)
<i>Political</i>	-			-0.525*** (0.177)		-0.393** (0.192)
<i>Market Index Dum</i>	-				-0.339* (0.181)	-0.161 (0.193)
<i>Buyer Size</i>	+	0.554*** (0.111)	0.528*** (0.108)	0.496*** (0.109)	0.528*** (0.110)	0.547*** (0.112)
<i>Related Party</i>	+	0.862*** (0.268)	0.856*** (0.258)	0.846*** (0.269)	0.749*** (0.258)	0.841*** (0.267)
<i>Former Holding</i>	+	0.043*** (0.006)	0.046*** (0.006)	0.046*** (0.006)	0.044*** (0.006)	0.045*** (0.006)
<i>Regulation</i>	?	-0.315 (0.198)	-0.302 (0.197)	-0.378* (0.197)	-0.311 (0.198)	-0.348* (0.197)
<i>Other State Owners</i>	-	-0.196 (0.186)	-0.103 (0.190)	-0.232 (0.183)	-0.166 (0.185)	-0.068 (0.195)
<i>Firm Size</i>	?	0.046 (0.142)	-0.003 (0.133)	0.036 (0.134)	0.036 (0.137)	0.129 (0.152)
<i>Leverage</i>	?	-0.012** (0.006)	-0.013** (0.005)	-0.011* (0.005)	-0.012** (0.006)	-0.014** (0.006)
<i>ROE</i>	?	-0.001 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.002* (0.001)	-0.002 (0.001)
<i>Year</i>		Yes	Yes	yes	yes	yes
<i>Wald Chi²</i>		111.14***	107.35***	110.86***	103.11***	129.44***
<i>Pseudo R²</i>		0.102	0.093	0.095	0.097	0.116
<i>样本数</i>		663	663	663	663	663

说明：采用 Ordered Logit 回归中有三项 Cut 项，表中未报告该三项回归系数。

五、稳健性检验

（一）避免触发要约收购义务？

我国《上市公司收购管理办法》规定：“通过证券交易所的证券交易，收购人持有上市公司股份达到该公司已发行股份的 30% 时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行，发出全面要约或者部分要约。”换言之，当民营化之前原国有控股股东持股比例高于 30% 时，其转让股权比例达到 30% 时就会触发要约收购义务。那么，对于这些股东来说，其在民营化后上市公司中持有股份是否是为了避免触发要约收购义务？

针对这一问题，一种最直接的检验方式是将民营化前原国有控股股东持股比例超过 30% 的样本予以剔除。不过，这种做法存在很大缺陷。一方面，由于中国市场上原国有控股股东通常持股比例较高，在本文 164 家样本中，民营化前原国有控股股东持股比例超过 30% 的样本有 88 家，剔除此类样本将极大地减少样本数量。另一方面，本文中有 22 家样本所转让股权的比例超过了 30%，这部分样本显然没有受到触发要约收购义务的影响；此外，民营化前原国有控股股东持股比例超过 30% 的样本中还有一部分样本所转让股权的比例远低于 30%，即一部分持股比例高于 30% 的国有股东只在民营化过程中出售了一小部分股权，对于此类股东，也不能将其在民营化后上市公司中持有股份的行为视为避免触发要约收购义务。上述两种情况表明，原国有控股股东持股比例超过 30% 时，其在转让股权时并不必然受到触发要约收购的影响。

那么,什么样的股东在股权转让时最有可能受到了上述规定的影响?本文采取以下两个条件进行筛选:(1) 民营化前原国有控股股东持股比例超过 30%;(2) 民营化过程中所转让股权的比例与 30% 比较接近¹, 本文选择位于 25%² (含) 至 30% 之间作为标准。本文认为,这类样本最有可能受到上述触发要约收购义务规定的影响。在 164 家样本中,满足上述两个条件的样本共有 53 家。本部分对此类样本予以剔除,并重复前文的分析。具体结果见表 8。

表 8 剔除触发要约收购义务的影响

	预期符号	<i> Holding </i>	<i> Hold Dum </i>	<i> Hold Rank </i>
<i> Same Location </i>	-	-7.013*** (1.909)	-1.013*** (0.291)	-1.011*** (0.292)
<i> Gov Owner </i>	+	0.364 (2.926)	0.471 (0.383)	0.331 (0.390)
<i> Political </i>	-	-3.847** (1.885)	-0.552* (0.292)	-0.541* (0.294)
<i> Market Index Dum </i>	-	-4.983** (1.979)	-0.644** (0.317)	-0.716** (0.363)
<i> Buyer Size </i>	+	4.290*** (1.136)	0.604*** (0.153)	0.656*** (0.172)
<i> Related Party </i>	+	11.448*** (2.459)	1.655*** (0.414)	1.416*** (0.389)
<i> Former Holding </i>	+	0.279*** (0.071)	0.039*** (0.011)	0.045*** (0.012)
<i> Regulation </i>	?	-1.892 (2.048)	-0.842** (0.349)	-0.600* (0.313)
<i> Other State Owners </i>	-	-2.183 (2.152)	-0.199 (0.366)	-0.230 (0.367)
<i> Firm Size </i>	?	0.407 (1.252)	0.205 (0.234)	0.327 (0.261)
<i> Leverage </i>	?	-0.087 (0.054)	-0.015 (0.010)	-0.014 (0.011)
<i> ROE </i>	?	-0.024* (0.013)	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)
<i> Intercept </i>		-95.519*** (29.426)	-16.634*** (4.713)	---
<i> Year </i>		Yes	Yes	Yes
<i> F-value(Wald Chi²) </i>		10.54**	68.73***	24115.05***
<i> Pseudo R² </i>		0.129	0.217	0.194
<i> 样本数 </i>		445	445	445

表 8 给出的结果与前文基本是一致的。其中,政府背景虚拟变量(Gov Owner)回归系数的显著性有所降低,但其符号与预期仍然一致,其他三个解释变量均具有较好的显著性。表 8 的结果表明,避免触发要约收购义务并不能解释本文的结论。

(二) 与国有企业间控制权转让样本相对比³

是不是所有国有控股股东在转让控制权后都会在原公司中持有股份?换言之,当控制权受让方为国有企业时(本文称之为“国有企业间控制权转让”),原国有控股股东的持有股份情况如何?这一部分中,本文将民营化样本与国有企业间控制权转让样本进行对比,考察两类样本在原控股股东的持股行为上是否存在系统性差异。

¹ 因为这样可以在不触发要约收购义务的前提下尽可能多地转让股权。

² 本文还选取了 26%、27%、28%、29% 等其他下限,所得结果基本类似。

³ 上市公司控制权转让中,还存在“民营到国有”和“民营到民营”两类样本。由于这两类样本数量较少,我们没有对其进行分析。

国有企业间控制权转让数据取自 CCER 上市公司股权协议转让数据库。采取与前文类似的筛选标准, 本文得到通过协议转让实现控制权在国有企业间转让的样本 84 家。本文对两类样本原国有控股股东在控制权转让后上市公司中的持股行为进行了比较。结果见表 9。

表 9 两类样本原国有控股股东持股情况比较

	民营化样 本(1)	国有企业间控制 权转让样本(2)	差异 (1)-(2)	T 值
控制权转让当年及之后四年 原国有控股股东平均持股 样本数	4.333% (0.369) 711	3.817% (0.297) 336	0.516% (0.072)	1.03 (2.30**)

说明: 表中为持股比例 (Holding) 均值, 括号中为持股虚拟变量 (Hold Dum) 均值。

从表 9 可以看到, 控制权转让当年至之后四年中, 民营化样本原国有控股股东的持股比例 (Holding) 和持股概率 (Hold Dum) 均值都要高于国有企业间控制权转让样本。民营化样本原国有控股股东的平均持股比例为 4.333%, 而国有企业间控制权转让样本这一比例为 3.817%, 前者高于后者。民营化样本原国有控股股东民营化后持股概率为 0.369, 而国有企业间控制权转让样本这一概率为 0.297, 前者高于后者且显著性水平低于 5%。说明当控制权受让方为民营企业时, 原国有控股股东在控制权转让后上市公司中持股概率更高。上述分析表明: 在控制权转让中, 当受让方为民营企业时, 新民营控股股东更需要原国有控股股东持有一定股份以建立政治联系; 而当受让方为国有企业时, 由于其建立政治联系需求较弱, 因此新国有控股股东要求原国有控股股东持有一定股份的需求也较弱。

(三) 降低政策变动风险的信号?

Perotti (1995) 从信号传递角度对政府的逐步退出行为给出了解释 (“信号传递观点”)。在他的框架下, 政府分为守信 (committed) 政府和民粹主义 (populist) 政府两种。守信政府在国有企业民营化后延续已有政策, 不会对企业进行过多干预; 而民粹主义政府则会对民营化后的企业进行干预, 甚至将股权收回国有。此时, 在控制权转让过程中, 守信政府会通过向民营化后企业中持有股份以显示其愿意承担政策变动的风险, 从而发送其为守信政府而非民粹主义政府的信号。

本文所讨论的政治联系观点与信号传递观点有所不同: 信号传递观点是从股权出让方即原国有控股股东角度出发, 持有股份是原国有控股股东为传递信号而主动实施的行为; 相反, 本文是从股权受让方即新民营控股股东角度出发, 持有股份是新民营控股股东为获取政治联系的一种主动行为。那么, 上述信号传递理论是不是造成本文结果的主要原因?

Perotti 和 Guney (1993) 指出, 信号传递观点有如下两方面推论: (1) 在时间序列上, 随着时间的推移, 由于早期的信号传递已经为政府机构或国有法人建立了声誉, 因此用于发送信号所需要持有股份的数量就会减少。所以, 与前期相比, 后期民营化中原国有控股股东持有股份的比例会下降; (2) 在横截面上, 当企业所属行业政策风险较大时, 原国有控股股东在民营化过程中需要持有股份的比例越高。与之相反, 依据本文所讨论的政治联系观点, 原国有控股股东持有股份的行为与政治联系对民营企业本身是否有价值密切相关, 与时间趋势和行业差别并没有先验的关系。

对于第一个推论, 图 1 给出了不同年度中实施民营化的样本原国有控股股东持有股份均值比较结果¹。可以看到, 后期民营化样本与前期相比, 无论以哪种指标度量, 原国有控股股东持有股份比例并不存在明显的下降趋势。第一个推论无法得到支持。

¹ 1998 年以前和 2008 年由于样本数目太少而未被包含在内。

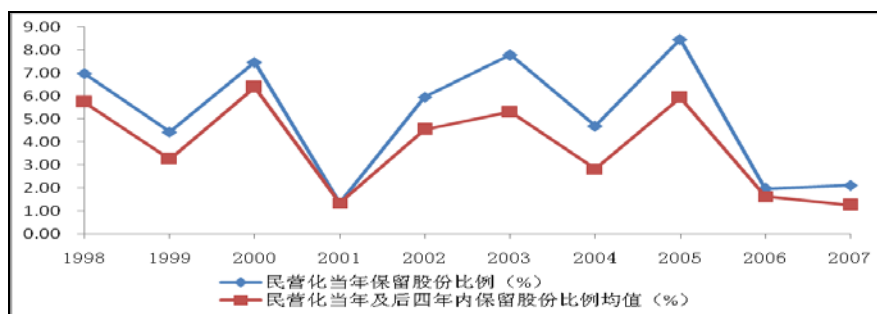


图1 不同年度实施民营化的样本原国有控股股东持有股份情况比较

对于第二个推论,本文以公司是否属于政府管制行业作为政策风险高低的一个度量,属于政府管制行业则认为该行业面临的政策风险较高,否则较低。根据信号传递观点,当企业属于政府管制行业时,其原因国有控股股东持有股份应该相对较高。但是,表5、表6和表7的结果清楚地表明,政府管制行业虚拟变量(Regulation)与因变量之间并没有明显的正向关系,相反,在表6和表7中反而表现出一定的负向关系。第二个推论同样没有得到支持。

此外,根据信号传递观点,同一政府在同一时点传递的信号应该是一致的。但是,在本文样本中,属于同一地区且在同一年度被民营化的不同公司其原因国有控股股东在民营化后公司中的持股行为却存在很大差别。以样本较多的上海市为例,2000年有4家样本公司属于上海市,其中,有3家样本原国有控股股东在民营化后公司中持有股份,而1家则没有持有股份;与之类似,2006年也有4家样本公司属于上海市,其中,有1家样本原国有控股股东在民营化后公司中持有股份,而3家则没有持有股份。在其他省份同样存在类似情形。显然,信号传递观点不能解释这种差异。

综上所述,信号传递观点并不能解释本文的主要结论。

(四) 市场容量限制?

原国有控股股东持有股份另外一种可能的解释是,市场容量受到限制(Perotti和Guney, 1993) (“市场容量观点”),即市场无法接纳原股东持有的全部股份,因此需要采取逐步退出的策略。对于这一观点,本文认为:

首先,民营化过程中原国有控股股东出售股权的市场价值在总量上并不大。以本文为例,164家样本中股权转让前原国有控股股东所持股份的市场价值总额约为915.84亿元,所转让股权的市场价值总额约为665.11亿元。其中,数量最多的制造业样本上述两个数值分别为515.54亿元和366.41亿元。另一方面,中国2008年GDP总量为300670亿元,2008年底沪深股市总市值约为146692亿元,其中制造业上市公司总市值达到32559亿元¹。因此,股权转让总价值相对于GDP总量和市场容量来看都是微不足道的。这一结果与Perotti和van Oijen (2001)是一致的。

其次,与信号传递观点类似,市场容量观点认为,随着时间的推移,市场规模不断扩大,原国有控股股东的持股行为会不断降低。但是,前文分析表明,这一时间趋势并不存在;

最后,如果市场容量观点成立,那么可以预期,股权受让方规模越大,其受让股权的能力就越强,因此,受让方规模与原国有控股股东持股行为之间应该存在负向关系。但是,表5、表6和表7的分析结果均表明,二者之间的关系是正向的。即受让方规模越大,原国有控股股东持有股份反而越多。这一结果与市场容量观点相矛盾,而与本文的政治联系观点一致。根据本文的逻辑,受让方规模越大,其谈判能力越强,从而更有能力要求原国有控股股东持有股份以建立政治联系。

综上所述,市场容量观点也不能解释本文的结论。

¹ 市值数据来自Wind数据库。

(五) 考虑受让方控制人的政治背景¹

除前文解释变量外，还可以通过分析受让方控制人的政治背景来考察政治联系的价值。如果受让方控制人具有政治背景，则意味着政治联系对于民营化后上市公司价值较小；反之较大。由于受让方均为民营企业，因此其最终控制人可以追溯到自然人。采用前文同样界定方法，我们对样本收购方控制人是否具有政治背景进行了考察。在本文 164 家样本中，有 66 家样本没有披露收购方控制人信息；有 41 家样本披露了收购方的控制人，但没有披露其背景信息；有 57 家样本披露了收购方控制人的背景信息，其中，有 29 家样本收购方控制人具有政治联系，另外 28 家样本收购方控制人不具有政治联系。

为了考察收购方控制人政治背景对原国有控股股东持股行为的影响，我们在分析中加入收购方控制人政治背景 (Buyer Controller Political) 作为控制变量，对 57 家披露了收购方控制人背景信息的样本进行了分析，具体结果见表 10。

表 10 考虑收购方控制人政治背景的影响

	预期符号	<i>Holding</i>	<i>Hold Dum</i>	<i>Hold Rank</i>
<i>Same Location</i>	-	-0.782* (0.406)	-0.020* (0.012)	-0.147 (0.420)
<i>Gov Owner</i>	+	2.589* (1.575)	0.452* (0.305)	0.381* (0.227)
<i>Political</i>	-	-0.645 (2.550)	-0.097 (0.403)	-0.174 (0.404)
<i>Market Index Dum</i>	-	-0.405* (0.243)	-0.081* (0.054)	-0.215 (0.380)
<i>Buyer Controller Political</i>	-	-5.927** (2.467)	-0.477 (0.367)	-0.713* (0.404)
<i>Buyer Size</i>	+	7.924*** (1.662)	1.008*** (0.280)	1.172*** (0.253)
<i>Related Party</i>	+	21.040*** (5.532)	2.272*** (0.833)	2.881*** (0.916)
<i>Former Holding</i>	+	0.504*** (0.086)	0.053*** (0.013)	0.066*** (0.013)
<i>Regulation</i>	?	-9.670*** (2.353)	-1.242*** (0.349)	-1.463*** (0.362)
<i>Other State Owners</i>	-	5.944* (2.609)	0.199 (0.370)	0.372 (0.398)
<i>Firm Size</i>	?	-8.692*** (1.710)	-1.155*** (0.284)	-1.191*** (0.312)
<i>Leverage</i>	?	0.034 (0.062)	0.013 (0.009)	0.011 (0.009)
<i>ROE</i>	?	0.011 (0.009)	0.001 (0.001)	0.002* (0.001)
<i>Intercept</i>		0.909 (40.320)	0.918 (5.764)	---
<i>Year</i>		Yes	Yes	Yes
<i>F-value(Wald Chi²)</i>		7.47***	56.39***	57.12***
<i>Pseudo R²</i>		0.107	0.213	0.181
<i>样本数</i>		218	218	218

从表 10 可以看到，收购方控制人的政治背景 (Buyer Controller Political) 的回归符号为负，且具有一定的显著性。说明当收购方控制人具有政治背景，从而持有股份所产生的政治联系价值较低时，原国有控股股东在上市公司民营化后会持有股份会较少。这一结果与本文

¹ 作者感谢匿名审稿人在此问题上的建议。

的逻辑是一致的。从其他解释变量的回归系数来看,受样本数量减少影响,各回归系数显著性有所减弱,但符号与预期基本一致。

(六) 其他市场化环境指标

为了考察前文中所使用的市场化环境指标(Market Index Dum)是否稳健,参照罗党论和唐清泉(2009),本文以樊纲等(2010)编写的市场化指数中其他几类指数作为市场化环境的度量,包括政府与市场关系指数、金融发展水平指数(以金融业的市场化指数衡量)和法律环境指数(以市场中介组织的发育和法律制度环境指数衡量)。本文分别以上述指数作为市场化指数的替代,构建政府与企业关系虚拟变量(Gov Index Dum)、金融发展水平虚拟变量(Fin Index Dum)和法律环境虚拟变量(Law Index Dum)来代替市场化环境虚拟变量(Market Index Dum)并重复前文的分析¹。

分析结果表明,采取不同的市场化环境指标时,本文的结论仍然成立。具体地,政府与市场关系越好、金融发展水平越高、法律保护水平越好,政治联系对于民营企业来说所具有的价值就越小,民营企业也越不需要原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份。本文还采取了樊纲等(2010)所编写的市场化指数所包含的其他两类指数(非国有经济发展指数和要素市场发育程度指数)重复本文前面的分析,分析结果表明,这两类指数与原国有股东在民营化后上市公司中的持股同样存在显著的负向关系。因此,本文结论对于不同市场化环境指标是稳健的。

(七) 狭义的政治背景指标

前文中,高管的政治背景被定义为曾经或正在政府部门、军队任职,曾经或正在担任人大代表或政协委员。Fan et al(2007)和Xu et al(2011)等则采取了一种较狭义的定义方式,他们仅把曾经或正在政府部门、军队任职作为一种政治背景的度量,而把曾经或正在担任人大代表或政协委员的情形排除在外。本文称之为狭义的政治背景指标(Political 2),具体定义如下:如果公司总经理或董事长曾经或正在政府部门、军队任职,则认为该公司高管具有政治背景。如果民营化后某一年上市公司高管具有政治背景时,虚拟变量Political 2当年取值为1,否则取值为0。从表3可以看到,本文样本中广义的政治背景指标(Political)均值为0.467,意味着样本期间内有46.7%的公司高管具有政治背景;而狭义的政治背景指标(Political 2)的样本均值为0.302,意味着样本期间内有30.2%的民营企业高管具有政治背景。可见,采取狭义的政治背景指标时,民营企业高管具有政治背景的比例要小得多。分析结果表明²,采取狭义的政治背景指标时(Political 2),该指标总体上与因变量同样存在负向关系,且具有较好的显著性,与本文预期一致。

(八) 1997-2007年数据

樊纲等(2010)只提供了1997年至2007年各地区市场化指数的数据。由于本文样本的时间跨度要长于这一区间,前文分析中,作为一种近似,本文将各地区1997年之前年度的市场化指数等同于1997年,2007年之后年度的市场化指数等同于2007年。这种近似可能存在一定的误差。考虑到这一点,本文仅考虑1997年至2007年的数据进行稳健性测试。分析结果表明³,以1997年至2007年的数据进行分析时,前文中的主要结论仍然成立。

(九) 利用均值进行分析

¹ 出于节省空间考虑。本文没有报告相关分析结果。

² 出于节省空间考虑。本文没有报告相关分析结果。

³ 出于节省空间考虑。本文没有报告相关分析结果。

前文分析中, 本文将民营化后原国有控股股东各年的持股数据混合在一起进行分析。实际中, 部分公司原国有控股股东可能会采取逐步退出的方法, 这时, 民营化后各年原控股股东持股的逐步减少可能只是原国有控股股东退出策略的反映, 而与本文的主要解释变量无关。针对这一情形, 本文考虑上市公司原国有控股股东民营化当年及之后四年共计5年的平均持股情况, 以剔除因退出策略不同所导致的影响。具体地, 我们首先计算原国有控股股东在上市公司民营化当年及之后四年共5年的持股比例均值 (Holding), 在此基础上, 如果持股比例均值大于0则持股虚拟变量 (Hold Dum) 为1, 否则为0。对于各解释变量及其他控制变量, 也采取同样的方法计算其均值。在对持股比例计算均值后, 原国有控股股东的持股相对地位指标 (Hold Rank) 不再适用, 因此未对该变量进行分析。

分析结果表明¹, 利用均值进行分析时, 各解释变量回归系数符号均与预期一致。其中, 同地区虚拟变量 (Same Location) 和高管政治背景虚拟变量 (Political) 在所有回归中仍然显著, 在经济意义上的显著性也有所增加。政府背景虚拟变量 (Gov Owner) 和市场化环境虚拟变量 (Market Index Dum) 的回归系数符号与预期一致, 但并不显著。之所以出现这种情况, 可能是因为观测值的减少所引起; 同时, 由于回归中包含的是各变量的5年均值, 因此, 尽管剔除了退出策略不同所导致的影响, 但也在很大程度上忽略了不同年度各变量变动所反映出的信息。

最后, 一些研究认为, 上市公司的“壳资源”是稀缺的 (例如, 孙烨和罗党论, 2011), “壳”资源的价值可能会对原国有控股股东持有股份的行为产生影响; 另外, 控制权转让过程中不同的转让条件也可能产生影响。针对这一点, 我们以控制权转让前一年上市公司的资产规模、盈利能力、资产负债率、资产增长率等指标来反映“壳”资源的质量, 以控制权转让过程中出售股权比例、股权出售价格、出售价格相当于每股净资产的溢价等指标来衡量转让条件, 根据原国有控股股东是否全部出售股权将样本分成两组。结果表明, 两组样本在“壳”资源价值和转让条件上都没有显著差异, 换言之, 原国有控股股东在控制权转让后持有股份的行为不能由“壳”资源价值及转让条件所解释²。

六、国有股权与民营企业贷款

前文分析表明, 新民营控股股东获取政治联系的动机是原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的重要原因。那么, 这种政治联系是否对上市公司产生了价值?

已有研究发现, 在新兴市场, 政治关系有助于企业获得银行贷款 (参见 La Porta et al, 2002; Johnson 和 Mitton, 2003; Sapienza, 2004; Dinc, 2005; Khwaja 和 Mian, 2005; Charumilind et al, 2006; Claessens et al, 2008), 余明桂和潘红波 (2008)、吴文锋等 (2008), 罗党论和甄丽明 (2008) 利用中国数据也发现了这一点。在中国, 由于金融体系主要仍有国有部门控制, 信贷市场上存在着对民营企业的歧视行为。那么, 通过要求原国有控股股东持有股份而获取的政治联系是否有助于民营企业克服信贷歧视? 换言之, 原国有控股股东民营化后持有股份的上市公司是否得到更多的银行贷款?

参照余明桂和潘红波 (2008), 本文通过贷款负债比率 (Loan/Debt) 指标反映上市公司的贷款行为, 以银行贷款总额除以总负债表示。本文对民营化前1年至民营化后4年共计6年时间里上市公司贷款负债比率的变化情况进行分析, 考察原国有控股股东持有股份行为对上市公司贷款行为变动的影响³。

表 11 给出了多变量分析结果。其中, Private Dum 为民营化虚拟变量, 民营化前取 0,

¹ 出于节省空间考虑, 本文没有报告相关分析结果。

² 出于节省空间考虑, 本文没有报告相关结果。作者感谢匿名审稿人在此问题上的建议。

³ 作者感谢匿名审稿人在此问题上的建议。

民营化当年及之后4年取1¹。参照余明桂和潘红波(2008),本文选取了以下控制变量:(1)上市公司规模(Firm Size),以上一年末公司总资产的自然对数表示;(2)有形资产比例(Tangible),以上一年末公司固定资产除以总资产表示;(3)盈利能力(EBIT),以上一年息税前利润(EBIT)除以上一年末总资产表示;(4)成长性(Growth),以上一年末总资产增长率表示;(5)行业因素(Regulation),如果上市公司属于政府管制行业,该变量取1,否则取0。政府管制行业定义同前文;(6)年度虚拟变量(Year)。此外,余明桂和潘红波(2008)的分析表明,高管的政治背景对上市公司贷款行为产生影响,本文在回归中还加入高管政治背景(Political)指标作为控制变量。

表11 国有股权与民营企业贷款(因变量: Loan/Debt)

	(1)	(2)	(3)
<i>Private Dum</i>	-0.082*	-0.077**	-0.094**
	(0.050)	(0.034)	(0.046)
<i>Holding</i>	-0.001		
	(0.001)		
<i>Private Dum *Holding</i>	0.003**		
	(0.001)		
<i>Hold Dum</i>		-0.048	
		(0.048)	
<i>Private Dum *Hold Dum</i>		0.073*	
		(0.041)	
<i>Hold Rank</i>			-0.013
			(0.017)
<i>Private Dum *Hold Rank</i>			0.024*
			(0.013)
<i>Political</i>	-0.004	-0.004	-0.004
	(0.015)	(0.015)	(0.015)
<i>Firm Size</i>	0.028**	0.028**	0.028**
	(0.011)	(0.011)	(0.011)
<i>Tangible</i>	0.006	0.000	0.001
	(0.041)	(0.041)	(0.041)
<i>EBIT</i>	0.124*	0.116	0.113
	(0.075)	(0.075)	(0.075)
<i>Growth</i>	0.000	0.000	0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)
<i>Regulation</i>	0.023	0.023	0.023
	(0.016)	(0.016)	(0.016)
<i>Intercept</i>	-0.004	-0.008	0.007
	(0.240)	(0.239)	(0.242)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>F-value</i>	6.37***	6.03***	6.04***
<i>Adj_R²</i>	0.126	0.121	0.121
样本数	704	704	704

从表11可以看到,民营化虚拟变量(*Private Dum*)显著为负,说明上市公司民营化后,负债中贷款占比显著降低,意味着上市公司由国有控股变成民营控股后,获得贷款的难度加大,针对民营企业的信贷歧视显著存在。非常有趣的是,三个回归中民营化虚拟变量(*Private Dum*)与原国有控股股东持股变量的交互项均显著为正,说明当原国有控股股东在上市公司民营化后持有股份时,民营化后上市公司负债中贷款占比下降幅度显著降低。以第(1)列为例,民营化虚拟变量(*Private Dum*)为-0.082,显著性水平低于10%,意味着上市公司民营化后负债中贷款占比平均下降8.2%;与此同时,民营化虚拟变量与原国有控股股东持有

¹ 与直接考察贷款指标在民营化前后的变化相比,采取这一方法将不同年度观测值合并在一起,从而增加了观测值数量。

股份的交互项 (Private Dum * Holding) 回归系数为 0.003, 显著性水平低于 5%, 说明原国有控股股东持有股份每增加 1%, 民营化后上市公司负债中贷款占比的下降幅度平均将减少 0.3%, 即原国有控股股东持有股份降低了贷款占比的下降幅度。换言之, 原国有控股股东持有股份为民营企业获取银行贷款提供了便利, 减轻了民营信贷歧视, 即这种政治联系对上市公司产生了价值。

七、结论

利用中国上市公司民营化数据, 本文考察了国有控股股东在民营化后上市公司中的持股行为由哪些因素决定。本文发现, 民营企业获取政治联系的动机是原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的重要原因。当新民营控股股东与上市公司处于不同地区、原国有控股股东政府背景越强、上市公司高管政治背景越弱、上市公司所处地区市场化环境越差, 从而政治联系对于民营上市公司越有价值时, 原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份的可能性更高, 持股比例会更高, 同时在上市公司股东中处于相对更重要的地位。进一步的证据表明, 当原国有控股股东在民营化后上市公司中持有股份时, 上市公司民营化后贷款占比下降幅度显著降低, 说明这种政治联系为上市公司带来了价值。

本文的政策含义是: 一方面, 政府应该进一步完善法律、规章等制度建设, 不断优化企业参与竞争的制度环境, 逐步消除非市场化因素, 为企业特别是民营企业的发展壮大创造良好的外在环境; 另一方面, 在民营化改革过程中, 应该结合各地区、各企业的自身特点, 不应该采取一刀切的办法, 对所有企业采取统一的硬性规定, 应该允许企业根据自身特点, 采取灵活的民营化方案, 以在制度环境不完善的情况下达到一个“次优”的结果。

参考文献

- 樊纲、王小鲁、朱恒鹏 (2010): 《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年报告》, 经济科学出版社。
- 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。
- 荆新、廖冠民、毛世平 (2007): 《公司治理、制度环境与民营化效应》, 《经济理论与经济管理》第3期。
- 李广子、刘力 (2010): 《上市公司民营化绩效: 基于政治观点的检验》, 《世界经济》第11期。
- 罗党论、唐清泉 (2009): 《中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究》, 《经济研究》第2期。
- 罗党论、甄丽明 (2008): 《民营控制、政治关系与企业融资约束》, 《金融研究》第12期。
- 潘越、戴亦一、吴超鹏、刘建亮 (2009): 《社会资本、政治关系与公司投资决策》, 《经济研究》第11期。
- 石晓乐、许年行 (2009): 《公司财务与政治关联研究进展》, 《经济学动态》第11期。
- 孙烨、罗党论 (2011): 《政府竞争、资本配置与上市公司“壳资源”转让》, 《管理科学》第24卷第1期。
- 吴文锋、吴冲锋、刘晓薇 (2008): 《中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值》, 《经济研究》第7期。
- 夏立军、陈信元 (2007): 《市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定》, 《经济研究》第7期。

徐莉萍、陈工孟、辛宇（2005）：《控制权转移、产权改革及公司经营绩效之改进》，《管理世界》第3期。

余明桂、潘红波（2008）：《政治关系、制度环境与民营企业银行贷款》，《管理世界》第8期。

张建君、张志学（2005）：《中国民营企业家的政治战略》，《管理世界》第7期。

Allen, F., Qian, J., and Qian, M., "Law, Finance and Economic Growth in China", *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1), 57-116.

Brandt, L., and Li, H., "Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information, or Incentives?" *Journal of Comparative Economics*, 2007, 31(3), 387-413.

Charumilind, C., Kali, R., and Wiwattanakantang, Y., "Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis", *Journal of Business*, 2006, 79(1), 181-217.

Chen, C., Li, Z., and Su, X., "Rent Seeking Incentives, Political Connections and Organizational Structure: Empirical Evidence from Listed Family Firms in China", *Working Paper*, 2005, City University of Hong Kong.

Choi, C., Lee, S., and Kim, J., "A Note on Countertrade: Contractual Uncertainty and Transaction Governance in Transition Economies", *Journal of International Business Studies*, 1999, 30(1), 189-201.

Claessens, S., Feijen, E., and Laeven, L., "Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions", *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(3), 554-580.

Dinc, I., "Politicians and Banks: Political Influences on Government-owned Banks in Emerging Markets", *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(2), 453-479.

Faccio, M., "Politically-connected Firms", *American Economic Review*, 2006, 96(1), 369-386.

Fan, J., Wong, T., and Zhang, T., "Politically Connected CEOs, Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms", *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(2), 330-357.

Ge, Y., and Qiu, J., "Financial Development, Bank Discrimination and Trade Credit", *Journal of Banking & Finance*, 2007, 31(2), 513-530.

Johnson, S., and Mitton, T., "Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia", *Journal of Financial Economics*, 2003, 67(2), 351-382.

Khwaja, A., and Mian, A., "Do Lenders Favor Politically-connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market", *Quarterly Journal of Economics*, 2005, 120(4), 1371-1411.

Kornai, J., Maskin, E., and Roland, G., "Understanding the Soft Budget Constraint", *Journal of Economic Literature*, 2003, 41(4), 1095-1136.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., "Government Ownership of Banks", *Journal of Finance*, 2002, 57(1), 265-301.

Li, H., Meng, L., and Zhang, J., "Why Do Entrepreneurs Enter Politics? Evidence from China", *Economic Inquiry*, 2006, 44(3), 559-578.

Meggison, W., and Netter, J., "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization", *Journal of Economic Literature*, 2001, 39(2), 321-389.

Perotti, E., "Credible Privatization", *American Economic Review*, 1995, 85(4), 847-859.

Perotti, E., and Guney, S., "The Structure of Privatization Plans", *Financial Management*, 1993, 22(1), 84-98.

Perotti, E., and van Oijen, P., “Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies”, *Journal of International Money and Finance*, 2001, 20(1), 43-69.

Sapienza, P., “The Effects of Government Ownership on Bank Lending”, *Journal of Financial Economics*, 2004, 72(2), 357-384.

Shleifer, A., “State versus Private Ownership”, *Journal of Economic Perspectives*, 1998, 12(4), 133-150.

Shleifer, A., and Vishny, R., “Politicians and Firms”, *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4), 995-1025.

Xin, K., and Pearce, J., “Guanxi: Connections as Substitute for Formal Institutional Support”, *Academy of Management Journal*, 1996, 39(6), 1641-1658.

Xu, N., Xu, X., and Yuan, Q., “Political Connection, Financing Frictions, and Corporate Investment: Evidence from Chinese Listed Family Firms”, *European Financial Management*, 2011, in press.