

政府干预对我国上市公司经营绩效的影响研究

黄士凡 张欣哲

(厦门大学 管理学院,福建 厦门 361005)

【摘要】 文章以 2000—2007 年我国深沪两市 A 股上市公司为样本,研究政府通过对企业内部决策的直接干预与通过对企业外部环境的间接干预对上市公司经营绩效的影响。研究的结果显示,政府干预企业内部决策的程度同上市公司的经营绩效负相关;外部制度环境与上市公司业绩存在正相关关系。另外,我们还发现,在中国,政府干预市场的程度对上市公司经营绩效的影响要大于法制环境和市场化的影响。

【关键词】 政府控制 政府干预 制度环境 经营绩效

【中图分类号】 F832.51 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-2768(2012)08-0154-03

新一轮世界金融危机的爆发和紧随其后的各国政府干预措施再一次引发学术界关于政府和市场关系的激烈争论。那么政府到底应不应该干预经济,干预企业的经营呢? Shleifer and Vishny(1994,1998)指出,政府的干预既可以是“扶持之手”,也可能是“掠夺之手”。对于处在经济和社会转型时期的中国,政府到底是扮演了“扶持之手”还是“掠夺之手”?我国的政府干预会对企业的经营产生什么样的影响?因此,本文以 2000—2007 年我国深沪两市 A 股上市公司为样本,按照政府对公司内部干预的程度将上市公司分为国有控股上市公司、转制民营上市公司和原生民营上市公司三类,结合政府对上市公司外部经营环境的干预,研究政府通过对企业内部决策的直接干预与通过对企业外部环境的间接干预对上市公司经营绩效的影响。

一、文献综述和研究假设

(一)政府干预企业内部决策程度和企业经营绩效

关于政府是不是应该干预企业的经营治理这一问题的讨论,主要是围绕国有企业和私人企业经营效率的比较展开的。在经济现实中,国有企业的配置效率低下(Kornai,1979)和生产效率低下(Alchian,1965)的问题越来越成为一个普遍的共识。同时,大量的实证研究也证实了国有企业的低效率(Shirley 和 Walsh,2001)。

中国经济学家们对不同所有权性质的企业绩效问题的研究也尚未得出一致的结论。Tian(2001)、徐晓东、陈小悦(2003)和刘小玄(2004)等的研究发现私有企业比其他所有制企业有效率。徐莉萍、辛宇和陈工孟(2005)考察了控制权转移对企业绩效的影响。他们发现,当控制权由一家国有企业向一家民营企业转移时,上市公司的绩效得到了显著提升。当然,学术界也存在着一些不同的声音,比如施东晖(2003)指出,所有权集中度和市场竞争程度才是影响公司绩效的重要因素。当他从直接所有权的角度出发对控股股东类型进行分类时发现,控股股东类型对公司绩效并未产生显著影响。

早期对所有权的分类多数是通过直接所有权展开的。直接所有权指的就是特定公司 100%股权的构成情况。1999 年,La

Porta 等人提出了最终控制权的概念,即通过追溯层层控制链来寻找公司的最终控制人。随后,很多经济学家就不同性质的最终控制人对公司价值的影响进行研究。由于对最终控制人的分类方式不同,不同学者得出的研究结论也不尽相同。我们首先根据最终控制权理论,将上市公司分为国有控股上市公司和非国有控股上市公司,并提出以下假设:

假设 1 国家的最终控制会对上市公司的经营绩效产生负面影响;非国有控股的上市公司经营业绩优于国有控股的上市公司。

以上的研究都是从所有权和控制权角度出发的,把企业分为国家所有和私人所有,或政府控制和非政府控制进行比较。或者通过对不同层级的政府最终控制进行比较,研究不同层次的政府控制对企业经营业绩的影响。然而,同为非政府控制的企业中,原来由政府控制的国有企业通过控制权的转移而发生转制,成为民营企业的情况下,政府不再对其拥有控制权,但政府对其的经营治理依旧存在着干预。因此,要更好地研究政府干预对企业业绩的影响,我们考虑对不同民营上市公司进行比较研究。同为非政府控制的情况下,转制而来的民营上市公司由于转制时同政府签订一系列限制企业行为的协议或者转制后依然保有国家股,相比由自然人创立并一直保有控制权的原生民营上市公司受到更多的政府干预。于是,我们提出以下假设:

假设 2 政府干预对企业的经营绩效起到负面作用;原生民营上市公司的绩效的表现优于转制民营上市公司,在三类上市公司中最优。

(二)外部制度环境和企业经营绩效

近年来 La Porta 等人的一系列研究发现,一国的法律体系对其企业治理和企业价值具有重要影响。他们发现,一国的投资者法律保护程度与其企业的企业价值正相关。而 Roe(2008)则将研究聚焦到国家的政治环境。Roe 的研究表明,如果一个国家社会民主主义的力量强大,那么,政治环境对企业治理的影响要强于法律保护。随后,围绕外部环境对企业内部治理和企业价值的跨国研究相继展开。

【收稿日期】 2012-03-22

【作者简介】 黄士凡(1984-),女,福建仙游人,厦门大学管理学院博士研究生,研究方向:公司财务与公司治理;张欣哲(1982-),男,陕西韩城人,厦门大学管理学院博士研究生,研究方向:民营企业公司治理。

国内的一部分学者进行了相关的研究。夏立军和方轶强(2005)以2001—2003年期间的上市公司为样本,对政府控制、治理环境与公司价值的关系进行了实证分析。研究发现,政府控制尤其是县级和市级政府控制对公司价值产生了负面影响。基于对以往的分析,我们提出以下假设:

假设3:外部制度环境会影响上市公司的经营绩效,政府干预市场程度越低,上市公司的经营绩效越好;法制环境越好,上市公司的经营绩效越好;市场化程度越高,上市公司的经营绩效越好。

另外,如果政府干预企业内部经营治理引起了企业经营治理的低效率,那么,随着外部环境的改善,政府干预企业内部经营治理程度高的上市公司经营绩效的提高程度会低于政府干预企业内部经营治理程度低的上市公司经营绩效的提高程度。因此,我们预期,政府对企业内部干预和外部环境的干预会对企业的经营绩效产生交互作用。基于此,我们提出以下假设:

假设4:随着外部制度环境的改善,政府干预企业内部经营治理的程度越低,企业经营绩效提高的程度越大。

二、实证研究设计

(一)样本与数据

我们以2001—2007年深沪两市A股上市公司为研究对象,剔除(1)金融类上市公司;(2)ST、PT类的上市公司;(3)借壳上市公司;(4)无法确定其终极控制人的或者控制权发生多次转移的公司;(5)研究期间内,相关数据缺失的上市公司。采用Winsorization的方式对异常值进行处理。

本文对行业的划分按照证监会的分类标准。财务数据来源于CSMAR财务数据库和CCER财务数据库。最终控制人性质的数据,主要通过深交所、上交所以及万德数据库网站的上市公司招股说明书以及历年年报手工比对并收集。

(二)变量定义和研究模型

1.被解释变量(Performance)。本文采用会计类指标资产收益率(ROA)和净资产收益率(ROE)作为衡量公司业绩的指标。

2.解释变量

(1)代表政府干预企业内部决策程度的变量(Type)。根据La Porta等人(1999)所提出的终极控股股东确认标准,我们对招股说明书中历史沿革以及其后的历年年报,找寻上市公司2004年前的终极控股股东相关信息。2004年之后则根据招股说明书以及年报相关信息来确认企业的终极控股股东。在此基础上,我们设置三个虚拟变量。如果上市公司最初为国有控制(最终控制人为国家或者代表国家的机构或企、事业单位),并且截至2009年终极控股股东未发生变化,将其认定为国有控股上市公司,则Stateown为1,否则为0;如果上市公司最初由自然人创立并持续经营,截至2009年其控制权未发生转移的,则将其认定为原生民营上市公司,则Private为1,否则为0;如果民营化后控制权由国家转移到自然人的,此类公司政府干预企业的程度介于前两类之间,称为转制民营上市公司,则Mixed为1,否则为0。

(2)企业外部制度环境变量(Environment s)。本文使用政府干预市场指数(Gov)衡量政府通过外部环境间接干预企业的程度;用法制环境指数(Law)从法律这一外部治理机制的角度衡量外部制度环境;而市场化指数(Mkt)则是包括了五个方面的综合衡量指数。^①分别使用《中国市场化指数——各地区市场化

相对进程2009年报告》^②一书中的政府与市场关系指数、市场中介组织的发育和法律制度环境指数和市场化相对进程指标来度量。政府干预程度指数越大,表示政府的干预程度越低;法制环境指数越高,表示法制环境越好;市场化相对进程指数越高,市场化程度越高。

3.控制变量。Top1cen和Top1censq是经过中心化处理后的第一大股东持股比例及其平方值。根据我们的统计,在所有样本公司中,第一大股东持股比例的平均值为40.56%,因此Top1cen为各样本公司第一大股东持股比例与40.56%的差额。Top1censq为Top1cen的平方。Zindex是第一大股东持股比例与第二大股东持股比例的比值。Lev为公司的总负债与总资产的比值。Size为公司总资产的自然对数值。另外我们还分别设立了行业虚拟变量(Industry)和年度虚拟变量(Year)。

三、实证结果与分析

(一)多元回归分析

1.政府干预企业内部决策程度对上市公司经营绩效的影响。如表1中的(1)和表2中的(5)所示。(1)的回归结果中Stateown的系数显著为负,表明了上市公司的最终控制人是否属于国有性质同企业业绩之间具有负相关关系,也就是说非国有控股的上市公司业绩优于国有控股的上市公司,从而验证了我们的假设1。表2的(5)的回归结果分析同样可以得出以上结论,并且拟合优度提高了,说明转制民营上市公司同原生民营上市公司的经营绩效存在差别。另外,回归(5)中Private的系数大于Mixed的系数表明了:民营上市公司中,由自然人创立并持续经营的原生民营公司比转制民营上市公司显示出了更好的业绩表现,是三组上市公司中绩效表现最优的一组。从而验证了我们的假设2。

表1 政府控制和外部制度环境对上市公司经营绩效的影响(主要变量的回归结果)

自变量	ROA			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Stateown	-0.0137 (-8.8)a	-0.0134 (-8.61)a	-0.0134 (-8.58)a	-0.0133 (-8.49)a
Gov		0.0018 (3.95)a		
Law			0.0006 (2.95)a	
Mkt				0.0013 (3.99)a
...				
F	44.93	44.12	44.08	44.14
R ²	0.2374	0.2391	0.2383	0.2392

注:a、b和c分别表示系数在1%、5%和10%的水平上显著。括号内数字为t值

2.外部制度环境对公司经营绩效的间接影响。如表1中的(2)~(4)和表2中的(6)~(8)所示。在加入外部环境变量后,代表政府干预企业内部经营治理的类型变量的回归系数符号和显著性都没有发生变化,说明第一部分的检验具有稳健性;另外,回归方程的总体拟合优度提高了,说明外部环境变量是个重要的解释变量。在回归(2)和(6)中,Gov指数的回归系数均显著为正,表明了Gov越大,政府干预市场程度越低,上市公司的经营绩效越高。在回归(3)和(7)中,Law指数的回归系数均显著为正,表明了Law越大,法制环境越好,法律这一外部治理机制越起作用,上市公司的经营绩效越高。在回归(4)和(8)中,Mkt指数的回归系数均显著为正,表明了Mkt越大,市场化程度越高,上市公司的经营绩效越高。另外,比较(2)~(4)中Gov、

^①樊纲等人(2010)的市场化指数是由五个方面指数组成的,每个方面指数各自反映了政府与市场的关系、非国有经济的发展程度、产品市场的发育程度、要素市场的发育程度以及市场中介组织的发育和法律制度环境。

^②该报告目前只提供了截至2007年的指数。

Law 和 Mkt 三个变量的系数后我们发现, Gov 的系数最大, Mkt 次之, Law 最小, 表明政府对市场干预程度对上市公司经营绩效的影响要大于法制环境和市场化进程的影响。比较(6)~(8)中的 Gov、Law 和 Mkt 三个变量的系数也可以得出同样的结论。以上研究结果表明, 外部制度环境的改善能有效提高上市公司的经营绩效。政府干预市场程度越低, 法制环境越好, 市场化程度越高, 上市公司的经营绩效越好, 假设 3 得证。

表 2 政府干预和外部制度环境对上市公司经营绩效的影响(主要变量的回归结果)

自变量	因变量			
	(5)	(6)	(7)	(8)
Private	0.0289 (11.4)a	0.0278 (10.79)a	0.0280 (10.85)a	0.0274 (10.54)a
Mixed	0.0096 (5.58)a	0.0096 (5.58)a	0.0095 (5.56)a	0.0095 (5.55)a
Gov		0.0015 (3.31)a		
Law			0.0005 (2.24)a	
Mkt				0.0011 (3.18)a
...				
F	45.62	44.7	44.63	44.67
R ²	0.2413	0.2426	0.2419	0.2425

注:同表 1

3. 政府干预企业内部决策和外部制度环境的交互作用。为了研究政府干预企业内部决策和外部制度环境对公司业绩的交互作用, 本文引入交互项做回归分析。回归结果如表 3 和表 4 所示。

在表 3 的(9)中 Stateown*Gov 的回归系数显著为负, 表明了随着政府干预市场程度的降低, 相对于国有控股的上市公司, 非国有控股的上市公司经营绩效提高的程度更大。(12)中 Private* Gov 和 Mixed* Gov 的系数均显著为正, 也验证了这个结论, 而且 Private* Gov 的系数大于 Mixed* Gov, 说明随着政府干预市场程度的降低, 相对转制民营上市公司, 原生民营上市公司经营绩效提高的程度更大。

表 3 政府控制和外部制度环境对上市公司经营绩效的影响

自变量	因变量		
	(9)	(10)	(11)
Gov	0.0029 (6.08)a		
Stateown* Gov	-0.0015 (-8.33)a		
Law		0.0017 (7.34)a	
Stateown* Law		-0.0014 (-7.84)a	
Mkt			0.0025 (7.12)a
Stateown*Mkt			-0.0015 (-8.27)a
...			
F	44.01	43.65	44.03
R ²	0.2384	0.2364	0.2382

注:同表 1

在表 3 的(10)中 Stateown*Law 的回归系数显著为负, 表明了随着法制环境的改善, 相对于国有控股的上市公司, 非国有控股的上市公司经营绩效提高的程度更大。(13)中 Private* Law 和 Mixed* Law 的系数均显著为正, 也验证了这个结论; 而且 Private* Law 的系数大于 Mixed* Law, 说明随着法制环境的改善, 相对转制民营上市公司, 原生民营上市公司经营绩效提高的程度更大。

同样, 在表 3 的(11)中 Stateown*Mkt 的回归系数显著为负, 表明了随着市场化程度的提高, 相对于国有控股的上市公司, 非国有控股的上市公司经营绩效提高的程度更大。(14)中

Private* Mkt 和 Mixed* Mkt 的系数均显著为正, 也验证了这个结论, 而且 Private* Mkt 的系数大于 Mixed* Mkt, 说明随着市场化程度的提高, 相对转制民营上市公司, 原生民营上市公司经营绩效提高的程度更大。

综上, 随着外部制度环境的改善, 政府干预企业内部经营治理的程度越低, 企业经营绩效提高的程度越大。假设 4 得证。

表 4 政府干预和外部制度环境对上市公司经营绩效的影响

自变量	因变量		
	(12)	(13)	(14)
Gov	0.0012 (2.63)a		
Private*Gov	0.0029 (11.1)a		
Mixed*Gov	0.0010 (4.94)a		
Law		0.0002 (0.95)	
Private*Law		0.0027 (10.24)a	
Mixed*Law		0.0009 (4.26)a	
Mkt			0.0008 (2.35)a
Private*Mkt			0.0029 (10.79)a
Mixed*Mkt			0.0010 (4.78)a
...			
F	44.67	43.87	44.55
R ²	0.2418	0.2392	0.2413

注:同表 1

(二) 稳健性分析

首先, 我们考虑行业是否会影响我们的实证结论。本研究样本数量最多的行业是制造业, 超过了总样本数的 54.4%, 而在原生民营子样本中, 制造业的样本甚至达到了 75.2%。受样本数量限制, 我们仅对制造业样本重复了上述检验。再次, 本研究的样本观测值在不同地区的分布呈现较大的差异, 由此可能会引起实证结果的偏差。因此我们剔除了上市公司数最多的上海和广东两个地区的样本观测值重新对假设进行稳定性检验。稳定性检验结果显示, 各参数估计值的符号和显著性并未发生变化, 说明不同行业, 或不同地区的样本值的差异不会引起我们实证结果的偏差。

四、结论

本文以 2000—2007 年 A 股上市公司为研究样本。研究发现政府干预企业内部决策的程度同上市公司的经营绩效负相关, 外部制度环境与上市公司业绩存在正相关关系。而且, 内部决策受政府干预的程度越弱, 上市公司的经营绩效随着外部制度环境的改善而提高的程度越大。另外, 我们还发现, 在中国, 政府干预市场的程度对上市公司经营绩效的影响要大于法制环境和市场化的影响。

【参考文献】

- [1] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate Ownership around the World[J]. The Journal of Finance, 1999, 54(2): 471-517.
- [2] Shleifer A, Vishny RW. The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures[M]. Cambridge: Harvard University Press, 1998.
- [3] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年度报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2010.
- [4] 刘芍佳, 孙冀, 刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效[J]. 经济研究, 2003(4): 51-62.
- [5] 夏立军, 方轶强. 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[J]. 经济研究, 2005(5): 40-51.

(责任编辑 X 校对 Z)