

混合所有制改革能提高上市公司绩效吗？

贾德新¹, 窦文章^{1,2*}

¹北京大学软件与微电子学院金融信息与工程管理系, 北京

²北京大学战略研究所, 北京

Email: *douwz@pku.edu.cn

收稿日期: 2020年8月11日; 录用日期: 2020年12月20日; 发布日期: 2020年12月30日

摘要

混合所有制改革是深化国有企业改革、培育世界一流企业的重要途径, 混合所有制改革是否真的能提高企业的绩效? 本文采用实证研究与案例分析相结合的方式, 研究表明, 混合所有制改革确实对上市公司的整体绩效有显著的提升作用, 研究发现产生这种变化的影响机制主要有三方面: 第一, 企业结合行业趋势与自身状况重新制定公司战略; 第二, 企业积极学习新股东的管理经验, 对公司管理进行了改善; 第三, 企业重视技术研发, 使产品更受欢迎, 同时降低成本。

关键词

混合所有制改革, 上市公司, 企业绩效

Can Mixed Ownership Reform Improve the Performance of Listed Companies?

Dexin Jia¹, Wenzhang Dou^{1,2*}

¹School of Software and Microelectronics, Peking University, Beijing

²Institute of Strategic Research, Peking University, Beijing

Email: *douwz@pku.edu.cn

Received: Aug. 11th, 2020; accepted: Dec. 20th, 2020; published: Dec. 30th, 2020

Abstract

Mixed ownership reform is an important way to deepen the reform of state-owned enterprises and cultivate world-class enterprises. Has mixed ownership reform really improved the perfor-

*通讯作者。

mance of enterprises? This paper uses empirical research and case analysis to show that the mixed ownership reform has a significant effect on the overall performance of listed companies. The research finds that the impact mechanism of this change is mainly in three aspects: first, the enterprise formulates its corporate strategy according to the industry trend and its own situation; second, the enterprise actively learns from the management of new shareholders; third, enterprises attach importance to technology research and development to make products more popular and reduce costs.

Keywords

Mixed Ownership Reform, Listed Companies, Corporate Performance

Copyright © 2020 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

2014年《政府工作报告》提出,要激发经济活力,推进国有企业和民营企业进一步融合,并加快发展混合所有制经济。2015年《政府工作报告》进一步提出在新常态下要有序实施国有企业的混合所有制改革(以下简称“混改”),积极引入非国有资本参与投资项目,混合所有制改革成为深化国有企业改革、培育世界一流企业的重要途径。2019年4月,上市公司格力电器(000651.SZ)开始混改,经珠海市国资委同意,格力电器的控股股东拟协议转让公司15%的股权并向社会公开征集受让方。此次股权转让后,国有资本将只持股3.22%,公司控制权发生变更,控股股东由国有资本变更为其他社会资本。毫无疑问,格力电器混改是新时代全面深化改革的标志性事件。

混改是国有资本和非公有资本的交叉融合,其核心在于引其他资本进入国有资本控股的企业,目的在于激发企业活力,提升公司经营效率,最终目的是促进生产力的发展。混改概念延展及国有企业改革大致可以分为几个阶段:最早20世纪90年代,混改的概念用于国内民营资本和外资参与国有企业改革重组;从1992年到2005年,国有企业改革目标是建设完善的现代企业制度;2005年到2013年,企业改革重点是积极稳妥解决股权分置问题;十八届三中全会之后,经济建设与国有企业改革逐渐进入关键区、深水区。一般来说,国有上市公司的混改实现形式主要有三种类型:第一种是引入财务投资者,财务投资者一般对公司的实际经营管理不产生影响。第二种是引入战略投资者,战略投资者的进入会对公司的管理以及实际经营产生重大影响,由于新进入资本只持有公司少部分股权,国有资本的控股地位未发生变更。第三种是控股权变更的混改,新进入的资本将持有大部分股权。从而变为新控股股东,国有资本将持有少量股权。本文主要的研究对象是第二种和第三种类型的混改,因为这两种类型的混改中,新进入的资本及其团队将介入或操控企业实际经营过程与业务方向,进而会影响企业绩效。此外,有文献认为员工持股计划等激励措施也属于混改的形式之一,本文认为员工持股计划等属于激励措施,故不纳入本文研究的范围。

本文着眼于研究国有上市公司绩效在混改后会发生什么样的变化,以及产生这种变化的原因及内在机制是什么。

2. 文献评述

研究混改对上市公司绩效的影响,涉及的相关理论主要包括产权理论、委托代理理论等。产权是经

济所有制关系的法律表现形式, 产权明晰对于各个阶段的混改都有着重要意义。科斯认为只要产权是明晰的, 在交易费用为零或者很小的情况下, 无论谁获得了产权, 最终市场都会达到有效率的均衡状态, 实现帕累托最优的资源配置。但是现实中存在交易费用且不可忽视, 因此如何设计产权制度就成了解决资源配置问题的核心。西方产权理论研究如何通过产权结构的安排, 使交易成本降低或者消除, 从而改善资源配置、促进经济持续增长。另外, 由于产权具有排他性, 所以应当合理选择与调整产权制度。产权理论的重要性在于产权制度决定了一个经济组织的运行效率。所以, 就混合所有制改革而言, 在混改后设立什么样的产权制度, 对资本的有效运用以及资源的合理配置至关重要。

由于我国的国有企业属于全民所有, 企业经营者的个人追求目标可能会与企业经营发展的目标产生偏离, 这就产生了委托代理问题。委托代理理论的核心是如何设定有效的制度安排来解决委托人与代理人的利益不一致问题, 最终实现委托人和代理人的双赢。所以, 混改的关键就是设计制度解决委托代理问题, 激励企业经营者努力发展企业。张维迎(1998)曾研究认为: 改革开放后, 地方政府在产品市场上的竞争加剧促进了中国的民营化进程。由于产品市场上地区间的竞争加剧, 每个地区必须降低成本来保持生存, 而委托代理问题使得地方政府必须让渡全部或部分股份给经理人以激励其努力经营[1]。

关于混改概念, 在国外学术论文中通常用“民营化”“私有化”来指代。国外学术界许多文献者提出过企业混改的必要性。如 Boutchkova 和 Megginson (2000)认为国有企业通过 IPO 私有化是发展当地股票市场的需要[2]。Bortoloti *et al.* (2003)认为私有化可以减少公共赤字和政府债务[3]。Djankov 和 Murrell (2002)与 Estrin *et al.* (2009)强调国有企业重组是提高绩效的必要条件[4] [5]。Schmitz (2000)则认为, 部分股权“私有化”很可能是最优的所有权结构[6]。Perotti (1995)也认为, 政府一开始会倾向于将国有企业中的一小部分民营化, 此时政府向市场发出一个可靠的信号: 即它没有侵占股东的财富[7]。Mok and Hui (1998)认为, 由于投资者将上市公司的国有股份比例高解释为政府对公司的信心和商业担保, 因此国家保留的高股权比例降低了国内投资者事前的不确定性[8]。公有制虽然是国有企业中巨大的委托代理问题的根源, 但同样也可以发挥积极作用, 因此, 部分私有化要比完全私有化更好。

关于混改绩效, Sun 和 Wilson (2003)实证研究了 1994 年至 1998 年间 634 家中国国有企业上市前后的绩效变化, 研究发现上市后企业绩效的变化与国有股的比重呈显著负相关关系, 虽然劳动生产率提高, 销售收入和净利润的绝对数额显著增加, 但销售的利润率水平却显著下降, 所以他们认为国有企业的整体盈利能力仍然很弱, 主要问题在于所有权结构阻碍了公司治理的有效性。从本质上讲, 政府仍对部分上市的国有企业保持主要控制权, 而非国有股东既没有权力也没有动力去改善公司治理。因此, 他们建议应进一步减少国有股比例[9]。Megginson 和 Netter (2001)研究认为私有化使得公司变得更有效率、盈利能力更强、财务更健康, 并能更好地回馈投资者[10]。Chen *et al.* (2009)通过中国上市公司的数据研究发现, 属于中央国有企业的上市公司表现最好, 私人控制的公司表现最差, 属于地方国有企业的上市公司处于中间地位[11]。Boubakri *et al.* (2009)研究了 39 个国家 189 家来自战略性行业的公司在私有化后的变化, 研究认为国有制对盈利能力和运营效率具有负面影响, 而健全的制度和政治环境可以减轻这种影响[12]。

为什么混改会产生好的绩效? 不同时期的学者有不同看法。吴敬琏等(1997)认为, 20 世纪 90 年代的国有经济存在经营机制僵化问题, 其原因主要是不清晰的产权界定和政企职能的混淆, 另外还存在国有经济战线太长、布局不合理的问题, 因此提出对国有经济战略性改组、并建立现代企业制度的建议[13]。许小年(1997)研究认为这一时期的国企改革的核心是公司治理机制问题, 因此提出让国有股法人化, 鼓励法人投资[14]。张维迎和马捷(1999)研究认为, 由于追求个人利益最大化的国企经营者的行为与企业经济

效益最大化的目标偏离, 国有企业可能卷入恶性竞争[15]。和军和季玉龙(2014)认为混合所有制改革是推动经济发展的新动力[16]。Liao *et al.* (2014)的研究认为股权分置改革赋予了上市国有企业中国有股合法的交易权, 开启了中国二次民营化的大门, 民营化的预期迅速推动了国有企业的产出、利润和就业, 但并未改变其经营效率和公司治理[17]。在民营化方法上, 改革采取了市场机制, 而市场机制在协调政府和公众投资者利益方面发挥了有效的信息发现作用。Zhou *et al.* (2017)利用中国制造业企业的两个面板数据评估了国有企业是否有利于或阻碍企业创新, 研究发现: 在新兴经济体中, 国有制能够使企业获得关键的研发资源, 但却降低了企业利用这些资源进行创新的效率, 在这种情况下, 少数国有制是创新发展的最佳结构[18]。此外, 在产业竞争激烈的情况下, 国有企业将研发投入转化为创新产出的效率也会降低。Boubakri *et al.* (2018)以亚洲东部国家的上市公司为样本, 研究了政府所有制对市场估值的影响。他们认为强有力的证据表明, 国有企业的市场价值高于非国有企业, 但这种关系不是线性的, 进一步的分析表明, 政府所有权对估值的影响受到金融市场发展、机构和政府监管力度的影响[19]。Estrin 和 Pelletier (2018)通过回顾发展中国家私有化的最新经验证据认为, 现在的文献反映了对私有化更为谨慎和细致的评价。研究认为在发展中国家的私有化面临以下挑战: 精心设计和有序的改革, 执行补充政策, 建立监管能力, 关注贫穷和社会影响, 以及强有力的公众沟通。研究结论建议: 所有权改革应根据本国经济情况量身定制, 私有化战略应因地制宜地设计[20]。

在实证方面, 刘小玄(2000, 2004)分别使用 1995 年和 2001 年的全国工业企业普查数据研究所有制结构对企业效率的影响, 研究认为私营企业效率最高, 国企效率最低, 三资等其他企业处于居中水平[21] [22]。胡一帆等(2006)根据 300 家国有企业 1996~2001 年间的调查数据研究发现, 民营化后销售收入增加, 企业成本下降, 使得企业的盈利水平大幅上升[23]。林毅夫和刘培林(2001)认为, 进入 21 世纪初的国有企业缺乏自生能力, 改革的任务是剥离政策性负担, 引进国外资本, 调整生产活动布局, 进而提高国企的自生能力[24]。殷军等(2016)研究认为国企的最优混合比例与其产品差异化程度、成本控制水平、行业内私有企业数目相关[25]。杨志强等(2016)研究认为混改对股权激励有显著的提升作用[26]。蔡贵龙等(2018)的研究表明政府放权意愿对混改有重要促进作用[27]。

在影响机制方面, 林毅夫等(2004)研究认为国企存在预算软约束问题, 即国企一旦亏损, 政府常常会提供财政补贴、减免税收、增加贷款的现象, 这一问题的根源不在于产权的归属问题, 而是政策性负担造成的[28]。郑志刚(2015)对 2001~2009 年间国有及国有控股工业企业的研究发现, 其平均的净资产收益率为 8.16%, 低于非国有工业企业 4.74 个百分点。同时, 国企的利润多来源于政策在税收、融资、土地租金方面的红利, 而非基于市场的竞争力。其次, 国有企业在公司治理中存在政企不分、社企不分、党企不分的问题[29]。唐克敏(2015)研究认为非公有制主体的参与动力、国资监管与流失和撤出国资的去向是目前混改的三个难题[30]。刘春和孙亮(2013)研究认为政策性负担对民营化后的企业绩效有显著负面影响, 而市场化的改革可以明显减轻这种负面影响, 因此可以成为提高民营化成效的重要治理手段[31]。陈林和唐杨柳(2014)以 1999~2007 年的混改企业为样本, 利用双重差分的计量模型研究了混改的效果, 研究认为混改降低了国企的政策性负担, 提升了企业效率[32]。张辉等(2016)也探讨了混改对国企经营效率的影响机制, 研究认为可以通过降低政策性负担来显著地提升企业绩效[33]。刘运国等(2016)的研究认为在竞争性国有企业与地方国有企业中, 非国有股东的参与改善了国企的内部控制质量[34]。赵放和刘雅君(2016)研究认为混改促进了国有企业的创新效率[35]。李东升等(2015)研究认为在混改过程中, 应当通过设立利益平衡机制来满足不同主体的合理利益诉求, 提升公司治理的有效性, 最大化价值创造[36]。黄速建(2014)对全面深化改革后的下一步混改提出了建议: 建立明确的进入与退出机制, 明确混改的程序与方式, 混改程序公开、公正与透明, 尊重市场规则, 在

混合所有制企业建立有效的公司治理, 推进与混改配套的改革措施等[37]。杨红英和童露(2015)认为进入深化改革时期, 混改应该注意混合所有制企业的股权结构, 通过机制设计增强民营资本的主动性和话语权[38]。

综上所述, 国内外的文献认为存在诸多的理由进行混合所有制改革, 并认为混改对企业经营效率的提升是有显著效果的。每个国家的国情不同, 因此应当结合当地的情况选择混改的方式, 大部分的研究认为适当降低国有股份的比例是有利的, 但是不建议进行完全地民营化、私有化, 因为国家的所有权将有助于增强企业信用和提升企业的估值水平, 所以部分私有化很可能是最优的所有权结构。

3. 模型设定与计量分析

(一) 研究假设与模型设定

根据相关文献的整理发现, 混改可以通过设计新的激励机制解决委托代理问题, 容易发挥新进入的资本与国有资本的协同效应, 加强公司的战略管理, 并完善公司治理结构, 最终可以实现国有资产的保值增值。总的来看, 混改对于上市国有控股公司会产生三个方面的影响: (1) 新资本的进入直接影响公司股权结构和治理机制, 新的资本一般会成为公司的前十大股东之一, 对公司实际经营产生重大影响, 一般来说, 引入新资本会使得股权结构多元化和股权结构优化, 股东的监管将更加充分; (2) 新的资本是非公有资本, 典型的如民营资本和外资, 这将有助于国有资本、集体资本和非公有资本之间相互融合, 改善公司治理; (3) 通常新资本和公司存在战略合作或者主要经营业务上的关联, 新的资本带来优秀的管理以及先进的技术上的经验, 这都将助于国有资本和非国有资本互相汲取优势资源, 最终实现业务的高速增长和协同发展。

综上所述, 混改通过业务协同发展、提升公司治理水平、带来更多的市场以及客户资源或更先进的技术或者更高效的管理方式, 进而扩大公司营业收入, 降低生产成本, 最终提升了企业绩效(图 1)。基于此, 本文研究提出如下假设:

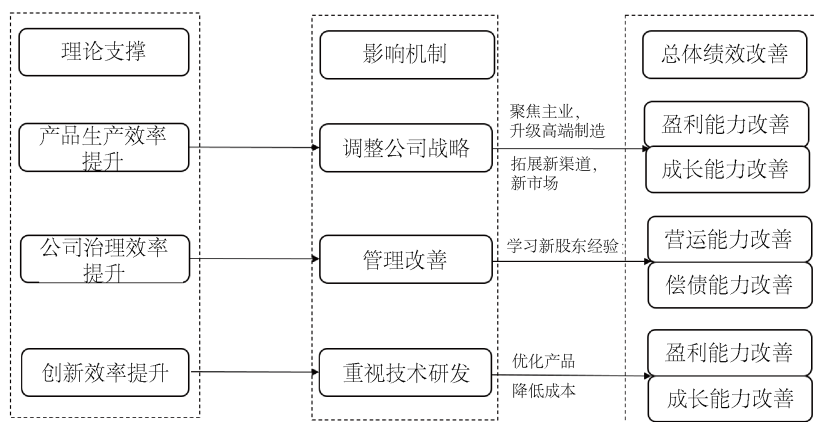


Figure 1. The impact mechanism of mixed reform on performance
图 1. 混改对绩效的影响机制

假设: 上市公司发生混合所有制改革后, 企业的整体绩效得到了提升。

构造一个是否发生混合所有制改革的虚拟变量, 记为 dt 。 $dt = 0$ 表示发生混合所有制改革前的状态, $dt = 1$ 表示发生混合所有制改革后的状态, 比较发生混合所有制改革的上市公司混改前后的企业绩效。构建的计量模型如下:

$$qyjx_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 dt + \beta' X + \varepsilon \quad (1)$$

$qyjx_{it}$ 是代表企业整体绩效的变量。因为数据都是年末状态的, 所以将发生混合所有制改革的当年作为混改后的样本。由于混合所有制改革对于公司的实际影响需要一定的时间才能显现, 因此保证了混合所有制改革前后至少连续三年的数据。 X 为其他控制变量。在此模型中重点考察的 dt 的系数, 如果 dt 的系数 α_1 是大于 0 的, 就表示混改对上市公司的企业绩效有正向提升作用。

(二) 变量定义与样本选取

被解释变量: 在对企业的整体绩效衡量时, 现有研究中通常使用的指标主要是净资产收益率(roe)和总资产回报率(roa)。其中净资产收益率是指企业的税后净利润额与平均的股东权益之比, 它衡量每一份股东的投入能够带来多少的净利润, 反映企业利用净资产创造利润的能力。

主要解释变量: 本文主要研究的是混改对企业绩效的影响, 因此构造了一个是否发生混合所有制改革的虚拟变量, 记为 dt 。当 $dt = 0$ 时表示尚未发生混合所有制改革, 当 $dt = 1$ 时表示已经发生了混合所有制改革。控制变量选取公司规模、资产负债率、营收同比增长率、总资产周转率, 具体符号及定义见表 1 所示。

Table 1. Variable name, symbol and definition

表 1. 变量名称、符号与定义

名称	符号	定义
净资产收益率	roe	以净利润与平均净资产的比值衡量, 描述整体绩效
总资产回报率	roa	以净利润与平均资产总额之比衡量, 描述整体绩效
混改虚拟变量	dt	描述是否混改的虚拟变量, 0 为不发生, 1 为发生
公司规模	size	公司规模, 年末总资产的对数表示, 控制资产规模
资产负债率	zcfzl	负债合计与总资产之比衡量, 控制公司负债情况
营收同比增长率	ystb	本年营业收入增长额与上年营业收入总额之比
总资产周转率	zcczz	营业收入与平均资产总额之比, 控制资产运营效率

本文以 2010~2018 年全 A 股上市公司数据库为初始样本。数据来源为 wind 数据库和国泰安数据库, 计量分析采用 stata10 软件。对数据的筛选和处理如下: (1) 根据登记注册类型、最终实际控制人、资本占比等将民营上市公司剔除; (2) 由于金融业的特殊性, 根据证监会的行业划分, 将金融业上市公司剔除。 (3) 剔除数据缺失或者异常的样本; (4) 剔除数据不全或者前后连续三年有缺失年份的样本。经过以上筛选后得到符合本文定义混改标准的 58 家上市公司在 2010 年至 2018 年间的财务数据。

(三) 计量结果分析

从表 2 中可以看到, roe 的最大值不到 30% 而最小值在 -70% 以下, 且其平均值不到 5%, 表明国有控股上市公司的绩效确实并不处于较高的水平, 也从侧面说明了混改的必要性。ystb 的标准差是最大的, 这也符合常识, 因为相较其他变量而言, 该变量是最容易变化且变动幅度是最大的。

F 检验的结果 P 值为 0.000, Hausman 检验的结果 P 值为 0.000, 因此采用固定效应模型进行实证回归。表 3 是模型(1)的回归结果。从表 3 可以看出, 表示混改发生与否的虚拟变量 dt 的系数显著为正, 说明混改的发生对企业的绩效有显著的正向影响, 验证了本文的假设: 上市公司发生混合所有制改革后, 企业的整体绩效得到了提升。

Table 2. Descriptive statistics of variables
表 2. 变量的描述性统计

变量	观测数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
roe	462	4.09	5.14	11.42	-70.59	27.68
dt	462	0.53	1.00	0.50	0.00	1.00
size	462	22.67	22.75	1.17	19.98	25.64
zcfzl	462	52.47	53.68	17.90	15.88	92.09
ystb	462	14.65	6.75	44.49	-52.24	330.29
zzczz	462	0.70	0.57	0.51	0.07	2.22

Table 3. Regression results of the model
表 3. 模型回归结果

变量	系数	标准误差	t 值	P > t	95%的置信区间		
dt	4.594	1.282	3.580	0.000	2.073	7.116	
size	2.054	1.285	1.600	0.111	-0.473	4.581	
zcfzl	-0.310	0.050	-6.210	0.000	-0.408	-0.212	
ystb	0.019	0.011	1.760	0.079	-0.002	0.040	
zzczz	9.892	2.637	3.750	0.000	4.707	15.076	
constant	-35.800	28.246	-1.270	0.206	-91.330	19.731	
R-sq:						0.220	

注：回归分析考虑了异方差，并同时进行了公司层面的 cluster 调整。

为保证实证部分回归结果的稳健性，本文选择替换被解释变量方式重新进行回归分析，将被解释变量净资产收益率(roe)替换为总资产回报率(ROA)作为衡量企业整体绩效的指标，重复上文的步骤，得到检验结果见表 4。从表 4 中发现，替换了被解释变量后，得到的结果与之前的实证分析结果相同，主要的解释变量 dt 的系数同样显著为正。与之前结果不同的地方在于公司规模显著性水平提升到了 10% 以内，能较好地说明可能由于规模经济效应或者企业规模越大使得企业信誉越高降低了融资成本，最终可以提高企业绩效。整体来讲，检验的结果与回归分析的结论是一致的，表明实证分析的结果是稳健的。

Table 4. Results of robustness test
表 4. 稳健性检验结果

变量	系数	标准误差	t 值	P > t	95%的置信区间		
dt	1.993	0.437	4.560	0.000	1.135	2.852	
size	0.741	0.438	1.690	0.091	-0.120	1.601	
zcfzl	-0.086	0.017	-5.090	0.000	-0.120	-0.053	
ystb	0.007	0.004	2.040	0.042	0.000	0.015	
zzczz	3.813	0.898	4.250	0.000	2.048	5.579	
constant	-11.721	9.619	-1.220	0.224	-30.630	7.189	
R-sq:						0.235	

4. 案例分析

(一) 案例背景

选择钱江摩托(000913.SZ)的混改案例进行分析的原因有两个:一是因为钱江摩托的混合所有制改革类型特殊,为控股权变更类型的混改。二是因为钱江摩托属于制造业企业,更具有代表性。浙江钱江摩托股份有限公司1999年在深圳证券交易所上市,简称钱江摩托,代码000913.SZ。公司是一家以摩托车整车和发动机以及关键零部件研发、制造为主业的企业。2016年混合所有制改革前的控股股东为温岭钱江投资经营有限公司,属于地方国有控股,其实际控制人为温岭市财政局。2016年钱江摩托进行混合所有制改革基于三个动因:(1)由于整个摩托车行业处于下行趋势,行业竞争加剧,钱江摩托在改革前的销量也持续下滑。受国内禁限摩政策的影响以及汽车和电动车对摩托车的替代作用,中国摩托车市场的整体规模呈逐年收缩的趋势。根据国家统计局和中国汽车工业年鉴的数据,2018年中国市场摩托车保有量在8700万辆左右,是全球第二大摩托车市场,中国2018年的摩托车产销量在1500万辆左右,一半国内销售,一半出口国外。(2)由于混改前企业自身进行的改革探索或者见效缓慢或者改善效果不大。(3)受国际业务与外汇市场影响。作为钱江摩托海外主要出口地的委内瑞拉自2014年起实行外汇管制,且该国的美元外汇短缺、玻利瓦尔与美元之间的汇率波动较大,导致钱江摩托的8亿左右(公司当年总营业收入约为32亿元)的应收账款难以收回,财务状况恶化。

2016年8月23日,经国务院国资委《关于温岭钱江投资经营有限公司协议转让所持浙江钱江摩托股份有限公司部分股权有关问题的批复》(国资产权[2016]975号)批准,温岭钱江投资经营有限公司向浙江吉利控股集团有限公司转让钱江摩托的13500万股股份。转让后,浙江吉利控股集团有限公司成为钱江摩托的控股股东,持股比例为29.77%(图2)。

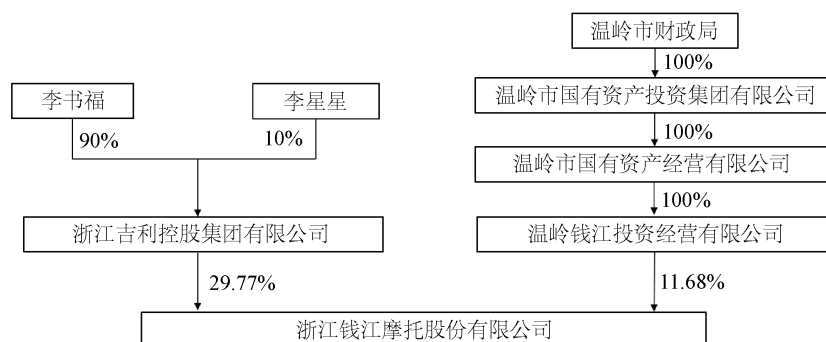


Figure 2. Holding situation after mixed ownership reform. (Source: Annual report of Qianjiang Motorcycle Company)

图 2. 混合所有制改革后的控股情况。(资料来源:钱江摩托公司年度报告)

(二) 企业绩效评价

1、盈利能力分析

盈利能力指企业获取利润的能力,通常表现为某一段时期的净利润的多少及水平的高低。本文选取的指标包括销售毛利率、销售期间费用率和净资产收益率三项。表5数据表明,钱江摩托盈利能力在混改后有着明显的提高。钱江摩托盈利能力提高来源于毛利率的显著增加与期间费用率的显著下降,这就导致营业利润率增加,使得钱江摩托的经营状况持续改善。进一步分析说明,混改对于任何公司绩效的改变不是一蹴而就的,是一个多维度、渐进的过程。

2、营运能力分析

营运能力是公司运行各项资产的能力, 采用的财务指标为存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率。表 6 说明钱江摩托的存货周转率、应收账款周转率与总资产周转率在混改后都发生了转折性的提升。可以认为, 混改后公司通过改善存货结构、加强资金安全管控、大力拓展销售市场来实现企业在营运能力上的提升。

Table 5. Profitability indicators
表 5. 盈利能力指标

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
销售毛利率(%)	17.30	17.09	18.97	20.83	20.94	21.26
期间费用率(%)	13.84	19.09	18.78	16.96	15.23	12.95
净资产收益率(平均)(%)	0.60	-9.07	-6.39	15.12	3.44	2.56

数据来源: 钱江摩托公司年报, 下同。

Table 6. Operating capacity indicators
表 6. 营运能力指标

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
存货周转率(次)	2.78	2.08	1.89	2.23	3.00	2.57
应收账款周转率(次)	3.75	2.73	3.32	4.08	5.09	5.02
总资产周转率(次)	0.81	0.62	0.61	0.64	0.72	0.75

3、偿债能力分析

偿债能力是对债务偿还的保证程度。本文采用的评价指标为流动比率、EBITDA/带息债务、资产负债率。表 7 表明, 混合所有制改革后, 钱江摩托的流动比率、EBITDA/带息负债显著改善, 资产负债率下降, 企业的管理层通过降低有息负债规模、改善盈利能力来增加了企业的抗风险能力和偿还债务的能力。

Table 7. Solvency indicators
表 7. 偿债能力指标

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
流动比率	1.64	1.77	1.75	2.00	1.84	1.62
EBITDA/带息债务	0.32	-0.15	-0.08	7.82	4.36	40.38
资产负债率(%)	44.56	42.32	40.76	34.16	35.58	42.37

4、成长能力分析

成长能力是对企业扩展经营能力的分析, 反映了企业未来的发展前景。本文采用的评价指标为营业总收入同比增长率和总资产同比增长率。通过对营业总收入与总资产的同比增长率分析看到, 混合所有制改革后, 企业通过增加公司业务、拓展销售市场扩大营业收入, 同时降低各项成本实现可观的净利润使得企业资产扩大, 最终实现企业的成长能力大幅提升(表 8)。

(三) 影响机制讨论

1、公司战略变化

Table 8. Growth capacity indicators
表 8. 成长能力指标

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业总收入同比增长率(%)	-10.49	-26.88	-11.00	5.55	20.27	13.72
总资产同比增长率(%)	3.63	-11.57	-5.67	4.81	9.05	11.44

混改前, 公司的管理层自 2008 年开始就已经充分认识到摩托车行业作为一个成熟行业的局限性, 加上之后的行业市场规模的缩减, 钱江摩托开始了产业升级、企业转型、多元化经营的发展战略。主要有三方面的实际举措: 第一, 以创投为手段, 通过引入全球大师级人才、嫁接国际先进科技合作发展, 试探性切入与主业相关的新能源动力、半导体、工业机器人及自动化等战略新兴产业。第二, 涉足房地产开发提升资金使用效率, 优化产业结构。第三, 基于战略上的布局, 投入三轮摩托车产业的运营。在具体战略实施过程中, 这些举措都不同程度得出现了许多问题。

而混改后, 新控股股东下的管理层在面对公司亏损以及行业下行的现状时采取了不同的公司战略。在公司业务上的主要战略同样分三方面: 第一, 在摩托车主业上, 停产毛利率为负的三轮摩托车业务, 集中精力发展两轮摩托车主业, 实行多品牌差异化竞争策略, 覆盖国内国际高、中、低端市场, 逐步扩大高端大排量和休闲娱乐的车型占比。摩托车行业向着休闲娱乐产业方向发展, 追求个性生活方式的年轻人倾向于选择科技含量更高、排量更大、外观设计更时尚的摩托车作为休闲娱乐及代步的工具, 公司从原主打的 100 cc~150 cc 小排量摩托车升级到大力发展 250 cc 以上大排量摩托车; 从过往代步交通工具、生产工具为主, 扩展为休闲、运动、越野等方向; 扩展产品线的丰富度, 发展公务车, 警用、行政执法用车型品种多, 普适性强。第二, 逐渐剥离房地产等非核心业务, 该部分业务并非优质的资产, 且对公司的主营业务及盈利无改善作用, 公司在该行业也并无竞争优势。第三, 维持半导体、新能源等新兴战略产业的发展, 因为这部分业务是未来的发展方向, 并且该部分的前期投入充足, 目前也已经能够产生部分利润, 而且吉利控股集团旗下也有新能源等业务, 可以发挥协同作用。

混改后, 在销售市场方面的举措主要有, 在国内市场: 全面推动渠道变革, 构建新零售模式增长, 通过与阿里巴巴签订战略合作协议、开辟数字化电子柜台、微信小程序商城等多方面的全新销售渠道, 多次开展线上电商促销活动, 公司线上销售量与销售额均实现大幅增长。在国际市场: 2016 年开始公司总体战略重心向东南亚、中南美、欧洲国家倾斜, 建立了一批稳固的出口市场基地, 2016 至 2018 年出口欧洲、东南亚市场均实现同比大幅增长, 在南美市场实现小幅度的增长。

混改后, 公司战略实施的效果除了从上文中的销售毛利率在混改后显著提升可以看到外, 钱江摩托的摩托车销售单价在混改后呈现明显上升的趋势, 从混改前 2013 至 2015 年的平均 4000 元多的单价上升至 2016 与 2017 年的 5000 元左右, 再到 2018 年的 6000 多元, 在混改后提升了 2000 多元的平均销售单价可见提升高端大排量和休闲娱乐摩托车车型的公司战略实施效果, 既提升了公司的销售收入还大幅提升了公司的利润率水平, 另外对公司的各品牌建设也有加强作用。

2、公司管理改善

混改后公司积极学习新股东吉利集团的管理经验, 在管理工作上的举措不同程度地改善了企业的绩效, 比如盈利能力分析中的销售毛利率与销售期间费用率指标, 比如偿债能力分析中的流动比率以及资产负债率指标, 还有营运能力分析中的存货周转率以及应收账款周转率指标等等。

3、企业技术提升

在钱江摩托的混合所有制改革后, 新的管理层同样注重对技术的研发投入, 掌握核心的技术是一家制造业企业长盛不衰的根本。混改后的外观设计专利的申请数大幅增加、占比提升, 说明新的管理层提

高了摩托车在外形设计上的重视, 而外形设计也是新时代潮流、新发展趋势下的摩托车最核心的售卖点之一。

从专利申请情况看到混改后钱江摩托对技术提升的重视(表 9), 尤其是公司加强了对外观设计类型的专利申请, 该举措是对覆盖高中低端市场的差异化品牌战略以及提升高端大排量与休闲娱乐的摩托车车型占比的公司战略的强力技术支撑, 而这也同样导致了公司销售的摩托车产品受欢迎程度更高, 销量更大, 提高了公司营业收入, 另外技术的提升也使得公司的销售毛利率提高。

Table 9. Patent application of Qianjiang Motorcycle
表 9. 钱江摩托申请专利的情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
发明专利(个)	0	2	7	0	7	1	3
外观设计(个)	9	18	13	8	38	10	29
实用新型(个)	5	6	15	16	12	0	2
合计(个)	14	26	35	24	57	11	34

数据来源: 国家知识产权局。

5. 研究结论

研究结果表明混合所有制改革显著提升了企业的绩效水平, 本文认为其影响机制主要有三方面: (1) 最主要表现是公司战略的变化; (2) 在于公司的管理改善; (3) 强化了对技术研发的重视。

通过本文的研究, 得到如下有关混改的政策与管理建议:

1、企业由于自身规模或行业限制、经验的缺乏而对市场认知不充分, 使得自身的改革成效欠佳, 这时就需要通过引入战略投资者甚至转让控股股权的混合所有制改革方式进行改革。在选择混改的方案时, 一定要考虑到公司自身最主要的缺陷在哪里, 选择的引入的对象一定是能够最大程度地解决这些最主要的缺陷的。

2、混改后, 对于公司绩效影响最大的是公司战略。所以企业一定要有充分的市场调研, 结合行业国内国际的发展趋势以及消费者的偏好变化校正发展战略, 这是混改能够成功的最根本保证。

3、对传统制造业而言, 本文所选的摩托车行业混改案例的成功充分证明了当前某些处于下滑、衰落的制造业行业, 可以通过向着高精尖方向发展、向着高端制造转型升级, 最终走出困境、实现逆行业趋势地增长。

参考文献

- [1] 张维迎, 栗树和. 地区间竞争与中国国有企业的民营化[J]. 经济研究, 1998(12): 13-22.
- [2] Boutchkova, M.K. and Megginson, W.L. (2000) Privatization and the Rise of Global Capital Markets. *Financial Management*, **29**, 31-75. <https://doi.org/10.2307/3666368>
- [3] Bortoloti, B., Fantini, M. and Siniscalco, D. (2003) Privatization around the World: Evidence from Panel Data. *Journal of Public Economics*, **88**, 305-332. [https://doi.org/10.1016/S0047-2727\(02\)00161-5](https://doi.org/10.1016/S0047-2727(02)00161-5)
- [4] Djankov, S. and Murrell, P. (2002) Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey. *Journal of Economic Literature*, **40**, 739-792. <https://doi.org/10.1257/jel.40.3.739>
- [5] Estrin, S., Hanousek, J., Kočenda, E. and Svejnar, J. (2009) The Effects of Privatization and Ownership in Transition Economies. *Journal of Economic Literature*, **47**, 699-728. <https://doi.org/10.1257/jel.47.3.699>
- [6] Schmitz, P. (2000) Partial Privatization and Incomplete Contracts: The Proper Scope of Government Reconsidered.

- FinanzArchiv*, **57**, 394-411. <https://doi.org/10.1628/0015221012904869>
- [7] Perotti, E.C. (1995) Credible Privatization. *American Economic Review*, **85**, 847-859.
- [8] Mok, H.M.K. and Hui, Y.V. (1998) Underpricing and the Aftermarket Performance of IPOs in Shanghai, China. *Pacific-Basin Finance Journal*, **6**, 453-474. [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(98\)00023-7](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(98)00023-7)
- [9] Sun, Q. and Tong, W.H.S. (2003) China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success. *Journal of Financial Economics*, **70**, 183-222. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00145-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00145-4)
- [10] Megginson, W.L. and Netter, J.M. (2001) From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, **39**, 321-389. <https://doi.org/10.1257/jel.39.2.321>
- [11] Chen, G., Firth, M. and Xu, L. (2009) Does the Type of Ownership Control Matter? Evidence from China's Listed Companies. *Journal of Banking and Finance*, **33**, 171-181. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.023>
- [12] Boubakri, N., Cosset, J.C. and Guedhami, O. (2009) From State to Private Ownership: Issues from Strategic Industries. *Journal of Banking & Finance*, **33**, 367-379. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.08.012>
- [13] 吴敬琏, 张军扩, 吕薇, 等. 实现国有经济的战略性改组——国有企业改革的一种思路[J]. 管理世界, 1997(5): 13-22.
- [14] 许小年. 以法人机构为主体建立公司治理机制和资本市场[J]. 改革, 1997(5): 28-34.
- [15] 张维迎, 马捷. 恶性竞争的产权基础[J]. 经济研究, 1999(6): 11-20.
- [16] 和军, 季玉龙. 国企混合所有制改革红利与实现途径[J]. 中国特色社会主义研究, 2014(5): 48-52.
- [17] Liao, L., Liu, B. and Wang, H. (2014) China's Secondary Privatization: Perspectives from the Split-Share Structure Reform. *Journal of Financial Economics*, **113**, 500-518. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.05.007>
- [18] Zhou, K.Z., Gao, G.Y. and Zhao, H. (2017) State Ownership and Firm Innovation in China: An Integrated View of Institutional and Efficiency Logics. *Administrative Science Quarterly*, **62**, 375-404. <https://doi.org/10.1177/0001839216674457>
- [19] Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O. and Megginson, W.L. (2018) The Market Value of Government Ownership. *Journal of Corporate Finance*, **50**, 44-65. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.026>
- [20] Estrin, S. and Pelletier, A. (2018) Privatization in Developing Countries: What Are the Lessons of Recent Experience? *World Bank Research Observer*, **33**, 65-102. <https://doi.org/10.1093/wbro/lkx007>
- [21] 刘小玄. 中国工业企业的所有制结构对效率差异的影响——1995年全国工业企业普查数据的实证分析[J]. 经济研究, 2000(2): 17-25.
- [22] 刘小玄. 民营化改制对中国产业效率的效果分析——2001年全国普查工业数据的分析[J]. 经济研究, 2004(8): 16-26.
- [23] 胡一帆, 宋敏, 张俊喜. 中国国有企业民营化绩效研究[J]. 经济研究, 2006(7): 50-61.
- [24] 林毅夫, 刘培林. 自生能力和国企改革[J]. 经济研究, 2001(9): 60-70.
- [25] 殷军, 皮建才, 杨德才. 国有企业混合所有制的内在机制和最优比例研究[J]. 南开经济研究, 2016(1): 18-32.
- [26] 杨志强, 石水平, 石本仁, 曹鑫雨. 混合所有制、股权激励与融资决策中的防御行为——基于动态权衡理论的证据[J]. 财经研究, 2016, 42(8): 108-120.
- [27] 蔡贵龙, 郑国坚, 马新啸, 卢锐. 国有企业的政府放权意愿与混合所有制改革[J]. 经济研究, 2018, 53(9): 99-115.
- [28] 林毅夫, 刘明兴, 章奇. 政策性负担与企业的预算软约束: 来自中国的实证研究[J]. 管理世界, 2004(8): 81-89.
- [29] 郑志刚. 国企公司治理与混合所有制改革的逻辑和路径[J]. 证券市场导报, 2015(6): 4-12.
- [30] 唐克敏. 混合所有制改革面临的主要难题与对策[J]. 经济问题, 2015(6): 1-8.
- [31] 刘春, 孙亮. 政策性负担、市场化改革与国企部分民营化后的业绩滑坡[J]. 财经研究, 2013, 39(1): 71-81.
- [32] 陈林, 唐杨柳. 混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究[J]. 经济学家, 2014(11): 13-23.
- [33] 张辉, 黄昊, 闫强明. 混合所有制改革、政策性负担与国有企业绩效——基于1999-2007年工业企业数据库的实证研究[J]. 经济学家, 2016(9): 32-41.
- [34] 刘运国, 郑巧, 蔡贵龙. 非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2016(11): 61-68.
- [35] 赵放, 刘雅君. 混合所有制改革对国有企业创新效率影响的政策效果分析——基于双重差分法的实证研究[J].

山东大学学报(哲学社会科学版), 2016(6): 67-73.

- [36] 李东升, 杜恒波, 唐文龙. 国有企业混合所有制改革中的利益机制重构[J]. 经济学家, 2015(9): 33-39.
- [37] 黄速建. 中国国有企业混合所有制改革研究[J]. 经济管理, 2014(7): 1-10.
- [38] 杨红英, 童露. 论混合所有制改革下的国有企业公司治理[J]. 宏观经济研究, 2015(1): 42-51.