

让所有权实至名归：展望中国的混合所有制经济

麦马啸 武常岐

2014年9月



作者简介

麦马啸

麦马啸是沃顿商学院蔡万才荣休讲席教授，在宾夕法尼亚大学当代中国研究中心任职，他曾任理查德·A·塞普管理学暨社会学教授，以及东亚研究中心成员。他曾在耶鲁大学管理学院任访问教授，并在香港中文大学、清华大学经济管理学院和香港科技大学商学院任客座教授。麦马啸还于1993-94年期间任罗素·塞奇基金会访问学者。

武常岐

武常岐为北京大学光华管理学院战略管理学教授，光华领导力研究院院长。他曾长期任教于香港科技大学商学院，并担任香港大学经济金融学院访问教授。武常岐1997年曾任美国西北大学凯洛格管理学院访问学者。他的专长涵盖了国有企业改革、国际合资企业和中国的反垄断法。

引言

2013年11月，在中国共产党十八届三中全会上，中国领导人支持大力推行混合所有制经济。全会通过的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出要“积极发展国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济。”¹

“决定”预期混合所有制将“有利于国有资本放大功能、保值增值、提高竞争力。”事实上，习近平主席在会上对“决定”所做的说明，重申了。习写道“要积极发展混合所有制经济，”他还称混合所有制是“增强国有经济活力、控制力、影响力的一个有效途径和必然选择。”²

中国领导人希望非公资本注入国有企业，以促进其成长和增强其竞争力，从而确保其长期生存能力。但是，中国的民营企业却相当抵触。最近在海南省举行的博鳌亚洲论坛上的一项调查发现，90%的民营企业领导者认为作为混合所有制企业的董事会成员，他们不会有影响力，超过一半的人说他们没有计划寻找混合所有制合作伙伴。³一位南京某民营电力设备制造企业的总经理回应博鳌论坛上发出的声音，说：“即便我们参与，我们没有控股权。谁有能力去抗衡强大的国企，来保护我们的利益？”⁴

然而，中国各级政府正在计划推进混合所有制。六个中央企业引入非公有资本的计划最近已经公布。⁶根据国务院国有资产监督管理委员会（国资

委）的安排，中国建材集团和中国医药集团总公司（国药集团）将成为最先实行试点混合所有制改革方案的两个国企。

截至8月初，部分省市，包括北京，上海，天津，重庆，贵州，甘肃，湖北，湖南，江苏，江西，青海，山东，山西，四川，云南等，均宣布了国有资本改革方案，不过具体的操作细节仍然待定。⁷在中央政府的领导下，广东将吸取如顺德媒体、惠州TCL集团和珠海格力电器等成功转制企业的经验，在40到50个改革试点项目中大力推广混合所有制。⁸

尽管有了这些举措，一项对中国数据的分析表明，混合所有制将公有和非公有资产混合在一起，结果可能不尽如人意，甚至可能无法与中国领导人拟定的目标保持一致。这是因为，在中国，所有权和控制权并不一定对应。这意味着，所有制改革的影响可能有限，除非国家愿意实际放权给混合所有制企业里的私人投资者。

另一个问题是政府强调混合所有制，并非私有化，而国有企业所有权的部分私有化可能会有意想不到的后果。这些政策的目的是将市场规则引入国有企业，从而提升他们的整体绩效。但是事与愿违，推进混合所有制的实际效果反而会将最优质的国有资产私有化，留下提升绩效的表象，而实际则做不到国有资产的保值增值。

中国领导人希望非公资本注入国有企业，以促进其成长和增强其竞争力，从而确保其长期生存能力。

本政策备忘录依据中国现有的数据和以往的经验, 深入探讨混合所有制的问题。结论是, 国有控股企业的私有化并不能提升企业绩效。最终, 绩效的提升可能需要一些三中全会中尚未考

虑到的改革。直言不讳地讲: 混合所有制经济的前景最终取决于国家是否愿意真正对一些国内最大的企业放弃控制权, 而不仅仅是部分所有权。

中国的混合所有制企业

许多研究者相信，除了仅存的为数不多的集体企业和合作社以外，中国企业均为国有、民营或外资企业中的一种。很少有研究者注意到，更谈不上理解的是，中国正在进行一场混合所有制企业的改革试验，该改革所形成的“混合所有制企业”与以上三种类型的企业截然不同。

混合所有制到底是什么？答案并不像大家想象得那样一目了然。

混合所有制不是什么倒更容易理解些：混合所有制企业不是100%的公有、不是100%的民营、也不是100%的外资，目前来看，也不是中外合资，因为中国的混合所有制政策主要针对内资企业。

相反，混合所有制或是公有制和私有制或其它所有制相结合的产物，或是所有权模糊的既不是国家又不是个人的内资法人。

混合所有制的定义表明，任何国有企业引入非公有资本后都已经不再是纯粹的国有企业了。它变成了混合所有制企业，其下属的各个分支企业也都全部改变了性质。然而，与纯粹的国有企业不同，这个定义并未阻止国家对混合所有制企业的控制。实际上，国家对混合所有制的控制非常常见，而且对他们绩效的影响非常大。

除了所有制以外，中国企业的注册分类让整件事变得更加复杂（详见数据附录

中的企业分类）。从1998年起，中国一直保持着内资公司15项互不重合的注册分类，并为香港、澳门、台湾和外资公司的注册额外设立了8项分类。这些分类之间有细微差别，但又不是截然不同。此外，超过90%的内资工业企业都可以按照其注册类型分为三类：国有企业、混合所有制企业和民营企业。

中国最大的113家中央企业属国资委管辖，是国有独资大型企业集团或附属企业众多的国有控股公司，其中有些还已上市。这些公司很多都在战略性行业，如航空航天（例如：中国航空工业集团公司），发电和配电（例如：中国大唐、中国国电集团公司、中国华能集团公司、国家电网和南方电网），石油/天然气（例如：中国石油天然气集团公司、中国石油化工集团公司、中国海洋石油总公司）。

国有独资企业也有许多在地方国资委的管辖范围内。其中最大的地方国有企业之一是上海汽车工业集团，其与通用汽车和大众汽车的合资公司称霸中国汽车行业。

根据2013年销售数据排行，中国最大的三家民营企业是零售商苏宁电器集团，电脑制造商联想集团，以及电信设备制造商华为技术。⁹所有这三家民营企业都是消费品牌，比很多央企更广为人知。

最大的混合所有制企业是国有企业所属的上市公司。即使在同一个控股母公司

很少有研究者注意到，更谈不上理解的是，中国正在进行一场混合所有制企业的改革试验。

或企业集团下面,它们的所有制和控制权差异也非常大。此间细节追究起来可能更加纷繁复杂。

举一个央企的例子来说,中国远洋运输(集团)总公司,通常被称为中远集团。中远集团的重要附属公司之一中国远洋控股股份有限公司,在上海和香港两地上市,经营中远集团大部分航运业务线。中国远洋控股的股权52%被国有法人中远集团持有,2%被全国社会保障基金持有,是直接的国家入股。小股东包括其它央企和一些私人投资者。真正控股中国远洋控股股份有限公司的是其最大的股东——中远集团,最终也就是国家。

中远集团另一家上市子公司中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司(简称中集集团),全球最大的集装箱制造商,其股权结构比中远控股更为分散。中远集团的两个二级子公司, Long Honour Investments和中远集装箱工业,共持有中集集团22.75%的股份;中国招局集团的二级子公司,中国招商国际(中集)投资,持有25.54%的股份。其余52%的股份几乎都已在深圳和香港上市,主要由更小的私人投资者持有。根据其年度报告,中集集团没有控股股东,因为它的两个国有股东持有该公司几乎相等的股份和董事会相同数量的席位。¹⁰

企业分类的方式有很多种,国有企业、民营企业、混合所有制企业的分类与其它分类不同。这种分类旨将“市场化”

或“改制”的企业与“政府”或“传统”的中国企业做出比较。例如,一些学者¹¹将上市公司分为三类:政府、市场化公司和民营企业。市场化公司的控股公司是“政府所有,但是…不必局限于国有企业所需承担的社会目标。”其他专家¹²对“传统”和“改制”内资企业做出了类似区分,“传统企业”包括注册为国企或集体企业的企业,而“改制”企业包括所有其它注册企业,除外商投资企业以外。

其它情况下,国有部分包含国家所有和并非注册为国企,实际却是国家控制的企



Photo: Flickr/World Bank

业,例如,卡斯頓·霍兹¹³将国有企业、国家控制的有限责任公司和控股公司统称为“国有及国有控股企业”。在另一篇[保尔森基金会政策备忘录](#)“改善国企的业绩”中,佳富龙洲经济咨询有限公司的白安儒选取了相似的分类方式,他认为注册为国有企业的公

司、国家控制的有限责任公司控股和国有控股的大公司全都是国有企业。

我们的分析来自这些分类的差异和一点新发现:

差异存在于注册为国有的企业(即上述的“政府”或“传统”企业)与更大量的不论是否国有,但实际由国家控制的企业(即“国有及国有控股企业”里的“国有控股企业”)之间。实际上,到2008年,未注册为国有企业但被国有控股的工业企业数量已经超过了国有企业的数量(见有关国有控股与国家所有权的讨论,及数据附录中表A1和A2)。

新发现就是中国国家统计局的年度工业统计调查数据库里发现有些企业，无论是否为国有企业，都被识别为了国有控股企业。调查还特别包含了企业法律注册信息、股权结构、所有权，以及最重要的其控股股东信息。对于国有企业和民营企业，所有权和控制权是一致的，国有企业是全民所有和国家控制的，民营企业是私人所有和私人控制的。不过对混合所有制企业来说，所有权和最终控制权之间的关系就不那么确定了。

混合所有制企业的所有权主要有国有、私有和法人三种形式，最后一种是一个公司实体作为法人拥有该企业的所有权。在确定某个企业的最终控制权是否为国家时，我们是根据年度工业调查数据库中的一个要求企业必须填写的问题做出的判断(详见数据附录)。

国家可以仅持有少量股权，甚至没有股权，但仍可以最终通过如下两种方式之一来最终控制企业。一种是通过控制国有控股企业注入的法人股来间接控制企业。另一种是约定国家为控股方(例如国家或国有控股的法人实体持有具有特殊权利的“黄金股”，或者像中集集团一样，通过协议使得企业无控股股东)。

中国的混合所有制企业份额有多大?

混合所有制企业占据着中国内资工业企业的很大份额。根据年度工业统计调查，2004年，中国年产值超过五百万元的内资工业企业有219,304家，到2010年，该数字增长至368,531家(见表1)。

2004年到2010年，所有这些工业企业中，混合所有制企业的比例在20%附近徘徊。从2004年起，大多数内资企业注册为民营企业，从2007年开始，民营企业占据了全国大型工业企业的近三分之二。与此同时，国有企业大幅萎缩，从2004年的11%下降到2008年的3%(年度工业统计调查在2010年有关国企数量反弹的报告需要小心看待——见数据附录)。

混合所有制企业也控制着中国工业企业中不小的静态资产份额和工业增加值。2004年到2010年间，静态资产份额和工业增加值都各占总量的40%(见表2和表3)。按照资产和工业增加值总量计算，混合所有制企业占有中国工业经济40%的份额。与此相比，国企在资产和工业增加值中的比重一直下滑，从2004年的40%和28%降为2010年的33%和22%。民营企业资产和工业增加值却在同期相应增加。

表1. 2004-2008年及2010年按登记注册类型分内资工业企业数目

	2004	2005	2006	2007	2008	2010
国有企业	25,144	18,347	16,074	11,572	10,517	15,587
混合所有制企业	46,956	47,850	52,948	58,779	68,258	80,865
民营企业	119,352	123,820	149,736	177,080	237,144	243,774
所有内资工业企业	219,304	215,448	241,090	269,312	335,324	368,531

注: 2009年工业调查数据不完整, 在此省略, 后表中相同。
数据来源: 国家统计局。

表2. 按登记注册类型分内资工业企业资产(百万元)

	2004	2005	2006	2007	2008	2010
国有企业	6,327,183	6,864,931	7,663,640	8,528,687	9,038,888	10,956,538
混合所有制企业	6,420,881	7,273,415	8,842,955	10,800,254	13,096,147	13,705,681
民营企业	2,372,480	3,033,002	4,052,930	5,330,524	7,301,937	7,149,032
所有内资工业企业	15,973,742	18,105,769	21,506,285	25,741,141	30,397,717	33,267,043

资料来源: 国家统计局。

表3. 按登记注册类型分内资工业企业的工业增加值(百万元)

	2004	2005	2006	2007	2008	2010
国有企业	1,122,077	1,412,893	1,640,186	1,893,047	n/a	2,443,899
混合所有制企业	1,710,065	2,086,816	2,669,742	3,473,839	n/a	4,367,649
民营企业	909,247	1,285,555	1,873,586	2,638,218	n/a	3,578,155
所有内资工业企业	4,058,824	5,171,637	6,593,700	8,491,612	n/a	11,046,763

资料来源: 国家统计局。

混合所有制企业中的所有权和控制权

如上所述，混合所有制企业明显已经占据了中国经济整体企业和资产的重要部分，但是混合所有制企业的绝对数量是否对国企改革有一定影响呢？

为了更好地了解混合所有制企业是否帮助中国政府实现了推进国企改革的目标，我们必须了解混合所有制企业的所有权与控制权之间的差异，以及现实中是如何操作的。

这个话题涉及几个问题，即混合所有制企业中国家所有权的比例，国家实际控制的程度，国家所有权与实际控制权之间是否存在不成比例的现象，如果有，到何种程度？2004年以来，非国有和国有控制企业的所有权结构是更加集中了，还是更加分散了？要回答最后一个问题，我们需要做出一些判断，因为所有权比例持续发生变化，而控制权是二

元的：一个企业要么是国家控制，要么不是。

所有权

为此，国家对混合所有制企业的所有权是以国有资产相对于私人、法人和其它实体的资产的比例来衡量的。总体来说，混合所有制企业里直接国有部分所占比例较小，从2004年的6.9%下降到了2010年的4.4%，而私有部分则相应地从45.2%涨到50.8%（见表4）。然而，2004年到2010年，混合所有制企业法人实体资产份额变化非常小，一直在40%左右，但是年度工业统计调查中没有标明这些法人实体到底是国家控制还是私人控制的。

控制权

根据年度工业统计调查里对企业“国有控股情况”这一必答项的调查结果，我们判

表4. 混合所有制企业资产的所有权类型

	2004	2005	2006	2007	2008	2010
国有	6.9%	6.0%	5.4%	4.6%	4.7%	4.4%
私有	45.2%	47.0%	49.0%	50.4%	52.7%	50.8%
法人	40.2%	40.2%	38.9%	39.2%	43.3%	39.1%
其它	7.8%	6.8%	6.7%	5.9%	5.0%	5.6%

表5. 国有控股和国家所有企业占比

	2004	2005	2006	2007	2008	2010
国有控股的混合所有制企业	15.3%	13.7%	13.1%	11.8%	11.0%	11.2%
国有的混合所有制企业	7.7%	7.7%	6.9%	5.1%	4.2%	4.8%

资料来源：国家统计局。

断该企业的最终控制权是国有还是非国有的。虽然每年控制情况里的选项都稍有变化,如2004年仅有五个选项“国有绝对控股”、“国有相对控股”、“集体绝对控股”、“集体相对控股”以及“其它”,国有控股始终是首选项。

数据显示,国有控股的企业比国有股权占主导的企业(超过50%)的范围广泛得多,因为国有控制的混合所有制企业中仅有半数企业的国有股份占比超过50%(见表5)。举例来说,2004年,15.3%的混合所有制企业是国有控股的,7.7%是国有所有权为主的,而到了2008年,11%的混合所有制企业为国有控股,4.2%是国有所有权为主。(国有控股与国有所有权为主的差异出现原因可能是通过控制法人实体实现间接国有控股,或者由国家附属的控股股东实现间接国有控股,年度工业统计调查里没有区分这几种情况。)

国有控股的混合所有制企业中的非公有资本

在三中全会“决定”中所预想的混合所有制经济要求增加在国有企业里的非公有资本,并最终缩小甚至消除国有和非国有企业所有权结构的差异。年度工业统计调查表明,国有和非国有企业的所有

权差距从2004年到2010年有所加大。一个简单的衡量标准就是非国有混合所有制企业里和国有控股的混合所有制企业中的私人所有权比例差距(见表6)。

总体来说,混合所有制企业表面上看国有所有权在减少,而民营资本的比例在增加,同样的,国家对混合所有制企业的控制也降低了。然而,如果我们深入挖掘,会发现另一番景象:国家控股仍然与国家所有权不成比例,因为少于半数的国有控股企业中国有资本的比例超过50%。

正如表6所示,2004年到2010年期间非国有的混合所有制企业中私有制比例从50.6%增长至55.9%,同期国有控股的混合所有制企业中私有股份比例从15%下降至10.2%。因此,到了2010年,非国有控股与国有控股企业中私有部分的差异从35.6%增长到近46%。

简言之,以上数据表明混合所有制企业的所有权结构并未更加趋同,而是更加不同了。随着时间的推移,非国有控股的混合所有制企业中的私有部分增加了,而国有控股的混合所有制企业中的私有部分减少了,表明私人资本正从国有控股的混合所有制企业中淡出。

表6. 非国有控股与国有控股的混合所有制企业中私有部分的差异

	2004	2005	2006	2007	2008	2010
非国有控股的混合所有制企业中私有部分的比例	50.6%	52.0%	59.9%	55.7%	57.4%	55.9%
国有控股的混合所有制企业中私有部分的比例	15.0%	15.1%	8.6%	10.3%	12.9%	10.2%
差距	35.6	36.9	46.3	45.4	44.5	45.7

资料来源:国家统计局。

所有权与中国混合所有制企业的绩效

如果中国政府想要继续鼓励混合所有制企业的建立和发展，一个关键问题就是私有资本投资国家控股的混合所有制企业能否，以及如何提高企业的绩效水平。

非国有控股和国有控股的混合所有制企业的绩效可以通过两个业绩指标来比较：一、运营指标；二、财务指标。

运营指标就是工业增加值与资产的比率，工业增加值等于公司工业活动总产出减去中间要素成本。财务指标则是资产收益率。用这两种绩效考核办法得出的结论都是国有控股的混合所有制企业相比之下绩效不如非国有控股混合所有制企业（见表7）。

首先，我们来看资产工业增加值率。国有控股混合所有制企业里资产工业增

加值率的中间值从2004年的0.255增长至2010年的0.276；而非国有控股混合所有制企业里该值从2004年的0.280增长至2010年的0.362。这表明不仅国有控股混合所有制企业比非国有控股的企业在运营效率上更低，而且随着时间的推移，这种差距无论在绝对值还是百分比上都在加大。

资产收益率也显示了相似的趋势。国有控股混合所有制企业的资产收益率从2004年的0.078增加至2010年的0.104；而同期的非国有控股混合所有制企业资产收益率有更为显著的提升，从2004年的0.115增加至2010年的0.164。此外，资产收益率的绩效差距百分比要远大于资产工业增加值率的绩效差距百分比，到2008年出现了105.7%的差距（换句话说，非国有控股企业的资产收益率比国有控股企业的高出105.7%）。

表7. 非国有控股和国有控股混合所有制企业资产工业增加值率和资产收益率均值

	2004	2005	2006	2007	2008	2010
资产工业增加值率						
国有控股混合所有制企业	0.255	0.267	0.276	0.286	n/a	0.276
非国有控股混合所有制企业	0.280	0.309	0.332	0.362	n/a	0.362
绝对绩效差距	0.025	0.042	0.056	0.076	n/a	0.086
绩效差距百分比	9.8%	15.7%	20.3%	26.6%	n/a	31.2%
资产收益率						
国有控股混合所有制企业	0.078	0.084	0.091	0.102	0.106	0.104
非国有控股混合所有制企业	0.115	0.146	0.157	0.159	0.218	0.164
绝对绩效差距	0.037	0.062	0.066	0.057	0.112	0.060
绩效差距百分比	47.4%	73.8%	72.5%	55.9%	105.7%	57.7%

资料来源：国家统计局。

在解释这些数据分析结果时，必须记住，这些描述性的数据并非来自受规管的行业，也就是说，非国有控股及国有控股企业之间的绩效差异有可能是因为国有控股企业大多集中在资本密集型的行业。

即使有了这些对绩效差异结果的解释，随着时间推移，差距不断拉大的事实不能仅仅用行业差异来解释。同样，我们也不能用国有控股企业所要承担过大的社会成本来解释绩效的差异：原则上说，国有控股的混合所有制企业已经实现了市场化，或者说，改制企业不再像国企那样需要承担过大的社会负担。根据我们的判断，国有控股企业的负担来自其它来源，特别是政府更注重增长而非盈利。这也解释了为何非国有和国有控股企业的财务绩效差异比他们的运营绩效差异大得多。

关键是引入非公资本是否可以让国有控股企业提高绩效。根据我们可以收

集到的资料，引入非公资本会改善企业绩效。然而，非公资本的引入在缩小非国有控股和国有控股企业之间运营效率差距（资产工业增加值率）方面的作用非常显著，在缩小财务绩效（资产收益率）方面的作用就小得多了。

为了探索引入非公资本对资产工业增加值率和资产收益率的作用，我们构建了一系列的模型，将这些绩效考核指标按照国有和非国有的比例以两位数的产业固定效应以线性回归反映出来，即：控制行业差异（见表8a和8b）。有三个基本结论：

首先，对于国有控股企业来说，国有股份占比的增加对企业绩效仅有很小的或几乎没有影响。2004—2007年期间，国有股份占比对资产工业增加值率没有统计上显著的影响，2010年，虽然有一定差别，但差别很小。同样，国有股份比例对资产收益率也没有很大的影响。这些结果显示无论是通过国

表8a. 国有和非国有制资产工业增加值率的线性回归*

	2004	2005	2006	2007	2010
常数	0.386	0.508	0.440	0.497	0.509
国有	(-0.026)	(-0.008)	(-0.014)	(-0.035)	-0.040
非国有	0.160	0.149	0.133	0.227	0.164

表8b. 国有和非国有制资产收益率的线性回归

	2004	2005	2006	2007	2008	2010
常数	0.168	0.226	0.193	0.185	0.242	0.196
国有	-0.018	-0.020	-0.014	(-0.006)	(0.003)	(-0.005)
非国有	0.051	0.042	0.069	0.227	0.060	0.070

*以上二表未显示产业固定效应；括号中的系数没有显著统计学意义。
资料来源：作者的计算。

有控股的法人实体还是通过国有控股股东来管理企业，都远远好过直接将企业国有化。

第二，私有股份比例对用资产工业增加值率来衡量的运营指标和用资产收益率来衡量的财务指标的都有促进作用。所有私有股份比例在线性回归模型中的系数都为正值，并且从统计上显著。此外，这些效果都有同样的量度，即私有股份比例每增加一定的百分点，给资产工业增加值率和资产收益率带来的变化程度相同。¹⁴

第三，因为国有控股和非国有控股企业的资产收益率差距比资产工业增加值率差距大2-5倍（见表7），私人投资对拉近资产收益率差距的作用小于其拉近资产工业增加值率差距的作用。换句话说，虽然加大私人投资可能增强国有控股企业的运营竞争力，这未必会增强其财务竞争力。¹⁵

总体来说：国有控股企业和非国有控股企业绩效差距较大。差距在用资产收益率来衡量的财务指标上体现得更明显，而在用资产工业增加值率来衡量的运营指标上表现得不那么明显。这种差距随着时间推移逐渐扩大，特别是运营绩效的时间性更明显。私有股份占比的增加在缩小两种差距上都有作用。然而，由于财务绩效的差距是运营绩效差距的2至5倍大，私有股份比例在缩小后者差距的作用远比缩小前者差距的作用更大。

事实上，任何私有资本注入国有控股企业都会改进由于国家控股所造成的比较低的绩效。以上这些研究结果都反映了混合所有制企业管理的现状，并为国有企业改革提供了支持。

混合所有制的挑战

十八届三中全会号召进一步发展混合所有制企业的经济形式并非新举措。毕竟，中国已经试验了多年的混合所有制企业，现在混合所有制企业已占据中国工业经济40%的份额。这些混合所有制企业包括国有、私有，以及法人所有的有限责任公司和股份制公司。

经验教训

前述的数据分析中所汲取的经验教训应当对当前的政策有着有益的建议：真正重要的不是哪种所有制，而是用什么方式控制企业。这意味着，中国仅简单地追求混合所有制难以解决国企业管理的大问题，至少无法令人满意地解决这些问题。

实际上，混合所有制企业中的国有控股已经与国有所有权极不相称。虽然没有准确估计，但几个指标还是显示出了这种不平衡。这些指标是：(1) 从2004年到2010年，国有控股企业比重超过国有企业5到7个百分点；(2) 2004年至2010年期间，非国有控股企业中私有资本平均都占50%以上，国有控股企业中国有部分平均占33%—36%，大多数情况下，国有控股企业的主要利益方是法人实体，表明这些实体实际还是国家控制的。

混合所有制企业中，国家控制需要付出运营和财务绩效不佳的代价。财务绩效不佳造成的损失要比运营绩效低下造成损失多得多，而私有股份在减轻运营

绩效损失方面比减轻财务绩效损失方面的作用更强。具体而言，非国有企业的运营绩效（即资产工业增加值率）超出国有控股企业10到31个百分点。同时，财务绩效（即资产收益率）方面的差距达到了惊人的47到106个百分点。

鉴于两种混合所有制企业资产收益率之间的差异巨大，任何私人投资恐怕都无法弥补。虽然这样的比较并不完美，但他们仍然恰当：2006年和2007年间，需要向国有控股企业多注入百分之百的私人资本才能弥补它们与非国有混合所有制企业之间资产收益率的差距。

然而，有些事情是需要一件件做的。特别值得关注的是所有权与绩效之间

方向不明确。看起来私有股份对提升国有控股企业绩效有所作用，而且在提升运营绩效方面比提升财务

绩效更加有益。然而，反过来也是可能的，因为有些鼓励将最好的国有资产部分私有化的政策和行为的存在，造成私人资本投资于表现最好的国有控股企业中。

这些事情有助于我们了解为何私人资本不愿意迎合中国政府的意愿去实行混合所有制经济。原因很简单，混合所有制企业投资和收益不对称。私人投资在国有控股企业中提升了资产工业增加值率，扩大产出，帮助实现了政府提升GDP的目标。然而，私人投资也提升了资产收益率，但这些提升在拉近国有控股和非国有控股企业之间差距上作用

真正重要的不是哪种所有制，而是用什么方式控制企业。

甚微。所以，私人投资者宁可远离最终由国家控制的企业。

这些观察结果可以简单地解释为：将民营企业中的技术和人员引入国有控股企业，要比将民营企业里的财务系统和管理方法引入国有控股企业容易得多。当私人投资者是小股东时，或者当国有控股企业通过法人来获取最终控制权，而国有控股的力量超出了所有权的力量时，更是如此。

换句话说，在目前中国进行的混合所有制的转变，最好还是将一些硬件（如技术和资本）以及部分软件（如绩效工资等）引入国有控股企业。但是，这些举措都不如直接引入市场规则和改善公司治理。

似曾相识再相逢，此事当如何

如前所述，混合所有制在中国并不新鲜，中国政府制定政策吸引非公有资本进入国企也并非别出心裁。2006年国资委积极推行股权多元化，最终实现国有企业绩效的问责制：非流通法人股转化为所谓的“G”股，过了禁售期就可以变成可流通的“A”股。从非流通股转变成可流通股曾经遭遇“A”股股东的反对，他们担心此举会稀释他们的资产，要求索赔并最终获得了赔偿。

如今，看似时过境迁。投资者将大量资金投入到了已公布要进行所有权改革的公司里去，意图早占先机。然而，国企的市场评估值加上连年的惨淡盈利已为私人投资设下了另一个障碍：政府规定禁止以低于账面或净资产价值出售国有资产。这些法规可能让中国的商业银行额

外压力繁重。例如，华尔街日报报道说，交通银行正抛售其77%的港股。¹⁶当然，总会有解决方法，例如将私人投资引入业绩和股价相称的盈利下属企业去。

但是中国政府已经被其内在矛盾困住：政府认为私人资本是改善国企绩效的良方，但是当前较差的绩效使得很多国有企业中资产的市场价值低于其净资产的账面价值，按照现行规定，无法合法出售资产给民营企业。中央政策要回答的问题就是如何让投资国企对于非公有资本变得既诱人又合法可行。

有几个步骤可能会对事情有所改善，却不会大幅改变目前的制度。

中央政策要回答的问题就是如何让投资国企对于非公有资本变得既诱人又合法可行。

第一步是重新定义问题和主要矛盾。眼前的问题不是所有权，而是控制权。主要矛盾不是加大国企内的私人投资，而是减少国家控股，这样一来私人投资自然愿意进入国有企业。

第二步是通过简化产权和控制权来实现更大的透明度。股权应当是或为国有或为私人，企业应当根据股权决定是为国有控股或为私人控股。法人实体原本是身处于国有和私有二者之间的，应该将其重新划归为国有控股或私有控股；而法人股亦应该根据法人实体的控制方式来划分为国有股或私有股。简化所有权和控制权会引起对国有控制程度的关注，也很可能加大降低国有控制的压力。

第三步是放宽禁止国有资产低于账面价值出售的规定。这样一来无疑会困难重重，引起政治纷争，但其符合由市

场发挥决定性作用的原则，将有助于实现政府的改革目标。

第四步是重新思考国有控股混合所有制企业的治理结构。目前，国有股东的代表，如国资委，拥有控制权，但有权任命最大的国企高管的仍是中组部。通过分红派息而流入国有股东的利益还不清楚。三中全会决定改变这种状况，提高国有资本收益上缴公共财政比例，2020年提到30%。我们建议再进一步：重新定义国有股权，让其成为确保派息但控制权有限的优先股而

将混合所有制企业的控制权和决策权交给企业家。

中国决策者的底线是：国企改革刚刚重新纳入三中全会改革议程，但最近宣布的促进混合所有制经济的议题是否可以实现既定目标还未可知。

国有资产管理公司是否可以像三中全会决定中所设想的那样更重视“资本经营”而较少关注经济增长？这与混合所有制经济的前景最终都取决于国家是否愿意将控制权放手给非公有资本，而不只是所有权。

数据附录

我们使用了中国国家统计局的年度工业企业数据库(2004-2008年及2010年)。该数据库包含了对收入超过500万元的中国工业企业的信息。

整个数据库涵盖了1999年至2011年之间的数据。然而,在2004年,工业企业数据库中企业总数急剧增加。这可以归因于在2004年的经济普查中,首次包括了民营企业。大部分为私有,并早应该进入年度工业统计调查的公司,由于当时登记制度不完全而被忽略,这些登记于2004年普查中被更正。¹⁷2009年的调查被忽略,因为当年数据库中缺少资本结构信息。2011年及其后的统计数据被省略,因为它和随后的调查都仅限于收入超过2000万元的公司。

数据的完整性

我们通过将年度工业企业数据库中的数据与中国经济数据库中的数据做比较来证明其完整性。后者是一个商业数据库,包含中国工业和中国经济中跨度较长的时间序列数据,但不具体到每个公司。

基于多重比较,我们认为2004—2007年间,年度工业统计调查是完整的。然而,年度工业数据库和中国经济数据库之间有一些差异,特别是2008年和2010

年国有企业数量不同。如表A1所示,工业企业的总数量以及国有工业企业的数量(AIS中代码110)在2004年至2007年之间是相同的。然而,在2008年,中国经济数据库中工业企业数量超过年度工业数据库中的数字(数字分别为426,113和410,909),国企数量也不相同(9,682和9,123)。

这个趋势在2010年又变得不同,当年年度工业数据库的统计中比中国经济数据库多了10,000家企业(462,730和452,872),



Photo: Flickr/Asian Development Bank

多了约5,000国企(13,534和8,726)。由于以上差异,我们觉得使用2008年和2010年的年度工业数据库数据时要倍加小心。除此之外,2008年和2010年的数据大部分与2004—2007年数据相呼应。

企业按登记注册类型分类

在本政策备忘录中,我们专注于混合所有制工业企业。要判断企业属性,我们首先按照它们的注册信息分类。不是混合所有制企业的就是注册为国有、私有、集体和合作企业的。超过90%的中国企业可以根据注册类型分为以下三类:

- 国有企业: 它们包括三个注册类别:
 - (1) 传统的、未实行股份制的国有企业,为“全民”所有(年度工业数据库代码110);
 - (2) 国企改组为有限责任

表A1. 企业和国有企业的数量: AIS与CEIC, 2004-2008, 2010

	企业数量		国企数量 (代码110)	
	AIS	CEIC	AIS	CEIC
2004	276,474	276,474	23,417	23,417
2005	271,835	271,835	16,824	16,824
2006	301,961	301,961	14,556	14,555
2007	336,768	336,768	10,074	10,074
2008	410,909	426,113	9,123	9,682
2010	462,730	452,872	13,534	8,726

资料来源: 国家统计局, CEIC。

公司——通常用以促进与私人或海外公司事务, 同时保持100%的国有股权, 通常重新注册为专门的国家出资的有限责任公司 (代码151); (3) 少数国有合资企业由于本文原因视为国有企业 (代码141)。

- 民营企业: 它们包括四个额外的注册类别, 包括完全归个人所有的内资企业。一个是个人独资企业 (代码171), 二是民营企业 (代码172), 三是民营有限责任公司 (代码173), 四是民营股份有限公司 (代码174), 根据公司法规定, 第四类公司需要有至少2个股东, 但不能超过200个股东。
- 混合所有制企业: 有国家、法人(或实体) 和私有中两个注册类别的企业。一类是“其他有限责任公司” (代码159), 是既非100%国有, 亦非100%私有的有限责任公司。二类是“股份制有限责任公司” (代码160), 包括不是100%的民营企业。法人股东构成几乎相同, 为“各种国内实体含民营

表A2. 国有企业的数量: AIS与CEIC, 2004-2008, 2010

	国有控股公司 (AIS)	国有及国有控股公司 (CEIC)
2004	35,997	35,597
2005	27,477	27,477
2006	24,960	24,961
2007	20,680	20,680
2008	20,321	21,313
2010	27,233	20,253

企业、国有企业和非银行金融机构, 如投资基金和担保公司等。”这两类企业为混合所有制企业。¹⁸

其余内资工业企业的注册类别不一而足, 包括集体 (代码120)、合作社 (代码130)、集体联营企业 (代码142)、国有与集体联营企业 (代码143)、其他联营企业 (代码149) 和归类为“其它”的企业 (代码190), 由于我们的研究目的, 并未考虑这些类型的企业。我们也不考虑外资、香港、澳门和台湾投资企业(HMT), 这些企业根据其是否是独资、合资、合作或股份制公司而分成八个类别(HMT企业用代码210, 220, 230和240; 国外企业用代码310, 320, 330和340)。

国家控股与国家所有

本文所论述的关键在于国所有制和国家控股之间的差异。国家所有可以狭义地理解为注册的国有企业, 或广义地理解为包括国有企业、100%的国有有限责任公司, 与国有合资企业。

然而，国家控股则是根据年度工业数据库中有关企业“国有控股情况”的答案来区分：企业的最终控股股东若是国家，便为国有控股。¹⁹ 国有控股曾在2006年中国统计年鉴中间接提及，之后被废弃不用。在CEIC数据库中“国有和国有控股企业”目录下报道。

霍兹对国家控制做了精确描述。他将“国有及国有控股企业”缩写为SOSCE。²⁰ 如表A2中所示，特别引人注目是，2004—2007年，年度工业数据库与中国经济数据库所报的控股股东为国家的公司数与国有和国有控股企业数量几乎一模一样。这些数字在2008年和2010年出现分歧是毫不奇怪的，因为当时报道的国有企业数量有不少差异：在2008年，中国经济数据库记录国有及国有控股公司为21,313家，而年度工业数据库记录为20,321家国有控股企业。

同时，在2010年的年度工业数据库记录国有控股企业为27,233家，与2005年基本相同，而中国经济数据库则记录当年的国有及国有控股公司为20,253家。

将表A1和A2并列比较，可以得出两个推论。首先，如前所述，由于年度工业数据库与中国经济数据库之间的差异，2008年和2010年的数据应该被谨慎解读。其次，国家控股企业数量远远超出所有国有企业的数量。

缺失值和异常值

和其它普查数据一样，年度工业数据库中亦有缺失值，以及显然由于误报而出现的不合理的数据。我们的分析中省略了缺失值，并将大于该类别内三个标准差的数值也省略掉了。

尾注

¹“中共中央全面深化改革若干重大问题的决定,” 2014年1月16日, 可访问http://www.china.org.cn/china/third_plenary_session/2014-01/16/content_31212602.htm;中文版的决策可访问http://news.xinhuanet.com/politics/2013-11/15/c_118164235.htm。

²关于《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》的说明, 请参阅http://news.xinhuanet.com/politics/2013-11/15/c_118164294.htm (中文版)。

³张晓刚, “混合所有制问题还是会出现,” 《中国日报》, 2014年4月28日, 请访问http://www.chinadailyasia.com/business/2014-04/28/content_15132559.html。

⁴“混合所有制改革逆风前行,” 新华网, 2014年6月16日, 请访问http://www.china.org.cn/business/2014-06/16/content_32674454.htm。

⁵这六家公司是国家开发投资公司、中国粮油食品集团、中国建材集团、中国节能环保集团公司、新兴国泰国际集团和中国医药集团。

⁶Wildau, Gabriel, “China Announces Plan for Reform of State-Owned Enterprises,” *Financial Times*, July 15, 2014, accessed at <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/07928638-0c24-11e4-a096-00144feabdc0.html#axzz3ACZBn3Td>.

⁷“全国多个省市推进国有资产改革计划, 执行路径清晰,” 《证券时报》, 2014年8月6日, 请访问<http://finance.chinanews.com/cj/2014/08-06/6464102.shtml>。

⁸“广东将全面推进混合所有制经济改革,” 财新网, 2014年8月5日, 请访问<http://economy.caijing.com.cn/20140805/3643954.shtml>。

⁹徐林, “中国十大民营企业,” 中国网, 2013年11月12日, 请访问 http://www.china.org.cn/top10/2013-11/12/content_30542813_10.htm。

¹⁰The CIMC 2013 Annual Report, accessed at <http://www.cimc.com/en/ir/reports/annualreport/201404/P020140423315121610690.pdf>.

¹¹ Deilos, Andrew, Wu, Zhijian, and Zhou, Nan, 2006. “A New Perspective on Ownership Identities in China’s Listed Companies,” *Management and Organization Review*, 2: 219-343.

¹²Chang, Sea Jin, and Xu, Dean, 2008. “Spillovers and Competition Among Foreign and Local Firms in China,” *Strategic Management Journal*, 29: 495-518.

¹³ Holz, Carsten A. 2013. “Chinese Statistics: Classification Systems and Data Sources,” working paper, January 7, Stanford Center for International Development, Stanford University.

¹⁴ 为了表明私有制有助于资产工业增加值率和资产收益率增加,用2006年和2007年均值相比较如下: 2006年私有制资产工业增加值率模式系数为0.133,这意味着净行业固定效应有20%的增长,私有制就会提升资产工业增加值率 $0.133*0.020=0.0266$,或2006年平均资产工业增加值率的9.6% (.276); 2007年的私有制系数为0.227,这意味着,2007年净行业固定效应有20%的增长,私有制就会增加资产工业增加值率 $0.227*0.20=0.0454$,或2007年平均资产工业增加值率的15.9% (.286)。同样,在2006年,私有资产收益率模型系数为0.069,这意味着净行业固定效应有20%的增长,私有制就能提升资产收益率 $0.069*0.020=0.0138$,或2006年平均资产收益率的15.1% (.091); 2007年私有制系数为0.057,这意味着净行业固定效应有20%的增长,私有制就能提升资产收益率 $0.057*0.20=0.0114$,或2007年平均资产收益率的11.0% (.102)。

¹⁵ 为了表明私有制有助于资产工业增加值率和资产收益率增加,用2006年和2007年绩效差距比较如下: 私有制每增加20%,可以将2006年非国有和国有控股企业资产工业增加值率差距缩小47.5% (0.056),将2007年二者的资产工业增加值率差距缩小59.7% (0.076)。同样的私有制增加,仅能将2006年非国有和国有控股企业资产s收益率差距缩小20.9% (0.066),将2007年二者的资产收益率差距缩小20% (0.057)。同样的比较也适用于2004, 2005和2010年: 私有制的增加在缩小资产工业增加值率差距方面的作用远大于缩小资产收益率差距的作用。

¹⁶ Back, Aaron, “China’s Corporate Reform is Mixed Up,” *Wall Street Journal*, August 22, 2014, accessed at <http://online.wsj.com/articles/chinas-corporate-reform-is-mixed-up-heard-on-the-street-1408696605>.

¹⁷ Brandt, Loren, Van Biesebroeck, Johannes, and Zhang, Yifan, 2012. “Creative Accounting or Creative Destruction? Firm-level Productivity Growth in Chinese Manufacturing,” *Journal of Development Economics*, 97: 339-351. “Noteworthy is the sharp increase in the number of sample firms between 2003 and 2004. This can be attributed to the Industrial Census, and the identification of firms, largely private in ownership, that should have been in the sample in earlier years, but were left out because of a less-than-perfect business registry” (p. 341).

¹⁸ Delios, Andrew and Wu, Zhijian, 2005. “Legal Person Ownership, Diversification Strategy, and Firm Profitability in China,” *Journal of Management and Governance*, 9: 151-52.

¹⁹ 大多数年份的选择是国家控股、共同控股、私人控股、港澳台控股、外资控股等;首选项一直是国家控股。

²⁰ 见尾注13。

保尔森基金会《政策备忘录》简介

保尔森基金会《政策备忘录》收录的是内容详实、风格简洁的短文。每一期备忘录均由相关领域专家执笔，探讨的是与保尔森基金会工作目标相关的某一特定领域中的公共政策挑战。

保尔森基金会《政策备忘录》提供对政策挑战的背景介绍与分析，但是更重要的是为政府、企业和其他能够促成切实且积极的政策改变的对象提供现实、具体和可行的应对方案。

保尔森基金会《政策备忘录》的内容为作者个人观点。

保尔森基金会简介

保尔森基金会是由美国前任财政部长、高盛集团前董事长兼首席执行官亨利·M·保尔森先生于2011年创立设于芝加哥大学的一所独立的、非党派机构，其宗旨为促进全球经济的可持续发展与环境的保护。基金会恪守的理念是只要世界的主要国家能够通过优势互补开展合作，那么全球最紧迫的经济和环境挑战便可迎刃而解。

有鉴于此，保尔森基金会初期工作主要针对世界上最大的两大经济体、能源消费大国和碳排放大国，即美国和中国。如果中美两国能够相向而行，许多重大的经济和环境挑战便可通过更有效及更高效的方式得以解决。

我们的目标

具体而言，保尔森基金会的国际合作项目旨在实现以下三大目标：

- 促进能够创造就业的经济活动，包括中国对美投资；
- 支持城镇化发展，包括促进环保政策的优化；
- 培养在国际关注问题上的负责任的行政部门领导力与最佳商业实践。

我们的项目

保尔森基金会的项目旨在促进政府政策制定者、公司高管以及国际知名经济、商业、能源和环境的专家开展合作。我们既是智库也是“行动库”。我们促成现实世界经验的分享与务实解决方案的实施。

保尔森基金会的项目与倡议主要针对五大领域：可持续城镇化、跨境投资、行政部门领导力与创业精神、环境保护、政策外展与经济研究。基金会还为芝加哥大学的在校生提供实习机会，并与芝大合作，为来自世界各地的杰出的学者提供思想传播的平台。

© The Paulson Institute
All Rights Reserved

5711 South Woodlawn Avenue
Chicago, IL 60637
paulsoninstitute.org