

国有企业高管跨体制联结与混合所有制改革

——基于“国有企业向私营企业转让股权”的经验证据

□ 陈仕华 卢昌崇

东北财经大学工商管理学院 辽宁 大连 116023

所谓高管跨体制联结,是指因高管同时兼任国有企业和私营企业高管、董事或监事成员而在体制内(国有企业场域)和体制外(私营企业场域)形成的联结关系。这种高管跨体制联结关系在我国上市公司中极为普遍,以本文使用的国有上市公司样本为例,在全体样本中约有61.47%的样本存在高管跨体制联结关系,接近全体样本的2/3。从本质上讲,混合所有制改革的实质就是要打破国有企业与私营企业之间存在的体制障碍,进一步加强国有企业与私营企业之间的相互融合。那么,国有企业高管具有的这种跨体制联结关系是否会对国有企业混合所有制改革产生影响呢?

一、理论分析与研究假设

由于我国经济改革采取的是渐进式改革方式,即在原有计划经济体制中逐步引入市场化机制和要素,加之国有企业采取的“抓大放小、战略性调整”等一系列改革模式,使我国形成了目前由国有企业和私营企业两种体制并存的经济结构。国有企业是属于“体制内”的组织,拥有较强的“体制内”资源,享受财政资源调配的体制内倾斜优势;而私营企业是属于“体制外”的组织,拥有较强的“体制外”资源,其产权的确定性和硬预算约束使其对市场信号非常敏感。借鉴边燕杰等关于人际关系场域类型的界定,高管联结关系在体制内和体制外两种资源体系中呈现三种不同的联结类型:一种是体制内的高管联结关系,即国有企业与国有企业高管之间形成的联结关系,这种联结关系是体制内导向的,动用体制内资源的能力较强;一种是体制外的高管联结关系,即私营企业与私营企业高管之间形成的联结关系,这种联结关系是体制外导向的,动用体制外资源的能力较强;一种是跨体制的高管联结关系,即国有企业与私营企业高管之间形成的联结关系,由于这种联结关系跨越了国有企业和私营企业两种体制,是跨体制导向的,有能力动用两种不同体制的资源。

本文认为,国有企业高管拥有的跨体制联结关系更可能有助于国有企业向私营企业转让股权,其原因可能有以下三点。

一是,国有企业高管跨体制联结可以在相互联结企业之间直接传递交易信息,进而有助于国有企业将其股权转让给与其存在联结关系的私营企业。黄速建研究表明,由国有企业和私营企业之间的信息不对称带来的“道德风险”和“逆向选择”问题,是妨碍混合所有制改革顺利推进的关键所在。而将国有股权转让给私营企业,更需要国有企业与私营企业之间必须了解对方的真实情况。如果国有企业要将股权转让给私营企业,那么国有企业至少要了解私营企业的运营状况、财务状况和购买股权的真实意图等信息;私营企业也需要了解国有企业的资产状况、利润和现金流状况、担保或负债事项等信息。由于形成跨体制联结关系的高管同时在国有企业和私营企业任职,他们不仅能掌握双方企业的产品需求状况和市场发展态势等外围信息,还能掌握双方企业的真实管理能力和财务状况等内部信息,有助于加强国有企业和私营企业之间的相互了解。国有企业高管的跨体制联结关系可以在国有企业和私营企业之间搭建起类似于“结构洞”的信息渠道,这种信息渠道不仅可以传递一般化或普遍化的“显性信息”,还可以传递差异化或异质化的“隐性信息”,从而在一定程度上缓解国有企业与私营企业之间的信息不对称问题,进而有助于国有企业将其股权转让给与其存在联结关系的私营企业。

二是,国有企业高管跨体制联结通过改善国有企业对私营企业运行环境的理解,进而有助于国有企业将其股权转让给与联结的私营企业环境相似的私营企业。国有企业向私营企业转让股权过程充斥着高度不确定性,这一方面由于股权转让过程会涉及众多利益主体,比如股权转让双方的股东(大股东或小股东)、管理层、董事会、债权人、雇员等,如此多的利益主体随时可能让股权转让陷入各种风险

之中;另一方面,由于股权转让中的私权自治和国家强制的边界模糊,比如,《中华人民共和国公司法》除了规定股权转让的一般规则之外,还在第七十二条第四款规定,“公司章程对股权转让另有规定的,从其规定”,这也导致各家公司章程关于股权转让的规定五花八门,实践中股权转让的合同纠纷日益频繁。因此,要缓解国有企业向民营企业转让股权过程中的不确定性,国有企业除了需要透彻了解具体受让对象的详细情况外,还必须熟识民营企业的管理体制和运行规则。由于国有企业和民营企业属于不同的管理体制,其运行规则存在较大差异。比如,国有企业作为“体制内”企业,管理人员往往有“官气”,管理上有一定程度的官僚作风;而民营企业较多是家庭或家族企业,管理上往往有家长作风。如果要向国有股权转让给民营企业,高管必须深谙两种体制的运行规则。而深谙体制内运行规则的国有企业高管,如果其同时拥有跨体制联结关系,那么会有助于其熟悉民营企业所在的体制外的运行规则,因此会为国有企业向民营企业转让股权提供良好的环境信息。

三是,国有企业向民营企业转让股权时存在着意识形态障碍,高管跨体制联结关系可以为这种股权转让争取公平的交易环境,进而有助于促成国有企业向民营企业的股权转让。关于将国有股权转让给民营企业的意识形态障碍,在实践中存在一些更为形象的表述。比如,人们在讨论非国有资本参与国有企业的混合所有制改造时,经常用“玻璃门”、“旋转门”、“天花板”等一些词汇来表达政策允许非国有资本进入,但实际上难以操作的现象。因此,有些国有资本垄断或行政垄断的行业,尽管非国有企业愿意进入,但还没有真正放开进入的大门。此外,由于自20世纪90年代以来,我国国有企业改革存在广受诟病的国有资产流失问题,因此,在我国国有企业改革的特殊制度背景下,国有企业高管会对将国有股权转让给民营企业非常谨慎,唯恐被人扣上“国有资产流失”的帽子。在这种情况下,国有企业高管为了避免因低价转让而被别人扣上“国有资产流失”的帽子,并且向“不知情”的外人传递出不存在国有资产流失的问题,可能会索要相对较高的转让价格,但由于实际转让价格高于市场上的真实价格从而妨碍国有股权转让的顺利进行。本文认为,相对于没有高管跨体制联结的情况,当国有企业高管拥有跨体制联结联系时,其同时会考虑民营企业的利益问题,虽然不一定会以低于市场价格进行交易,但是至少可以降低意识形态的阻碍,使转让价格回归到市场上合理的价格,进而有助于国有企业将其股权转让给民营企业。

综上,国有企业高管跨体制联结可以在相互联

结企业之间直接传递交易信息,改善国有企业对民营企业运行环境的理解,并降低国有股权向民营企业转让中的意识形态障碍,从而促进国有企业将其股权转让给民营企业。因此,本文拟检验如下研究假设:与国有企业高管没有跨体制联结关系的情况相比,当国有企业高管拥有跨体制联结关系时,其向民营企业转让股权的可能性较大。

二、实证结果与分析

高管跨体制联结与国有企业向民营企业转让股权的回归结果表明:国有股比例(Share_state)变量的回归系数显著为负,说明国有企业的国有股比例越高,向民营企业转让股权的可能性越低。控制权变更(Control)变量的回归系数显著为负,说明如果国有企业股权转让影响到公司控制权变更,那么其向民营企业转让股权的可能性较低。企业规模(size)变量的回归系数显著为负,说明国有企业规模越大,其向民营企业转让股权的可能性越低。企业绩效(Roa)变量的回归系数显著为负,说明国有企业的企业绩效越差,向民营企业转让股权的可能性越高。H股或B股(HB)变量的回归系数显著为负,说明如果国有企业同时发行H股或B股时,其向民营企业转让股权的可能性较低。管制性行业(Regulation)变量的回归系数显著为负,说明如果国有企业属于管制性行业,向民营企业转让股权的可能性较低。

将CST(高管跨体制联结)变量引入基准模型,结果表明,CST变量的回归系数显著为正,说明与国有企业高管没有跨体制联结的情况相比,当国有企业高管拥有跨体制联结关系时,其向民营企业转让国有股权的可能性较大。这与前文假设预测的结果相一致。

进一步测试表明,内部高管跨体制联结对国有企业向民营企业转让股权有显著正向影响,而外部高管跨体制联结对国有企业向民营企业转让股权没有显著影响。在内部高管跨体制联结对国有企业向民营企业转让股权的影响中,部分高管跨体制联结发挥了显著作用,而全部高管跨体制联结没有发挥显著作用。在国有企业向民营企业转让股权事件中,高管跨体制联结对没有发生公司控制权变更的股权转让事件的影响更为显著。如果股权转让导致了国有企业公司控制权的变更,国有企业高管在这种情况下的决策会非常谨慎,高管跨体制联结关系在这种情况下发挥的作用会较为有限,同时不管是管制性行业还是非管制性行业中的国有企业股权转让,高管跨体制联结都发挥显著的促进作用。与非管制性行业的国有企业相比,管制性行业国有企业的高管跨体制联结关系对国有企业向民营企业转让

股权的正向影响较强。

国有企业高管跨体制联结对国有股权向民营企业转让的影响主要是通过传递信息和缓解意识形态障碍两种机制发挥作用。在信息传递机制中,高管跨体制联结主要通过传递“交易信息”和“环境信息”促成国有企业向民营企业转让股权。此外,高管跨体制联结通过有效缓解国有企业向民营企业转让股权中的意识形态障碍,为股权转让交易提供公平交易环境,从而促成国有企业向民营企业的股权转让。本文通过以下方法进一步验证上述两种影响机制。

(一)关于信息传递机制的进一步探讨:基于“交易信息”和“环境信息”的考察

本文通过检验存在高管联结关系的两家公司之间是否更可能发生股权转让,并以此来验证高管跨体制联结关系通过传递交易信息进而促成国有企业向民营企业转让股权。为了验证高管跨体制联结是否通过改善环境信息进而促成国有企业向民营企业转让股权,本文从行业层面构造一个国有企业高管跨体制联结关系的环境信息变量(CST_industry),即在由国有企业高管形成的联结关系中,是否存在与股权增持方相同行业的联结关系,是为1,否为0。其中,模型1给出CST_industry变量的回归结果,发现CST_industry变量的回归系数显著为正,说明国有企业高管联结关系的行业环境信息对国有企业向民营企业转让股权有显著的正向影响。模型2给出CST变量的回归结果,发现CST变量的回归系数显著为正,说明高管跨体制联结关系对国有企业向民营企业转让股权有显著正向影响。模型3将CST变量和CST_industry变量同时放入模型,发现两个变量均显著为正,但是CST变量的回归系数由原来的0.187降至0.135,说明高管跨体制联结关系在一定程度上通过改善行业环境信息进而促成国有企业向民营企业转让股权。

(二)高管跨体制联结缓解意识形态障碍:基于股权转让溢价的考察

基准模型给出了控制变量与股权转让溢价的回归结果表明,股权转让比例(Ratio)变量的回归系数显著为正,说明股权转让比例越大,股权转让溢价越高;国有股比例(share_state)变量的回归系数显著为正,说明国企的国有股比例越高,股权转让溢价也会越高;终极控制人性质(Type)变量的回归系数显著为负,说明企业终极控制人级别越低,其股权转让溢价水平越高;H股或B股(HB)变量的回归系数显著为负,说明如果公司同时发行H股或B股,则其股权转让溢价会相对较低;市场化进程(Market)变量的回归系数显著为正,说明企业所处地区的市场化程度越高,其股权转让溢价水平也就越高。

模型1将国有企业向民营企业转让股权变量(Share_private)引入基准模型,该变量的回归系数显著为正,说明与将国有股权转让给其他国有企业相比,国有企业将国有股权转让给民营企业时,股权转让溢价水平会相对较高。这一回归结果可能意味着,国有企业混合所有制改革过程中可能存在着意识形态的障碍,即国有企业高管可能担心因推进混合所有制改革而背上国有资产流失的罪名,因此在将国有股权转让给民营企业时倾向于索要相对较高的转让价格。实际上,国有企业高管是混合所有制改革的执行主体,如果这个执行主体主观意愿不强,那么会严重阻碍国有企业混合所有制改革的进程。

模型2将国有企业高管跨体制联结变量(CST)引入基准模型,该变量的回归系数虽然为负,但未能达到10%的显著性水平,说明国有企业高管的跨体制联结对股权转让溢价并无显著的负向影响。

模型3将国有企业向民营企业转让股权变量与高管跨体制联结变量的交互项(Share_Private×CST)引入模型,回归结果表明,该交互项变量的回归系数显著为负,说明与高管没有跨体制联结的情况相比,当国有企业高管拥有跨体制联结关系时,将国有股权转让给民营企业时索要的较高股权转让溢价会有显著降低。

上述结果意味着,高管跨体制联结对国有股权转让溢价并无直接影响,而对国有企业向民营企业转让股权索要较高溢价有显著的抑制作用。结合模型2的回归结果可知,将国有股权转让给民营企业索要较高的转让溢价,是因意识形态障碍所致。而高管跨体制联结关系降低了由意识形态导致的虚高股权转让溢价,使其转让溢价回归到合理的市场价格水平,进而促成了国有企业向民营企业转让股权。因此,高管跨体制联结关系促成的混合所有制改革,是将虚高的畸形价格回归到合理的市场价格水平,并没有以明显低于市场价格的私利方式来促成混合所有制改革。

三、结论

与国有企业高管没有跨体制联结关系的情况相比,当国有企业高管拥有跨体制联结关系时,国有企业向民营企业转让股权的可能性较大;当跨体制联结关系由非独立董事(不包括仅在一方公司担任独立董事的情况)形成,对于发生在管制性行业和不影响公司控制权变更的股权转让,高管跨体制联结对国有企业向民营企业转让股权的正向影响较强。本文进一步研究发现,国有企业高管跨体制联结主要通过传递交易信息和环境信息,缓解意识形态障碍等机制影响国有股权向民营企业转让。

■ 《管理世界》2017年第5期,约18500字