

恒产者恒心：“原罪”嫌疑、产权保护与民营企业绩效

唐 松 温德尔 叶芷薇*

摘 要 本文从产权保护视角考察民营企业家“原罪”嫌疑对其所经营企业绩效的影响。研究发现：与创业型企业相比，国有转制型民营企业的绩效显著较差；这一现象在产权保护较差地区更为明显。在“郎顾之争”事件中，国有转制型企业的市场反应显著差于创业型企业；而当最高人民法院宣布再审三起重大产权案件时，其市场反应则显著更好；《物权法》施行后，两类企业绩效差异显著缩小；此外，国有转制型企业更多地通过关联交易转移资源且创新投入较少。

关键词 民营企业家“原罪”嫌疑，产权保护，企业绩效

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2020.02.11

一、引 言

在我国民营企业蓬勃发展的同时，民营企业家群体也时常面临“原罪”问题的困扰。不少民营企业家由于所谓的“原罪”而引致其个人和财产面临潜在的法律安全风险。这成为制约企业家精神发挥和民营企业发展的一个重要障碍。2016年5月《人民日报》刊发的文章指出：“现在最关键的是通过保护产权……使企业家既有‘恒产’又有‘恒心’。……不要盲目翻旧账，使创业者有安全感”。¹此后，中央相继出台了一系列强化产权保护的政策举措。²良好的产权保护可以使产权所有者形成稳定预期，最大化其产权价值。因此，深入探讨民营企业家“原罪”嫌疑所引起的产权保护弱化对企业经营绩效的影响，在当前切实加强民营企业家产权保护的背景下具有重要意义。

* 唐松，上海财经大学会计学院、会计与财务研究院；温德尔，中国光大集团股份公司财务管理部；叶芷薇，上海财经大学会计学院。通信作者及地址：唐松，上海市杨浦区武川路111号上海财经大学会计学院336室，200433；电话：(021) 65904842；E-mail: tangsong@mail.shufe.edu.cn。本文得到国家自然科学基金面上项目(71372042, 71772114)以及教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(18JJD790010)的资助。作者感谢匿名审稿人及主编的宝贵意见和建议。文责自负。

¹ 龚雯、许志峰、吴秋余，“开局首季问大势——权威人士谈当前中国经济”，《人民日报》，2016年5月9日第01—02版。

² 如2016年11月发布了《关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》，以及2017年9月发布了《关于营造企业家健康成长环境弘扬优秀企业家精神更好发挥企业家作用的意见》等。

在我国市场经济发展早期,曾涌现出一波国有企业私有化浪潮。在当时的特殊背景下,国有产权转让过程往往不透明或缺乏必要监督,客观上出现了不少国有资产流失的问题。外界因而对私有化过程充满质疑,涉及转制的企业家不管是否存在侵占国有资产问题,都容易被贴上“不义而富”的标签。著名的“郎顾之争”事件就曾因此激起社会各界对民营企业家“原罪”问题的大论战,最终民营企业家顾维军获刑入狱并被剥夺产权。可见,对民营企业家“原罪”的质疑,可能使其产权面临较高的侵占甚至剥夺风险(Frye, 2006)。

追溯产权的初始获取方式,我国的民营企业大致上可分为“创业型民营企业”和“国有转制型民营企业”两类。对于后者,公有资产私有化过程是相关民营企业家财富原始积累的重要一步。因而这类企业家往往更容易被外界认为具有“原罪”而被质疑,并使其产权保护面临潜在威胁。产权理论指出,若产权得不到有效保护,则不会被最有效地使用,其价值将会下降(Demsetz, 1964)。因此,我们预期,对于国有转制型民营企业的企业家而言,其最有效地经营企业的激励将被削弱,从而使得企业的经济绩效较差。

以 2003—2012 年间初始上市时即为民营的企业为样本,本文对上述理论预期进行了实证检验。研究发现,国有转制型民营企业的绩效显著差于创业型民营企业,且这一现象在产权保护较差的地区更为显著。进一步地,在“郎顾之争”事件中,国有转制型企业的市场反应显著为负且差于创业型企业;而在 2017 年年末最高人民法院宣布再审三起重大产权案件时,其市场反应为正且显著高于创业型民营企业。此外,在《物权法》颁布后,两类企业之间的绩效差异显著缩小。最后,本文还发现,为降低产权保护弱化带来的风险,国有转制型企业更多地通过关联交易转移资源且创新投入较少。总之,本文实证结果表明,因“原罪”嫌疑引起的产权保护弱化对民营企业经济绩效有重要的负面影响。

本文的研究贡献有以下几个方面:

首先,对于民营企业家“原罪”这一备受社会关注且极富争议的话题,目前学术界仅有叶青等(2012)、唐松等(2017)等极少数文献进行了研究。本文理论分析并实证检验了“原罪”嫌疑所引起的产权保护弱化如何影响民营企业的经营绩效,有助于加深对民营企业家“原罪”问题的理解,同时对产权保护影响公司价值的跨国研究文献做出了有益补充(如 Durnev and Fauver, 2011; Durnev and Guriev, 2011; Durnev *et al.*, 2009)。

其次,本文发现国有转制型和创业型民营企业的经济绩效存在显著差异,并深入分析了其原因,丰富和拓展了唐松等(2017)关于两类企业会计信息质量差异的研究,有助于进一步了解民营企业内部不同类型的差异。

最后,本文具有较强的现实意义。加强产权保护,既要保护公有产权,也要保护私有产权,这是我国社会主义初级阶段的突出特征和重要要求,也

是宪法中的明文规定。然而，在经济发展过程中，由于部分地方的执政者在一定时间阶段的政策倾向变动，产权保护在实践中可能出现波动，有时可能忽略公有产权保护，而更多时候则可能不重视私有产权的保护。本文的研究结论表明加强私有产权保护对于发扬企业家精神、提高民营企业经济绩效有重要作用。这为当前中央出台的一系列加强民营企业企业家产权保护的政策提供了经验证据支持和参考。

二、制度背景、理论分析与研究假说

（一）关于民营企业“原罪”问题的争议

所谓“原罪”，是指许多人认为民营企业家在财富原始积累过程中，存在着诸多不规范甚至不合法的问题。“胡润百富榜”“福布斯中国富豪榜”等财富排行榜单将上榜企业家的巨额财富公之于众，极大地吸引了社会公众的眼球，并曾引发外界对企业家原始财富积累方式合法性的追问和质疑。部分上榜企业家的“原罪”问题随之浮出水面，一些富豪最终落马（王磊，2006；魏和平，2006；杨秀伟，2007）。在一些著名企业家陨落的同时，往往牵连出一批与之密切关联的政府官员以及巨额的政商利益输送，进一步加剧了公众对“原罪”问题的关注及质疑。

在公众普遍质疑的同时，有人认为，应当把民营企业在创业初期的不规范行为放在特定历史背景下客观看待，给予民营经济最大程度的宽容和理解；也有人认为，民营企业家“原罪”是一个伪命题，不能简单地将其发展初期的一些不规范行为笼统地称为“原罪”。

可见，民营企业家“原罪”是一个较为复杂的问题。众所周知，我国民营企业是伴随着改革开放和经济转型而出现并逐步发展壮大的，而转型过程通常涉及“破旧立新”的制度变革和重建，往往无法一蹴而就（North, 1990；Williamson, 2000）。从事后看，民营企业家在新规则和制度确立之前的部分行为方式可能不合乎规范。然而，制度变迁的滞后性难以满足企业发展的现实需要这一客观状况催生出的这批颇具中国特色的“制度企业家”阶层（Li *et al.*, 2006），通过各式各样的制度创新突破旧体制的重重障碍，实现了企业的发展和成功，其个体层面的制度创新活动推动了更大范围的制度变革并最终促进了长期经济增长（Li *et al.*, 2006；Xu, 2011）。当然，不可否认，在民营企业发展初期，由于相关法律法规不健全或执行不善，以及部分企业家逐利的强烈欲望，现实中确实存在不合乎商业道德的行为，甚至涉及偷税漏税、侵吞国有资产等违法行为（Shleifer, 2004；Cai and Liu, 2009；Cai *et al.*, 2011）。这些问题交织在一起，成为中国许多民营企业身上鲜明的“烙印”，亦是公众所诟病的“原罪”问题之源泉。

(二) “原罪” 嫌疑、产权保护与民营企业绩效

如上所述, 民营企业家“原罪”是一个充满争议的话题, 公众对此的广泛关注以及“仇富”的负面情绪, 极易引发社会性事件甚至危机, 并使相关民营企业卷入政治过程中。同时, “原罪”问题的复杂性和模糊性使得外界很难准确分辨, 导致许多社会公众对民营企业原始财富积累过程往往存在怀疑, 以及不认可其正当性和合法性。只要民营企业家被认为具有“原罪”嫌疑, 哪怕其并没有真正的“原罪”, 都有可能受到牵连。在社会舆论压力或一定时间阶段的政策倾向之下, 官员很可能忽略对私有产权的保护, 对涉及的企业家实施严格调查, 对其“原罪”进行清算, 甚至剥夺其产权。例如在著名的“郎顾之争”事件中, 原格林柯尔系实际控制人顾维军被指廉价获取国有资产, 饱受外界质疑, 最终获刑入狱, 并被强制出让其所拥有的全部股权。此外, 在一些地区, 甚至存在某些贪腐官员为了自身牟利而假借“原罪”之名侵犯民营企业家产权的情况。可见, “原罪”问题使民营企业家的产权面临很大的潜在威胁。

产权, 即个人使用资源的权利, 是为了防止他人违背权利人意愿使用资源而设定的一种保护机制, 它界定了人们在经济活动中如何受益, 如何受损, 以及如何进行补偿以修正其行为后果等, 其重要性在于能够帮助人们形成与他人进行经济交易的预期, 引导激励机制的产生, 实现外部性较大程度地内在化, 从而促进该项资源使用效率的提升。任何交易的实质都是产权的交换, 而被交换产权的价值很大程度上取决于其内含的对资源的行动权, 以及这些权利在经济活动中如何得到保障和执行, 即产权保护 (Demsetz, 1964, 1967)。当产权面临被剥夺的威胁时, 产权所有者的交易预期以及经营激励将会发生下降。Frye (2006) 指出, 政府可以通过管制或再国有化等方式实现产权的重新分配而改变产权的归属。事前考虑到政府这种可能的机会主义行为, 将使民营企业家缺乏安全感和稳定预期, 导致其激励不足 (Perotti, 1995; 姚洋和支兆华, 2000), 其产权将不会被最有效地使用。例如: 企业家可能倾向于放弃长远利益而追求短期利益 (Kapeliushnikov *et al.*, 2013)、减少创新 (Mauro, 1995; Claessens and Laeven, 2003; Johnson *et al.*, 2002) 或扭曲融资结构和投资决策 (Clarke, 2001; Cull and Xu, 2005) 等。

唐松等 (2017) 通过追溯我国民营企业产权的初始形成方式, 将其划分为“创业型民营企业”和“国有转制型民营企业”两类, 并指出国有转制型企业相对面临更大的“原罪”嫌疑。这为本文研究提供了一个良好的视角。在我国转型经济背景下, 尤其是早期国有企业产权改革过程中, 为了快速实现民营化, 使得当时许多产权转让过程很不透明, 缺乏必要和有效的监督, 往往涉及政商利益纠葛 (杜兴强等, 2010), 有些甚至逾越法律边界, 导致大量国有资产流失问题 (郎咸平, 2011)。尽管国有转制型企业转制之后的产权

在形式上与创业型企业并无差异，但由于其经历了“公有”到“民营”的私有化改制过程，往往更可能存在所谓的“原罪”问题，也更容易被外界认为具有“原罪”嫌疑（唐松等，2017）。根据上述分析，国有转制型民营企业将面临更大的产权保护威胁，因而相关民营企业家最大化其产权价值的动机将被削弱并最终损害企业绩效。据此，我们提出以下研究假说1：

假说1：在其他条件相同的情况下，与创业型民营企业相比，国有转制型民营企业的绩效显著较差。

“原罪”嫌疑导致的产权保护威胁与企业所处的外部制度环境密切相关。在产权保护较差的地区，民营企业更可能被国有化（李文贵和余明桂，2017），即企业家产权面临着更大的威胁。在这些地区，具有较高“原罪”嫌疑的国有转制型企业，一旦陷入政治过程，就更可能受到某些政府官员的干预和“清算”，其最大化产权价值的长期激励将被更大程度地削弱，企业绩效因而更差。据此，本文提出研究假说2：

假说2：在产权保护较差的地区，国有转制型民营企业绩效低于创业型民营企业绩效的现象更显著。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

本文选取2003—2012年间首次上市时实际控制人即为个人或家族的941家民营企业作为研究样本。³参照唐松等（2017），本文根据样本公司招股说明书中发行人历史沿革及实际控制人基本情况的描述，将其划分为由国有、集体或全民所有制企业经管理层收购或股权转让等方式私有化而形成的“国有转制型民营企业”，以及由自然人或其控制公司出资成立，或自然人实际出资但挂靠集体，后经产权界定已明确资产为私人所有的“创业型民营企业”两类。

如表1所示，样本公司中有215家国有转制型企业（22.85%），以及726家创业型企业（77.15%）。本文收集了样本公司从上市截止到2013年的数据，剔除相关变量缺失值以及上市当年观测值后，最终得到3122个样本观测值。其中，国有转制型企业857个（27.45%），创业型企业2265个（72.55%）。在下文的实证检验中，除非特别说明，检验样本即为这3122家公司一年度观测值构成的混合数据集。

³ 我国上市公司从2003年开始才被要求在招股说明书中披露实际控制人信息。

表1 样本公司及观测值构成

	样本公司		样本观测值	
	数量	比例	数量	比例
国有转制型民营企业	215	22.85%	857	27.45%
创业型民营企业	726	77.15%	2 265	72.55%
合计	941	100.00%	3 122	100.00%

本文用以区分两类民营企业的数据根据招股说明书手工收集整理而得,研发费用数据来自 Wind 数据库,公司财务以及个股交易数据来自 CSMAR 数据库。各省人均 GDP、城镇人口数据来自《中国统计年鉴》;各省各产业的就业人数、劳动者受教育年限以及研究与试验发展内部经费支出分别来自《中国城市统计年鉴》《中国劳动统计年鉴》和《中国科技统计年鉴》。

(二) 模型设定和变量定义

参考现有文献,本文构建如下模型(1)进行 OLS 回归检验研究假说 1:

$$\begin{aligned}
 \text{Tobin's } Q_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \times PRP_i + \beta_2 \times Lshr1_{i,t} + \beta_3 \times SEP_{i,t} + \beta_4 \times \\
 & INDBD_{i,t} + \beta_5 \times Lev_{i,t} + \beta_6 \times Size_{i,t} + \beta_7 \times Growth_{i,t} + \beta_8 \times \\
 & GDP\ Growth_{k,t} + \beta_9 \times UP_{k,t} + \beta_{10} \times IA_{k,t} + \beta_{11} \times IA^2_{k,t} + \beta_{12} \times \\
 & HR_{k,t} + \beta_{13} \times TE_{k,t} + \sum YEAR + \sum IND + \epsilon_{i,t},
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

其中,下标 i 表示公司, t 表示年度, k 表示公司所属地区。

因变量 Tobin's $Q_{i,t}$ 表示公司的市场价值,定义为公司流通股市值、非流通股(或限售股)对应的净资产账面价值以及负债账面价值之和除以总资产账面价值。

$PRP_{i,t}$ 是用以区分两类民营企业的哑变量,国有转制型民营企业赋值为 1,创业型民营企业赋值为 0。其系数 β_1 表示两类企业之间的市场价值差异。根据假说 1,预期 β_1 为负。

参考白重恩等(2005)、蒲自立和刘芍佳(2004)和王跃堂等(2006),模型(1)中公司层面控制变量包括:①资产负债率(Lev),定义为总负债除以总资产;②公司规模($Size$),定义为公司总资产(单位:百万元)的自然对数;③成长性($Growth$),定义为营业收入的年度增长率;④第一大股东持股比例($Lshr1$);⑤董事长、CEO 两职分离哑变量(SEP),若企业董事长与 CEO 由不同人担任,则赋值为 1,否则赋值为 0;⑥独立董事比例($INDBD$),定义为独立董事人数占董事会总人数的比例。

根据吴超鹏和唐菂(2016)、杨仁发(2013)、孙浦阳等(2012)、范剑勇等(2014)、李亚玲和汪戎(2006)以及郭韬等(2017),模型(1)中公司所

在地区层面的控制变量包括：①人均GDP增长率 (*GDP Growth*)；②城镇人口占该省总人口比重 (*UP*)；③所属产业的地区集聚水平 (*IA*) 及其平方项 (IA^2)，具体计算公式为： $IA = (e_{ir} / \sum_r e_{ir}) / (\sum_i e_{ir} / \sum_i \sum_r e_{ir})$ ， e_{ir} 表示 i 地区 r 产业的就业人数；④人力资本平均存量 (*HR*)，其计算公式为： $HR = (\text{大专及以上文化程度人数} \times 15 + \text{高中文化程度人数} \times 11 + \text{初中文化程度人数} \times 8 + \text{小学文化程度人数} \times 5 + \text{文盲半文盲人数} \times 1) / \text{不同层次受教育人数总和}$ ；⑤技术水平 (*TE*)，定义为各省份研究与试验发展内部经费支出 (百万元) 除以该省 GDP (亿元)。

此外，我们还控制了年份和行业固定效应。

为了检验假说 2，参照 Berkowitz *et al.* (2015)、李文贵和余明桂 (2017)，本文使用樊纲等 (2011) 编制的中国各地区市场化指数中“减轻企业的税外负担” (*TB*) 这一指数衡量地区产权保护程度⁴，并采取以下两种方法进行实证检验：

其一，根据上市公司注册地，以各省份 *TB* 指数的中位数为基准，将样本划分为产权保护较差的地区 (*TB* 指数低于中位数) 和产权保护较好的地区 (*TB* 指数高于中位数) 两组进行分组检验。

其二，定义哑变量 *ITB* 来标识地区产权保护程度，若公司所在省份 *TB* 指数小于当年所有省份 *TB* 指数的中位数则赋值为 1，否则赋值为 0。在模型 (1) 中加入 *ITB* 以及 *PRP* 与 *ITB* 的交乘项两个变量，得到如下模型 (2) 进行 OLS 回归：

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \times PRP_i + \beta_2 \times ITB_{i,t} + \beta_3 \times PRP_i \times ITB_{i,t} + \\ & \beta_4 \times Lshr1_{i,t} + \beta_5 \times SEP_{i,t} + \beta_6 \times INDBD_{i,t} + \beta_7 \times Lev_{i,t} + \\ & \beta_8 \times Size_{i,t} + \beta_9 \times Growth_{i,t} + \beta_{10} \times GDP\ Growth_{k,t} + \\ & \beta_{11} \times UP_{k,t} + \beta_{12} \times IA_{k,t} + \beta_{13} \times IA^2_{k,t} + \beta_{14} \times HR_{k,t} + \\ & \beta_{15} \times TE_{k,t} + \sum YEAR + \sum IND + \epsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (2)$$

四、实证检验结果与分析

(一) 描述性统计和单变量检验的结果

为避免极端值影响，本文对连续型变量进行了 1% 的缩尾处理。表 2 描述性统计显示，公司 *Tobin's Q* 的均值为 1.990，标准差为 1.090，表明不同公司一年观测值之间的经济绩效存在较大差异，以此指标检验两类企业的绩效差异具有较好的检测效力。

⁴ 该指数截止到 2009 年。采用与相关文献一致的做法，本文假设 2009 年之后各省份该指数的值分别与 2009 年相同。

表2 主要变量描述性统计

变量	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Tobin's Q</i>	3 122	1.990	1.640	1.090	1.005	7.429
<i>PRP</i>	3 122	0.275	0.000	0.446	0.000	1.000
<i>Lshr1</i>	3 122	0.350	0.337	0.136	0.090	0.675
<i>SEP</i>	3 122	0.618	1.000	0.486	0.000	1.000
<i>INDBD</i>	3 122	0.372	0.333	0.052	0.333	0.571
<i>Lev</i>	3 122	0.341	0.319	0.192	0.031	0.819
<i>SIZE</i>	3 122	7.407	7.303	0.804	5.847	9.831
<i>Growth</i>	3 122	0.204	0.164	0.301	-0.418	1.459
<i>GDP Growth</i>	3 122	0.116	0.103	0.047	0.001	0.370
<i>UP</i>	3 122	0.617	0.630	0.127	0.227	0.896
<i>IA</i>	3 122	1.081	1.099	0.299	0.144	7.799
<i>IA²</i>	3 122	1.258	1.208	1.536	0.021	60.817
<i>HR</i>	3 122	9.001	8.955	1.097	4.900	12.317
<i>TE</i>	3 122	2.144	1.965	1.169	0.255	5.985

表3给出了单变量检验结果。其中,无论均值或中位数,国有转制型企业($PRP=1$)的*Tobin's Q*均在1%水平下显著低于创业型企业($PRP=0$)(t 值为-3.44, Z 值为-4.71),初步验证了假说1。

表3 单变量检验结果

	<i>PRP=1</i>		<i>PRP=0</i>		差异检验	
	均值	中位数	均值	中位数	t 值	Z 值
<i>Tobin's Q</i>	1.881	1.546	2.031	1.685	-3.44***	-4.71***

注:均值差异采用 t 检验,中位数差异采用wilcoxon秩和检验。***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上统计显著。

(二) 多元回归结果

表4报告了模型(1)的回归结果。其中, PRP 的系数在1%的水平上显著为负,表明在控制其他因素的情况下,相比于创业型民营企业,国有转制型民营企业的绩效显著较差,支持了假说1。

表4 “原罪”嫌疑与企业绩效的回归结果(假说1检验结果)

<i>Variables</i>	<i>Tobin's Q</i>	t 值
<i>PRP</i>	-0.121***	-3.246
<i>Lshr1</i>	-0.460***	-3.513

(续表)

<i>Variables</i>	<i>Tobin's Q</i>	<i>t</i> 值
<i>SEP</i>	0.083**	2.343
<i>INDBD</i>	0.427	1.306
<i>Lev</i>	-0.186	-1.221
<i>Size</i>	-0.277***	-8.567
<i>Growth</i>	0.551***	7.940
<i>GDP Growth</i>	2.288***	2.588
<i>UP</i>	0.531	1.621
<i>IA</i>	-0.275**	-2.537
<i>IA</i> ²	0.018	1.254
<i>HR</i>	0.073	1.273
<i>TE</i>	-0.033	-0.733
<i>Constant</i>	2.055***	3.965
<i>Year&Industry</i>	是	
<i>N</i>	3 122	
<i>Adjusted R</i> ²	0.289	

注：表中报告的是稳健的 *t* 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上统计显著。

接下来，我们考察在不同产权保护程度的地区，两类企业的经济绩效差异是否不同。表 5 第 (1) 列中 *PRP* 的系数在 1% 水平下显著为负，而第 (2) 列中 *PRP* 的系数不显著。表明在产权保护较差的地区，国有转制型企业的绩效显著差于创业型企业；而在产权保护较好的地区，两类企业的绩效并没有显著差异。此外，表 5 第 (3) 列显示，交乘项 *PRP* × *ITB* 的系数在 1% 水平下显著为负，进一步说明相比于产权保护好的地区，产权保护较差地区的国有转制型企业绩效低于创业型企业的现象更显著。总之，表 5 的结果支持了假说 2。

表 5 地区产权保护程度、“原罪”嫌疑与企业绩效的回归结果（假说 2 检验结果）

<i>Variables</i>	分组回归		全样本
	产权保护较差的地区 (1)	产权保护较好的地区 (2)	(3)
<i>PRP</i>	-0.235*** (-3.906)	0.012 (0.240)	-0.032 (-0.665)
<i>PRP</i> × <i>ITB</i>			-0.193*** (-2.641)
<i>ITB</i>			0.004 (0.073)

(续表)

Variables	分组回归		全样本
	产权保护较差的地区 (1)	产权保护较好的地区 (2)	(3)
<i>Lshr1</i>	-0.382* (-1.855)	-0.387** (-2.321)	-0.425*** (-3.238)
<i>SEP</i>	0.079 (1.415)	0.069 (1.565)	0.078** (2.189)
<i>INDBD</i>	-0.164 (-0.287)	0.678* (1.755)	0.403 (1.239)
<i>Lev</i>	0.600** (2.225)	-0.694*** (-4.401)	-0.187 (-1.229)
<i>Size</i>	-0.420*** (-6.830)	-0.192*** (-5.673)	-0.278*** (-8.574)
<i>Growth</i>	0.602*** (4.190)	0.521*** (7.181)	0.551*** (7.932)
<i>GDP Growth</i>	1.841 (1.307)	2.345* (1.772)	2.603*** (2.817)
<i>UP</i>	0.162 (0.240)	0.604 (1.367)	0.460 (1.363)
<i>IA</i>	-1.826** (-2.549)	-0.203* (-1.679)	-0.277** (-2.547)
<i>IA²</i>	0.610** (2.273)	0.009 (0.586)	0.017 (1.224)
<i>HR</i>	-0.060 (-0.527)	0.067 (0.893)	0.074 (1.296)
<i>TE</i>	-0.090 (-0.825)	-0.033 (-0.593)	-0.024 (-0.523)
<i>Constant</i>	4.653*** (4.423)	1.335** (2.037)	2.060*** (3.984)
<i>Year&Industry</i>	是	是	是
<i>N</i>	1 072	2 050	3 122
<i>Adjusted R²</i>	0.326	0.295	0.291

注：括号内是稳健的 *t* 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上统计显著。

(三) 内生性问题

企业产权的初始形成方式可能是内生的，即只有具有某些特征的企业才会由国有改制形成。为此，我们采用倾向得分匹配法（PSM）来缓解两类民营企业本身可能存在系统性差异对本文结论的潜在影响。

参照唐松等（2017），我们根据企业所在地区的政府财政赤字率、失业率水平、所属行业竞争度、企业存续时间、初始注册成立时的注册资本、民营企业家的政府工作背景、年龄以及性别等变量估计样本企业属于国有改制型企业的倾向得分⁵，并采用卡尺内最邻近匹配法（卡尺 $\epsilon=0.01$ ）为国有改制型企业寻找配对样本⁶。最终，共有155家国有改制型企业配对成功，配对成功率为72.09%。并且，经过匹配后，实验样本（国有改制型民营企业）与对照样本（创业型民营企业）所有变量的平衡偏差率均在10%以内，且 t 检验均没有显著差异，表明PSM配对良好。表6列示了基于PSM配对样本的回归结果，主要变量的回归系数符号与前文一致，且均在1%水平下显著，说明在采用PSM方法缓解内生性问题的影响后，本文的研究结论仍然成立。

表6 基于PSM配对样本的回归结果

Variables	假说1 检验结果		假说2 检验结果	
	(1)	产权保护较差的地区 (2)	产权保护较好的地区 (3)	全样本 (4)
PRP	-0.228*** (-3.870)	-0.319*** (-2.774)	-0.103 (-1.483)	-0.088 (-1.250)
PRP×ITB				-0.343*** (-2.723)
ITB				-0.004 (-0.033)
其他控制变量	是	是	是	是
Year & industry	是	是	是	是
N	1 130	465	665	1 130
Adjusted R ²	0.339	0.360	0.383	0.346

注：表中结果包括其他控制变量（同表4和表5）和截距项，为节省篇幅未报告；括号内是稳健的 t 值，***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上统计显著。

⁵ 为了保证上述变量外生于产权初始形成方式，我们采取1994年作为时间节点对涉及时间因素的变量进行计量。

⁶ 为了保证配对方法的可靠性，我们还尝试了0.25倍标准差卡尺匹配、马氏距离匹配、核匹配和样条匹配等。根据上述不同匹配方法得到的样本进行回归的结果均类似。

五、进一步分析

本文的核心逻辑在于国有转制型企业因较高的“原罪”嫌疑而面临较大的产权保护威胁,从而导致其绩效较差。本部分将从三个方面进一步强化此逻辑:首先,考察“郎顾之争”事件中,国有转制型企业在顾维军被捕后的市场反应是否显著更差,以佐证国有转制型企业确实具有较高的“原罪”嫌疑而面临更高的产权保护威胁。其次,选取《物权法》颁布以及最高人民法院宣布再审三起重大产权案件这两个加强产权保护的重要事件,考察加强产权保护是否提高了国有转制型企业的绩效,从反面表明产权保护弱化是“原罪”嫌疑较高的企业绩效较差的重要原因。最后,从关联交易和创新投入的角度,考察产权保护影响国有转制型企业绩效的具体机制。

(一)“郎顾之争”事件研究

2004年,香港中文大学郎咸平教授在一次演讲中指责科龙集团实际控制人顾维军通过制造公司亏损假象,压低收购价格,侵吞巨额国有资产。该演讲内容一经报道便引起了公众的强烈反响,事件持续发酵并上升至关于整个国有企业产权改革层面的大论战,国有资产流失问题及民营企业“原罪”问题更是被推到了舆论的风口浪尖。最终,民营企业家顾维军获刑入狱并被剥夺了企业所有权。此即为著名的“郎顾之争”事件。该事件使民营企业家及外界意识到,那些曾经涉及产权私有化过程而具有较高“原罪”嫌疑的企业家可能会被追查,甚至被剥夺产权。根据有效市场假说,理性的投资者将会预期到这一情况并出售此类公司的股票以规避该风险,即“原罪”嫌疑较高的企业将在事件中呈现显著的负面市场反应。因此,如果我们能够在此事件中观察到国有转制型民营企业的市场反应为负,则可以说明该类企业确实具有较高的“原罪”嫌疑而面临较大的产权保护威胁。

选取2005年7月29日顾维军被采取刑事强制措施这一时点作为事件日,本文考察两类民营企业的市场反应及其差异。选择该事件进行研究具有一定的“准自然实验”性质。一方面,顾维军被捕超出了外界和市场的普遍预期。虽然2005年5月10日科龙电器被证监会立案调查后,市场已预期公司很可能面临处罚。但2005年7月22日证监会调查结束后,很长一段时间内并没有公布调查结果。⁷此后几天内,一些国内主流财经媒体仍认为,科龙电器和顾维军很可能没事;或者认为地方政府、证监会、科龙高层乃至债权人等各

⁷ 直到2005年8月2日,新华社记者才从中国证监会初步获悉其对科龙电器的大致调查结果(参见2005年8月3日《新华每日电讯》的报道:“证监会:顾维军等涉嫌多项违法,已送公安”)。详细的调查结果则直至2006年6月15日证监会对科龙电器及顾维军、刘从梦等相关人员作出行政处罚决定时才正式公布。

方势力正在进行最后博弈，甚至认为顾维军被允许在限定时间内还钱以“自我救赎”。⁸可见其被捕具有意外性。另一方面，顾维军被捕这一事实也使得外界意识到那些通过收购国有资产而形成的民营企业确实面临着威胁。

本文以事件日前后三天（即（-3，+3））作为事件窗口，以窗口前210天至前11天作为估计期，分别采用CAPM模型和适用于中国市场的三因子模型（Liu *et al.*，2019）计算事件窗口期内公司股票的累计超额报酬率CAR，进行单变量和多元回归分析。本部分事件研究样本为事件日前已上市且相关数据不存在缺失的51家样本公司。⁹

表7给出了单变量检验结果。在两种估计模型下，国有转制型企业CAR的均值均在1%水平下显著为负，而创业型企业的均值则均与0没有显著差异；并且，国有转制型民营企业的CAR也均显著低于创业型民营企业（5%显著性水平下），初步印证了上文分析。

表7 顾维军被捕事件的市场反应：单变量检验

	国有转制型民营企业 (PRP=1)	创业型民营企业 (PRP=0)	差异	t 值
CAR 均值 (CAPM 模型)	-0.033***	-0.001	-0.032	-2.10**
CAR 均值 (三因子模型)	-0.050***	-0.014	-0.036	-2.25**

注：***、**、* 分别表示在1%、5%、10%水平上统计显著。

参照 Fan *et al.* (2007)，本文进一步通过多元回归检验两类企业在事件窗口内的市场反应差异。在模型中，我们控制了：①资产规模 (Size)，定义为公司总资产的自然对数；②第一大股东持股比例 (Lshr1)；③经营活动现金流量 (CFO)，定义为企业销售商品或提供劳务收到的现金总额/总资产；④长期资产投资现金流量 (TG)，定义为企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金/总资产；⑤市值账面比 (MTB)，定义为个股总市值/净资产账面价值。相关财务数据取自事件日前最近一期的财务报告（2005年中报）；相应地，市值数据取2005年6月末的数据。

表8列示的结果显示，PRP的系数为负，且均在5%水平下显著，说明在控制公司相关特征后，国有转制型企业在该事件中的市场反应显著差于创业型民营企业。总之，表7、8的结果表明，国有转制型企业确实具有较高的“原罪”嫌疑且面临较大的产权保护威胁。

⁸ 参见以下报道：方玉书、王珍，“欲回售美菱电器 顾维军可能‘舍车保帅’”，《第一财经日报》，2005年7月26日第B08版；唐玮，“科龙走出十字路口或跌入悬崖？”，《中国企业报》，2005年7月26日第007版；欣华，“证监会设期限顾维军股权将被国资委收购”，《中国企业报》，2005年7月26日第006版；吴君强，“避免重蹈德隆覆辙顾维军被逼限时‘还债’”，《中华工商时报》，2005年7月27日第003版。

⁹ 在本文的研究样本中，事件日（2005年7月29日）之前已上市的有69家公司。剔除在事件窗口期间没有股票交易数据以及其他控制变量数据缺失的18家公司，最终得到51家公司用于此事件研究。

表 8 顾维军被捕事件的市场反应：多元回归检验结果

	CAR (CAPM 模型)	CAR (三因子模型)
<i>PRP</i>	-0.037** (-2.514)	-0.039** (-2.545)
<i>Size</i>	0.014 (0.793)	0.034* (1.913)
<i>Lshr1</i>	0.009 (0.124)	0.015 (0.255)
<i>CFO</i>	0.013 (0.870)	0.006 (1.151)
<i>TG</i>	0.122 (1.513)	0.027 (0.568)
<i>MTB</i>	-0.004 (-0.598)	-0.019* (-1.732)
<i>Constant</i>	-0.348 (-1.004)	-0.727** (-2.124)
<i>N</i>	51	51
Adjusted R^2	0.100	0.121

注：括号内是稳健的 t 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上统计显著。

(二) 加强产权保护与民营企业绩效

1. 《物权法》颁布对两类企业绩效差异的影响

2007 年正式颁布并实施的《物权法》首次以国家法律形式，明确规定了对公有财产和私有财产给予平等保护，为保护企业和个人合法财产、降低其被掠夺风险提供了重要的制度保障。随着《物权法》的实施，民营企业产权保护得到加强，现金持有量显著减少（钱爱民和张晨宇，2017），企业价值显著提升（Berkowitz *et al.*，2015）。因此，借助《物权法》实施前后产权保护的动态变化，可以较好地识别产权保护对国有转制型企业绩效的影响。

借鉴上述文献，本文以 2007 年为界限¹⁰，定义哑变量 *LAW*，将 2007 年及以后年份的观测值赋值为 1，其余赋值为 0，并将 *LAW* 及交乘项 $PRP \times$

¹⁰ 《物权法（草案）》于 2006 年 12 月 29 日经全国人大常委会表决通过并提请第十届全国人民代表大会审议。2007 年 3 月 16 日，第十届全国人大第五次会议正式审议通过了《物权法》，并自 2007 年 10 月 1 日起实施。在《物权法（草案）》获得通过时，其将获得全国人大最终通过并于 2007 年正式实施已经几无悬念。因此，上述研究以 2007 年作为《物权法》颁布前后的时间界限。

LAW 加入模型 (1), 考察《物权法》实施前后两类企业绩效差异的变化。表 9 列示了相关结果。其中, 第 (1) 列是以《物权法》颁布前后两年 (即 2005—2008 年) 的平衡样本进行检验的结果, 第 (2) 列则是全样本检验结果。两种情况下, *PRP* 系数均显著为负 (分别在 10% 和 1% 水平下), 说明在《物权法》实施前, 国有转制型企业的绩效显著差于创业型企业; 更重要的是, *PRP* × *LAW* 的系数均显著为正 (分别在 1% 和 5% 水平下), 说明《物权法》实施后, 随着产权保护加强, 国有转制型企业的绩效相对于创业型企业显著提高, 进一步佐证了产权保护是影响国有转制型民营企业绩效的重要因素。¹¹

表 9 《物权法》颁布对两类企业绩效差异的影响

<i>Variables</i>	2005—2008 年间的样本	全样本
	(1)	(2)
<i>PRP</i>	-0.968*	-1.372***
	(-1.798)	(-2.877)
<i>PRP</i> × <i>LAW</i>	1.813***	1.084**
	(2.653)	(2.251)
<i>LAW</i>	1.132**	1.460***
	(2.478)	(4.539)
其他控制变量	是	是
<i>Year</i> & <i>Industry</i>	是	是
<i>N</i>	237	3 122
Adjusted <i>R</i> ²	0.438	0.342

注: 表中结果包括其他控制变量 (同表 4 和表 5) 和截距项, 为节省篇幅未报告; 括号内是稳健的 *t* 值, **、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上统计显著。

2. 最高人民法院宣布再审三起重大产权案件的市场反应

2017 年 12 月 28 日, 最高人民法院宣布将依法再审三起重大产权案件, 其中包括上文所分析的顾维军案。社会各界普遍认为, 这一举措向外界传达出中央坚决落实产权保护政策, 依法甄别纠正社会反应强烈的产权纠纷案件的决心, 以及营造依法保护产权和企业家合法权益的法治环境的强烈信号,

¹¹ 本检验结果可能受到同期发生的其他事件造成的“混淆效应” (confounding effects) 的影响。例如, 2008 年发生的金融危机以及新《劳动法》颁布等重大事件有可能影响这一检验结果。但需要说明的是, 理论上, 金融危机以及新《劳动法》颁布应该会对所有民营企业都产生影响, 而不会在国有转制型和创业型企业之间产生系统性的影响差异。另外, 为排除上述两个事件的影响, 我们在表 9 的检验中尝试进一步将样本区间缩短至 2006 年和 2007 年, 检验结果仍然成立。

对于保护民营企业家人身权和财产权有着巨大意义。¹²可见,这是一个加强产权保护的重要标志性事件。与上文同理,若产权保护弱化是国有转制型民营企业绩效较差的重要原因,那么在这一事件中,国有转制型企业应呈现显著的正面市场反应,且高于创业型企业。

以2017年12月28日为事件日,与上文相同,我们选取事件日前后3天作为事件窗口,考察两类企业的市场反应及其差异。该事件发生于2017年年末,影响所有的样本公司,但由于124家样本公司在事件窗口期内的股票交易数据和其他控制变量数据缺失,最终共有817家公司用于本部分研究。

表10单变量检验结果显示,在两种模型下,国有转制型企业CAR的均值均在5%水平下显著为正;而创业型企业CAR的均值则均与0没有显著差异;并且,国有转制型民营企业的CAR均显著高于创业型民营企业(10%或1%水平下),初步印证了上述分析。

表10 最高人民法院宣布再审三起重大产权案件的市场反应:单变量检验

	国有转制型民营企业 (PRP=1)	创业型民营企业 (PRP=0)	差异	t 值
CAR 均值 (CAPM 模型)	0.006**	0.000	0.006	1.68*
CAR 均值 (三因子模型)	0.008**	-0.002	0.010	2.55***

注:***、**、* 分别表示在1%、5%、10%水平上统计显著。

接下来,与表8相同,我们通过多元回归检验两类企业在事件窗口期内的市场反应差异。相关财务数据取自事件日前最近一期的财务报告(2017年第三季报);相应地,市值数据取2017年9月末的数据。回归结果如表11所示,PRP的系数分别在10%和1%水平下显著为正,说明国有转制型企业在事件中的市场反应显著高于创业型企业。总之,表10、11的结果从反面表明,产权保护弱化是国有转制型民营企业绩效较差的重要原因。

表11 最高人民法院宣布再审三起重大产权案件的市场反应:多元回归检验结果

Variables	CAR (CAPM 模型)	CAR (三因子模型)
PRP	0.007* (1.781)	0.010*** (2.651)

¹² 参见:人民日报评论员,“公正司法 增强群众财产财富安全感”,《人民日报》,2017年12月29日第04版;卢晓,“最高法将提审顾维军案 十年旧案现峰回路转”,《华夏时报》,2017年12月28日,转引自 <https://new.qq.com/omn/20171228/20171228A0ZBKY.html>;“最高人民法院再审顾维军等三案 向企业家传递了什么信号?”, https://www.sohu.com/a/213600498_146174, 2017年12月29日。

(续表)

<i>Variables</i>	CAR	CAR
	(CAPM 模型)	(三因子模型)
<i>Size</i>	-0.004* (-1.706)	-0.002 (-0.893)
<i>Lshr1</i>	0.009 (0.873)	0.006 (0.561)
<i>CFO</i>	-0.002 (-0.718)	-0.001 (-0.317)
<i>TG</i>	-0.037 (-1.249)	-0.014 (-0.451)
<i>MTB</i>	-0.000* (-1.730)	-0.000 (-1.598)
<i>Constant</i>	0.091* (1.746)	0.045 (0.871)
<i>N</i>	817	817
<i>Adjusted R²</i>	0.011	0.008

注：括号内是稳健的 t 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上统计显著。

(三) 产权保护影响企业绩效的机制分析：关联交易和创新投入

如论述假说 1 时所言，“原罪”嫌疑带来的产权威胁，使民营企业企业家缺乏安全感和稳定预期，其追求长远利益的动机被削弱。因此，我们预期国有转制型企业会更少进行高收益、但高不确定性的长期投资，例如创新投入。此外，由于上市公司面临更严格的信息披露及监管要求，为了尽可能隐藏和保护其财产安全，这些企业家更可能将上市公司资源及实现的盈利转移至其控制的较为隐蔽的非上市公司中。许多文献发现，我国上市公司的大股东往往通过资金占用、关联购销等关联交易转移上市公司资源（李增泉等，2004；Jiang *et al.*，2010；Jian and Wong，2010；Fisman and Wang，2010）。因此，与创业型企业相比，国有转制型民营企业可能更倾向于通过关联交易转移资源。据此，我们定义三个新的因变量，并通过多元回归对上述分析进行检验：① *RPTD*，关联交易哑变量，若上市公司当年存在关联方购买或销售则取 1，否则取 0；② *RPT*，表示关联方购销金额，等于关联方购买与销售金额之和除以当年营业收入；③ *R&D*，表示研发创新投入，等于研发费用除以当年营业收入。

表 12 报告了相关回归结果，从第 (1) 和 (2) 列可以看出，*PRP* 的系

数均在1%水平上显著为正,表明相比于创业型企业,国有转制型企业更可能进行关联交易,且交易金额更高。此外,第(3)列中PRP的系数在1%水平上显著为负,说明国有转制型企业的R&D投入显著低于创业型企业。表12的这些结果进一步提供了关于产权保护弱化影响国有转制型企业绩效具体机制的证据。

表12 产权保护影响公司绩效的机制分析

Variables	关联交易		研发创新投入
	RPTD (1)	RPT (2)	R&D (3)
PRP	0.378*** (4.164)	0.011*** (3.640)	-0.003*** (-2.611)
其他控制变量	是	是	是
Year&Industry	是	是	是
N	3 189	3 189	2 738
Adjusted R ²	0.097	0.073	0.394

注:表中结果包括其他控制变量(同表4和表5)和截距项,为节省篇幅未报告;第(1)列括号内是稳健的Z值,第(2)和(3)列括号内是稳健的t值,***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上统计显著。

六、稳健性检验

第一,我们以会计业绩(ROA)替代Tobin's Q衡量企业绩效,主要检验结果保持不变。第二,国有转制型企业的绩效较差可能是由于转制后仍然受到较多的政府影响而承担了较多政策性负担,尤其是在落后的地区。为排除这一替代解释,参考唐松等(2017),我们在回归中加入国有股权比例和超额雇员率这两个公司层面变量,以及地区财政赤字率、失业率和人均GDP等三个地区层面变量,对两类企业政策性负担差异进行控制。检验发现本文的主要结论保持不变。第三,我们控制了企业上市前三年的会计业绩(上市前三年的平均ROA),以排除国有转制型企业绩效在上市前就较差这一可能的样本选择偏差。检验结果表明,假说1和假说2仍然成立。第四,我们还控制了企业实际控制人的个人特征,如年龄、性别、学历、职业背景、海外背景、学术背景以及金融背景等,并对假说1和假说2重新进行检验,结果仍然保持不变。这在一定程度上说明国有转制型与创业型企业之间的绩效差异并非由经营两类企业的企业家能力差异所导致。限于篇幅,上述稳健性检验结果不再详细列示。

七、结论与启示

本文从产权保护的视角考察了民营企业“原罪”嫌疑如何影响其所经营企业的绩效。追溯2003—2012年间初始上市时即为民营企业的产权初始形成方式，本文将民营企业划分为创业型和国有转制型两类。研究发现，国有转制型民营企业绩效显著差于创业型民营企业，且在产权保护较差的地区更为显著。进一步地，在“郎顾之争”事件中，国有转制型企业的市场反应显著为负且差于创业型企业，说明国有转制型企业确实存在较高的“原罪”嫌疑并面临更大的产权保护威胁。另外，在最高人民法院宣布再审包括顾维军案在内的三起重大产权案件时，国有转制型企业的市场反应显著为正且高于创业型企业；同时，在《物权法》颁布后，两类企业之间的绩效差异显著缩小。这些结果反证了产权保护是导致“原罪”嫌疑较高的企业绩效较差的重要因素。最后，本文还发现，国有转制型企业更多地通过关联交易转移资源且较少进行创新投入。总之，本文研究表明，民营企业因“原罪”嫌疑而面临的产权保护威胁对其所经营企业的绩效产生了重要的负面影响。

本文的研究结论表明产权保护对民营企业经营和发展的重要作用。在产权保护实践中，既要保护公有产权，也要重视加强私有产权保护，这是我国社会主义初级阶段的突出特征和重要需求。只有切实加强民营企业的产权保护，才能充分发挥企业家精神，提高民营企业的经济绩效。同时，需要提醒读者注意的是：首先，有“原罪”嫌疑并不代表一定有“原罪”，即并不是所有国有转制型企业都有“原罪”问题。其次，强调对民营企业的产权保护并不意味着应当忽略或回避其“原罪”问题。相反，我们应该客观理性地正视这一问题，将民营企业家在创业初期进行“制度创新”的正面行为与损害社会公平正义的不法行为加以严格区分和对待，坚持以法律为准绳的原则，切实尊重并严格依照法律规定保护民营企业家合法产权。只有这样，才能真正使民营企业家有“恒产”和“恒心”，从而提高民营企业绩效，促进经济发展。

最后，本文以初始产权获得方式（是否来源于国有转制）衡量“原罪”嫌疑，这刻画了民营企业家原始财富积累过程中可能存在的“原罪”的一个重要方面。但现实中，“原罪”问题还可能表现为其他多种形式。我们将在后续研究中继续对此深入考察，也期待对此问题感兴趣的学者做进一步的拓展和完善。

参考文献

- [1] 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏，“中国上市公司治理结构的实证研究”，《经济研究》，2005年第2期，第81—91页。

- [2] Berkowitz, D., C. Lin, and Y. Ma. "Do Property Rights Matter? Evidence from a Property Law Enactment", *Journal of Financial Economics*, 2015, 116 (3), 583-593.
- [3] Cai, H., H. Fang, and L. Xu, "Eat, Drink, Firms, Government: An Investigation of Corruption from Entertainment and Travel Costs of Chinese Firms", *Journal of Law and Economics*, 2011, 54 (1), 55-78.
- [4] Cai, H., and Q. Liu, "Competition and Corporate Tax Avoidance: Evidence from Chinese Industrial Firms", *The Economic Journal*, 2009, 119 (537), 764-795.
- [5] Claessens, S., and L. Laeven, "Financial Development, Property Rights, and Growth", *Journal of Finance*, 2003, 58 (6), 2401-2436.
- [6] Clarke, G., "How Institutional Quality and Economic Factors Impact Technological Deepening in Developing Countries", *Journal of International Development*, 2001, 13 (8), 1097-1118.
- [7] Cull, R., and L. C. Xu, "Institutions, Ownership, and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment Among Chinese Firms", *Journal of Financial Economics*, 2005, 77 (1), 117-146.
- [8] Demsetz, H., "The Exchange and Enforcement of Property Rights", *Journal of Law & Economics*, 1964, 7 (1), 11-26.
- [9] Demsetz, H., "Toward a Theory of Property Rights", *The American Economic Review*, 1967, 57 (2), 347-359.
- [10] 杜兴强、陈韞慧、杜颖洁, "寻租、政治联系与‘真实’业绩——基于民营上市公司的经验证据", 《金融研究》, 2010年第10期, 第135—157页。
- [11] Durnev, A., V. Errunza, and A. Molchanov, "Property Rights Protection, Corporate Transparency, and Growth", *Journal of International Business Studies*, 2009, 40 (9), 1533-1562.
- [12] Durnev, A., and L. Fauver, "Stealing from Thieves: Expropriation Risk, Firm Governance, and Performance", Working Paper, 2011.
- [13] Durnev, A., and S. Guriev, "Expropriation Risk and Firm Growth: A Corporate Transparency Channel", Working Paper, 2011.
- [14] 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 2011 年报告》。北京: 经济科学出版社, 2011 年。
- [15] 范剑勇、冯猛、李方文, "产业集聚与企业全要素生产率", 《世界经济》, 2014 年第 5 期, 第 51—73 页。
- [16] Fan, J., T. J. Wong, and T. Zhang, "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.
- [17] Fisman, R., and Y. Wang, "Trading Favors within Chinese Business Groups", *American Economic Review*, 2010, 100 (2), 429-433.
- [18] Frye, T., "Original Sin, Good Works and Property Rights in Russia", *World Politics*, 2006, 58 (4), 479-504.
- [19] 郭韬、王晨、井润田, "区域软环境因素对高新技术企业成长的影响", 《科学学研究》, 2017 年第 7 期, 第 1043—1053 页。
- [20] Jian, M., and T. J. Wong, "Propping Through Related Party Transactions", *Review of Accounting Studies*, 2010, 15 (1), 70-105.
- [21] Jiang, G., C. M. C. Lee, and H. Yue., "Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience", *Journal of Financial Economics*, 2010, 98 (1), 1-20.
- [22] Johnson, S., J. McMillan, and C. Woodruff, "Property Rights and Finance", *American Economic Review*, 2002, 92 (5), 1335-1356.

- [23] Kapeliushnikov, R., A. Kuznetsov, N. Demina, and O. Kuznetsova, "Threats to Security of Property Rights in a Transition Economy: An Empirical Perspective", *Journal of Comparative Economics*, 2013, 41 (1), 245-264.
- [24] 郎咸平等,《中国式MBO(郎咸平经典案例作品修订版)》。北京:东方出版社,2011年。
- [25] Li, D., J. Feng, and H. Jiang, "Institutional Entrepreneurs", *American Economic Review*, 2006, 96 (2), 358-362.
- [26] 李文贵、余明柱,“产权保护与民营企业国有化”,《经济学》(季刊),2017年第16卷第4期,第1341—1366页。
- [27] 李亚玲、汪戎,“人力资本分布结构与区域经济差距——一项基于中国各地区人力资本基尼系数的实证研究”,《管理世界》,2006年第12期,第42—49页。
- [28] 李增泉、孙铮、王志伟,“‘掏空’与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据”,《会计研究》,2004年第12期,第3—13页。
- [29] Liu, J., R. F. Stambaugh, and Y. Yuan, "Size and Value in China", *Journal of Financial Economics*, 2019, 134 (1), 48-69.
- [30] Mauro, P., "Corruption and Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, 1995, 110 (3), 681-712.
- [31] North, D. C., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. New York: Cambridge University Press, 1990.
- [32] Perotti, E., "Credible Privatization", *American Economic Review*, 1995, 85 (4), 847-859.
- [33] 蒲自立、刘芍佳,“公司控制中的董事会领导结构和公司绩效”,《管理世界》,2004年第9期,第117—130页。
- [34] 钱爱民、张晨宇,“产权保护、制度空隙与公司现金持有——基于2007年《物权法》实施的自然实验”,《山西财经大学学报》,2017年第8期,第113—124页。
- [35] Shleifer, A., "Does Competition Destroy Ethical Behavior?", *American Economic Review*, 2004, 94 (2), 414-418.
- [36] 孙浦阳、韩帅、靳舒晶,“产业集聚对外商直接投资的影响分析——基于服务业与制造业的比较研究”,《数量经济技术经济研究》,2012年第9期,第40—57页。
- [37] 唐松、温德尔、孙铮,“‘原罪’嫌疑与民营企业会计信息质量”,《管理世界》,2017年第8期,第106—122页。
- [38] 王磊,“咨询家致信立法机构解决‘民企原罪’”,《中国青年报》,2006年12月20日。
- [39] 王跃堂、赵子夜、魏晓雁,“董事会的独立性是否影响公司绩效?”,《经济研究》,2006年第5期,第62—73页。
- [40] 魏和平,“问题富豪拽出民营企业家‘原罪’大讨论”,《中国青年报》,2006年11月28日。
- [41] Williamson, O. E., "The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead", *Journal of Economic Literature*, 2000, 38 (3), 595-613.
- [42] 吴超鹏、唐茜,“知识产权保护执法力度、技术创新与企业绩效——来自中国上市公司的证据”,《经济研究》,2016年第11期,第125—139页。
- [43] Xu, C., "The Fundamental Institutions of China's Reforms and Development", *Journal of Economic Literature*, 2011, 49 (4), 1076-1151.
- [44] 杨仁发,“产业集聚与地区工资差距——基于我国269个城市的实证研究”,《管理世界》,2013年第8期,第41—52页。
- [45] 杨秀伟,“百富榜引出举报信亿万富豪偷税判刑3年半”,《南方都市报》,2007年11月29日。
- [46] 姚洋、支兆华,“政府角色定位与企业改制的成败”,《经济研究》,2000年第1期,第3—10页。
- [47] 叶青、李增泉、李青光,“富豪榜会影响企业会计信息质量吗?——基于政治成本视角的考察”,《管理世界》,2012年第1期,第104—120页。

People with Permanent Property Rights Have Perseverance: Original Sin suspicion, Property Rights Protection, and Performance of Private Listed Firms

SONG TANG* ZHIWEI YE

(Shanghai University of Finance and Economics)

WENDEER

(China Everbright Group)

Abstract From the perspective of property rights protection, we investigate how entrepreneurs' original sin suspicion affects their firm's performance. We find that the performance of privatized firms is significantly lower than that of the de novo private firms. And the phenomenon is more pronounced in provinces with weak property rights protection. We also find a significantly negative market reaction for privatized firms during the "Lang-Gu Debate" and a significantly positive reaction when Supreme Court announced the retrial of three important property rights cases. After the implementation of the Property Law, the performance difference between the two types of firms significantly narrowed.

Key Words original sin suspicion, property rights protection, firm performance

JEL Classification M48, D23, L26

* Corresponding Author: Song Tang, Room 336, School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, No. 111 Wuchuan Road, Yangpu District, Shanghai, 200433, China; Tel: 86-21-65904842; E-mail: tangsong@mail.shufe.edu.cn.