

doi:10.13582/j.cnki.1672-7835.2021.01.017

混合所有制改革程度对国有企业资产保值增值的影响研究

廖志超, 王建新

(中国财政科学研究院, 北京 100142)

摘要:混合所有制改革与国有企业资产保值增值水平呈显著正相关。从制度环境方面进行对比分析,结果表明,混改的深入性、股权多样性、股权制衡度和非国有资本控制权对国有企业资产保值增值的正相关效应在市场化程度较高地区更加显著。进一步研究发现,混改通过提升国有企业资本配置效率从而能实现国有资产保值增值的目标。

关键词:混合所有制改革;国有企业;资本配置效率;国有资产保值增值

中图分类号:F275 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-7835(2021)01-0126-10

提高国有资本配置效率、实现国有资产保值增值是实施国有企业混合所有制改革(以下简称“国企混改”)的目标之一。党的十八届三中全会、党的十九大相继明确提出要“发展混合所有制经济”“推动国有资本做强做优做大”“使各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展”等新理念。随着《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》等改革文件的出台,标志着我国国有企业进入全面深化改革阶段。要实现国有企业资产保值增值的目标,应在股权结构维度以及控制权结构维度同时发挥非国有资本的治理作用。在此政策背景下,针对国企混改成效方面的研究成为学者们纷纷探讨的命题,特别是针对国企混改后产生的经济后果方面的研究已经有了较为深入的见解。那么,国企混改是否实现了国有资本保值增值这一改革目标?是否实现了各类所有制资本的相互促进和共同发展?外部环境市场化程度对混改与国有企业资产保值增值产生怎样的影响?所有这些问题都是进一步深化国企改革所日益迫切需要解决的重大问题,是基于中国特色的国有资本配置理论与方

法研究所必须解决的关键问题。

本文在考虑公司股权结构和控制权结构特征两个内部因素对国有企业资产保值增值影响的基础上,进一步研究了混改影响国有资产保值增值的中介变量。从公司治理的视角,以我国沪深A股2009~2019年国有上市公司为研究对象,将公司股权结构和控制权结构两个维度同时纳入微观层面的国有企业公司治理分析框架中,系统分析非国有资本参与国有企业治理对国有企业资产保值增值的影响及作用机制。

一 文献综述

(一)混合所有制改革推行后经济效果

第一,混改对于企业经营绩效的影响。郝阳、龚六堂从国有和民营股份占比方面研究了混改对公司绩效产生的影响及其作用机理,并通过实证证实“混合所有”的股权结构对公司绩效有显著的正相关作用^①。张维迎通过分析国有企业的债务危机,发现国有企业引入优质非国有资本可以解决自身的过度负债问题^②。也有学者认为公司

收稿日期:2020-09-12

基金项目:国家社科基金一般项目(18BJY239);湖南省社科基金重大委托项目(19WTA19)

作者简介:廖志超(1993—),男,湖南湘潭人,博士生,主要从事企业集团财务研究。

①郝阳,龚六堂:《国有、民营混合参股与公司绩效改进》,《经济研究》2017年第3期。

②张维迎:《企业理论与中国企业改革》,上海人民出版社2015年版,第166页。

的股权集中度与企业绩效存在倒“U”形关系^①。Kang Y S, and Kim B 认为适度降低国有股权所占比例,相互制衡的股权结构对企业的经营绩效有正向作用^②。赵荣权等认为通过混改实现政企分离对提高管理者的长期投资效率有积极作用,也有助于加速国资委由“管企业”向“管资本”的转变^③。

第二,混改对于企业治理结构的影响。Laeven 认为国有企业实施混改可以改善公司治理水平,缓解委托代理问题^④。匡贤明认为国企混合所有制改革,不仅要确保各类资本之间股权、收益的有效融合,更重要的是公司治理结构也要相互混合,进而改善组织结构^⑤。Megginson 认为传统的国有企业在产权和公司治理方面都存在问题,大部分国企既没有外在市场竞争压力又缺乏内在发展的动力,导致企业的运营效率低下^⑥。非国有资本所有者将完善对公司管理层的监督机制和激励机制。所以,国有企业中的非国有资本有助于企业完善公司治理,减少道德风险。

第三,混改对企业创新能力的影 响。张辉等人认为国有企业引入非国有资本有利于提高企业的盈利能力,实现优势资源的互补,从而提高企业的创新能力^⑦。王艳指出混改能够驱动企业创新发展、提高企业创新效率,同时有利于实现公有制和私有制的优势互补,增强企业的创新发展活力^⑧。

同时民营企业市场化的竞争对我国国有企业的创新能力也有激励作用,非国有资本参与国有企业的日常管理有助于国有企业更有动力开展产品创新研发活动^⑨。

(二)关于国有企业资产保值增值的研究。现有文献主要从两个方面进行了研究

第一,国有企业资产保值增值的影响因素。张文魁认为,由于我国制度环境的特殊性、地域性歧视以及市场机制的不完善对实现国有资产保值增值造成了影响^⑩。祁怀锦等发现较高的企业投资效率和高管薪酬-业绩敏感性有利于实现国有企业资产保值增值^⑪。郭檬楠、吴秋生从国家审计和国资委监管职能的改变两个视角研究发现国家审计全覆盖和国资委监管职能的改变有利于国有企业资产保值增值^⑫。王艳艳等以 2007~2016 年我国 A 股上市公司为研究样本,发现我国地方政府审计官员的任期越长,国有企业资产保值增值率越低^⑬。此外,信息披露、财务会计制度、财政预算机制等都会对国有企业资产保值增值产生影响^{⑭⑮⑯}。

第二,制约国有企业实现资产保值增值的主要原因。郑志刚等认为过度的政府干预会使国有企业高管建设形象工程,不利于国有企业资产保值增值^⑰;Dong 认为国有企业存在的预算软约束等问题^⑱,不利于国有企业资产的保值增值;徐传

①Morck R,Shleifer A,Vishny R W.“Alternative mechanisms for corporate control”,*American Economic Review*, 1989,79(4):842-852.

②Kang Y S, and Kim B Y.“Ownership structure and firm performance: evidence from the Chinese corporate reform”,*China Economic Review*, 2012,23(2):471-481.

③赵荣权,宋加山,王珂:《区域性股权市场的市场化改革与资源配置效率研究——理论模型与改革措施》,《金融监管研究》2019 年第 1 期。

④Laeven L,Levine R.“Complex ownership structures and corporate valuations”,*Review of Financial Studies*, 2008,21(2):579-604.

⑤匡贤明:《为何重提混合所有制》,《中国经济报告》2014 年第 4 期。

⑥Megginson W L,Netter J M.“From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization”,*Journal of Economic Literature*, 2001,39(2):321-389.

⑦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》,《经济学家》2016 年第 9 期。

⑧王艳:《混合所有制并购与创新驱动发展——广东省地方国企“瀚蓝环境”2001-2015 年纵向案例研究》,《管理世界》2016 年第 8 期。

⑨李文贵,余明桂:《民营化企业的股权结构与企业创新》,《管理世界》2015 年第 4 期。

⑩张文魁:《国资监管体制改革策略选择:由混合所有制的介入观察》,《改革》2017 年第 1 期。

⑪祁怀锦,刘艳霞,王文涛:《国有企业混合所有制改革效应评估及其实现路径》,《改革》2018 年第 9 期。

⑫郭檬楠,吴秋生:《国家审计全覆盖、国资委职能转变与国有企业资产保值增值》,《审计研究》2018 年第 6 期。

⑬王艳艳,王迪,李文涛:《政府审计官员任期会影响国家审计效率吗?——基于国有资产保值增值的经验证据》,《厦门大学学报(哲学社会科学版)》2020 年第 2 期。

⑭周绍妮,郑佳明,王中超:《国企混改、社会责任信息披露与国有资产保值增值》,《软科学》2020 年第 3 期。

⑮廖红伟,杨良平:《以管资本为主新型监管体制下的国有企业深化改革研究》,《学习与探索》2018 年第 12 期。

⑯张梦雯,李继峰:《“去产能”需谨防国有资产流失》,《人民论坛》2017 年第 10 期。

⑰郑志刚,李东旭,许荣,等:《国企高管的政治晋升与形象工程——基于 N 省 A 公司的案例研究》,《管理世界》2012 年第 10 期。

⑱Dong Y,Liu Z,Shen Z.“Political Patronage and Capital Structure in China”,*Emerging Markets Finance and Trade*,2014,50(3):102-125.

谏,孟繁颖认为缺乏针对国有企业管理者的有效监督和激励机制以及市场体系发育不完善,导致国有资产的流失^①。对于如何实现国有企业资产保值增值而不被掏空或流失,目前大部分研究主要从公司治理能力、经营模式、市场环境、出资者权利等方面有所涉猎。

综上所述,目前国内外学者对于国有企业混改的目标、混改方式、改革路径和影响因素等方面已有较为深入的研究,其中很多研究在混改的制度设计、改革策略等方面提出了有建设性的意见。但在实证检验混改程度与国有企业资产保值增值之间关系的研究方面仍然存在不足。本文的研究贡献有以下几点:第一,在考虑混改带来国有企业股权变化的同时结合考虑控制权变化对国有企业董事会产生的影响,进而影响国有企业的资本配置,以期在混改过程中利用非国有资本参与国有企业治理,实现国有企业资产保值增值目标提供借鉴经验。第二,本文证实了国企混改——资本配置效率提升——促进国有资本保值增值的逻辑链条,该研究结论有利于为混合所有制改革在国有企业的高效开展以及促进国有资产的保值增值提供一定的理论参考。

二 理论分析与研究假设

(一)混合所有制改革与国有企业资产保值增值的关系

从本质上来说国有企业混合所有制改革是产权制度的改革,核心是通过公有制与市场有效融合,将集体资本、民营资本、外资等引入国有企业,在股权多元化基础上优化股权结构,促使不同性质股权之间相互融合并互相制衡,保证不同形态资本所有者公平地获得企业控制权,促进企业治理结构完善、提高企业运营效率、实现国有资产保值增值。同时让企业真正成为独立的市场主体,打破国有企业在部分行业中的垄断地位,使企业在市场竞争中不断释放活力,增强核心竞争力,促进多种所有制

经济共同发展壮大^②。本文为了对国有企业混合所有制改革这一变量进行全方位纵深考量,拟从国企混改深入性、股权多样性、股权制衡度(融合度)以及非国有资本控制权结构四个方面对国有企业资产保值增值的影响进一步深入探讨。

1.混合所有制改革深入性与国有企业资产保值增值

混改深入性有利于弱化国有企业由于融资约束较小导致的非效率投资问题。一方面,混改加速了国有企业股权多元化的发展,不同股权所有人有强烈的动机了解企业财务信息,从而有助于企业完善信息披露制度,提高企业财务信息透明度,缓解内部和外部信息不对称问题^③;另一方面,混改能降低国有企业社会性负担和政策性负担,促进企业未来发展^④。在以上两者的综合作用下,国有企业的预算软约束问题将得到改善。同时随着非公有资本的引入和逐渐加深,国有企业的治理结构将得到有效优化,混改通过建立市场导向的选人用人和激励约束机制,使激励方式从政治晋升转移到合法经济报酬上,提高国企高管薪酬与绩效之间的敏感性^⑤,健全和完善激励机制。非国有资本主体在国有企业混改的过程中所拥有的股权比例越高,其完善公司治理结构的意愿也会越强烈,越能调动企业管理层和员工工作的积极性^⑥,促使企业能够更好地把握投资机会,实现国有资产保值增值。总之,深化混改能缓解信息不对称问题,降低国有企业社会性和政策性负担,并完善企业的激励约束机制。因此本文提出:

假设1:混合所有制改革深入性与国有企业资产保值增值正相关。

2.国有企业股权多样性与国有企业资产保值增值

按照资源基础理论的观点,不同所有制类型的企业都有各自的独特资源,混合所有制经济拥有单一所有制没有的优势。各类性质的企业拥有的独特资源构成了企业的核心竞争力^⑦。混合所

①徐传谏,孟繁颖:《国有资产流失成因及治理对策研究》,《经济体制改革》2007年第1期。

②王方,李仁君,马光威:《竞争博弈、资本结构演变与国有企业混合所有制改革》,《郑州大学学报(哲学社会科学版)》2019年第4期。

③杜运潮,王任祥,徐凤菊:《国有控股上市公司的治理能力评价体系——混合所有制改革背景下的研究》,《经济管理》2016年第11期。

④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》,《经济学家》2014年第11期。

⑤郝阳,龚六堂:《国有、民营混合参股与公司绩效改进》,《经济研究》2017年第3期

⑥鲁桐,党印:《公司治理与技术创新:分行业比较》,《经济研究》2014年第6期。

⑦Gupta N. "Partial Privatization and Firm Performance", *Journal of Finance*, 2005, 60(2):987-1015.

有制改革是包括物质资本、社会资本、智力资本等多种形态资本的“混合”,能有效缓解资本的稀缺性问题。混改将非国有资本独特的资源和强烈的市场竞争意识带入国有企业的组织架构中,在实现股权多元化的同时使不同资本主体上的资源合理地分配到最需要这种资源的领域中,将各类资本的优势发挥到极致,并在不断变化的动态过程中达到最优配置。在此过程中,异质性股东的利益博弈也会带来资本成本的最低化^①,进而实现混改对国有企业资产保值增值的优化。此外,多元化的股权结构还能产生技术与知识的溢出效应,在国有企业中引入专业程度高、投资能力强的股东,不仅能够实现资源、人事和组织结构的优化,还能带动知识和资源的转移,为企业创新注入新活力^②,实现企业资源多维度的优势互补。总之,股权多样性在量的基础上实现了质的飞跃,混改中国企股权的多样性,能够为国企的发展提供资本、知识和技术支持,激发国企活力,因此本文提出:

假设2:混合所有制改革的股权多样性与国有企业资产保值增值正相关。

3. 国有企业股权制衡度(融合度)与国有企业资产保值增值

混合所有制改革能够降低国有股权的集中程度,国有企业通过引入非国有股东,使各股东之间处于相互制衡的状态,企业不得不采用集体决策的方式进行战略决策,从而使决策建议更为理性^③。当国有企业中的股权过于集中时,容易造成“一股独大”的局面,大股东因为缺少制衡机制有动机让企业变成为自身服务的工具,更容易做出不利于公司利益的决策。非国有股东更加关注如何实现自身经济利益最大化,使其融入国有企业后能够增强公司股东与公司业绩之间的紧密联系程度,有动力使非国有股东完善对经理人的监督机制^④,能有效缓解单一大股东侵占公司利益

的问题,有利于减少双重委托代理问题,完善公司治理结构,在抑制经理人机会主义行为的基础上,经理人会更加积极地以企业利润最大化为目标,进而实现国有企业资产保值增值。总之,国有股权与非国有股权的相互制衡,从完善企业监督机制、减少委托代理问题等方面有利于优化资本配置,使国有企业资产估值增值。因此本文提出:

假设3:国有企业混合所有制改革中,股权制衡度(融合度)与国有企业资产保值增值正相关。

4. 控制权结构与国有企业资产保值增值

国有企业实施混改过程中,如果仅仅是简单的引入非国有资本,则容易形成股权虚置的现象^⑤,即混改国企虽然实现了股权的多元化但相应的制度并未改变,也无法使非国有资本真正参与国企治理中,非国有资本独特的优势得不到发挥,资产保值增值的目标也会受到影响。从控制权结构维度来看,“董监高”作为企业日常经济活动的决策、监督、执行人,其职能发挥程度的大小,直接决定了国有企业资产保值增值目标的实现程度,所以非国有资本向入股国有企业董事会委派“董监高”能提升其话语权^⑥。相比于单一的在股权方面引入非国有资本,非国有股东委派“董监高”参与国企治理能有效提高会计信息质量和促进国有企业资产保值增值^⑦。因此本文提出:

假设4:非国有资本的控制权大小与国有企业资产保值增值水平正相关。

(二) 基于市场化程度视角下的混改对国有企业资产保值增值的影响

除考虑国有企业股权结构、控制权结构特征等内部治理因素对国有资产保值增值的影响外,还需要考虑公司外部治理环境的影响。企业所处地区的制度环境是影响企业日常经营行为背后的基础因素,企业进行每一项的生产经营、投融资活动都依赖于市场展开,不同地区市场化水平的高低也会对该地区所属国有企业的混改与资本配置

①孙建强,吴晓梦:《资本配置视角下国企混改作用机理——以中粮集团为例》,《财会月刊》2019年第7期。

②朱磊,陈曦,王春燕:《国有企业混合所有制改革对企业创新的影响》,《经济管理》2019年第11期。

③李琳,刘凤委,卢文彬:《基于公司业绩波动性的股权制衡治理效应研究》,《管理世界》2009年第5期。

④Oliver Borchert. “Creating and Sustaining Competitive Advantage”, *Journal of Marketing Management*, 2008, 24 (9): 78-92.

⑤刘汉民,齐宇,解晓晴:《股权和控制权配置:从对等到非对等的逻辑——基于央属混合所有制上市公司的实证研究》,《经济研究》2018年第5期。

⑥蔡贵龙,柳建华,马新啸:《非国有股东治理与国企高管薪酬激励》,《管理世界》2018年第5期。

⑦曾诗韵,蔡贵龙,程敏英:《非国有股东能改善会计信息质量吗?——来自竞争性国有上市公司的经验证据》,《会计与经济研究》2017年第4期。

效率之间产生影响。从去“行政化”的角度,推进国企混改能有效缓解政府过度干预使市场机制失灵问题,能够更好地适应社会主义市场经济体制,加速资金流转,提高资本配置效率。Karuna 研究发现市场化水平越高地区的上市公司内部治理效率越高^①。市场化程度越高的地区,市场竞争越透明,市场机制能得到更好的发挥,企业所面临的信息不对称程度也较低,有利于管理者更充分地利用一切市场信息经营和发展企业,更市场化的外部环境有利于实现国有企业资产保值增值。相反,企业所在地区的市场化程度越低,当地政府对企业的干预程度就越高,企业则越倾向于通过与当地政府建立紧密的政治关联来进行寻租^②。因此本文提出:

假设 5:相对于市场化程度较低地区的国有企业,混合所有制改革程度对国有资产保值增值的正相关关系在市场化程度较高地区的国有企业中更显著。

三 研究设计

(一) 样本选择与数据来源

鉴于我国股权分置改革试点工作自 2005 年开始启动,至 2007 年已基本完成,并且不同类型国有企业其功能目标也不同,比如公益类国有企业的首选目标主要是公益性而不是资产保值增值,所以我国国企混改最好能视情况分类推进。本文以 2009~2019 年我国 A 股商业类国有上市公司为研究对象,从股权结构和控制权结构维度研究国有企业前十大股东的持股比例情况、前十大股东的性质以及董事会组成结构对国有企业资产保值增值的影响。国有企业前十大股东性质及持股比例来自色诺芬(CCER)数据库,财务数据来源于 CSMAR 数据库,市场化程度指数数据来自王小鲁、樊纲的《中国分省份市场化指数报告(2018)》。计量分析过程中利用 Excel 和 Stata 软件对研究数据进行初步处理及分组,同时作了以

下 4 项数据筛选工作:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除 *ST、ST 上市公司;(3)剔除数据异常或缺失的样本;(4)对连续变量在 1%和 99%水平上进行缩尾(Winsorize)处理,最后得到样本数为 10 460 个。

(二) 变量定义

1. 混改深入性测度

借鉴王曙光等的研究,用国有企业前十大股东中非国有股东持股比例之和来衡量混改深入性(Mixra)指标,Mixra 数值越大,说明民营、外资、自然人和其他股东等非国有性质股东所占股份越多,混合所有制改革深入性越高。

2. 股权多样性测度

借鉴马连福等^③及卢建词、姜广省^④的研究方法,将主要股东性质分为五个类别:国有股东、外资股东、民营股东、自然人和其他,以不同性质股东种类衡量混合主体股权多样性(Mixnum)。当混合主体前十大股东中仅有一类产权性质股东时,混合主体的多样性 Mixnum = 1;当前十大股东中包含两种不同性质的股东时,混合主体的多样性 Mixnum = 2,并以此类推,国有企业混合主体中不同股权性质种类越多,股权的多样性越丰富。

3. 股权制衡度(融合度)测度

借鉴杨志强等^⑤及杨兴全、尹兴强^⑥的研究,先求出国有企业前十大股东中国有股权与非国有股权占全部股权的比例,分别表示为 E_s 和 E_p ,然后比较 E_s 和 E_p 数值的大小,较大者作为分母,较小者作为分子(即当 $E_s > E_p$ 时, $Balance = E_p/E_s$;当 $E_s < E_p$ 时, $Balance = E_s/E_p$),将所得的比值定义为混改股权制衡度或融合度(Balance),Balance 值越大,国有企业的国有资本与非国有资本融合程度越高,制衡作用越明显。

4. 控制权测度

一般来说,控制权(Con)是由股权决定的,拥有股权的同时也就拥有了控制权,但股权与控制权并不一定完全对等,而拥有董事会席位的多少

^①Karuna C. "Industry Product Market Competition and Managerial Incentives", *Journal of Accounting and Economics*, 2007, 43(2): 275-298.

^②Faccio M. "Politically Connected Firms", *American Economic Review*, 2006, 96(1): 369-386.

^③马连福,王丽丽,张琦:《混合所有制的优序选择:市场的逻辑》,《中国工业经济》2015年第7期。

^④卢建词,姜广省:《混合所有制与国有企业现金股利分配》,《经济管理》2018年第2期。

^⑤杨志强,石水平,石本仁,等:《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》,《财经研究》2016年第8期。

^⑥杨兴全,尹兴强:《国企混改如何影响公司现金持有》,《管理世界》2018年第11期。

与控制权的大小呈正比。本文以前十大股东中非国有股东委派董事数量与董事会规模之比来衡量控制权水平。

5. 国有企业资产保值增值水平

借鉴独正元、吴秋生^①的研究,本文依据《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》,采用经济增加值与总资产比值测度国有企业资产保值增值指数(Pva)。

6. 市场化程度

关于市场化程度的度量,本文采用樊纲等编写的《中国分省份市场化指数报告 2018》中各地区市场化程度得分指标,衡量企业所面临的外部制度环境差异,指数越高则市场化程度越高。由于该报告中数据截止到 2016 年,缺少 2017、

2018、2019 年数据,但俞红海等研究发现地区的治理环境具有稳定性和延续性^②,本文借鉴连军^③的方法,直接采用 2016 年市场化进程指数作为 2017、2018、2019 年替代数据。

7. 控制变量

在之前学者研究的基础上,本文选取了公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、公司成长性(Growth)、自由现金流量(CFO)、总资产收益率(Roa)、政府补助(Sub)、公司年龄(Age)、控股股东性质(Sha)等控制变量,并且设置了年度虚拟变量(Year)、行业虚拟变量(Industry)控制年份和行业对因变量的影响。各变量具体描述如表 1 所示。

表 1 主要变量的符号、名称、定义及描述

变量符号	变量名称	变量定义及描述
Pva	国有企业资产保值增值水平	EVA/总资产
Mixra	混改深入性	前十大股东中非国有股东持股比例之和
Mixnum	股权多样性	前十大股东中只有一种产权性质的股东时,混合主体的多样性 Mixnum = 1,以此类推
Balance	股权制衡度	ES>EP,则 Balance = EP/ES;若 ES<EP,则 Balance = ES/EP
Con	控制权	非国有股东委派董事数量/董事会总人数
Mar	市场化程度	市场化程度指数
Size	公司规模	公司总资产的对数
Growth	公司成长性	公司营业收入的增长率
Lev	资产负债率	公司总负债/总资产
Roa	总资产收益率	净利润/总资产
CFO	现金流量	经营现金净流量/总资产
Sub	政府补助	公司获得政府补助的自然对数
Age	公司年龄	公司上市年龄
Sha	控股股东性质	第一大股东性质为国有股时取值为 1,否则为 0
Year	年份哑变量	年份哑变量
Industry	行业哑变量	参考证监会行业分类(2012)的标准

(三) 模型设计

研究国有企业混合所有制改革程度对国有企业资产保值增值的影响,本文在回归模型的基础上,引入混合所有制改革程度(Mix)变量,其中从股权深入性(Mixra)、股权多样性(Mixnum)、股权制衡度(Balance)、控制权(Control)四个方面全面

考虑混合所有制改革程度对被解释变量国有企业资产保值增值(Pva)的影响,以检验上文中提出的假设,模型设置如下:

$$Pva_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Mix_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Growth_{i,t} + \alpha_5 CFO_{i,t} + \alpha_6 Roa_{i,t} + \alpha_7 Sub_{i,t} + \alpha_8 AGE_{i,t} + \alpha_9 Sha_{i,t} + \sum Year + \sum industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

①独正元,吴秋生:《非国有股东治理与国有企业资产保值增值》,《统计学报》2020年第1期。

②俞红海,徐龙炳,陈百助:《终极控股股东控制权与自由现金流过度投资》,《经济研究》2010年第8期。

③连军:《政治联系、市场化进程与权益资本成本——来自中国民营上市公司的经验证据》,《经济与管理研究》2012年第2期。

为缓解回归模型中存在的异方差和时间序列相关问题,本文对回归系数的标准误差在公司层面进行了 cluster 调整。

四 实证检验与分析

表2列出了本文主要研究变量描述性统计分析结果。由结果可以看出,国有企业资产保值增值指标(Pva)的均值为-0.003,说明我国商业类国有企业资产保值增值水平整体不高。混改深入性(Mixra)均值为0.118,说明我国国有企业中非国有股权比例为11.8%,最大不超过60%。股权多样性(Mixnum)均值为3.119,说明我国国企平均拥有3种以上异质股权的股东。股权制衡程度(balance)均值为0.291,说明我国国有企业中国有资本与非国有资本相互制衡度不高。控制权(Con)的均值为0.037,进一步说明目前我国的混合所有制改革仅仅是在股权结构方面引入非国有资本,并没有过多给予非国有资本进入董事会的权力。市场化程度指数(Mar)最大值为9.877,最小值为2.371,说明不同地区不同国企间市场化程度差距较大。上述结果表明,截止到2018年底我国国有企业混改程度普遍不高,还有待进一步深化改革。

(一) 描述性统计

表2 主要研究变量的描述性统计分析

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Pva	10 460	-0.003	-0.001	0.028	-0.228	0.131
Mixra	10 460	0.118	0.116	0.093	0.001	0.546
Mixnum	10 460	3.119	3	0.122	1	5
Balance	10 460	0.291	0.301	0.274	0.013	0.925
Con	10 460	0.037	0.028	0.031	0	0.48
Mar	10 460	7.231	7.109	1.878	2.371	9.877
Size	10 460	23.32	22.87	1.921	18.67	26.42
Lev	10 460	0.533	0.542	0.819	0.081	0.942
Growth	10 460	0.151	0.099	0.315	-0.189	5.241
CFO	10 460	0.046	0.048	0.031	-0.116	0.265
Roa	10 460	0.032	0.029	0.059	0.058	0.147
Sub	10 460	0.006	0.004	0.021	0	1.175
Age	10 460	16.25	17	5.26	1	34
Sha	10 460	0.908	1	0.324	0	1

(二) 混改深入性与国有企业资产保值增值回归结果分析

表3列出了混合所有制改革程度与国有企业资本配置效率的回归分析结果。从表3第(1)列可以看出股权深入性(Mixra)与国有企业资产保值增值(Pva)系数为0.006(t=2.78),在1%显著

性水平下正相关,即随着非国有资本比例的增大,对国有企业资产保值增值有正相关性。实证结果与理论分析一致,表明假设1合理。说明随着非国有资本的引入加深,在企业实现股权多元化的同时使附着在不同资本主体上的各种资源可以优势互补,在国有资本保值增值的同时促进了我国国有企业的资本配置。

表3 混合所有制改革程度与国有企业资产保值增值关系回归结果

	基础模型组			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	混改深入性	股权多样性	股权制衡度	控制权
Mixra	0.006*** (2.78)			
Mixnum		0.018** (2.03)		
Balance			0.016** (2.35)	
Con				0.023*** (2.91)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
N	10 460	10 460	10 460	10 460
Adj.R-sq	0.347	0.338	0.339	0.326

注:***p<0.01、**p<0.05、*p<0.1;括号内为t值;限于篇幅,本表未一一列出控制变量的回归结果。

(三) 混改股权多样性与国有企业资产保值增值回归结果分析

从表3第(2)列可以看出前十大股东股权多样性与国有企业资产保值增值(Pva)系数为0.018(t=2.03),在5%显著性水平下正相关,可以反映出股权多样性越丰富,国有企业资产保值增值效果越好。实证结果与理论分析一致,表明假设2合理。说明实施混合所有制改革,国有企业混合主体中非国有资本的引入,能够有效解决国有股份“一股独大”所造成的所有者缺位和内部人控制等问题,强化了市场在资本配置中起决定性作用的地位,有效提升了企业资本配置,实现国有资产保值增值。

(四) 混改股权制衡度(融合度)与国有企业资产保值增值回归结果分析

从表3第(3)列可以看出股权制衡度与国有企业资产保值增值系数为0.016(t=2.35),在5%显著性水平下正相关,即股权制衡度越高,越容易

实现国有企业资产保值增值。实证结果显示与理论分析一致,说明假设 3 成立。即当国有股东与非国有股东形成相互制衡时,有利于更有效地发挥公司治理效应,有利于完善股权配置结构,提高国有企业运营效率与资本配置效率。

(五)非国有股东控制权与国有企业资产保值增值回归结果分析

从表 3 第(4)列可以看出非国有资本控制权与国有企业资产保值增值的回归系数为 0.023 ($t=2.91$),为显著正相关关系。说明从控制权结构维度来看,非国有资本参与国有企业治理有利于国有企业资产保值增值,说明假设 4 成立。

为检验假设 5,在基准模型(1)基础上引入市场化程度哑变量,根据市场化程度指数中位数

7.109将样本分为高低两组。从表 4 第(1)、(3)、(5)、(7)列可以看出,混改深入性、股权多样性、股权制衡度和控制权对国有企业资产保值增值都在市场化程度较高地区存在显著正相关效应,但显著性有所不同,对应的交叉系数分别为 0.012 ($t=2.71$)、0.001 ($t=2.13$)、0.005 ($t=2.36$) 和 0.016 ($t=2.83$),对应分别在 1%、5%、5%、1% 显著性水平下有正相关效应。说明在市场化程度较高地区,参与混改国有企业中国有资本和非国有资本之间能更好地形成相互包容的企业文化,不同混合主体间可以相互学习,经验借鉴。同时,在完善的制度环境下,信息透明度较高,非国有股东获取信息较低,促进了混合主体优势互补,有利于实现国有企业资产保值增值。

表 4 按市场化程度分组的回归结果

	混改深入性组		股权多样性组		股权制衡度组		控制权组	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	高市场化地区	低市场化地区	高市场化地区	低市场化地区	高市场化地区	低市场化地区	高市场化地区	低市场化地区
Mixra	0.012*** (2.71)	0.0023 (1.30)						
Mixnum			0.001** (2.13)	0.005 (1.23)				
Balance					0.005** (2.36)	0.041 (1.45)		
Con							0.016*** (2.83)	0.024 (1.39)

注:*** $p<0.01$ 、** $p<0.05$ 、* $p<0.1$;括号内为 t 值,本表未一一列出控制变量的回归结果。

(六)稳健性检验

为了检验研究结论的稳健性,本文对基本回归结果做了如下稳健性检验:(1)对混合所有制改革程度滞后一期 (Mix_{t-1}) 处理进行稳健性检验,避免因变量与自变量的反向因果关系,主要研究结论如表 5 所示。(2)替换因变量,参考祁怀锦等的研究方法,依据《国有资产保值增值考核试行办法》相关内容,采用国有资产保值增值率来衡量国有企业资产保值增值水平,主要研究结论仍与上述研究结论相同。(3)参考 Kusnadi^①的做法,用混合所有制改革深入性、股权多样性、股权制衡度和控制权的平均值作为各自的工具变量再进行回归分析。全样本检验及分组检验回归分析结果与主检验结果基本一致,结论较为稳健,因篇幅所限,结果未予报告。

表 5 自变量滞后一期回归分析结果

	混改深入性	股权多样性	股权制衡度	控制权
Mixra	0.012*** (2.70)			
Mixnum		0.031** (2.42)		
Balance			0.025** (2.33)	
Con				0.018*** (2.81)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
N	10460	10460	10460	10460
Adj.R-sq	0.307	0.313	0.297	0.289

注:*** $p<0.01$ 、** $p<0.05$ 、* $p<0.1$;括号内为 t 值。限于篇幅,本表未一一列出控制变量的回归结果。

^①Kusnadi Y, Yang Z and Zhou Y. "Institutional Development, State Ownership and Corporate Cash Holdings: Evidence from China", *Journal of Business Research*, 2015, 68(2): 351-359.

(七) 进一步分析混合所有制改革、资本配置效率与国有企业资产保值增值

从资源配置的视角分析,资本运营与配置作为企业资本管理的关键要素,是确保国有资本保值增值的重要方面。国有企业存在的“一股独大”问题会造成资本配置效率低下,不利于国有资产保值增值^①。混合所有制改革打破了单一的股权性质在资本运营与配置方面的限制,促进了不同股权性质资本之间有效兼容,发挥各自的优势。同时,在国有产权结构中积极引入非国有资本,有助于降低国有资产所有者与经营者之间代理问题,增强国有经济活力,从而实现国有资本保值增值。

上述回归分析结果表明,随着混合所有制改革的加深,国有企业资本配置效率也得到了显著提高。结合上述分析,本文进一步研究混合所有制改革、资本配置效率与国有资产保值增值三者之间的关系,为检验资本配置效率的中介效应,本文在模型(1)的基础上简化成模型(2),并构建模型(3)和模型(4)如下所示:

$$Cap_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Mix_{i,t} + \alpha Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Pva_{i,t} = c_0 + c_1 Mix_{i,t} + \alpha Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Pva_{i,t} = c_0 + c_1' Mix_{i,t} + c_2' Cap_{i,t} + \alpha Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

因资本配置效率指标要作为自变量研究对资产保值增值的影响,参考祁怀锦等^②的研究方法,采用投资回报率与资本成本率的比值来度量资本配置效率(Cap)。表7报告了混合所有制改革、资本配置效率与国有企业资产保值增值三者间回归分析结果。结果表明模型(2)中系数 α_1 均显著为正,说明混合所有制改革显著提升了国有企业资本配置效率。模型(3)中系数 c_1 分别为0.009、0.019、0.01和0.02,均显著为正,说明混合所有制的实施有利于实现国有资产保值增值。模型(4)中系数 c_2' 均显著为正,同时系数 c_1' 分别为0.016、0.013、0.011和0.021,也都显著为正,说明资本配置效率(Cap)在国企混改和国有资产保值增值水平中发挥了部分中介效应。

表6 混和所有制改革、资本配置效率与国有企业资产保值增值的回归结果

	混改深入性			混改多样性			混改制衡度			控制权		
	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
	Cap	Pva	Pva	Cap	Pva	Pva	Cap	Pva	Pva	Cap	Pva	Pva
Mixra	0.007*** (2.88)	0.009*** (2.91)	0.016*** (2.66)									
Mixnum				0.028** (2.24)	0.019*** (2.71)	0.013** (2.47)						
Balance							0.016** (2.37)	0.01*** (2.69)	0.011** (2.54)			
Con										0.013*** (2.76)	0.02*** (2.82)	0.021*** (2.72)
Cap			0.008* (1.72)			0.007* (1.81)			0.008* (1.79)			0.011** (2.02)
N	10 460	10 460	10 460	10 460	10 460	10 460	10 460	10 460	10 460	10 460	10 460	10 460
Adj.R-sq	0.301	0.307	0.309	0.311	0.313	0.301	0.309	0.298	0.307	0.289	0.292	0.298

注:***p<0.01、**p<0.05、*p<0.1;括号内为t值。限于篇幅,本表未一一列出控制变量的回归结果。

五 研究结论与政策建议

本文采用2009~2019年我国A股商业类国有上市企业为样本数据,研究了混合所有制改革引起的股权结构和控制权结构变化对国有企业资

产保值增值的影响。得到以下研究结论:(1)非国有资本占总资本比例、国企混改所形成的股权多样性、股权制衡度(融合度)和非国有资本控制权都与国有企业资产保值增值在一定显著性水平

^①郭檬楠,吴秋生:《国企审计全覆盖促进了国有资产保值增值吗?——兼论国资委国企监管职能转变的调节效应》,《上海财经大学学报》2019年第1期。

^②祁怀锦,李晖,刘艳霞:《政府治理、国有企业混合所有制改革与资本配置效率》,《改革》2019年第7期。

下正相关,即在国企进行混合所有制改革中引入非国有资本有益于实现国有企业资产保值增值。(2)在外部制度环境较为完善或市场化程度较高的地区,混合主体股权混合对国有企业资产保值增值的提升作用更为明显。(3)混合所有制改革通过提升国有企业资本配置效率最终有益于国有资本保值增值,中介机制检验表明,资本配置效率的提升发挥了部分中介效应。

政策建议:(1)合理配置非国有资本比例,充分发挥非国有资本治理作用,并形成股权融合机制,发挥股东之间的制衡作用。非国有资本能给国有企业带来活力和竞争力,有利于国有企业在当前市场环境下提升资本配置效率,实现国有资

产保值增值。(2)在国有企业混合所有制改革过程中,最重要的是要对国有和非国有资本实施公正平等的待遇,完善相关法律法规保障,使各类不同性质资本平等地参与市场竞争,加速推进国有企业公开、公正、市场化运营模式。(3)切实按照市场化竞争机制推进国有企业去行政化,完善职业经理人选聘制度,增加在市场化竞争情况下聘任管理人员的比例,确保对国有企业主要高层管理人员考核、激励、约束、报酬等都按市场化规范管理。(4)国有企业在推行混合所有制改革进程中不能搞一刀切,也不能只是简单地混而混,要视情况分门别类逐步推进,确保国有资产保值增值。

The Influence of the Degree of Mixed Ownership Reform on the Preservation and Appreciation of State-owned Enterprises' Assets

LIAO Zhi-chao & WANG Jian-xin

(Chinese Academy of Fiscal Sciences, Beijing 100142, China)

Abstract: The mixed ownership reform has a significant positive correlation with the preservation and appreciation of state-owned enterprises' assets. On the basis of group research, a comparative analysis is made from the institutional environment. Results show that the in-depth nature of the mixed-ownership reform, the degree of equity diversification and the degree of equity balance, and the control of non-state capital have a positive correlation effect on the preservation and appreciation of state-owned enterprises' assets. Further research finds that the mixed reform can achieve the goal of maintaining and increasing the value of state-owned capital by improving the efficiency of state-owned enterprise capital allocation.

Key words: mixed ownership reform; state-owned enterprises; capital allocation efficiency; preservation and appreciation of state-owned assets

(责任校对 龙四清)