

参股民企能提高国资报酬率吗?

吴秋生,任晓姝

(山西财经大学 会计学院,山西 太原 030006)

摘要: 国有资本参股民营企业能否实现民营资本和国有资本的双赢是目前待研究的问题。以 2013—2020 年沪深 A 股的商业类国有企业为研究样本,分析国有资本参股民营企业对国有资本投资报酬率的影响,以及地区市场化程度和国有股东治理对上述关系的调节作用。研究发现,参股民企可以显著提升国有资本报酬率,并且在市场化程度较高的地区,在入股民企后国有股东委派董事、监事或高管进一步参与民营企业治理的情况下,这种提升作用更明显。经过一系列稳健性检验后,结论依然成立。机制检验发现,国有资本参股后,民企经营绩效提高增加了国企的投资收益,进而促进了国有资本保值增值。研究对于推进民营企业混合所有制改革,促进国有资本有效利用以及实现各类所有制经济主体的共同发展有一定的启示意义。

关键词: 国资参股; 国资报酬率; 混合所有制; 市场化程度; 国有股东治理

中图分类号: F276.1 **文献标志码:** A **文章编号:** 1672-6049(2022)05-0033-11

一、引言

混合所有制改革不仅包括国有企业引入民营资本,也包括国有企业参股民营企业^[1]。早在十八届三中全会,我国便明确提出了要促进国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合,鼓励发展非公有资本控股的混合所有制,以利于国有资本放大功能,以利于各种所有制资本优势互补。自 2018 年以来,内有经济转型、需求结构调整与政府“去杠杆”的推进,外有经济因素不确定性的提高、中美贸易摩擦与人民币贬值风险的提高^[2],部分民营企业陷入财务危机。习近平总书记在 2018 年 11 月民营企业座谈会上明确提出了六大举措帮助民营经济解决困难。为帮助民营企业纾困,同时也为了提升国有资本竞争力,促进国有资本保值增值,各地国资委和国有企业纷纷对民营企业进行股权投资。国资参股民企的问题得到了学者越来越多的关注,因此,研究国资参股民营企业的经济后果对于正确看待民营企业的混合所有制改革具有重大意义。

现有关于国资参股民企的研究,普遍基于民营企业视角,以民营企业为研究样本,分析国有股权对民企经营绩效、创新投入、投资效率、税负等各个方面的影响^[1,3-4],或认为国有股权弥补了民营体制的先天劣势进而促进了民营经济的发展,或引发了“国进民退”的担忧和争议。国有资本投资民营企业,发挥国有股权优势为民营企业纾困,进而推动我国经济高质量发展,但是这必然要建立在防范国有资产流失及提升我国国有资本利用率的基础上。评价国资参股的经济后果,一方面应考虑对民营企业经营绩效的影响,另一方面也应分析对国有资本报酬率的影响。

为更加客观全面地看待国资参股民企的这一经济行为,拓宽对于混合所有制改革的认识,本文以

收稿日期:2022-03-14; 修回日期:2022-08-27

基金项目:国家自然科学基金面上项目“国家审计、协同监督与国有资产保值增值”(71872105)

作者简介:吴秋生(1962—),男,江苏东台人,管理学博士,博士生导师,山西财经大学会计学院教授,研究方向为公司治理与审计理论;任晓姝(1998—),女,山西汾阳人,山西财经大学会计学院硕士研究生,研究方向为公司治理与审计理论。

2013—2020年沪深A股商业类国有企业为研究样本,研究参股民企能否提升国资报酬率,以期另辟视角,为论证国资参股民企的合理有效性提供经验证据。一方面,研究了该行为的主要外部环境因素,即市场化程度,亦即企业所处基本经济、法律、社会、政治制度的总和,对上述关系的影响;另一方面,研究了其主要行为特征,即国有股东治理,亦即国有股权在治理维度上作用的发挥,对上述关系的影响。厘清两者对于参股民企的保值增值调节作用,可以为充分发挥国资参股民企的作用寻找基本路径。实证研究发现,国有企业参股民企可以显著提升国资报酬率,而在市场化程度高的地区,国有股东进一步参与民企治理时,上述关系可以得到强化。

本文的边际贡献体现在:第一,不同于已有研究主要关注国资参股民企对民企有关方面的影响,本文则研究国资参股民企对国企国资报酬率的影响,既丰富了国资参股民企经济后果的研究,有利于更加全面客观地评价国资参股民企的经济后果,也丰富了对国有资产保值增值影响因素的研究,丰富了提高国资报酬率的途径;第二,深入研究了市场化程度和国企参与民企治理的外部环境调节和内部作用机制,对政府和国企通过国资参股民企促进国资保值增值有启示作用。

二、文献综述

(一) 国资参股民企的经济后果

目前关于国有股权入股民营企业经济后果的研究都是基于对民营企业的影响,得到了态度不一的结论。一部分学者认为政府扮演着“看得见的手”的协同角色,国有股权确实实现了纾困民营企业的目的。由于我国经济体制的特殊性,政府在资源垄断和优质资源分配上的话语权,使得民营资本较之国有资本存在先天弱势^[5],而国有股权的进入有助于民营企业弥补“天然缺陷”^[6]并缓解融资约束和投资不足,进而提升融资便利性^[7]并减轻其在投融资时所受的歧视。国资参股可视为一种政治资本,其带来的资源效应与治理效应会使民企利用其资本部分国有化的身份说服政府官员在资源配置过程中做出有利于自身的决策^[8],以此收获更多的发展资源与便利条件,促使其有机会进入高壁垒行业,谋求更大的发展空间。而且,国资带来的资源还会改善民企的创新活动,使企业加大创新投入,提升企业创新意愿,利于民企提高自身竞争力与长期稳定发展。在企业面临财务窘境的极端情况下,国有股权的存在也可以使企业免于破产^[9]。另外,在民营经济发展落后的地区,民营控股公司更希望通过引入国有股权进而与政府形成政治关联^[10]。

但是也有一些学者存在争议,认为国资参股不利于民企发展。一方面,民营企业中国有股权的存在形成了其与政府联系的纽带,会使民企更多地投入社会公共事业,承担社会责任,而降低经营绩效。政府还会干预民营企业的经营,不利于民企提升治理水平以及积极进行创新活动^[11],而且还会降低参股企业的投资效率,与其他股权之间形成“肌理不调”,不利于企业整体发展。另一方面,政府对于发生国资参股的民企的关注,可能会不利于市场资源的有效分配,从而对整个经济市场发展产生消极作用^[12-13]。甚至有观点认为,国有股权进入民企只是出于在重要行业巩固控制权的政治目的,而不是为了改善绩效。此外,基于税负角度的研究,认为企业中的国有股占比越高,企业面临的实际税率越高,而且在未享受税收优惠的公司中,国有股权的正向税负效应更强^[4]。

(二) 关于国资报酬率的影响因素

关于提升国资报酬率及促进国企资产保值增值的研究大部分基于传统视角。我国国有企业具有普遍的“一股独大”和内部人控制问题^[14],缺乏有效的内外部监管体系,加上其所需承担的社会责任目标,使国有企业治理问题突出,资产配置效率较低,甚至出现国有资产流失的现象。另外,国有企业内部人员出于开展“锦标赛”和构建“商业帝国”的动机,会造成国企投资效率低下、国有资本利用率不高^[15]等弊端。现有研究主要从加强外部监管、加强国有资本预算管理^[16]、产权多元化、政府审计^[17]等方面寻求提升国企绩效。此外,高管政治晋升、高管团队任务断裂带^[18]以及高管与员工之间的薪酬差距^[19]也会影响国有资本效率。

另一些学者在国有企业混合所有制改革背景下探讨国有资本的保值增值。混改后国企的股权制衡度会在一定范围内促进企业绩效,交易型机构投资者持股也与国企并购绩效表现出正相关关

系^[20]。非国有股权的进入促进了国有资本保值增值目标的实现,而非国有股东委派董事参与国企治理能够进一步降低国企政治成本和代理成本^[21],从而提升国资报酬率。

(三) 市场化程度的影响作用

公司的经营发展受其外部环境的制约,而市场化程度作为衡量公司一系列经济、社会、法律制度的一个综合指标,对于企业经营绩效与治理水平会产生促进或约束作用。我国的市场化进程虽然取得了较大成功,但在不同地区表现出了极大的差异^[22]。在市场化程度高的地区,法律法规建设较完善,公司治理水平较高,公司信息更加透明^[23],市场机制在资源配置中所起的主导作用更强。而在市场化水平不高的地区,比如中西部地区,法治化水平相对越差,政府更多扮演着“干预型”而非“服务型”的角色,市场竞争机制以及价格机制等各种市场机制对公司经营的影响作用较弱。作为一个基本的制度环境因素,市场化程度对于该地区企业的投资行为、资本成本、现金持有和财务业绩等方面都会产生很大影响^[24-25],现有关于国资参股经济后果的研究鲜少考虑所在地区市场化程度的调节作用。

(四) 关于参股股东治理的研究

现有关于混合所有制改革的研究,大部分关注国有企业中的非国有股权,并从股权与治理权两个维度分析非国有股权的影响。非控股股东参股后,会通过委派董事、监事以及高管来进一步参与企业的治理与决策。一些学者认为,混合所有制改革仅停留在资本结构方面是不够的,只有参股股东切实参与企业的经营管理,才能有效发挥其资本优势^[23]。混合所有制改革不仅要在股权层面“混”,更要在治理结构层面“合”。具体来说,非国有股东委派董事、监事及高管参与国企治理有利于改善国企高管的薪酬业绩敏感性,抑制国有企业金融化^[26]和国有企业高管腐败,提高国企创新水平^[27],而在单纯非国有股东持股的情况下,这种作用则不显著。另外,以非国有董事投非赞成票行为代表的非国有董事治理积极性,会有效促进国企资产保值增值^[28]。目前关于民企混改的研究仅停留在股权结构层面,未进一步分析治理结构层面的作用。

(五) 文献评述

已有文献主要关注国有股权对于民营企业的作用,但关于其促进国有资本保值增值目标实现的研究比较少见。已有文献主要关注国有企业引入非国有股权对国资报酬率的影响,尚未有文献关注国资参股民企对国资报酬率的影响。研究发现市场化程度有广泛的调节影响,但尚未有文献研究其对国资参股民企保值增值效应的影响。现有研究关注到了非国有股东参与国企治理对资本混合度与国资保值增值的影响,但尚未有文献研究国有股东参与民企治理对国资参股民企保值增值效应的调节作用。所有这些均为本文研究提供了机会。

三、理论分析与研究假设

(一) 参股民企与国资报酬率

在我国以公有制为主体,多种所有制经济并存和共同发展的基本经济制度下,国有股权与民营股权各存在优势与劣势,混合所有制改革的目的是使各类经济主体优势互补,共同推进我国经济高质量发展^[29]。国有股权参股民营企业不仅对民营企业发展有利,而且对国有企业放大有国有资本功能也有利。这种有利影响主要包括以下方面。

国资参股民企可以缓解民企融资约束^[7],包括直接增加民企资本和扩大民企融资能力,提升投资者、债权人、供应商等利益相关方对民企的信任,从而降低民企的融资成本和经营成本^[30],促进民营企业发展壮大和价值增值。同时,国资参股民企可以将国企拥有的政治资本和资源外溢给民企。一是,使民企有机会进入高利润率的垄断行业,提高民企的政治声誉。二是,增强民营企业的股权制衡,提升民企投资效率。三是,避免管理层与大股东的自利行为,促进民企绩效水平的提高^[3,31]和价值增加,由此提高国企的投资报酬,包括投资核算成本法下的资本增值和分红收益增加,或权益法下的投资收益增加,实现国有资本保值增值。

当然,凡事有利有弊,国资参股民企由此可能出现国企高价并购民企,进行非法关联交易,借参股民企转移国有资本等问题,从而造成国有资本的流失。这些问题可以通过加强国有资本运营监管进

行有效遏制,由此实现国资参股民企的扬长避短。

基于上述分析,本文提出假说1。

假说1: 参股民企后会使国资报酬率得到提升。

(二) 市场化程度的调节作用

我国不同地区市场化进程不尽相同^[32],而外部治理环境对企业行为具有重要影响,这就使不同市场化地区参股民企对国有资本的影响作用有所差异。市场化水平高意味着良好的外部监督与内部治理水平,会强化参股民企对国资报酬率的提升作用。

一方面,较之市场化发展水平低的地区,市场化程度高的地区的相关法律法规建设更加完善,国有资本的外部监督体系也更加有效。具体地,国资参股民企后,将会制约管理层的机会主义和谋私行为,追求实现国有资本的有效利用,使监督激励职能和决策指导职能得到充分发挥^[33],而不是为了政治业绩和仕途晋升对参股民企进行较多的行政干预。同时在市场化机制完善的环境中,也会增强参股民企形成战略联盟,降低交易成本,稳定产业链布局。

另一方面,良好的制度环境意味着更加完善的资本市场、较高的民企治理水平和信息透明度,民营企业的资本逐利行为在市场主导的竞争性环境中也更有效,这会强化民营企业对国有资本的有效利用。而在市场化不完善的地区,市场竞争机制以及价格机制等各种市场机制对公司经营的影响作用较弱^[34],这会弱化非国有经济的优势,不能显著发挥混改目的。总的来说,市场化的发展为民营企业对国有资本的有效利用提供了一个良好的制度环境。

基于上述分析,本文提出假说2。

假说2: 市场化程度会强化参股民企对国资报酬率的提升作用。

(三) 国有股东治理的调节作用

公司法规定,单独或者合计持有公司3%以上股份的股东具有提名董事资格人选的权利。国有企业参股民企后,会因资源效应与监督效应促进民企绩效。但是非控股股东在混合所有制企业中只有少部分股权,缺乏话语权^[23],这种促进作用是有限的。为了解决这个问题,一些国有股东会选择委派董事、监事以及高管进一步参与民企治理和管理,这不但意味着国资在民企中有更强的股权制衡作用,而且增加了国有股东直接参与民企经营与财务政策制定的机会,使国资参股民企的功能作用得到切实发挥。

我国民营企业普遍存在“一股独大”的情况,控股股东常常通过“掏空”或“隧道行为”来达到自身利益最大化。国有股东直接参与民企治理会基于实现国有资本保值增值目的,对民企大股东与高管的不当行为起到威慑与制衡作用,对民企决策进行监督与约束,使民企管理更加规范化,更有效提升民企治理水平。国有股东委派董事、监事或高管直接参与民企经营管理活动,不但能够直接参加民企经营与财务政策制定,而且能够对民企内部信息有更多了解,提高自身投资决策的有效性和参与民企治理的有效性,更好地维护自身利益和促进民企发展。

由于国有股东委派董事、监事以及高管能够更有效地维护国企自身权益,促进民企治理效率和管理水平的提高,因此能促进民企的价值创造和分红,最终实现国资保值增值,提高国资投资报酬率。

基于上述分析,本文提出假说3。

假说3: 国有股东治理会强化参股民企对国资报酬率的提升作用。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

为避免国企非经济目标对研究结果的干扰,本文选取2013—2020年沪深A股商业类国有企业为研究样本,选择以2013年为研究起始点的原因是十八届三中全会明确提出要促进不同所有制资本交叉持股以实现优势互补。本文基于CSMAR数据库提供的上市公司股权性质确定初始样本,并对数据进行如下处理。一是,剔除属于特殊处理与特别转让类的样本公司;二是,剔除属于金融行业的样本

公司;三是剔除主要数据缺失的样本公司。并对样本数据中的所有连续型变量在1%和99%水平上进行缩尾处理,最终得到6850个年度观测值。本文的研究数据主要来源于CSMAR数据库,实证研究主要通过Stata15.1完成。

(二) 主要变量说明

1. 国资报酬率的衡量

国资报酬率包括国资参股民企后实现的投资(股票)溢价和分得的红利,其将致国企价值增值。因此,本文将经济增加值与总资产的比值(EVA)作为因变量。在控制了其他因素影响后,该指标越大,说明参股民企实现的国资报酬率越高。

2. 国有企业参股民企的衡量

用虚拟变量度量国资参股民企,在样本国有企业中对民营企业进行股权投资的定为实验组, *Treat* 取值为1,对照组取值为0。另外,在参股民企的当年年度及以后年度 *Post* 取值为1,其余取值为0。

3. 市场化程度的衡量

市场化程度用各省份市场化总指数评分来衡量,该指数越大,说明地区市场化程度越高。该报告仅披露了2008—2016年的数据,由于各地区市场化水平发展的稳定性,参考已有做法^[22],将2017—2020年市场化指数数据用2016年数据替代。同时,当公司所在地区的市场化指数大于当年所有地区市场化指数的中位数时,视为高市场化程度组,否则为低市场化程度组。

4. 国有股东治理的衡量

借鉴蔡贵龙等^[23]定义非国有股东治理的做法,本文以国有股东是否委派董事、监事或高管(*WP*)界定国有股东治理。若民营企业董事、监事及高管在其国有股东单位任职,则视为国有股东参与治理,*WP*取值为1,否则为0。

5. 控制变量

如表1所示,借鉴已有研究^[21],本文选取的控制变量有第一大股东持股比例(*Top1*)、流动比率(*Lratio*)、资产负债率(*Lev*)、董事会规模(*Board*)、独立董事比例(*Outsize*)、是否两职合一(*Dual*)、营业收入增长率(*Growth*)和企业规模(*Size*),并且控制了年份(*Year*)和行业(*Ind*)因素。

(三) 模型构建

构建下设多期DID模型检验的假说1和假说2。

$$EVA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

在(1)式中,被解释变量为经济增加值与总资产的比值(EVA),解释变量为国企是否参股民营企业(*Treat*)与参股前后时间变量(*Post*)的交乘项 *Treat* × *Post*,控制变量含义见表1。预期交乘项回归系数显著为正,再按照市场化程度虚拟变量(*Mkt*)将样本分为市场化程度高与市场化程度低两组进行

表1 变量定义

变量类型	变量名	变量定义
国资报酬率	<i>EVA</i>	(税后净营业利润 - 资本总额 × 加权平均资本成本) / 总资产
国企参股民企	<i>Treat</i>	对民营企业进行股权投资的国有企业样本 <i>Treat</i> 取值为1,否则为0
	<i>Post</i>	在参股民企当年及以后年度 <i>Post</i> 取值为1,其余为0
市场化程度	<i>Mkt</i>	样本公司所在地区的市场化指数大于当年所有地区市场化指数的中位数时, <i>Mkt</i> 取值为1,否则为0
国有股东治理	<i>WP</i>	若国有企业委派董监高参与民企治理, <i>WP</i> 取值为1,否则为0
	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
	<i>Lratio</i>	流动资产 / 流动负债
	<i>Lev</i>	企业负债总额占企业资产总额的百分比
	<i>Board</i>	董事会人数的自然对数
	<i>Outsize</i>	独立董事人数 / 董事会总人数
控制变量	<i>Dual</i>	当公司总经理与董事长为同一人时取值为1,否则为0
	<i>Growth</i>	营业收入增长率
	<i>Size</i>	公司总资产的自然对数
	<i>Year</i>	年度虚拟变量
	<i>Ind</i>	行业虚拟变量

分组回归 检验假说 2。本文预期在市场化程度较高的样本中 $Treat \times Post$ 回归系数更显著。

构建下设模型 检验假说 3。

$$EVA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WP_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

为提高研究结果的准确性 在检验参股民企基础上国有股东治理的作用时 将研究样本缩小为对民营企业进行了股权投资的国有企业。其中,被解释变量为经济增加值 (EVA) ,解释变量为国有股东治理 (WP) 。预期 WP 的回归系数显著为正。

五、实证分析

(一) 主要变量的描述性统计

表 2 给出了主要变量的描述性统计结果。 EVA 的平均值为 0.00 ,标准差为 0.05 ,最小值为 -0.21 ,最大值为 0.13 ,表明样本企业资产保值增值水平一般,且存在一定差异。 $Treat$ 的平均值为 0.09 ,标准差为 0.28 ,说明国有上市公司中对民营企业进行股权投资的比例很小 国企参股民企的混改水平一般。 Mkt 的均值为 0.75 ,标准差为 0.43 ,说明样本企业所在地区市场化程度不一,有接近 75% 的样本公司处于市场化程度较高的地区。 WP 的均值为 0.01 ,标准差为 0.07 ,国有股东参股民企后,仅有少部分进一步参与民企治理。其他控制变量不再赘述。

(二) 回归结果分析

如表 3 所示,第 2 列为假说 1 的检验结果。 $Treat \times Post$ 的回归系数为 0.005 0 ,在 5% 的水平下显著为正,支持了假说 1。这说明国有企业参股民企会提升国有资本的利用水平 实现对国资报酬率的显著提升。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数	最大值
EVA	6 850	0.00	0.05	-0.21	-0.02	0	0.02	0.13
$Treat$	6 850	0.09	0.28	0	0	0	0	1
Mkt	6 850	0.75	0.43	0	0	1	1	1
WP	6 850	0.01	0.07	0	0	0	0	1
$Top1$	6 850	38.78	15	11.65	26.88	37.59	49.96	75.73
$Lratio$	6 850	1.78	1.44	0.25	0.97	1.38	2.07	9.81
Lev	6 850	0.50	0.20	0.08	0.34	0.50	0.66	0.94
$Board$	6 850	2.19	0.19	1.61	2.08	2.20	2.20	2.71
$Outsize$	6 850	0.37	0.05	0.33	0.33	0.33	0.40	0.57
$Dual$	6 850	0.10	0.30	0	0	0	0	1
$Growth$	6 850	0.11	0.37	-0.58	-0.05	0.06	0.18	2.45
$Size$	6 850	22.88	1.36	20.20	21.90	22.70	23.70	26.60

表 3 回归结果分析

变量	EVA	高市场化程度组	低市场化程度组	委派董监高
	EVA	EVA	EVA	EVA
$Treat \times Post$	0.005 0** (2.40)	0.006 1*** (2.84)	0.010 8 (1.44)	
WP				0.010 8* (1.75)
$Top1$	0.000 4*** (10.71)	0.000 4*** (8.73)	0.000 5*** (5.61)	0.000 4*** (3.45)
$Lratio$	-0.002 0*** (-3.82)	-0.001 2** (-2.01)	-0.003 4*** (-3.37)	-0.001 3 (-0.54)
Lev	-0.074 1*** (-18.84)	-0.071 9*** (-15.94)	-0.074 6*** (-9.11)	-0.082 1*** (-6.86)
$Board$	0.018 7*** (5.84)	0.020 8*** (5.79)	0.015 3** (2.25)	0.030 5*** (3.18)
$Outsize$	0.008 9 (0.79)	0.012 9 (1.01)	0.012 4 (0.54)	-0.006 9 (-0.23)
$Dual$	0.001 7 (0.93)	0.001 0 (0.49)	0.003 8 (0.87)	-0.009 5* (-1.94)
$Growth$	0.027 1*** (18.40)	0.027 7*** (16.18)	0.024 6*** (8.58)	0.021 1*** (4.35)
$Size$	0.000 7* (1.75)	0.000 8* (1.76)	0.000 4 (0.47)	-0.002 7** (-2.23)
$-Cons$	-0.077 5*** (-5.57)	-0.075 2*** (-4.78)	-0.076 5** (-2.51)	0.037 0 (0.85)
N	6 850	5 133	1 717	521
R^2	0.155 1	0.152 8	0.176 3	0.266 4
R^2_a	0.150 8	0.147 1	0.160 6	0.223 1
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes

注:***、**和* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平下显著,括号内为 t 值。

表3的第3列和第4列报告了市场化程度对参股民企与国资报酬率关系的调节效应。在市场化程度高的样本组中 $Treat \times Post$ 的回归系数为0.0061,显著为正,而在市场化程度较低的样本组中, $Treat \times Post$ 不显著。表明所在地区市场化发展水平强化了国资参股对国资报酬率的影响。在市场化水平高的地区,参股民企更能显著促进国有资本的保值增值,支持了假说2。由表3第5列可知,在参股了民企的国有企业样本中, WP 的回归系数为0.0108,在10%的水平下显著为正,证实了假说3。说明国有企业在股权投资的基础上改变了民营企业治理结构,进一步参与民企经营决策会增强对国资报酬率的提升作用。

(三) 内生性检验

参股民营企业与国有资本报酬率之间的关系可能受到内生性问题的影响。比如样本选择性偏误,未被考虑的遗漏变量的影响以及国资报酬率高的国企更有可能参股民企的反向因果关系的影响。因此,分别使用 Heckman 两阶段模型、倾向性得分匹配-双重差分模型和工具变量法控制内生性问题。

1. Heckman 两阶段模型

莫小东^[3]、韦浪和宋浩^[35]在研究国有股权参股民企时,均使用企业所在地区的制度环境,如政府与市场关系、非国有经济发展水平、失业率等,估计国有资本参股民企的概率。借鉴已有研究,在第一阶段使用 probit 模型,将国有企业参股民企($Treat$)作为被解释变量,以各省综合市场化指数为解释变量,其余控制变量与上文一致,由第一阶段回归结果计算得到逆米尔斯比率(IMR),将其代入模型(1)中重新回归。Heckman 两阶段模型的回归结果如表4所示,在加入 IMR 后, $Treat \times Post$ 的回归系数为0.0036,依旧显著为正。

2. PSM-DID

为避免国资参股与国资报酬率之间可能存在的双向因果关系对研究结果的影响,本文运用倾向性评分匹配控制样本选择性偏误。在样本期间内发生参股民企行为的样本企业为实验组,否则为对照组。本文运用上文中的所有控制变量作为协变量对实验组进行1:3最近邻匹配,所有变量的标准偏误均在10%以下,匹配效果良好,实验组与对照组之间不存在显著差异。之后,对匹配后的样本重新进行回归以验证前文结论。在表5中,交乘项 $Treat \times Post$ 的回归系数为0.0039,显著为正,缓解内生性问题后的回归结果与前述结果无显著差异。

3. 两阶段回归

国有资本保值增值程度较好的企业更有可能对民营企业进行股权投资,为民营企业纾困,从而导致反向因果问题。采用工具变量法,选取中国人民大学国家发展与战略研究院政企关系中心发布的中国城市政商关系数据作为工具变量,该报告从“亲”和“清”两个方面对新型政商关系进行了系统评价。作为重要的政治环境因素,企业所在地区政府与企业的关系会影响当地国资与民企的混改,而且其对国资报酬率不存在直接影响。在两阶段回归中,第一阶

表4 Heckman 两阶段回归结果

变量	第一阶段 <i>Treat</i>	第二阶段 <i>EVA</i>
<i>Mkt</i>	0.1953*** (11.52)	
<i>Treat × Post</i>		0.0036* (1.70)
<i>IMR</i>		-0.0112*** (-5.68)
<i>Top1</i>	0.0000 (0.00)	0.0004*** (9.99)
<i>Lratio</i>	-0.0891*** (-3.04)	-0.0012** (-2.15)
<i>Lev</i>	0.1248 (0.71)	-0.0756*** (-18.87)
<i>Board</i>	0.2802** (2.07)	0.0190*** (5.81)
<i>Outsize</i>	1.8992*** (4.20)	-0.0022 (-0.19)
<i>Dual</i>	0.0055 (0.07)	0.0018 (0.98)
<i>Growth</i>	-0.0566 (-0.83)	0.0274*** (18.22)
<i>Size</i>	0.0219 (1.26)	0.0004 (0.97)
<i>_Cons</i>	-4.6337*** (-7.50)	-0.0426*** (-2.73)
<i>N</i>	6581	6581
<i>R²</i>		0.1625
<i>R²_a</i>		0.1587
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes

注:***、**和* 分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

段模型的 F 值为 25.9829,大于 10% 水平的临界值,不存在弱工具变量问题。在第二阶段回归中,国资参股民企变量 $Treat$ 在 10% 的水平下显著为正,控制内生性问题后,参股民企依然显著促进了国有资本保值增值。

(四) 稳健性检验

1. 安慰剂检验

为了避免样本企业国资报酬率的提升是由其他不可观测因素所致,利用反事实方法人为将国有企业参股民营企业的时间提前为实际参股时间的前三年、前两年和前一年,依据模型(1)进行回归。若 $Treat \times Post$ 不再显著,说明对民营企业进行股权投资是提升国资报酬率的主要因素,若依旧显著,说明结果不具有稳健性。在人为改变国企参股时点后, $Treat \times Post$ 均不再显著,说明国资报酬率的提升确实是由参股民企造成的,而非其他因素。

2. 改变被解释变量和市场化程度衡量指标

本部分改用市场价值指标托宾 Q 值代替经济增加值评价参股民企对国有企业的影响。同时也改变市场化程度的分组方式,当公司所在地区的市场化指数大于当年所有地区市场化指数的均值时,定义为高市场化程度组,否则为低市场化程度组。当市场化程度较高时, $Treat \times Post$ 的回归系数显著为正,而在市场化程度较低的样本组中, $Treat \times Post$ 的回归系数不显著。此外,在国有股东进一步委派董事、监事或高管参与民企治理后,国企的企业价值也得到了显著提升。

3. 考虑持股比例对国有股东治理的影响

国有股东持股比例与是否能够委派董事、监事及高管具有密切联系,在没有股权支撑的情况下,国有股东治理动力不足。因此,在模型(2)的基础上剔除参股民营企业股权比例不足 3% 的国有企业,经重新回归后得到更为可靠的结果。重新回归后, WP 的系数显著为正,在国有企业参股民企的基础上,国有股东进一步参与民企治理显著提升了国资报酬率,结果具有稳健性。

六、机制检验

在上述理论分析与假设提出部分,可以认为参股民企后国资报酬率提升的主要原因是参股民企后使得民营企业经营绩效有了更好的表现,从而增加了国企的投资收益,促进了国有资本保值增值。为了验证这一机制,进一步进行中介效应检验。

企业投资收益包括了企业以购买有价证券或以现金、实物资产、无形资产向企业以外的其他经济实体进行投资的方式获得的收益。国泰安数据库中将对外投资划分为证券投资、对其他企业的股权投资与委托理财投资三类,这里本文将国有上市公司股权投资收益作为中介变量进行实证分析。

借鉴温忠麟等^[36]提出的中介效应检验程序,具体检验步骤如下。第一步,检验参股民企与国资报酬率的回归系数是否显著,若显著,则进行下一步,否则终止检验。第二步,检验参股民企与国有企业股权投资收益的关系是否显著。第三步,将中介变量股权投资收益加入模型(1)中,在股权投资收益系数显著,的情况下,若参股民企的回归结果变得不显著,说明存在完全中介效应,若回归结果显著且系数变小,则说明存在部分中介效应。

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$EVA_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \lambda_2 Invest_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

表 5 倾向性得分匹配后的回归结果

变量	EVA
$Treat \times Post$	0.0039* (1.74)
$Top1$	0.0004*** (6.10)
$Lratio$	0.0007 (0.50)
Lev	-0.0683*** (-9.63)
$Board$	0.0192*** (3.68)
$Outsize$	0.0080 (0.46)
$Dual$	-0.0056* (-1.89)
$Growth$	0.0283*** (10.72)
$Size$	0.0004 (0.59)
$_Cons$	-0.0829*** (-3.55)
N	2074
R^2	0.1946
R^2_a	0.1812
$Year$	Yes
Ind	Yes

注:***、**和* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平下显著,括号内为 t 值。

表6 两阶段回归

变量	第一阶段 <i>Treat</i>	第二阶段 <i>EVA</i>
<i>IV</i>	0.0013*** (5.10)	
<i>Treat</i>		0.0535* (1.66)
<i>Top1</i>	0.0001 (0.29)	0.0005*** (8.17)
<i>Lratio</i>	-0.0055 (-1.09)	-0.0018** (-2.15)
<i>Lev</i>	0.0645 (1.58)	-0.0670*** (-9.61)
<i>Board</i>	0.0253 (0.77)	0.0240*** (4.40)
<i>Outsize</i>	0.1144 (1.01)	0.0048 (0.25)
<i>Dual</i>	-0.0099 (-0.52)	0.0006 (0.20)
<i>Growth</i>	-0.0231 (-1.54)	0.0239*** (9.21)
<i>Size</i>	0.0018 (0.44)	0.0004 (0.63)
<i>Constant</i>	-0.1363 (-0.93)	-0.0768*** (-3.20)
<i>Observations</i>	2544	2544
<i>R²</i>	0.062	0.058
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes

注:***、**和* 分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

表7 机制检验

变量	<i>EVA</i>	<i>Invest</i>	<i>EVA</i>
<i>Treat × Post</i>	0.0050** (2.40)	2.5179*** (11.52)	0.0045** (2.13)
<i>Invest</i>			0.0002* (1.79)
<i>Top1</i>	0.0004*** (10.71)	0.0088** (2.21)	0.0004*** (10.66)
<i>Lratio</i>	-0.0020*** (-3.82)	-0.1291** (-2.38)	-0.0020*** (-3.77)
<i>Lev</i>	-0.0741*** (-18.84)	-0.0585 (-0.14)	-0.0741*** (-18.84)
<i>Board</i>	0.0187*** (5.84)	0.6318* (1.89)	0.0185*** (5.80)
<i>Outsize</i>	0.0089 (0.79)	4.3353*** (3.70)	0.0080 (0.71)
<i>Dual</i>	0.0017 (0.93)	-0.0843 (-0.44)	0.0017 (0.94)
<i>Growth</i>	0.0271*** (18.40)	-0.2290 (-1.49)	0.0271*** (18.43)
<i>Size</i>	0.0007* (1.75)	0.0314 (0.75)	0.0007* (1.74)
<i>_Cons</i>	-0.0775*** (-5.57)	1.3210 (0.91)	-0.0777*** (-5.59)
<i>N</i>	6850	6850	6850
<i>R²</i>	0.1551	0.1890	0.1555
<i>R²_a</i>	0.1508	0.1850	0.1511
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes

注:***、**和* 分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

回归结果如表7所示。在模型(1)中,参股民企(*Treat × Post*)与*EVA*显著正相关。在模型(3)中,参股民企(*Treat × Post*)的回归系数在1%水平下显著为正,说明参股民企使得国企的股权投资收益显著提升。将三者置于同一模型中,股权投资收益(*Invest*)的回归系数仍显著为正,参股民企的回归系数也依然显著,但回归系数变小,说明参股民企后由民企绩效提升促进的国企股权投资收益的增加是国资报酬率提升的重要路径。

七、结论与政策建议

本文以2013—2020年商业类上市国有企业为样本,另辟视角评价了国资参股民企对国有资本的影响。研究发现,对民营企业进行股权投资,有益于提高国资报酬率,实现国有资产保值增值。这种混改作用在市场化程度较高的环境中且在国有企业进一步委派董事、监事及高管的情况下将会更加有效。本文的研究对推进民营企业混合所有制改革、促进国有资本有效利用、保证国有资产的保值增值及实现各类所有制经济主体的共同发展具有一定的启示作用。

基于此,本文的建议如下:(1)政府应积极推进混合所有制改革,特别是国资参股民企的混改,大力提高当地经济的市场化程度,积极优化营商环境,实现不同所有制经济的双赢,推动民营经济繁荣并发挥国有资本的放大功能。(2)国有企业不仅要响应政府号召,积极参股民营企业,缓解民企困境,促进民企发展,同时也要以实现国有资本保值增值为目的,积极参与民企治理,想方设法帮助民营企业

业发展,从而提高国有资本投资报酬率。

参考文献:

- [1]郝阳,龚六堂. 国有、民营混合参与公司绩效改进[J]. 经济研究, 2017(3):122-135.
- [2]辛静. 深市民营企业纾困方式梳理及纾困效果分析[J]. 证券市场导报, 2019(10):74-78.
- [3]莫小东. 混合所有制改革与民营企业投资效率[J]. 投资研究, 2020(10):4-19.
- [4]吴联生. 国有股权、税收优惠与公司税负[J]. 经济研究, 2009(10):109-120.
- [5]仪垂林,孙佩宇. 民营上市公司的政治关系与公司价值的实证研究[J]. 南京财经大学学报, 2011(1):60-64.
- [6]FIRTH M, MALATESTA P H, XIN Q, et al. Corporate investment, government control, and financing channels: evidence from China's listed companies[J]. Journal of corporate finance, 2012, 18(3):433-450.
- [7]杨北京,冯璐. 国有股权、企业社会责任与信贷约束[J]. 金融论坛, 2019(2):27-39.
- [8]CALOMINS C W, FISLAN R, WANG Y. Profiting from government stakes in a command economy: evidence from Chinese asset sales[J]. Journal of financial economics, 2010, 96(3):399-412.
- [9]许江波. 公司治理和破产关系的理论与实证研究——基于董事会结构和国有股比例的分析[J]. 中国工业经济, 2009(8):131-140.
- [10]杨中仑,冯莉茗,宋增基. 制度环境与国有股权的政治关联效应——对中国民营控股上市公司的一项实证研究[J]. 投资研究, 2014(7):144-157.
- [11]李文贵,余明桂. 民营化企业的股权结构与企业创新[J]. 管理世界, 2015(4):112-125.
- [12]CHEN S, SUN Z, TANG S, et al. Government intervention and investment efficiency: evidence from China[J]. Journal of corporate finance, 2011, 17(2):259-271.
- [13]HAO Y, LU J. The impact of government intervention on corporate investment allocations and efficiency: evidence from China[J]. Financial management, 2018, 47(2):383-419.
- [14]禹心郭,李瑞,任颀. 混合所有制结构、CEO来源与企业创新绩效[J]. 南京财经大学学报, 2018(1):1-10+35.
- [15]李赫美,王汀汀. 新一轮混改下的国有企业投资与创新分析——基于自然实验的政策评估[J]. 经济问题探索, 2020(12):1-15.
- [16]王瑜,暴好东. 加强国有资本监管 促进国有资产保值增值[J]. 财务与会计, 2020(4):80-81.
- [17]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[J]. 审计研究, 2018(6):25-32.
- [18]林明,董必荣,戚海峰. 上市国企高管团队任务断裂带对企业绩效的影响——实际控制人控股程度与市场竞争的调节作用[J]. 财贸研究, 2018(4):93-101.
- [19]刘春,孙亮. 薪酬差距与企业绩效:来自国企上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2010(2):30-39+51.
- [20]周绍妮,张秋生,胡立新. 机构投资者持股能提升国企并购绩效吗?——兼论中国机构投资者的异质性[J]. 会计研究, 2017(6):67-74+97.
- [21]马勇,王满,彭博. 非国有股东委派董事对国企并购绩效的影响研究[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2020(5):20-40.
- [22]杨兴全,张丽平,吴昊旻. 市场化进程、管理层权力与公司现金持有[J]. 南开管理评论, 2014(2):34-45.
- [23]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[J]. 管理世界, 2018(5):137-149.
- [24]李慧云,刘镡. 市场化进程、自愿性信息披露和权益资本成本[J]. 会计研究, 2016(1):71-78+96.
- [25]王军,郑玲,江若尘. 民营企业慈善捐赠与财务绩效的因果关系研究——基于政治关联性与市场化程度调节效应的分析[J]. 山西财经大学学报, 2016(11):103-114.
- [26]曹丰,谷孝颖. 非国有股东治理能够抑制国有企业金融化吗? [J]. 经济管理, 2021(1):54-71.
- [27]王春燕,褚心,朱磊. 非国有股东治理对国企创新的影响研究——基于混合所有制改革的证据[J]. 证券市场导报, 2020(11):23-32.

- [28] 吴秋生, 独正元. 非国有董事治理积极性与国企资产保值增值——来自董事会投票的经验证据[J]. 南开管理评论, 2022(3): 129-138 + 181 + 139-140.
- [29] 赵璨, 宿莉莎, 曹伟. 混合所有制改革: 治理效应还是资源效应? ——基于不同产权性质下企业投资效率的研究[J]. 上海财经大学学报, 2021(1): 75-90.
- [30] HAVEMAN H A, JIA N, SHI J, et al. The dynamics of political embeddedness in China[J]. Administrative science quarterly, 2017, 62(1): 67-104.
- [31] INOUE C F K V, LAZZARINI S G, MUSACCHIO A. Leviathan as a minority shareholder: firm-level implications of state equity purchases[J]. Academy of management journal, 2013, 56(6): 1175-1801.
- [32] 李晨曦. 中国国有企业与民营企业“双赢”发展策略研究[D]. 长春: 吉林大学, 2015.
- [33] 马连福, 张晓庆. 非国有股东委派董事与国有企业二元创新——投资者关系管理的调节作用[J]. 经济与管理研究, 2021(1): 88-103.
- [34] 李文贵, 余明桂. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J]. 中国工业经济, 2012(12): 115-127.
- [35] 韦浪, 宋浩. 国有股权参股对民营企业现金持有的影响研究[J]. 财经科学, 2020(9): 28-39.
- [36] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004(5): 614-620.

(责任编辑: 刘淑浩; 英文校对: 葛秋颖)

Can Equity Participation in Private Enterprises Increase Remuneration Rate of State-owned Assets?

WU Qiusheng, REN Xiaoshu

(School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, China)

Abstract: It is urgent to study whether private enterprises can achieve a win-win situation between private capital and state-owned capital. Taking Shanghai and Shenzhen A-share commercial state-owned enterprises from 2013 to 2020, this paper analyzes the influence of state-owned capital participation in private enterprises on the return rate of state-owned capital investment, as well as the regulatory role of regional marketization degree and state-owned shareholder governance on the above relationship. The study has found that participating in private enterprises can significantly improve the return rate of state-owned capital, and in areas with a high degree of marketization, when state-owned shareholders appoint directors, supervisors or senior executives to further participate in the governance of private enterprises, this promotion effect is stronger. After a series of robustness tests, the conclusion remains true. The mechanism test shows that, after the state-owned capital equity participation, the improvement of the operating performance of private enterprises increases the investment income of state-owned enterprises, thus promoting the value preservation and appreciation of state-owned capital. The study has some enlightenment significance for promoting the mixed ownership reform of private enterprises, promoting the effective use of state-owned capital, and realizing the common development of various ownership economic entities.

Key words: state-owned assets equity participation; remuneration rate of state-owned assets; mixed ownership; degree of marketization; governance of state-owned shareholders