

非国有股东治理与国有企业高质量发展

——基于资本配置的视角

陈艳利 戚乃媛

内容提要:如何激发资本活力,以提高全要素生产率助推国有企业高质量发展,成为深化混合所有制改革的重要议题。本文深入分析混合所有制改革背景下非国有股东参与治理对国有企业高质量发展的作用机制。研究表明:(1)非国有股东持股与委派均能够显著提高国有企业高质量发展程度,并且非国有股东参与治理效果在低竞争性行业的提升空间更强;(2)从资本要素配置“速度-效率”的视角分析,非国有股东持股与委派不仅显著促进资本要素流向更高效率的经营活动,同时也显著加快国有企业向最优资本结构的调整速度,进而提高全要素生产率,为国有企业高质量发展提供动力源泉;(3)非国有股东参与治理对国有企业高质量发展的促进作用在中央层级、管理层权力较小、引入民营资本的国有企业中更加显著。本文研究结论为深入推进混合所有制改革、优化资本要素配置、促进国有企业高质量发展提供一定的参考。

关键词:非国有股东治理 国有企业 高质量发展 资本配置 股权结构 治理结构

中图分类号:F276

文献标识码:A

文章编号:1000-7636(2023)05-0124-21

一、问题提出

发挥好资本市场的枢纽作用、推进资本要素市场化改革,成为破除要素流动体制机制障碍、促进高质量发展的重要手段^[1]。国内资本市场近年发展趋势表明,多层次资本要素市场向好趋势逐步增强,混合所有制改革也取得积极成效,深化混合所有制改革为优化资本要素市场化配置提供了重要突破口。那么,非国有股东参与治理如何促进国有企业高质量发展?不同行业竞争环境下,如何提升非国有股东参与治理对企业高质量发展的影响效果?

国有企业作为经济增长的“压舱石”和“顶梁柱”,其资本配置不仅是发挥资本要素市场作用的主要着力点,也是以全要素生产率助推企业高质量发展的重要保障。当前,资本错配造成的效率低下仍然是阻碍国

收稿日期:2022-04-01;修回日期:2023-03-28

基金项目:国家自然科学基金面上项目“国有资本授权经营:效果评价与机制探索”(72073019);教育部人文社会科学研究规划基金项目“分红监管视角下竞争性国有企业非国有股东治理研究”(20YJA790004)

作者简介:陈艳利 东北财经大学会计学院教授、博士生导师,通信作者,大连,116025;

戚乃媛 东北财经大学会计学院博士研究生。

作者感谢匿名审稿人的评审意见。

有企业高质量发展的根本因素,早期研究中针对“资源配置的出发点是政府还是市场”“国有企业改革应落在控制权对称安排还是剥离政策性负担”等方面存在争论与分歧^[2-3],这些研究认为由于政府干预和内部人控制,国有企业往往会承担过多的政策性负担并产生了预算软约束,进而导致其在资本配置决策上存在扭曲现象。随着相关研究不断深入,资本成为带动其他生产要素配置的重要纽带,已有文献对资本错配的形成过程、影响因素以及引发效率损失等方面进行了较为丰富的研究,在宏观层面,学者们探讨了市场化进程^[4]、生产结构^[5-6]、金融发展^[7-8]等因素对企业间资本配置效率差异的影响。在微观层面,学者们多从某一资本配置成分角度来考察引发企业配置效率损失的影响因素,如鄢翔等(2021)基于投资-投资机会敏感性模型考察共同审计对企业集团资本配置效率的影响^[9];祁怀锦等(2019)基于效率视角考察政府治理水平对企业资本配置效率的影响^[10]。总的来说,已有研究更多是从生产效率变动及成分分解等方面考察资本配置的有效性,在一定程度上忽略了资本非自由流动、资本要素成本及结构等不同原因而造成的资本错配现象。

“国有企业改革三年行动”进入全面收官的关键阶段,混合所有制改革也在更深层次破局,成为国有企业高质量发展过程中所面临的重要机遇与挑战。已有研究表明国有企业通过增加非国有股东持股比例,能够在一定程度上缓解国有股“一股独大”的局面,有效降低加权资本成本^[11],驱动创新机制发展^[12]。然而,简单混合持股并不能实现“质”的改善,政府干预、内部人控制等方面问题依然存在,由股权结构多元化到治理结构权力制衡,实现竞争领域提质增效仍然是研究焦点。为发挥异质性资本真正意义上“发声”的能力和影响力,非国有股东会向国有企业委派人员参与公司治理以履行股东权利,可以提高会计信息质量^[13],改善高管薪酬业绩敏感性^[14],提高并购效率^[15],维持股利平稳性^[16],促进多元化经营^[17]。值得注意的是,首先,考虑到非国有股东的异质性,其发挥的股权制衡作用与治理权力均衡作用存在一定差异,“引资”还是“引智”,分析非国有股东参与治理效果时往往不能一概而论;其次,现有研究对于“非国有股东治理—企业高质量发展”范式的逻辑剖析和实证检验并不充分,尤其是缺乏从资本配置视角进行的分析。

基于此,本文从资本配置视角出发,深入分析非国有股东治理通过加快资本结构调整速度,引导资本要素流向效率更高的企业来全面提高全要素生产率以助推国有企业高质量发展。本文可能的研究贡献在于:第一,本文从股权结构与治理结构两个维度,基于要素投入与产出效率,实证检验非国有股东参与治理与国有企业高质量发展之间的逻辑关系,有助于丰富以效率为驱动的国有企业高质量发展路径研究;第二,基于资本配置视角,本文分别从资本要素流动“效率”与资本结构调整“速度”两大动因深入探讨,为剖析两者之间传导路径的机制“黑箱”提供实证经验支撑;第三,混合所有制改革背景下,非国有股东参与治理通过提高资本要素流动与结构调整能力来增强国有企业发展质量,为深入推进混合所有制改革、优化资本要素配置、促进国有企业高质量发展等提供一定的参考。

二、理论分析与研究假设

(一) 混合所有制改革下非国有股东治理效果研究

早期文献针对转轨过程中私营化改制或股份制改造的国有企业效率进行比较分析^[18-19],更多是围绕混合产权安排的必要性进行研究。然而这种私有化、民营化的改革思路已不适应中国经济发展的现实要求,高质量发展背景下稳妥推进混合所有制改革早已成为新一轮国资改革的重点,学者们针对混合所有制改革

背景下国有企业引入非国有股东的经济效果展开了大量研究,发现国有企业通过增加非国有股比例在一定程度上可以缓解国有股“一股独大”的局面,有助于优化财务杠杆,降低加权资本成本^[11],驱动开发式创新发展^[12],促进经济增长^[20]。当非国有资本持股足以产生制衡力量时能够抑制真实盈余管理程度^[21],以及控股股东损害公司利益的其他行为。可见,异质性资本之间的良性股权制衡与控制权争夺才是符合市场化行为的效率原则^[22]。

随着相关研究的逐渐深入,在探索完善混合所有制企业治理结构和监管方式时,学者们逐渐发现简单的混合股权持股并不能实现“质”的改善,政府干预和内部人控制问题依然存在。由股权结构多元化到治理结构权力制衡,已有研究发现非国有资本通过向国有企业委派董事、监事人员来履行股东权利,既可以参加董事会会议行使发言权和表决权,也能够加强重大决策制定和执行的监督能力,真正意义上发挥委派董事与监事的职能作用,从而对国有企业的内部控制质量^[13]和会计信息质量^[23]、高管薪酬业绩敏感性^[14]、并购活动效率^[15]、多元化经营^[17]、股利平稳性^[16]等多方面产生积极的治理效应。在对非国有股东委派人员的治理效果进行实证检验时,已有研究大多是以非国有股东足以制衡国有控股股东为前提进行的,国有企业混合股权安排往往是错综复杂的,仅简单计算所有非国有股东持股比例会导致研究结论有所偏颇。此外,已有文献也没有深入分析非国有股东参与治理与国有企业高质量发展之间的深层次关系,尤其是基于资本配置的视角。

(二) 非国有股东治理对国有企业高质量发展的影响

资源配置理论认为只有当资本要素真正流向效率高的经营活动、相关部门或企业时,资源配置才能达到帕累托最优状态,即“有效配置”。然而,由于存在信息不对称,资本要素市场仍然面临着“玻璃门”“高门槛”“潜规则”等深层次问题^[1],资本要素既不能完全基于市场机制进行自由流动,其结构也受制于资本要素边际成本的影响,同时对劳动、人力等其他要素产生挤出效应,形成要素错配现象。已有文献分别从宏观层面与微观层面对资本错配的形成过程、影响因素以及引发效率损失等方面进行研究,更多是从生产效率变动及成分分解等方面考察资本配置的有效性^[4-10]。周煜皓和张盛勇(2014)认为金融资源错配产生于资源配置效率理论,呈现出低效率非均衡的错配特征^[24];陈艳和李佳颖(2022)基于要素市场化配置效率深入分析宏观审慎政策对资本结构优化及调整的影响关系^[25]。资本配置是影响企业全要素生产率的关键因素^[26],本文深入分析了非国有股东通过优化以资本投资决策(资本要素合理流动)和资本结构决策(资本要素边际成本)为核心的治理机制,进而聚焦于全要素生产率提出国有企业高质量发展路径。

在资本投资决策方面,引入非国有股东通过股权权力与管理权力促使资本流向高效率经营活动,从而提高国有企业全要素生产率。根据资本特性,非国有资本的逐利性与国有资本的扩张性导致两者在决策意识偏好、目标实现等方面存有差异,并且出于政策性负担和政治晋升目标,地方政府有动机通过并购活动来支持辖区内国有企业^[27],强化了各类资本要素之间的差异性,混合主体的股权性质多样性作用逐渐显现出来,但这种影响作用还可能因为其深入性不同而存在显著的差异。非国有资本入股国有企业,一方面可以利用股权权力弱化政府干预水平,解决国有股“一股独大”和“内部人控制”问题,有效缓解政策性负担水平和管理层机会主义行为^[28-29],满足对资本市场化配置的需求。另一方面,非国有股东可以利用董事会或监事会职位来获得更为详细的议案内容、公司财务状况信息及日常治理监管信息,行使“知情权”、争取“话语权”^[14-15],提高国有企业对资本及其他生产要素的利用效率,打破资本在混合股权治理过程中的信息壁垒,

进而推动资本高效配置。

在资本结构决策方面,引入非国有股东能够通过股权权力与管理权力促使实际资本配置结构趋向目标资本配置结构,从而提高国有企业全要素生产率。虽然最优资本结构理论认为企业筹集资本行为以及由此产生的资本结构并不受资本要素市场的约束,也不影响企业资本成本,即资本供给具有完全弹性^[30],能够快速调整至最优资本结构。但实际中,企业资本结构及其调整往往会受到资本需求与供给的影响,由此导致资本的成本呈现上升或下降趋势。一方面,毛新述等(2012)研究发现权益资本成本对未来已实现回报的影响与预期相反,并对融资顺序(偏好)是否基于资本成本考虑的判断造成影响^[31];另一方面,当企业将债务投资于风险高的资产时,资产有形性、规模、独特性与杠杆正相关,能在一定程度上降低债务资本成本^[32]。混合所有制改革背景下,引入非国有资本不仅可以通过股权权力有效监督控股股东利用控制权谋取私利的行为,提高混合主体的股权制衡力量,放大股权性资本对企业最优资本结构的正向效应,也可以通过管理权力使用金融工具对债券融资行为进行管理,尽可能降低债权性资本对企业最优资本结构造成的负面影响,从而加快企业资本要素结构配置调整倾向于最优权衡的速度。企业通过优化以资本结构为核心的治理机制,不仅能够打通资本市场和产品市场之间的利益流,建立起利益制衡机制,还可以制约经理层以价格决策为核心的市场行为,实现资源配置帕累托改进^[33]。

在以上的综合作用下,本文提出假设 H1。

假设 H1:在其他条件一定的情况下,非国有股东治理会提升国有企业高质量发展水平。

(三)行业竞争、非国有股东治理与国有企业高质量发展

国有企业需要根据不断变化的外部竞争环境来调整与优化资本配置,不同行业竞争程度下非国有股东参与治理对国有企业高质量发展的影响效果也存在差异。

一方面,行业竞争为股东评价管理者的经营能力和努力程度提供了天然环境,面临着激烈的行业竞争压力,非国有股东出于利益动机对国有企业管理层行为形成约束^[14]。根据波特竞争理论,当企业所处行业竞争较为激烈时,在位者倾向披露更多的公开信息以阻止新的进入者瓜分市场,同时竞争激烈的行业也意味着产品的同质化程度较高,行业技术壁垒较低^[34]。非国有股东对市场的敏感性可以降低管理层和大股东操纵现金股利分配的行为^[35],大股东的掏空行为也更容易被市场识别^[36],其委派人员参与治理通过缓解国有企业信息不对称程度来减少监督成本,进而有效发挥监督职能作用。从资本要素配置的效率视角来看,非国有资本基于自身的利益诉求会将生产要素更多地投入竞争激烈的行业中,推动行业层面的资源由低效率的企业或生产经营活动,向高效率的在位企业、新进入企业以及生产经营活动中流动,从而产生更强的“优胜劣汰”和自然选择效应,实现企业生产率的向上集聚和资源配置效率的改进^[37]。

另一方面,当企业所处行业竞争较低时,非国有股东基于声誉机制对国有企业管理层行为形成激励,促使管理层在资本配置决策方面的主观能动性更强。声誉压力理论认为,行业竞争程度越低,国有企业缺乏市场主体活力和竞争力、效率不高的机制体制弊端逐渐显现出来,非国有资本参与治理所面临的声誉风险压力越小^[38],更具有参与混合所有制改革的动力,对国有企业长远发展的提升空间越大。从资本要素配置的速度视角来看,处于竞争程度较低的行业意味着企业具有相当的市场势力和融资能力,非国有股东敏锐的市场嗅觉、先进的经营理念与丰富的资本运作经验,通过委派董事、监事来优化国有企业的经营治理水平,以此提升管理层对资本结构调整的意愿,促使其主动优化资本结构决策^[39];在资本要素市场方面,非国有股东的市场化力量可以通过消除资本要素市场中价格扭曲现象,打通资本要素流动的

所有制壁垒,进而释放低效产能占用的要素资源^[40],降低交易成本和市场配置资源的成本^[41];在行业竞争方面,引入非国有资本后,国有企业可以运用不同类型资本要素,在行业层面建立公平竞争、开放统一的要素市场定价机制^[42],消除由于不公平竞争所引起的资源错配^[43],利用要素配置市场化激发混合所有制改革的资本要素活力。

在以上的综合作用下,本文提出假设 H2。

假设 H2a:相比于高竞争性行业,非国有股东治理提升国有企业高质量发展的作用在低竞争性行业中更强。

假设 H2b:相比于低竞争性行业,非国有股东治理提升国有企业高质量发展的作用在高竞争性行业中更强。

三、研究设计

(一) 样本筛选与数据来源

竞争领域国有企业是混改引资入股的重点领域,鉴于2007年底股权分置改革基本完成,本文以2008—2019年A股上市的竞争领域国有企业为研究样本,分别从股权结构制衡和治理权力制衡两个维度,考察非国有股东参与治理对国有企业高质量发展的影响关系。对于样本筛选,本文按照实际控制人性性质确定国有企业样本,借鉴魏明海等(2017)^[44]的做法剔除石油和天然气开采业、水利环境和公共设施管理业等非商业竞争类行业,剔除财务数据缺失及异常的样本,剔除金融类和ST、*ST类样本,在对连续型变量进行缩尾(winsorize)处理后最终获得6 618个有效样本。其中,非国有股东持股及委派数据由上市公司年报手工收集整理,其他财务变量数据来自国泰安数据库。

(二) 模型设定与变量定义

为检验非国有股东参与治理程度对国有企业高质量发展的影响关系,本文构建模型(1)检验研究假设 H1:

$$Tfp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ref_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Roa_{i,t} + \beta_5 Board_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 Spvboard_{i,t} + \beta_8 Dual_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

企业高质量发展(Tfp)。从现有的文献来看,学者们对企业高质量发展的衡量可区分为单一指标和综合指标两种。其中,全要素生产率作为衡量发展质量的指标被广泛应用于宏观经济层面与微观企业层面。借鉴李佳霖等(2021)^[45]的做法,从资本配置视角入手,本文以要素投入的市场化配置产生企业最优效益的效率安排,即以生产经营全过程中要素投入产出效率来衡量企业高质量发展程度。为克服样本选择偏差和同时性偏差,采用奥利-帕克斯(Olley-Pakes)半参数三步估计法,构建模型(2)估算对数柯布-道格拉斯生产函数残差,得到微观企业资本配置效率指标。其中,以年度营业收入(Y)记为产出变量,以支付给职工以及为职工支付的现金(L)、固定资产净值(K)记为投入变量,以购建固定资产等支付的现金记为中间投入变量, Reg 为控制变量:

$$\ln Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_k \ln K_{i,t} + \beta_L \ln L_{i,t} + \beta_\alpha Age_{i,t} + \beta_s State_{i,t} + \sum_m \delta_m Year_m + \sum_n \gamma_n Reg_n + \sum_k \tau_k Ind_k + \varepsilon \quad (2)$$

式(1)、式(2)中的其他变量解释如下:

非国有股东治理(Ref)。借鉴蔡贵龙等(2018)^[14]、马新啸等(2021)^[46],本文界定了异质性股东所属类

别:国有股东、民营股东、外资股东、机构投资者、自然人五类股东^①,并从股权结构维度与治理结构维度衡量非国有股东治理程度。在股权结构维度,本文分别以股权性质多样性、股权结构深入性、股权结构制衡度衡量非国有资本持股水平,其中,以前十大股东中股权性质种类来衡量股权性质多样性,当仅有一种性质时取1,当存在两种性质的股东时取2,以此类推;以前十大股东中非国有股比例之和(*Nonsoe*)来衡量股权结构深入性;以非国有股比例与国有股比例的差额衡量股权结构制衡度。在治理结构维度,本文分别以非国有股东委派董事、监事比例来衡量非国有股东委派水平,其中,以非国有股东委派董事人数^②占董事会规模的比例(*Director*)来衡量非国有股东委派董事比例;以非国有股东委派监事人数占监事会规模的比例(*Supervisor*)来衡量非国有股东委派监事比例^③。

行业竞争程度(*HHI*)。借鉴林乐等(2013)^[47],本文采用分行业、分年度计算的赫芬达尔指数来度量行业竞争程度(*HHI*)。首先,根据2012年证监会行业分类标准,在样本期间内分年度计算各行业内每个上市公司的营业收入与行业总营业收入比值的平方和,此平方和即为各行业当年的*HHI*,*HHI*值越小,表示行业竞争程度越高。然后,分年度将各行业的*HHI*值与当年全部行业的*HHI*均值进行比较,如果一个行业当年的*HHI*值大于或者等于全行业的*HHI*均值,将其定义为低竞争行业(*HHI*赋值为0),小于均值的为高竞争行业(*HHI*赋值为1)。此外,本文还控制资产负债率(*Lev*)、监事会规模(*Sptboard*)、公司规模(*Size*)、董事会规模(*Board*)、资产收益率(*Roa*)、两职合一(*Dual*)、公司年龄(*Age*)等因素。为控制时间效应和行业效应,本文在模型中加入行业虚拟变量(*Ind*)和年份虚拟变量(*Year*)。

各变量定义见表1。

表 1 各变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业高质量发展	<i>Tfp</i>	奥利-帕克斯法测算模型
解释变量	非国有股东持股股权性质多样性	<i>Mixnum</i>	股权性质种类
	国有股	<i>soeshare</i>	国有股
	非国有股东委派股权结构深入性	<i>Nonsoe</i>	非国有股比例之和
	非国有股东委派股权结构制衡度	<i>Mixdiff</i>	当国有股大于非国有股时, $Mixdiff=Soeshare-Nonsoe$;当非国有股大于国有股时, $Mixdiff=Nonsoe-Soeshare$
	非国有股东委派董事	<i>Director</i>	非国有股东委派董事数占董事会人数的比例
	非国有股东委派监事	<i>Supervisor</i>	非国有股东委派监事数占监事会人数的比例

① 本文将股东性质划分如下:第一,国有股东,包括国有资产监督管理委员会直接控制的或间接通过国企集团、研究所、事业单位等设立投资公司所持有的股份;第二,自然人股东,股东为境内或境外的自然人;第三,外资股东,境外法人企业持股;第四,民营企业,企业实际控制人属于民营公司的公司股东;第五,机构投资者,包括银行、证券公司、保险机构、基金账户等形式持有的股份。

② 若非国有股东为自然人且在国有控股公司董事会(或监事会)中担任职位,则视为非国有股东委派董事(或监事)人员一名;若股东为法人公司且其实际控制人性质为非国有企业,则以该董事(或监事)当年或前三年是否在股东单位任职为标准,确定非国有资本向上市公司委派董事(或监事)人员数目。同时将签署“一致行动人”协议或受同一最终控制人控制的非国有股东视为一个股东。

③ 以深圳市振业股份有限公司(000006)为例,2019年披露的前十大股东包括国有股东深圳市国有资产监督管理委员会(21.93%)、深圳市远致投资有限公司(14.07%)等及非国有股东廖晖(0.65%)、张德锋(0.51%)、刘瑶(0.48%)、曾运龙(0.36%)。以康佳集团股份有限公司(000016)为例,董事霍东在第二大股东圣洁有限公司(HOLY TIME GROUP LIMITED,非国有股东)担任合伙人,故认为非国有股东 HOLY TIME GROUP LIMITED 委派一名董事参与公司治理。

表1(续)

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
调节变量	行业竞争	<i>HHI</i>	基于赫芬达尔指数度量行业竞争程度
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	公司期末总资产取对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	期末总负债与期末总资产的比值
	总资产收益率	<i>Roa</i>	当年税后净利润/期末总资产
	董事会规模	<i>Board</i>	公司董事会总人数取对数
	公司年龄	<i>Age</i>	公司注册时间
	监事会规模	<i>Speboard</i>	公司监事会总人数取对数
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长与总经理两职合一取1,否则取0
	行业	<i>Ind</i>	年度虚拟变量
	年度	<i>Year</i>	行业虚拟变量

四、实证结果与分析

(一)描述性分析

表2报告各变量描述性统计结果,结果显示国有企业高质量发展程度(*Tfp*)的均值为3.761,最小值为2.171,均大于1,这表明要素投入总体上大于产出水平,各企业间高质量发展程度有明显差异,但是仍然存在小于均值的低效低质问题。对于非国有股东治理变量来说,非国有股比例之和(*Nonsoe*)均值才达到8.543%,最大值为61.280%,虽然部分国有企业中非国有股合计持股超过半数,但是国有股“一股独大”现象仍然普遍存在;国有企业最多拥有5种股权性质(*Mixnum*);国有股与非国有股比例平均相差27.843%(*Mixdiff*),非国有资本与国有资本的力量制衡仍有差距;非国有股东委派董事比例(*Director*)均值为0.04%,非国有股东委派监事比例(*Supervisor*)均值为0.02%,非国有股东委派比例均值远小于非国有股东出资比例均值。

表3报告变量分年度描述性统计结果。在股权结构维度,非国有股东持股比例(*Nonsoe*)在2008年金融危机发生后有小幅下降,整体上维持递增趋势。随着非国有股东持股比例增加,国有股东与非国有股东之间股权制衡程度保持上升势头。2013年以后,股权结构制衡度基本维持在20%~30%,存在一定的上升空间。在治理结构维度,19.3%的国有企业中非国有股东委派了董事,该比例呈现逐年稳定增长的变化趋势;6.45%的国有企业中非国有股东委派了监事人员,这个比例在2012—2014年达到峰值,这与2013年中国“鼓励发展混合所有制经济”密切相关。

表2 主要变量描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Tfp</i>	6 618	3.761	0.744	2.171	3.668	5.909
<i>Mixnum</i>	6 618	2.191	1.079	0	2.000	5.000
<i>Nonsoe</i>	6 618	8.543	12.425	0	3.270	61.280
<i>Mixdiff</i>	6 618	27.483	21.303	0	26.300	93.190

表2(续)

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Director	6 618	0. 040	0. 099	0	0	0. 800
Supervisor	6 618	0. 020	0. 082	0	0	1. 000
Size	6 618	22. 311	1. 241	19. 859	22. 168	25. 619
Lev	6 618	0. 488	0. 205	0. 075	0. 492	0. 955
Roa	6 618	0. 035	0. 129	-4. 161	0. 032	7. 696
Board	6 618	2. 180	0. 184	1. 386	2. 197	2. 890
Age	6 618	2. 437	0. 717	0	2. 639	3. 258
Spvboard	6 618	1. 335	0. 281	1. 099	1. 099	1. 946
Dual	6 618	0. 115	0. 319	0	0	1

表 3 分年度描述性统计

年份	Nonsoe 均值	Mixdiff 均值	委派董事/%	未委派董事/%	委派监事/%	未委派监事/%
2008	7. 015	8. 787	17. 000	83. 000	6. 710	93. 290
2009	6. 791	22. 368	15. 020	84. 980	6. 650	93. 350
2010	8. 175	25. 815	17. 520	82. 480	7. 870	92. 130
2011	8. 384	27. 713	19. 170	80. 820	7. 520	92. 480
2012	8. 778	29. 695	20. 250	79. 750	8. 680	91. 320
2013	8. 732	31. 023	20. 470	79. 530	7. 790	92. 210
2014	8. 453	30. 536	19. 480	80. 220	7. 910	92. 090
2015	8. 479	30. 470	19. 690	80. 310	6. 100	93. 900
2016	9. 899	28. 915	20. 640	79. 360	6. 430	93. 570
2017	9. 163	27. 796	20. 290	79. 710	4. 080	95. 920
2018	9. 529	28. 869	20. 330	79. 670	4. 260	95. 740
2019	9. 239	30. 238	19. 740	80. 260	4. 050	95. 950

(二) 非国有股东治理对国有企业高质量发展的影响关系

表 4 报告了非国有股东治理对国有企业高质量发展影响的回归结果。在股权结构维度,股权结构深入性(Nonsoe)系数在 1%的水平上显著为正,股权结构多样性(Mixnum)、股权结构制衡度(Mixdiff)的系数均为负;在治理结构维度,非国有股东委派董事(Director)、监事人员(Supervisor)的变量系数均显著为正。这表明非国有股东持股比例以及委派董事、监事等人员参与公司治理,均能够提升国有企业高质量发展水平,假设 H1 成立。也就是说,非国有股东参与治理不仅应在非国有资本与国有资本的股权融合层面,更应深入到混

合主体治理、监督及决策建议层面。

表4 非国有股东治理对国有企业高质量发展影响的回归结果

变量	股权结构维度					治理结构维度		
	Tfp			Nonsoe>3	Nonsoe>30	Tfp	Nonsoe>3	Nontop1>3
	(1)	(2)	(3)					
Nonsoe	0.002*** (3.26)			0.002 (1.38)	0.001 (0.96)			
Mixdiff		-0.001 (-0.65)		-0.001 (-0.74)	0.003** (2.18)			
Mixnum			-0.002 (-0.40)					
Director						0.153** (2.06)	0.157* (1.95)	0.272*** (3.01)
Super-visor						0.390*** (3.98)	0.342*** (3.39)	0.232** (2.19)
Size	0.271*** (33.15)	0.273*** (33.21)	0.271*** (32.77)	0.281*** (27.15)	0.289*** (9.23)	0.274*** (33.34)	0.281*** (27.71)	0.261*** (20.77)
Lev	0.592*** (10.08)	0.583*** (9.82)	0.607*** (10.25)	0.586*** (8.55)	0.793*** (4.12)	0.591*** (10.03)	0.569*** (8.45)	0.693*** (8.34)
Roa	0.442* (1.75)	0.457* (1.75)	0.427* (1.71)	0.291 (1.58)	0.591*** (4.74)	0.446* (1.75)	0.303 (1.62)	0.267 (1.42)
Board	-0.164*** (-4.41)	-0.172*** (-4.62)	-0.183*** (-4.81)	-0.138*** (-2.76)	0.038 (0.27)	-0.177*** (-4.75)	-0.121** (-2.48)	-0.028 (-0.49)
Age	-0.021** (-2.06)	-0.008 (-0.76)	-0.017 (-1.56)	-0.032** (-2.45)	-0.030 (-0.79)	-0.002 (-0.18)	-0.016 (-1.20)	-0.004 (-0.26)
Spvboard	-0.113*** (-4.91)	-0.101*** (-4.40)	-0.102*** (-4.32)	-0.112*** (-3.50)	-0.081 (-0.92)	-0.101*** (-4.46)	-0.116*** (-3.70)	-0.089** (-2.33)
Dual	0.027 (1.37)	0.017 (0.90)	0.025 (1.22)	0.047* (1.78)	-0.029 (-0.44)	0.017 (0.87)	0.038 (1.50)	0.036 (1.16)
常数项	-1.726*** (-10.22)	-1.819*** (-10.63)	-1.681*** (-9.73)	-1.790*** (-8.28)	-2.718** (-3.99)	-1.839*** (-10.73)	-1.881*** (-8.85)	-1.666*** (-6.08)
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$\overline{R^2}$	0.512	0.514	0.514	0.530	0.575	0.515	0.527	0.542
样本量	6 618	6 618	6 618	3 457	4 54	6 618	3 457	2 283

注:列(1)—列(3)分别为加入 Nonsoe、Mixdiff 和 Mixnum 的回归结果。括号中为 t 值;***、** 和 * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,后表同。

当非国有股东单一或合计持股超过 3%(*Nonsoe*>3 或 *Nontop1*>3)时,非国有股东委派董事(*Director*)、监事人员(*Supervisor*)的变量系数显著为正,这表明当非国有资本单一或合计持股 3%以上,达到可以提名董事资格人选时,非国有股东的董事会或监事会权力可以更好地保障其发挥积极的治理效应,其对国有企业高质量发展的促进作用更显著;当非国有股比例超过 30%(*Nonsoe*>30)时,股权结构制衡度(*Mixdiff*)系数显著为正,这表明当非国有资本持股比例达到 30%,达到相对控股时,非国有股东足以与国有控股股东形成股权制衡作用,才可以更好地促进国有企业高质量发展。

(三) 行业竞争的调节效应

表 5 报告行业竞争对非国有股东治理与国有企业高质量发展关系的调节效应。治理结构维度的回归结果表明,在低竞争行业组,非国有股东委派董事(*Director*)、监事比例(*Supervisor*)系数显著为正,在高竞争行业组,非国有股东委派董事比例(*Director*)系数为负,非国有股东委派监事比例(*Supervisor*)系数为正。这表明,相比于高竞争性行业,非国有股东委派董事、监事人员参与公司治理,对国有企业高质量发展的影响效果在低竞争性行业更显著。

表 5 行业竞争的调节效应

变量	治理结构维度		股权结构维度	
	高竞争组	低竞争组	高竞争组	低竞争组
<i>Director</i>	-0.095 (-0.73)	0.232 ** (2.41)		
<i>Supervisor</i>	0.011 (0.05)	0.465 *** (4.89)		
<i>Nonsoe</i>			-0.001 (-0.52)	0.003 *** (4.89)
<i>Mixdiff</i>			-0.001 (-0.66)	-0.001 (-0.84)
<i>Size</i>	0.317 *** (30.49)	0.238 *** (29.39)	0.317 *** (30.21)	0.236 *** (29.12)
<i>Lev</i>	0.361 *** (5.56)	0.797 *** (16.88)	0.363 *** (5.60)	0.790 *** (16.70)
<i>Roa</i>	0.270 *** (4.81)	1.171 *** (10.73)	0.267 *** (4.77)	1.203 *** (11.01)
<i>Board</i>	-0.183 *** (-2.93)	-0.182 *** (-4.11)	-0.182 *** (-2.93)	-0.169 *** (-3.82)
<i>Age</i>	-0.057 *** (-3.06)	0.033 *** (2.60)	-0.055 *** (-3.03)	0.027 ** (2.22)
<i>Sprboard</i>	-0.046 (-1.11)	-0.139 *** (-4.94)	-0.045 (-1.08)	-0.136 *** (-4.81)

表5(续)

变量	治理结构维度		股权结构维度	
	高竞争组	低竞争组	高竞争组	低竞争组
<i>Dual</i>	0.020 (0.55)	0.026 (1.09)	0.020 (0.56)	0.030 (1.27)
常数项	-2.609*** (-10.74)	-1.145*** (-6.23)	-2.611*** (-10.67)	-1.117*** (-6.06)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
$\overline{R^2}$	0.610	0.504	0.610	0.502
样本量	2 098	4 519	2 098	4 519
组间差异检验 <i>P</i> 值	0.035 0***		0.034 8***	

股权结构维度的回归结果表明,在低竞争行业组,非国有股东持股比例(*Nonsoe*)系数在1%的水平上显著为正,在高竞争行业组,非国有股东持股比例(*Nonsoe*)系数为负。这表明,相比于高竞争性行业,低竞争行业的非国有股东持股对国有企业高质量发展的影响效果更加显著。究其原因在于,当行业竞争程度较低时,国有企业机制体制障碍弊端逐渐显现,此时无论是股权结构维度还是治理结构维度,非国有股东参与治理通过制定各项资本配置决策以维护自身利益的动机较强,进而促进资本要素合理流动与资本结构趋向最优,所以相比高竞争性行业,非国有股东治理提升国有企业高质量发展的作用在低竞争性行业中更强,行业竞争程度更低。假设 H2a 成立。

(四) 稳健性分析

1. 更换非国有股东治理变量的度量方式

为保证研究结论的可靠性,本文使用替代指标衡量非国有股东治理程度进行上述回归分析。本文以非国有股东向国企委派董事(*Dir*)、监事虚拟变量(*Spv*)作为非国有股东委派的替代变量,以第一大非国有股东持股(*Nontop1*)、非国有股与国有股比例比值(*Mixrate*)作为非国有股东持股的替代变量,重新进行实证回归^①。回归结果显示,股权结构深入性(*Nontop1*)系数显著为正,当非国有资本持股达到一定比例(30%)时,股权结构深入程度和制衡水平可以促进国有企业高质量发展;非国有股东向国企委派董事(*Dir*)和监事虚拟变量(*Spv*)系数显著为正,特别是在非国有股东具备委派资格时,非国有股东治理效果依然存在,上述回归结果能够验证假设 H1。

2. 缓解内生性问题

(1) 工具变量(IV)法。为了提高研究结果的可靠性,借鉴刘运国等(2016)^[13],本文利用两阶段系统广义矩估计(SYS-GMM)模型回归来缓解面临的内生性问题。具体来说,本文分别从股权结构与治理结构维度,以非国有资本持股比例(*Nonsoe*)及非国有股东委派董事比例(*Director*)代表非国有股东治理程度的变量,以近代通商区域(*Port*)^②、地区预算收入(*Revenue*)作为工具变量来进行实证分析与检验。本文选择这两

① 限于篇幅未列出,备索。
② 中国近代开放的通商口岸包括江苏、福建、广东、重庆、河北、上海、浙江、海南、湖北、江苏、辽宁、山东、天津、新疆、安徽、广西、重庆等。

个工具变量的原因是,近代开放的通商口岸间接推动了所在地区基础设施的建设与发展,同时国有企业所在省份的地方政府可支配财力越高,其“干预”省份内各城市的国有企业混合所有制改革动机越小。此外,近代通商区域与省政府预算收入对国有企业资本配置效率几乎不产生影响,满足工具变量相关性和外生性标准。

表 6 报告了两阶段 SYS-GMM 模型的回归结果。第一阶段系统回归结果中,在股权结构维度,非国有股东持股(*Nonsoe*)与一般预算收入(*Revenue*)、近代通商区域(*Port*)均在 1%的水平上显著为正;在治理结构维度,非国有股东委派(*Director*)与一般预算收入(*Revenue*)、近代通商区域(*Port*)显著为正,这都表明地方财政收入越高或基础设施建设越早的地区,非国有股东持股与委派越多,即非国有股东治理程度越高。第二阶段系统回归结果中,通过第一阶段回归后得到的非国有股东治理程度(*Nonsoe*、*Director*)拟合值,依然与国有企业高质量发展变量在 1%、5%水平上显著为正,同时,汉森(Hansen)统计量也表明工具变量不存在过度识别问题。也就是说,在控制内生性问题后,回归结果依然支持假设 H1。即非国有股东治理依然能提升国有企业高质量发展水平。

表 6 2SLS 回归结果

变量	IV1		IV2	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
<i>Director</i>		6.384 *** (6.06)		
<i>Nonsoe</i>				0.050 *** (6.35)
<i>Port</i>	0.010 *** (4.06)		2.113 *** (6.56)	
<i>Revenue</i>	0.035 *** (5.49)		2.295 *** (2.92)	
<i>Epu</i>	0.011 *** (5.43)	-0.245 *** (-10.44)	2.082 *** (8.00)	-0.265 *** (-10.53)
<i>Size</i>	-0.008 *** (-8.48)	0.342 *** (27.18)	-1.637 *** (-12.49)	0.377 *** (22.12)
<i>Lev</i>	0.001 (0.08)	0.737 *** (10.34)	2.973 *** (3.61)	0.587 *** (7.07)
<i>Roa</i>	0.018 ** (2.03)	0.322 (1.30)	-1.235 (-0.76)	0.509 (1.64)
<i>Board</i>	0.001 (0.19)	-0.275 *** (-4.57)	1.449 * (1.72)	-0.337 *** (-5.73)
<i>Age</i>	-0.055 *** (-20.29)	0.388 *** (6.43)	-5.112 *** (-17.34)	0.293 *** (6.86)
<i>Spvboard</i>	-0.017 *** (-4.31)	0.001 (0.02)	-3.458 *** (-6.74)	0.056 (1.20)
<i>Dual</i>	0.012 *** (3.04)	-0.023 (-0.64)	2.469 *** (4.55)	-0.070 * (-1.67)

表6(续)

变量	IV1		IV2	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
常数项	0.306 *** (12.34)	-3.965 *** (-10.39)	47.885 *** (14.49)	-4.496 *** (-9.89)
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
$\overline{R^2}$	0.192		0.136	
Hansen 检验	1.715(P=0.1903)		1.048(P=0.3059)	

注:IV1 第一阶段和第二阶段分别为 *Director* 和 *Tjp* 的结果,IV2 第一阶段和第二阶段分别为 *Nonsoe* 和 *Tjp* 的结果。

(2)倾向得分匹配法。为了最大程度减少样本数据的选择性偏差和遗漏关键变量导致的内生性,以便对非国有股东治理效应的处理组和控制组进行比较,本文采用倾向得分匹配(PSM)法来解决引入非国有股东进行混合所有制改革的系统性差异。首先对非国有股东治理变量进行评定(Logit)回归,选择控制资产负债率(*Lev*)、监事会规模(*Spvboard*)、公司规模(*Size*)、董事会规模(*Board*)、资产收益率(*Roa*)、两职合一(*Dual*)、公司年龄(*Age*)、总资产增长率(*Growth*)、独立董事占比(*Inde*)等因素作为计算倾向得分的协变量。在此基础上,本文按照协变量采用“一对一”最近邻匹配法进行匹配,并对匹配后的样本事件再次进行回归。无论是股权结构维度还是治理结构维度,所有配对变量的偏差都不超过5%,*t*检验显示处理组和控制组在10%的水平上无显著差异,说明样本匹配效果较好。本文还对匹配好的样本进行Logit模型回归,实证结果表明无论是股权结构维度还是治理结构维度,匹配之后引入非国有资本的国有企业配置效率比没有引入非国有资本的国有企业配置效率要高,回归结果验证了假设H1。

3. 更换研究样本检验

《中华人民共和国公司法》规定“单独或合并持有公司股份10%以上的股东有权向董事会申请召开临时股东大会”“持有股份5%以上的股东可以要求上市公司进行信息披露”,为此,持股5%或10%可界定国企混改中混合主体能否有效发挥治理效应。为进一步检验混合主体的治理效果,本文以非国有资本单独或合计持股超过5%或10%(*Nontop1*>5%或10%、*Nonsoe*>10%)为节点,考察当非国有股东有权要求上市公司进行信息披露或召开临时股东大会时其对国有企业发展质量的影响,结果显示混合主体治理促进国有企业高质量发展,回归结果依然支持假设H1。

五、进一步分析与讨论

(一)作用机制检验

本文从资本要素流动“效率”与资本结构调整“速度”两大动因出发,进一步揭示非国有股东参与治理促进国有企业高质量发展的作用机制。

1. 资本结构调整:趋向最优资本结构的速度

资本结构受制于资本要素的边际成本,当企业筹措到资本要素后,加权平均资本成本最低时,企业价值才能达到最大化。非国有股东通过加快趋向最优资本结构的速度来增强筹集资本要素的能力,促使资本配置决策更加精确。本文采用两阶段局部调整模型来检验非国有股东治理程度对资本结构调整速度的影响关系,以当年非国有股东持股比例与委派比例衡量非国有股东治理水平(*Reform*),以当年实际资产负债率衡

量企业实际资本结构(Lev),选取盈利能力Roa、成长性BM(期末总资产/市值)、非债务税盾(DEP_TA,固定资产折旧/期末总资产)、公司规模Size、抵押能力(FA_TA,固定资产年末净额/期末总资产)及公司所在行业的资本结构特征(Median,行业中位数)作为回归拟合目标资本结构(Lev*)的特征变量,以实际资本结构与目标资本的差值作为偏离程度(ΔLev):

Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1} = (\delta_0 + \delta_1 Reform)(Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}) + \varepsilon \tag{3}

表7结果表明,竞争领域国有企业的资本结构基本调整速度为18.1%,当国有企业资本配置过于保守(即实际资本结构低于目标资本结构)时,交互项(Director×ΔLev*、Supervisor×ΔLev*)系数均显著为正;当资本结构过于激进(即实际资本结构高于目标资本结构)时,交互项(Nonsoe×ΔLev*、Mixdiff×ΔLev*)系数也显著为正。这说明非国有股东持股与委派均可以促使国有企业资本结构更快向最优资本结构调整,缓解资本结构失衡时产生的利益冲突,只有当实际资本配置达到目标资本配置时才能最快实现企业高质量发展目标。

表7 非国有股东治理与资本结构调整速度

变量	ΔLev						
	未加入 控制变量	治理结构维度			股权结构维度		
		全样本	高于目标 资本结构	低于目标 资本结构	全样本	高于目标 资本结构	低于目标 资本结构
ΔLev*	0.181*** (28.64)	0.162*** (23.95)	0.387*** (37.87)	0.399*** (38.58)	0.057*** (10.31)	0.175*** (18.55)	0.247*** (24.97)
Director×ΔLev*		0.452*** (6.10)	0.424*** (4.56)	0.314*** (3.76)			
Supervisor×ΔLev*		0.123 (1.30)	-0.176 (-1.42)	0.403*** (3.96)			
Nonsoe×ΔLev*					0.003*** (8.38)	0.004*** (8.25)	0.001 (0.12)
Mixdiff×ΔLev*					0.024*** (74.84)	0.021*** (45.82)	0.019*** (44.80)
样本量	5 858	5 858	2 871	2 987	5 858	2 871	2 987
R ²	0.123	0.132	0.360	0.399	0.567	0.635	0.634

2. 资本流动:趋向效率更高的经营活动

为了推动资本市场合理流动,国有企业资本配置解决的是资本要素合理分配的问题,即管理层在权衡各种内外部因素后会选择将资本要素在不同用途间进行分配,若资本要素能够流向高回报率的投资项目中,实现帕累托改善,企业高质量发展目标得以实现。本文以理查森(Richardson,2006)^[48]模型残差取绝对值来度量企业资本投资效率,以滞后一期资本性支出衡量资本投资规模,分别检验非国有股东治理程度对企业资本投资决策的影响。表8为非国有股东治理影响资本投资决策的回归结果,非国有股东治理程度影响资本投资规模的回归结果显示,非国有股东委派(Director)、股权结构深入性(Nonsoe)系数均显著为正,而股权结构制衡度(Mixdiff)系数在1%的水平上显著为负。非国有股东委派影响非效率投资程度的回归结果显示,非国有股东委派变量(Nonsoe、Mixdiff、Director、Supervisor)系数均显著为负。这表明非国有股东委派能

够降低国有企业的非效率投资行为,推动资本真正意义上流向效率更高的经营活动。

表 8 非国有股东治理与资本投资决策

变量	资本投资规模		资本投资效率	
	治理结构维度	股权结构维度	治理结构维度	股权结构维度
<i>Director</i>	0.027** (2.49)		-0.601** (-2.51)	
<i>Supervisor</i>	0.004 (0.34)		-0.728* (-1.78)	
<i>Nonsoe</i>		0.001** (2.21)		-0.010*** (-4.72)
<i>Mixdiff</i>		-0.001*** (-5.84)		-1.216*** (-2.73)
<i>Epu</i>	-0.004*** (-5.86)	-0.004*** (-5.38)	-0.004*** (-6.27)	-0.003*** (-4.64)
<i>Size</i>	0.007*** (9.38)	0.008*** (10.02)	0.001 (0.05)	0.001 (0.41)
<i>Lev</i>	-0.001 (-0.27)	-0.001 (-0.21)	-0.001 (-0.07)	-0.001 (-0.28)
<i>Roa</i>	-0.002 (-0.46)	-0.001 (-0.17)	0.023* (1.76)	0.034*** (2.87)
<i>Board</i>	0.027*** (6.24)	0.026*** (6.02)	-0.002 (-0.30)	-0.003 (-0.48)
<i>Spuboard</i>	-0.002 (-0.69)	-0.001 (-0.36)	0.001 (0.15)	0.001 (0.10)
<i>Dual</i>	-0.002 (-0.79)	-0.004* (-1.72)	-0.003* (-1.74)	-0.005*** (-2.71)
<i>Age</i>	-0.017*** (-8.79)	-0.018*** (-9.61)	-0.006*** (-4.00)	-0.006*** (-4.75)
常数项	-0.102*** (-5.70)	-0.105*** (-5.93)	0.080*** (5.10)	0.074*** (4.46)
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本量	5 410	5 410	5 410	5 410
$\overline{R^2}$	0.151	0.161	0.054	0.061

(二) 不同政府控制层级下非国有股东治理对国有企业高质量发展的影响差异

不同政府控制层级下国有企业管理层的利益偏好、决策动机差别较大。其中,中央企业资金雄厚,运营与约束机制更加健全,在资本投资项目选择、资本结构优化等方面更加审慎,充分发挥着“主力军”作用;地方国有企业往往会受到当地政府行为、国资集团整体实力等因素影响,存在诸多限制,难以发挥应有的治理效果^[23]。本文按国企所属层级将研究样本划分为中央国企和地方国企,其中将中央级别政府部门实际控制的国有企业定义为中央国企,省级及以下政府部门实际控制的国有企业定义为地方国企,分组进行回归。表9报告了不同政府控制层级下混合所有制改革效果差异,无论是股权结构维度还是治理结构维度,中央国企的非国有股东治理变量(*Director*、*Supervisor*、*Nonsoe*)系数均显著为正,且高于地方国企组样本系数。这表明中央国企在资本结构整合与优化、治理监管机制等方面更具优势,非国有股东治理效果更加显著。

(三) 不同管理层权力下非国有股东治理对国有企业高质量发展的影响差异

已有研究表明,非国有股东参与治理效果也会受到国有企业管理层权力的影响^[49],管理层超额权力会弱化董事会监督职能,即使非国有股东获取了董事会与监事会席位,也难以发挥治理效果。为考察不同管理层权力下非国有股东治理效果的差异,借鉴刘剑民等(2019)^[50],本文选择总经理任职年限、两职合一、董事会规模、内部董事比例、管理层持股比例作为标准,按照主成分分析方法将五个指标合成管理层权力变量,并根据其中位数对研究样本进行分组回归。表9报告了不同管理层权力下非国有股东治理效果的差异,无论是股权结构维度还是治理结构维度,管理层权力较大的样本组非国有股东治理变量(*Director*、*Nonsoe*)系数正相关但不显著,管理层权力较小的样本组非国有股东治理变量(*Director*、*Nonsoe*)系数均显著为正。这表明当管理层权力较小时,非国有股东委派董事能更有效地提升国有企业高质量发展程度。

表 9 政府控制层级和管理层权力的调节效应

变量	治理结构维度		股权结构维度		治理结构维度		股权结构维度	
	中央国企	地方国企	中央国企	地方国企	管理层权力较大组	管理层权力较小组	管理层权力较大组	管理层权力较小组
<i>Director</i>	0.723 ** (2.38)	0.112 (1.30)			0.006 (0.06)	0.306 *** (2.60)		
<i>Supervisor</i>	0.725 ** (2.51)	0.403 *** (4.11)			0.377 *** (3.04)	0.377 *** (2.59)		
<i>Nonsoe</i>			0.005 *** (3.22)	0.002 ** (2.47)			0.001 (1.10)	0.003 *** (3.38)
<i>Size</i>	0.271 *** (18.32)	0.276 *** (18.43)	0.265 *** (34.38)	0.264 *** (34.12)	0.239 *** (22.90)	0.309 *** (28.48)	0.237 *** (22.75)	0.309 *** (28.29)
<i>Lev</i>	0.516 *** (5.20)	0.484 *** (4.83)	0.636 *** (14.18)	0.631 *** (14.03)	0.622 *** (8.69)	0.620 *** (7.69)	0.617 *** (8.57)	0.609 *** (7.53)
<i>Roa</i>	1.495 *** (4.72)	1.452 *** (4.58)	0.374 *** (6.11)	0.381 *** (6.21)	0.305 (1.48)	1.222 ** (2.38)	0.310 (1.48)	1.262 *** (2.45)
<i>Board</i>	-0.110 (-1.09)	-0.107 (-1.06)	-0.192 *** (-4.48)	-0.188 *** (-4.38)	-0.079 (-1.63)	-0.252 *** (-3.73)	-0.071 (-1.47)	-0.256 *** (-3.77)

表9(续)

变量	治理结构维度		股权结构维度		治理结构维度		股权结构维度	
	中央国企	地方国企	中央国企	地方国企	管理层权力较大组	管理层权力较小组	管理层权力较大组	管理层权力较小组
Age	0.140*** (4.72)	0.137*** (4.61)	-0.016 (-1.35)	-0.022* (-1.89)	-0.011 (-0.71)	0.013 (1.02)	-0.016 (-1.03)	0.008* (0.58)
Spuboard	0.017 (0.29)	0.021 (0.37)	-0.120*** (-4.20)	-0.119*** (-4.17)	-0.155*** (-4.55)	-0.064** (-2.17)	-0.157*** (-4.61)	-0.058* (-1.94)
Dual	0.109* (1.83)	0.141** (2.39)	0.024 (1.04)	0.025 (1.08)	0.004 (0.19)	-0.030 (-0.34)	0.003 (0.15)	-0.017 (-0.19)
常数项	-2.907*** (-7.62)	-3.026*** (-7.86)	-1.618*** (-9.28)	-1.582*** (-9.04)	-1.378*** (-6.48)	-2.553*** (-10.70)	-1.346*** (-6.32)	-2.536*** (-10.58)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.625	0.622	0.529	0.527	0.612	0.622	0.529	0.527
样本量	1 048	4 607	1 048	4 607	3 198	3 419	3 198	3 419
组间差异检验 P 值	0.035 0***		0.034 6***		0.034 6***		0.034 5**	

(四) 不同类型下非国有股东治理对国有企业高质量发展的影响差异

不同类型的非国有股东对于国有企业高质量发展路径的影响机制存在差异。相比较而言,民营资本更加关注通过政治参与而形成的社会资本获得政策资源的帮助^[51];机构投资者和外资股东更有能力去发挥积极的监督作用,有效抑制管理层机会主义行为^[52]。为考察不同类型的非国有股东治理效应,本文将非国有股东性质划分为外资、民营及机构投资者,分组进行回归。表 10 报告了不同性质下非国有股东治理效果差异,无论是股权结构维度还是治理结构维度,民营样本组的非国有股东治理变量(*Director*、*Supervisor*、*Nonsoe*)系数均显著为正,而外资与机构投资者样本组的非国有股东治理变量(*Director*、*Supervisor*、*Nonsoe*)系数为正,这表明引入民营资本可以提高非国有股东治理效果,而引入机构投资者与外资并不会提高非国有股东治理效果。

表 10 不同类型下非国有股东治理效果差异

变量	治理结构维度			股权结构维度		
	民营	外资	机构	民营	外资	机构
Director	0.306* (1.73)	0.316 (0.77)	0.027 (0.22)			
Supervisor	0.149 (0.69)	0.579 (1.63)	0.380** (2.35)			
Nonsoe				0.003** (2.34)	0.002 (1.08)	0.001 (0.74)

表10(续)

变量	治理结构维度			股权结构维度		
	民营	外资	机构	民营	外资	机构
Size	0.290*** (17.52)	0.192*** (8.51)	0.296*** (22.78)	0.286*** (17.27)	0.193*** (8.47)	0.298*** (23.02)
Lev	0.445*** (4.23)	0.634*** (3.32)	0.284*** (3.35)	0.475*** (4.47)	0.636*** (3.36)	0.297*** (3.53)
Roa	0.132 (1.11)	1.851*** (2.59)	0.240 (1.57)	0.125 (1.06)	1.764** (2.53)	0.236 (1.57)
Board	-0.047 (-0.55)	-0.602*** (-4.87)	-0.037 (-0.55)	-0.052 (-0.61)	-0.612*** (-4.92)	-0.031 (-0.46)
Age	-0.014 (-0.67)	-0.073 (-1.54)	-0.019 (-1.02)	-0.010 (-0.46)	-0.068 (-1.48)	-0.015 (-0.79)
Spvboard	-0.154** (-2.43)	0.002 (0.02)	-0.109** (-2.43)	-0.156** (-2.37)	-0.024 (-0.30)	-0.113** (-2.50)
Dual	0.063 (1.11)	0.092 (1.17)	0.016 (0.38)	0.060 (1.06)	0.104 (1.31)	0.016 (0.40)
常数项	-1.805*** (-4.78)	1.332*** (2.68)	-2.190*** (-7.91)	-1.708*** (-4.66)	1.392*** (2.85)	-2.366*** (-8.68)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	1 017	379	1 902	1 017	379	1 902
R ²	0.526	0.640	0.512	0.527	0.645	0.515
组间差异检验 P 值		0.027 8***		0.027 6***		

六、研究结论与政策建议

基于资本配置视角,本文深入分析非国有股东参与治理促进国有企业高质量发展的作用机制,以及行业竞争的调节作用。研究表明:(1)非国有股东持股与委派均能够提升竞争领域国有企业高质量发展程度,当非国有股东持股比例达到3%,具备委派资格条件时,非国有股东会获得具有实质性影响力的话语权,更好地达到促进企业高质量发展的治理效果,并且这种提升作用在中央层级、管理层权力较小、引入民营资本的国有企业中更强。(2)相比于高竞争性行业,非国有股东参与治理对国有企业高质量发展的促进作用在低竞争性行业更强,在低竞争行业环境中,非国有股东发挥治理效应的提升空间更大。(3)本文从资本配置速度-效率方面,进一步揭示非国有股东参与治理促进国有企业高质量发展的逻辑路径,非国有股东参与治理对企业高质量发展的提升效应既取决于其趋向最优资本结构的调整速度,也取决于资本能否流向更高效率的经营活动。

本文的研究结论对深入推进混合所有制改革、优化资本配置、促进企业高质量发展等具有一定的参考。首先,引入非国有股东参与混合所有制改革。国有企业应在调整股权结构、优化公司治理等方面不断强化

主体责任,重点关注其是否能引入合适的非国有股东。特别是对于那些资本结构决策较为稳健、资本投资决策更为多元的国有企业来说,宜以更加谨慎的方式、更加灵活多样的工具来遴选外部投资者(如持股比例达到3%具备委派资格条件等),避免引入只关注中短期利益表现的外部投资者,鼓励外部投资者用好话语权,增强影响力。此外,非国有股东及其委派人员还应注重与国有企业在资本配置决策等方面保持匹配度和协同性,共同致力于实现长期发展战略目标。

其次,结合发展需求分类分层级深化改革举措。国资监管部门需要明确不同行业竞争战略、不同层级结构下国有企业资本配置决策的改革方向,积极鼓励民营资本通过出资入股、收购股权等形式参与混合所有制改革,促进行业上下游和企业内部生产要素有效整合。与此同时,国有企业应立足于新发展阶段,持续加强对管理层权力运行的监督与制约,明晰董事会、监事会与管理层之间的权责边界,从而为非国有股东行使权利提供重要保障。

最后,聚焦于资本配置赋能国有企业高质量发展。从国资监管部门来看,加快从“管企业”向“管资本”的监管职能转变,可以通过统筹考虑国有企业引入非国有资本、进行战略重组等微观方式,不断放大国有资本整体效应。从国有企业来看,国有控股股东应重点关注市场化的资本投资回报表现,减轻非国有股东参与治理过程中面临的各项经营风险,使非国有股东能够不断满足企业发展战略对最优资本结构的要求,避免偏离股东价值最大化的非理性行为,基于运营和治理机制的完善,引导国有企业向高水平、高标准、高质量发展。

参考文献:

- [1] 刘翔峰,刘强. 要素市场化配置改革研究[J]. 宏观经济研究,2019(12):34-47,166.
- [2] 余明桂,潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界,2008(8):9-21,39,187.
- [3] 程仲鸣,夏新平,余明桂. 政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资[J]. 管理世界,2008(9):37-47.
- [4] 方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购[J]. 管理世界,2008(9):118-123,148,188.
- [5] 辛超,张平,袁富华. 资本与劳动力配置结构效应——中国案例与国际比较[J]. 中国工业经济,2015(2):5-17.
- [6] 陈小亮,陈伟泽. 垂直生产结构、利率管制和资本错配[J]. 经济研究,2017,52(10):98-112.
- [7] 戴伟,张雪芳. 金融发展、金融市场化与实体经济资本配置效率[J]. 审计与经济研究,2017,32(1):117-127.
- [8] 封思贤,徐卓. 数字金融、金融中介与资本配置效率[J]. 改革,2021(3):40-55.
- [9] 鄢翔,黄俊,张人方. 内部代理、集团共同审计与资本配置效率[J]. 审计研究,2021(3):106-117.
- [10] 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[J]. 改革,2019(7):40-51.
- [11] 汪平,邹颖,兰京. 异质股东的资本成本差异研究——兼论混合所有制改革的财务基础[J]. 中国工业经济,2015(9):129-144.
- [12] 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,2021,42(1):88-103.
- [13] 刘运国,郑巧,蔡贵龙. 非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J]. 会计研究,2016(11):61-68,96.
- [14] 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,2018,34(5):137-149.
- [15] 逯东,黄丹,杨丹. 国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率[J]. 管理世界,2019,35(6):119-141.
- [16] 陈艳利,姜艳峰. 非国有股东治理与股利平稳性——基于竞争性国有控股上市公司的经验证据[J]. 中南财经政法大学学报,2020(2):37-47.
- [17] 杨兴全,任小毅,杨征. 国企混改优化了多元化经营行为吗? [J]. 会计研究,2020(4):58-75.
- [18] 白重恩,路江涌,陶志刚. 国有企业改制效果的实证研究[J]. 经济研究,2006(8):4-13.

- [19] BAI C E, LU J Y, TAO Z G. How does privatization work in China? [J]. Journal of Comparative Economics, 2009, 37(3): 453-470.
- [20] 景维民, 莫龙炯. 市场化转型、所有制结构与地区经济增长[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2019, 39(2): 31-42.
- [21] 祁怀锦, 于瑶, 刘艳霞. 混合股权制衡度与真实盈余管理行为[J]. 审计与经济研究, 2020, 35(5): 63-74.
- [22] 郝云宏, 汪茜. 混合所有制企业股权制衡机制研究——基于“鄂武商控制权之争”的案例解析[J]. 中国工业经济, 2015(3): 148-160.
- [23] 冯慧群, 郭娜. 非国有股东超额委派董事能否提高会计信息质量? ——基于国企混改背景[J]. 会计研究, 2021(5): 15-31.
- [24] 周煜皓, 张盛勇. 金融错配、资产专用性与资本结构[J]. 会计研究, 2014(8): 75-80, 97.
- [25] 陈艳, 李佳颖. 宏观审慎政策与企业资本结构优化——兼论资本要素市场化配置效率改进[J]. 会计研究, 2022(4): 156-167.
- [26] 杜传忠, 金华旺. 制造业产融结合、资本配置效率与企业全要素生产率[J]. 经济与管理研究, 2021, 42(2): 28-40.
- [27] 潘红波, 夏新平, 余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J]. 经济研究, 2008(4): 41-52.
- [28] 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[J]. 经济学家, 2016(9): 32-41.
- [29] 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[J]. 经济学家, 2014(11): 13-23.
- [30] MODIGLIANI F, MILLER M H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment[J]. The American Economic Review, 1958, 48(3): 261-297.
- [31] 毛新述, 叶康涛, 张颖. 上市公司权益资本成本的测度与评价——基于我国证券市场的经验检验[J]. 会计研究, 2012(11): 12-22, 94.
- [32] 肖作平. 资本结构影响因素和双向效应动态模型——来自中国上市公司面板数据的证据[J]. 会计研究, 2004(2): 36-41.
- [33] 徐传谔, 刘凌波. 网络型厂商公司治理结构与市场行为机制的理论探析——基于资本结构与定价行为的视角[J]. 中国工业经济, 2007(6): 62-69.
- [34] 吴维库. 行业竞争结构的网络模型分析[J]. 管理工程学报, 2002(1): 79-81.
- [35] 黎文飞, 马新啸, 蔡贵龙. 混合所有制改革、公司治理与国有企业分红[J]. 会计与经济研究, 2020, 34(4): 59-78.
- [36] SCHMIDT K M. Managerial incentives and product market competition[J]. The Review of Economic Studies, 1997, 64(2): 191-213.
- [37] 李青原, 刘习顺. 会计信息质量与资源配置——来自我国规模以上工业企业的经验证据[J]. 会计研究, 2021(8): 3-21.
- [38] CASON T N, FRIEDMAN D, MILAM G H. Bargaining versus posted price competition in customer markets[J]. International Journal of Industrial Organization, 2003, 21(2): 223-251.
- [39] 何瑛, 杨琳, 文雯. 从“政治属性”到“市场理性”: 非国有股东治理机制与资本结构动态调整[J/OL]. 南开管理评论, 2022[2023-01-11]. <http://kns.cnki.net/kcms/detail/12.1288.f.20221116.1404.004.html>.
- [40] 王曙光, 郭凯. 要素配置市场化与双循环新发展格局——打破区域壁垒和行业壁垒的体制创新[J]. 西部论坛, 2021, 31(1): 24-31.
- [41] 洪银兴. 完善产权制度和要素市场化配置机制研究[J]. 中国工业经济, 2018(6): 5-14.
- [42] 崔楷. 要素市场化配置下国企混合所有制改革的创新驱动路径[J]. 经济体制改革, 2021(3): 108-114.
- [43] 江小涓, 孟丽君. 内循环为主、外循环赋能与更高水平双循环——国际经验与中国实践[J]. 管理世界, 2021, 37(1): 1-19.
- [44] 魏明海, 蔡贵龙, 柳建华. 中国国有上市公司分类治理研究[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2017, 57(4): 175-192.
- [45] 李佳霖, 张倩肖, 董嘉昌. 金融发展、企业多元化战略与高质量发展[J]. 经济管理, 2021, 43(2): 88-105.
- [46] 马新啸, 汤泰劼, 郑国坚. 非国有股东治理与国有企业的税收规避和纳税贡献——基于混合所有制改革的视角[J]. 管理世界, 2021, 37(6): 128-141, 8.
- [47] 林乐, 谢德仁, 陈运森. 实际控制人监督、行业竞争与经理人激励——来自私人控股上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2013(9): 36-43, 96.
- [48] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2/3): 159-189.
- [49] 蔡贵龙, 卢锐, 马新啸. 非国有股东委派董事与国有上市公司财务重述[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2021, 61(1): 185-195.
- [50] 刘剑民, 张莉莉, 杨晓璇. 政府补助、管理层权力与国有企业高管超额薪酬[J]. 会计研究, 2019(8): 64-70.
- [51] 吴联生. 国有股权、税收优惠与公司税负[J]. 经济研究, 2009, 44(10): 109-120.
- [52] 罗党论, 唐清泉. 政治关系、社会资本与政策资源获取: 来自中国民营上市公司的经验证据[J]. 世界经济, 2009(7): 84-96.

Non-state-owned Shareholder Governance and High-quality Development of State-owned Enterprises

—A Perspective of Capital Allocation

CHEN Yanli, QI Naiyuan

(Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025)

Abstract: As the ballast and pillar of economic growth, the capital allocation of state-owned enterprises is not only the focus of the capital factor market, but also an important path to promote the high-quality development of enterprises. How to stimulate capital vitality, improve total factor productivity and promote the high-quality development of state-owned enterprises becomes a critical issue in deepening the mixed ownership reform. Therefore, this paper analyzes the influence mechanism of non-state-owned shareholder participation on the high-quality development of state-owned enterprises, and the moderation of government control level, management power, and non-state capital types.

The results are as follows. First, both the shareholding and the appointment of non-state-owned shareholders can significantly improve the high-quality development of state-owned enterprises. Specifically, when the ratio reaches 3%, non-state-owned shareholders will gain the right of substantial influence. Second, compared with high-competition industries, the participation of non-state-owned shareholders has a stronger promoting effect in low-competition industries, which has more room to improve the governance effects. Third, from the speed-efficiency perspective of capital factor allocation, both the shareholding and the appointment of non-state-owned shareholders significantly promote the capital flow towards more efficient business activities, and accelerate the adjustment to the optimal capital structure, thereby improving total factor productivity and providing a source of power for the high-quality development of state-owned enterprises. Forth, the impact of non-state-owned shareholder participation is more significant in state-owned enterprises at the central level, with less management power, and introducing private capital.

These conclusions provide some reference value for further promoting the mixed ownership reform and the high-quality development of state-owned enterprises. First, for enterprises with a more stable capital structure and more diversified capital investment, it is advisable to select external investors (such as having a 3% appointment qualification condition). Second, it should actively encourage private capital to participate in the mixed ownership reform, and further strengthen the supervision and restraint of management power operation. Third, it is necessary to focus on the performance of market-oriented capital investment returns, continuously meet the requirements of the development strategy of optimizing the capital structure and empowering the high-quality development of state-owned enterprises.

Keywords: non-state-owned shareholder governance; state-owned enterprise; high-quality development; capital allocation; ownership structure; governance structure

责任编辑:姜 莱