

国有资本授权经营体制改革 与国有企业杠杆率*



綦好东^{1,2} 吕振伟¹ 苏琪琪¹

(1. 山东财经大学会计学院, 山东 济南 250014;

2. 山东财经大学国有资本研究院, 山东 济南 250014)

内容提要:以“管资本”为导向的国有资本授权经营体制改革是现阶段深化国资国企改革的重大举措。本文以 2009—2020 年沪深 A 股国有上市企业为研究对象,采用多时点双重差分法考察了国有资本授权经营体制改革对国有企业杠杆率的影响。研究发现,国有资本授权经营体制改革能够显著降低国有企业杠杆率,该结论在进行一系列稳健性检验后仍然成立。作用路径检验结果表明,国有资本授权经营体制改革能够通过提高企业内源融资能力、强化管理者风险规避意识来间接降低国有企业杠杆率。进一步研究发现,国有资本授权经营体制改革显著降低了国有企业的短期杠杆率,但对长期杠杆率没有显著影响;国有资本授权经营体制改革降低了国有企业的过度负债水平;改革前国有企业的股权控制层级越少,国有资本授权经营体制改革对国有企业杠杆率的抑制作用越强。本研究为国有资本授权经营体制改革的有效性提供了经验证据,对进一步深化国资国企改革,防范和化解重大系统性金融风险,推动经济高质量发展具有政策启示意义。

关键词:国有资本授权经营体制 企业杠杆率 国有企业 国有资本投资运营公司

中图分类号:F276.1 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)10—0039—17

一、引言

经济高质量发展需要稳定的金融环境作为支撑。为有效防范和化解重大系统性金融风险,推动经济高质量发展,党和政府高度重视去杠杆问题,自 2015 年中央经济工作会议将“去杠杆”确定为我国供给侧结构性改革的五大任务之一后,去杠杆尤其是降低企业部门杠杆率便成为经济高质量发展的重要举措。我国非金融企业部门的高杠杆问题主要集中于国有企业(钟宁桦等,2016)^[1]。纪洋等(2018)^[2]利用上市公司数据研究发现,2003—2014 年间国有企业杠杆率略有上升,而非国有企业杠杆率明显下降,杠杆率在国有企业和非国有企业之间产生分化,进一步导致金融资源从效率高的部门流向效率低的部门,形成资源错配,加剧了高杠杆问题给经济发展带来的风险。国有企业的去杠杆对于防范和化解重大系统性风险,进而推动经济高质量发展极为关键。降低国有企业杠杆率成为了政府宏观经济管理的一项重大任务,也成为了学术界关注的重点议题。

就自身因素而言,国有企业高杠杆率的根源主要有两个:一是预算软约束。由于与政府部门存

收稿日期:2022-07-11

* 基金项目:国家社会科学基金重大项目“深化国企混合所有制改革的理论与实践创新研究”(21ZDA040)。

作者简介:綦好东,男,教授,博士生导师,研究专长是国有企业改革与公司治理、国资监管等,电子邮箱:qihadong112@163.com;吕振伟,男,博士研究生,研究领域是国有企业改革与公司治理,电子邮箱:lvzw315@163.com;苏琪琪,女,博士研究生,研究领域是国资国企改革,电子邮箱:sqiqi1995@163.com。通讯作者:吕振伟。

在着天然的政治联系,国有企业在承担较多政策性负担的同时获得了政府的隐性担保,使其长期存在着预算软约束(林毅夫等,2004)^[3]。这一方面使国有企业能够较为容易地从银行获取贷款,并且能够获得较长的贷款期限和较低的融资成本(方军雄,2007^[4];戚聿东和张任之,2019^[5]),从而具有较强的外源融资能力;另一方面也导致国有企业管理者对高杠杆引致的企业破产等财务风险重视程度较低,进而有很强的动机去争取更多债务资金以实现企业迅速扩张、提高自身控制权等(Qian等,2009^[6];郑曼妮等,2018^[7])。国有企业较强的外源融资能力和管理者较弱的风险规避意识导致了国有企业债务规模较大、杠杆率较高。二是盈利能力偏低。已有研究表明,盈利能力与企业杠杆率显著负相关(陆正飞和辛宇,1998^[8];Li等,2009^[9];Chang等,2014^[10])。根据优序融资理论,企业进行融资的顺序是先内部融资,再外部债权融资,最后是外部股权融资(Myers和Majluf,1984)^[11]。企业的盈利能力越强,可供使用的内部留存收益越多,外部债务融资规模就会越低,从而杠杆率就会越低。国有企业长期以来经营效率较低(刘瑞明,2013^[12];Lin等,2020^[13]),盈利能力较弱(黄速建等,2018)^[14],可供使用的内部资金较少,因此更多依赖于外部债权融资来满足资金需求,从而导致杠杆率较高。

党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出,以管资本为主加强国有资产监管,改革国有资本授权经营体制,这拉开了国有资本授权经营体制改革的序幕。随后,党中央和国务院相继出台了一系列政策文件,如2015年10月国务院印发的《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》、2018年7月国务院印发的《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》等,进一步对国有资本授权经营体制改革提出了更具针对性的原则性要求和操作性指引。以管资本为导向的国有资本授权经营体制改革,通过构建“国资委—国有资本投资运营公司—国有企业”三层架构的新型国有资产管理模式,减少了政府部门对国有企业的直接行政干预。国有资本投资运营公司仅依托股权对国有企业行使股东权利,获得国有资产增值收益,不直接参与国有企业经营活动,这有助于推动国有企业真正以独立市场主体身份进入市场,提高其经营效率。政府干预的减少在缓解国有企业政策性负担的同时会硬化其预算约束,经营效率的提高则对国有企业的盈利能力具有促进作用。那么,国有资本授权经营体制改革是否能够发挥降低国有企业杠杆率的作用?若是,其作用机制是怎样的?为回答上述问题,本文基于国务院国资委和地方国资委自2014年开始相继在中央企业和地方国有企业层面改组组建国有资本投资运营公司试点这一外生性事件,以2009—2020年沪深A股国有上市企业为研究对象,手工搜集了与之相匹配的国有资本投资运营公司试点数据,采用多时点双重差分法实证检验了国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率之间的关系。

本文可能具有如下三个方面的贡献:第一,本文以企业杠杆率为落脚点,对国有资本授权经营体制改革的经济效果进行了实证检验,丰富了国资监管体制改革经济后果的研究。第二,本文从国资监管体制改革角度出发,深入考察了以管资本为导向的国有资本授权经营体制改革对国有企业杠杆率的影响,扩充了国有企业杠杆率影响因素的相关研究。第三,本文研究结论从去杠杆角度为实施以管资本为导向的国有资本授权经营体制改革的有效性提供了经验证据,对进一步深化国资监管体制改革以及防范和化解重大系统性金融风险、推动经济高质量发展具有一定政策启示。

二、理论分析与假设提出

预算软约束和盈利能力不足是导致国有企业高杠杆率的重要原因。国有资本授权经营体制改革可以改变国有企业的融资方式和引导管理者行为,强化企业预算约束和提升其盈利能力,进而对其杠杆率产生影响。具体来看,国有资本授权经营体制改革可能会在如下几个方面对企业行为和杠杆率产生影响。

1. 国有资本授权经营体制改革与国有企业盈利能力

Myers 和 Majluf(1984)^[11]的优序融资理论认为,由于信息不对称和资金使用成本差异,当企业需要进行融资时会优先选择内源融资,其次是债权融资,最后是股权融资。基于优序融资理论,企业利用留存收益进行内部融资的能力越强,对债权融资的需求就会越低,其杠杆率也就越低。留存收益的多少取决于盈利能力的强弱,因此,企业的盈利能力越强,内源融资能力就越强,杠杆率就会越低。

总体上看,国有企业的盈利能力相对较弱,主要有两类原因:一是政企不分离,其根源在于政府部门没有或者无法真正站在理性投资人的角度对国有企业进行监督与干预。根据政府干预理论,当市场有效时,政府运用行政权力违背市场规律对企业行为进行干预会损害企业效益(Lin 等,1998^[15];陈信元和黄俊,2007^[16]),表现为“政府失效”。作为履行国有企业出资人职责的国资监管机构,本身具有政府部门属性,这使得国资监管机构容易违背市场规律和经济效益原则对国有企业经营进行行政干预,将其政治和社会任务内化于国有企业的各项重大决策,进而导致国有企业脱离利润最大化的经济目标,呈现出经营目标多元化(陈信元和黄俊,2007^[16];Chen 等,2011^[17])。经济目标与政治和社会目标往往存在冲突(唐松和孙铮,2014^[18];Bai 等,2006^[19]),使国有企业管理者需要在实现经济目标与政治和社会目标之间进行权衡。此外,国有企业管理者往往既具有企业家或经理人的“经济人”身份,又具有政府官员的“政治人”身份(杨瑞龙等,2013)^[20]。政府部门对国有企业管理者选聘的行政干预作为政企不分离的主要表现之一,会对国有企业管理者行为产生重要影响。在国有资本授权经营体制改革之前,政府部门按照“管资产与管人管事相结合”的方式对国有企业进行管理,掌握着国有企业管理者的任免权与考核权。政府部门为了实现其政治和社会目标,会将政治和社会考核指标与经济考核指标同时纳入国有企业管理者的晋升激励机制。由于政府干预及其带来的政策性负担模糊了国有企业经营绩效与管理者努力之间的关系(Lin 等,1998^[15];唐松和孙铮,2014^[18];Jian 等,2020^[21]),导致使用经济指标合理考核国有企业管理者较为困难,同时相对于经济任务,政府部门更为重视政治和社会任务的完成,因此国有企业管理者出于政治晋升等私利动机,通常更加重视政治目标和社会目标的实现,轻视甚至忽视经济目标(廖冠民和沈红波,2014)^[22],从而导致国有企业盈利水平较低。

二是所有者“缺位”。国有企业的所有权归全体人民,代全体人民行使所有权的国家并不具有人格化特征,造成国有企业事实上的所有者“缺位”,进而导致国有企业的剩余控制权与剩余索取权不匹配。作为监管主体并代国家履行出资人职责的国资监管机构,虽然掌握了国有企业的剩余控制权,但与该剩余控制权相对应的剩余索取权不能归于作为自然人的国资监管机构官员。不具有剩余索取权的国资监管机构官员可能缺乏对国有企业价值增长的关注,从而在一定程度上削弱了国有企业的盈利动机,对国有企业的盈利水平造成了不利影响。另外,剩余索取权与控制权的错配会导致控制权演变成为一种“廉价投票权”,使国有企业管理者容易通过游说或者讨价还价变相获取国资监管机构手中的控制权,从而形成“内部人控制”。“内部人控制”加剧了国有企业的委托代理问题,导致管理者违背企业价值最大化目标,通过道德风险和逆向选择等机会主义行为攫取私人利益,损害国有企业经营效率,造成国有企业盈利能力较弱。

国有资本授权经营体制改革能够很好地改善政企不分和所有者缺位对国有企业盈利水平造成的不利影响。第一,国有资本授权经营体制改革在原有“国资委—国有企业”两级架构之间增设了国有资本投资运营公司,这一国资监管体制改革的模式创新有效促进了政企分离。一方面,国有企业管理体系由两级架构调整为三级架构后,国资委仅更多地发挥监督职能,对国有资本投资运营公司的资本配置效率及国有资本保值增值效果进行考核(马忠等,2017)^[23];国有资本投资运营公司具体负责国有资本运作,并运用市场化方式对国有企业进行管理。国有企业管理体系的转变抑制

了政府部门采用行政手段对国有企业进行直接干预,减轻了国有企业的政策性负担,使国有企业的经营目标得到纯化并以业绩提升为导向进行市场化运营,从而有利于提高国有企业的经营效率。另一方面,国有资本授权经营体制改革通过改进授权放权机制下放了国有企业管理者的任免权,推动国有企业建立健全市场化的管理者选拔机制。市场化选聘有助于淡化国有企业管理者的“政府官员”身份,削弱其政治晋升动机,使其更加注重提高国有企业经营效率,改善国有企业业绩表现,以获取更多市场化薪酬契约下与业绩相挂钩的薪酬总量(卜君和孙光国,2021)^[24]。第二,国有资本授权经营体制改革明确了国有资本投资运营公司对所出资企业行使股东职权,而投资运营公司管理者的薪酬会与其经济绩效挂钩,这在一定程度上有利于国有企业所有者“到位”,进而有利于促进企业剩余控制权与剩余索取权相匹配。一方面,国有资本投资运营公司能够依托股权拥有所持股国有企业的剩余控制权;另一方面,国有资本投资运营公司能够凭借股东身份,依法依规管理并收取所持股国有企业的利润分红形成的留存收益,这意味着国有资本投资运营公司拥有了所持股国有企业的剩余索取权。剩余控制权与剩余索取权的不匹配是委托代理问题产生的根源之一(蔡贵龙等,2018)^[25],因此,剩余控制权与剩余索取权匹配度的提升能缓解国有企业的委托代理问题。具体而言,同时拥有剩余控制权和剩余索取权的国有资本投资运营公司具有提升国有企业盈利能力、实现国有企业价值增长的动机,因而会发挥股东积极主义,有效监督和约束管理者,抑制其道德风险和逆向选择等损害国有企业价值的机会主义行为,从而有助于提升国有企业盈利水平。

综上,国有资本授权经营体制改革能够通过促进政企分离和所有者“到位”提高国有企业的盈利能力,而盈利能力的提高会给国有企业带来更多可供使用的内部留存收益,提高国有企业的内源融资能力,进而降低其杠杆率水平。

2. 国有资本授权经营体制改革与国有企业债权融资能力

在银行主导的金融体系下(谭小芬等,2019)^[26],我国企业的外源融资能力主要表现为从银行获取贷款的能力。国有企业在承担了较多政府部门通过行政干预转嫁的政策性负担的同时,也获得了政府部门给予的各种事前政策性优惠和事后政策性补贴,从而形成了预算软约束(林毅夫等,2004^[3];Lin等,1998^[15])。预算软约束增强了国有企业从国有银行以及非国有银行进行债权融资的能力,使国有企业不仅能够较为容易地从银行获取大量贷款,而且能够获得较长的贷款期限和较低的融资成本(方军雄,2007^[4];戚聿东和张任之,2019^[5])。从银行获得的信贷资金会作为债务进入到国有企业资产负债表右侧的上半部分,导致国有企业的杠杆率增高(谭小芬等,2019)^[26]。

国有资本授权经营体制改革会在一定程度上减少国有企业原有的债权融资优势,弱化其外源融资能力,进而导致其杠杆率的降低。国有资本授权经营体制改革通过构建“国资委—国有资本投资运营公司—国有企业”三级架构的新型国有资产管理模式,把对国有企业的管理内容由“管资产”为主转变为“管资本”为主,国资监管机构回归单一的“监督者”角色,“出资者”角色则主要由国有资本投资运营公司承担。这促进了政企分离以及国资监管机构的监督者职能与出资者职能分离,限制了政府部门运用行政手段对国有企业经营直接干预,减轻了国有企业承担的政治任务和社会任务等政策性负担。并且,赋予了国有企业更多经营自主权,强化了国有企业的独立市场经营主体地位,进而在提高国有企业经营效率的同时,也抑制政府部门为国有企业提供隐性担保,减少政府部门给予国有企业的各种事前政策性优惠和事后政策性补贴,硬化国有企业的预算约束。政府部门隐性担保的弱化会导致国有企业从银行等金融机构获取信贷资金变得困难,具体表现为贷款规模的减少、还款期限的缩短和融资成本的提高,这有助于减少国有企业的债务总额,从而使其杠杆率水平下降。

3. 国有资本授权经营体制改革与管理者的风险规避意识

负债是企业财务风险的重要诱因。高杠杆通常伴随着高风险,企业杠杆率越高,产生财务风险

的概率也就越高 (Berk 等,2010^[27];赵华和朱锐,2020^[28])。企业陷入财务困境会威胁股东及管理者的利益,企业破产清算更是对股东及管理者的利益造成严重损害 (Zwiebel,1996^[29];杨婧和许晨曦,2020^[30])。因此,风险规避意识越强的管理者越倾向于降低杠杆率以避免企业陷入财务困境甚至面临破产清算。国有企业由于承担了政府部门转嫁的较多政策性负担,当企业亏损的时候,政府部门有责任 and 动机进行救助与兜底 (郑曼妮等,2018)^[7],避免国有企业因债务违约等陷入破产危机。因此,预算软约束导致国有企业管理者的风险规避意识较弱,他们可能不太担心高杠杆引发的企业破产清算等财务风险的威胁,进而可能出于实现企业迅速扩张、提高自身控制权等动机去争取获得更多债务资金 (Qian 等,2009^[6];郑曼妮等,2018^[7])。

国有资本授权经营体制改革能够通过强化管理者的风险规避意识降低国有企业杠杆率。就国有资本投资运营公司而言,国有资本授权经营体制改革通过把国有企业的出资人角色和责任赋予国有资本投资运营公司,促进了国有企业所有者“到位”。国资监管模式的改革与创新本质上是一个政治和法治的过程,通过法定授权方式确定的国有企业股东治理权要让具有独立人格和“经济人”特质的“人”去行使 (朱炜等,2022)^[31]。国有资本投资运营公司作为国有企业的“人格化股东”,依托股权对国有企业切实履行股东责任。因此,国有资本投资运营公司为履行股东责任,会依托股权发挥股东积极主义,对国有企业管理者进行有效监督和约束 (肖土盛和孙瑞琦,2021)^[32],强化其风险规避意识,降低杠杆率水平,以减小发生财务风险的可能性,实现国有资本保值增值。

就国有企业管理者而言,以“管资本”为导向的国有资本授权经营体制改革通过授权放权把国有企业管理者的选拔、考核和激励回归到经理人市场,淡化国有企业管理者的“政府官员”身份,建立健全以业绩为导向的市场化职业经理人晋升与激励机制。一方面,基于业绩的市场化聘任意味着国有企业管理者在经营业绩不达标时会被解雇,这会迫使国有企业管理者强化自身风险防范意识,通过降低杠杆率水平等方式减小国有企业陷入财务困境的风险,以避免因经营业绩表现不佳导致自身被解雇。另一方面,市场化的职业经理人激励机制意味着国有企业与管理者订立市场化的薪酬契约,国有企业管理者的薪酬总量更多地与经营业绩挂钩 (卜君和孙光国,2021)^[24]。国有企业管理者为获取更多的薪酬收益,会采取降低国有企业杠杆率等措施减小国有企业陷入财务困境的风险,以规避国有企业经营业绩受到财务风险的影响。

综上所述,国有资本授权经营体制改革能够通过提高国有企业内源融资能力、削弱国有企业外源融资能力、强化国有企业管理者的风险防范意识来降低国有企业杠杆率。因此,本文提出如下假设:

H₁: 国有资本授权经营体制改革能够显著降低国有企业杠杆率。

三、研究设计

1. 样本选取与数据来源

为使国有资本授权经营体制改革落实落地,国务院国资委和各地方国资委自 2014 年开始,陆续在中央企业和地方国有企业层面改组组建了若干国有资本投资运营公司试点单位。为基于国有资本投资运营公司试点这一外生性事件,采用双重差分法考察国有资本授权经营体制改革对国有企业杠杆率的影响,本文以 2009—2020 年沪深 A 股国有上市企业作为研究对象,并进行了如下筛选: (1) 剔除金融业上市公司; (2) 剔除 ST、*ST 上市公司; (3) 剔除数据异常或缺失的样本。最终共得到 1279 家国有上市企业的 10628 个企业-年度观测值,样本具体分布情况如表 1 所示。本文所用国有资本投资运营公司试点数据为手工查阅公司年报并辅之以公司官网查询和百度新闻搜索获得,其他数据来源于国泰安数据库。为减轻极端值对研究结论造成的影响,本文对所有连续变量在 1% 水平上进行了缩尾处理。

表 1 样本分布情况

Panel A: 进行或未进行国有资本授权经营体制改革的国有企业数量													
类型	控股股东或实际控制人为国有资本投资运营公司试点单位的国有企业					控股股东或实际控制人不是国有资本投资运营公司试点单位的国有企业					合计		
数量	363					916					1279		

Panel B: 处理组和控制组的观测值分布情况													
年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	合计
处理组	0	0	0	0	0	13	35	81	125	208	269	307	1038
控制组	776	811	870	939	900	829	809	829	764	706	675	682	9590
合计	776	811	870	939	900	842	844	910	889	914	944	989	10628

注:若当年样本国有上市企业的控股股东或实际控制人为国有资本投资运营公司试点单位则归入处理组,否则归入控制组

2. 模型设定与变量定义

鉴于国务院国资委和各地方国资委自 2014 年开始,分批在央企和地方国有企业层面改组组建了若干国有资本投资运营公司试点单位,本文采用多时点双重差分法检验国有资本授权经营体制改革对国有企业杠杆率的影响。借鉴 Beck 等(2010)^[33]、柳光强和王迪(2021)^[34]的研究,本文构建如下多期 DID 模型:

$$LEV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DID_{i,t} + \alpha_j Control_{i,t} + \sum FIRM + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,LEV 为被解释变量企业杠杆率,用企业总负债与总资产的比值衡量。DID 为双重差分项,也即解释变量国有资本授权经营体制改革,若当年样本国有上市企业的控股股东或实际控制人为国有资本投资运营公司试点单位,则 DID 取值为 1;否则 DID 取值为 0。为控制其他因素对国有企业杠杆率的影响,本文参考綦好东等(2018)^[35]、许晓芳等(2020)^[36]的做法,选取了企业规模(SIZE)、企业年龄(AGE)、现有持有水平(CASH)、账市比(BM)、有形资产比率(TANG)、非债务税盾(NDTAXS)、经营现金流(OCF)等公司特征层面,以及股权集中度(SCENTR)、两职合一(SAME)、独立董事比例(INDEP)和管理层持股(MSHARE)等公司治理层面的控制变量。同时,本文还控制了公司固定效应、年度固定效应和行业固定效应。变量定义如表 2 所示。本文采用面板固定效应模型进行回归,并在公司层面对稳健标准误进行聚类调整。

表 2 变量定义

变量类别	变量名称	变量符号	说明	
被解释变量	企业杠杆率	LEV	总负债/总资产	
解释变量	国有资本授权经营体制改革	DID	若当年样本国有上市企业的控股股东或实际控制人为国有资本投资运营公司试点单位,取值为 1;否则为 0	
控制变量	公司特征层面	企业规模	SIZE	ln(期末总资产)
		企业年龄	AGE	ln(企业成立年限 + 1)
		现金持有水平	CASH	货币资金/总资产
		账市比	BM	账面价值/市场价值
		有形资产比率	TANG	有形资产/总资产
		非债务税盾	NDTAXS	折旧费用/总资产
		经营现金流	OCF	每股经营活动现金流

续表 2

变量类别		变量名称	变量符号	说明
控制 变量	公司治理 层面	股权集中度	SCENTR	前十大股东持股比例的平方和
		两职合一	SAME	虚拟变量,若董事长和总经理为同一人担任则取值为1,否则为0
		独立董事比例	INDEP	独立董事人数/董事会总人数
		管理层持股	MSHARE	管理层持股数/总股数

3. 描述性统计

表 3 列示了主要变量的描述性统计结果。被解释变量企业杠杆率(LEV)平均值为 0.5064,最小值为 0.0509,最大值为 0.9117,表明杠杆率在样本国有企业之间存在较大差异。解释变量国有资本授权经营体制改革(DID)的平均值为 0.0977,表明在样本期内,控股股东或实际控制人被确立为国有资本投资运营公司试点单位的国有企业占全部样本的 9.77%。这一结果说明,受到以“管资本”为导向的国有资本授权经营体制改革影响的国有上市企业还比较少。

表 3 主要变量描述性统计结果

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
LEV	10628	0.5064	0.2013	0.0509	0.5157	0.9117
DID	10628	0.0977	0.2969	0.0000	0.0000	1.0000
SIZE	10628	22.6831	1.3611	19.3112	22.5403	25.9711
AGE	10628	2.9592	0.3057	1.6094	2.9957	3.4965
CASH	10628	0.1736	0.1251	0.0105	0.1402	0.7164
BM	10628	0.6807	0.2542	0.1128	0.6910	1.1466
TANG	10628	0.4178	0.1879	0.0342	0.4090	0.8320
NDTAXS	10628	0.0226	0.0164	0.0004	0.0193	0.0747
OCF	10628	0.5382	0.9537	-2.0574	0.3842	3.9554
SCENTR	10628	0.1910	0.1269	0.0151	0.1633	0.5624
SAME	10628	0.0943	0.2922	0.0000	0.0000	1.0000
INDEP	10628	0.3686	0.0533	0.3000	0.3333	0.5714
MSHARE	10628	0.0075	0.0340	0.0000	0.0000	0.5758

四、实证分析

1. 基准回归分析

表 4 列示了国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率之间关系的回归结果。第(1)列只控制了公司、年度和行业固定效应,第(2)列加入了控制变量。结果显示,国有资本授权经营体制改革(DID)的回归系数均在 1% 的水平上显著为负。就经济意义而言,第(2)列中,国有资本授权经营体制改革(DID)的回归系数为 -0.0212,这说明在控制了其他变量以及公司、年度和行业固定效应影响的情况下,相对于控股股东或实际控制人未被确立为国有资本投资运营公司的国有企业,国有企业的控股股东或实际控制人被确立为国有资本投资运营公司会使其杠杆率平均下降约 4.19% (0.0212/0.5064)。上述结果表明,国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率呈显著负相关关系,即国有资本授权经营体制改革能够显著降低国有企业杠杆率,假设 H₁ 得到验证。

表 4 国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率

变量	LEV	
	(1)	(2)
<i>DID</i>	-0.0223 *** (0.0086)	-0.0212 *** (0.0074)
<i>SIZE</i>		0.0695 *** (0.0063)
<i>AGE</i>		0.0648 * (0.0350)
<i>CASH</i>		-0.2104 *** (0.0246)
<i>BM</i>		0.0017 (0.0124)
<i>TANG</i>		0.1367 *** (0.0224)
<i>NDTAXS</i>		-1.4325 *** (0.3076)
<i>OCF</i>		0.0075 *** (0.0015)
<i>SCENTR</i>		0.0303 (0.0432)
<i>SAME</i>		0.0087 * (0.0050)
<i>INDEP</i>		0.0110 (0.0385)
<i>MSHARE</i>		-0.4711 *** (0.1130)
常数项	0.4425 *** (0.0679)	-1.2977 *** (0.1667)
公司/年度/行业固定效应	是	是
R ²	0.0393	0.2005
观测值	10628	10628

注:括号内为经公司层面聚类调整的稳健标准误;*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著,下同

2. 稳健性检验

(1)平行趋势检验。采用多期 DID 模型的前提条件是政策发生前处理组和控制组被解释变量的变化满足平行趋势假设,即处理组的国有企业在其控股股东或实际控制人被确立为国有资本投资运营公司试点单位之前,与控制组的国有企业具有共同的杠杆率变化趋势。本文借鉴 Beck 等 (2010)^[33]的方法,构建如下模型进行平行趋势检验:

$$LEV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DID_{i,t}^{-3} + \alpha_2 DID_{i,t}^{-2} + \alpha_3 DID_{i,t}^{-1} + \alpha_4 DID_{i,t}^0 + \alpha_5 DID_{i,t}^1 + \alpha_6 DID_{i,t}^2 + \alpha_7 DID_{i,t}^{\geq 3} + \alpha_j Control_{i,t} + \sum FIRM + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, DID^{-3} 、 DID^{-2} 、 DID^{-1} 、 DID^0 、 DID^1 、 DID^2 和 $DID^{\geq 3}$ 是反映国有资本授权经营体制改革相对时间的一组虚拟变量。若当年处于样本国有企业的控股股东或实际控制人被确立为国有资本投资运营公司试点单位之前的第3年、第2年和第1年,则 DID^{-3} 、 DID^{-2} 和 DID^{-1} 分别取值为1;否则分别取值为0。若当年样本国有企业的控股股东或实际控制人被确立为国有资本投资运营公司试点单位,则 DID^0 取值为1;否则取值为0。若当年处于样本国有企业的控股股东或实际控制人被确立为国有资本投资运营公司试点单位之后的第1年和第2年,则 DID^1 和 DID^2 分别取值为1;否则分别取值为0。若当年处于样本国有企业的控股股东或实际控制人被确立为国有资本投资运营公司试点单位之后的第3年及以后年份, $DID^{\geq 3}$ 取值为1;否则为0。本文以国有资本授权经营体制改革前的第4年及以前年份作为基准组,采用面板固定效应对模型(2)进行回归,同时根据模型(2)回归结果绘制了平行趋势检验图^①。结果显示, DID^{-3} 、 DID^{-2} 和 DID^{-1} 的回归系数均不显著,说明在国有资本授权经营体制改革之前的第3年、第2年以及第1年,处理组和控制组国有企业的杠杆率相对于改革之前的第4年及更早年份具有共同的变化趋势,也即在国有资本授权经营体制改革发生之前,处理组和控制组的企业杠杆率变化满足平行趋势假设。此外, DID^0 、 DID^1 、 DID^2 和 $DID^{\geq 3}$ 的系数均显著为负,说明国有资本授权经营体制改革能够发挥降低国有企业杠杆率的作用。

(2)安慰剂检验。由于除国有资本授权经营体制改革这一因素外,国有企业杠杆率可能还会受到其他一些难以观测的政策因素影响,因此本文进行安慰剂检验以缓解其他政策因素对前文研究结论的干扰。具体地,本文采用如下两种方法进行虚拟政策冲击时间的安慰剂检验:①借鉴梁若冰和王群群(2021)^[37]的做法,通过将样本国有企业的控股股东或实际控制人被确立为国有资本投资运营公司试点单位的时间分别前推2年和3年来构造虚拟国有资本授权经营体制改革变量 $FDID2$ 和 $FDID3$,并将其分别加入模型(1)中进行回归,结果显示,实际双重差分项 DID 的系数仍显著为负,虚拟双重差分项 $FDID2$ 、 $FDID3$ 的系数均不显著。②借鉴范子英和田彬彬(2013)^[38]的做法,通过假设国有资本授权经营体制改革发生在2011年或2012年分别构造虚拟双重差分项 DID_{2011} 和 DID_{2012} ,以 DID_{2011} 和 DID_{2012} 分别替换模型(1)中实际双重差分项 DID ,再使用国有资本授权经营体制改革发生之前的样本(2009—2013年)对模型(1)进行回归。结果显示,虚拟双重差分项 DID_{2011} 和 DID_{2012} 的系数均不显著。以上安慰剂检验结果表明,国有企业杠杆率的下降是受到了国有资本授权经营体制改革的影响,而非其他难以观测的政策因素。

此外,本文将解释变量国有资本授权经营体制改革在样本国有企业中随机分配,然后对模型(1)重新进行回归,并重复此过程1000次,绘制出解释变量国有资本授权经营体制改革回归系数及其对应t值的分布密度图。结果发现,回归系数和t值均分布在0值附近,说明其他难以观测的政策因素未对国有企业杠杆率产生显著影响,确实是国有资本授权经营体制改革这一政策显著降低了国有企业杠杆率。

(3)倾向得分匹配+双重差分。由于国有资本投资运营公司试点单位并不是随机确立的,导致控股股东或实际控制人被确立为国有资本投资运营公司试点单位的国有企业与控股股东或实际控制人未被确立为国有资本投资运营公司试点单位的国有企业之间可能存在某些能够影响国有企业杠杆率的固有差异,即本文可能存在自选择偏差问题,因此本文采用倾向得分匹配+双重差分法(PSM+DID)进行稳健性检验,以缓解自选择偏差问题对前文研究结论的影响。具体分为两步:第一步,以企业规模($SIZE$)、企业年龄(AGE)、现有持有水平($CASH$)、账市比(BM)、有形资产比率($TANG$)、经营现金流(OCF)、股权集中度($SCENTR$)、两职合一($SAME$)、独立董事比例($INDEP$)和管理层持股($MSHARE$)作为匹配变量对处理组和控制组样本进行1:4最近邻匹配。平衡性检验结

① 受篇幅限制,稳健性检验部分的图表未列示,备索。

果显示,匹配前除独立董事比例(*INDEP*)和管理层持股(*MSHARE*)外,其余匹配变量的均值在处理组与控制组之间均存在显著差异。匹配后各匹配变量的均值组间差异 *t* 检验的 *p* 值均大于 0.1,并且偏差率均小于 10%,说明匹配后各匹配变量在处理组和控制组之间没有显著差异,匹配效果较好。第二步,使用匹配后的配对样本对模型(1)重新进行回归,结果显示,国有资本授权经营体制改革(*DID*)的回归系数为 -0.0237,并在 1% 的水平上通过了显著性检验,表明在考虑自选择偏差问题的干扰后,国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率显著负相关这一结论依然成立。

(4)自变量滞后一期。由于国有资本授权经营体制改革的效果可能到下一年才会显现,同时企业杠杆率可能会受到前一年企业规模等公司层面特征的影响。本文将模型中(1)的解释变量和控制变量滞后一期后重新回归,回归结果显示,解释变量国有资本授权经营体制改革(*DID*)的回归系数仍然显著为负,表明把解释变量和控制变量滞后一期后,前文结论依然成立。

(5)替换被解释变量。为保证研究结论的可靠性,本文借鉴苏冬蔚和曾海舰(2009)^[39]的方法,改用有息负债率(*ILEV*)度量被解释变量企业杠杆率,然后对模型(1)重新进行回归。有息负债率(*ILEV*)等于短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债以及应付债券之和除以总资产。回归结果显示,解释变量国有资本授权经营体制改革(*DID*)的回归系数仍显著为负,说明替换被解释变量的度量方法后前文结论依然成立。

(6)排除供给侧结构性改革的影响。2015 年我国开始推行供给侧结构性改革,去杠杆成为“三去一降一补”五大任务之一,这可能导致 2015 年前后国有企业的杠杆率存在系统性差异。为保证前文研究结论的可靠性,本文把 2015 年之前的样本剔除后再次对模型(1)进行回归。回归结果显示,解释变量国有资本授权经营体制改革(*DID*)的回归系数仍然为负,并在 1% 的水平上通过了显著性检验,表明在考虑了供给侧结构性改革的政策干扰后,前文结论依然成立。

(7)剔除试点当年样本。由于本文所用国有资本投资运营公司试点数据为手工搜集获得,可能存在一定误差。此外,如前所述,国有资本投资运营公司试点的效果在当年可能难以显现,因此,本文把第一年发生国有资本授权经营体制改革的样本剔除,然后对模型(1)重新进行回归。回归结果显示,解释变量国有资本授权经营体制改革(*DID*)的回归系数仍然为负,并在 1% 的水平上显著,表明前文研究结论是稳健的。

五、作用路径检验

1. 内源融资能力与降低杠杆率

为检验国有资本授权经营体制改革是否通过提高国有企业内源融资能力间接降低了国有企业杠杆率,也即检验内源融资能力是否在国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率之间的关系中发挥了中介作用,本文参考温忠麟等(2004)^[40]的方法构建如下模型:

$$IFIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DID_{i,t} + \beta_j Control_{i,t} + \sum FIRM + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \mu_{i,t} \quad (3)$$

$$LEV_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 DID_{i,t} + \lambda_2 IFIN_{i,t} + \lambda_j Control_{i,t} + \sum FIRM + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varphi_{i,t} \quad (4)$$

其中,*IFIN* 表示内源融资能力,以盈利能力作为其代理变量。本文借鉴杜莹和刘立国(2002)^[41]、徐莉萍等(2006)^[42]的做法,分别以总资产收益率(*ROA*)和销售利润率(*ROS*)衡量盈利能力。总资产收益率(*ROA*)等于净利润与平均总资产的比值。销售利润率(*ROS*)等于营业利润与销售收入的比值。总资产收益率(*ROA*)和销售利润率(*ROS*)越大,表示企业盈利能力越强,内源融资能力也就越强。

表 5 列示了模型(3)和模型(4)的回归结果。由表 5 可知,第(1)列和第(3)列中解释变量国

有资本授权经营体制改革(DID)的回归系数均在1%的水平上显著为正,说明国有资本授权经营体制改革能够显著提高国有企业的盈利能力,进而提高其内源融资能力。第(2)列中总资产收益率(ROA)的回归系数以及第(4)列中销售利润率(ROS)的回归系数均在1%的水平上显著为负,同时,第(2)列和第(4)列中,国有资本授权经营体制改革(DID)的回归系数均仍然显著为负,表明内源融资能力在国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率之间的关系中发挥了部分中介效应,即提高国有企业的内源融资能力是国有资本授权经营体制改革降低国有企业杠杆率的作用路径之一。

表 5 作用路径检验:强化内源融资能力

变量	ROA	LEV	ROS	LEV
	(1)	(2)	(3)	(4)
ROA		-0.7198*** (0.0391)		
ROS				-0.2432*** (0.0153)
DID	0.0082*** (0.0025)	-0.0153** (0.0070)	0.0213*** (0.0065)	-0.0160** (0.0070)
常数项	-0.0328 (0.0590)	-1.3212*** (0.1582)	-0.1228 (0.1496)	-1.3275*** (0.1566)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司/年度/行业固定效应	是	是	是	是
R ²	0.1705	0.2793	0.1227	0.2671
观测值	10628	10628	10628	10628

2. 外源融资能力与降低杠杆率

为检验国有资本授权经营体制改革是否通过削弱国有企业外源融资能力间接降低其杠杆率,也即检验外源融资能力是否在国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率之间关系中发挥了中介作用,本文把模型(3)和模型(4)中的内源融资能力(IFIN)替换为外源融资能力(EFIN)后重新进行回归。具体地,本文以债务融资能力作为外源融资能力的代理变量,借鉴潘越等(2013)^[43]的方法,采用债务成本(DCOST)和债务期限(DMATU)衡量债务融资能力。债务成本(DCOST)等于财务费用除以总负债,该值越小,债务融资能力就越强,外源融资能力也就越强。债务期限(DMATU)等于长期负债除以总负债,该值越大,债务融资能力就越强,外源融资能力也就越强。

表6列示了外源融资能力中介效应检验的回归结果。第(1)列和第(3)列显示,国有资本授权经营体制改革(DID)的回归系数不显著,进一步的Sobel检验结果显示,债务成本(DCOST)和债务期限(DMATU)间接效应的系数分别为0.0001和0.0002,但均不显著(Z值分别为0.1304和0.5085)。以上结果说明,外源融资能力在国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率之间的负相关关系中没有发挥中介效应。

表 6 作用路径检验:削弱外源融资能力

变量	DCOST	LEV	DMATU	LEV
	(1)	(2)	(3)	(4)
DCOST		1.6722*** (0.1192)		
DMATU				0.0589*** (0.0149)

续表 6

变量	<i>DCOST</i>	<i>LEV</i>	<i>DMATU</i>	<i>LEV</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DID</i>	0.0001 (0.0009)	-0.0213 *** (0.0070)	0.0026 (0.0080)	-0.0213 *** (0.0074)
常数项	-0.0534 ** (0.0214)	-1.2084 *** (0.1573)	-0.7861 *** (0.1908)	-1.2514 *** (0.1664)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司/年度/行业固定效应	是	是	是	是
R ²	0.1830	0.2537	0.0848	0.2051
观测值	10628	10628	10628	10628
Sobel 检验	间接效应 = 0.0001		间接效应 = 0.0002	

由表 6 结果可知,国有资本授权经营体制改革没有显著降低国有企业的外源融资能力,与前文理论分析不符。这其中可能的原因是:国有资本授权经营体制改革虽然会抑制政府部门对国有企业提供隐性担保,硬化国有企业的预算约束,但由于国有企业通常规模较大、可抵押资产较多(纪洋等,2018)^[2],加之国有资本授权经营体制改革有助于改善国有企业经营效率,这会向资本市场传递出良好信号,从而使银行等金融机构不会仅因为国有资本授权经营体制改革减少了政府部门为国有企业提供的隐性担保就在债务契约中设定更高的贷款利率或更短的还款期限。

3. 管理者风险规避意识与降低杠杆率

为检验国有资本授权经营体制改革是否通过强化国有企业管理者的风险规避意识间接降低国有企业杠杆率,也即检验管理者风险规避意识是否在国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率之间的关系中发挥了中介作用,本文把模型(3)和模型(4)中的内源融资能力(*IFIN*)替换为管理者风险规避意识(*NRISK*)后重新进行回归。本文采用 Altman(1968)^[44]提出的 Z 指数度量管理者风险规避意识。Z 指数越大,表示企业陷入财务困境的可能性就越小,而企业陷入财务困境的可能性越小则说明管理者的风险规避意识越强。因此,Z 指数越大表示管理者的风险规避意识越强。

表 7 列示了管理者风险规避意识中介作用检验的回归结果^①。第(1)列显示,国有资本授权经营体制改革(*DID*)的回归系数在 1% 的水平上显著为负。第(2)列显示,国有资本授权经营体制改革(*DID*)的回归系数在 5% 的水平上显著为正,说明国有资本授权经营体制改革能够强化国有企业管理者的风险规避意识。第(3)列显示,管理者风险规避意识(*NRISK*)在 1% 的水平上显著为负,国有资本授权经营体制改革(*DID*)的回归系数仍然显著为负,表明管理者风险规避意识在国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率之间的关系中发挥了部分中介效应,即强化国有企业管理者的风险规避意识是国有资本授权经营体制改革降低国有企业杠杆率的作用路径之一。

表 7 作用路径检验:强化管理者风险规避意识

变量	<i>LEV</i>	<i>NRISK</i>	<i>LEV</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>NRISK</i>			-0.0140 *** (0.0007)
<i>DID</i>	-0.0212 *** (0.0077)	0.3912 ** (0.1811)	-0.0157 ** (0.0067)

① 由于 Z 指数数据缺失,因此该部分观测值为 10115 个。为保证结论的可靠性,对模型(1)重新进行了回归。

续表 7

变量	LEV	NRISK	LEV
	(1)	(2)	(3)
常数项	-1.3867*** (0.1746)	33.3057*** (4.5647)	-0.9190*** (0.1628)
控制变量	控制	控制	控制
公司/年度/行业固定效应	是	是	是
R ²	0.2154	0.3464	0.3623
观测值	10115	10115	10115

六、进一步探讨

1. 国有资本授权经营体制改革去杠杆效应是否存在期限结构差异？

由于企业配置短期杠杆和长期杠杆的动机不同,使国有资本授权经营体制改革对国有企业短期杠杆率和长期杠杆率的影响也可能不同。为检验国有资本授权经营体制改革对国有企业的去杠杆效应是否存在期限结构差异,本文按照债务期限将杠杆率区分为短期杠杆率(LEV_S)和长期杠杆率(LEV_L),然后分别作为被解释变量对模型(1)进行回归。借鉴谭小芬等(2019)^[26]的方法,短期杠杆率(LEV_S)用流动负债与总资产的比值度量,长期杠杆率(LEV_L)用非流动负债与总资产的比值度量。

表8第(1)列和第(2)列分别为以短期杠杆率(LEV_S)和长期杠杆率(LEV_L)作为模型(1)被解释变量进行回归后的结果。第(1)列中,国有资本授权经营体制改革(DID)的系数为-0.0199,并在1%的水平上显著;第(2)列中,国有资本授权经营体制改革(DID)的系数不显著,说明国有资本授权经营体制改革能够显著降低国有企业的短期杠杆率,但对国有企业的长期杠杆率没有显著影响,即国有资本授权经营体制改革对国有企业杠杆率的抑制作用存在期限结构差异。出现这一结果可能的原因在于:第一,长期负债通常用于固定资产投资等长期投资项目,期限较长,专用性较强,不易变动,而短期负债一般用于日常经营活动,期限较短,灵活性较强,因此企业在降杠杆时更倾向于选择减少短期负债。第二,相对于长期负债,短期负债还款期限较短、偿债频率较高,具有较高的风险性。出于风险控制考虑,企业更倾向于降低短期杠杆。

表 8 进一步探讨

变量	LEV_S	LEV_L	LEV_excess	LEV
	(1)	(2)	(3)	(4)
DID	-0.0199*** (0.0072)	-0.0012 (0.0050)	-0.0153** (0.0070)	
PYRAMID				-0.0094** (0.0041)
常数项	-0.5163*** (0.1680)	-0.7622*** (0.1088)	-0.5928*** (0.1767)	-1.3010*** (0.1667)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司/年度/行业固定效应	是	是	是	是
R ²	0.1195	0.1163	0.0887	0.1992
观测值	10628	10628	10017	10648

2. 国有资本授权经营体制改革是否抑制了过度负债?

过度负债会增加企业破产风险,对企业的危害极大。因此,国有企业去杠杆任务更应该着眼于过度负债水平的降低。前文研究结果证明,国有资本授权经营体制改革对国有企业产生了去杠杆效应。那么,国有资本授权经营体制改革是否降低了国有企业的过度负债水平呢?为探究这一问题,本文先借鉴 Harford 等(2009)^[45]、陆正飞等(2015)^[46]的方法,计算出样本国有企业的过度负债水平(LEV_excess),再以过度负债水平(LEV_excess)作为被解释变量对模型(1)进行回归,结果如表8第(3)列所示,国有资本授权经营体制改革(DID)的回归系数为负,并在5%的水平上显著,表明国有资本授权经营体制改革能够显著降低国有企业的过度负债水平,这一结果也说明国有资本授权经营体制改革对国有企业杠杆率的抑制作用是有效的。

3. 国有资本授权经营体制改革是否存在股权控制层级的差异?

根据前文分析,抑制政府部门对国有企业的直接行政干预是国有资本授权经营体制改革对国有企业发挥去杠杆效应的重要途径之一。政府部门与国有企业之间的股权控制层级越多,国有企业受到的政府干预程度就越低,反之则越高(程仲鸣等,2008^[47];Fan等,2013^[48];卜君和孙光国,2021^[24])。据此可以预计,改革之前政府部门与国有企业之间的股权控制层级越少,国有资本授权经营体制改革的去杠杆效应会越显著。

本文重新构造了考虑股权控制层级影响的国有资本授权经营体制改革变量($PYRAMID$),具体度量方式为:若当年样本国有上市企业的控股股东或实际控制人为国有资本投资运营公司试点单位,并且在控股股东或实际控制人被确立为国有资本投资运营公司试点单位的前一年国资监管机构与该国有上市企业之间的股权控制层级为一层,即国资监管机构直接控制该国有上市企业,则 $PYRAMID$ 取值为3;若当年样本国有上市企业的控股股东或实际控制人为国有资本投资运营公司试点单位,并且在控股股东或实际控制人被确立为国有资本投资运营公司试点单位的前一年国资监管机构与该国有上市企业之间的股权控制层级为两层,则 $PYRAMID$ 取值为2;若当年样本国有上市企业的控股股东或实际控制人为国有资本投资运营公司试点单位,并且在控股股东或实际控制人被确立为国有资本投资运营公司试点单位的前一年国资监管机构与该国有上市企业之间的股权控制层级多于两层,则 $PYRAMID$ 取值为1;若当年样本国有上市企业的控股股东或实际控制人不是国有资本投资运营公司试点单位,则 $PYRAMID$ 取值为0。表8第(4)列列示了以 $PYRAMID$ 作为解释变量对模型(1)进行回归后的结果。结果显示, $PYRAMID$ 的回归系数在5%的水平上显著为负,表明改革之前国资监管机构与国有企业之间的股权控制层级越少,国有资本授权经营体制改革对国有企业的去杠杆效应越强。

七、研究结论与政策启示

1. 研究结论

本文基于我国自2014年开始在央企和地方国有企业层面分批改组组建国有资本投资运营公司试点单位这一外生性事件,以2009—2020年沪深A股国有上市企业为研究对象,通过手工搜集国有资本投资运营公司试点单位数据,采用多时点双重差分法对国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率之间的关系进行了实证检验。本文发现:(1)国有资本授权经营体制改革能够显著降低国有企业杠杆率水平。(2)作用路径检验结果表明,内源融资能力与管理者风险规避意识在国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率之间的关系中发挥了部分中介作用,提高国有企业的内源融资能力、强化国有企业管理者的风险规避意识是国有资本授权经营体制改革降低国有企业杠杆率的作用路径;外源融资能力没有在国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率之间的关系中发挥中介作用。(3)进一步研究发现,国有资本授权经营体制改革能够显著降低国有企业

的短期杠杆率,但对国有企业的长期杠杆率没有显著影响,说明国有资本授权经营体制改革对国有企业的去杠杆效应存在期限结构差异;国有资本授权经营体制改革有助于降低国有企业的过度负债水平,说明国有资本授权经营体制改革对国有企业杠杆率的抑制作用是有效的;股权控制层级会影响国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率之间的关系,改革之前国有企业的股权控制层级越少,国有资本授权经营体制改革对国有企业杠杆率的抑制作用越强。

2. 政策建议

第一,应继续推进国有资产监管机构职能转变,打造高质量国有资本投资运营公司,为国有资本保值增值提供制度支撑和机制保障。作为深化国资国企改革的主要内容,以“管资本”为导向的国有资本授权经营体制改革虽自2014年开始相继在央企和地方国有企业层面改组组建国有资本投资运营公司,但当前仍处于试点阶段,需要不断总结实践中的成功经验并扎实推进。本文研究结论为以“管资本”为导向的国有资本授权经营体制改革的有效性提供了经验证据。政府应继续扩大国有资本投资运营公司的试点数量,不断规范国有资本投资运营公司的管理与授权机制,加快推进国有资产监管机构职能转变,提升国有资本配置和运营效率,为国有资本保值增值提供制度支撑和机制保障。

第二,应继续加强国有企业资产负债约束的机制建设,提升国有企业抗风险能力,打好防范化解系统性金融风险攻坚战。企业部门杠杆率过高极易诱发系统性金融风险,并很可能传导至实体经济领域,对经济发展造成严重损害。基于本文关于“国有资本授权经营体制改革有助于降低国有企业杠杆率”的研究结论,政府应通过深化国资国企改革等举措,尤其是利用好国有资本授权经营体制改革形成的系列制度性措施,降低国有企业杠杆率,以防范和化解国有企业高杠杆率可能引发的重大系统性金融风险,提升国有经济的抗风险能力,促进国有经济及整个国民经济健康发展。

第三,应继续推动国有企业市场化经营,进一步改善企业经营效率,提升国有经济竞争力。提高国有企业盈利能力是国有资本授权经营体制改革降低国有企业杠杆率的作用路径之一。而对国有企业市场化经营的推动,是以增强国有企业活力为主要目标之一的国有资本授权经营体制改革提升国有企业盈利能力的关键。因此,政府应继续推动国有企业市场化经营,在确保监督有效性的前提下,授予国有资本投资运营公司更多的运营权,给予国有企业充分的经营自主权,使它们真正成为独立的市场主体,以增强企业活力,改善企业经营效率,提升国有经济竞争力。

参考文献

- [1] 钟宁桦,刘志阔,何嘉鑫,苏楚林. 我国企业债务的结构性问题[J]. 北京:经济研究,2016,(7):102-117.
- [2] 纪洋,王旭,谭语嫣,黄益平. 经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化[J]. 北京:经济学(季刊),2018,(2):449-470.
- [3] 林毅夫,刘明兴,章奇. 政策性负担与企业的预算软约束:来自中国的实证研究[J]. 北京:管理世界,2004,(8):81-89,127.
- [4] 方军雄. 所有制、制度环境与信贷资金配置[J]. 北京:经济研究,2007,(12):82-92.
- [5] 戚聿东,张任之. 新时代国有企业改革如何再出发?——基于整体设计与路径协调的视角[J]. 北京:管理世界,2019,(3):17-30.
- [6] Qian, Y., Y. Tian, and T. S. Wirjanto. Do Chinese Publicly Listed Companies Adjust their Capital Structure Toward a Target Level? [J]. *China Economic Review*, 2009, 20, (4): 662-676.
- [7] 郑曼妮,黎文靖,柳建华. 利率市场化与过度负债企业降杠杆:资本结构动态调整视角[J]. 北京:世界经济,2018,(8):149-170.
- [8] 陆正飞,辛宇. 上市公司资本结构主要影响因素之实证研究[J]. 北京:会计研究,1998,(8):34-37.
- [9] Li, K., H. Yue, and L. Zhao. Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence from China [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2009, 37, (3): 471-490.
- [10] Chang, C., X. Chen, and G. Liao. What are the Reliably Important Determinants of Capital Structure in China? [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2014, (30): 87-113.
- [11] Myers, S. C., and N. S. Majluf. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have [J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13, (2): 187-221.

- [12]刘瑞明.中国的国有企业效率:一个文献综述[J].北京:世界经济,2013,(11):136-160.
- [13]Lin,K.J.,X.Lu,J.Zhang,and Y.Zheng.State-Owned Enterprises in China:A Review of 40 Years of Research and Practice[J].China Journal of Accounting Research,2020,13,(1):31-55.
- [14]黄速建,肖红军,王欣.论国有企业高质量发展[J].北京:中国工业经济,2018,(10):19-41.
- [15]Lin,J.Y.,F.Cai,and Z.Li.Competition,Policy Burdens,and State-Owned Enterprise Reform[J].The American Economic Review,1998,88,(2):422-427.
- [16]陈信元,黄俊.政府干预、多元化经营与公司业绩[J].北京:管理世界,2007,(1):92-97.
- [17]Chen,S.,Z.Sun,S.Tang,and D.Wu.Government Intervention and Investment Efficiency:Evidence from China[J].Journal of Corporate Finance,2011,17,(2):259-271.
- [18]唐松,孙铮.政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效[J].北京:管理世界,2014,(5):93-105.
- [19]Bai,C.,J.Lu,and Z.Tao.The Multitask Theory of State Enterprise Reform:Empirical Evidence from China[J].The American Economic Review,2006,96,(2):353-357.
- [20]杨瑞龙,王元,聂辉华.“准官员”的晋升机制:来自中国央企的证据[J].北京:管理世界,2013,(3):23-33.
- [21]Jian,J.,H.Li,L.Meng,and C.Zhao.Do Policy Burdens Induce Excessive Managerial Perks? Evidence from China's State-Owned Enterprises[J].Economic Modelling,2020,90:54-65.
- [22]廖冠民,沈红波.国有企业的政策性负担:动因、后果及治理[J].北京:中国工业经济,2014,(6):96-108.
- [23]马忠,张冰石,夏子航.以管资本为导向的国有资本授权经营体系优化研究[J].长春:经济纵横,2017,(5):20-25.
- [24]卜君,孙光国.国资监管职能转变与央企高管薪酬业绩敏感性[J].北京:经济管理,2021,(6):117-135.
- [25]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].北京:管理世界,2018,(5):137-149.
- [26]谭小芬,李源,王可心.金融结构与非金融企业“去杠杆”[J].北京:中国工业经济,2019,(2):23-41.
- [27]Berk,J.B.,R.Stanton,and J.Zechner.Human Capital,Bankruptcy and Capital Structure[J].The Journal of Finance,2010,65,(3):891-926.
- [28]赵华,朱锐.企业去杠杆的财务内涵:基于复杂适应系统的理论解析[J].北京:会计研究,2020,(10):164-176.
- [29]Zwiebel,J.Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment[J].The American Economic Review,1996,86,(5):1197-1215.
- [30]杨婧,许晨曦.产品市场竞争、内部治理与内部控制缺陷认定标准[J].北京:会计研究,2020,(6):158-170.
- [31]朱炜,李伟健,綦好东.中国国有资产监管体制演进的主要历程与基本特征[J].成都:经济学家,2022,(2):97-108.
- [32]肖土盛,孙瑞琦.国有资本投资运营公司改革试点效果评估——基于企业绩效的视角[J].北京:经济管理,2021,(8):5-22.
- [33]Beck,T.,R.Levine,and A.Levkov.Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States[J].The Journal of Finance,2010,65,(5):1637-1667.
- [34]柳光强,王迪.政府会计监督如何影响盈余管理——基于财政部会计信息质量随机检查的准自然实验[J].北京:管理世界,2021,(5):157-169.
- [35]綦好东,刘浩,朱炜.过度负债企业“去杠杆”绩效研究[J].北京:会计研究,2018,(12):3-11.
- [36]许晓芳,周茜,陆正飞.过度负债企业去杠杆:程度、持续性及政策效应——来自中国上市公司的证据[J].北京:经济研究,2020,(8):89-104.
- [37]梁若冰,王群群.地方债管理体制与企业融资困境缓解[J].北京:经济研究,2021,(4):60-76.
- [38]范子英,田彬彬.税收竞争、税收执法与企业避税[J].北京:经济研究,2013,(9):99-111.
- [39]苏冬蔚,曾海舰.宏观经济因素与公司资本结构变动[J].北京:经济研究,2009,(12):52-65.
- [40]温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云.中介效应检验程序及其应用[J].北京:心理学报,2004,(5):614-620.
- [41]杜莹,刘立国.股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分析[J].北京:管理世界,2002,(11):124-133.
- [42]徐莉萍,辛宇,陈工孟.股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J].北京:经济研究,2006,(1):90-100.
- [43]潘越,王宇光,戴亦一.税收征管、政企关系与上市公司债务融资[J].北京:中国工业经济,2013,(8):109-121.
- [44]Altman,E.I.Financial Ratios,Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy[J].The Journal of Finance,1968,23,(4):589-609.
- [45]Harford,J.,S.Klasa,and N.Walcott.Do Firms Have Leverage Targets? Evidence from Acquisitions[J].Journal of Financial Economics,2009,93,(1):1-14.
- [46]陆正飞,何捷,窦欢.谁更过度负债:国有还是非国有企业?[J].北京:经济研究,2015,(12):54-67.
- [47]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].北京:管理世界,2008,(9):37-47.
- [48]Fan,J.P.H.,T.J.Wong,and T.Zhang.Institutions and Organizational Structure:The Case of State-Owned Corporate Pyramids[J].Journal of Law,Economics,and Organization,2013,29,(6):1217-1252.

State-owned Capital Authorized Operation System Reform and SOE Leverage

QI Hao-dong^{1,2}, LV Zhen-wei¹, SU Qi-qi¹

(1. School of Accountancy, Shandong University of Finance and Economics, Jinan, Shandong, 250014, China;

2. State-owned Capital Research Institute, Shandong University of Finance and Economics, Jinan, Shandong, 250014, China)

Abstract: The Chinese government began reorganising and setting up state-owned capital investment and operation companies in batches at the level of central and local state-owned enterprises (SOE) in 2014. Based on this exogenous event, this article investigates the impact of the state-owned capital authorized operation system reform on the leverage of SOE by the multi-time DID model. The sample of Shanghai and Shenzhen A-share listed SOE from 2009 to 2020 was selected, and the state-owned capital investment and operation company pilot was collected manually. The results show a significant negative relationship between the reform and SOE leverage. In other words, the reform can significantly reduce the leverage of SOE. This conclusion is still hold after a series of robustness tests. Several path tests are employed in this article. The internal financing ability and managers' risk avoidance awareness play a partial mediating role in the relationship between the state-owned capital authorized operation system reform and SOE leverage. Improving the internal financing ability and strengthening the managers' risk aversion awareness are two ways for the reform to reduce the SOE leverage. However, external financing ability does not mediate this relationship. The results of further research on the state-owned capital authorized operation system reform are as follows. The reform significantly reduces SOE short-term leverage rather than long-term leverage, indicating that the deleveraging effect of the reform is different in SOE debt maturity structure. The reform also reduces SOE excessive debt level, which shows the effectiveness of inhibiting SOE leverage. The level of equity control is a factor in the relationship between the reform and SOE leverage; in particular, the lower the level of SOE equity control before the reform, the stronger the restraining effect of the reform on the leverage ratio.

This paper has two potential theoretical contributions. Firstly, it enriches the research on the economic consequences of the state-owned capital supervision system reform. The existing literature mainly adopts the normative research method to qualitatively analyze the problems related to the state-owned assets supervision system reform, including how to establish and optimize a scientific and practical state-owned assets supervision system, how to design and improve the operation mechanism of state-owned capital investment and operation company, and how to effectively play the functions of state-owned capital investment and operation company. It is used very little to conduct quantitative analysis by empirical research methods with large samples on the economic consequences of the state-owned assets supervision system reform, except that several scholars empirically test the influence of this reform on enterprise value, executive compensation performance sensitivity, investment efficiency and enterprise performance. In order to deepen the research, this paper takes enterprise leverage as the base point to empirically test the economic effects of the state-owned capital authorized operation system reform. Secondly, it expands the perspective of research on the factors affecting SOE leverage. Although the existing literature has conducted relatively sufficient research on the factors affecting SOE leverage, no literature focuses on the factor of state-owned assets supervision system reform and testing those relationships. Thus, from the perspective of the state-owned assets supervision system reform, this paper further examines how the reform affects the leverage of SOE.

In addition, this paper has three practical values. Firstly, the research conclusions provide empirical evidence for the effectiveness of the state-owned capital authorized operation system reform oriented by managing capital. The government should continue to expand the pilot number of state-owned capital investment and operation companies, constantly improve the quality of state-owned capital investment and operation companies, accelerate the transformation of the state-owned assets supervision agencies functions, improve the efficiency of state-owned capital allocation and operation, and provide system support and mechanism guarantee for maintaining and increasing the value of state-owned capital. Secondly, the results show that the state-owned capital authorized operation system reform helped to reduce SOE leverage. Thus, the government should continue to focus on SOE high-leverage issues and decrease SOE leverage by deepening the state-owned assets and SOE reform. In this way, significant systemic financial risks that SOE high-leverage issues may cause can be prevented and resolved, which is conducive to enhancing the anti-risk ability of the state-owned economy, eventually promoting the healthy development of the state-owned economy and the whole national economy. Thirdly, research shows that improving the internal financing ability is a path for the state-owned capital authorized operation system reform to reduce SOE leverage. Promoting SOE market-oriented operation is the key to the reform for improving SOE profitability. Thus, the government should continue to promote the market-oriented operation of SOE, which can help SOE genuinely become independent market subjects to enhance SOE vitality and operation efficiency and then enhance the state-owned economy competitiveness.

Key Words: state-owned capital authorized operation system; enterprise leverage; state-owned enterprise; state-owned capital investment and operation company

JEL Classification: D21, G38, P31

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2022.10.003

(责任编辑:李先军)