

控制链混合所有制改革的经济后果研究*

——基于企业治理与效率的视角

陈瑶¹ 余渡²



(1. 成都理工大学商学院, 四川 成都 610059;

2. 山东大学管理学院, 山东 济南 250100)

内容提要:沿着产权链条进行混合所有制改革是新一轮国企改革战略部署。本文手工收集在控制链条上发生混合所有制改革的国有上市公司,检验控制链混改对控股子公司治理与效率的影响。研究发现:控制链混改后,表征代理问题的在职消费与过度投资以及表征资源配置效率的全要素生产率显著下降,即控制链混改在提高上市公司治理水平的同时削弱了其效率。机制检验发现,控制链混改一方面强化了上市公司的治理约束,限制了隐性激励的作用;另一方面未能同步改进薪酬制度,最终导致上市公司陷入强约束与弱激励的困局。进一步探讨发现,控制链混改比例与混改层次对上述结果没有显著影响;相较于控制链混改,控制链私有化不会出现“强约束-弱激励”困局;长期来看,控制链混改对上市公司造成的效率损失有所缓解。上述结论表明,单纯的股权多元化以及局部的市场化改革难以解决国有企业的治理与效率问题,混合所有制改革需要采取系统性思维。本文研究结论对进一步深化国有企业改革具有借鉴意义。

关键词:混合所有制改革 控制链 分层混改 经济后果

中图分类号:F121.2 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)08—0040—20

一、引言

由于历史原因,处于上市公司控制链上的大型国有企业多数保持着国有独资状态,部分企业甚至未经过股份制改制(黄速建,2014)^[1]。正是这些国有独资控制人的特殊地位与特殊形态,深刻影响着控制链下层企业的行为模式。因此,积极探索国有集团层面的所有权改革是新一轮混合所有制改革(简称混改)的重要任务(盛毅,2020)^[2]。2015年,《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》提出分层推进国有企业混改的思路,核心内容是继续引导子公司层面的混改,同时探索在集团公司层面实施混改,即母公司、祖母公司等国有独资控制人引入其他性质股权(本文简称控制链混改)。推进控制链混改具有重要战略意义:首先,控制链混改最终需要解决“终极控制人”的所有权结构问题,而国有企业的终极所有权人是各级政府,这自然牵涉到政府职能转变与国有资本管理体制变革。新一轮国企改革强调从“管资产”转变到“管资本”,凭借国有资本运营机构的隔离作用,实现“政企分开”以及“所有权与经营权分离”的目的。因此,国企改革的关键转变为如何构建有效率的国有资本运营机构。按照混改的逻辑,在国有资本运营机构中引入非国有资本

收稿日期:2022-03-30

* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“高管激励、内部团队培养与企业创新研究”(71972157)。

作者简介:陈瑶,女,讲师,管理学博士,研究方向是公司治理、国企改革、企业创新,电子邮箱:chenyao1327@126.com;余渡,男,助理教授,管理学博士,研究方向是公司治理、资本市场财务与会计,电子邮箱:yudu21@sdu.edu.cn。通讯作者:余渡。

是途径之一。2019年11月2日在第三届中国企业改革发展论坛报告发布会上,国务院国资委提出国有资本投资运营公司应进一步加大混改力度。由此可见,有效推进控制链上的分层混改是国有资本管理体制创新的重要路径。其次,国有企业沿着产权链条进行混改是《意见》提出的分层推进国企改革直接实现方式,归根结底就是在整个产业体系的不同层次优化国有资本的配置(张晖明和张陶,2019)^[3]。国有企业控制链上的企业之间不仅存在产权关系,也存在价值链结构关系。因此,控制链混改既要实现出资链条上的治理问题,也要解决产业结构上的资本布局问题。从现有格局来看,前期的国有企业改革基本实现了下游行业(如服装、家电、餐饮、娱乐)的市场化改革,但是上游的重要资源仍然被国有独资企业垄断(如能源、交通、电信),并且这些企业一般存在于控制链的上端,这种特殊结构不仅削弱了产业的国际竞争力,而且降低了整个经济的灵活性,阻碍了经济结构转型(王勇,2017)^[4]。

目前,控制链混改实践已在进行,但学术研究在实证层面上缺少对这一问题的探索。现有文献在研究国有企业混改方面形成了丰富的成果,但少有文献从集团层面研究混改的影响。因此,本文尝试从集团层面探索控制链混改的经济后果,并论证其作用机理。本文的研究贡献主要体现在以下三个方面:第一,本文为控制链混改的经济后果提供了经验证据,并试图挖掘控制链混改影响上市公司的制度根源。现有文献主要集中在国有企业混改上,少有文献对控制链混改提供经验证据。本文从国有独资控股的弊端入手,以非国有资本的治理优势为基础,深入分析了国有独资控制人引入非国有资本对上市公司管理层在职消费与过度投资的影响;同时,立足于国有企业激励机制的特殊性,以控制权回报的“代理观”与“激励观”为基础,探究了控制链混改对上市公司全要素生产率的影响。本文逻辑推理紧密联系国有企业制度现实,实证内容围绕国企改革重要主题,不仅深化了有关国企改革的理论认识,而且为新一轮的分层混改实践提供了经验证据。第二,本文立足集团视角,探索集团层面混改对下层企业的影响,为混改效应在集团内部的传递关系提供了理论解释与经验证据。我国国有企业产权链条的形成具有特殊性,大部分产权链条并非以正常的市场投资形成,而是通过分拆上市、行政划拨、“拉郎配”并购等方式构建,母子公司之间具有复杂的、非市场化的关联关系,这种关系对混改效应的传递具有重要影响。然而,现有研究较少将这种制度产物纳入分析,也少有文献探究这种特殊产权关系如何影响混改效应的内部传递。本文从集团层面研究混改效应,不仅丰富了国企改革的研究视角,而且为改革效果的制度根源提供了更全面、更立体的解析。第三,本文对深化国有企业改革具有借鉴意义。我国大量的国有资产以庞大的企业集团形式分布于各级国资委主导的国资管理链条上,处于控制链末端的部分企业已经完成混改,但在中端和顶端还存在大量尚未完成资本社会化的国有企业,因此它们将是新一轮混改的实施重点(郑志刚,2015)^[5]。虽然政府针对性地推出了分层混改的指导意见,但目前仍然缺少相关经验数据。本文研究发现,不同于国企混改对企业效率的促进作用,控制链混改在抑制上市公司代理问题的同时也削弱了其效率,而这种结果源自控制链混改在减少隐性激励的同时,未能同步带来国有企业薪酬制度的变革。本文针对上述结论提出了政策建议,能够为国企改革进一步优化提供思路。

二、文献回顾与理论分析

1. 文献回顾

由于控制链混改与国企混改对企业治理与效率的影响具有类似的理论基础,因此需要厘清现有文献对国企混改的相关研究结论。①有关国企混改与企业治理的研究发现:非国有股东能够通过引入关系股东、争取董事会席位及运用法律制度等路径制衡国有大股东,从而提高国有企业治理水平(郝云宏和汪茜,2015^[6];刘运国等,2016^[7]);然而,单纯的非国有股东持股对企业治理无显著

影响,非国有股东只有通过委派高管参与到企业决策中才有利于改善企业治理(蔡贵龙等,2018)^[8];混改程度与公司治理水平并非线性关系,王曙光等(2019)^[9]发现,国有股权占比与公司治理指数呈U型关系,即私营化或国有化程度较深的企业均可达到较高的公司治理水平。此外,不同类型非国有股东对公司治理的影响存在差异,战略型非国有股东的治理效果强于财务型非国有股东(沈昊和杨梅英,2019)^[10]。同时,不同混合所有权组合方式对公司治理的影响也存在差异,国有+外资混合方式以及国有+外资+民营混合方式均有助于降低企业的过度投资水平,但当混合股权中只有民营资本时,上述效应不再显著(许为宾和周建,2017)^[11]。②有关国企混改与企业效率的研究发现:国企混改能够显著提高企业的全要素生产率(刘晔等,2016)^[12]与投资效率(任广乾等,2020)^[13],但对于技术效率的影响则呈倒U型关系,即国有股比例偏低与偏高都不利于技术效率的提升(张铭慎和曾铮,2018)^[14];同时,国企混改还能提升企业的资本配置效率,这种效应在政府治理水平较高的地区更明显(祁怀锦等,2019)^[15];当聚焦经营资产运转效率时,马新啸等(2021)^[16]发现,只有非国有股东参与高层治理才能够降低企业过度投资并提高经营资产运转效率,单纯的非国有股东持股不具有上述效应。

至于控制链混改的研究,现有文献主要是规范性分析。在提出问题,学者们的主要关注点在于:分拆上市后存续母公司如不实现混改,将影响已有的改革效果(黄速建,2014)^[1];如果集团总部保持国有独资状态,而子公司在集团控股条件下实施混改,将严重影响子公司的混改成果(杨瑞龙,2018)^[17]。在解决问题上,学者们建议在集团母公司层面,应该在保持控股地位的前提下,采取整体上市、引进战略投资者、合资合并、与非国有企业进行股权置换以及向社会个人与员工发行可转债的方式实现混改(盛毅,2020)^[2]。国有集团公司具备整体上市条件的,应当积极推动国有集团公司整体上市;具有多元化投资性质的控股集团公司,可以转化为纯粹的国有资本投资或运营公司;没有达到上市条件的国有集团公司,可以先搞股份制改造,引入非国有资本来达到混合所有制改革的效果;长期经营困难、无发展前途,以及可持续经营能力堪忧的集团公司,应该积极与非公有制经济进行资源整合,优势互补,寻求新的发展机会,或者逐步退出(毛新述,2020)^[18]。至于控制链混改的经济后果,现有文献主要从国有企业集团“整体上市”角度给出结论:在大样本实证证据中,总体而言,通过“整体上市”实现的控制链混改能够提高企业当年绩效,但该促进作用不具有延续性(魏成龙等,2011)^[19]。在案例证据中,中信集团在母公司层面的混改并未形成有效的制衡作用,因为董事会中的执行董事与非执行董事都来自国有资本,这直接影响了中信集团的内部控制、风险管理与价值创造(杜媛等,2016)^[20];招商蛇口的案例显示,整体上市后,招商蛇口的公司治理呈现“强控制-弱激励”的特点,即国有股东始终保持对股东会的有效控制和对董事会的绝对控制,员工参与公司治理的程度有限,而且激励手段偏保守(沈昊和杨梅英,2019)^[10]。

2. 理论分析与假设提出

(1)控制链混改与上市公司治理。在阐述控制链混改对上市公司(即控股子公司)的影响之前,需要清楚国有独资控制的弊端。首先,国有独资控制人会将管理旧体制向子公司渗透。不同于市场经济下的财产权利思维,国有企业更多遵循的是政府权力思维(张文魁,2017a)^[21],这种行为逻辑保留了计划经济体制下浓厚的行政干预色彩。具体而言,就是国有独资公司管辖下的子公司仍需按照“下级服从上级”“行政权力决定决策权力”的规则行事,缺少管理层任命、监督、激励等重要事项的自主权。另一方面,国有企业集团有一套自上而下完整的管理制度,它们贯穿了金字塔结构上所有企业,即使子公司率先启动混改,这种根深蒂固的管理方式与生态氛围不可避免地保留在子公司中。当上市公司在积极推进混合所有制,而国有独资控制人却依然保留旧体制时,国企改革将难以取得显著成效(李维安,2014)^[22]。其次,国有独资控制人更加凸显“所有者缺位”问题。国

有企业名义上的所有者是“国家”，但国家作为一个抽象概念没有决策能力，因此国有企业中的“股东权利”由国资委或上一级国有企业领导行使。由于这些领导不是真正的股东，其既不能享受股东收益，也不会遭受经营损失，因此也不可能像真正的股东那样激励和约束上市公司管理层（张维迎，1995）^[23]。在国有独资控制下，这种事实上的“所有者缺位”问题将继续存在，导致国有独资企业集团领导缺少积极性对上市公司实施有效监督。国有独资控制的上述弊端会造成上市公司严重的代理问题。从形式上看，国有企业代理问题主要包括在职消费与过度投资（田利辉，2005）^[24]，前者不仅是国企高管满足私利、提高自身效用的手段，也是强化自身地位与权威的工具（Rajan 和 Wulf，2006）^[25]；后者不仅是国企高管在行政干预下满足政治任务的结果（黄俊和李增泉，2014）^[26]，也是他们构建“企业帝国”，获取隐性福利的工具（辛清泉等，2007）^[27]；申慧慧等，2012）^[28]。这两类问题都是“国企旧体制”与“所有者缺位”的产物。一方面，国有企业旧体制下存在薪酬管制，造成显性激励不足（陈冬华等，2005）^[29]，控制权回报（在职消费与过度投资）自然成为货币薪酬激励不足的补偿角色（张维迎，1998）^[30]。同时，国有企业旧体制下的行政干预促使国有企业承担众多社会任务，使得国有企业背离“经济效益”原则。另一方面，“所有者缺位”导致政府部门下放国有企业经营管理权后又无心控制和监督（或者难以低成本地控制与监督）管理层行为，进而出现严重的内部人控制问题（刘运国等，2016）^[7]。

但是，国有独资母公司引入非国有资本能够有效抑制上述代理问题。首先，当国有独资控制人实施混改后，无论引入的非国有资本的比重与性质如何，董事会至少会顾忌非国有资本的利益，从而将政府权力逻辑转化为财产权利逻辑，并在一定程度上为上层母公司打开现代公司治理的通道（张文魁，2017a）^[21]，待上层母公司的治理改进后，旧体制的干扰会得到改善。同时，由于国有资本股权比例的降低，上层母公司旧体制向下传递的程度也将被削弱。在这种情况下，上市公司有望建立真正的现代化治理结构，从而抑制国企高管的在职消费与过度投资。其次，国有独资母公司引入非国有资本能够改善“所有者缺位”问题。在国有独资控制下，母公司缺少激励对高管实施监管，而非国有资本会在“逐利天性”的驱使下关注企业效率，改善公司治理（刘运国等，2016）^[7]；蔡贵龙等，2018）^[8]。当上层母公司转变了治理模式，这种效应能够通过正式的规章制度以及潜移默化的行为影响传递到上市公司。不仅如此，上层母公司混改会向上市公司传递积极的信号，进而树立上市公司对市场化运营的预期，在积极预期的作用下，上市公司会改变原有的行为模式。此外，国有独资母公司引入非国有资本能够抑制行政干预。政府部门对国有企业实施行政干预的本质是通过国有资源实现政治目标，这将损害非国有股东利益。当上层母公司实施混改后，非国有资本有机会入驻国有企业董事会参与决策，从而对国有资本形成制衡作用，迫使国有资本考虑他们的利益诉求（郝云宏和汪茜，2015）^[6]。行政干预的减少能够缓解考核业绩的模糊性，从而建立更完备的高管激励契约，减少对在职消费的依赖。此外，行政干预的减少也会直接缓解国有企业因为应对行政任务而做出的过度投资。最后，面对国有独资母公司引入非国有资本，监管部门可能会收紧监管政策。每次国有企业产权改革总会伴随更加严格的监管，这种传统与我国国企改革的历史有关。在最初倡导放权让利、自主经营的时代，出现了严重的内部人控制和内部人腐败现象，为防止国有资产流失，政府建立了严密的国有资产监管体系（张文魁等，2017）^[31]。自此之后，“国有资产流失风险”就成了国有企业改革绕不开的压力。一方面，实施改革的国有企业要自证清白；另一方面，上级监管部门会加强管控，这种强化的约束会通过控制链传递到上市公司。因此，上市公司管理层的在职消费与过度投资也可能在监管强化下趋于减少。

因此，本文提出如下研究假设：

H₁：控制链上的混合所有制改革能够减少上市公司的在职消费与过度投资。

(2) 控制链混改与上市公司效率。混合所有制改革的提出，很大程度上源于国有企业的效率

问题(刘晔等,2016)^[12]。因此,探索控制链混改对上市公司效率的影响就十分必要。在评估国企改革效应的众多效率指标中,全要素生产率(TFP)能够反映最根本的问题(张军等,2003)^[32]。它是衡量企业各种生产要素投入水平既定的条件下所达到的额外生产率(蔡昉,2013)^[33],并在一定程度上刻画了企业的研发能力、管理能力与组织效率。全要素生产率受公司治理与激励的影响(黎文靖和胡玉明,2012^[34];刘晔等,2016^[12]),混改所带来的正是国有企业治理与激励制度的变化。如前文所述,控制链混改能够强化上市公司治理,降低代理成本。在此层面上,控制链混改能够提高上市公司效率。至于控制链混改如何通过激励制度影响上市公司效率,需要更深入的分析。

与非国有企业相比,国有企业的激励机制设计天然地存在困难。首先,产权不明晰造成终极监管者缺位,而作为代理监管人的国有资产管理部(政府)没有直接参与国有企业的经营过程,难以获取国有企业的相关信息。这意味着政府很难在事前与经营者签订有效的激励契约,以及在事后实施有效的监督(陈冬华等,2005)^[29]。其次,国有企业通常以非市场化方式获取资源(如政府补助、廉价信贷、土地无偿划拨等),而未经市场定价的资源不能形成有效的成本消息,从而影响经营成果数据的准确性。即使国有企业具有完备的核算体系,但以最终业绩作为考核依据显失公平。再者,国有企业的任务兼具多重性与多变性,难以进行契约激励。一般而言,国有企业除承担经济任务外,还需承担社会任务,而薪酬契约中难以设置合适的指标来考核多重任务(Holmstrom和Milgrom,1994)^[35]。同时,国有企业的非经济任务随着宏观环境与国家战略的变化而变化,这就意味着薪酬契约需要随时调整,由此带来巨大的契约成本。最后,国有企业的高管薪酬需要符合公众标准。尽管国有企业缺少终极监管人,但它们仍然处在公众的监督之下。公众并不了解企业的具体情况,他们只能通过感觉或者简单对比来衡量高管薪酬的合理性。在公众的认识中,国有企业在资源获取上具有天然的优势,并且大部分国有企业具有垄断地位,能无压力地获取利润。因此,过高的薪酬(即使是市场化的薪酬)会引起公众的不满(权小锋等,2010)^[36]。

一般而言,激励机制可以分为显性(主要是货币薪酬)和隐性两部分(Chen等,2010)^[37],上述因素主要造成国有企业在显性激励上的困难,因此不得不借助隐性激励。在职消费、过度投资等控制权回报与晋升机制是国有企业普遍使用的隐性激励(周其仁,1997^[38];陈冬华等,2005^[29];杨瑞龙等,2013^[39]),这些隐性激励已被证明对企业效率与业绩具有显著的积极作用(黄群慧,2000^[40];李焰等,2010^[41];孙世敏等,2016^[42])。首先,控制权回报是企业效率最终成果的一部分,企业效率越高,成果越好,高管获取的隐性回报越多。按照周其仁(1997)^[38]的解释,控制权回报是以“更大的继续工作权”作为管理者努力工作的激励。“更大的继续工作权”意味着国有企业高管只有不断提高企业效率,才能享受更多的回报。其次,控制权回报赋予国有企业高管较大的自主经营权,原有的行政管理体系对企业经营管理活动的绝对制约被打破,高管能够使用商业目标部分替代社会目标,这在一定程度上克服了多级委托代理关系对企业效率的影响(黄群慧,2000)^[40]。同时,控制权下的自主经营权能够激发高管的“企业家精神”,有利于高管充分发挥经营管理方面的信息优势和能力优势,从而改善企业效率。但是,控制权回报实质上是用资源使用权作为激励的手段,这就不可避免地带来困境:如何权衡权力滥用(代理成本)与激励作用?监管过松的控制权容易引起资源的非效率使用,监管过紧的控制权又会抑制激励效果。因此,国有企业的激励机制总是在“放”与“管”的两端循环往复(王聰和王凤彬,2018)^[43]。控制权回报的这种“双刃性”使得国有企业激励机制设计成了经验性与技术性操作,容易陷入无效激励或者代理问题的困境中。另外,不同于显性激励存在明确可见的约定条款,隐性激励只能以默认的形式存在。因此,它具有不稳定性,这也决定了隐性激励对政策的敏感性。由此可见,控制链混改对在职消费与过度投资的抑制作用将会

带来正反两面的影响:其一,通过缓解代理问题提高上市公司效率;其二,通过减少隐性激励降低上市公司效率。具体影响机制如图1所示。因此,本文提出如下竞争性假设:

H_{2a} :控制链上的混合所有制改革会提高上市公司的全要素生产率;

H_{2b} :控制链上的混合所有制改革会降低上市公司的全要素生产率。

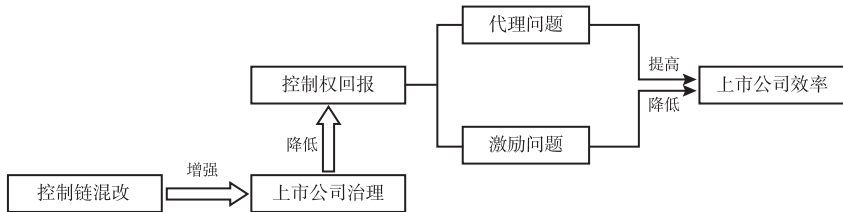


图1 控制链混改对上市公司效率的影响机制

资料来源:作者整理

三、研究设计

1. 样本选择

基于数据的可得性,本文选取上市国有企业作为研究对象,样本区间为2001—2019年^①。通过手工收集,共得到189家发生控制链混改的上市国有企业,剔除ST、PT、金融行业以及数据缺失样本后,剩余171家。本文对控制链混改的认定:(1)控制链上的企业上市;(2)非国有资本、国有产业投资基金、国有风险投资基金的加入;(3)控制链中被嵌入混合所有制国有企业。本文其他数据均来自CSMAR数据库。为了消除极端值的影响,本文对连续变量进行了1%的Winsorize处理。

2. 变量定义

首先,从形式上看,国企代理问题主要包括在职消费与过度投资(田利辉,2005)^[24],前者是国企高管满足私利、提高自身效用的手段,也是强化自身地位与权威的工具(Rajan和Wulf,2006)^[25];后者是国企高管在行政干预下满足政治任务的结果(黄俊和李增泉,2014)^[26],也是他们构建“企业帝国”,获取隐性福利的工具(辛清泉等,2007^[27];申慧慧等,2012^[28])。因此,本文使用在职消费与过度投资来衡量国有企业的代理问题。其次,在评估国企改革效应的众多效率指标中,全要素生产率能够反映最根本的问题(张军等,2003)^[32]。它是衡量企业各种生产要素投入水平既定的条件下所达到的额外生产率(蔡昉,2013)^[33],并在一定程度上刻画了企业的研发能力、管理能力与组织效率。因此,本文使用全要素生产率作为企业效率的衡量。

(1)代理问题——在职消费(Perk)。在职消费是高管人员的日常事务支出,高管人员有权力在一定范围内支配这些费用以满足自身效用,因此在职消费能够反映所有权人与管理层的代理问题。现有文献对在职消费的计算主要采用陈冬华等(2005)^[29]的方法,即通过财务报表附注中“支付的其他与经营活动有关的现金流量”收集办公费、差旅费、业务招待费、通信费、出国培训费、董事会费、小汽车费和会议费等八大类项目。但是,根据会计的权责发生制,现金流量不能完全反映企业的在职消费支出。因此,本文从管理费用明细中寻找相关数据,但仍然借鉴陈冬华等(2005)^[29]定义的在职消费范围,并将其扩展到福利费,比如各种补贴、津贴。具体计算过程为:本文将管理费用明细中涉及的办公费、差旅费、招待费、通信费、培训费、董事会费、小汽车费、会议费、福利费加总后除以营业收入,然后减去同年份同行业的非混改上市国有公司的

① 巨潮网提供的最早年报为2001年。

平均值。

(2)代理问题——过度投资 (*Overinv*)。由于薪酬管制与融资约束差异,国有企业比民营企业更有动机与机会实施非效率投资,通过构建“企业帝国”来获取更多的在职消费与隐性福利(辛清泉等,2007^[27];申慧慧等,2012^[28])。因此,过度投资能够反映国有企业的代理问题。参考Richardson(2006)^[44]的研究,本文对模型(1)进行回归,得到估计残差,然后减去同年份同行业的非混改上市国有公司的平均值,得到过度投资指标 *Overinv*。

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lnsiz_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Growth_{i,t-1} + \beta_4 Ret_{i,t-1} + \beta_5 Age_{i,t-1} + \beta_6 Cash_{i,t-1} + \beta_7 Invest_{i,t-1} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

其中,被解释变量为当期投资规模 (*Invest*),等于“购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金”+“投资支付的现金”+“取得子公司及其他营业单位支付的现金净额”+“支付其他与投资活动有关的现金”。解释变量包括滞后一期的企业规模 (*Lnsiz*)、资产负债率 (*Lev*)、营业收入增长率 (*Growth*)、年个股回报率 (*Ret*)、上市年数 (*Age*)、现金持有量 (*Cash*) 和滞后一期的投资规模。

(3)企业效率——全要素生产率 (*TFP*)。借鉴 Bertrand 和 Mullainathan(2003)^[45]的做法,本文通过模型(2)进行分年度分行业回归,得到估计残差,然后减去同年份同行业的非混改上市国有公司的平均值,作为企业效率的度量指标。

$$Sale_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Capital_{i,t} + \beta_2 Labor_{i,t} + \beta_3 Purchase_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

其中,被解释变量是企业产出,即销售商品提供劳务收到现金的自然对数 (*Sale*);解释变量包括资本投入,即固定资产的自然对数 (*Capital*);劳动力投入,即支付给职工以及为职工支付现金的自然对数 (*Labor*);原材料投入,即购买商品接受劳务支付现金的自然对数 (*Purchase*)。

(4)控制链混改 (*Post*)。就定义而言,是指上市公司的母公司、祖母公司等国有独资控制人引入其他性质股权以实施混合所有制改革。在具体认定上,主要包括以下几种情况:控制链上的企业上市;非国有资本、国有产业投资基金、国有风险投资基金的加入;控制链中被嵌入混合所有制国有企业。借鉴张祥建等(2015)^[46]检验混合所有制改革与企业投资效率的研究思路,本文使用 *Post* 作为控制链混改事件的时间虚拟变量,并将混改前三年定义为 *Post* = 0,将混改后三年定义为 *Post* = 1。

(5)控制变量。借鉴王曾等(2014)^[47]、李云鹤(2014)^[48]、刘晔等(2016)^[12]的做法,并考虑变量之间的共线性,本文控制以下变量:企业规模 (*Lnsiz*),企业盈利性 (*ROA*),资产负债率 (*Lev*),现金持有量 (*Cash*)、营业收入增长率 (*Growth*)、独立董事占比 (*Independ*)、高管持股比例 (*Share*)、国有股比例 (*Stateshare*)、股权制衡度 (*Balance*)、机构投资者持股比例 (*Insti*)、董事会规模 (*Board*)、行业固定效应 (*Ind*)、年份固定效应 (*Year*)。

本文的主要变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	在职消费	<i>Perk</i>	见前文计算过程
	过度投资	<i>Overinv</i>	见前文计算过程
	全要素生产率	<i>TFP</i>	见前文计算过程
解释变量	控制链混改	<i>Post</i>	当样本属于混改前三年,则 <i>Post</i> = 0;当样本属于混改后三年,则 <i>Post</i> = 1

续表 1

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
控制变量	企业规模	<i>Lsize</i>	总资产的对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	企业总负债与总资产的比值
	企业盈利性	<i>ROA</i>	净利润与总资产的比值
	现金持有量	<i>Cash</i>	(货币资金 + 交易性金融资产 + 短期投资净额) / 总资产
	营业收入增长率	<i>Growth</i>	(期末营业收入 - 期初营业收入) / 期初营业收入
	独立董事占比	<i>Independ</i>	独立董事人数 / 董事会总人数
	高管持股比例	<i>Share</i>	高管持股比例
	国有股比例	<i>Stateshare</i>	国有股比例
	股权制衡度	<i>Balance</i>	第二大股东至第十大股东持股比例之和 / 第一大股东持股比例
	董事会规模	<i>Board</i>	董事会总人数
	机构投资者持股比例	<i>Insti</i>	机构投资者持股比例

3. 模型设定

本文通过对比控制链混改前后国有上市公司代理问题与资源配置效率的变化来分析相关影响。为了剔除数据中的时间趋势, 本文将因变量减去相应年份相应行业非混改国企的平均值。模型设定如下:

$$Perk_i(Overinv_i / TFP_i) = \alpha + \beta_1 Post_i + \beta_2 Controls_i + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (3)$$

其中, *Perk* 代表在职消费, *Overinv* 代表过度投资, 两者表征企业代理问题的严重程度。 *TFP* 代表全要素生产率, 表征企业的资源配置效率。控制变量 (*Controls*) 如前文所示。 *Ind* 是行业固定效应; *Year* 是混改发生年份固定效应。

四、实证结果分析

1. 变量描述性统计

表 2 是变量的描述性统计, 扩展为前后三年数据后, 总观测值^①为 648, 对应的是 171 家发生控制链混改的国有上市公司。表 2 中的因变量是经过非混改国企数据(同年份同行业)调整的结果, 可以看出, 在职消费 (*Perk*) 的均值为 0.01, 未经调整的均值也接近 0.01 (表中未列出), 表示这些国有企业的在职消费占营业收入 1% 左右; 过度投资 (*Overinv*) 的均值为 -0.01, 未经调整的均值为 0.10 (表中未列出), 表示混改公司存在过度投资问题, 但略低于非混改公司; 全要素生产率 (*TFP*) 的均值为 -0.01, 未经调整的均值为 -0.03 (表中未列出), 表示混改公司的资源配置效率低下, 并且远低于非混改公司的均值; 事件时点标记 *Post* 的均值为 0.65, 说明观测值中混改三年后的数据略偏多。平均而言, 样本的资产负债率为 54%, 企业盈利性为 3%, 现金持有量为 34%, 营业收入增长率为 18%, 独立董事占比为 37%, 高管持股比例为 0.04%, 国有股比例为 19%, 股权制衡度为 0.61, 机构投资者持股比例为 0.4%, 董事会规模为 10 人。与 A 股全样本数据相比, 本文样本的企业规模 (*Lsize*)、资产负债率 (*Lev*)、现金持有量 (*Cash*)、独立董事占比 (*Independ*)、国有股比例 (*Stateshare*)、机构投资者持股比例 (*Insti*)、董事会规模

① 由于样本量较少, 本文并未严格要求每个公司的前后三年数据必须同时存在。

(*Board*) 偏大; 企业盈利性 (*ROA*)、营业收入增长率 (*Growth*)、高管持股比例 (*Share*)、股权制衡度 (*Balance*) 偏小。

表 2 变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Perk</i>	648	0.01	0.02	0	0	0.19
<i>Overinv</i>	648	-0.01	0.22	-0.95	0	0.72
<i>TFP</i>	648	-0.01	0.07	-0.17	-0.02	0.41
<i>Post</i>	648	0.65	0.48	0	1	1
<i>Lnsiz</i>	648	22.36	1.20	19.48	22.19	25.40
<i>Lev</i>	648	0.54	0.18	0.08	0.57	0.92
<i>ROA</i>	648	0.03	0.05	-0.22	0.03	0.16
<i>Cash</i>	648	0.34	0.58	0	0.16	5.22
<i>Growth</i>	648	0.18	0.35	-0.56	0.14	2.45
<i>Independ</i>	648	0.37	0.05	0.25	0.33	0.57
<i>Share</i>	648	0.0004	0.0024	0	0	0.2237
<i>Stateshare</i>	648	0.19	0.22	0	0.09	0.66
<i>Balance</i>	648	0.61	0.56	0.02	0.44	2.72
<i>Insti</i>	648	0.004	0.002	0	0.004	0.009
<i>Board</i>	648	9.59	1.96	6	9	15

2. 控制链混改对上市公司在职消费、过度投资与全要素生产率的影响

图 2、图 3、图 4 分别是控制链混改和非混改企业管理层在职消费、过度投资与全要素生产率在控制链混改前后五年的时间趋势对比图。图中实线代表发生控制链混改的国有上市公司, 虚线代表未发生控制链混改的国有上市公司。具体操作: 混改发生当年设定时间等于 0, 混改发生前一年设定时间等于 -1, 混改发生后一年设定时间等于 1, 以此类推; 将同年份同行业的非混改国有上市公司平均值作为每个混改样本的参照值。

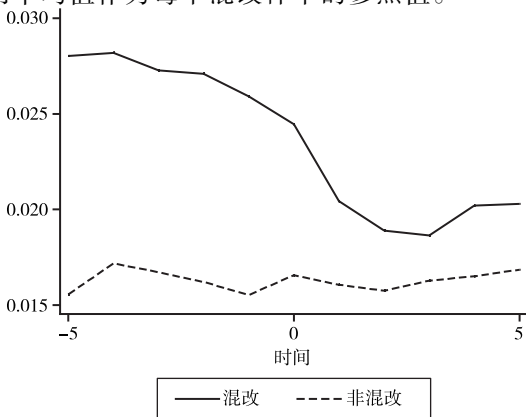


图 2 在职消费时间趋势对比图

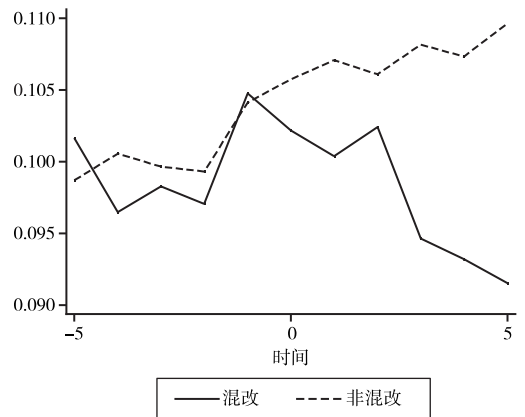


图 3 过度投资时间趋势对比图

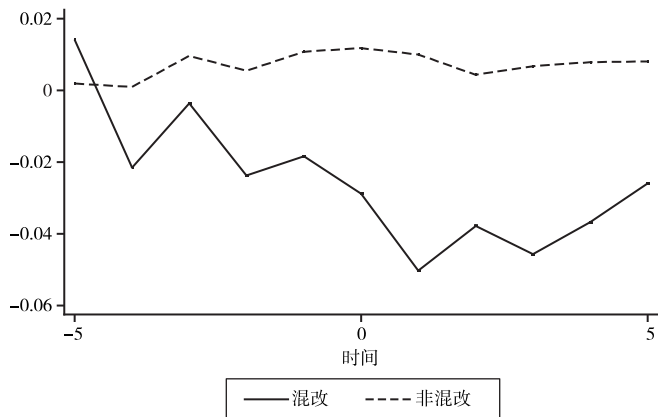


图4 全要素生产率时间趋势对比图

资料来源:作者整理

从图可以看出,在职消费、过度投资与全要素生产率在混改时点后发生明显变化^①。其中,表征企业代理问题的在职消费与过度投资在混改发生后显著下降,表明控制链混改对上市公司发挥了治理效应,缓解了代理问题。虽然表征资源配置效率的全要素生产率一直存在下降趋势,但差异在混改时点后显著扩大,表明控制链混改削弱了上市公司的资源配置效率。也即是说,国有独资控制人的混改为上市公司的治理与效率带来了截然相反的两种效果。

为进一步验证时间趋势图对比所显示的结果,本文使用多元回归方法进行分析,为消除时间趋势,因变量经过同年份同行业非混改国企平均值调整处理。最终结果如表3所示,可以看出,国有上市公司的在职消费、过度投资在1%的水平下显著下降,全要素生产率在5%的水平下显著下降,表明控制链混改在缓解代理问题的同时抑制了企业效率。该结果与现有文献关于国企混改的结果有所差异:部分文献发现非国有资本能够改善国有企业的代理问题(刘运国等,2016^[7];沈昊和杨梅英,2019^[10]);部分文献发现非国有资本能够提高国有企业效率(Gupta,2005^[49];郝阳和龚六堂,2017^[50];刘晔等,2016^[12]);部分文献发现非国有资本能够有条件地改善国有企业代理问题或者提高国有企业效率(马连福等,2015^[51];蔡贵龙等,2018^[8])。但是,少有文献发现非国有资本会降低国有企业效率。因此,本文需要探究为什么控制链上引入非国有资本会降低上市公司的效率?

表3 控制链混改对上市公司在职消费、过度投资与全要素生产率的影响

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Perk</i>	<i>Overinv</i>	<i>TFP</i>
<i>Post</i>	-0.006 *** (-2.61)	-0.018 *** (-2.59)	-0.040 ** (-2.06)
<i>Lnsiz</i>	0.001 (1.45)	0.013 *** (4.04)	0.007 (0.60)
<i>Lev</i>	-0.020 *** (-3.79)	-0.122 *** (-5.88)	-0.150 ** (-2.46)

① 图2、图3、图4的转折点都比0点提前了一些,可能的原因是,本文对事件点的界定是上市公司披露控制链股权结构发生变化的年份。一般而言,披露时点晚于非国有资本实质性入驻时点。

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Perk</i>	<i>Overinv</i>	<i>TFP</i>
<i>ROA</i>	0.014 (0.55)	0.023 (0.34)	0.929*** (3.35)
<i>Cash</i>	0.000 (0.18)	-0.008* (-1.74)	0.027** (2.28)
<i>Growth</i>	0.001 (0.50)	0.011* (1.65)	0.004 (0.16)
<i>Independ</i>	0.002 (0.19)	-0.038 (-0.76)	-0.141 (-1.07)
<i>Share</i>	-0.001 (-0.29)	0.003 (0.35)	-0.014 (-0.48)
<i>Stateshare</i>	-0.000** (-2.50)	-0.000* (-1.79)	-0.000 (-0.27)
<i>Balance</i>	-0.000 (-0.33)	0.006 (1.14)	-0.011 (-0.58)
<i>Insti</i>	0.000 (1.00)	-0.000** (-2.31)	-0.000 (-0.54)
<i>Board</i>	0.002*** (3.74)	0.000 (0.16)	-0.005 (-0.99)
常数项	-0.016 (-0.73)	-0.158** (-2.34)	0.103 (0.45)
行业/年份	是	是	是
观测值	648	648	648
调整 R ²	0.152	0.181	0.368
F	3.03***	3.33***	15.23***

注：***、**和*分别表示1%、5%、10%的显著性水平；括号内数值为t统计量；标准误差进行了Robust处理，下同

3. 稳健性检验

(1)重新计算在职消费代理指标。陈冬华等(2005)^[29]在计算在职消费指标时,只将办公费、差旅费、业务招待费、通信费、出国培训费、董事会费、小车费和会议费列入计算范围,但是本文认为他们漏掉了一些明显的福利费,比如各种津贴、补贴、活动费、商业保险等。因此,本文在前文中将这些明显的福利也纳入了在职消费范围。为了排除在职消费范围改动所带来的影响,本文按照标准的八大类重新计算在职消费指标,结果见表4中的列(1),可以看出,由于在职消费范围缩减,在职消费的系数从-0.011变成-0.004,但显著性不变。

另外,现有文献计算在职消费的第二种方法是:从管理费用中扣除高管薪酬、坏账准备、存货跌价准备以及当年的无形资产摊销额等明显不属于在职消费的项目(权小锋等,2010)^[36]。

由于 2007 年新准则实施后,坏账准备与存货跌价准备不再计入管理费用,因此本文只从管理费用中扣除高管薪酬以及无形资产摊销。替换后的结果见表 4 列(2),可以看出,最终结果保持不变。

(2)使用 ROA 替代全要素生产率。全要素生产率主要衡量劳动、资本以外的因素(主要是技术)带来的价值增量,虽然综合性较强,但内容比较抽象,并且估算方法也较为复杂,目前还存在估算有效性的争论(鲁晓东和连玉君,2012)^[52]。因此,本文使用简单、直接的总资产收益率(ROA)替代全要素生产率,以检验结果的稳健性。最终结果如表 4 列(3)所示,可以看出,与全要素生产率一致,控制链混改后上市公司的盈利能力出现显著下降。

(3)缩小控制链混改的界定范围。前文部分,本文对控制链混改的界定包括:①控制链上的企业上市;②非国有资本、国有产业投资基金、国有风险投资基金的加入;③控制链中被嵌入混合所有制国有企业。上述界定在一定程度上存在定义过宽的问题,因此本文缩小控制链混改的定义范围,只保留非国有资本加入控制链的情况,但相应地,该操作会减少观测值数量(共 175 个观测值)。表 4 列(4)~列(6)是重新回归的结果,可以看出,在职消费不再显著,但系数依然为负;过度投资的显著性有所降低,系数绝对值基本不变;全要素生产率的显著性不变,系数绝对值翻倍。

表 4 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>Perk2</i>	<i>Perk3</i>	<i>ROA</i>	<i>Perk</i>	<i>Overinv</i>	<i>TFP</i>	<i>Perk</i>	<i>Overinv</i>	<i>TFP</i>
<i>Post</i>	-0.004*** (-3.99)	-0.009*** (-2.72)	-0.012*** (-3.68)	-0.000 (-0.15)	-0.020* (-1.70)	-0.085** (-1.99)	-0.007** (-2.50)	-0.017* (-1.81)	-0.052** (-2.06)
常数项	0.016 (1.14)	0.285*** (5.80)	-0.090* (-1.94)	0.166*** (2.80)	-0.362** (-2.05)	-1.283 (-1.62)	-0.003 (-0.09)	-0.135 (-1.07)	-0.087 (-0.24)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	648	648	648	175	175	175	333	333	333
调整 R ²	0.337	0.415	0.409	0.282	0.308	0.409	0.276	0.226	0.537
F	6.77***	9.05***	8.99***	2.56***	2.76***	3.74***	3.81***	3.33***	15.23***

(4)剔除 2007 年前的数据。我国在 2007 年实施了新会计准则,很多报表项目的统计出现了较大变化,并且部分信息的披露方式也发生了改变,导致 2007 年前后数据的统计口径以及缺失情况出现差异。为排除这类影响,本文只保留在 2009 年后发生控制链混改的样本,以保证所有观测值属于 2007 年之后。最终回归结果如表 4 列(7)~列(9)所示,结果基本保持不变。

五、机理分析与进一步探讨

1. 控制链混改与强约束 - 弱激励问题

从上述实证结果可以得知,控制链混改能够抑制上市公司的在职消费与过度投资,但会降低上市公司的全要素生产率。本文认为,造成这种结果的主要原因是控制链混改带来的强约束与弱激励问题。这种强约束来自两个方面:其一,非国有资本的治理效应;其二,混改后,国资委强化了监管。至于前者,主要是非国有资本的进入会提高国有企业的治理水平,这种治理效果再通过控制链传递到子公司。非国有资本没有“所有者缺位”的问题,它会在“逐利天性”的驱使下关注企业效

率,改善公司治理(刘运国等,2016^[7];蔡贵龙等,2018^[8])。但是非国有资本要想获取治理话语权,必须通过高管派遣,而参与混改的非国有资本一般只能在混改企业中安排高管,难以参与到上市公司的经营活动中。为防止自身利益被侵害,他们有强烈的动机通过混改企业董事会为上市公司设置行为限制。至于后者,主要源于我国严密的国有资产监管体系,而且这种体系能够通过控制链向下延伸。为防止国有资产流失,每次国有企业产权改革总会伴随更加严格的监管(张文魁等,2017)^[31]。而且无论国有企业如何改制,对于国有控股企业而言,甚至是对国有参股企业而言,它们难以摆脱国有资产监管体系的强大影响(宁向东,2003)^[53]。

至于上市公司弱激励的原因,除了因为加强约束而抑制隐性激励外,国有企业薪酬制度改革的难度也是主要因素。虽然国有企业一直在尝试对薪酬制度进行市场化改革,但是效果并不明显(陈晓东和金碚,2015)^[54]。市场化改革是一项系统性工程,只要国有企业还存在非市场化的机制,如资源获取的非市场化、企业目标的非市场化、经营与治理的非市场化,那么国有企业的薪酬制度就很难实现真正的市场化。总体而言,国有企业薪酬制度与人事任免制度是一套自上而下的制度安排,改革的决策权在上级部门手中,国有企业拥有很少的自由裁量权。因此,即使非国有资本的加入能够促进混改企业的薪酬改革,但改革的深度也会受到限制。最后,弱激励还可能来自上市公司管理者对“一仆二主”现状的困惑。一方是遵循政府权力逻辑的国有资本,一方是遵循财产权利逻辑的非国有资本,两套不同的行动准则会使上市公司管理者陷入两难。如果双方意见不合,则更有可能对上市公司管理者产生负面激励。

不同于国有企业本身的混改,控制链混改的治理效应与资源效应(即非国有资本带来的独特资源)需要向下传递,而这两种要素向下延伸的效果存在差异。其中治理效应能够通过一体化的国有资本监管体系进行传递,尤其是通过“自上而下”的人事任免体系(王曾等,2014)^[47],但是非国有资本带来的独特资源却很难同步到上市公司。另外,非国有资本一般是通过委派高管来实施影响(蔡贵龙等,2018)^[8],但是派遣的高管只能在混改企业发挥作用,很难将决策影响延伸到上市公司。这就是为什么国企混改能够正向促进企业绩效与效率(刘小玄和李利英,2005^[55];白重恩等,2006^[56];郝阳和龚六堂,2017^[50]),而控制链混改却带来负面影响的可能原因。

2. 强约束 - 弱激励的实证证据

为进一步检验控制链混改后上市公司是否受到更强的约束,本文使用上市公司高管^①来源的变动进行证明。本文将上市公司高管分成四类:上层母公司派遣、内部任命、外部聘请以及其他股东派遣^②,如果监管机构或者母公司要加强对上市公司的控制,则会增加高管的下派比例,并且相应减少内部任命的比例。从表5可以看出,控制链混改后,上市公司高管中下派比例显著提高,内提比例显著下降,并且外聘比例也存在微弱的下降。由此可见,控制链混改引入的是更严厉的监管与约束,这不仅会挤压控制权回报的空间,也会限制内部晋升的通道,严重削弱弱隐性激励的作用。

表5 控制链混改后上市公司高管来源变化

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	下派比例	内提比例	外聘比例	其他股东
<i>Post</i>	0.069 *** (3.58)	-0.060 *** (-3.34)	-0.014 * (-1.89)	0.007 (0.82)

① 高管包括董事长(副)、董事、总经理(总裁)、财务负责人、董事会秘书、监事会主席。

② 通过查看高管简历进行判断,如果高管人员在上层母公司有任职经历,则被认为是上层母公司派遣;如果高管人员所有任职经历一直在本公司,则被认为是内部任命;如果高管人员在其他公司有任职经历(除股东公司外),则被认为是外部聘请;如果高管人员在其他股东处有任职经历,则被认为是其他股东派遣。

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	下派比例	内提比例	外聘比例	其他股东
常数项	-0.299 (-1.25)	0.800 *** (3.55)	0.158 * (1.79)	0.345 *** (3.35)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是
观测值	634	634	634	634
调整 R ²	0.352	0.300	0.112	0.277
F	7.15 ***	5.85 ***	2.42 ***	5.34 ***

接下来再看控制链混改后上市公司薪酬制度的变化:首先,在 171 家发生控制链混改的上市国有企业中,没有一家企业在三年内实施股权激励。其次,如图 5 所示,控制链混改后上市公司高管的薪酬-业绩敏感性没有提高的趋势。此外,本文参照辛清泉和谭伟强(2009)^[57]的研究,将 ROA 与高管薪酬进行回归,以 ROA 系数表征上市公司的薪酬-业绩敏感性,以 Post 与 ROA 的交乘项检验控制链混改对薪酬-业绩敏感性的影响,交乘项系数大于 0,说明控制链混改提高了薪酬-业绩敏感性,反之则降低,检验结果见表 6 列(1)。同时,本文还使用薪酬变动与净利润变动的比值作为薪酬-业绩敏感性的代理变量,检验结果见列表 6 列(2)。回归结果同样证明,控制链混改没有改变上市公司的薪酬制度。由此说明:一方面,上市公司受到了更严厉的管制;另一方面,上市公司的薪酬制度却没有相应改变。管制削弱了隐性激励的作用,显性激励未能做出弥补,这就导致了控制链混改的“强约束-弱激励”困局。

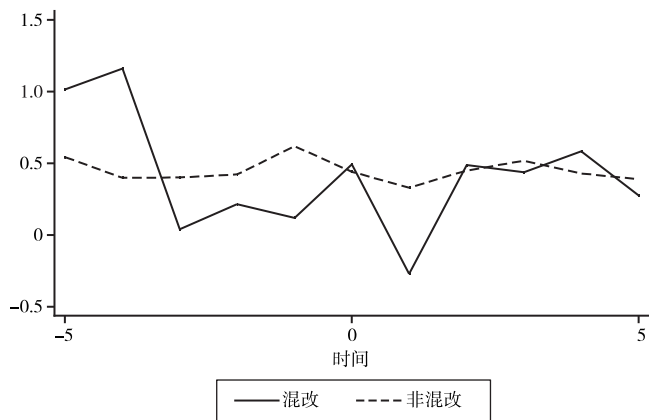


图 5 薪酬-业绩敏感性的时间趋势对比图

资料来源:作者整理

表 6

控制链混改对上市公司薪酬-业绩敏感性的影响

变量	(1)	(2)
	Pay	Elas
Post × ROA	0.017 (0.26)	
Post	0.021 *** (5.14)	-0.010 (-0.03)
常数项	2.207 *** (50.65)	-1.225 (-0.35)

续表 6

变量	(1)	(2)
	<i>Pay</i>	<i>Elas</i>
控制变量	控制	控制
行业/年份	是	是
观测值	648	648
调整 R ²	0.583	-0.0153
F	16.59***	0.83

注:*Pay* 是高管薪酬的对数;*Elas* 是薪酬变动与净利润变动的比值

3. 进一步探讨

(1) 混改比例与混改层次的影响。关于混改比例对混改效应的影响, 现有观点存在分歧。一方面, 有学者认为混改应该打破国有股权“一股独大”的格局, 混改比例需要跨越股权结构拐点(非国有资本占比 33.4%) 才能实现实质性混改(张文魁, 2017b)^[58]; 另一方面, 有学者发现混改比例不会影响国有股的控制地位, 引入的非国有资本是否越过股权结构拐点并不是衡量国有股在公司治理中话语权的标准和关键(沈昊和杨梅英, 2019)^[10]。为了进一步探析控制链混改比例的真实影响, 本文在原有模型中引入混改比例的双乘项(*Ratio* × *Post*), 检验结果如表 7 列(1) ~ (3) 所示, 可以看出, 混改比例几乎不影响控制链混改对上市公司治理与效率的作用, 从而验证了沈昊和杨梅英(2019)^[10]的发现: 混改比例不改变国有资本的控制地位。因此, 无论控制链混改的比例如何, 非国有资本都难以撼动旧有的薪酬制度。

一般而言, 控制链混改发生的层级越远, 相关影响就越弱。为探究此问题, 本文在原有模型中引入混改层次^①的双乘项(*Layer* × *Post*), 回归结果如表 7 列(4) ~ (6) 所示, 可以看出, 混改层次几乎不影响控制链混改对上市公司治理与效率的作用。因此, 无论混改发生在控制链的哪个层级, 它都会不对称地影响上市公司治理与效率。也即是说, 哪怕混改发生在控制链的较高层级, 它的治理效应也能通过一体化的国有资本监管体系传递到上市公司; 相反, 哪怕混改发生在母公司, 它也不会对上市公司的薪酬制度产生影响。

表 7 控制链混改比例与混改层次的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	混改比例的影响			混改层次的影响		
	<i>Perk</i>	<i>Overinv</i>	<i>TFP</i>	<i>Perk</i>	<i>Overinv</i>	<i>TFP</i>
<i>Ratio</i> × <i>Post</i> (<i>Layer</i> × <i>Post</i>)	0.000 (1.07)	0.000 (1.03)	-0.001 (-0.54)	-0.001 (-0.96)	-0.004 (-0.93)	0.003 (0.24)
<i>Ratio</i> (<i>Layer</i>)	0.000 (0.93)	-0.001* (-1.89)	0.001 (1.08)	0.003*** (2.66)	0.002 (0.54)	-0.008 (-0.78)
<i>Post</i>	-0.013** (-2.05)	-0.031** (-2.05)	-0.014 (-0.30)	-0.003 (-0.90)	-0.008 (-0.76)	-0.046 (-1.47)
常数项	-0.031 (-1.27)	-0.127* (-1.79)	0.030 (0.12)	-0.020 (-0.88)	-0.170** (-2.43)	0.111 (0.47)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制

① 当混改发生在母公司时, *Layer* 取值为 1; 发生在祖母公司时, 取值为 2, 以此类推。

续表 7

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	混改比例的影响			混改层次的影响		
	<i>Perk</i>	<i>Overinv</i>	<i>TFP</i>	<i>Perk</i>	<i>Overinv</i>	<i>TFP</i>
行业/年份	是	是	是	是	是	是
观测值	648	648	648	648	648	648
调整 R ²	0.174	0.182	0.367	0.161	0.180	0.366
F	3.31 ***	3.45 ***	7.37 ***	3.10 ***	3.41 ***	7.34 ***

(2)控制链私有化^①与控制链混改的影响对比。私有化可以解决两类问题:所有者缺位以及行政干预。两个因素正好是决定国有企业激励机制特殊性的主要原因。因此,本文认为控制链私有化不会带来如前所述的困境。本文手工收集 116 家实现私有化的国有上市公司,剔除 54 家民营企业借壳上市的公司,剔除 43 家本层私有化的公司,剩余 19 家控制链私有化的公司作为控制链混改的对比样本。回归结果如表 8 所示,国有上市公司发生控制链私有化后在职消费显著增加;全要素生产率的系数虽然不显著,但由负转正;过度投资系数虽然仍然为负,但已不显著。整体来看,控制链私有化不会出现“强约束-弱激励”的困局。

表 8 控制链私有化与控制链混改的影响对比

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	控制链私有化			控制链混改		
	<i>Perk</i>	<i>Overinv</i>	<i>TFP</i>	<i>Perk</i>	<i>Overinv</i>	<i>TFP</i>
<i>Post</i>	0.020 *** (3.06)	-0.005 (-0.29)	0.020 (0.52)	-0.006 *** (-2.61)	-0.018 *** (-2.59)	-0.040 ** (-2.06)
常数项	0.793 *** (3.98)	0.238 (0.36)	2.267 (1.57)	-0.016 (-0.73)	-0.158 ** (-2.34)	0.103 (0.45)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是	是	是
观测值	117	117	117	648	648	648
调整 R ²	0.678	0.189	0.149	0.152	0.181	0.368
F	28.53 ***	4.61 ***	2.47 ***	3.03 ***	3.33 ***	15.23 ***

(3)控制链混改的长期影响。考虑到国有企业薪酬制度在短期内难以改变,本文尝试检验控制链混改后 4~6 年间的影响。如表 9 所示,控制链混改的长期效应发生了微小变化:在职消费虽然为负但不再显著;全要素生产率(*TFP*)系数虽然仍然为负,但也不再显著;只有过度投资的系数仍然显著为负,说明控制链混改对上市公司的治理效应继续存在。表 9 最后一列是薪酬-业绩敏感性的变化,虽然系数不显著,但已经由之前的负值变为正值,说明薪酬制度在长期内有所改善。总体而言,控制链混改对上市公司造成的“强约束-弱激励”困境在长期内有缓解的趋势。

① 控制链私有化是指上市公司的实际控制人从政府(或集体)变更为个人。

表 9 控制链混改 4~6 年后对上市公司产生的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Perk</i>	<i>Overinv</i>	<i>TFP</i>	<i>Elas</i>
<i>Post</i>	-0.003 (-1.02)	-0.032 *** (-3.73)	-0.035 (-1.13)	0.833 (1.59)
常数项	0.008 (0.27)	-0.033 (-0.55)	0.127 (0.56)	5.171 (1.06)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是
观测值	642	642	642	642
调整 R ²	0.061	0.182	0.267	-0.007
F	3.09 ***	4.88 ***	9.00 ***	1.20

六、结论与政策建议

本文研究结论发现,控制链混改在缓解上市公司代理问题的同时,也抑制了它们的资源配置效率。一方面,由于国有企业存在“所有者缺位”、监管者信息不对称、资源获取非市场化以及经营任务多重性与多变性等问题,使其激励机制更加依赖隐性激励,而隐性激励在一定程度上受治理强度的影响;另一方面,由于存在“国有资产流失”压力,国有企业监管在涉及产权改革时就会自动收紧。收紧的监管再通过一体化的国有资产监管体系传递到上市公司,但同时上市公司的激励机制却未能做出改变,这就导致上市公司陷入“强约束-弱激励”的困境中。具体而言,本文手工收集了 171 家发生控制链混改的国有上市公司,对比控制链混改前后上市公司的在职消费、过度投资以及全要素生产率。结果发现:控制链混改后,表征国有上市公司代理问题的在职消费与过度投资显著降低,然而表征资源配置效率的全要素生产率也显著下降。机制检验表明,上述结论源自控制链混改后,国有上市公司治理加强以及显性激励机制不足。进一步探讨发现:(1)控制链混改的比例与层次并不影响上述效应;(2)相较于控制链混改,控制链私有化不会出现上述效应;(3)长期来看,控制链混改对效率的抑制作用有所缓解。

国有企业的激励机制设计天然地存在不足,需要依靠控制权回报等隐性激励,但是隐性激励对治理约束很敏感,一旦企业的治理收紧,就会削弱隐性激励的作用。控制链混改不同于本层混改,前者的治理效应能够通过一体化的国有资产监督体系传递到上市公司,而其他效应(如非国有资本带来的优良资源)则很难进行传递。因此,控制链混改会收紧上市公司的治理约束,最终阻碍隐性激励作用的发挥。归根结底,控制链混改的困局在于产权改革与市场化改革的不同步,单纯的产权改革只是表面上的“为混而混”,如果政府不能率先打破行政干预、不公平竞争、人事任命体系以及严密的国资监管体系,非国有资本就很难将市场化的机制引入国有企业。

针对上述发现,本文提出以下政策建议:

第一,产权改造与制度规范同步推进。股权结构多元化并不是国有企业实现良好治理与健康发展的充分条件,单纯的产权改造不能实现混改的目的,“为混而混”只是表面上的股权多样化,并不能改变国有企业效率低下的现状。混改的核心是改变约束生产力的制度框架,释放企业活力。如果缺少良好的制度规范,即使非国有资本参与企业决策,也不能有效发挥制衡作用,那么改善公司治理的良好愿望也难以实现。如果处理不当,意见分歧还会成为控制权争夺的导火索。

第二,国有企业的市场化改革是系统性工程,局部的市场化效果会受到限制。国有企业混改需

要从多方面实行配套改革,具体而言,从任务承担到资源获取、薪酬制度、人事制度以及监管体系等都需要同步实现市场化,任何一个环节的缺漏都会影响市场化的效果。而且,大部分情况下局面市场化不仅不能解决已有的问题,还会带来新的问题。

第三,改革国有资本监管体系,使其与国企混改目标兼容。国有资本监管体系设立的初衷是为了实现国有企业所有权与经营权的分离,但是现在演变为集“管理、运营、监督”于一身的复杂机构。国有资产管理与经营体制改革滞后严重制约了国有企业改革,必须重构与混合所有制相适应的国资管理与经营体制(杨瑞龙,2014)^[59]。一方面,政府应该继续推进以“管资本”为主的国资监管方式,以股东监督替代行政监督;另一方面,正确界定“国有资产流失”,消除国企改革人员与政府审批人员对国有资产流失的担心以及对判定标准的疑惑。

第四,分层混改与分类混改相结合。分类混改强调对不同产业领域分类施策,使国有资本配置与相关产业领域的技术和市场结构特点结合起来;分层混改则强调产权关系层级、产业领域层次以及政府行政层级三种形式的国有资本配置问题(张晖明和张陶,2019)^[3]。首先,控制链条上的企业可能处于不同的产业,因此控制链混改需要结合分类混改的宗旨。其次,沿着控制链向上混改最终会触及“终极控制人”问题,某国有企业集团是不是应该继续向上实施混改需要考虑集团整体在国民经济体系中的地位。

文章的不足之处:首先,本文是以国有上市公司作为研究样本,而上市公司身份特殊,比如独立性较强、本身就属于混改范围等,因此本文的发现能否适用于非上市国有企业就存在不确定性。其次,虽然控制链混改决策由控制人做出,但不排除上市公司状况影响控制人决策的情况。因此,本文的结论可能会受内生性问题的影响。未来研究需要扩大样本范围,力求将非上市公司纳入研究。同时,选择更具外生性的研究场景。除此之外,未来研究应对控制链混改的经济后果作进一步扩展,例如对于上市公司创新、绩效、成长性等的影

参考文献

[1]黄速建.中国国有企业混合所有制改革研究[J].北京:经济管理,2014,(7):1-10.

[2]盛毅.新一轮国有企业混合所有制改革的内涵与特定任务[J].重庆:改革,2020,(2):125-137.

[3]张晖明,张陶.国有企业改革再出发:从“分类”到“分层”[J].上海:学术月刊,2019,(1):59-67.

[4]王勇.“垂直结构”下的国有企业改革[J].北京:国际经济评论,2017,(5):9-28,4.

[5]郑志刚.国企公司治理与混合所有制改革的逻辑和路径[J].深圳:证券市场导报,2015,(6):4-12.

[6]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].北京:中国工业经济,2015,(3):148-160.

[7]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].北京:会计研究,2016,(11):61-68,96.

[8]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.

[9]王曙光,冯璐,徐余江.混合所有制改革视野的国有股权、党组织与公司治理[J].重庆:改革,2019,(7):27-39.

[10]沈昊,杨梅英.国有企业混合所有制改革模式和公司治理——基于招商局集团的案例分析[J].北京:管理世界,2019,(4):171-182.

[11]许为宾,周建.混合所有制、股权制衡与国企过度投资:基于政治观和经理人观的解释[J].广州:广东财经大学学报,2017,(2):53-62.

[12]刘晔,张训常,蓝晓燕.国有企业混合所有制改革对全要素生产率的影响——基于PSM-DID方法的实证研究[J].北京:财政研究,2016,(10):63-75.

[13]任广乾,冯瑞瑞,田野.混合所有制、非效率投资抑制与国有企业价值[J].北京:中国软科学,2020,(4):174-183.

[14]张铭慎,曾铮.股权混合如何提高企业技术效率——基于竞争性行业上市企业的经验研究[J].北京:宏观经济研究,2018,(3):135-147.

[15]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].重庆:改革,2019,(7):40-51.

- [16] 马新啸,汤泰劼,郑国坚.混合所有制改革能化解国有企业产能过剩吗?[J].北京:经济管理,2021,(2):38-55.
- [17] 杨瑞龙.国有企业改革逻辑与实践的演变及反思[J].北京:中国人民大学学报,2018,(5):44-56.
- [18] 毛新述.国有企业混合所有制改革:现状与理论探讨[J].北京工商大学学报(社会科学版),2020,(3):21-28.
- [19] 魏成龙,许萌,郑志,魏荣桓.国有企业整体上市绩效及其影响因素分析[J].北京:中国工业经济,2011,(10):151-160.
- [20] 杜媛,黄聪,张书秀,平思宇.治理结构视角的中信集团混合所有制改革剖析[J].北京:财务与会计,2016,(1):28-30.
- [21] 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[J].重庆:改革,2017,(1):110-118.
- [22] 李维安.深化国企改革与发展混合所有制[J].天津:南开管理评论,2014,(3):1.
- [23] 张维迎.从现代企业理论看国有企业改革[J].北京:改革,1995,(1):30-33.
- [24] 田利辉.国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理[J].北京:管理世界,2005,(7):123-128,147.
- [25] Rajan, R. G., and J. Wulf. Are Perks Purely Managerial Excess? [J] *Journal of Financial Economics*, 2006, 79, (1): 1-33.
- [26] 黄俊,李增泉.政府干预、企业雇员与过度投资[J].北京:金融研究,2014,(8):118-130.
- [27] 辛清泉,林斌,王彦超.政府控制、经理薪酬与资本投资[J].北京:经济研究,2007,(8):110-122.
- [28] 申慧慧,于鹏,吴联生.国有股权、环境不确定性与投资效率[J].北京:经济研究,2012,(7):113-126.
- [29] 陈冬华,陈信元,万华林.国有企业中的薪酬管制与在职消费[J].北京:经济研究,2005,(2):92-101.
- [30] 张维迎.控制权损失的不可补偿性与国有企业兼并中的产权障碍[J].北京:经济研究,1998,(7):3-14.
- [31] 张文魁等.混合所有制与现代企业制度:政策分析及中外实例[M].北京:人民出版社,2017.
- [32] 张军,施少华,陈诗一.中国的工业改革与效率变化——方法、数据、文献和现有的结果[J].北京:经济学(季刊),2003,(1):1-38.
- [33] 蔡昉.中国经济增长如何转向全要素生产率驱动型[J].北京:中国社会科学,2013,(1):56-71.
- [34] 黎文靖,胡玉明.国企内部薪酬差距激励了谁?[J].北京:经济研究,2012,(12):125-136.
- [35] Holmstrom, B., and P. Milgrom, The Firm as an Incentive System [J]. *American Economic Review*, 1994, 84, (4): 972-991.
- [36] 权小锋,吴世农,文芳.管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J].北京:经济研究,2010,(11):73-87.
- [37] Chen, D. H., O. Z. Li, and S. K. Liang. Do Managers Perform for Perks? [R]. Working Paper, 2010.
- [38] 周其仁.“控制权回报”和“企业家控制的企业”——“公有制经济”中企业家人力资本产权的案例研究[J].北京:经济研究,1997,(5):31-42.
- [39] 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.
- [40] 黄群慧.控制权作为企业家的激励约束因素:理论分析及现实解释意义[J].北京:经济研究,2000,(1):41-47.
- [41] 李焰,秦义虎,黄继承.在职消费、员工工资与企业绩效[J].北京:财贸经济,2010,(7):60-68.
- [42] 孙世敏,柳绿,陈怡秀.在职消费经济效应形成机理及公司治理对其影响[J].北京:中国工业经济,2016,(1):37-51.
- [43] 王聰,王凤彬.大型国有企业集团总部对成员单位控制体系的构型研究——基于102家中央企业的定性比较分析[J].天津:南开管理评论,2018,(6):185-197.
- [44] Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow [J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11, (2-3): 159-189.
- [45] Bertrand, M., and S. Mullainathan, Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences [J]. *Journal of Political Economy*, 2003, 111, (5): 1043-1075.
- [46] 张祥建,郭丽虹,徐龙炳.中国国有企业混合所有制改革与企业投资效率——基于留存国有股控制和高管政治关联的分析[J].北京:经济管理,2015,(9):132-145.
- [47] 王曾,符国群,黄丹阳,汪剑锋.国有企业CEO“政治晋升”与“在职消费”关系研究[J].北京:管理世界,2014,(5):157-171.
- [48] 李云鹤.公司过度投资源于管理者代理还是过度自信[J].北京:世界经济,2014,(12):95-117.
- [49] Gupta, N. Partial Privatization and Firm Performance [J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60, (2): 987-1015.
- [50] 郝阳,龚六堂.国有、民营混合参股与公司绩效改进[J].北京:经济研究,2017,(3):122-135.
- [51] 马连福,王丽丽,张琦.混合所有制的优序选择:市场的逻辑[J].北京:中国工业经济,2015,(7):5-20.
- [52] 鲁晓东,连玉君.中国工业企业全要素生产率估计:1999—2007[J].北京:经济学(季刊),2012,(2):541-558.
- [53] 宁向东.摆在“国资委”面前的六个难题[J].北京:科技与企业,2003,(6):19-21.
- [54] 陈晓东,金碚.国有企业高管薪酬制度改革的历史逻辑与政策效果[J].长春:经济纵横,2015,(11):54-58.
- [55] 刘小玄,李利英.改制对企业绩效影响的实证分析[J].北京:中国工业经济,2005,(3):5-12.
- [56] 白重恩,路江涌,陶志刚.国有企业改制效果的实证研究[J].北京:经济研究,2006,(8):4-13,69.
- [57] 辛清泉,谭伟强.市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬[J].北京:经济研究,2009,(11):68-81.
- [58] 张文魁.混合所有制的股权结构与公司治理[J].北京:新视野,2017,(1):11-19.
- [59] 杨瑞龙.以混合经济为突破口推进国有企业改革[J].重庆:改革,2014,(5):19-22.

Economic Consequences of Mixed Ownership Reform on the Control Chain: Based on the Perspective of Governance and Efficiency

CHEN Yao¹, YU Du²

(1. Business School, Chengdu University of Technology, Chengdu, Sichuan, 610059, China;

2. School of Management, Shandong University, Jinan, Shandong, 250100, China)

Abstract: Mixed ownership reform along the property rights chain is a strategic plan for a new round of SOE reform. It is of great significance to consider the economic consequences of mixed ownership reform from the perspective of state-owned enterprise groups. This paper manually collects 171 state-owned listed companies that underwent mixed ownership reform on the control chain, and compares the changes of perquisite consumption, overinvestment and total factor productivity before and after mixed ownership reform. The results show that after the reform, the perquisite consumption and overinvestment, which represent the agency problem, as well as the total factor productivity, which represents the operational efficiency, decrease significantly. That is to say, the mixed ownership reform on the control chain can improve the governance effect of listed companies and weaken the operational efficiency. On the one hand, the reform strengthens the governance of listed companies and limits the role of implicit incentives. The explanation given in this paper is that the incentive mechanism of state-owned enterprises naturally has the difficulty in contract design, and needs to rely on implicit incentives such as perquisite consumption and return of control. However, implicit incentives are very sensitive to governance constraints. Once corporate governance is tightened, the role of implicit incentives will be weakened. The governance effect of the control chain mixed reform can be transmitted to the listed companies through the integrated supervision system of state-owned assets, while other effects (such as excellent resources brought by non-state-owned capital) are difficult to be transmitted. Therefore, the control chain mixed reform will tighten the governance constraints of listed companies, and ultimately hinder the play of implicit incentives. After all, the dilemma of the control chain mixed reform lies in the un-synchronization of the property rights reform and the marketization reform. If the government does not take the lead in breaking administrative intervention, unfair competition, personnel appointment system and strict state capital supervision system, it will be difficult for non-state capital to introduce market-oriented mechanism into state-owned enterprises.

At present, the practice of mixed reform on control chain has been carried out, but academic research lacks the exploration of this problem. There are only few literatures have studied the influence of mixed reform from the group level, especially the influence of mixed reform at the middle and top of the control chain. Therefore, this paper tries to explore the economic consequences of the mixed reform on control chain from the group level, and gives theoretical explanations for the research phenomenon. The research contributions of this paper are mainly reflected in the following three aspects: (1) enriched the mixed ownership reform related literature. Existing literatures mainly focus on the mixed reform at the subsidiary level. A few other literatures on the control chain mixed reform mainly give policy suggestions through normative research, and there is no empirical test on the economic consequences of the control chain mixed reform. (2) Based on the state-owned enterprise group, this paper enriched the research perspective of mixed ownership reform. The formation of property rights chain of state-owned enterprise has its particularity, because most of property chain is not formed through the market investment, but rather through a spin-off listing and administrative transfer. Therefore, there is a complex and non-market relationship between parent and subsidiary companies. We can get some important institutional factors from the perspective of the group. (3) Put forward targeted policy suggestions to further deepen the reform of state-owned enterprises. A large number of state-owned assets in China are distributed in the management chain led by SASAC at all levels in the form of huge enterprise groups. Some enterprises at the end of the control chain have completed the mixed-ownership reform, but there are still a large number of state-owned enterprises at the middle and top which have not completed the socialization of capital, so they will be the focus of the new round of mixed-ownership reform. Although the government has put forward the guidance for the layered mixed reform, there is still a lack of relevant empirical evidence at present, so the research conclusions of this paper can provide reference for this exploratory practice.

Key Words: mixed ownership reform; control chain; layered mixed ownership reform; economic consequences

JEL Classification: D24, G32, G38

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2022.08.003

(责任编辑: 闫梅)