

# 国有资本授权经营体制改革 与国有企业过度负债\*

梁上坤<sup>1</sup> 姜艳峰<sup>2</sup>

(1. 中央财经大学会计学院, 北京 100081;

2. 北京农学院经济管理学院, 北京 102206)



**内容摘要:** 防范债务风险是国资国企改革的重要目标,也是提升国有企业核心竞争力的必要保障。本文以 2010—2021 年 A 股上市国有企业为样本,采用多期双重差分法,考察了国有资本授权经营体制改革对过度负债的影响。研究发现,国有资本授权经营体制改革可显著降低国有企业过度负债水平。减少政策性负担、硬化预算软约束以及缓解管理层代理问题是国有资本授权经营体制改革降低国有企业的过度负债水平的内在机制。在政府放权意愿较高、国有资本运营公司控股的企业中,国有资本授权经营体制改革降低过度负债水平的作用更显著;在具有过度负债问题的国有企业中,国有资本授权经营体制改革显著提升了资本结构调整速度;国有资本授权经营体制改革通过抑制过度负债显著降低了国有企业的经营风险、提升了国有企业的经营效率。本文丰富了关于国有资本授权经营体制改革作用后果以及国有企业过度负债影响因素的研究,研究结论对于国资监管机构的制度完善和国有企业的债务风险防范具有一定的现实启示。

**关键词:** 国有企业 国有资本授权经营体制 过度负债

**中图分类号:** F275 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2024)06—0125—18

## 一、引言

防范债务风险是企业生存发展的基础,也是高质量发展背景下国有企业改革的重要目标。然而,受历史因素和产权特征的影响,国有企业表现出负债率明显偏高的特征(方军雄,2007<sup>[1]</sup>;蔡好东等,2018<sup>[2]</sup>;吴秋生和独正元,2019<sup>[3]</sup>)。负债率过高会增加企业的财务风险(Titman 和 Tsyplov, 2007)<sup>[4]</sup>,影响国有企业乃至宏观经济的高质量发展。因此,党中央、国务院高度重视国有企业的负债治理,中央经济工作会议多次将降低国有企业负债率作为重点工作。2016年,《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》(国发[2016]54号)提出,要积极稳妥降低企业杠杆率,助推供给侧结构性改革,助推国有企业改革深化,助推经济转型升级和优化布局,为经济长期持续健康发展夯实基础。2018年,中央财经委员会第一次会议强调地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降

收稿日期:2023-02-26

\* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“区域竞争、区域协同与企业产能效率提升:理论机制与实证分析”(72272164);国家自然科学基金面上项目“中国企业成本粘性的动因和后果研究:基于地区分权竞争视角的探索”(71872196);国家社会科学基金重大项目“新时代中国特色管制会计制度体系与智能化实践研究”(21&ZD145)。

作者简介:梁上坤,男,教授、博士生导师,管理学博士,研究领域是公司治理、公司财务、政府管制与政策,电子邮箱:Liang\_sk@126.com;姜艳峰,女,讲师,管理学博士,研究领域是公司治理、国有企业改革,电子邮箱:Yfjiangy@163.com。通讯作者:姜艳峰。

下来。同年,中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》,提出推动高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平,并明确了国有企业平均资产负债率到2020年年末比2017年年末降低2个百分点左右并在之后保持在同行业同规模企业的平均水平。随着国有企业改革进入攻坚期和深水区,降低负债率对于防范化解重大风险、推动国有企业做强做优做大愈发重要。

国有企业降低负债率的目标是降低企业债务风险和保障企业健康发展,其核心逻辑是将负债率降至合理水平,而非单纯地降到最低水平(张森和孙光国,2022)<sup>[5]</sup>。过度负债反映了企业实际负债水平与最优负债水平的差距,能够结合企业当前和未来发展状况综合地反映负债水平是否合理(陆正飞等,2015<sup>[6]</sup>;吴秋生和独正元,2019<sup>[3]</sup>)。国有企业过度负债主要源于政府不当干预行为引发的政策性负担和预算软约束问题(Dong等,2014<sup>[7]</sup>;林毅夫和李志赅,2004<sup>[8]</sup>),以及内部人控制下的管理层代理问题(綦好东等,2018<sup>[2]</sup>;吴秋生和独正元,2019<sup>[3]</sup>)。然而,对于如何促进国有企业降低过度负债水平,现有的实证研究较少,主要考察了地方政府审计、混合所有制改革、央企集团建设规范董事会试点等国家改革举措的作用(吴秋生和独正元,2019<sup>[3]</sup>;贺佳等,2023<sup>[9]</sup>;秦帅等,2024<sup>[10]</sup>),其他视角的研究有待进一步拓展。

为了减少出资人代表机构对国有企业的行政干预,促进国有资本的市场化经营,2013年11月,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》提出改革国有资本授权经营体制,组建若干国有资本运营公司,支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。2019年,《国务院关于印发改革国有资本授权经营体制方案的通知》(国发[2019]9号),推动国有资本授权经营体制相关政策的完善和改革试点的落实。国有资本授权经营体制改革以优化出资者履职方式、授权放权、加强行权能力建设以及统筹内外部监管为重要举措,在抑制政府干预下的政策性负担和预算软约束问题、缓解内部人控制下的管理层代理问题等方面具有重要作用(陈艳利和姜艳峰,2021<sup>[11]</sup>;陈艳利和戚乃媛,2023<sup>[12]</sup>;梁上坤等,2023<sup>[13]</sup>)。但是,现有文献对这一改革作用的研究主要局限于对国有企业投资效率、创新效率以及企业绩效的考察(陈艳利和姜艳峰,2021<sup>[11]</sup>;肖土盛和孙瑞琦,2021<sup>[14]</sup>;王凯和王辰焯,2023<sup>[15]</sup>),尚未涉及到对过度负债的研究。那么,国有资本授权经营体制改革是否能够降低国有企业过度负债水平?

针对上述问题,本文利用2010—2021年A股国有上市企业样本,考察了国有资本授权经营体制改革对国有企业过度负债的影响。与以往研究相比,本文具有如下意义:第一,本文从过度负债的角度丰富了国有资本授权经营体制改革作用的相关研究,并从政策性负担、预算软约束以及管理层代理问题三个方面进行机制检验,深化了相关改革作用机制的研究。第二,本文剖析了国有资本授权经营体制改革与国有企业过度负债的内在逻辑,并进一步从政府放权意愿、公司类型的角度进行了异质性分析,为理解国有企业过度负债的影响因素及其应对机制提供了新的思路。第三,本文是对綦好东等(2022)<sup>[16]</sup>关于国有资本授权经营体制改革与国有企业降杠杆研究的延续和深化,不仅从过度负债视角进一步支持了改革的去杠杆功能,并且发现这种功能有助于降低国有企业经营风险并提升国有企业经营效率,同时还将其作用机制分析从管理者风险规避角度延展到政策性负担角度和预算软约束角度,拓展了相关理论解释。

## 二、文献回顾与假设提出

### 1. 国有企业过度负债的根源及其治理

过度负债指企业实际负债率偏离了最优负债率,其会对企业经营发展造成严重损害(Caskey等,2012)<sup>[17]</sup>。国有企业的过度负债问题(陆正飞等,2015<sup>[6]</sup>;贺佳等,2023<sup>[9]</sup>)与国有产权属性和政治关系息息相关(吴秋生和独正元,2019)<sup>[3]</sup>,其根源在于政府行政干预和内部人控

制(Faccio等,2006<sup>[18]</sup>;盛明泉等,2012<sup>[19]</sup>;贺佳等,2023<sup>[9]</sup>)。政府干预方面,政府为了公共治理和官员晋升的需要,会对国有企业的经济活动进行干预(Xin和Pearce,1996<sup>[20]</sup>;Wang和Xiao,2011<sup>[21]</sup>),导致国有企业存在政策性负担和预算软约束问题(Dong等,2014<sup>[7]</sup>;林毅夫和李志赅,2004<sup>[8]</sup>)。其中,政策性负担导致国有企业存在过高的融资需求,从而使得国有企业容易负债率过高(Dong等,2014<sup>[7]</sup>;李世辉等,2018<sup>[22]</sup>;綦好东等,2018<sup>[2]</sup>)。预算软约束为国有企业提供了债务融资便利(Chang等,2014)<sup>[23]</sup>,导致国有企业的负债决策难以受到常规融资约束的限制(方军雄,2007)<sup>[1]</sup>。而且,国有企业管理者会对政府的“兜底”行为产生乐观预期,使得其容易做出激进的负债决策(Qian等,2009<sup>[24]</sup>;肖泽忠和邹宏,2008<sup>[25]</sup>;綦好东等,2022<sup>[16]</sup>)。内部人控制方面,国有企业管理者在企业改革过程中获得了较大的经营控制权(项安波,2018)<sup>[26]</sup>,加之国资监管机构的监管效力受到行政属性和资源约束的限制,国有企业的多层委托代理和治理机制不完善等问题导致管理者的行为难以被有效约束(马连福等,2012)<sup>[27]</sup>。在此情况下,国有企业管理层为满足投机需求和获得政治晋升“锦标赛”的胜出,会倾向于进行过度负债(吴秋生和独正元,2019)<sup>[3]</sup>。

对于国有企业过度负债的治理,现有的实证检验文献较少,部分文献从混合所有制改革(吴秋生和独正元,2019)<sup>[3]</sup>、政府审计(郭檬楠和郭金花,2020<sup>[28]</sup>;贺佳等,2023<sup>[9]</sup>)、建设规范董事会(秦帅等,2024)<sup>[10]</sup>等方面进行了探索。研究者普遍认为,对国有企业的政策性负担、预算软约束以及管理层代理问题进行缓解,是降低国有企业过度负债水平的重要渠道。其中,吴秋生和独正元(2019)<sup>[3]</sup>发现,混合所有制改革有助于解决国有企业的内部人代理问题和预算软约束问题,从而缓解国有企业的过度负债问题。贺佳等(2023)<sup>[9]</sup>发现,政府审计通过减少政策性负担,缓解内部人代理问题降低了国有企业的过度负债水平。秦帅等(2024)<sup>[10]</sup>发现,建设规范董事会能够缓解国有企业的代理问题,进而有助于降低企业的过度负债水平。

## 2. 国有资本授权经营体制改革对国有企业过度负债的影响

国有资本授权经营体制改革自2013年被正式提出,其以优化出资者履职方式、授权放权、加强行权能力建设以及统筹内外部监管作为核心改革举措。目前国外尚未有文献对国有资本授权经营体制改革进行研究。国内学者围绕国有资本授权经营体制改革的现实意义、运作模式、授权放权内容等方面进行了较为丰富的理论性探索(王曙光和徐余江,2017<sup>[29]</sup>;黎精明和汤群,2020<sup>[30]</sup>;肖红军,2021<sup>[31]</sup>;张宁和才国伟,2021<sup>[32]</sup>)。对于这一体制改革的作用,现有文献主要从投资效率、创新效率以及经营绩效三个方面展开了实证考察。陈艳利和姜艳峰(2021)<sup>[11]</sup>发现,国有资本授权经营体制改革对国有企业非效率投资有抑制作用,而减少政策性负担、治理管理层代理问题是其中的重要机制。王凯和王辰焱(2023)<sup>[15]</sup>发现,国有资本授权经营体制改革通过减少政策性负担和提升管理者创新意愿提升了国有企业创新水平。肖土盛和孙瑞琦(2021)<sup>[14]</sup>发现,国有资本授权经营体制改革通过放权、监督以及激励机制提升了国有企业绩效。此外,还有文献发现,这一改革可以降低国有企业的杠杆率(綦好东等,2022)<sup>[16]</sup>、提升国有企业信息披露质量(王雪等,2023)<sup>[33]</sup>和企业融资效率(梁上坤等,2023)<sup>[13]</sup>。这些文献对国有资本授权经营体制改革作用机制的探讨各有侧重,但普遍认为其核心是抑制政府干预下的政策性负担和预算软约束问题(陈艳利和姜艳峰,2021<sup>[11]</sup>;肖土盛和孙瑞琦,2021<sup>[14]</sup>)以及缓解内部人控制下的管理层代理问题(陈艳利和戚乃媛,2023<sup>[12]</sup>;梁上坤等,2023<sup>[13]</sup>;王雪等,2023<sup>[33]</sup>)。因此,本文认为,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,具体表现在以下三个方面:

第一,国有资本授权经营体制改革有助于减少国有企业承担的政策性负担,从而降低国有企业的过度负债水平。在优化出资者履职方式上,国有资本授权经营体制改革将国资监管机构的出

资者职能授权给国有资本投资公司和国有资本运营公司(简称两类公司)。授权后,国资监管机构不再干涉国有企业的经营决策。这有助于缓解原出资者履职不到位和政企不分问题(綦好东等,2022)<sup>[16]</sup>,促进国有企业将政策性目标从经营目标中有效剥离,从而减少国有企业承担的政策性负担(卜君和孙光国,2021)<sup>[34]</sup>。通过授权放权,“两类公司”在战略规划、选人用人以及债务风险管控等方面获得了更高的自由度(陈艳利和姜艳峰,2021)<sup>[11]</sup>,这有助于国有企业减轻政策性负担。政策性负担的减轻有助于提升国有企业的投融资效率(陈艳利和姜艳峰,2021<sup>[11]</sup>;梁上坤等,2023<sup>[13]</sup>),从而降低国有企业的过度负债需求。

第二,国有资本授权经营体制改革有助于“硬化”预算软约束,从而降低国有企业的过度负债水平。国有资本授权经营体制改革通过优化出资者履职方式和授权放权减少了国有企业承担的政策性任务后,有助于降低政府对这些企业提供资源扶持的动机,从而降低国有企业的融资优势。同时,这一改革会向资本市场传递弱化政府“隐性担保”的信号(陈艳利和姜艳峰,2021<sup>[11]</sup>;梁上坤等,2023<sup>[13]</sup>),有助于强化国有企业的融资约束,从而降低国有企业的过度负债水平。在统筹内外部监管上,国有资本授权经营体制改革将企业内部监督、出资人监督和国家审计监督等各类监督机制进行统筹完善,使得国有企业将承担政策性任务作为经营失败理由的难度增大。同时,国有企业管理者对政府兜底行为的乐观预期也会减弱(綦好东等,2022)<sup>[16]</sup>,故而国有企业进行过度负债的动机会被弱化。

第三,国有资本授权经营体制改革能缓解管理层代理问题,从而降低国有企业的过度负债水平。国有资本授权经营体制改革在优化出资者履职方式时,为了促进“两类公司”职能作用的发挥,特别重视对公司章程、董事会治理、股东治理等内部治理机制的完善(肖土盛和孙瑞琦,2021<sup>[14]</sup>;王雪等,2023<sup>[33]</sup>)。而管理层的过度负债决策会损害企业的健康发展,势必会被重点关注和治理。在行权能力建设上,为了规范管理层行权,进行国有资本授权经营体制改革的企业会强化经理层的市场化选聘与考核。这有助于促使管理层出于自身职位安全考虑主动减少不合理的过度负债决策。在统筹内外部监管上,国有资本授权经营体制改革通过强化监督机制提高了管理者因决策失误而遭受处罚的概率和代价(陈艳利和姜艳峰,2021)<sup>[11]</sup>,有助于约束管理层的过度负债决策。

综上所述,本文提出如下研究假设:

H<sub>1</sub>:国有资本授权经营体制改革有助于降低国有企业过度负债水平。

### 三、研究设计

#### 1. 模型构建

为检验研究假设 H<sub>1</sub>,本文借鉴陈艳利和姜艳峰(2021)<sup>[11]</sup>,构造如下模型:

$$Exlev_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Treat_i \times Post_t + \sum \beta_i Control_{i,t} + Industry + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,  $Exlev$  表示过度负债水平。  $Treat \times Post$  表示国有资本授权经营体制改革。  $Control$  为控制变量。  $Year$ 、 $Industry$  和  $Firm$  分别用来控制年份、行业以及公司个体的固定效应。

#### 2. 变量定义

(1) 过度负债水平 ( $Exlev$ )。本文借鉴陆正飞等(2015)<sup>[6]</sup>,采用实际资产负债率与模型(2)估计的目标资产负债率的差值来度量过度负债水平。

$$Lev_{i,t}^* = \beta_0 + \sum X_{i,t-1} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Exlev = lev_{i,t} - Lev_{i,t}^* \quad (3)$$

其中,  $Lev^*$  表示目标资产负债率。借鉴陆正飞等(2015)<sup>[6]</sup>、吴秋生和独正元(2019)<sup>[3]</sup>,  $X$  为可能影响公司过度负债的变量,包含公司规模 ( $Asset$ )、有形资产占比 ( $Tang$ )、成长性 ( $Growth$ )、非债务税



盾(*Nontax*)、盈利能力(*ROA*)、资产负债率的行业均值(*Indlev*),其他变量同模型(1)。

(2)国有资本授权经营体制改革(*Treat*×*Post*)。本文借鉴陈艳利和姜艳峰(2021)<sup>[11]</sup>,采用改革标识(*Treat*)与事件期(*Post*)的交乘项来表示。对于改革标识(*Treat*),如果某样本或者其控股股东进行了改革,那么该样本会被划分到处理组,赋值为1;否则会被划分到控制组,赋值为0。对于事件期(*Post*),如果某样本处在改革当年和之后的年份时,赋值为1;否则赋值为0。

(3)控制变量。借鉴陆正飞等(2015)<sup>[6]</sup>、吴秋生和独正元(2019)<sup>[3]</sup>以及郭檬楠和郭金花(2020)<sup>[28]</sup>,选择公司规模(*Asset*)、托宾Q值(*Tq*)、成长性(*Growth*)、公司年龄(*Age*)、股权集中度(*Sh1*)、两职合一(*Ceo*)、董事会规模(*BS*)以及独立董事比例(*IndB*)作为控制变量。

主要变量的定义与说明如表1所示。

表1 变量定义与说明

变量符号	计算方法
<i>Lev</i>	公司年末资产负债率
<i>Exlev</i>	公司年末过度负债水平
<i>Treat</i>	虚拟变量。曾进行国有资本授权经营体制改革赋值为1,否则为0
<i>Post</i>	虚拟变量。国有资本授权经营体制改革当年及以后年份赋值为1,否则为0
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	<i>Treat</i> 与 <i>Post</i> 的交乘项
<i>Asset</i>	公司年末资产总额的自然对数
<i>Tang</i>	公司年末固定资产净额与资产总额的比值
<i>Growth</i>	公司当年营业收入相比上年营业收入的增长率
<i>Nontax</i>	公司当年折旧摊销与资产总额的比值
<i>ROA</i>	公司年末总资产净利润率
<i>Indlev</i>	公司所在行业的年末资产负债率的均值
<i>Tq</i>	公司年末市值与资产总额的比值
<i>Age</i>	公司当年上市年数加1的自然对数
<i>Sh1</i>	公司年末第一大股东持股数与总股数的比值
<i>Ceo</i>	虚拟变量。董事长兼任总经理时赋值为1,否则为0
<i>BS</i>	公司年末董事会总人数的自然对数
<i>IndB</i>	公司年末独立董事人数与董事会总人数的比值

### 3. 样本选取

本文以2010—2021年的我国A股国有上市公司为研究样本,剔除了金融类、ST类以及样本不足三年的样本,最终得到11010个观测值。国有资本授权经营体制改革数据为手工搜集和整理获得,其他财务数据下载于国泰安数据库(CSMAR),并对连续型变量进行了1%水平的缩尾处理。

## 四、实证结果与分析

### 1. 描述性统计和相关系数分析

表2列示了描述性统计结果。其中,过度负债水平(*Exlev*)的均值为0.000,标准差为0.148,表明不同企业间的过度负债水平存在较大差异,这一结果与陆正飞等(2015)<sup>[6]</sup>、贺佳等(2023)<sup>[9]</sup>基本一致。改革标识(*Treat*)的均值为0.206,表明处理组样本仅占总样本的20.6%。事件期(*Post*)的均值为0.093,表明有9.3%的样本处在国有资本授权经营体制改革的当年和之后的年份。国有资本

授权经营体制改革( $Treat \times Post$ )的均值为0.093,表明有9.3%的样本受到了国有资本授权经营体制改革的影响,结果与陈艳利和姜艳峰(2021)<sup>[11]</sup>、綦好东等(2022)<sup>[16]</sup>基本一致。其他变量的统计特征与吴秋生和独正元(2019)<sup>[3]</sup>、郭檬楠和郭金花(2020)<sup>[28]</sup>等基本一致。此外,模型(1)中各变量的方差膨胀因子(VIF)均低于5,表明多重共线性问题影响较小<sup>①</sup>。

表2 描述性统计结果

变量	均值	标准差	下四分位	中位数	上四分位
<i>Lev</i>	0.507	0.199	0.357	0.515	0.662
<i>Exlev</i>	0.000	0.148	-0.095	0.005	0.100
<i>Treat</i>	0.206	0.405	0.000	0.000	0.000
<i>Post</i>	0.093	0.291	0.000	0.000	0.000
<i>Treat × Post</i>	0.093	0.291	0.000	0.000	0.000
<i>Asset</i>	22.860	1.406	21.840	22.700	23.720
<i>Tang</i>	0.254	0.194	0.094	0.210	0.386
<i>Growth</i>	0.141	0.367	-0.025	0.089	0.228
<i>Nontax</i>	0.026	0.017	0.013	0.023	0.036
<i>ROA</i>	0.033	0.050	0.011	0.030	0.056
<i>Indlev</i>	0.508	0.079	0.461	0.515	0.521
<i>Tq</i>	1.768	1.083	1.091	1.393	2.004
<i>Age</i>	2.642	0.566	2.398	2.773	3.045
<i>Sh1</i>	0.393	0.152	0.271	0.382	0.505
<i>Ceo</i>	0.097	0.296	0.000	0.000	0.000
<i>BS</i>	2.201	0.196	2.079	2.197	2.303
<i>IndB</i>	0.371	0.056	0.333	0.333	0.400

## 2. 基准回归

表3列示了模型(1)的回归结果。结果显示,无论是否添加控制变量,国有资本授权经营体制改革( $Treat \times Post$ )的系数均在5%水平下显著为负。从经济意义上看,在其他条件不变的情况下,国有资本授权经营体制改革( $Treat \times Post$ )每提高1个标准差,过度负债水平( $Exlev$ )会下降1.77%个标准差<sup>②</sup>。结果表明,国有资本授权经营体制改革能够降低国有企业的过度负债水平,并且这一影响在经济意义上是显著且重要的。假设 $H_1$ 得以验证。

表3 国有资本授权经营体制改革与过度负债

变量	<i>Exlev</i>	<i>Exlev</i>
	(1)	(2)
<i>Treat × Post</i>	-0.009** (-1.96)	-0.009** (-1.97)

① 受篇幅限制,相关系数表正文未列示,备案。

② 经济意义的计算公式为:国有资本授权经营体制改革( $Treat \times Post$ )的回归系数 $\times$ 国有资本授权经营体制改革( $Treat \times Post$ )的标准差 $\div$ 过度负债水平( $Exlev$ )的标准差 $= -0.009 \times 0.291 \div 0.148 \times 100\% = -1.77\%$ 。

续表 3

变量	<i>Exlev</i>	<i>Exlev</i>
	(1)	(2)
<i>Asset</i>		0.027*** (10.25)
<i>Tq</i>		0.011*** (7.70)
<i>Growth</i>		0.015*** (6.12)
<i>Age</i>		0.033*** (5.29)
<i>Sh1</i>		0.050*** (3.20)
<i>Ceo</i>		0.009** (2.35)
<i>BS</i>		-0.014 (-1.43)
<i>IndB</i>		-0.059** (-2.11)
常数项	-0.013 (-0.44)	-0.684*** (-9.69)
行业/企业/年份固定效应	是	是
观测值	11010	11010
调整 R <sup>2</sup>	0.018	0.043

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著；括号内为 *t* 值，下同

### 3. 稳健性检验

(1) 平行趋势检验。平行趋势假设是双重差分检验成立的前提，要求在发生改革之前，处理组和控制组不能存在显著差异。对此，本文将模型(1)扩展为下述模型(4)，以检验平行趋势假设是否成立：

$$\begin{aligned}
 Exlev_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Base_{i,t} + \beta_2 Treat_i \times Before_i^3 + \beta_3 Treat_i \times Before_i^2 + \beta_4 Treat_i \times Before_i^1 \\
 & + \beta_5 Treat \times After_i^0 + \beta_6 Treat \times After_i^1 + \beta_7 Treat_i \times After_i^2 + \beta_8 Treat_i \times After_i^{3+} \quad (4) \\
 & + \sum \beta_i Control_{i,t} + Industry + Firm + Year + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

其中，当处理组样本处在被纳入国有资本授权经营体制改革范围的第前 *n*(后 *m*) 年时，*Treat*×*Before<sup>n</sup>*(*After<sup>m</sup>*) 赋值为 1，其他样本赋值为 0。*Base* 为基期标志，赋值为 0，具体以 *Treat*×*Before<sup>4+</sup>* 为基期。其他变量同模型(1)。

表 4 的第(1)列列示了模型(4)的回归结果。除了 *Treat*×*Before<sup>1</sup>* 外，*Treat*×*Before<sup>n</sup>* 的系数均不显著，表明在改革的前一年之前，平行趋势假设是成立的。*Treat*×*Before<sup>1</sup>* 的系数显著为负，可能源于国有资本授权经营体制改革的正式试点需要一定的准备时间，而准备期间的信号传递、治理架构调整等改革措施也能够发挥一定的作用。

表 4 稳健性检验

变量	<i>Exlev</i>	<i>Exlev</i>	<i>ExlevA</i>	<i>ExlevB</i>	<i>Exlev</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	平行趋势检验	最近邻匹配	替换被解释变量	替换被解释变量	非试点当年样本
$Treat \times Before^3$	-0.008 (-1.06)				
$Treat \times Before^2$	-0.005 (-0.71)				
$Treat \times Before^1$	-0.019** (-2.46)				
$Treat \times After^0$	-0.018** (-2.36)				
$Treat \times After^1$	-0.006 (-0.74)				
$Treat \times After^2$	-0.018** (-2.28)				
$Treat \times After^{3+}$	-0.016** (-2.40)				
$Treat \times Post$		-0.007* (-1.70)	-0.016*** (-3.64)	-0.009** (-2.02)	-0.008* (-1.65)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.684*** (-9.68)	-0.709*** (-9.92)	-1.665*** (-24.16)	-0.687*** (-9.99)	-0.680*** (-9.79)
行业/企业/年份固定效应	是	是	是	是	是
观测值	11010	10719	11010	11010	10813
调整 R <sup>2</sup>	0.044	0.043	0.147	0.044	0.043

(2)安慰剂检验。为排除不可观测因素的影响,本文借鉴綦好东等(2023)<sup>[35]</sup>进行安慰剂检验。具体地,本文随机设定企业受到国有资本授权经营体制改革影响的时间,以此构造虚拟的国有资本授权经营体制改革( $Treat \times Post^{random}$ ),对这一过程重复 500 次,并在图 1 中列示估计的  $Treat \times Post^{random}$  分布。从图 1 可知, $Treat \times Post^{random}$  的系数主要集中分布在 0 的附近,表明虚拟的国有资本授权经营体制改革没有发挥作用,即本文的研究结果并非是随机产生的。

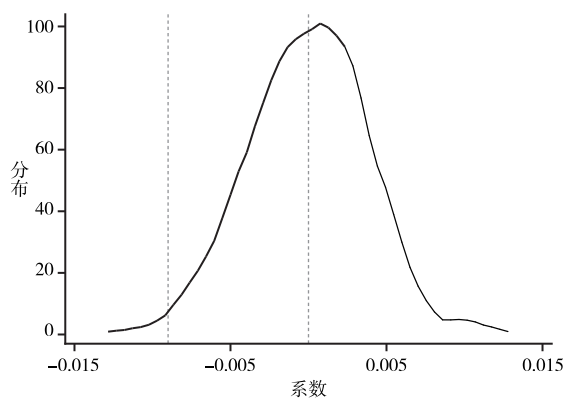


图 1 安慰剂检验



(3)倾向得分匹配检验。为缓解样本自选择偏误问题对研究结论可能造成的影响,本文进行倾向得分匹配测试。具体按照0.01的半径匹配规则,进行分年度匹配后重新回归模型(1)。匹配时采用Logit回归,匹配协变量与前文模型(1)的控制变量一致。检验结果如表4的第(2)列所示,进行倾向得分匹配后,国有资本授权经营体制改革(*Treat*×*Post*)的系数在10%水平下显著为负。与前文结果一致。

(4)改变过度负债度量方法的检验。为缓解度量偏差对检验结果的影响,本文采用两种方法重新测度过度负债水平:一是借鉴汪玉兰等(2020)<sup>[36]</sup>,采用公司实际负债率减去当年行业负债率的均值,计算新的过度负债水平A(*ExlevA*),回归结果见表4的第(3)列;二是借鉴吴秋生和独正元(2019)<sup>[3]</sup>,采用模型(2)计算预期资产负债率时,将资产负债率的行业均值替换为资产负债率的行业中位数,计算新的过度负债水平(*ExlevB*),回归结果见表4的第(4)列。表4结果显示,改变过度负债的度量方法后,研究结论依然稳健<sup>①</sup>。

(5)删除试点当年样本的测试。国有资本授权经营体制改革涉及政府放权、统筹监督、成立两类公司等较多的内容,实践操作的复杂度较高,导致相关改革举措的落实和效果发挥可能存在一定的时间滞后性。因此,本文借鉴陈艳利和姜艳峰(2021)<sup>[11]</sup>,将改革当年的观测值进行剔除,直接观察过度负债水平(*Exlev*)在国有资本授权经营体制改革前后年的差异,检验结果如表4的第(5)列所示,研究结论具有稳健性。

## 五、机制检验

根据前文理论分析,本文从政策性负担、预算软约束以及管理层代理问题三个视角展开机制检验。

### 1. 缓解政策性负担

政策性负担是政府干预企业经营决策的结果(林毅夫和李志赅,2004)<sup>[8]</sup>,政策性负担会增加企业的负债需求(Fan等,2013)<sup>[37]</sup>。国有资本授权经营体制改革能够降低政策性负担对过度负债的催化作用,当国有企业原本承担的政策性负担较多时,企业过度负债的动机比较强,此时国有资本授权经营体制改革能够治理的问题比较突出,故而对降低过度负债的作用可能会更显著。

为检验上述推论,本文在模型(1)中加入政策性负担(*Burden*)变量。在指标度量上,首先利用国有资本授权经营体制改革前的数据,计算出企业的政策性负担水平,然后以其中位数为基准,将大于等于中位数的定义为高政策性负担企业,*Burden*取值为1,其他为低政策性负担企业,*Burden*取值为0。对于政策性负担水平,借鉴张霖琳等(2015)<sup>[38]</sup>,采用资本密集度(*Intenc*)的实际值减去模型(5)计算的预期值的差值的绝对值来度量。资本密集度计算公式如下:

$$Intenc_{i,t}^* = \beta_0 + \sum \beta_i Control_{i,t-1} + Zone + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中,资本密集度(*Intenc*)等于每百万固定资产净值与员工人数的比值,*Control*包括公司规模(*Asset*)、资本结构(*Lev*)、盈利能力(*ROA*)、成长能力(*Growth*)、有形资产占比(*Tangible*)。*Zone*用来控制省份固定效应,其他变量同模型(1)。

在模型(1)中加入政策性负担(*Burden*)后,回归结果见表5的第(1)列。国有资本授权经营体制改革与政策性负担的交乘项(*Treat*×*Post*×*Burden*)的系数为负,且在1%水平下显著。这一结果表明,国有资本授权经营体制改革通过降低政策性负担来降低国有企业的过度负债水平,支持了政策性负担的机制。

<sup>①</sup> 本文还设置离散变量来测度过度负债,具体将采用实际资产负债率与模型(2)估计的目标资产负债率的差值按从小到大的顺序进行三分,分别赋值-1、0和1,研究结论保持不变,结果正文未列示,备案。

表 5 机制检验

变量	<i>Exlev</i>	<i>Exlev</i>	<i>Exlev</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>Treat</i> × <i>Post</i> × <i>Burden</i>	-0.046*** (-5.70)		
<i>Treat</i> × <i>Post</i> × <i>SBC</i>		-0.019** (-2.42)	
<i>Treat</i> × <i>Post</i> × <i>Agency</i>			-0.020** (-2.50)
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.014** (2.40)	0.001 (0.16)	0.001 (0.09)
控制变量	控制	控制	控制
常数项	-0.679*** (-9.62)	-0.687*** (-9.73)	-0.679*** (-9.61)
行业/企业/年份固定效应	是	是	是
观测值	11010	11010	11010
调整 R <sup>2</sup>	0.046	0.044	0.044

## 2. 硬化预算软约束

在预算软约束下,政府会干预国有银行的信贷决策,为国有企业融资提供便利(方军雄,2007<sup>[1]</sup>;孟宪春等,2020<sup>[39]</sup>),使得国有企业优先获得了大规模的贷款以及较低的债务融资成本,从而导致过度负债问题(Dong等,2014<sup>[7]</sup>;綦好东等,2018<sup>[2]</sup>)。当企业在进行国有资本授权经营体制改革前所享有的预算软约束水平较高时,管理层增加企业负债的动机和能力会比较强,此时国有资本授权经营体制改革通过硬化预算软约束来治理过度负债的边际贡献会比较大。

为检验上述推论,本文在模型(1)中加入预算软约束(*SBC*)变量。在指标度量上,本文利用国有资本授权经营体制改革前的数据,先计算出企业的预算软约束水平,然后以其中位数为基准,将小于等于中位数的定义为高预算软约束企业,*SBC*取值为1,其他为低预算软约束企业,*SBC*取值为0。对于预算软约束水平,借鉴盛明泉等(2012)<sup>[19]</sup>,先计算出企业当年利息支出占年末有息负债的比例,然后以该比例与其行业均值的差额来度量。

在模型(1)中加入预算软约束(*SBC*)后,回归结果见表5的第(2)列。国有资本授权经营体制改革与预算软约束的交乘项(*Treat*×*Post*×*SBC*)的系数为负,且在5%水平下显著。这一结果表明,国有资本授权经营体制改革通过硬化预算软约束来降低国有企业的过度负债水平,支持了预算软约束的机制<sup>①</sup>。

## 3. 缓解管理层代理问题

国有企业管理者因国资监管效力有限、多层委托代理以及治理机制不完善等问题而无法被有效约束(马连福等,2012)<sup>[27]</sup>,而且预算软约束让国有企业管理者对政府的兜底行为产生乐观预期,导致国有企业管理者基于自身利益的考虑容易做出过度负债决策(Qian等,2009<sup>[24]</sup>;吴秋生和独正元,2019<sup>[3]</sup>)。国有资本授权经营体制改革能够通过加强内外部治理来约束管理者行为,那么对于改革前具有严重代理问题的国有企业,国有资本授权经营体制改革对约束管理层行为的边际作用较大,即对降低过度负债水平的作用可能更显著。

① 当以FC指数度量预算软约束水平时,研究结论稳健。限于篇幅,结果不再赘述。

为检验上述推论,本文在模型(1)中加入管理层代理问题(*Agency*)变量。在指标度量上,利用国有资本授权经营体制改革前的数据,先计算出企业的管理费用率,然后以其中位数为基准,将大于等于中位数的定义为高管理层代理问题企业,*Agency*取值为1,其他为低管理层代理问题企业,*Agency*取值为0。管理费用率等于管理费用与营业收入的比值。

在模型(1)中加入管理层代理问题(*Agency*)后,回归结果见表5的第(3)列。国有资本授权经营体制改革与管理层代理问题的交乘项(*Treat*×*Post*×*Agency*)的系数为负,且在5%水平下显著。这一结果表明,国有资本授权经营体制改革通过缓解管理层代理问题来降低国有企业的过度负债水平,支持了管理层代理问题的机制<sup>①</sup>。

## 六、异质性分析和进一步检验

### 1. 异质性分析

由政策梳理和理论分析可知,“授权放权”和“优化出资者履职方式”是国有资本授权经营体制改革的重要举措。而政府的放权意愿会影响其对国有企业的授权放权力度,公司类型会影响两类公司的出资者职能设定和经营目标选择。所以,基于前文的机制检验,本文从政府放权意愿和公司类型差异的角度进行异质性分析。

(1)政府放权意愿的异质性影响。政府作为国有企业的政策制定者和监管者,对于国有企业改革政策的实施效果具有重要影响。由于存在官员政治晋升和业绩考核的压力,地方政府可能会抵触有碍其干预国有企业决策的改革政策(蔡贵龙等,2018)<sup>[40]</sup>,而国有资本授权经营体制改革以授权放权为重要改革举措,可能首当其冲。相反,当政府的放权意愿较强时,与授权放权相关的改革内容更容易被接受和落实,故而促使改革对降低过度负债水平的作用可能会更显著。

为检验这一推论,本文在模型(1)中加入政府放权意愿(*Gover*)变量。在指标度量上,借鉴蔡贵龙等(2018)<sup>[40]</sup>,利用地方财政收入与财政支出的差额除以GDP的值、地区失业率、财政支出与GDP的比值、地区市场化指数四个方面的数据,采用主成分分析法构造政府放权意愿(*Gover*)。重新回归的结果见表6的第(1)列。政府放权意愿与国有资本授权经营体制改革的交乘项(*Treat*×*Post*×*Gover*)的系数为负,且在10%水平下显著。结果表明,在政府放权意愿较高的地区,国有资本授权经营体制改革对降低过度负债水平的作用更显著。

表6 异质性分析

变量	<i>Exlev</i>	<i>Exlev</i>	<i>Exlev</i>
	(1)	(2)	(3)
	全样本	国有资本投资公司组	国有资本运营公司组
<i>Treat</i> × <i>Post</i> × <i>Gover</i>	-0.023* (-1.75)		
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	-0.003 (-0.48)	-0.007 (-1.45)	-0.042*** (-3.54)
<i>Gover</i>	0.014* (1.70)		
控制变量	控制	控制	控制
常数项	-0.663*** (-9.17)	-0.679*** (-9.41)	-0.596*** (-7.71)

① 当以高管在职消费水平度量管理层代理问题时,研究结论稳健。限于篇幅,结果不再赘述。

续表 6

变量	<i>Exlev</i>	<i>Exlev</i>	<i>Exlev</i>
	(1)	(2)	(3)
	全样本	国有资本投资公司组	国有资本运营公司组
行业/企业/年份固定效应	是	是	是
观测值	10561	10518	9026
调整 R <sup>2</sup>	0.043	0.044	0.048

(2)公司类型的异质性影响。国有资本授权经营体制改革的政策设计定义了“国有资本投资公司”和“国有资本运营公司”两种类型,两者的功能定位存在较大差异。对于国有资本投资公司,其主要职能是对公共服务、战略性新兴产业等重要产业进行投资,主要目标是保持国家在重要产业或企业中的控制力(胡锋和黄速建,2017)<sup>[41]</sup>。由于国家控制力与政府干预力息息相关,国有资本投资公司在降低政府干预方面的表现可能有限,即进行此类公司试点的国有资本授权经营体制改革的作用可能会较弱。对于国有资本运营公司,其主要职能是进行竞争性领域的国有资本运营,主要目标是提升资本运营的经济效益(陈艳利和姜艳峰,2021)<sup>[11]</sup>。由于过度负债所带来的风险和成本会损害国有企业的经营效率,其治理问题会被国有资本运营公司所重视,故而使得进行此类公司试点的国有资本授权经营体制改革的作用会更显著。

为检验上述推论,本文按照公司类型,将全样本划分为国有资本投资公司组和国有资本运营公司组,然后对模型(1)进行分组检验。表6的第(2)列和第(3)列列示了根据公司类型分组的检验结果。其中,第(2)列为国有资本投资公司组的回归结果,国有资本授权经营体制改革(*Treat*×*Post*)的系数为负但不显著。第(3)列为国有资本运营公司组的回归结果,国有资本授权经营体制改革(*Treat*×*Post*)的系数为负且在1%水平下显著。上述结果表明,国有资本授权经营体制改革对降低过度负债水平的作用仅在国有资本运营公司组中显著。这可能与国有资本投资公司组中的样本受到更多的政府管控相关,导致国有资本授权经营体制改革的效果较弱。

## 2. 资本结构动态调整的支持证据

资本结构研究经历了从静态决策向动态决策的转变。企业在经营发展过程中,不仅需要从资本市场上获取资本资源并形成一定的资本结构,还需要结合实现价值最大化目标的需求以及内外部环境的变化,不断进行资本结构的优化调整。前文结果表明,国有资本授权经营体制改革能够降低国有企业的过度负债水平,这属于静态角度的资本结构调整的范畴。静态的资本结构水平是动态资本结构调整的阶段性体现,两者不可分割,那么国有资本授权经营体制改革对于动态的资本结构调整是否会产生影响?现有研究发现,政府干预和内部人控制问题是阻碍国有企业进行资本结构动态调整的重要因素(Qian等,2009<sup>[24]</sup>;盛明泉等,2012<sup>[19]</sup>),这与国有企业过度负债的影响因素相类似。既然国有资本授权经营体制改革能够降低国有企业的过度负债水平,那么理论上也会有益于资本结构调整速度的提升。对此,本文借鉴郑曼妮等(2018)<sup>[42]</sup>,构建如下模型:

$$Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1} = \gamma(Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$Y_{i,t} = (\delta_0 + \delta_1 Treat_i \times Post_t) Dev_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中, $Y_{i,t}=Lev_{i,t}-Lev_{i,t-1}$ 表示实际调整的偏差, $Dev_{i,t}=Lev_{i,t}^*-Lev_{i,t-1}$ 表示目标调整的偏差。 $Lev^*$ 为目标资产负债率,由模型(2)和模型(6)联立回归获得。 $Lev$ 为企业实际的资产负债率。如果 $\delta_1$ 显著为正,表明国有资本授权经营体制改革能够提高资本结构调整速度。

表7列示了基于资本结构动态调整的检验结果。其中,第(1)列为采用全样本的回归结果,第



(2)列为采用过度负债样本的回归结果。国有资本授权经营体制改革与目标调整偏差的交乘项 ( $Treat \times Post \times Dev$ )的系数在第(1)列为正但不显著,在第(2)列为正且在5%水平下显著。这些结果表明,当国有企业存在过度负债问题时,国有资本授权经营体制改革能够显著提升资本结构调整速度,即从资本结构动态调整的角度进一步验证了改革的作用机制。

表7 资本结构动态调整的支持证据

变量	Y	
	(1)	(2)
	全样本	过度负债样本
$Dev$	0.311*** (40.77)	0.472*** (46.44)
$Treat \times Post \times Dev$	0.013 (0.90)	0.039** (2.32)
常数项	0.016 (0.75)	0.077*** (3.50)
行业/企业/年份固定效应	是	是
观测值	11010	6473
调整 $R^2$	0.159	0.297

### 3. 经济后果检验

前文的理论分析与实证检验表明,国有资本授权经营体制改革对降低国有企业过度负债水平有显著的促进作用。然而,现有研究显示,过高的负债水平会推高企业还本付息的压力,导致企业经营风险上升(Titman和Tsyplakov,2007)<sup>[4]</sup>。同时,过度投资、在职消费等管理层短视动机下的过度负债会阻碍企业经营效率的提升(马亚明和张立乐,2022)<sup>[43]</sup>。那么,国有资本授权经营体制改革通过治理过度负债是否能够降低国有企业经营风险并提升经营效率?为回答上述问题,本文借鉴温忠麟和叶宝娟(2014)<sup>[44]</sup>,在模型(1)的基础上构建如下模型(8)-模型(10),以检验国有资本授权经营体制改革对上述两种经营结果指标的影响及其作用机制。

$$Conseq_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Treat_i \times Post_t + \sum \alpha_i Control_{i,t} + Industry + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$Exlev_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Treat_i \times Post_t + \sum \beta_i Control_{i,t} + Industry + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$Conseq_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Treat_i \times Post_t + \gamma_2 Exlev_{i,t} + \sum \gamma_i Control_{i,t} + Industry + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

其中,  $Conseq$  为经济后果指标,代表经营风险和经营效率两类指标。国有资本授权经营体制改革降低国有企业过度负债水平的经济后果检验步骤如下:第一步中,若模型(8)中国有资本授权经营体制改革 ( $Treat \times Post$ )的系数  $\alpha_1$  显著,表明国有资本授权经营体制改革能够显著影响国有企业经营风险或者经营效率,进入第二步检验。第二步中,若模型(9)中国有资本授权经营体制改革 ( $Treat \times Post$ )的系数  $\beta_1$  显著为负,表明国有资本授权经营体制改革能够显著降低国有企业过度负债水平,进入第三步检验。第三步中,若模型(10)中国有资本授权经营体制改革 ( $Treat \times Post$ )与过度负债水平 ( $Exlev$ )的系数  $\gamma_1$ 、 $\gamma_2$  均显著,表明存在部分中介效用,若仅有  $\gamma_2$  显著,表明存在完全中介效应。由于前文的实证检验已经支持了第二步成立,本文在此处仅对第一步、第三步做检验。

(1)经营风险视角的经济后果检验。在经营风险方面,本文采用债务违约风险 ( $RiskLev$ )和业绩波动风险 ( $RiskOper$ )两个指标进行度量。对于债务违约风险 ( $RiskLev$ ),借鉴 Zhang等(2010)<sup>[45]</sup>,等于  $0.517 - 0.46 \times (\text{负债合计} / \text{资产总计}) - 0.388 \times (\text{营运资本} / \text{总资产}) + 9.32 \times (\text{净利润} / \text{资产总计}) + 1.158 \times (\text{留存收益} / \text{总资产})$ 。该指标值越大,代表企业的债务违约风险水平越低。对于业绩波动风险



(*RiskOper*),借鉴钟凯等(2012)<sup>[46]</sup>,采用企业前一年度、当年度以及下一年度资产收益率的标准差来衡量,该指标值越大,代表经营风险越高。

经营风险视角的经济后果检验见表7的第(1)-(4)列。其中,第(1)列和第(2)列的被解释变量为债务违约风险(*RiskLev*),第(1)列的国有资本授权经营体制改革(*Treat×Post*)的系数为正,且在1%水平下显著,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债务违约风险。第(2)列的过度负债水平(*Exlev*)的系数为负,且在1%水平下显著,并且该列的国有资本授权经营体制改革(*Treat×Post*)的系数依然显著为正,表明存在部分中介效应。第(3)列和第(4)列的被解释变量为业绩波动风险(*RiskOper*),第(3)列的国有资本授权经营体制改革(*Treat×Post*)的系数为负,且在5%水平下显著,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经营风险。第(4)列的过度负债水平(*Exlev*)的系数为正,且在1%水平下显著,并且该列的国有资本授权经营体制改革(*Treat×Post*)的系数依然显著为负,表明存在部分中介效应。这些结果表明,国有资本授权经营体制改革可通过抑制过度负债降低国有企业的经营风险。

(2)经营效率视角的经济后果检验。在经营效率方面,本文采用投资效率(*Absinv*)和企业绩效(*ROA*)两个指标进行度量。对于投资效率(*Absinv*),借鉴Richardson(2006)<sup>[47]</sup>,采用模型(11)回归残差的绝对值进行度量,该指标值越大,代表投资效率越低:

$$Investment_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 Asset_{i,t-1} + \eta_2 Lev_{i,t-1} + \eta_3 CF_{i,t-1} + \eta_4 Growth_{i,t-1} + \eta_5 Ret_{i,t-1} + \eta_6 Age_{i,t-1} + \eta_7 Investment_{i,t-1} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

其中,*Investment*为投资规模,等于年度投资总额与年初资产总额的比值。年度投资总额=(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置子公司及其他营业单位收到的现金净额-固定资产折旧油气资产折耗生产性生物资产折旧)。CF为现金流水平,等于年度经营活动产生的现金流量净额与年末资产总额的比值。*Ret*为股票回报率。其他变量同模型(1)。

经营效率视角的经济后果检验见表8的第(5)-(8)列。其中,第(5)列和第(6)列的被解释变量为投资效率(*Absinv*),第(5)列的国有资本授权经营体制改革(*Treat×Post*)的系数为负,且在10%水平下显著,表明国有资本授权经营体制改革能够显著抑制国有企业的非效率投资。第(6)列的过度负债水平(*Exlev*)的系数为正,且在1%水平下显著,并且该列的国有资本授权经营体制改革(*Treat×Post*)的系数显著为负,表明存在部分中介效应。第(7)列和第(8)列的被解释变量为经营绩效(*ROA*),第(7)列的国有资本授权经营体制改革(*Treat×Post*)的系数为正,且在1%水平下显著,表明国有资本授权经营体制改革能够显著提升国有企业的经营绩效。第(8)列的过度负债水平(*Exlev*)的系数为负,且在1%水平下显著,并且该列的国有资本授权经营体制改革(*Treat×Post*)的系数显著为正,表明存在部分中介效应。这些结果表明,国有资本授权经营体制改革可通过抑制过度负债提升国有企业的经营效率。

表8 经济后果检验

变量	<i>RiskLev</i>	<i>RiskLev</i>	<i>RiskOper</i>	<i>RiskOper</i>	<i>Absinv</i>	<i>Absinv</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	经营风险视角				经营效率视角			
<i>Treat×Post</i>	0.102*** (4.09)	0.094*** (3.85)	-0.003** (-2.17)	-0.003** (-2.13)	-0.003* (-1.73)	-0.003* (-1.69)	0.007*** (3.85)	0.006*** (3.63)
<i>Exlev</i>		-1.182*** (-21.02)		0.010*** (3.03)		0.012*** (3.06)		-0.050*** (-12.27)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是

续表 8

变量	<i>RiskLev</i>	<i>RiskLev</i>	<i>RiskOper</i>	<i>RiskOper</i>	<i>Absinv</i>	<i>Absinv</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	经营风险视角				经营效率视角			
常数项	-0.196 (-0.49)	-1.002** (-2.55)	0.067*** (3.00)	0.073*** (3.25)	0.153*** (5.48)	0.161*** (5.75)	-0.041 (-1.44)	-0.075*** (-2.64)
行业/企业/年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	10845	10845	10005	10005	9774	9774	11010	11010
调整 R <sup>2</sup>	0.061	0.102	0.029	0.030	0.052	0.053	0.125	0.139

## 七、结论与启示

### 1. 研究结论

本文以 2010—2021 年 A 股中的国有控股上市企业为样本,分析和检验了国有资本授权经营体制改革对国有企业过度负债的影响。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过度负债水平,本文从过度负债视角验证了改革的去杠杆功能。机制检验发现,减少政策性负担、硬化预算软约束以及治理管理层代理问题是国有资本授权经营体制改革降低过度负债水平的重要渠道。进一步分析表明,政府放权意愿和公司类型会影响国有资本授权经营体制改革的作用效果,即在政府放权意愿高、国有资本运营公司控股的企业中,改革降低国有企业过度负债水平的作用更显著。国有资本授权经营体制改革具有提高国有企业的资本结构调整速度的作用,并且该作用主要发生在有过度负债问题的国有企业中,进一步从资本结构动态调整的角度验证了改革的作用机制。经济后果检验表明,国有资本授权经营体制改革通过抑制过度负债,显著降低了国有企业的经营风险、提升了国有企业的经营效率。

### 2. 政策建议

一是要坚持推动国有资本授权经营体制改革,发挥其在降低过度负债方面的积极作用。防范债务风险是国资国企改革的重要目标,而国有企业存在一定的过度负债问题,其治理问题值得关注。本文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过度负债水平,并且能够提升过度负债企业的资本结构调整速度,能够通过抑制过度负债降低企业经营风险和提升企业经营效率。所以,当国有企业的债务风险较高时,或者实际负债水平严重偏离其最优值时,监管机构或者出资者代表机构可以将国有资本授权经营体制改革作为治理突破口。一方面可以通过积极落实授权放权、优化出资者履职方式等举措来提升企业的投融资效率,减少国有企业过度负债的动机和能力;另一方面需要总结国有资本授权经营体制改革在降低过度负债方面的实践经验和不足,并进行政策优化与落实。尤其对于政策性负担较重、预算软约束水平较高以及管理层代理问题较为严重的国有企业,应该更加重视对国有资本授权经营体制改革相关政策的深入理解和规范实施。

二是加深对国有资本授权经营体制改革作用机制的认识,坚持放管结合的政策优化原则。在政府干预程度降低的情况下,如果国有企业内部管理者行为得不到有效约束,可能引发非预期的代理问题。尤其在出资者缺位的情况下,这一问题很容易发生。所以,如何在减少政府行政干预的同时避免引发新的管理层代理问题,是深化国资国企改革的重大挑战,也是提升国有资本运营效率的现实难题。而本文的机制检验显示,抑制政府干预方面的政策性负担、预算软约束问题,以及缓解内部人控制方面的管理层代理问题,是国有资本授权经营体制改革发挥作用的重要途径。

径。这表明,以“放管结合”为原则的国有资本授权经营体制政策设计发挥了重要作用。鉴于此,本文建议坚持进一步扩大和深化改革试点范围的政策导向,通过成立“两类公司”、充分地授权放权以及完善配套的治理优化举措,有效发挥国有资本授权经营体制改革对于防范国有企业债务风险的作用。

三是协同相关方助力国有资本授权经营体制改革作用的发挥。对于国资监管部门,进一步深化改革需要重视对政府放权意愿的提升。政府的放权意愿会影响其落实国有资本授权经营体制改革的积极性和授权放权力度,并且本文发现,当政府放权意愿较低时,国有资本授权经营体制改革的作用受到了限制。为了促进国有资本授权经营体制改革作用的发挥,本文建议,可以尝试给予地方政府部门相应的激励补偿,或者制定明确的处罚机制,以确保与放权相关的改革举措顺利推进;对于国有企业的管理者,其核心任务是在被授权的基础上进行规范且有效的行权。本文建议,提高、深化国有企业管理者对国有资本授权经营体制改革的理性认识,并加强与规范行权相关的培训,以避免管理者出现不敢行权、不会行权以及乱行权等问题;对于国有企业的外部投资者,可以通过了解和分析纳入国有资本授权经营体制改革试点范围的信息,判断其是否会对改革范围内公司的负债决策造成影响,从而更加深入、全面地了解企业的债务风险水平。

### 3. 研究展望

本文通过实证方法验证了国有资本授权经营体制改革在降低国有企业过度负债水平方面的作用,并且这一改革还能够提升过度负债企业的资本结构调整速度。但是,本文也了解到,以混合所有制改革、违规经营责任追究等为代表的其他类型的国有企业改革举措也可能会对国有企业负债决策产生影响,并且这些改革的某些措施还会影响地方政府的放权意愿和国有企业的行权规范性,甚至会影响国有资本授权经营体制改革试点名单的选取。那么,这些国有企业改革举措与国有资本授权经营体制改革的内在逻辑是什么?它们的相互作用会对国有企业过度负债决策产生哪些影响?这些问题值得做进一步的深入研究。此外,本文研究主要考察了国有资本授权经营体制改革对国有企业总体过度负债水平的影响,没有区分过度负债的类型(如区分长期负债与短期负债,区分商业信用和非商业信用等),这些问题需要在未来进行深化探索。

### 参考文献

- [1]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.
- [2]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.
- [3]吴秋生,独正元.混合所有制改革程度、政府隐性担保与国企过度负债[J].北京:经济管理,2019,(8):162-177.
- [4]Titman, S., and S.Tsyplakov. A Dynamic Model of Optimal Capital Structure[J]. Review of Finance, 2007, 11, (3): 401-451.
- [5]张淼,孙光国.多个大股东能驱动企业降低过度负债水平吗[J].成都:财经科学,2022,(3):29-43.
- [6]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.
- [7]Dong, Y., Z.Liu, Z.Shen, and Q.Sun. Political Patronage and Capital Structure in China[J]. Emerging Market Finance and Trade, 2014, 50, (3): 102-125.
- [8]林毅夫,李志赞.政策性负担、道德风险与预算软约束[J].北京:经济研究,2004,(2):17-27.
- [9]贺佳,郭俊汝,成前.政府审计独立性提升能否抑制地方国有企业过度负债?[J].北京:会计研究,2023,(8):146-163.
- [10]秦帅,王晨曦,谭劲松.控股股东董事会改革与国有企业过度负债——央企集团建设规范董事会的证据[J].杭州:财经论丛,2024,(1):59-67.
- [11]陈艳利,姜艳峰.国有资本授权经营是否有助于缓解国有企业非效率投资?[J].北京:经济与管理研究,2021,(8):124-144.
- [12]陈艳利,戚乃媛.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[J].北京:经济与管理研究,2023,(5):124-144.
- [13]梁上坤,姜艳峰,陈艳利.国有资本授权经营与融资效率改进[J].北京:中国经济学,2023,(2):223-260.
- [14]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.

- [15]王凯,王辰焯.国有资本投资运营公司组建对企业创新的影响研究——基于准自然实验的证据[J].新乡:管理学报,2023,(1):120-139.
- [16]綦好东,吕振伟,苏琪琪.国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率[J].北京:经济管理,2022,(10):39-55.
- [17]Caskey, J., J. Hughes, and J. Liu. Leverage, Excess Leverage, and Future Returns [J]. Review of Accounting Studies, 2012, 17, (2):443-471.
- [18]Faccio, M., R.W. Masulis, and J.J. McConnell. Political Connections and Corporate Bailouts [J]. Journal of Finance, 2006, 61, (6): 2597-2635.
- [19]盛明泉,张敏,马黎珺.国有产权、预算软约束与资本结构动态调整[J].北京:管理世界,2012,(3):151-157.
- [20]Xin, K.K., and J.L. Pearce. Guanxi: Connections as Substitutes for Formal Institutional Support [J]. The Academy of Management Journal, 1996, 39, (6):1641-1658.
- [21]Wang, K., and X. Xiao. Controlling Shareholders' Tunneling and Executive Compensation: Evidence from China [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2011, 30, (1):89-100.
- [22]李世辉,胡江峰,何绍丽.资本结构决策的“同伴效应”与国有企业过度负债——基于我国A股上市公司经验证据的分析[J].哈尔滨:商业研究,2018,(1):105-111.
- [23]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.
- [24]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.
- [25]肖泽忠,邹宏.中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好[J].北京:经济研究,2008,(6):119-134.
- [26]项安波.重启新一轮实质性、有力度的国企改革——纪念国企改革40年[J].北京:管理世界,2018,(10):95-104.
- [27]马连福,王元芳,沈小秀.中国国有企业党组织治理效应研究——基于“内部人控制”的视角[J].北京:中国工业经济,2012,(8):82-95.
- [28]郭檬楠,郭金花.国家审计监督能降低国企过度负债吗?——基于国家审计与社会审计协同的视角[J].上海财经大学学报,2020,(6):95-109.
- [29]王曙光,徐余江.国有资本投资运营平台构建的动机模式与风险规避[J].北京:新视野,2017,(4):20-26.
- [30]黎精明,汤群.国有资本授权经营改革的基本范式及理论支撑[J].武汉:财会月刊,2020,(9):98-103.
- [31]肖红军.深化对国有资本运营公司的认识:概念界定与功能定位的视角[J].成都:经济体制改革,2021,(5):11-19.
- [32]张宁,才国伟.国有资本投资运营公司双向治理路径研究——基于沪深两地治理实践的探索性扎根理论分析[J].北京:管理世界,2021,(1):108-127.
- [33]王雪,廖强,王钰涵.国有资本投资运营公司改革和企业自愿性信息披露[J].南昌:当代财经,2023,(3):144-156.
- [34]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.
- [35]綦好东,吕振伟,苏琪琪.国有资本授权经营体制改革与国有资产保值增值[J].北京:财务研究,2023,(3):11-24.
- [36]汪玉兰,窦笑晨,李井林.集团控制会导致企业过度负债吗[J].北京:会计研究,2020,(4):76-87.
- [37]Fan, J.P.H., T.J. Wong, and T. Zhang. Institutions and Organizational Structure: The Case of State-Owned Corporate Pyramids [J]. The Journal of Law Economics & Organization, 2013, 29, (6):1217-1252.
- [38]张霖琳,刘峰,蔡贵龙.监管独立性、市场化进程与国企高管晋升机制的执行效果——基于2003—2012年国企高管职位变更的数据[J].北京:管理世界,2015,(10):117-131.
- [39]孟宪春,张屹山,张鹤,冯叶.预算软约束、宏观杠杆率与全要素生产率[J].北京:管理世界,2020,(8):50-65.
- [40]蔡贵龙,郑国坚,马新啸,卢锐.国有企业的政府放权意愿与混合所有制改革[J].北京:经济研究,2018,(9):99-115.
- [41]胡锋,黄速建.对国有资本投资公司和运营公司的再认识[J].成都:经济体制改革,2017,(6):98-103.
- [42]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.
- [43]马亚明,张立乐.地方政府债务扩张对国有企业投资效率的影响——基于国有企业过度负债的中介效应[J].上海:会计与经济研究,2022,(1):27-45.
- [44]温忠麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J].北京:心理科学进展,2014,(5):731-745.
- [45]Zhang, L., E.I. Altman, and J. Yen. Corporate Financial Distress Diagnosis Model and Application in Credit Rating for Listing Firms in China [J]. Frontiers of Computer Science in China, 2010, 4, (2):220-236.
- [46]钟凯,程小可,张伟华.货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜[J].北京:管理世界,2016,(3):87-98.
- [47]Richardson, S. Over-Investment of Free Cash Flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11, (2-3):159-189.



## State-owned Capital Authorized Operation System Reform and Excessive Debt of State-owned Enterprises

LIANG Shang-kun<sup>1</sup>, JIANG Yan-feng<sup>2</sup>

(1.School of Accountancy,Central University of Finance and Economics,Beijing,100081,China;

2.College of Economics and Management,Beijing University of Agriculture,Beijing,102206,China)

**Abstract:** Preventing debt risks is the foundation for the survival and development of enterprises, and it is also an important goal of state-owned enterprise reform in the context of high-quality development. However, state-owned enterprises have the characteristic of significantly high debt ratios. Therefore, since 2015, the Central Economic Work Conference has repeatedly focused on reducing the debt ratio of state-owned enterprises. The goal of reducing debt should be to lower the asset liability ratio to a reasonable level, rather than the lowest level. The level of excessive debt reflects the gap between the actual debt level and the optimal debt level. Excessive debt can cause serious damage to the operation and development of enterprises. Therefore, the governance of excessive debt in state-owned enterprises deserves special attention. Existing literature has found that the main causes of excessive debt in state-owned enterprises are policy burdens and budget soft constraints caused by government intervention, as well as management agency issues from internal control. However, there is limited empirical research on how to reduce the excessive debt level of state-owned enterprises. In November 2013, the Third Plenary Session of the 18th Central Committee of the Communist Party of China officially proposed the reform of the state-owned capital authorization operation system. Subsequently, policies related to the reform were successively promulgated, and the pilot of the state-owned capital authorization operation system was implemented and promoted. Existing research has shown that the reform of the state-owned capital authorization operation system is an important measure to optimize the performance of investors, delegate powers, strengthen the construction of exercise capabilities, and coordinate internal and external supervision. It plays an important role in suppressing issues related to government intervention and insider control. So, can the reform of the authorized operation system of state-owned capital promote the reduction of excessive debt levels in state-owned enterprises?

By constructing a multiple-time-point difference-in-differences model, this paper takes state-owned listed enterprises in the A-share market from 2010 to 2021 as samples, and examines the impact of the reform of the state-owned capital authorization operation system on the excessive debt of state-owned enterprises. This paper finds that: (1) The reform of the state-owned capital authorization operation system can reduce the excessive debt level of state-owned enterprises; (2) Mechanism analysis reveals that reducing policy burdens, hardening budget soft constraints, and addressing management agency issues are important channels for the reform to reduce the excessive debt level of state-owned enterprises; (3) Further testing shows that in enterprises with high government decentralization willingness and controlled by state-owned capital operating companies, the reform has a more significant effect; The reform can significantly improve the speed of capital structure adjustment in state-owned enterprises, but this effect only occurs in state-owned enterprises with excessive debt problems, The reform can significantly reduce the operational risks of state-owned enterprises and improve their operational efficiency by suppressing excessive debt.

The marginal contributions of this paper are as follows: Firstly, this paper focuses on the excessive debt of state-owned enterprises, enriching the research on the role of the reform of the state-owned capital authorization operation system. Secondly, this paper analyzes the logic between the reform of the state-owned capital authorization operation system and the excessive debt of state-owned enterprises, providing new ideas for understanding the influencing factors and response mechanisms of excessive debt of state-owned enterprises. Thirdly, this paper inherits and deepens the research by Qi et al. (2022) on the relationship between state-owned capital authorization operation system reform and the reduction of leverage in state-owned enterprises. This paper not only further supports the deleveraging function of the reform from the perspective of excessive debt, but also extends its mechanism analysis from the perspective of risk avoidance by managers to the perspective of policy burden and soft budget constraints.

**Key Words:** state-owned enterprises; state-owned capital authorized operation system reform; excessive debt

**JEL Classification:** D21, G30, G38

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2024.06.007

(责任编辑:李先军)