

国资介入能否抑制实体企业的脱实向虚？*

——兼论亲清政商关系的调节作用

赵晓阳 衣长军

(华侨大学工商管理学院,福建 泉州 362021)



内容提要:近年来,越来越多的实体企业将大量资金投资于金融市场而非主体产业,使我国经济呈现出一定的“脱实向虚”迹象。文章基于民营企业参与混合所有制改革视角,以2014—2019年民营制造业上市公司为样本,分析了国有资本介入但非控股民营企业对企业金融化的影响及作用机制,并从外部制度环境视角出发,考察了亲清政商关系对国有持股与企业金融化两者关系的调节作用。研究结果表明:国有持股有助于抑制民营企业金融化,有效纾解“脱实向虚”困境;混合所有制改革在融资约束高、控制链延长的民营企业中发挥的改革效应更明显;城市层面亲清政商关系健康指数的提高有助于增强国有持股对民营企业金融化的抑制效应;进一步研究发现,混改制衡度对民营实体企业金融化行为起到了一定的监督与管控作用,民营企业参与混改有助于提升企业价值。以上结论经过一系列稳健性检验后仍然成立。研究结论对全面评析“双向”混合所有制改革的效应研究提供了理论指导,为进一步分析亲清新型政商关系对企业价值的提升提供了经验证据。

关键词:混合所有制改革 国有持股 金融化 亲清政商关系 民营企业

中图分类号:F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)07—0061—0014

一、引言

2013年11月,党的十八届三中全会提出要积极发展混合所有制经济,《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》中明确指出,要鼓励民营企业与国有企业通过出资入股方式嵌入到企业改制与治理中,混合所有制改革进入新阶段。事实上,混合所有制改革是一种“双向混合”,其不仅包括国有企业引入民营资本,也包括民营企业引入国有股东参与到公司治理中,最终形成股权多样化的混合发展新格局。实践证明,通过参与混合所有制改革不仅能实现国有资产的保值增值,也能为民营企业的创新发展注入新动力(武常岐和张林,2014^[1];郝阳和龚六堂,2017^[2])。尽管如此,众多学者对于混改的实施措施与经济后果的研究仍存在争议,民营企业主动参与混合所有制改革的积极性不足。当前,混合所有制改革已步入深水区,面对现实中的改革困境,我们更加迫切地想知道混合所有制改革能否为民营企业带来促进效应,从而有助于厘清对于混改效果及潜在问题的争论,为全面深化改革提供重要的理论依据。现有文献大多以国有企业参与混改为研究对象,发现混合所有制改革不仅可以提高国有企业的创新水平(李文贵和余明桂,2015^[3];朱磊等,2019^[4];王婧和蓝梦,2019^[5])和内部控制质量(刘运国等,2016)^[6],还有助于放大国有资本功能,

收稿日期:2020-12-14

* 基金项目:国家社会科学基金重点项目“全球华侨华人网络对中国跨国企业子公司生存与国际竞争新优势影响研究”(18AGL004)。

作者简介:赵晓阳,男,博士研究生,研究领域是公司治理与国际投融资管理,电子邮箱:zyresearch2021@163.com;衣长军,男,教授,博士生导师,研究领域是公司治理与国际投融资管理,电子邮箱:ycjun@hqu.edu.cn。通讯作者:衣长军。

实现国有资产的保值增值(戚聿东和柳学信,2008^[7];李正图,2014^[8];周绍妮等,2020^[9]),进而提升国有企业的整体绩效(王甄和胡军,2016)^[10]。然而,由民营企业引入国有资本这种“逆向混改”视角出发研究混改效应的文献相对较少,仅有少量学者关注到国有资本参股民营企业对完善民营企业内部治理结构产生的积极作用。民营企业引入国有资本不仅有利于缓解面临的产权不平等问题(李文贵和余明桂,2017)^[11],还有助于完善内部治理结构(郝阳和龚六堂,2017)^[2],拓宽融资渠道(宋增基等,2017)^[12],从而提高创新效率。

在经济转型过程中,供需结构不匹配和产能过剩等不确定性因素造成实体产业利润下降和预期收益固态化程度不断加深。翟光宇等(2021)^[13]的研究数据显示,上市公司实物资本投资占比由2013年的34.94%下降至2018年的30.46%,然而,金融服务业却凭借其垄断地位攫取的市场利润份额逐年扩大,两者之间的“利润鸿沟”驱使越来越多的制造业企业将目光投向金融领域,企业金融化倾向越来越明显。由此产生的“脱实向虚”问题不仅使制造业出现“空心化”现象,还对创新投资产生“挤出效应”从而阻碍了国家创新驱动发展战略的推进。党的十九大报告明确指出,实体经济的高质量发展对建设现代化经济体系至关重要,应继续深化金融体制改革,增强金融服务实体经济的能力。本质上,企业金融化导致的“脱实向虚”问题不仅暴露出市场调节的失灵,也越来越突显企业自身功能失调的困境。为此,应从企业内外部发展环境入手,寻找解决问题的良药。相关学者围绕企业金融化的影响因素及经济后果做了大量研究,企业价值观念(邓超等,2017)^[14]、经济波动(王丽纳等,2020)^[15]、社会责任(刘姝雯等,2019^[16];顾雷雷等,2020^[17];孟庆斌和侯璨然,2020^[18])、高管特征(杜勇等,2019)^[19]等均是影响企业金融化行为的重要因素,实体企业的过度金融化行为不仅对主体产业的投资产生“挤出效应”,降低主营产业的市场竞争力(杜勇等,2017)^[20],也会加大企业的股价崩盘风险,对股票市场造成一定的负面影响。然而,令人遗憾的是,目前理论界并未深入分析民营企业参与混改对抑制其“脱实向虚”行为的影响机制。

与此同时,2020年中共中央办公厅印发的《关于加强新时代民营经济统战工作的意见》指出要以产权保护为基础,优化企业发展的营商环境,从而推动现代化市场体系的改革与完善。其中,构建“亲清”新型政商关系是优化营商环境、推动现代化经济体制改革的重要举措。混合所有制改革与企业日常经营均嵌入于当地的营商环境中,构建“亲清”新型政商关系可能会影响混合所有制改革在企业治理中的改革效果。那么,混合所有制改革是否能够改善企业自身功能失调,降低企业金融化程度,促进实体企业“脱虚向实”呢?构建亲清政商关系能否发挥政府“有形之手”弥补市场失灵,从而对混改与企业金融化两者之间的关系起到调节作用呢?这些问题的探讨具有重要的理论价值与现实意义,也为本研究提供了可能的突破空间。考虑到现有文献尚未对民营企业参与混合所有制改革对抑制实体企业“脱实向虚”的改革效应进行全面评析,“亲清”新型政商关系在混改效应中发挥的促进作用也尚未明晰。为此,本文以民营企业参与混合所有制改革为切入点,聚焦于非控股国有股权对民营企业金融化的治理效应研究上,并进一步考察新型政商关系对两者关系的调节效应。

本文以2014—2019年沪深两市A股民营制造业上市公司为样本,实证检验国有资本对企业金融化的影响及作用机制,并考察亲清政商关系在两者之间的调节作用,以期进一步分析“双向”混改的治理效应,为我国全面深化改革提供一定的指导经验。本文的边际贡献如下:第一,文章以民营企业为主要研究对象,分析民营企业参与混合所有制改革的治理效应与影响机制,进一步丰富了“双向”混合所有制改革经济后果的相关文献。第二,不同于以往由企业内部行为动机或外部宏观政策单一视角研究企业金融化,本文由混合所有制改革宏观制度环境出发,围绕国有资本在民营企业内部结构中的治理与监督效应,综合考虑企业内外部环境变化对抑制企业金融化倾向的影响。既有助于充实关于“脱实向虚”领域的相关文献,又可为制定和实施差异化混改政策提供经验证据。第三,本文不仅分析了混合所有制改革对民营实体企业金融化的影响,还引入了城市层面的亲

清政商关系指数,考察不同亲清政商关系下混改对抑制“脱实向虚”的影响效果是否具有差异,对地方政府构建新型政商关系,改善营商环境具有一定的指导意义。第四,进一步由混改制衡度视角切入主题,分析股权结构变化对民营企业内部治理效果的改善作用,探讨民营企业参与混改对民营经济整体发展绩效的提升作用,这不仅有助于提高民营企业参与混改的积极性,也为全面评析“双向”混改对放大国有资本功能的效应研究提供了理论依据。

二、理论分析与研究假说

1. 国有持股与企业金融化

改革开放以来,民营企业的队伍不断壮大,并凭借市场适应性强等优势在增加就业、促进国民经济增长等方面发挥了重要作用,逐渐成为开拓国际市场的重要力量。然而,在银行信贷、税收优惠等方面仍受到诸多限制,产权保护问题成为民营企业发展的瓶颈之一(李文贵和余明桂,2017)^[11]。随着以数字技术为基础的金融创新工具的增多,越来越多的民营企业开始将大量资本投入金融市场,以期拓宽融资渠道或寻求战略转型,这在一定程度上表现为实体经济的“脱实向虚”。混合所有制改革从提出伊始就将非公有制资本与公有制资本融合发展作为主要内容,不仅有助于放大国有资本功能,实现国有资产保值增值,更有助于民营企业进入新市场、获取新资源等。李广子和刘力(2012)^[21]研究发现民营化的上市公司仍持有国有股权,其目的主要是为了建立政治关联,从而获取更多的稀缺资源。在复杂的市场环境中,民营企业参与混合所有制改革不仅有助于拓宽所需资源的渠道,也有助于改善公司的治理水平,从而产生“1+1>2”的混改效应(李维安,2014)^[22]。国有资本具有的“政治名分”能为国有企业带来产权保护的优势(李文贵和余明桂,2017)^[11],社会资源是由政府进行管制与分配的,拥有国有资本“血统”的企业不仅在获取稀缺性资源上具有优势,也更易减少交易契约中的约束条款。宋增基等(2014)^[12]研究表明,存在国有与民营两种性质的股权结构能够使企业更易获取银行信贷,拓宽融资渠道。由此可见,混合所有制改革形成的股权多样化结构有助于民营企业突破发展瓶颈,实现高质量发展。因此,基于资源依赖理论与利益相关者理论视角,为了减少或避免企业在发展过程中的经营风险,民营企业具有动机引入国有资本,期望通过“非正式的替代机制”建立政治关联(罗党论和唐清泉,2009)^[23],从而拓宽获取关键资源的渠道。然而,在民营企业引入国有资本以获取更多资源尤其是金融资源的同时,是否也会导致“脱实向虚”呢?围绕这一问题,可以从如下两方面来理解。

一方面,现有文献中指出企业金融化的部分动机是为了利用金融市场的资源来发展实体主业,拓宽融资渠道。对于民营制造业企业而言,实体投资收益率较低(彭宇超等,2017)^[24],较低的收益率难以支撑企业研发活动的资金供给,从而加剧了“脱实向虚”问题。基于信号传递理论,外界认为只有当民营企业具有相当好的前景与经济实力时,才会得到国有股权的认可。那么,民营企业积极参与混改引进国有资本,在某种程度上向外界传递出其具有较好发展潜力的信号,不仅有助于利用“明星效应”来获取投资者关注,更有利于缓解信息不对称问题导致的“产权歧视”问题。此外,国有资本进入民营企业,国有股东与非国有股东之间存在共同利益,国有股东出于自身利益的诉求也会提供众多的社会资源,这就有助于缓解民营制造业企业的融资压力,有效提高实体投资收益率。Khwaja和Mian(2005)^[25]研究表明,拥有国有股权的民营企业更易获取银行信贷和政府补贴,有利于缓解企业面临的融资约束问题。陈建林(2015)^[26]研究指出,非控股国有股权进入家族企业提高了企业整体发展绩效。因此,由“动机”视角来看,民营制造业企业参与混合所有制改革有助于抑制其金融化动因。

另一方面,金融化虽在一定程度上促进了企业的发展,但过度金融化却是一种重逐利的短视行为,不利于实体经济的长期稳定(王国刚,2018)^[27]。目前,实体企业的生产成本不断升高,投资回报周期变长,为追求企业利益的最大化,许多传统实体企业逐渐向虚拟经济转移,金融化负外部性特征

越来越明显,这在一定程度上暴露了内部治理体系的不完善。在复杂的市场环境中,异质性股权结构不仅有助于提高企业决策的专业化,提高风险承担能力,对缓解因一股独大带来的内部人控制和监督失效等问题也存在正向影响。制度理论认为国有企业在社会经济发展中承担了一部分社会责任与政府服务职能,那么应基于国家政策背景来探讨国有股权在公司治理中的作用。从“监督观”视角来看,一方面国有资本在民营企业中充当了“监督者”的角色,提高了民营企业内部控制水平,对于管理层的过度金融化行为起到了有效的监督作用(陈信元和汪辉,2004)^[28]。另一方面,国有资本进入民营企业,有助于打通民营企业产业链的上下端,降低实体企业的运营成本,提高市场竞争力,从而降低对金融市场的过度依赖,缓解实体企业的“脱实向虚”问题。因此,民营企业通过混改的方式引入国有资本,多样化的股权结构对改善企业内部治理结构产生了积极的治理效应。因此,本文提出如下假设:

H₁:在其他条件不变的情况下,国有持股有助于抑制民营企业金融化。

2. 国有持股、亲清政商关系与企业金融化

政商关系是企业发展面临的外部制度环境,也是企业与政府之间互动关系的重要体现。在中国经济转型的历史进程中,以政治关联为代表的旧式政商关系虽为民营企业发展带来了特殊的社会资源(罗党论和唐清泉,2009)^[23],但其短板和弊端也逐步显现。“寒蝉效应”使政府普通官员不敢随意“亲近”企业,企业的合法诉求也得不到当地政府的积极回应,造成政府与企业之间的良性互动与信息传递机制受阻。为此,推动政府服务企业发展,构建“亲清”新型政商关系,优化企业发展的营商环境也成为全面深化改革的重要一环。新型政商关系中的“亲”指的是政府与企业互动要坦荡真诚,当地政府通过完善基础设施、提高电子政务效率等措施来真正地为企业服务,企业也应积极主动参政议政,提高企业的信息透明度,进而助力当地经济的发展。新型政商关系中的“清”指的是政府与企业之间应保持清白关系,严禁政府官员通过以权谋私攫取企业利益,同时也应禁止企业通过贿赂等手段向官员谋求特殊资源。嵌入性理论认为任何组织都会通过不同的运营方式嵌入到特定的社会网络中,利用异质性的社会网络实现稀缺资源的交换。现阶段,亲清政商关系是企业积累社会资本的重要关系网络(于天远和吴能全,2012)^[29],那么民营企业参与混改及其投融资行为必然会受到亲清政商关系网络的影响。

制度理论认为良好的外部制度环境为企业长期稳定发展提供了制度保障。那么,相较于具有制度优势的国有企业而言,亲清政商关系的构建有助于重新审视政府与企业之间的关系,缓解“产权歧视”对民营企业带来的负面影响,从而化解民营经济规模小、融资约束等突出矛盾,为企业发展提供稳定、规范的宏观环境。换言之,无论是企业的经营活动还是组织变革都嵌入到宏观制度环境中进行,正式制度与非正式制度共同塑造了企业的组织结构,影响着企业的重大决策。基于制度理论与嵌入性理论,“亲清”政商关系不仅会影响民营企业参与混合所有制改革的积极性,对国有资本介入民营企业后的治理效果也会产生一定的调节作用。那么,国有持股对民营企业金融化的影响是否会因“亲清”新型政商关系的不同而存在差异呢?我们通过以下几点进行分析:

第一,亲清政商关系提高了政府的透明度,政府官员的权利受到制约和监督。同时,由于政府与企业之间的关系更加坦荡真诚,提升了国有资本的公信力,从而有助于提高民营企业主动参与混合所有制改革的积极性。健康的政商关系网络为政府与企业之间的清白合作关系搭建了一个环境平台,有助于避免政府和市场的失灵,从而对政策实施进程产生一定影响(侯方宇和杨瑞龙,2018)^[30]。由此可见,在亲清政商关系更好的地区,国有资本介入高质量民营企业产生的积极作用更加明显。外部制度环境的改善不仅有助于提高国有资本参与治理的积极性,也有助于民营资本持有更加开放的态度主动引入国有资本,形成多元化股权结构形式,对化解实体企业“脱实向虚”困境具有积极作用。第二,亲清政商关系使企业与政府之间的互动沟通机制更加顺畅,政府能全面了解民营企业的合法诉求,发挥“有形之手”的积极作用,根据企业的发展需求对公共资源进行合理配置。郑国楠和刘诚(2021)^[31]研究表明,企业的投融资行为嵌入在社会关系网络中,在其关系

网络中遵循着契约原则,而亲清政商关系的构建有助于提高政府与企业之间的契约精神,最终有利于维系市场秩序,提升资源的配置效率。杜运周等(2020)^[32]基于制度组态视角,认为不同营商环境生态反映出多元制度逻辑的不同组态,多种制度组态塑造了不同的创业行为。由此可见,以亲清政商关系为重要内容的营商环境对当地产业政策具有一定影响,亲清政商关系的改善也自然会推动当地混改政策的实施。民营企业通过混改将国有资本引入内部股权结构中,为自身贴上了“国资”的标签,通过信号传递效应吸引投资者关注,增强了国资在民营企业中的资源禀赋效应,缓解了民营企业融资约束问题,能够有效抑制实体企业对金融市场的过度依赖。第三,亲清政商关系的改善意味着营商环境得到极大改善,良好的营商环境为企业高质量发展提供了保障。具体而言,亲清政商关系的构建使政府与企业之间的互动关系更加紧密,提高了企业的信息透明度,有助于国有股东全面了解民营企业发展状况,从而选择真正有战略价值的民营企业,以非控股股东的身份参与到民营企业高质量发展进程中,助力民营企业发展。此外,营商环境的改善提高了企业的寻租成本,放大了国有资本对完善民营企业内部治理体系的积极作用。周俊等(2020)^[33]研究表明,在健康的政商关系环境中,民营企业可以将节省的寻租费用投入到创新活动中,有利于提高企业的创新水平。随着亲清政商关系的改善,高管为谋求私利的盲目投资行为也得到有效控制,抑制了实体产业向虚拟经济转型的盲目从众行为。因此,本文提出如下假设:

H₂:在其他条件不变的情况下,亲清政商关系能够增强国有持股对民营企业金融化的抑制效应。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

2013年11月,党的十八届三中全会召开,标志着国企改革尤其是混合所有制改革进入了全新阶段,考虑到在同一制度环境下研究能更有效地避免随机因素影响,本文选取2014—2019年沪深全部A股民营制造业上市公司作为原始研究样本。选取制造业主要基于以下两点原因:第一,制造业不仅是国民经济支柱,也是实体经济的主体,其金融化倾向加剧了实体经济的“脱实向虚”,选取民营制造业样本与研究主题更加契合。第二,制造业是科技创新的主战场,处于转型升级的关键时期,但因实体投资收益率较低而产生金融化倾向。为此,研究混改对民营制造业产生的改革效应有助于为制造业的“新旧动能转换”改革提供经验证据。我们对原始研究数据做以下处理:(1)剔除ST、PT等特殊样本;(2)剔除国有企业民营化的企业样本;(3)剔除关键数据缺失或异常的样本。最终得到1453家民营制造业上市公司构成的5396个有效观测值。文中民营企业样本来源于国泰安数据库(CSMAR),前十大股东股权性质数据来源于锐思数据库(RESSET),非控股国有资本通过上市公司年报手工整理,其余财务数据均来源于国泰安数据库。为消除异常值的影响,本文对连续变量进行了前后1%水平上的缩尾处理。

2. 变量设计

(1)被解释变量:金融化程度(*Fin*)。借鉴Demir(2009)^[34]、宋军和陆旸(2015)^[35]和杜勇等(2019)^[19]等的研究,用企业中金融资产的占比来表示金融化程度。

(2)解释变量:国有持股比例(*Staterate*)。借鉴马连福(2015)^[36]等的研究,首先筛选出前十大股东中属于国有资本的股东,然后计算前十大股东中国有资本所占比例,比值即为国有股权持股比例。

(3)调节变量:亲清政商关系(*Zs*)。中国人民大学聂辉华教授等学者发布了《中国城市政商关系排行榜2020》(聂辉华等,2020)^[37],该报告从“亲”“清”两个方面构建了城市政商关系健康评价体系,最终形成290多个地级及以上城市的政商关系指数。因此,本文使用上市公司总部办公地址所在城市的政商关系指数作为测量指标。其中,政商关系健康指数介于0~100之间,综合指数越大,说明该城市政商关系亲清程度越高。

(4)控制变量:根据现有研究,选取公司特征和公司治理等层面的变量作为控制变量,并对行业固定效应(*Industryfe*)和年份固定效应(*Yearfe*)进行控制。具体测量方式如表1所示。

表1 变量定义与测量

变量类型	变量符号	变量含义	变量取值方法
被解释变量	<i>Fin</i>	金融化	(交易性金融资产+衍生金融资产+发放贷款及垫款净额+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+投资性房地产净额)/总资产
解释变量	<i>Staterate</i>	国有持股	前十大股东中国有股权之和/前十大股东股权总和
调节变量	<i>Zs</i>	亲清政商关系	亲清政商关系健康指数
控制变量	<i>Indep</i>	独董比例	独立董事人数/董事会总人数
	<i>Top1</i>	股权集中度	第一大股东持股比例
	<i>Growth</i>	企业成长性	营业收入增长率
	<i>Size</i>	公司规模	资产总额取对数
	<i>Cfo</i>	现金比率	(货币资金+有价证券)/流动负债
	<i>Lev</i>	资产负债率	负债总额/资产总额
	<i>Roa</i>	资产收益率	净利润/总资产
	<i>Age</i>	公司年龄	公司上市年龄
	<i>Invest</i>	投资强度	固定资产净值取自然对数后的增加值
	<i>GDP</i>	地区GDP	各省国民生产总值取对数

资料来源:作者整理

3. 模型构建

为了验证假设 H_1 和假设 H_2 ,以考察国有持股对民营企业金融化的影响和亲清政商关系所起到的调节作用,本文构建了模型(1)和模型(2)。若假设 H_1 成立,预计 *Staterate* 的回归系数(α_1)会显著小于0,即表明国有资本介入民营企业有助于抑制实体经济的“脱实向虚”;若假设 H_2 成立,预计 *Staterate* 的回归系数(β_1)小于0,且交乘项 *Staterate* × *Zs* 的回归系数(β_3)也显著小于0,即表明亲清政商关系能够增强国有持股对民营实体企业金融化的影响。此外,我们将制造业按照二级行业代码进行分类,控制了行业(*Industry*)固定效应和时间(*Year*)固定效应,模型中的 ε 为随机误差项。

$$Fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Staterate_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Staterate_{i,t} + \beta_2 Zs_{i,t} + \beta_3 Staterate_{i,t} \times Zs_{i,t} + \beta_4 Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

四、实证分析

1. 描述性统计

表2显示了主要变量的描述性分析结果:*Fin* 均值为0.030,最大占比约为0.62,说明民营制造业企业金融化程度存在差异,金融资产在资产负债表中的比重不断扩大。前十大股东中国有资本占比均值为0.027,最小值与最大值之间差异较大,说明不同企业中国有资本的进入情况具有明显的差别,为我们的研究主题提供了数据基础。亲清政商关系健康指数的最小值为7.527,最大值达到了100,不同地区的亲清政商关系健康指数呈现出显著差异性,这可能是地区间经济水平与政府改革力度的不同导致。

2. 回归分析

表3为模型(1)和模型(2)的回归结果。模型(1)中国有持股(*Staterate*)的系数为-0.041,在1%的水平上显著,表明前十大股东中国有资本比例越高,民营制造业企业的金融化程度就越低,假设 H_1 得到验证。模型(2)中国有持股(*Staterate*)对民营企业金融化(*Fin*)仍具有抑制作用,加入调

节变量即亲清政商关系健康指数(Z_s)后,交乘项($Staterate \times Z_s$)的系数为 -0.001 ,在 5% 的水平上显著,说明亲清政商关系起到正向调节作用,增强了国有持股对民营企业金融化的抑制效应,假设 H_2 得到验证,亲清政商关系的改善能增强国有持股对民营实体企业金融化的抑制作用。此外,资产规模($Size$)与公司年龄(Age)的系数均为正显著,这表明当企业发展到一定规模和阶段后可能会加大金融资产的配置比例以实现多元化投资目标。资产收益率(Roa)与固定资产投资强度($Invest$)的系数均为负显著,这说明企业过度金融化行为挤占了主体产业投资,不利于企业的长期稳定发展。

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>Fin</i>	5396	0.030	0.061	0.000	0.6219
<i>Staterate</i>	5396	0.027	0.062	0.000	0.348
<i>Zs</i>	5396	57.337	22.173	7.527	100.000
<i>Indep</i>	5396	0.377	0.052	0.333	0.571
<i>Top1</i>	5396	32.069	12.998	9.650	67.490
<i>Growth</i>	5396	0.270	0.587	-0.724	3.583
<i>Size</i>	5396	21.789	0.937	19.918	24.340
<i>Cfo</i>	5396	0.049	0.065	-0.138	0.231
<i>Lev</i>	5396	0.356	0.173	0.054	0.791
<i>Roa</i>	5396	0.044	0.059	-0.244	0.188
<i>Age</i>	5396	6.953	5.484	0.000	23.000
<i>Invest</i>	5396	0.154	0.346	-0.715	1.821
<i>GDP</i>	5396	10.692	0.652	8.161	11.587

资料来源:作者整理

表 3 国有持股与企业金融化

变量	模型(1)	模型(2)
<i>Staterate</i>	-0.041 *** (-2.582)	-0.026 ** (-2.133)
<i>Zs</i>		0.001 *** (3.195)
<i>Staterate × Zs</i>		-0.001 ** (-2.224)
<i>Indep</i>	-0.019 (-1.015)	-0.006 (-0.396)
<i>Top1</i>	0.001 (0.180)	-0.001 (-1.072)
<i>Growth</i>	0.001 (0.574)	0.001 (0.900)
<i>Size</i>	0.001 (0.873)	0.003 *** (3.171)
<i>Cfo</i>	-0.020 (-1.574)	-0.025 * (-1.792)
<i>Lev</i>	-0.026 *** (-3.863)	-0.044 *** (-8.198)
<i>Roa</i>	-0.042 *** (-2.637)	-0.042 ** (-2.437)

续表 3

变量	模型(1)	模型(2)
<i>Age</i>	0.002 ^{***} (5.771)	0.002 ^{***} (8.818)
<i>Invest</i>	-0.008 ^{***} (-4.820)	-0.012 ^{***} (-5.944)
<i>GDP</i>	0.002 (1.109)	0.000 (0.241)
常数项	-0.016 (-0.401)	-0.035 (-1.365)
年份/行业	控制	控制
N	5396	5396
调整 R ²	0.098	0.107

注:括号内为*t*值;***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,下同

资料来源:作者整理

3. 影响机制分析

如前文所述,非控股国有资本可以通过削弱动机和改善内部治理两方面抑制民营实体企业的“脱实向虚”。因此,进一步检验在融资约束较高及企业控制链延长的情景下,混合所有制改革是否可以发挥更大程度的治理效应,从而抑制实体企业金融化行为。

(1)削弱动机:基于融资约束视角。民营企业因不具备国有企业的制度优势,融资约束问题成为制约民营企业高质量发展的瓶颈之一。为了拓宽融资渠道或赚取超额利润,越来越多的民营企业将眼光投向收益周期短、利润率高的金融市场,由此加剧了实体经济的“脱实向虚”问题。民营企业通过参与混改形成的多元化股权结构使其更易获得银行信贷等社会资源,提高了企业的融资便利度。此外,在不确定的经济政策环境下,国资介人民营企业还可以向外界传递出该民营企业经营状况良好、发展潜力大的积极信号,降低了信息不对称风险,从而吸引投资者的关注,削弱了其金融化的融资动机。基于此,本文使用 WW 指数^①(Whited 和 Wu,2006)^[38]作为融资约束的测量指标,进一步分析混合所有制改革对民营企业金融化动机的影响。具体而言,参考钟覃琳和陆正飞(2018)^[39]的研究方法,通过分组检验进一步分析混改对民营企业金融化的影响。首先,根据 WW 指数的中位数将样本分成高融资约束组 and 低融资约束组,然后检验不同融资约束情况下国有持股对企业金融化的影响。表 4 的第 2~3 列显示了不同融资约束条件下国有持股对企业金融化影响的回归结果,结果显示,高融资约束组中 *Staterate* 的系数为 -0.058,在 1% 的水平上显著负相关,低融资约束组中 *Staterate* 的系数不显著,这表明国资介入有助于削弱金融化的融资动机,从而对企业金融化行为发挥抑制作用。

(2)治理效应:基于控制链长度视角。长短不一、复杂程度各异的金字塔式控股结构链条是现代企业组织结构的基本形态。非控股国有股东参与到民营企业的内部治理中,可以通过股权制衡的方式对金融化行为发挥有效监督效应。因此,相对于短控制链的企业,国有资本在长控制链企业中发挥的治理效应可能会更明显。基于此,我们借鉴刘行和李小荣(2012)^[40]、周静和辛清泉(2017)^[41]的研究,根据上市公司的股权结构图,手工识别公司的金字塔股权结构层级。当企业的最终控制人只控制一层公司时 *Layer* 取值为 1,以此类推,最终计算出每个公司的控制链长度 (*Layer*),我们将控制链长度大于 1 的样本作为长控制链组,其他则为短控制链组。表 4 的第 4~5 列显示了不

① WW 指数除了考虑企业自身的财务特征之外,还考虑到了企业所处的外部行业特征,这使其具有更广泛的经济意义,且该指标的计算剔除托宾 Q 值,也提高了精确度。 $WW = -0.091 CF/A - 0.062 Divpos + 0.021 Lev - 0.044 Size + 0.102 IGrowth - 0.035 Growth$

同控制链长度下国有持股对企业金融化影响的回归结果,结果显示长控制链组中 *Staterate* 的系数为 -0.025,在 10% 的水平上显著负相关,短控制链组中 *Staterate* 的系数不显著,这表明国有持股对企业金融化的影响在长控制链的民营企业中更明显,反映出混合所有制改革对民营企业带来的治理效应。

表 4 机制分析回归结果

变量	高融资约束组	低融资约束组	长控制链组	短控制链组
<i>Staterate</i>	-0.058 *** (-2.636)	0.003 (0.129)	-0.025 * (-1.823)	0.031 (1.227)
常数项	0.004 (0.074)	-0.082 (-1.417)	-0.028 (-0.956)	-0.046 (-0.981)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业	控制	控制	控制	控制
N	2699	2697	2946	1865
调整 R ²	0.118	0.096	0.116	0.144
经验 P 值	0.004 ***		0.049 **	

资料来源:作者整理

4. 稳健性检验

(1)PSM 方法。考虑到样本自选择问题对结果造成的偏差,本文进一步运用 PSM 进行稳健性检验。首先按照民营制造业上市公司前十大股东中是否存在国有资本为依据进行分组,存在国有资本的样本为实验组(Treat = 1),否则为控制组(Treat = 0),选取前文中的控制变量作为协变量进行匹配。最终,得到匹配样本 2547 条,其中处理组 1286 条,控制组 1261 条。匹配后相关变量的标准化偏差(% bias)均小于 10%,表明匹配结果良好。进一步地,我们对匹配后的样本带入模型(1)进行回归分析,表 5 第 2 列的回归结果显示 *Staterate* 的系数仍在 5% 水平上显著负相关,验证了前文结果的稳健性。

(2)工具变量两阶段回归分析。解释变量与被解释变量之间可能受到反向因果的影响,即企业金融化行为可能会影响民营企业参与混合所有制改革的积极性。为了缓解此种内生性问题的影响,本文采用同一行业(细分到二级行业)民营制造业上市公司中国有持股的均值作为工具变量重新对模型(1)进行两阶段回归,表 5 第 3 ~ 4 列为两阶段回归结果,回归结果与前文并无显著性差异,验证了前文结果的稳健性。

(3)更换解释变量测度方式。此外,我们改变国有持股(*Staterate*)的测量方式,参考杨兴全和尹兴强(2018)^[42]、曹丰和谷孝颖(2021)^[43]等的研究,将前十大股东中存在国有资本的样本记为 1,否则记为 0。然后带入模型(1)重新进行回归,表 5 第 5 列为替换解释变量的回归结果,回归结果与前文并无实质性差异,验证了前文结果的稳健性。

表 5 稳健性检验回归结果

变量	PSM	IV - I	IV - II	替换解释变量
<i>Staterate</i>	-0.039 ** (-2.294)		-0.199 *** (-2.700)	-0.003 ** (-2.083)
<i>Staterate_mean</i>		0.840 *** (10.111)		
常数项	-0.027 (-0.504)	0.089 *** (2.950)	-0.016 (-0.577)	-0.045 * (-1.755)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业	控制	控制	控制	控制
N	2547	5396	5396	5396
调整 R ²	0.092	0.110	0.039	0.104

资料来源:作者整理

五、进一步分析

1. 混改制衡度与民营企业金融化

虚拟经济的快速发展推动了企业金融化行为,盲目金融化不仅损害了企业绩效,更加剧了金融市场风险。那么,混改所形成的多样化股权结构能否抑制上述短视行为?一方面,从企业金融化的“动机观”来看,民营企业之所以将大量资金投入金融市场,其目的是拓宽融资渠道或高管谋求个人利益。那么当民营企业引入非控股国有资本后,既会增加企业的资源禀赋,缓解融资约束,又可以起到管控监督的作用,由此削弱了实体企业金融化动机。另一方面,由企业金融化的“监督观”视角来看,民营企业中大股东侵占小股东权益与高管谋求私利的现象屡见不鲜,大股东与高管为获取金融市场的短期超额利润进行盲目金融化行为,较弱的内部控制难以抑制这种短视行为。随着民营企业参与混合所有制改革的推进,非控股国有股东将优质社会资源与制度优势引入民营企业,并深入参与到民营企业的公司治理中,从而形成相互制衡的股权结构,对企业盲目金融化行为发挥制衡监督作用。前文中我们已经验证了国资介入民营企业有助于纾解实体企业的“脱实向虚”困境,但并未进一步讨论混改股权的融合度或制衡性(*Mixbalance*)对民营企业金融化的影响。因此,借鉴张文魁(2015)^[44]和杨志强等(2016)^[45]等的研究,以前十大股东中国有资本与民营资本持股的比值作为混改制衡度(*Mixbalance*)的测量指标,进一步分析混合所有制改革对民营企业的治理效应。表6第2列显示了混改制衡度对民营制造业上市公司金融化影响的回归结果,结果显示混改制衡度(*Mixbalance*)的系数为-0.028,且在5%的水平上显著负相关,说明混改制衡度对企业金融化具有抑制作用。随着民营企业参与混合所有制改革的深入,国有资本对大股东及高管的权力起到了制衡作用,有助于抑制民营实体企业产生的“脱实向虚”问题。

2. 混合所有制改革与民营企业价值

民营企业引入国有股权有助于形成多元化的股权结构,利用国有资本提供的发展机会来提升自身的运营效率和企业价值。綦好东等(2017)^[46]以及逯东等(2019)^[47]等均证实了股权多样化有助于提高企业的盈利能力和创新效率。前文我们已验证了民企参与混改形成的股权多样化有助于抑制实体企业的金融化行为,那么民营企业参与混改是否有利于民营经济的整体发展呢?对此,我们借鉴任广乾等(2020)^[48]的研究,采用托宾Q值来衡量企业价值,进一步探究混改对民营经济整体绩效产生的影响。表6第3~4列显示了混合所有制改革对民营企业整体绩效的影响,国有持股(*Staterate*)与混改制衡度(*Mixbalance*)的系数均在5%的水平上显著正相关,这表明民营企业参与混合所有制改革不仅有助于抑制金融化行为,同时也提升了民营企业价值,对提高民营企业参与混改的积极性提供了一定的借鉴意义。

3. 企业金融化与实体经济规模

Orhangazi(2008)^[49]研究表明,企业过度金融化行为与实体投资存在“挤出效应”。此外,金融服务业的高投资回报率吸引了更多高素质人力资源进入此行业,造成人力资本的错配(Dore, 2008)^[50]。苏治等(2017)^[51]研究认为,虚拟经济的内部循环效率远高于实体经济,这促使企业将更多的资金投入金融市场以赚取更高的超额利润。金融是实体经济的血脉,但企业过度金融化行为却降低了实体部门的投资规模,加剧了实体经济的“脱实向虚”现象(罗来军等,2016)^[52]。前文中我们验证了民营企业参与混改对抑制企业金融化行为具有积极作用,但并未深入讨论企业金融化对“脱实向虚”造成的冲击与影响。为此,我们借鉴周彬和谢佳松(2018)^[53]的研究,以制造业企业的主营业务收入取自然对数(*Lnmaincome*)来测量实体经济规模,进一步分析民营企业参与混改对抑制实体经济“脱实向虚”的影响。表6第5~6列显示了企业金融化对实体经济规模影响的回归结果,企业金融化(*Fin*)的系数为-0.812,在1%的水平上显著负相关,这表明过度金融化行为

降低了制造业企业的实体投资规模,实体部门的主营业务受到冲击,从而加剧了“脱实向虚”现象。此外,回归结果显示混改制衡度(*Mixbalance*)的系数在5%的水平上显著正相关,这表明混改形成的股权多样化能够提高实体经济投资规模,民营企业参与混合所有制改革能够有效抑制实体经济的“脱实向虚”。

表 6 进一步分析回归结果

变量	<i>Fin</i>	<i>TQ</i>	<i>TQ</i>	<i>Lnmaincome</i>	<i>Lnmaincome</i>
<i>Fin</i>				-0.812*** (-3.893)	-0.813*** (-3.897)
<i>Mixbalance</i>	-0.028** (-2.487)		0.485** (2.026)		0.046** (2.365)
<i>Staterate</i>		0.673** (2.090)			
常数项	-0.016 (-0.390)	15.583*** (22.266)	15.574*** (22.246)	-0.113 (-0.392)	-0.132 (-0.457)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业	控制	控制	控制	控制	控制
N	5396	5396	5396	3304	3304
调整 R ²	0.098	0.395	0.395	0.846	0.846

资料来源:作者整理

六、结 论

1. 研究结论

发展混合所有制经济已成为激发全社会的经济活力和创造力、推动经济持续健康发展的重要突破口。混合所有制改革不是简单的民营企业国有化或国有企业民营化,而是为了将国有资本的制度优势与民营资本的市场优势有效融合,最终实现公有经济与非公有经济的双赢。当然,由于不同地区或行业的改革进度存在差异,可能会产生“国进民退”或“民进国退”的个案,但整体上还是逐步呈现出由“政策”向“行动”转变,由“混”到“改”转变的良好态势。因此,如何对“双向”混改带来的经济后果进行全面评析仍是全面深化改革阶段的重点与难点。基于此,文章以2014—2019年民营制造业上市公司数据为样本进行实证分析,探究“双向”混合所有制改革中非控股国有资本在民营企业中发挥的治理效应,同时将宏观制度环境即城市层面的亲清政商关系引入,考察新型政商关系的构建对两者关系的调节作用。本文得到如下结论:第一,非控股国有资本对民营实体企业金融化行为具有一定的抑制作用,即国资的介入能够有效纾解实体经济的“脱实向虚”困境。第二,亲清政商关系不仅会影响民营企业参与混合所有制改革动机,也会影响国资介入民营企业后的治理效应,亲清政商关系的改善对国有资本与企业金融化的关系具有正向调节作用。第三,混改制衡度对企业金融化行为起到有效的管控与监督,有助于抑制盲目金融化行为,民营企业参与混改除了有效抑制实体企业的“脱实向虚”外,更有助于民营经济整体绩效的提升。研究结论不仅澄清了混改进程中有关“国进民退”现象的争议,也为全面深化改革政策的制定提供了一定的经验证据。

2. 研究启示

本文的研究结论提供了以下几点启示:(1)本文研究发现,混合所有制改革通过“削弱动机”或“治理效应”优化了民营企业股权结构,有效抑制了实体企业的“脱实向虚”行为。因此,应根据“完善治理、突出主业”的原则,提高民营企业参与混改的积极性,循序渐进地引入国有资本。同时,国有股东应全方位评估民营企业面临的经营环境及发展状况,审慎选择投资对象,这样才能提高混改

质量,扩大国有资本功能,最终实现国有资本与民营资本的双赢。此外,混改制衡度对企业金融化行为也可起到有效的治理效应。这意味着我们不能仅从简单的股权多样性角度去完善企业内部治理结构,在混改过程中更要遵守“重质非量”,关注国有资本比例的有效配置,合理配置国有股东的董事会权力,保证国有股东在重大决策中的“话语权”,充分发挥国有资本在民营企业高质量发展进程中的积极效应,成为民营企业提质增效的助力器。(2)本文机制检验发现,混合所有制改革的积极效应在高融资约束与金字塔结构层级多的民营企业中更为明显,表明民营企业在产权保护方面仍处于劣势,且面临较为严重的委托代理问题。因此,政府应积极引导民营企业主动参与到混合所有制改革进程中,如设立混改民营企业专项基金、提供金融或税收优惠政策,以提高民营企业参与混改的动机。同时,针对金融化背后的委托代理问题,企业层面应不断提高内部治理水平,监事会等部门可制定细化绩效考核机制,根据企业战略目标与发展现状适时调整实体经营绩效与金融投资绩效考核标准,并对高管权力进行制约和监督,避免盲目金融化等短视行为的发生,切实维护好中小股东的合法利益。(3)良好的制度环境是政策效果得到有效发挥的重要保障,亲清政商关系的构建将政府与民营企业之间的互动关系界定在合法范围内,更有利于增强混合所有制改革产生的积极效应,利于民营企业的长远发展。因此,政府应简化审批流程、提高办事效率,实现社会资源的公平配置,使企业通过公平竞争而非通过寻租获得发展所需资源。(4)在深入推进新经济发展的阶段,必须严格防控企业过度金融化行为,纾解实体经济“脱实向虚”困境。政府应通过制定合理政策提高实体产业利润率,降低企业的运营成本,尤其对关乎国计民生的实体产业提供多方位支持,例如建立银行专项、定向扶持基金,延长信贷期限等,让金融资本真正赋能实体经济。

参考文献

- [1] 武常岐,张林. 国企改革中的所有权和控制权及企业绩效[J]. 北京大学学报(哲学社会科学版),2014,(5):149-156.
- [2] 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.
- [3] 李文贵,余明桂. 民营化企业的股权结构与企业创新[J]. 北京:管理世界,2015,(4):112-125.
- [4] 朱磊,陈曦,王春燕. 国有企业混合所有制改革对企业创新的影响[J]. 北京:经济管理,2019,(11):72-91.
- [5] 王婧,蓝梦. 混合所有制改革与国企创新效率——基于SNA视角的分析[J]. 北京:统计研究,2019,(11):90-103.
- [6] 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.
- [7] 戚聿东,柳学信. 深化垄断行业改革的模式与路径:整体渐进改革观[J]. 北京:中国工业经济,2008,(6):44-55.
- [8] 李正图. 积极发展混合所有制经济:战略构想和顶层设计[J]. 成都:经济学家,2014,(11):100-101.
- [9] 周绍妮,王中超,操群. 控制链长度与国企混合所有制[J]. 北京:会计研究,2020,(5):80-90.
- [10] 王甄,胡军. 控制权转让、产权性质与公司绩效[J]. 北京:经济研究,2016,(4):146-160.
- [11] 李文贵,余明桂. 产权保护与民营企业国有化[J]. 北京:经济学(季刊),2017,(4):1341-1366.
- [12] 宋增基,冯莉茗,谭兴民. 国有股权、民营企业家长参与企业融资便利性——来自中国民营控股上市公司的经验证据[J]. 北京:金融研究,2014,(12):133-147.
- [13] 翟光宇,姜美君,段秋爽. 实体企业金融化与实物资本投资——基于2009—2018年制造业上市公司的实证分析[J]. 北京:经济学动态,2021,(1):85-104.
- [14] 邓超,张梅,唐莹. 中国非金融企业金融化的影响因素分析[J]. 长沙:财经理论与实践,2017,(2):2-8.
- [15] 王丽纳,李敬,李玉山. 经济政策不确定性与制造业全要素生产率提升——基于中国各省级党报数据的分析[J]. 北京:财政研究,2020,(9):65-79.
- [16] 刘姝雯,刘建秋,阳旸,杨胜刚. 企业社会责任与企业金融化:金融工具还是管理工具?[J]. 北京:会计研究,2019,(9):57-64.
- [17] 顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 北京:金融研究,2020,(2):109-127.
- [18] 孟庆斌,侯繁荣. 社会责任履行与企业金融化——信息监督还是声誉保险[J]. 北京:经济学动态,2020,(2):45-58.
- [19] 杜勇,谢瑾,陈建英. CEO金融背景与实体企业金融化[J]. 北京:中国工业经济,2019,(5):136-154.
- [20] 杜勇,张欢,陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J]. 北京:中国工业经济,2017,(12):113-131.

- [21] 李广子, 刘力. 民营化与国有股权退出行为[J]. 北京: 世界经济, 2012, (10): 113 - 142.
- [22] 李维安. 分类治理: 国企深化改革之基础[J]. 天津: 南开管理评论, 2014, (5): 1.
- [23] 罗党论, 唐清泉. 政治关系、社会资本与政策资源获取: 来自中国民营上市公司的经验证据[J]. 北京: 世界经济, 2009, (7): 84 - 96.
- [24] 彭俞超, 刘代民, 顾雷雷. 减税能缓解经济“脱实向虚”吗? ——来自上市公司的证据[J]. 北京: 税务研究, 2017, (8): 93 - 97.
- [25] Khwaja, A. I., and A. Mian. Do Lenders Favor Politically-Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2005, 120, (4): 1371 - 1411.
- [26] 陈建林. 家族所有权与非控股国有股权对企业绩效的交互效应研究——互补效应还是替代效应[J]. 北京: 中国工业经济, 2015, (12): 99 - 114.
- [27] 王国刚. 金融脱实向虚的内在机理和供给侧结构性改革的深化[J]. 北京: 中国工业经济, 2018, (7): 5 - 23.
- [28] 陈信元, 汪辉. 股东制衡与公司价值: 模型及经验证据[J]. 北京: 数量经济技术经济研究, 2004, (11): 102 - 110.
- [29] 于天远, 吴能全. 组织文化变革路径与政商关系[J]. 北京: 管理世界, 2012, (8): 129 - 146.
- [30] 侯方宇, 杨瑞龙. 新型政商关系、产业政策与投资“潮涌现象”治理[J]. 北京: 中国工业经济, 2018, (5): 62 - 79.
- [31] 郑国楠, 刘诚. 营商环境与资源配置效率[J]. 大连: 财经问题研究, 2021, (2): 3 - 12.
- [32] 杜运周, 刘秋辰, 程建青. 什么样的营商环境生态产生城市高创业活跃度? ——基于制度组态的分析[J]. 北京: 管理世界, 2020, (9): 141 - 155.
- [33] 周俊, 张艳婷, 贾良定. 新型政商关系能促进企业创新吗? ——基于中国上市公司的经验数据[J]. 上海: 外国经济与管理, 2020, (5): 74 - 89, 104.
- [34] Demir, F. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets [J]. Journal of Development Economics, 2009, 88, (2): 314 - 324.
- [35] 宋军, 陆旸. 非货币金融资产和经营收益率的 U 形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据[J]. 北京: 金融研究, 2015, (6): 111 - 127.
- [36] 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.
- [37] 聂辉华, 韩冬临, 马亮, 张楠迪扬. 中国城市政商关系排行榜 2020 [R]. 北京: 中国人民大学国家发展与战略研究院报告, 2020.
- [38] Whited, T. M. and Wu, G. J. Financial Constraints Risk [J]. The Review of Financial Studies, 2006, 19, (2): 531 - 559.
- [39] 钟覃琳, 陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗? ——基于“沪港通”效应的实证检验[J]. 北京: 管理世界, 2018, (1): 169 - 179.
- [40] 刘行, 李小荣. 金字塔结构、税收负担与企业价值: 基于地方国有企业的证据[J]. 北京: 管理世界, 2012, (8): 91 - 105.
- [41] 周静, 辛清泉. 金字塔层级降低了国有企业的政治成本吗? ——基于经理激励视角的研究[J]. 上海: 财经研究, 2017, (1): 29 - 40.
- [42] 杨兴全, 尹兴强. 国企混改如何影响公司现金持有? [J]. 北京: 管理世界, 2018, (11): 93 - 107.
- [43] 曹丰, 谷孝颖. 非国有股东治理能够抑制国有企业金融化吗? [J]. 北京: 经济管理, 2021, (1): 54 - 71.
- [44] 张文魁. 混合所有制的公司治理与公司业绩[M]. 北京: 清华大学出版社, 2015.
- [45] 杨志强, 石水平, 石本仁, 曹鑫雨. 混合所有制、股权激励与融资决策中的防御行为——基于动态权衡理论的证据[J]. 上海: 财经研究, 2016, (8): 108 - 120.
- [46] 蔡好东, 郭骏超, 朱炜. 国有企业混合所有制改革: 动力、阻力与实现路径[J]. 北京: 管理世界, 2017, (10): 8 - 19.
- [47] 逯东, 黄丹, 杨丹. 国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率[J]. 北京: 管理世界, 2019, (6): 119 - 141.
- [48] 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.
- [49] Orhangazi Ö. Financialisation and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973—2003 [J]. Cambridge Journal of Economics, 2008, 32, (6): 863 - 886.
- [50] Dore R. Financialization of the global economy [J]. Industrial and Corporate Change, 2008, 17, (6): 1097 - 1112.
- [51] 苏治, 方彤, 尹力博. 中国虚拟经济与实体经济的相关性——基于规模和周期视角的实证研究[J]. 北京: 中国社会科学, 2017, (8): 87 - 109.
- [52] 罗来军, 蒋承, 王亚章. 融资歧视、市场扭曲与利润迷失——兼议虚拟经济对实体经济的影响[J]. 北京: 经济研究, 2016, (4): 74 - 88.
- [53] 周彬, 谢佳松. 虚拟经济的发展抑制了实体经济吗? ——来自中国上市公司的微观证据[J]. 上海: 财经研究, 2018, (11): 74 - 89.

Can State-owned Capital Intervention Prohibit Real Enterprises Shifting from Real to Virtual Economy: On the Regulating Role of the Intimate and Clean Relationship between Politics and Business Relations

ZHAO Xiao-yang, YI Chang-jun

(Business School, Huaqiao University, Quanzhou, Fujian, 362021, China)

Abstract: In the process of economic transformation, uncertainties such as overcapacity have led to a decline in the profits of entity companies. However, the financial services industry under its monopoly to seize the market profit share continues to increase. The “profit gap” between entity enterprises and the financial industry has driven many private enterprises to focus their investments on financial markets. This makes the trend of china’s economy “removing from reality to virtual” more obvious. The guiding ideology of the mixed ownership reform aims to promote the development of productive forces and build a competitive and innovative governance system for enterprises. However, the reform of mixed ownership is not limited to the reform of state-owned enterprises. The government encourages not only state-owned enterprises to introduce private capital but also encourages private enterprises to adopt an inclusive and open attitude to invite state-owned shareholders to participate in the internal governance of enterprises. Therefore, the main concern of this research is the governance effect of the mixed ownership reform on the high-quality development of private enterprises. Based on the perspective of private enterprises participating in the reform of mixed ownership, this study uses the private manufacturing listed companies from 2014 to 2019 as a sample to analyze the influence mechanism of state-owned capital’s intervention in private enterprises on corporate financial behavior. Besides, this study examines the mediating role of the intimate and clean relationship between politics and business between state-owned shares and corporate financialization based on the perspective of the external institutional environment. The research results show that: state-owned shareholding can help restrain the financialization of private companies and effectively relieve the dilemma of “removing from reality to virtuality”; The improvement of the health index of the intimate and clean relationship between politics and business at the city level can help strengthen the restraining effect of state-owned shares on the financialization of private enterprises; The mechanism test shows that after private enterprises introduce state-owned capital, the “informal mechanism” makes it more convenient for enterprises to obtain bank credit, government subsidies and other social resources. This makes private enterprises improve the convenience of financing, thereby reducing the motivation of enterprise financialization. Besides, the supervisory role of state-owned shareholders is also conducive to reducing the occurrence of short-sighted behaviors such as corporate financialization. Compared with enterprises with short control chain, the governance effect of state-owned capital is more obvious in long control chain enterprises; Further research found that the system of mixed-reformation checks and balances has played a certain role in supervision and control over the financialization of private entities. Based on the above research, this research further analyzes the impact of mixed ownership reform on the overall performance of the private economy. The research results indicate that mixed ownership reform can improve the overall performance of the private economy. This provides a certain reference significance for improving the enthusiasm of private enterprises to participate in the mixed reform. Besides, we further analyzed the relationship between corporate financialization behavior and corporate entity investment scale. The results indicate that the financialization of enterprises has reduced the investment in the entity sector of manufacturing enterprises, which has exacerbated the problem of “removing the real economy from the real economy”. Therefore, this also indicates that state-owned capital will inhibit the transition from the real economy to the virtual economy. The above conclusion is still valid after a series of robustness tests. Overall, this paper provides theoretical guidance for the comprehensive evaluation of the effects of the “two-way” mixed ownership reform. The research can not only help to enrich the relevant literature on the field of “removing from reality to virtual”, but also provide empirical evidence for the formulation and implementation of differentiated mixed reform policies. The more significant realization that this study points out that the reform of mixed ownership has a positive effect on the reform effect of private enterprises. The research conclusions can not only stimulate the enthusiasm of private enterprises to participate in the reform of mixed ownership but also promote the overall development of the private economy.

Key Words: mixed ownership reform; state-owned shareholding; financialization; the intimate and clean relationship between politics and business; private enterprise

JEL Classification: M12, G30, G38

DOI:10.19616/j.cnki.bmj.2021.07.004

(责任编辑:李先军)