

# 非国有股东治理能够抑制 国有企业金融化吗?\*



曹丰 谷孝颖

(湖南大学工商管理学院,湖南 长沙 410082)

**内容提要:**作为我国经济体制改革的重要组成部分,国有企业混合所有制改革取得了丰硕的成果。但是国有企业引入的非国有股东是否促进了实体经济发展?现有文献尚未给出答案。本文尝试从国有企业金融化视角对该问题进行解答。研究发现,非国有股东委派董事、监事、高管能显著抑制国有企业金融化,但是,若其仅持有股权时,则抑制作用不明显。进一步研究发现,非国有股东委派董事、监事、高管对国有企业金融化的抑制作用在竞争性、地方性和投资机会较多的国有企业更显著。机制检验表明,非国有股东主要通过降低盈余管理和提升主业业绩抑制了国有企业金融化。本研究一方面从企业金融化视角证实了国有企业混合所有制改革政策的有效性;另一方面为国有企业混合所有制改革政策的完善和改善经济“脱实向虚”的状况提供了参考。

**关键词:**国有企业金融化 委派高管 混合所有制改革 非国有股东治理

**中图分类号:**F271 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)01—0054—18

## 一、引言

在实体经济与虚拟经济发展不平衡的背景下,我国经济中出现了一定程度“脱实向虚”的现象(马思超和彭俞超,2019)<sup>[1]</sup>,非金融企业金融资产投资规模不断扩大(顾雷雷等,2020)<sup>[2]</sup>、金融渠道利润与总利润比值不断提高(张成思和张步昙,2016)<sup>[3]</sup>,具有明显的金融化趋势。财政部金融司原司长王毅指出,截至2017年8月,在国务院国资委监管的中央企业中,三分之二以上涉猎金融领域,大约50%将金融纳入主要业务<sup>①</sup>。此外,根据CSMAR统计数据,2008—2018年非金融国有企业金融资产平均规模已从1.26亿元增长到9.77亿元,其中,在2017年高达11.11亿元。彭俞超等(2018)<sup>[4]</sup>指出,部分国有企业利用银行贷款提供放贷和投资金融资产,在一定程度上成为了信用中介。刘珺等(2014)<sup>[5]</sup>也发现,国有企业可以利用其特殊地位所带来的融资优势,以较低的资本成本获得超过主业生产经营所需的资金,而将这部分资金投资于各类金融资产,获取额外收益。

实体企业金融化会带来一系列的负面后果。从宏观上来说,会降低经济增长速度(Palley, 2013)<sup>[6]</sup>、加剧虚拟经济和实体经济失衡(刘姝雯等,2019)<sup>[7]</sup>,还可能造成经济虚假繁荣,甚至引发金

收稿日期:2020-05-19

\* **基金项目:**国家自然科学基金项目“交易所问询函监管、上市公司信息披露质量与股票市场定价效率”(71972068);国家自然科学基金项目“机构投资者股权集中度影响股价崩盘风险的传导路径研究”(71602053);湖南省自然科学基金项目“控股股东股权质押对中小股东的利益侵占研究”(2018JJ3087)。

**作者简介:**曹丰,男,副教授,博士,研究方向是公司财务与资本市场,电子邮箱:caofeng@hnu.edu.cn;谷孝颖,女,硕博连读研究生,研究方向是公司财务与资本市场,电子邮箱:gyx191401300@hnu.edu.cn。通讯作者:曹丰。

①资料来源:<http://finance.jrj.com.cn/2018/06/21200624711782.shtml>。

融危机(杜勇等,2019)<sup>[8]</sup>。从微观上来说,会降低企业实业投资率(Tori和Onaran,2017)<sup>[9]</sup>、损害实体企业未来主业业绩(杜勇等,2017)<sup>[10]</sup>。实体企业金融化问题已经引起了国家的高度关注。党的十九大报告指出:“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力。”2017年全国金融工作会议也强调:“金融要把为实体经济服务作为出发点和落脚点。”可见,探索抑制企业金融化的路径具有重要意义。

国有企业混合所有制改革(以下简称“国企混改”)是我国经济体制改革的重要组成部分(刘运国等,2016)<sup>[11]</sup>。在经历了“放权让利”“制度创新”“国资发展”以及“攻坚深化”四个阶段后(黄群慧和余菁,2013<sup>[12]</sup>;杨兴全和尹兴强,2018<sup>[13]</sup>;项安波,2018<sup>[14]</sup>),一方面,国企混改取得了多项成就。国资委官网所“晒”出的国有企业成绩单显示,截至2018年底,国有资产监管系统企业资产总额为177.5万亿元;营业收入54.8万亿元,同比增长10.3%;实现净利润2.4万亿元,同比增长12.1%。一系列研究也对混合所有制改革的成果进行了肯定,例如,混合所有制改革改善了公司治理(郝阳和龚六堂,2017)<sup>[15]</sup>,提升了投资效率(向东和余玉苗,2020)<sup>[16]</sup>和企业绩效(白重恩等,2006)<sup>[17]</sup>等。另一方面,国企混改的规模不断扩大。相关数据显示,2013—2020年,中央国有企业积极推进混合所有制改革,完成混合所有制改革事项达到4000项,共引进各种社会资本高达1.5万亿元。截至2017年底,省级国有企业进行混合所有制改革的比例为56%,多个地区相继召开相关会议推出混合所有制改革政策。那么,作为我国经济体制改革重要组成部分的国企混改,其引入的非国有股东是否有助于抑制国有企业金融化?如果可以,作用机制是怎样的?

为回答上述疑问,本文以2008—2018年A股国有非金融类上市公司为样本,探究了非国有股东参与治理对国有企业金融化的影响。研究发现,非国有股东参与治理显著降低了国有企业金融化水平,而且,相比于非国有股东仅持股,若其委派了董事、监事、高管(以下简称“董监高”),对国有企业金融化的抑制作用更强。进一步分析发现,在竞争性、地方性和投资机会较多的国有企业中,非国有股东对国有企业金融化的抑制作用更为明显。机制检验表明,非国有股东主要通过降低盈余管理和提升主业业绩来抑制国有企业金融化。

本文可能的贡献有以下几点:第一,丰富了国企混改经济后果的相关文献。以往研究关于国企混改的经济后果主要讨论了高管薪酬(郝阳和龚六堂,2017<sup>[15]</sup>;蔡贵龙等,2018<sup>[18]</sup>)、风险承担(Boubakri等,2013<sup>[19]</sup>;余明桂等,2013<sup>[20]</sup>)、企业创新(盛丰,2012<sup>[21]</sup>;朱磊等,2019<sup>[22]</sup>)、投资效率(李春玲等,2017<sup>[23]</sup>;向东和余玉苗,2020<sup>[16]</sup>)和公司绩效(刘小玄和李利英,2005<sup>[24]</sup>;白重恩等,2006<sup>[17]</sup>;Beirne等,2013<sup>[25]</sup>)等方面。但是,已有文献关于混合所有制改革对国有企业投资方向与类型影响的细致分析较为缺乏。本文则以企业投资的具体方向——金融资产投资为切入点,厘清了国有企业引入的非国有股东与国有企业金融化之间的关系。第二,丰富了企业金融化影响因素的文献。现有研究主要集中在宏观环境中的经济环境(邓超等,2017<sup>[26]</sup>;韩珣等,2017<sup>[27]</sup>)和经济政策(胡奕明等,2017<sup>[28]</sup>;彭俞超等,2018<sup>[4]</sup>)以及微观企业中的管理层特征(杜勇等,2019<sup>[8]</sup>;于连超等,2019<sup>[29]</sup>)、客户集中度(李馨子等,2019)<sup>[30]</sup>、企业社会责任(刘姝雯等,2019<sup>[7]</sup>;顾雷雷等,2020<sup>[2]</sup>)和公司业绩(邓超等,2017<sup>[26]</sup>;宋军和陆晔,2015<sup>[31]</sup>)等方面。企业金融化是企业投资结构的具体体现,其难免受到国家改革政策的影响,但是,鲜有研究探究国有企业改革对国有企业金融化的影响,本文则从国企混改这一视角,探究了国企混改引入的非国有股东对国有企业金融化的影响和作用机制。第三,本文的研究结论具有重要政策启示,不但从抑制企业金融化的角度证实了混合所有制改革政策的有效性,而且对未来完善国有企业改革和改善经济“脱实向虚”问题提供了有益参考。

## 二、文献综述与研究假设

### 1. 文献综述

(1)混合所有制改革的制度背景与相关文献。国企混改历经多年探索,产生过多种形式,例

如:非国有资本参与国有企业、国有资本参与非国有企业、公开上市、成立资本投资运营公司以及员工持股等。但是,从国企混改的发展历程来看,非国有资本参与到国有企业是混合所有制改革各种方式中最为重要的一种。

从改革开放到 20 世纪 90 年代,虽然中央文件中并未明确提出混合所有制改革这一概念,但实际上,股权融合、参股以及中外合资企业是最早出现的混合所有制经济形式(杨兴全和尹兴强,2018)<sup>[13]</sup>。2002 年在党的十六大报告中提到“要积极推行股份制,发展混合所有制经济”,将非国有资本引入国有企业得到了较为明确的支持。2015 年国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》中指出,“鼓励非公有资本参与国有企业混合所有制改革”,以顶层设计的政治姿态再次登场的混合所有制改革,主要通过引入非国有股东,发挥其监督治理作用,解决国有企业的代理问题(蔡贵龙等,2018)<sup>[18]</sup>。2019 年 4 月,国务院印发了《改革国有资本授权经营体制方案》,实现了国有资产监管机构由“管企业”向“管资本”身份的转变,放权力度加大,通过鼓励各类资本,特别是非公有资本参与到国有企业之中,弥补“所有者缺失”“一股独大”等缺陷。可见,非国有资本参与到国有企业中的混合所有制改革是当下最为主流的一种。

在非国有资本参与到国有企业的混合所有制改革中,非国有股东权利是否得到实现将直接影响混合所有制改革的成效。逯东等(2019)<sup>[32]</sup>指出,混合所有制改革最为直接的表现就是引入非国有股东,提高非国有股东股权比例和董事会中的“话语权”,特别是增加非国有股东参与董事会决策的投票权。蔡贵龙等(2018)<sup>[18]</sup>认为,非国有股东的权利能否实现,尤其是否能向董事会中委派董事,几乎直接影响了国企混改的目标和效果。因此,只有将“混”股权与“改”治理有机结合,才能突破只“混”不“改”的僵局(朱磊等,2019)<sup>[22]</sup>。

由此可见,虽然国企混改的内容与形式多种多样,但目前最为重要的一种便是引入非国有股东参与到国有企业中,而参与的基础和抓手分别是持有股权和委派董事。因此,本文尝试从非国有股东持股比例和委派董事角度来衡量非国有股东参与治理,考察国企混改的经济后果。

现有非国有股东对国有企业影响的相关文献表明,非国有股东有助于改善国有企业公司治理、优化财务决策、提高国有企业业绩。首先,非国有股东能够完善国有企业公司治理,具体表现为增加股权制衡度(郝云宏和汪茜,2015)<sup>[33]</sup>、提高高管业绩薪酬敏感性(蔡贵龙等,2018)<sup>[18]</sup>;郝阳和龚六堂,2017<sup>[15]</sup>)、改善内部控制质量(刘运国等,2016)<sup>[11]</sup>和会计信息质量(曾诗韵等,2017<sup>[34]</sup>;梁上坤等,2020<sup>[35]</sup>)。其次,非国有股东可以优化国有企业财务决策,主要包括降低资本成本(罗孟旒,2017<sup>[36]</sup>;肖彦等,2018<sup>[37]</sup>)、增加现金持有(杨兴全和尹兴强,2018)<sup>[13]</sup>、提高股利分配(卢建词和姜广省,2018<sup>[38]</sup>;洪正和袁齐,2019<sup>[39]</sup>)、提高创新效率(李文贵和余明桂,2015<sup>[40]</sup>;朱磊等,2019<sup>[22]</sup>)和投资效率(李春玲等,2017<sup>[23]</sup>;向东和余玉苗,2020<sup>[16]</sup>)。最后,非国有股东进入国有企业有助于提高公司业绩。例如,白重恩等(2006)<sup>[17]</sup>研究发现,国有企业改制后,由于代理成本的降低,企业业绩明显改善。在郝阳和龚六堂(2017)<sup>[15]</sup>的研究中,也得出了民营参股股东提高了公司绩效的结论。

通过对已有研究的梳理可以看出,现有文献对非国有股东与公司治理、财务决策以及企业业绩之间的关系进行了诸多讨论,尤其是非国有股东对国有企业投资的影响,在研发创新、投资效率等领域取得了丰硕成果。但是,对国有企业引入非国有股东后,其投资方向与类型缺乏细致的探索,这为本文从金融资产投资角度研究非国有股东治理对国有企业的影响提供了机会。

(2)企业金融化文献综述。对于企业金融化的研究,已有文献主要从动机、影响因素和经济后果等方面展开了一些探讨。

首先,在企业金融化动机方面。企业持有金融资产的动机有两个:“蓄水池”动机和“投资替代”动机。“蓄水池”动机是指企业在具有闲置资金时,购入金融资产;在面临资金短缺时,出售资产以补充流动资金,减轻资金不足的压力(顾雷雷等,2020)<sup>[2]</sup>。“投资替代”动机是指企业减少经

营资产、创新活动等长期投资,转而进行金融投机的行为(胡奕明等,2017)<sup>[28]</sup>。相比于“蓄水池”动机,国有企业持有金融资产的动机更可能是“投资替代”。原因有两个:一是国有企业面临的融资约束较弱,其投资金融资产的“蓄水池”动机有限。由于国有企业具有政府背景,更容易从银行或资本市场筹集所需资金,使用金融资产缓解资金短缺的需求较弱(彭俞超等,2018)<sup>[4]</sup>。二是国有企业在很多重要行业占据垄断地位,竞争压力较小。因此,通过优化资源配置,开展创新等长期活动以获得核心竞争力的动力不足,投资金融资产以赚取可观收益的偏好更为明显(胡海峰等,2020)<sup>[41]</sup>,导致其较强的“投资替代”动机。综上,国有企业投资金融资产更多是“投资替代”动机。

其次,在企业金融化的影响因素方面。从宏观环境上来说,已有研究主要探讨了经济环境和经济政策等对企业金融化的影响。首先,在经济环境方面,宏观经济状况越好,越有利于减少企业金融化(邓超等,2017<sup>[26]</sup>;胡奕明等,2017<sup>[28]</sup>),而传统生产制造业利润率持续降低成为了企业金融化的重要动因(张成思和张步昙,2016)<sup>[3]</sup>。其次,在经济政策方面,经济政策不确定性的提高能够显著降低企业金融资产投资(彭俞超等,2018)<sup>[4]</sup>。从微观企业特征对金融化的影响来说,已有研究主要集中在公司业绩(邓超等,2017<sup>[26]</sup>;宋军和陆旸,2015<sup>[31]</sup>)、客户集中度(李馨子等,2019)<sup>[30]</sup>、管理层特征(杜勇等,2019<sup>[8]</sup>;于连超等,2019<sup>[29]</sup>)和企业社会责任(刘姝雯等,2019<sup>[7]</sup>;顾雷雷等,2020<sup>[2]</sup>)等方面。

最后,在企业金融化经济后果方面。现有文献关于企业金融化经济后果的研究大都表明,企业金融化会降低经济增长速度(Palley,2013)<sup>[6]</sup>和企业实业投资率(张成思和张步昙,2016<sup>[3]</sup>;Tori和Onaran,2017<sup>[9]</sup>)、损害实体企业未来主业业绩(杜勇等,2017)<sup>[10]</sup>、抑制企业创新(王红建等,2017)<sup>[42]</sup>、增加企业风险(黄贤环等,2018)<sup>[43]</sup>和股价崩盘风险(彭俞超等,2018)<sup>[44]</sup>。

通过对企业金融化文献的梳理,可以发现,国有企业金融化的“投资替代”动机和企业金融化的负面影响得到了学者们的广泛关注与认同。同时,现有关于企业金融化影响因素的研究主要从经济环境、经济政策等宏观方面以及公司业绩、客户集中度等微观方面展开。鲜有学者探讨国有企业改革对企业金融化的影响,尤其是作为国企混改重要参与主体的非国有股东对国有企业金融化的影响。非国有股东是否以及如何抑制国有企业金融化,有待进一步研究。

## 2. 研究假设

正如前文所述,国有企业投资金融资产的主要动机是“投资替代”,即减少经营资产、创新活动等长期投资而大量投资金融资产的行为。管理层不仅可以利用金融资产在会计确认与计量上的较大空间开展盈余管理,还可以利用金融资产获得的收益弥补主业缺口,进而提升企业利润,获得在薪酬、政治晋升等方面的收益。而国有企业引入的非国有股东,为了保护自身利益,会加强对经理人的监督,从而,一方面压缩了管理层利用金融资产会计政策操纵利润的空间;另一方面非国有股东的监督与非国有资本优势的发挥共同作用,改善了公司的主营业绩,降低了管理层通过金融资产投资开展盈余管理和交易套利、获利的动机,因而抑制了国有企业金融化。

首先,金融资产在会计确认和计量上的较大灵活性为管理层进行盈余管理、粉饰利润提供了较大空间。第一,从金融资产的确认上来说,企业所持有的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产的公允价值变动,一个会影响净利润,另一个则列示在净利润之后,这就给管理层操纵净利润提供了空间(马建威等,2012)<sup>[45]</sup>。第二,从金融资产的计量上来说,相较于其他类型的资产,其对会计利润的影响很大程度取决于管理层判断,这主要是由于我国资产与负债的非活跃市场较为普遍,管理层在以公允价值计量的资产与负债的价值确定中拥有较大自主权,其可以利用这种自主权人为调节公允价值变动损益,进而达到操纵净利润、提高自身利益的目的(黄冰等,2017)<sup>[46]</sup>。国有企业引入的非国有股东具有强烈动机关注管理层行为(刘运国等,2016<sup>[11]</sup>;蔡贵龙等,2018<sup>[18]</sup>;Gupta,2005<sup>[47]</sup>),管理层利用金融资产粉饰业绩的盈余管理行为更容易被发现,从而压缩了管理层使用金融资产投资寻租的空间,致使其通过金融资产确

认与计量的特殊属性来操纵利润这一金融化动机被抑制,进而减少了国有企业金融资产投资。

其次,在实体企业整体不景气的背景下,管理层意图利用投资金融资产获得的收益填补主业利润缺口。企业投资金融资产的一个重要原因是实体企业利润空间逐渐收窄或增长乏力,主业经营绩效下降,管理层试图通过金融资产投资获得收益来改善企业业绩(王红建等,2017)<sup>[42]</sup>。具体来说,在一定时期内企业所掌握的资源是相对固定的,管理层必须在可配置资源有限的情况下做出最优投资决策(刘笃池等,2016)<sup>[48]</sup>。一方面,实体企业面临产能过剩、产品销售不佳、成本费用增加、利润减少等问题(黄贤环等,2018)<sup>[43]</sup>,相较于投资创新等实体方面来改善企业业绩,金融资产具有投资期限短和收益高等特点(彭俞超等,2018)<sup>[44]</sup>,更容易提高企业业绩。此外,国有企业高管绩效奖金和政治晋升均与企业绩效挂钩(蔡贵龙等,2018)<sup>[18]</sup>,在这种情况下,管理层更愿意将资源投入到“短平快”的金融资产中以弥补主业业绩的不足,满足个人薪酬和晋升方面的需求。另一方面,企业对管理层金融资产投资业绩的考核存在“重奖轻罚”的情况(黄冰等,2017<sup>[46]</sup>;徐经长和曾雪云,2010<sup>[49]</sup>)。如果管理层投资金融资产获得收益,其薪酬会增加,一旦出现亏损,管理层可以将损失原因归结为市场变动等因素(杜勇等,2017)<sup>[10]</sup>,以减轻自身责任。因此,“重奖轻罚”进一步刺激了管理层利用金融资产投资获得收益的动机。

非国有股东进入国有企业后,可以加强监督、发挥非国有资本优势促进国有企业主业业绩提高,降低管理层通过投资金融资产来弥补主业业绩的动机,从而抑制国有企业金融化。第一,非国有股东为了维护个人利益,获得预期回报,会加强对管理层的监督(刘运国等,2016)<sup>[11]</sup>、积极完善企业激励约束机制(Gupta,2005)<sup>[47]</sup>,弥补“内部人控制”的缺陷,缓解委托代理问题,进而有助于提高企业绩效(白重恩等,2006<sup>[17]</sup>;郝阳和龚六堂,2017<sup>[15]</sup>)。第二,非国有资本进入国有企业后,可以发挥市场适应能力强的优势,改变原有国有企业的经营方式,促进主业业绩提升。一方面,相较于主业而言,投资金融资产风险更高,一旦发生大幅度减值,可能导致企业陷入财务危机(彭俞超等,2018)<sup>[44]</sup>。因此,非国有股东有动机发展主业。另一方面,非国有资本具有发展主业的优势。祁怀锦等(2018)<sup>[50]</sup>提出,非国有资本的进入,使国有企业更多地利用市场机制,提高资源配置效率。黄速建(2014)<sup>[51]</sup>也指出,非国有资本具有经营灵活、市场适应能力强等特点,使国有企业竞争力得到改善。国有企业市场适应能力的增强以及竞争力的提高,可以促使其在实体产业不景气的背景下,主业业绩得到改善。例如,中国联通积极引入战略投资者,参与公司治理,促进激励机制的完善,开展市场化改革,有效地激发了企业活力。根据其完成改革后的第一份年度财报:2018年主营业务收入为2637亿元,增长率为5.9%;归属于母公司净利润为41亿元,同比增长858%,远高于行业平均水平。主业业绩的改善减少了高管利用投资金融资产获得收益以弥补主业利润的金融化动机,进而降低了国有企业金融资产投资。

综上所述,国有企业引入的非国有股东可以通过监督管理层行为,压缩其投资金融资产进行盈余管理的空间和改善主业经营业绩的方式,降低管理层投资金融资产的动机,进而抑制国有企业金融化。因此,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>:随着非国有股东参与治理程度的提升,其持有金融资产的比例将会降低,即国有企业金融化趋势将会减弱。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择与数据来源

本文选择2008—2018年A股国有上市公司作为研究样本。鉴于2007年底股权分置改革基本结束,非国有资本才有机会进入国有企业(刘运国等,2016<sup>[11]</sup>;蔡贵龙等,2018<sup>[18]</sup>),故样本从2008年开始。参考杜勇等(2019)<sup>[8]</sup>的做法,对数据做了以下处理:(1)剔除金融保险行业以及房地产行

业公司;(2)剔除数据缺失的样本;(3)对所有连续变量进行 1% 和 99% 分位的缩尾处理。最终得到 9452 个样本。非国有股东持股数据来自 RSSET 数据库和 CCER 数据库,委派董监高以及其他财务数据来自 CSMAR 数据库。

## 2. 实证模型与变量

为检验非国有股东参与治理对国有企业金融化的影响,本文参考杜勇等(2017)<sup>[10]</sup>、李馨子等(2019)<sup>[30]</sup>以及杜勇等(2019)<sup>[8]</sup>的做法,构建了以下模型:

$$\begin{aligned}
 Fin_{i,t} = & a_0 + a_1 Mix_{i,t} + a_2 Lev_{i,t} + a_3 Size_{i,t} + a_4 TobinQ_{i,t} \\
 & + a_5 Turnover_{i,t} + a_6 ROA_{i,t} + a_7 Growth_{i,t} + a_8 Top1_{i,t} \\
 & + a_9 Dual_{i,t} + a_{10} Board_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)
 \end{aligned}$$

其中, *Fin* 表示国有企业金融化程度。本文借鉴 Demir(2009)<sup>[52]</sup>、杜勇等(2019)<sup>[8]</sup>以及宋军和陆晔(2015)<sup>[31]</sup>的研究,采用金融资产占总资产的比例度量。其中,金融资产包括:交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款、可供出售金融资产、持有至到期投资以及投资性房地产。值得说明的是,上述对金融资产的界定与企业会计准则的要求略有差异:一是未包括货币资金。因为货币资金与企业日常生产经营密切相关,对资本增值所起作用不大(杜勇等,2019)<sup>[8]</sup>。二是包括了投资性房地产。因为实体企业投资房地产主要出于投机套利而不是生产经营(杜勇等,2017)<sup>[10]</sup>。

*Mix* 表示非国有股东参与治理的程度。本文参考蔡贵龙等(2018)<sup>[18]</sup>、刘运国等(2016)<sup>[11]</sup>的做法,分别从股权结构和委派高层治理视角设计了四个衡量非国有股东参与治理程度的指标:在股权结构方面:前十大股东中第一大非国有股东持股比例(*SHR\_NONSOE1th*),前十大股东中非国有股东持股比例之和(*SHR\_NONSOE*);在委派高层治理方面:非国有股东委派的董监高人数之和占公司董监高规模的比例(*DJG\_NONSOE*),非国有股东委派董事人数占公司董事会规模的比例(*DS\_NONSOE*)。

本文的控制变量包括:资产负债率(*Lev*)、企业规模(*Size*)、托宾 Q(*TobinQ*)、资产周转率(*Turnover*)、盈利能力(*ROA*)、成长能力(*Growth*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、两职合一情况(*Dual*)、董事会规模(*Board*)以及行业(*Industry*)和年度(*Year*)固定效应。同时,对标准误进行了公司层面的聚类调整。具体变量及定义如表 1 所示。

表 1 变量定义与说明

变量类型	变量符号	变量说明
因变量	<i>Fin</i>	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以及投资性房地产净额之和与年末资产总额的比值
自变量	<i>SHR_NONSOE1th</i>	前十大股东中第一大非国有控股股东持股比例
	<i>SHR_NONSOE</i>	前十大股东中全部非国有股东持股比例之和
	<i>DJG_NONSOE</i>	非国有股东委派董监高人数与董监高规模的比例
	<i>DS_NONSOE</i>	非国有股东委派董事人数与董事会人数的比例
控制变量	<i>Lev</i>	公司年末负债总额与资产总额的比值
	<i>Size</i>	截至当年末公司的资产总额的对数值
	<i>TobinQ</i>	市值与总资产的比值
	<i>Turnover</i>	公司营业收入与资产总额期末余额的比值
	<i>ROA</i>	公司当年净利润与年末资产总额的比值
	<i>Growth</i>	主营业务收入增长率
	<i>Top1</i>	公司年末第一大股东持股数与公司总股数的比值
	<i>Dual</i>	虚拟变量,若董事长、总经理两职合一取 1,否则取 0
	<i>Board</i>	董事会人数的自然对数

资料来源:本文整理

## 四、实证分析

### 1. 描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计。由表 2 可知,国有企业金融化程度(*Fin*)均值为 3.2%,最小值为 0,最大值达到了 38.6%,差距较大,说明不同国有企业之间金融化程度具有较大差异。在非国有股东股权结构指标方面,第一大非国有股东持股比例(*SHR\_NONSOE1th*)均值为 6.3%,非国有股东持股比例之和(*SHR\_NONSOE*)均值为 12.4%,与第一大股东持股比例(*Top1*)均值(38.9%)相比,非国有股东持股比例相对较低,因此,非国有股东对原有股东的制衡作用可能较小。在委派董监高方面,非国有股东委派董监高比例(*DJG\_NONSOE*)和委派董事比例(*DS\_NONSOE*)均值分别为 1.8%和 2.4%,与非国有股东持股比例之和(*SHR\_NONSOE*)的均值 12.4%并不匹配,说明非国有股东在国有企业中并非“同股同权”(蔡贵龙等,2018)<sup>[18]</sup>。

表 2 主要变量描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Fin</i>	9452	0.032	0.066	0.000	0.005	0.386
<i>SHR_NONSOE1th</i>	9452	0.063	0.089	0.002	0.025	0.420
<i>SHR_NONSOE</i>	9452	0.124	0.125	0.004	0.077	0.632
<i>DJG_NONSOE</i>	9452	0.018	0.049	0.000	0.000	0.278
<i>DS_NONSOE</i>	9452	0.024	0.066	0.000	0.000	0.333
<i>Lev</i>	9452	0.512	0.204	0.077	0.518	0.985
<i>Size</i>	9452	22.490	1.397	19.710	22.310	26.530
<i>TobinQ</i>	9452	1.892	1.175	0.871	1.495	7.755
<i>Turnover</i>	9452	0.701	0.488	0.073	0.584	2.696
<i>ROA</i>	9452	0.029	0.057	-0.217	0.028	0.184
<i>Growth</i>	9452	0.154	0.440	-0.522	0.087	3.038
<i>Top1</i>	9452	0.389	0.153	0.113	0.381	0.765
<i>Dual</i>	9452	0.097	0.296	0.000	0.000	1.000
<i>Board</i>	9452	2.216	0.195	1.609	2.197	2.708

资料来源:本文整理

表 3 列示了非国有股东持股和委派董监高比例、委派董事比例超过重要结点的样本在各年度的分布情况。选择第一大非国有股东持股比例大于等于 5%、非国有股东持股比例合计大于等于 3%和 10%作为重要结点,主要是由于,在我国持股比例超过 5%意味着“举牌”;《公司法》规定,单独或者合计持有公司 3%以上股份的股东具有提名董事的权利;单独或合并享有公司 10%以上股份的股东有权提议召开临时股东大会。而“举牌”、有权提名董事和有权召开临时股东大会都对公司治理产生重大影响(何婧和徐龙炳,2012<sup>[53]</sup>;刘运国等,2016<sup>[11]</sup>),因此,本文对样本进行了详细分类。

第一大非国有股东持股比例(*SHR\_NONSOE1th*)大于 5%的样本在大多数年度都没有超过 30%,不足各年样本数的三分之一;非国有股东持股比例之和(*SHR\_NONSOE*)大于 10%的样本在各个年度大多处于 40%。由此可见,非国有股东持股比例达到重要结点的样本数相对较少,非国有股东偏低的持股比例可能导致其通过股权制衡国有股东的作用有限。

从非国有股东委派董监高比例(*DJG\_NONSOE*)和委派董事比例(*DS\_NONSOE*)来看,样本中有 16.96%的非国有股东委派了董监高,有 15.06%委派了董事,说明非国有股东委派董监高在国

有企业中较为普遍,并且委派董监高在国有企业发挥作用的可能性较大。对比委派董事比例( $DS\_NONSOE$ )大于0和非国有股东持股比例( $SHR\_NONSOE$ )大于等于3%并且委派了董事的样本,可以发现,大多数委派董事的样本,持股比例超过了3%,这与《公司法》中“单独或者合计持有公司3%以上股份的股东,具有提名董事资格人选的权利”的规定相符合,即大部分委派董事的股东,都有对应股权支撑。但是,仍然存在非国有股东持股比例不足3%但委派了董事的样本。针对这一情况在稳健性检验中将有所考虑。

表3 非国有股东持股超过重要结点与委派高管的分布情况

年份	总样本		$SHR\_NONSOE1th > = 5%$		$SHR\_NONSOE > = 10%$		$DJG\_NONSOE > 0$		$DS\_NONSOE > 0$		$SHR\_NONSOE > = 3% 且 DS\_NONSOE \neq 0$	
	N	(%)	N	(%)	N	(%)	N	(%)	N	(%)	N	(%)
2008	786	8.32	235	29.90	350	44.53	115	14.63	102	12.98	101	12.85
2009	818	8.65	217	26.53	338	41.32	139	16.99	122	14.91	121	14.79
2010	832	8.80	202	24.28	338	40.63	141	16.95	126	15.14	123	14.78
2011	872	9.23	214	24.54	328	37.61	166	19.04	143	16.40	139	15.94
2012	886	9.37	228	25.73	312	35.21	156	17.61	136	15.35	133	15.01
2013	892	9.44	225	25.22	332	37.22	132	14.80	116	13.00	112	12.56
2014	853	9.02	227	26.61	334	39.16	142	16.65	127	14.89	123	14.42
2015	840	8.89	274	32.62	349	41.55	143	17.02	129	15.36	125	14.88
2016	861	9.11	275	31.94	371	43.09	149	17.31	134	15.56	130	15.10
2017	880	9.31	262	29.77	342	38.86	151	17.16	133	15.11	119	13.52
2018	932	9.86	366	39.27	479	51.39	169	18.13	155	16.63	151	16.20
合计/均值	9452	100	2725	28.83	3873	40.98	1603	16.96	1423	15.06	1377	14.57

资料来源:本文整理

## 2. 回归分析

表4列示了非国有股东对国有企业金融化影响的回归结果<sup>①</sup>。第(1)列中,第一大非国有股东持股比例( $SHR\_NONSOE1th$ )与国有企业金融化程度( $Fin$ )负相关,但不显著,说明第一大非国有股东仅通过持股对国有企业金融化的抑制作用有限;第(2)列中,非国有股东持股比例之和( $SHR\_NONSOE$ )对国有企业金融化( $Fin$ )具有抑制作用,并且在5%的水平上显著,这说明非国有股东整体可以对国有企业金融化产生影响;第(3)、(4)列结果表明,非国有股东委派董监高比例( $DJG\_NONSOE$ )和委派董事比例( $DS\_NONSOE$ )与国有企业金融化程度( $Fin$ )负相关,在1%水平上显著,说明非国有股东委派董监高能够明显抑制国有企业金融化。进一步将非国有股东持股比例之和( $SHR\_NONSOE$ )分别与委派董监高比例( $DJG\_NONSOE$ )、委派董事比例( $DS\_NONSOE$ )放入回归模型中<sup>②</sup>,第(5)、(6)列的结果显示,非国有股东持股比例之和( $SHR\_NONSOE$ )与国有企业金融化( $Fin$ )仍负相关,但不再显著,而委派董监高比例( $DJG\_NONSOE$ )和委派董事比例( $DS\_NONSOE$ )与国有企业金融化( $Fin$ )仍显著为负,说明与非国有股东仅持有股权相比,其委派董监高对国有企业金融化抑制作用更强。

① 由于篇幅原因,未报告控制变量及常数项,结果备案,下同。

② 上述两个模型中,非国有股东持股比例( $SHR\_NONSOE$ )与委派高层治理( $DJG\_NONSOE$ 、 $DS\_NONSOE$ )的方差膨胀因子(VIF)均远小于10,两个模型中VIF的最大值为2.21(为Size变量)。



表 4 非国有股东对国有企业金融化影响的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>SHR_NONSOE1th</i>	-0.019 (-1.369)					
<i>SHR_NONSOE</i>		-0.024** (-2.111)			-0.015 (-1.271)	-0.017 (-1.451)
<i>DJG_NONSOE</i>			-0.070*** (-3.486)		-0.054*** (-2.739)	
<i>DS_NONSOE</i>				-0.044*** (-2.794)		-0.032** (-1.980)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	9452	9452	9452	9452	9452	9452
调整 R <sup>2</sup>	0.194	0.195	0.196	0.195	0.196	0.196

注:括号内为 *t* 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 水平显著

资料来源:本文整理

## 五、稳健性检验

### 1. 内生性问题

本文可能的内生性来源有以下几点:第一,遗漏变量。虽然参照已有研究在主回归中控制了一系列可能影响国有企业金融化的重要变量,但可能遗漏了一些难以被观察到的变量(例如:企业文化)。第二,反向因果。本研究显示,国有企业引入的非国有股东能够抑制国有企业金融化,但这一结果也可能存在金融化水平较低的国有企业对非国有股东吸引力更大的解释。第三,样本自选择。如果非国有股东是否委派董、监、高样本不是随机的、而是存在系统性差异,也可能影响结论的稳健性。为解决潜在的内生性问题,本文分别开展了以下三组测试。

(1)固定效应模型。为缓解可能遗漏的不随时间变化的变量对研究结果的干扰,本文在回归中加入了公司固定效应,检验结果如表 5 所示。可见,非国有股东委派董监高比例(*DJG\_NONSOE*)和委派董事比例(*DS\_NONSOE*)与国有企业金融化程度(*Fin*)负相关,并且分别在 5% 和 10% 的显著水平上显著,这一结果与之前结论基本保持一致。

表 5 固定效应模型

变量	(1)	(2)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>DJG_NONSOE</i>	-0.029** (-2.118)	
<i>DS_NONSOE</i>		-0.017* (-1.784)
控制变量	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes
观测值	9452	9452
调整 R <sup>2</sup>	0.053	0.053

注:括号内为 *t* 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 水平显著

资料来源:本文整理

(2) 工具变量法。考虑到可能存在的反向因果问题对研究结论的干扰,即:可能是由于金融化水平较低的国有企业更能够吸引非国有股东参与治理。为此,本文借鉴杨兴全和尹兴强(2018)<sup>[13]</sup>的思路,选择同地区、同行业去除公司自身后的委派董监高比例的均值(*IVDJG\_NONSOE* 和 *IVDS\_NONSOE*)作为工具变量进行两阶段回归。首先,由于同地区、同行业的公司在宏观环境、产业政策等方面存在一定程度的相似性。因此,单个公司的董监高委派情况与同地区行业内平均委派董监高的比例存在相关性。此外,在表 6 中,除公司自身外的同地区、同行业董监高委派比例均值(*IVDJG\_NONSOE* 和 *IVDS\_NONSOE*)与公司自身委派董监高比例(*DJG\_NONSOE* 和 *DS\_NONSOE*) 在 1% 水平上显著正相关;对应的弱工具变量检验结果显示,F 统计量分别为 39.96 和 46.61,均大于 10,也说明不存在弱工具变量问题,因此满足工具变量的相关性要求。同时,同地区、同行业其他公司的委派董监高情况一般不会对本公司金融资产投资产生直接影响,即该工具变量具有外生性。因此,该工具变量满足相关性和外生性的要求。从表 6 的结果可以看出,非国有股东委派董监高能够显著抑制国有企业金融化,结论仍然稳健。

表 6 工具变量法

变量	第一阶段		第二阶段	
	<i>DJG_NONSOE</i>	<i>DS_NONSOE</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>IVDJG_NONSOE</i>	0.755*** (19.989)			
<i>IVDS_NONSOE</i>		0.750*** (21.588)		
<i>DJG_NONSOE</i>			-0.139*** (-3.520)	
<i>DS_NONSOE</i>				-0.065** (-2.254)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	9393	9393	9393	9393
调整 R <sup>2</sup>	0.143	0.153	0.162	0.163

注:括号内为 t 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 水平显著

资料来源:本文整理

(3) 倾向得分匹配法(PSM)。鉴于本文所研究的样本可能存在自选择的干扰,为减少是否委派董监高两组样本之间存在的系统性差异,本文参考方明月和孙鲲鹏(2019)<sup>[54]</sup>的做法,根据影响国有企业改革四个方面的因素,包括所属行业、地区、规模、盈利能力,对样本进行 1:1 最近邻匹配,用匹配后的样本重新进行估计,结果如表 7 所示。可见,非国有股东委派董监高比例(*DJG\_NONSOE*)与委派董事比例(*DS\_NONSOE*)与国有企业金融化(*Fin*)显著负相关。可见,在缓解了样本自选择问题后,研究结论与前文论述保持一致。

表 7 PSM 回归结果

变量	(1)	(2)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>DJG_NONSOE</i>	-0.085*** (-4.045)	
<i>DS_NONSOE</i>		-0.049*** (-2.747)

续表 7

变量	(1)	(2)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
控制变量	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes
观测值	3204	2844
调整 R <sup>2</sup>	0.266	0.237

注:括号内为 *t* 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 水平显著

资料来源:本文整理

## 2. 考虑股权对委派董、监、高的支撑作用

《公司法》规定:“单独或者合计持有公司 3% 以上股份的股东,具有提名董事资格人选的权利。”这说明非国有股东持股比例与其是否能够委派董监高具有密切联系。但是,表 3 显示,在非国有股东持股比例未达到 3% 却委派董事的样本,这部分委派董事的样本存在由于其没有对应股权的支撑,对国有股东监督动力不足的情况(蔡贵龙等,2018)<sup>[18]</sup>。因此,考虑到这一问题,本文选择非国有股东持股比例达到 3% 的样本,考察其是否委派董监高对国有企业金融化的影响。在剔除非国有股东持股比例小于 3% 的样本后,表 8 的回归结果显示,非国有股东委派董监高显著降低国有企业金融化,支持了本文的研究结论。

表 8 考虑非国有股东持股大于 3% 样本的回归结果

变量	(1)	(2)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>DJG_NONSOE</i>	-0.059*** (-3.040)	
<i>DS_NONSOE</i>		-0.036** (-2.307)
控制变量	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes
观测值	7644	7644
调整 R <sup>2</sup>	0.198	0.197

注:括号内为 *t* 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 水平显著

资料来源:本文整理

## 3. 更换非国有股东参与治理程度与企业金融化衡量方式

为增强结论的稳健性,本文借鉴蔡贵龙等(2018)<sup>[18]</sup>做法,采用是否委派董监高(*DJG\_NONSOE\_DUMMY*)和是否委派董事(*DS\_NONSOE\_DUMMY*)的哑变量衡量非国有股东参与治理的程度。从表 9 的第(1)、(2)列可以看出,是否委派董监高(*DJG\_NONSOE\_DUMMY*)和是否委派董事(*DS\_NONSOE\_DUMMY*)与国有企业金融化(*Fin*)分别在 1% 和 5% 水平上负向显著,与前文论述的非国有股东委派董监高能够降低国有企业金融化投资的结论基本一致。

此外,为考察研究结论对金融化衡量指标的敏感性,本文参考了杜勇等(2019)<sup>[8]</sup>、张成思和张步昙(2016)<sup>[3]</sup>的做法,用金融渠道所带来的收益(*Fin2*)代替金融资产占比衡量国有企业金融化程度,并且对收益进行了标准化处理以减少负值造成的衡量误差;同时,借鉴王红建等(2017)<sup>[42]</sup>做法,采用是否进行金融化投资的哑变量(*Fin3*)衡量国有企业金融化程度,从表 9 的第(3)~(6)列可以看出,非国有股东委派董监高能够显著抑制国有企业金融化,结论仍然稳健。

表 9 非国有股东参与治理程度与国有企业金融化衡量指标敏感性测试

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin2</i>	<i>Fin2</i>	<i>Fin3</i>	<i>Fin3</i>
<i>DJG_NONSOE_DUMMY</i>	-0.008*** (-2.885)					
<i>DS_NONSOE_DUMMY</i>		-0.007** (-2.577)				
<i>DJG_NONSOE</i>			-1.162*** (-3.082)		-0.413** (-2.352)	
<i>DS_NONSOE</i>				-0.983*** (-3.820)		-0.232* (-1.864)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	9452	9452	9452	9452	9452	9,452
调整 R <sup>2</sup>	0.195	0.195	0.125	0.125	0.144	0.143

注:括号内为 t 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 水平显著

资料来源:本文整理

## 六、进一步分析

### 1. 国有企业行业竞争的调节效应

非国有股东委派董监高对国有企业金融化的影响可能与国有企业所处行业的竞争程度有关。第一,非国有股东进入垄断性国有企业,其主要目的是分享垄断利益。如果国有企业的收益已经满足非国有股东预期利润目标,其监督国有企业高管的动力就会减小(刘运国等,2016)<sup>[11]</sup>。第二,由于垄断性国有企业市场竞争压力不足,非国有股东参与公司决策、通过正常经营获得收益、提高资本运营效率的动机也会下降(刘启亮等,2012)<sup>[55]</sup>。与之相反,在竞争性国有企业中,非国有股东分享垄断利益的可能性较小,竞争压力大,发挥监督作用的动机更强。因此,非国有股东委派董监高对国有企业金融化的抑制作用,在竞争性国有企业更为明显。

本文参考魏明海等(2017)<sup>[56]</sup>做法,将国有企业划分为竞争性国有企业与垄断性国有企业<sup>①</sup>。从表 10 的结果可知,在竞争性国有企业中,不管是委派董监高比例(*DJG\_NONSOE*)还是委派董事比例(*DS\_NONSOE*)都与国有企业金融化程度(*Fin*)显著负向相关;而在垄断性国有企业中,系数为负,但不显著,说明相比于垄断性国有企业,非国有股东委派董监高对国有企业金融化的抑制作用在竞争性国有企业中更显著。

表 10 国有企业行业竞争的调节效应

变量	竞争性国有企业		垄断性国有企业	
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>DJG_NONSOE</i>	-0.075*** (-3.115)		-0.025 (-0.876)	
<i>DS_NONSOE</i>		-0.047** (-2.503)		-0.013 (-0.586)

① 根据 2012 年修订的《上市公司行业分类指引》,将煤炭开采和洗选业等 16 个行业划分为垄断性行业,将其余的行业划分为竞争性行业。

续表 10

变量	竞争性国有企业		垄断性国有企业	
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	6152	6152	3300	3300
调整 R <sup>2</sup>	0.205	0.205	0.124	0.124

注:括号内为 *t* 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 水平显著

资料来源:本文整理

## 2. 国有企业行政级别的调节效应

非国有股东委派董监高对国有企业金融化的影响还可能与国有企业所属的行政级别有关。中央各个部委是中央企业的控股股东,非国有股东力量较为薄弱,对国有控股股东的制衡作用不明显(刘运国等,2016)<sup>[11]</sup>。因此,非国有股东委派董监高想要发挥其作用,可能在地方性国有企业更容易,对国有企业金融化的抑制效果更显著。

本文参考夏立军和方轶强(2005)<sup>[57]</sup>以及卢建词和姜广省(2018)<sup>[38]</sup>的做法,将最终控制人为国资委、中央政府及其下属部委等类型的国有企业定义为中央国有企业,将其余的国有企业定义为地方性国有企业。从表 11 所列示的结果可以看出,在地方国有企业,非国有股东委派董监高比例(*DJG\_NONSOE*)和委派董事比例(*DS\_NONSOE*)与国有企业金融化程度(*Fin*)在 1% 水平上显著负相关;而在中央国有企业中,系数并不显著。这说明,在中央国有企业中,非国有股东力量较小,并不能很好地发挥其监督治理功能,对国有企业金融资产投资决策的影响不明显;而在地方性国有企业中,非国有股东发挥其作用的空间更大,能够显著降低国有企业金融化水平。

表 11 国有企业行政级别的调节效应

变量	中央国有企业		地方国有企业	
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>DJG_NONSOE</i>	-0.013 (-0.477)		-0.095 *** (-3.686)	
<i>DS_NONSOE</i>		0.003 (0.142)		-0.067 *** (-3.360)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	3236	3236	6216	6216
调整 R <sup>2</sup>	0.165	0.164	0.212	0.212

注:括号内为 *t* 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 水平显著

资料来源:本文整理

## 3. 投资机会的调节效应

国有企业面临投资机会的多少也会影响非国有股东对国有企业金融化的抑制作用。如果国有企业面临丰富的投资机会时,仍然配置较多的金融资产,表明并非是由于缺少投资机会而被迫持有金融资产来实现资产保值增值,此时持有金融资产的“投资替代”动机更强。所以,预期在国有企业面临较多投资机会时,非国有股东对国有企业金融化抑制作用更明显。

参考胡奕明等(2017)<sup>[28]</sup>、邢斌和徐龙炳(2015)<sup>[58]</sup>做法,用托宾 *Q* (*TobinQ*) 衡量投资机会,按照样本行业年度中位数分为投资机会多和投资机会少的两组。表 12 回归结果显示,在国有企业面

临较多投资机会时,非国有股东委派董监高能够显著降低国有企业金融化水平;在企业面临投资机会较少时,非国有股东对国有企业金融化的抑制作用不明显。这也证明了,在国有企业面临大量投资机会时,仍选择投资金融资产,更多是为了投机套利。

表 12 投资机会的调节效应

变量	投资机会多		投资机会少	
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>DJG_NONSOE</i>	-0.095 *** (-3.779)		-0.045 (-1.647)	
<i>DS_NONSOE</i>		-0.061 *** (-3.082)		-0.027 (-1.215)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	4718	4718	4734	4734
调整 R <sup>2</sup>	0.182	0.181	0.238	0.238

注:括号内为 *t* 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 水平显著

资料来源:本文整理

## 七、作用机制检验

### 1. 基于盈余管理视角

正如前文所述,非国有股东进入国有企业后,可以通过加强对管理层的监督,进而压缩管理层利用金融资产进行盈余管理的空间,最终降低国有企业金融化。因此,基于盈余管理的检验路径为:非国有股东委派董监高一降低盈余管理—抑制国有企业金融化。

本文参考 Dechow 等(1995)<sup>[59]</sup>的做法,以修正的琼斯模型计算的操纵性应计项目的绝对值衡量盈余管理(*AbsACC*)。表 13 的第(1)、(3)列是非国有股东委派董监高比例(*DJG\_NONSOE*)和委派董事比例(*DS\_NONSOE*)与盈余管理(*AbsACC*)的回归结果。结果显示,非国有股东委派董监高能够显著减少盈余管理;在第(2)、(4)列中,将盈余管理(*AbsACC*)分别和委派董监高比例(*DJG\_NONSOE*)、委派董事比例(*DS\_NONSOE*)与金融化水平(*Fin*)回归,结果显示,委派董监高比例(*DJG\_NONSOE*)和委派董事比例(*DS\_NONSOE*)系数显著为负,盈余管理(*AbsACC*)系数在 5% 的水平上显著,说明盈余管理具有中介效应,即非国有股东委派董监高通过减少盈余管理,抑制国有企业金融化。此外,中介效应的 Sobel 检验 *P* 值为 0.045(0.055),也说明中介效应成立。

表 13 盈余管理机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>AbsACC</i>	<i>Fin</i>	<i>AbsACC</i>	<i>Fin</i>
<i>DJG_NONSOE</i>	-0.028 *** (-2.701)	-0.054 *** (-2.783)		
<i>DS_NONSOE</i>			-0.020 ** (-2.528)	-0.033 ** (-2.171)
<i>AbsACC</i>		-0.035 ** (-2.476)		-0.035 ** (-2.447)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes

续表 13

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>AbsACC</i>	<i>Fin</i>	<i>AbsACC</i>	<i>Fin</i>
观测值	9252	9252	9252	9252
调整 R <sup>2</sup>	0.097	0.163	0.097	0.162
Sobel Z		2.002 **		1.920 *

注:括号内为 *t* 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 水平显著

资料来源:本文整理

## 2. 基于主业业绩视角

非国有股东除通过减少盈余管理这条路径来降低金融化水平,还可能通过提高国有企业主业业绩,减少金融资产投资。非国有股东参与国有企业治理后,可以采用加强监督和发挥自身优势的方式,改善主业经营绩效,从而管理层不需要投资金融资产来改善企业经营状况,降低了国有企业投资金融资产的动机。因此,基于主业业绩的检验路径为:非国有股东委派董监高一提升主业业绩—抑制国有企业金融化。

本文参考杜勇等(2017)<sup>[10]</sup>做法,主业业绩的计算公式为: $Coreperf = (\text{营业利润} - \text{投资收益} - \text{公允价值变动收益} + \text{对联营企业和合营企业的投资收益}) / \text{总资产}$ 。表 14 列示了主业业绩机制检验的结果,从第(1)列和第(3)列可知,非国有股东委派董监高能够显著提升国有企业主业业绩;从第(2)列和第(4)列结果可知,将委派董监高比例(*DJG\_NONSOE*)、委派董事比例(*DS\_NONSOE*)和主业业绩(*Coreperf*)与金融化指标(*Fin*)回归时,二者系数均显著,说明主业业绩具有中介效应,即非国有股东委派董监高通过提升国有企业主业业绩,抑制国有企业金融化。中介效应检验显示,在委派董、监、高(委派董事)方面,Sobel 检验 P 值为 0.000(0.000),说明中介效应成立。

表 14 主业业绩机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Coreperf</i>	<i>Fin</i>	<i>Coreperf</i>	<i>Fin</i>
<i>DJG_NONSOE</i>	0.031 *** (3.986)	-0.061 *** (-3.152)		
<i>DS_NONSOE</i>			0.020 *** (3.454)	-0.039 ** (-2.510)
<i>Coreperf</i>		-0.282 *** (-5.117)		-0.283 *** (-5.135)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	9452	9452	9452	9452
调整 R <sup>2</sup>	0.831	0.209	0.831	0.208
Sobel Z		-4.774 ***		-4.337 ***

注:括号内为 *t* 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 水平显著

资料来源:本文整理

## 八、主要研究结论与政策启示

本文以 2008—2018 年 A 股国有上市公司为样本,分别从非国有股东股权结构和委派高层治理两个层面探究其对国有企业金融化的影响。研究发现,非国有股东委派董、监、高能够显著抑制国有企业金融化。但是,非国有股东仅持有股权对金融化程度影响较弱。在进一步分析中,非国有股东委派

董监高对金融化的抑制作用在竞争性、地方性以及投资机会较多的国有企业中更显著。本文还进行了机制检验,发现非国有股东通过减少盈余管理和提升主业业绩的途径降低国有企业金融化水平。

同时,本文的研究结论对于进一步推进国有企业改革和改善经济“脱实向虚”现状具有一定的参考意义。第一,治理机制是增强企业活力和提高企业效率的重要基础。国企混改不能仅注重非国有股东持股比例,更要重视其是否被赋予了委派高层治理的权利,提高非国有股东在国有企业的话语权,优化董事会构成。非国有股东积极参与到国有企业经营与管理之中,才能充分发挥非国有资本优势,改善国有企业治理状况,并为国有企业发展注入新的活力。第二,国企混改不能“一刀切”,要根据国有企业不同性质和特征分类进行改革。由于在竞争性国有企业和地方性国有企业,非国有股东发挥作用的空間更大,因此,在这两类国有企业中实施混合所有制改革效果更明显。同时,提高非国有股东在垄断性国有企业、中央国有企业中的影响力,增强非国有股东与原有股东的制衡。第三,关注国有企业在面临丰富投资机会却仍投资金融资产,这种牺牲长期效益来获得短期收益的行为,引导其强大自身主业竞争力。国有企业对民营企业的健康发展具有重要的带动作用。只有国有企业积极地发挥好发展实体经济的带头作用,聚焦主责主业,适度投资金融资产,才能实现国有资产的保值增值,提高资本运作效率、增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力,才能真正做到金融服务实体经济,促进经济发展。

#### 参考文献

- [1] 马思超,彭俞超. 加强金融监管能否促进企业“脱虚向实”? ——来自2006—2015年上市公司的证据[J]. 北京:中央财经大学学报,2019,(11):28-39.
- [2] 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.
- [3] 张成思,张步昙. 中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. 北京:经济研究,2016,(12):32-46.
- [4] 彭俞超,韩珣,李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 北京:中国工业经济,2018,(1):137-155.
- [5] 刘珺,盛宏清,马岩. 企业部门参与影子银行业务机制及社会福利损失模型分析[J]. 北京:金融研究,2014,(5):96-109.
- [6] Palley, T. Financialization: What it is and Why It Matters[M]. Financialization, Palgrave Macmillan, London, 2013.
- [7] 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.
- [8] 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.
- [9] Tori, D., and O. Onaran. The Effects of Financialisation and Financial Development on Investment: Evidence from Firm-level Data in Europe[R]. Working Paper, 2017.
- [10] 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.
- [11] 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.
- [12] 黄群慧,余菁. 新时期的新思路:国有企业分类改革与治理[J]. 北京:中国工业经济,2013,(11):5-17.
- [13] 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.
- [14] 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.
- [15] 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.
- [16] 向东,余玉苗. 国有企业引入非国有资本对投资效率的影响[J]. 北京:经济管理,2020,(1):25-41.
- [17] 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.
- [18] 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.
- [19] Boubakri, N., J. C. Cosset, and W. Saffar. The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk - Taking: Evidence from Privatization[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 108, (3):641-658.
- [20] 余明桂,李文贵,潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. 北京:经济研究,2013,(9):112-124.
- [21] 盛丰. 生产效率、创新效率与国企改革——微观企业数据的经验分析[J]. 南京:产业经济研究,2012,(4):37-46.
- [22] 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.
- [23] 李春玲,李瑞萌,袁润森. 国有企业混合所有制改革的投资效率[J]. 南昌:企业经济,2017,(4):47-53.
- [24] 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.
- [25] Beirne, J., G. Liu., and P. Sun. The Performance Impact of Firm Ownership Transformation in China: Mixed Ownership vs. Fully



Privatised Ownership[R]. SSRN Working Paper,2013.

- [26] 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.
- [27] 韩珣,田光宇,李建军. 非金融企业影子银行化与融资结构——中国上市公司的经验证据[J]. 北京:国际金融研究,2017,(10):44-54
- [28] 胡奕明,王雪婷,张瑾. 金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”? ——来自中国上市公司的证据[J]. 北京:经济研究,2017,(1):181-194.
- [29] 于连超,张卫国,眭鑫,毕茜,张亨溢. 高管从军经历与企业金融化:抑制还是促进? [J]. 北京:科学决策,2019,(6):20-42.
- [30] 李馨子,牛煜皓,张广玉. 客户集中度影响企业的金融投资吗? [J]. 北京:会计研究,2019,(9):65-70.
- [31] 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.
- [32] 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.
- [33] 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.
- [34] 曾诗韵,蔡贵龙,程敏英. 非国有股东能改善会计信息质量吗? ——来自竞争性国有上市公司的经验证据[J]. 上海:会计与经济研究,2017,(4):28-44.
- [35] 梁上坤,徐灿宇,司映雪. 混合所有制程度与公司违规行为[J]. 北京:经济管理,2020,(8):138-154.
- [36] 罗孟旎. 混合所有制、公司治理质量与股权资本成本——基于中国资本市场经验证据的分析[J]. 哈尔滨:商业研究,2017,(7):89-95.
- [37] 肖彦,谢晓君,程思嘉. 混合所有制企业股权资本成本变动研究[J]. 武汉:财会月刊,2018,(10):69-74.
- [38] 卢建词,姜广省. 混合所有制与国有企业现金股利分配[J]. 北京:经济管理,2018,(2):5-20.
- [39] 洪正,袁齐. 非国有股东治理与国企分红——兼论混合所有制改革[J]. 哈尔滨:商业研究,2019,(1):39-48.
- [40] 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.
- [41] 胡海峰,窦斌,王爱萍. 企业金融化与生产效率[J]. 北京:世界经济,2020,(1):70-96.
- [42] 王红建,曹瑜强,杨庆,杨笋. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 天津:南开管理评论,2017,(1):155-166.
- [43] 黄贤环,吴秋生,王瑶. 实体企业资金“脱实向虚”:风险、动因及治理[J]. 成都:财经科学,2018,(11):83-94.
- [44] 彭俞超,倪骁然,沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 北京:经济研究,2018,(10):50-66.
- [45] 马建威,杨亚军,黄文. 以公允价值计量的金融资产分类与审计收费的相关性研究——来自 2007-2010 年沪市 A 股的经验证据[J]. 北京:中央财经大学学报,2012,(11):85-90.
- [46] 黄冰,夏一丹,夏云峰. 公允价值计量影响了审计收费吗——来自金融业上市公司的经验证据[J]. 成都:财经科学,2017,(10):99-110.
- [47] Gupta, N. Partial Privatization and Firm Performance[J]. Journal of Finance,2005,(60):987-1015.
- [48] 刘笃池,贺玉平,王曦. 企业金融化对实体企业生产效率的影响研究[J]. 上海经济研究,2016,(8):74-83.
- [49] 徐经长,曾雪云. 公允价值计量与管理层薪酬契约[J]. 北京:会计研究,2010,(3):12-19,96.
- [50] 祁怀锦,刘艳霞,王文涛. 国有企业混合所有制改革效应评估及其实现路径[J]. 重庆:改革,2018,(9):66-80.
- [51] 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.
- [52] 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
- [53] 何婧,徐龙炳. 政治关联对境外上市企业投资效率的影响[J]. 北京:经济管理,2012,(8):11-19.
- [54] 方明月,孙鲲鹏. 国企混合所有制能治疗僵尸企业吗? ——一个混合所有制类啄序逻辑[J]. 北京:金融研究,2019,(1):91-110.
- [55] 刘启亮,罗乐,何威风,陈汉文. 产权性质、制度环境与内部控制[J]. 北京:会计研究,2012,(3):52-61,95.
- [56] 魏明海,蔡贵龙,柳建华. 中国国有上市公司分类治理研究[J]. 广州:中山大学学报(社会科学版),2017,(4):175-192.
- [57] 夏立军,方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 北京:经济研究,2005,(5):40-51.
- [58] 邢斌,徐龙炳. 超募、投资机会与公司价值[J]. 上海:财经研究,2015,(9):65-78.
- [59] Dechow, P. M., R. G. Sloan., and A. P. Sweeney. Detecting Earnings Management[J]. The Accounting Review,1995,70,(2):193-225.

# Can Non-state Shareholders Governance Inhibit the Financialization of State-owned Enterprises?

CAO Feng, GU Xiao-ying

(Business School of Hunan University, Changsha, Hunan, 410082, China)

**Abstract:** Under the background of the unbalanced development of real economy and virtual economy, the phenomenon of “from the real to the virtual” appears in China’s economy. Some state-owned enterprises have obvious financial trend. For example, some state-owned enterprises use bank loans to provide loans and invest in financial assets, to a certain extent, becoming credit intermediaries. The financialization of real enterprises will bring a series of negative consequences. From the macro perspective, it will reduce the economic growth rate, aggravate the imbalance between the virtual economy and the real economy, and may cause false economic prosperity and even lead to financial crisis; from the micro perspective, it will reduce the enterprise investment rate, damage the future main business performance of the entity enterprise, inhibit enterprise innovation, increase the risk of enterprise and the risk of stock price crash. The financial problem of entity enterprises has aroused great concern of our country. The report of the 19th National Congress of the Communist Party of China pointed out: “deepen the reform of the financial system and enhance the ability of financial services to the real economy”. The 2017 national financial work conference also stressed that “finance should serve the real economy as the starting point and end point”. It can be seen that it is of great significance to explore how to curb the financial transformation of enterprises.

As an important part of China’s economic system reform, the mixed ownership reform of state-owned enterprises has made a series of achievements. For example: improved corporate governance, improved investment efficiency and corporate performance. But has the mixed reform of state-owned enterprises promoted the development of real economy? No answer has been given in the existing literature. This paper attempts to answer this question from the perspective of state-owned enterprises’ financialization.

This paper takes 2008 – 2018 A-share state-owned listed companies as samples to explore the impact of mixed reform of non-state-owned shareholders on the financialization of state-owned enterprises. It is found that the introduction of non-state-owned shareholders significantly reduces the level of state-owned enterprise financialization, and compared with the introduction of non-state-owned shareholders only holding shares, if they appoint directors, supervisors, executives, then the inhibition of state-owned enterprise financialization is stronger. Further research shows that the inhibition of non-state-owned shareholders’ appointing directors, supervisors and senior managers on the state-owned enterprises’ financialization is more significant in the state-owned enterprises with competitive, local and investment opportunities. The mechanism test shows that the non-state-owned shareholders mainly reduce earnings management and improve the performance of the main business to restrain the state-owned enterprises’ financialization.

The possible contributions of this paper are as follows: first, it enriches the relevant literature on the economic consequences of the mixed reform of state-owned enterprises. In the past, the economic consequences of the mixed reform of state-owned enterprises were mainly discussed in the aspects of enterprise innovation, corporate performance, executive compensation and investment efficiency. There is no detailed analysis on the investment direction and type of state-owned enterprises after the reform. In this paper, the specific direction of investment in enterprises-financial assets investment as the starting point, clarifies the relationship between the introduction of state-owned enterprises non-state-owned shareholders and state-owned enterprises financialization. Second, it enriches the literature of the factors that influence the enterprise financialization. Previous studies mainly focused on the economic environment and economic policies in the macro environment, as well as the maximization of shareholder value, business situation, customer concentration, management characteristics and corporate social responsibility in micro enterprises. From the perspective of national reform policy, this paper explores the impact and mechanism of mixed reform of state-owned enterprises on enterprise financialization. Third, the conclusion of this paper has important policy implications, provides policy recommendations for the future mixed reform, and proves the effectiveness of the mixed reform policy from the perspective of restraining the enterprise financialization.

**Key Words:** financialization of state-owned enterprises; appointment of senior executives; mixed ownership reform; non-state shareholders governance

**JEL Classification:** G32, P41

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2021.01.004

(责任编辑:张任之)