

# 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

肖土盛<sup>1,2</sup> 孙瑞琦<sup>3</sup>



(1. 中央财经大学会计学院, 北京 100081;

2. 中央财经大学中国管理会计研究与发展中心, 北京 100081;

3. 首都经济贸易大学会计学院, 北京 100070)

**内容提要:**有效推进国有企业改革对于全面深化改革具有非常重要的意义,本文以国有资本投资运营公司改革试点为背景,从企业绩效的视角对改革试点的运行效果进行评估。本文研究发现,母公司进行国有资本投资运营公司试点将显著提升其所属上市公司的会计绩效和市场绩效,该结论在进行一系列稳健性检验后仍然成立。进一步机制检验发现,国有资本投资运营公司改革试点主要通过放权机制(降低政府干预)、监督机制(降低代理成本)和激励机制(增加外部薪酬差距)影响企业绩效。本文研究对新时代背景下继续扩大和完善国有资本投资运营公司试点工作提供理论支撑和政策指引,也为进一步深化国企改革,打造世界一流企业,进而实现国有经济乃至国民经济高质量发展提供参考。

**关键词:**国有资本投资运营公司 企业绩效 影响机制 公司治理

**中图分类号:**F270 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)08—0005—18

## 一、引言

国有企业改革处在全面深化改革新阶段。为进一步加强国有资产监管,国资管理部门采取了诸多措施以改革国资监管体制,其中一项非常重要的措施就是改组组建国有资本投资运营公司。这一改革是否发挥了实质性作用、实现了政策制定的初衷,理论界与实务界都迫切想得到答案。遗憾的是,对改革试点成效的研究尚处于理论探讨阶段(黄明明和周海晨,2019<sup>[1]</sup>;辛宇,2019<sup>[2]</sup>),仍缺乏从科学的角度对其进行全面系统评价的大样本实证研究。有鉴于此,本文试图抛砖引玉,从企业绩效的角度评估国有资本投资运营公司改革试点的成效,以期为下一步继续扩大和完善国有资本投资运营公司试点运行以及国有资本监管改革提供理论支持和政策参考。

十八届三中全会进一步明确以“管资本为主”加强国有资产监管,并提出通过改组、组建国有资本投资运营公司改革国有资本授权经营体制。改革不仅仅是名称上的变化,而是对企业战略定位、管理模式、内部机制等进行颠覆性的改革。综合来看,企业集团转变为国有资本投资运营公司将实现从“管企业”向“管资本”的转变,不再对企业的具体经营管理进行直接干预,而是从资本的角度注重企业的价值增长,充分发挥企业的自主权。

收稿日期:2021-01-28

\* 基金项目:中央高校基本科研业务费专项资金及中央财经大学科研创新团队支持计划“资本市场参与者个体特质与行为研究:基于多学科融合视角”。

作者简介:肖土盛,男,副教授,管理学博士,研究方向是公司治理与公司财务,电子邮箱:tsh.xiao@aliyun.com;孙瑞琦,男,讲师,管理学博士,研究方向是公司治理与公司财务、管理会计,电子邮箱:sun\_ruiqi@aliyun.com。通讯作者:孙瑞琦。

在新时代全面深化改革的大背景下,如何科学全面地评估国有资本投资运营公司改革试点的成效,在学术和实践两方面都具有重要意义。本文以2012—2019年A股国有上市公司为样本,采用双重差分法(Difference-in-Differences),考察国有企业集团试点国有资本投资运营公司后其所属上市公司的绩效变化,并进一步探究导致绩效变化的影响机制。实证研究发现,国有资本投资运营公司改革试点显著提升了其所属上市公司的会计绩效和市场绩效,该结论在进行一系列稳健性检验后仍然成立。机制检验发现,国有资本投资运营公司改革试点主要通过放权机制(降低政府干预)、监督机制(降低代理成本)和激励机制(增加外部薪酬差距)影响企业绩效。对机制的探究有助于深化理解国有资本投资运营公司改革试点对企业绩效的作用机理。政府干预降低,体现了国有资本投资运营公司进一步加大对国有上市公司的放权;代理成本降低,体现了国有资本投资运营公司进一步发挥了股东积极主义的作用;而外部薪酬差距增加,则体现了国有资本投资运营公司能够提升国有企业的激励水平,缓解国有企业激励不足的问题。

本文可能存在以下三方面的贡献:第一,定量评估社会经济政策对政策的进一步执行具有非常重要的意义,通过检验政策的效果和效率,增强资源配置效率和科学决策水平(洪永森,2015)<sup>[3]</sup>。本文从企业绩效的角度对国有资本投资运营公司改革试点的实际运行效果进行评估,为继续扩大和完善国有资本投资运营公司试点工作提供理论支撑和政策参考。第二,本文对影响机制进行了研究,发现国有资本投资运营公司试点主要通过放权机制(降低政府干预)、监督机制(降低代理成本)和激励机制(增加外部薪酬差距)影响企业绩效,这一发现是对国资监管改革和国有企业改革相关研究的重要补充,也进一步丰富了政府干预、股东积极主义以及薪酬差距相关文献。第三,本文研究成果为国有企业改革中政府应该发挥什么样的作用、如何让国有资本投资运营公司发挥更大的作用提供政策启示。本文研究不仅为下一步继续扩大和完善改革试点工作提供证据支撑,还为继续深化国企改革提供政策参考。

## 二、制度背景、理论分析与研究假说

### 1. 制度背景

长期以来,国有企业存在的“政企不分”等缺陷妨碍了国有企业现代公司治理制度的实质建立和高效运行,降低了国有企业参与社会主义市场经济建设的效率和能力(蔡贵龙等,2018)<sup>[4]</sup>。国资管理部门对于国有企业的行政干预限制了企业自主发展的动力与活力。因此,必须实现政企分开,通过改革授权机制、监管机制,重视市场的作用,充分激发国有企业的活力。在不同时期,国有资本授权经营的内涵和重点有所不同。具体可划分为四个阶段:改革开放初期主要是授予企业经营自主权;1992—2002年,主要是建立现代企业制度;2003—2013年,国资委成立后将国有资产进行统一集中监管;十八届三中全会以来,国有资本监管开始从“管人管事管资产”转向“管资本”为主。

国有资本投资运营公司的提出也是伴随着以“管资本”为主转变国有资本监管体制开始的。在新时代全面深化改革背景下,一系列文件都提及了通过改组组建国有资本投资运营公司改革国有资本授权经营体制,包括《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》<sup>①</sup>《关于深化国有企业改革的指导意见》<sup>②</sup>《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》<sup>③</sup>以及《关于推进国有资

① 党的十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出以“管资本为主”加强国有资产监管,改革国有资本授权经营体制,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。

② 2015年9月13日,中共中央、国务院正式对外公布的《关于深化国有企业改革的指导意见》指出,以“管资本为主”改革国有资本授权经营体制,改组组建国有资本投资运营公司,探索有效的运营模式。

③ 2015年10月25日,国务院印发《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》指出,选择具备一定条件的国有独资企业、企业集团改组设立国有资本投资、运营公司,以服务国家战略、提升产业竞争力为主要目标,在关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域,通过开展投资融资、产业培育和资本整合等,推动产业集聚和转型升级,优化国有资本布局结构。

本投资、运营公司改革试点的实施意见》<sup>①</sup>等。深化国有资本投资运营公司改革,是培育具有全球竞争力的世界一流企业的重要举措。

伴随着相关政策文件的出台,国有资本投资运营公司逐步在中央和地方展开试点。在中央层面开始分批试点,现已进行了三批。第一批试点于2014年7月在中粮集团和国家开发投资集团展开,并于2016年和2018年开始了国有资本投资运营公司的第二批和第三批试点工作,国新和诚通改组为国有资本运营公司,中交建、宝武钢铁、招商局、中国五矿、神华、航空工业、中建材、中国通用、华润集团、国电集团、保利集团、机械工业、中国铝业、远洋海运、新兴际华、中广核、南光集团等企业改组为国有资本投资公司。在地方层面,各省份也开始展开试点工作。例如,北京市分别于2017年和2018年批复首旅集团和首农食品集团作为国有资本投资运营公司试点单位。截至2019年底,全国已有30个省份的122家地方国有企业(拟)开展此项试点工作。

## 2. 文献综述

已有研究认为,经过长期的国有企业改革,其治理结构与机制已经基本建立,但是仍然存在较为严重的治理行政化问题,许多应由内部治理机制完成的事项却由外部完成,而许多应由外部治理完成的事项却由内部完成(李维安,2014)<sup>[5]</sup>。戚聿东和张任之(2019)<sup>[6]</sup>基于系统化改革的理念,构建了以“逻辑起点、核心问题、特殊难题、内部机制、外部保障”为内在联系的国有企业改革框架,提出进一步优化国有经济布局,坚持国有企业去“六化”,不断放松规制。在国有企业全面深化改革的新阶段,以“管资本为主”加强国有资产监管和混合所有制改革成为主攻方向。现有文献侧重于对混合所有制改革的研究,而对国有资产监管改革的关注不足,尤其是对国有资本投资运营公司改革试点的实证研究更为匮乏。

目前,关于混合所有制改革的相关文献主要关注实施混合所有制改革的经济后果。相关研究主要着眼于从产权的角度探讨不同的产权安排对国有企业的公司治理行为的影响,例如,已有文献发现混合所有制改革能够影响企业的内部控制水平(刘运国等,2016)<sup>[7]</sup>、薪酬契约有效性(蔡贵龙等,2018)<sup>[8]</sup>、负债水平(吴秋生和独正元,2019)<sup>[9]</sup>、现金持有水平(杨兴全和尹兴强,2018)<sup>[10]</sup>、投资效率(向东和余玉苗,2020)<sup>[11]</sup>、违规行为(梁上坤等,2020)<sup>[12]</sup>以及企业创新(朱磊等,2019)<sup>[13]</sup>等。而国资监管改革主要从国有资本授权经营出发,改革目前国有资本监管过程中存在的政企不分问题。由于政府掌握较多的资源,政府可能对企业的融资、投资、并购、创新、税收、公司治理等行为进行干预。毫无疑问,政府干预会对企业行为产生重要的影响(Shleifer和Vishny,1994)<sup>[14]</sup>。现有文献主要通过企业的相关治理指标构建政府干预的衡量指标,比如国有股份占总股份的比重(Xu和Wang,1999)<sup>[15]</sup>、金字塔层级结构(江轩宇,2016)<sup>[16]</sup>、政治关联(Fan等,2007)<sup>[17]</sup>等,也有研究直接将产权性质作为政府干预的度量(Bai等,2004)<sup>[18]</sup>;曾庆生和陈信元,2006<sup>[19]</sup>。然而这些指标都相对内生,且与企业自身特征关联性较强,很难有效解决内生性问题。尽管也有文献从地区制度环境(夏立军和方轶强,2005<sup>[20]</sup>;余明桂和潘红波,2008<sup>[21]</sup>)和产业政策(王克敏等,2017<sup>[22]</sup>;陈冬华和姚振晔,2018<sup>[23]</sup>)等角度研究政府干预问题,但是这些指标也非常间接,很难清晰界定政府干预的影响。对于政府干预如何影响企业行为,部分学者认为政府伸出的是“扶持之手”(Che和Qian,1998<sup>[24]</sup>;Fisman,2001<sup>[25]</sup>;邓超等,2019<sup>[26]</sup>;李政等,2019<sup>[27]</sup>),这些研究大多从政府补贴的视角进行研究。另一部分学者则认为政府干预会对企业产生负向影响(Faccio,2006<sup>[28]</sup>;陈信元和

① 2018年7月30日,国务院发布《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》指出,国有资产监管机构根据国有资本投资运营公司具体定位和实际情况,按照“一企一策”原则,授权国有资本投资、运营公司履行出资人职责,制定监管清单和责任清单,明确对国有资本投资运营公司的监管内容和方式,依法落实国有资本投资运营公司董事会职权;有序推进对国有资本投资、运营公司的放权,将包括国有产权流转等决策事项的审批权、经营班子业绩考核和薪酬管理权等授予国有资本投资运营公司。

黄俊,2007<sup>[29]</sup>;余明桂等,2010<sup>[30]</sup>),扮演着“掠夺之手”的角色,比如承担过多的政策性负担(Lin等,1998)<sup>[31]</sup>、过度投资(黄俊和李增泉,2014)<sup>[32]</sup>、资金侵占(高雷等,2006)<sup>[33]</sup>、薪酬激励有效性降低(刘凤委等,2007)<sup>[34]</sup>等。

综上所述,当前对国有企业改革相关研究的重点仍以混合所有制改革为背景,而对国资监管改革尤其是国有资本投资运营公司改革试点的实证研究还较为缺乏;而且对国有企业改革的研究主要基于政府干预的视角,对国企改革机制探讨仍有待深化。

### 3. 国有资本投资运营公司试点评估

对于经济后果评价,企业绩效无疑是最为直观的检验指标之一,受到已有文献的广泛采用(陈信元 and 黄俊,2007<sup>[29]</sup>;罗宏和黄文华,2008<sup>[35]</sup>;吴联生等,2010<sup>[36]</sup>;王克敏等,2015<sup>[37]</sup>;李文贵等,2017<sup>[38]</sup>;郝阳和龚六堂,2017<sup>[39]</sup>)。因而本文主要采用企业的会计绩效和市场绩效作为关键指标,对国有资本投资运营公司改革试点的效果进行评价。

国有资本投资运营公司改革试点能否对企业绩效产生影响,总体来看,改革试点对国有企业管理体制产生了三方面的深刻变化:一是管理体系的变化,由原先的两级架构变为三级架构,进一步降低政府直接的行政干预;二是管理内容的变化,由原先的“管企业”变为“管资本”,进一步激发国有企业的自主经营权;三是管理主体的变化,国有资本投资运营公司通过构造“人格化”股东进一步发挥股东积极主义。因此,本文认为国有资本投资运营公司改革试点主要存在如下机制影响企业绩效。

第一,通过放权机制,降低政府干预。Lin等(1998)<sup>[31]</sup>认为,政府干预使得国有企业承担了较多政策性负担,这将产生预算软约束并加剧代理成本,从而影响国有企业的发展。已有大量研究发现,政府干预会降低国有企业的效率(Faccio,2006<sup>[28]</sup>;陈信元 and 黄俊,2007<sup>[29]</sup>;余明桂等,2010<sup>[30]</sup>;张国胜等,2018<sup>[40]</sup>)。例如,陈信元 and 黄俊(2007)<sup>[29]</sup>发现,由于政府干预的影响而进行的多元化不是市场行为,而是出于政治和社会目的,这将降低企业的绩效水平。国有资本投资运营公司改革试点,一方面使得原先的两级结构转变为三级结构,“隔离层”的形成能够降低政府对国有企业的直接干预;另一方面,改革试点要求采取更加市场化的方式进行企业经营管理。同时,改革试点还通过授权清单的方式将一些审批权、薪酬业绩考核权等授予试点公司,进一步加强了对国有企业的放权。因此,国有资本投资运营公司试点引起的政府干预降低能够提升企业绩效,本文称之为放权机制。

第二,通过监督机制,降低第一类代理成本。自Berl和Means(1932)<sup>[41]</sup>提出股权分散与企业价值负相关以来,股权结构作为企业价值的重要影响因素引起学者的广泛关注。已有研究发现,大股东可以对上市公司实施有效的控制,从而缓解代理问题(Jensen和Meckling,1976<sup>[42]</sup>;Friedman等,2003<sup>[43]</sup>),如大股东可以通过市场交易(Edmans和Manso,2011)<sup>[44]</sup>、委派执行董事(孙光国和孙瑞琦,2018)<sup>[45]</sup>、高管纵向兼任(潘洪波和韩芳芳,2016)<sup>[46]</sup>等加强监督。而且,大股东积极主义的发挥能够缓解危机冲击(连燕玲等,2012)<sup>[47]</sup>、抑制过度投资(窦欢等,2014)<sup>[48]</sup>、提高研发与创新投入(唐跃军和左晶晶,2014<sup>[49]</sup>;张峰和杨建君,2016<sup>[50]</sup>)、降低股价崩盘风险(王化成等,2015)<sup>[51]</sup>、缓解融资约束(姜付秀等,2017)<sup>[52]</sup>等。国有资本投资运营公司改革试点通过构造“人格化”股东,进一步发挥股东积极主义,承担股东职责,缓解“所有者缺位”现象,从而提升企业绩效,本文称之为监督机制。

第三,通过激励机制,进一步激发国有企业活力。国有资本投资运营公司突出了政府对于国有企业的放权,通过授权清单将决策审批权、薪酬业绩考核权等下放,并积极稳妥推进试点企业的市场化改革。这一国有企业管理模式的变化更能够激发企业的自主经营权,其中非常重要的内容就是激励机制的变化。国有企业激励模式相关研究得到了学术界的广泛关注,由于国有企业承担了较多的政策性负担,且通常采用行政级别工资制度,这弱化了国有企业的薪酬激励机制,并诱使国有企业高管通过在职消费、权力寻租等获取其他补偿(陈冬华等,2005<sup>[53]</sup>;王曾等,2014<sup>[54]</sup>)。而

且,国有企业高管的晋升激励机制对高管薪酬激励存在替代作用(郑志刚等,2012<sup>[55]</sup>;陈仕华等,2015<sup>[56]</sup>;张霖琳等,2015<sup>[57]</sup>)。国有资本投资运营公司改革试点能够进一步促使国有企业采用更加市场化的薪酬激励机制,从而激发国有企业管理层认真管好企业的动力和压力,这也有助于企业绩效的进一步提升,本文称之为激励机制。基于上述放权机制、监督机制和激励机制,本文提出如下研究假说:

H<sub>1</sub>:在其他条件不变的情况下,与其他国有企业相比,母公司进行国有资本投资运营公司改革试点的国有企业在试点后的绩效显著提升。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选取与数据来源

国有资本投资运营公司改革试点始于2014年,为避免前期样本对研究结论的影响,本文选取2012—2019年A股国有上市公司为初始样本,并剔除了金融业、ST以及变量缺失样本,最终得到976家国有上市公司的7129个样本。其中,553个样本(包含189家公司)属于国有资本投资运营公司改革试点下属上市公司,本研究将其作为实验组,其分年度分布情况如表1所示。为缓解极端值影响,本文对连续变量进行上下1%的缩尾处理。本文所需国有资本投资运营公司改革试点的数据通过对公司主页、财务报告以及新闻报道等方式进行手工整理。其余的公司财务、公司治理等数据来源于CSMAR数据库。

表1 分年度样本统计

年度	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
实验组	16	30	62	87	176	182
对照组	840	820	825	806	783	777
合计	856	850	887	893	959	959

资料来源:作者整理

#### 2. 模型与变量定义

由于样本期间跨越了国有资本投资运营公司改革试点前后两个阶段,借鉴Bertrand和Mullainathan(2003)<sup>[58]</sup>、Gormley和Matsa(2016)<sup>[59]</sup>以及靳庆鲁等(2015)<sup>[60]</sup>的研究设计,本文采用了控制公司及年度固定效应的双重差分模型<sup>①</sup>。具体地,本文利用如下模型(1)来检验国有资本投资运营公司改革试点对企业绩效的影响。

$$Perf_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_i + \alpha_t + \alpha_1 Reform \times Post_{i,t} + \alpha_2 Perf_{i,t-1} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 Top1_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \alpha_7 InBoard_{i,t} + \alpha_8 Dual_{i,t} + \alpha_9 Big4_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量 $Perf$ 衡量企业绩效,分别采用会计绩效和市场绩效度量。总资产收益率( $ROA$ )等于净利润除以总资产;净资产收益率( $ROE$ )等于净利润除以净资产;股票市场收益率( $RET$ )等于经市场调整的个股年收益率,即采用考虑现金红利再投资的个股年收益率减去考虑现金红利再投资的综合市场年收益率衡量。

核心解释变量 $Reform \times Post$ 刻画了国有上市公司母公司试点国有资本投资运营公司的影响。其中, $Post$ 是时间虚拟变量,当样本期间位于试点国有资本投资运营公司之后时取值为1,否则为0。 $Reform$ 表示国有上市公司母公司试点国有资本投资运营公司,设置为虚拟变量。本文手工搜集了国资委以及各省份国资管理部门进行国有资本投资运营公司改革试点情况,并查找其控制的上

① 由于控制公司及年度固定效应,经典DID模型中的 $Treat$ 项和 $Post$ 项分别被公司固定效应和年度固定效应吸收,因而DID模型中仅剩 $Treat \times Post$ 交乘项,对应到本研究中即为 $Reform \times Post$ 交乘项。

市公司,如果该上市公司母公司试点国有资本投资运营公司,则 *Reform* 取值为 1,否则为 0。

模型中  $\alpha_i$  和  $\alpha_t$  分别表示公司层面和年度层面的固定效应。根据以往文献,本文还控制了公司规模 (*Size*)、资产负债率 (*Lev*)、股权集中度 (*Top1*)、成长性 (*Growth*)、独立董事比例 (*InBoard*)、是否两职合一 (*Dual*) 以及是否四大审计 (*Big4*)<sup>①</sup>。

根据前文研究假说,若假说  $H_1$  成立,则预期 *Reform* × *Post* 的回归系数  $\alpha_1$  显著为正。

## 四、实证结果分析

### 1. 描述性统计

表 2 为描述性统计结果。*ROA* 的均值和标准差分别为 0.0314 和 0.0494;*ROE* 的均值和标准差分别为 0.0538 和 0.1353;*RET* 的均值和标准差分别为 -0.0291 和 0.3584,表明企业间的绩效差异较大。而 *Reform* 的均值为 0.1934,这意味着有 19.34% 的样本公司进行了国有资本投资运营公司改革试点。其余变量的分布特征与以往研究文献非常类似。

表 2 描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	25% 分位	中位数	75% 分位	最大值
<i>ROA</i>	0.0314	0.0494	-0.3884	0.0107	0.0277	0.0522	0.2043
<i>ROE</i>	0.0538	0.1353	-1.1579	0.0247	0.0624	0.1050	0.3536
<i>RET</i>	-0.0291	0.3584	-1.0373	-0.2248	-0.0689	0.1123	1.6745
<i>Reform</i>	0.1934	0.3950	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Post</i>	0.0776	0.2675	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Size</i>	22.849	1.4364	18.370	21.845	22.684	23.725	28.637
<i>Lev</i>	0.5013	0.2026	0.0539	0.3468	0.5087	0.6584	0.9952
<i>Top1</i>	0.3963	0.1507	0.0876	0.2762	0.3863	0.5100	0.7498
<i>Growth</i>	0.1432	0.4844	-0.7220	-0.0399	0.0681	0.1948	3.8774
<i>InBoard</i>	2.1937	0.1993	1.0986	2.0794	2.1972	2.1972	2.9957
<i>Dual</i>	0.0995	0.2993	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Big4</i>	0.1016	0.3021	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000

资料来源:作者整理

### 2. 基准回归结果

表 3 是国有资本投资运营公司改革试点对企业绩效影响的检验结果。其中,第(1)列列示了采用 *ROA* 衡量企业绩效的回归结果,*Reform* × *Post* 的系数为 0.0091(对应的 *t* 统计量为 2.83),且在 1% 水平上显著为正,表明母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够显著提升企业的总资产收益率。从经济意义上看,较之于未试点的国有企业,进行国有资本投资运营公司改革试点将使得所属企业的 *ROA* 提升 30% 左右(=0.0091/0.0314 × 100%),这在经济意义上亦显著。第(2)列为采用 *ROE* 衡量企业绩效的结果,与第(1)列类似,*Reform* × *Post* 的系数为 0.0405(对应的 *t* 统计量为 3.40),且在 1% 水平上显著为正。上述结果支持了母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够显著提升企业的会计绩效。第(3)列则列示了采用股票市场收益率 (*RET*) 衡量

① 其中,公司规模 (*Size*) 等于公司期末总资产的自然对数;资产负债率 (*Lev*) 等于期末总负债除以总资产;股权集中度 (*Top1*) 用上市公司第一大股东持股比例度量;公司成长性 (*Growth*) 采用营业收入增长率来衡量;独立董事比例 (*InBoard*) 等于独立董事人数除以董事人数;是否两职合一 (*Dual*),若董事长与总经理为同一人,则取值为 1,否则为 0;是否四大审计 (*Big4*),若审计师为国际四大会计师事务所则取值为 1,否则为 0。

企业绩效的回归结果。不难发现,  $Reform \times Post$  的系数为 0.0483(对应的  $t$  统计量为 2.09),且在 5% 水平上显著为正,表明母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够显著提升企业的股票市场收益率。

总体而言,表 3 的结果表明,母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够显著提升上市公司的会计绩效和市场绩效,从而支持了本文的研究假说。

表 3 基准回归结果

因变量: $Perf$	(1)	(2)	(3)
	$ROA$	$ROE$	$RET$
$Reform \times Post$	0.0091*** (2.83)	0.0405*** (3.40)	0.0483** (2.09)
$Perf_{t-1}$	0.0809*** (3.51)	-0.0351 (-0.89)	-0.2177*** (-15.41)
$Size$	0.0062*** (2.63)	0.0330*** (4.07)	-0.0891*** (-4.86)
$Lev$	-0.1330*** (-12.48)	-0.3862*** (-8.66)	0.1320* (1.91)
$Top1$	0.0197* (1.65)	0.0993** (2.57)	0.1372 (1.53)
$Growth$	0.0140*** (11.51)	0.0354*** (7.25)	0.0873*** (6.79)
$InBoard$	0.0101* (1.83)	0.0223 (1.16)	0.0060 (0.14)
$Dual$	0.0029 (1.34)	0.0064 (0.95)	0.0274 (1.32)
$Big4$	0.0018 (0.31)	0.0129 (0.89)	0.0144 (0.29)
常数项	-0.0716 (-1.40)	-0.5721*** (-3.33)	1.8251*** (4.59)
公司/年度固定效应	控制	控制	控制
N	7129	7129	7129
调整 $R^2$	0.144	0.106	0.125

注:括号内为经公司层面聚类调整的  $t$  统计量; \*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著,下同

资料来源:作者整理

### 3. 改革试点力度的影响

前文采用虚拟变量  $Reform$  表示是否进行国有资本投资运营公司改革试点,相应地,交互项  $Reform \times Post$  捕捉了改革试点对企业绩效的影响。进一步,为了体现国有资本投资运营公司改革试点的力度,本文考虑母公司对国有上市公司的控制权(通常控制权比例越大,受到试点改革的影响越大)。具体地,本文重新构造  $Reform^{Share}$  变量:当国有上市公司母公司进行了改革试点时,  $Reform^{Share}$  等于母公司对国有上市公司的持股比例,否则为 0<sup>①</sup>。此时,交互项  $Reform^{Share} \times Post$  刻画了国有上市公司母公司改革试点力度对企业绩效的影响。

表 4 列示了国有上市公司母公司改革试点力度对企业绩效影响的结果。从第(1)列采用  $ROA$  衡量企业绩效的结果来看,  $Reform^{Share} \times Post$  的系数为 0.0197(对应的  $t$  统计量为 2.99),且在 1% 水平上显著为正,表明母公司改革试点力度更大,对企业总资产收益率的提升作用更大。第(2)列为采用  $ROE$  衡量企业绩效的检验结果,与第(1)列结果类似,  $Reform^{Share} \times Post$  的系数为 0.0924(对应的  $t$  统计量为 3.52),在 1% 水平上显著为正,表明母公司改革试点力度更大,对企业净资产收益率的提升作用更大。第(3)列则是采用  $RET$  衡量企业市场绩效的结果。不难发现,  $Reform^{Share} \times Post$  的系数为 0.1343(对应的  $t$  统计量为 2.58),且在 1% 水平上显著为正,表明母公司改革试点力度更大,对企业的股票市场收益率提升作用更大。总体而言,表 4 的结果表明,随着母公司对国有上市公司的持股比例增加,受到改革试点的影响越大,对企业绩效的促进作用越大。

① 这里的  $Reform^{Share}$  等价于国有资本投资运营公司改革试点变量 ( $Reform$ ) 与母公司对国有上市公司持股比例 ( $Share$ ) 的乘积。

表 4 试点改革力度的影响

因变量: <i>Perf</i>	(1)	(2)	(3)
	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>RET</i>
<i>Reform</i> <sup>share</sup> × <i>Post</i>	0.0197*** (2.99)	0.0924*** (3.52)	0.1343*** (2.58)
<i>Reform</i> × <i>Share</i>	0.0106 (0.40)	0.0691 (0.72)	0.1909 (1.01)
<i>Perf</i> <sub><i>t</i>-1</sub>	0.0809*** (3.51)	-0.0360 (-0.91)	-0.2220*** (-14.87)
<i>Size</i>	0.0063*** (2.67)	0.0335*** (4.12)	-0.0900*** (-4.43)
<i>Lev</i>	-0.1330*** (-12.41)	-0.3860*** (-8.65)	0.1536** (2.03)
<i>Share</i>	0.0152 (1.10)	0.0735* (1.76)	0.0813 (0.73)
<i>Growth</i>	0.0140*** (11.50)	0.0354*** (7.24)	0.0889*** (6.70)
<i>InBoard</i>	0.0099* (1.79)	0.0211 (1.09)	0.0023 (0.05)
<i>Dual</i>	0.0029 (1.29)	0.0061 (0.90)	0.0263 (1.16)
<i>Big4</i>	0.0016 (0.28)	0.0122 (0.83)	0.0144 (0.28)
常数项	-0.0723 (-1.41)	-0.5763*** (-3.34)	1.9000*** (4.37)
公司/年度固定效应	控制	控制	控制
N	7129	7129	7129
调整 R <sup>2</sup>	0.144	0.107	0.408

资料来源:作者整理

#### 4. 稳健性检验

本文分别采用 PSM 配对方法、Heckman 两阶段方法、采用税前绩效指标、剔除试点当年样本、采用  $t+1$  期绩效指标以及剔除 2014 年之前的样本进行稳健性检验<sup>①</sup>。具体如下:

(1) PSM 配对样本。本文采用倾向得分匹配 (PSM) 的方法,以 *Size*、*Lev*、*Top1*、*Growth*、*InBoard*、*Dual* 以及 *Big4* 作为匹配变量,并按照无放回 1:1 最近邻匹配的方法选择配对样本,匹配效率如表 5 所示。与匹配前相比,匹配后实验组与控制组之间的偏差下降,且偏差率均小于 10%。在 PSM 配对之前,实验组和控制组的 *Size*、*Lev*、*Top1* 以及 *Dual* 均存在显著差异。而在 PSM 配对之后,两组样本之间所有特征均无显著差异,且  $p > Chi^2$  值由 0.0000 变为 0.8620,进一步表明匹配的合理性。

表 5 PSM 匹配效率分析

变量		均值		T 检验	
		实验组	控制组	<i>t</i> - stat.	<i>p</i> - value
<i>Size</i>	匹配前	23.3480	22.8010	9.1300	0.0000
	匹配后	23.3640	23.3090	0.6400	0.5210
<i>Lev</i>	匹配前	0.5253	0.4991	3.0800	0.0020
	匹配后	0.5248	0.5133	0.9400	0.3490
<i>Top1</i>	匹配前	0.4295	0.3928	5.8000	0.0000
	匹配后	0.4330	0.4305	0.2700	0.7860
<i>Growth</i>	匹配前	0.1510	0.1422	0.4300	0.6640
	匹配后	0.1536	0.1888	-1.1600	0.2470
<i>InBoard</i>	匹配前	2.1908	2.1943	-0.4200	0.6760
	匹配后	2.1867	2.1842	0.2000	0.8380
<i>Dual</i>	匹配前	0.0676	0.1024	-2.7700	0.0060
	匹配后	0.0685	0.0751	-0.4200	0.6750

① 稳健性检验部分主要呈现了以 *ROA* 衡量企业绩效的回归结果,采用 *ROE* 和 *RET* 衡量企业绩效的结果类似。因篇幅限制,结果未列示。



续表 5

变量		均值		T 检验	
		实验组	控制组	<i>t</i> - stat.	<i>p</i> - value
<i>Big4</i>	匹配前	0.0870	0.1030	-1.2600	0.2070
	匹配后	0.0865	0.0730	0.8200	0.4150
$p > Chi^2$	匹配前	0.0000			
	匹配后	0.8620			

资料来源:作者整理

表 6 列示了 PSM 检验结果。其中,第(1)列和第(2)列显示了分别采用 *ROA* 和 *ROE* 衡量企业会计绩效的结果,不难发现,*Reform* × *Post* 的系数均在 5% 水平上显著为正(对应的 *t* 统计量分别为 2.23 和 2.40),表明母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够显著提升企业的会计绩效。第(3)列为采用 *RET* 衡量企业市场绩效的结果,*Reform* × *Post* 的系数为 0.1331(对应的 *t* 统计量为 2.05),在 5% 水平上显著为正,意味着母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够显著提升企业的市场绩效。上述结果表明,采用 PSM 配对样本检验,不影响本文结论的有效性。

表 6 PSM 回归结果

因变量: <i>Perf</i>	(1)	(2)	(3)
	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>RET</i>
<i>Reform</i> × <i>Post</i>	0.0170 ** (2.23)	0.0777 ** (2.40)	0.1331 ** (2.05)
<i>Perf</i> <sub><i>t</i>-1</sub>	-0.0215 (-0.26)	-0.0540 (-0.50)	-0.1654 *** (-4.15)
<i>Size</i>	0.0068 (0.65)	0.0113 (0.31)	-0.1363 (-1.46)
<i>Lev</i>	-0.2276 *** (-5.12)	-0.4957 *** (-3.05)	0.4128 (1.56)
<i>Top1</i>	0.0586 * (1.67)	0.2701 ** (2.38)	0.2274 (0.63)
<i>Growth</i>	0.0093 *** (3.15)	0.0334 *** (2.85)	0.1066 *** (2.80)
<i>InBoard</i>	0.0200 (1.39)	0.0718 (1.33)	-0.1677 (-0.89)
<i>Dual</i>	-0.0029 (-0.32)	0.0015 (0.07)	0.0045 (0.07)
<i>Big4</i>	0.0115 (1.29)	0.0633 (1.58)	-0.0560 (-0.59)
常数项	-0.0898 (-0.40)	-0.2930 (-0.38)	3.1812 (1.45)
公司/年度固定效应	控制	控制	控制
N	1106	1106	1106
调整 R <sup>2</sup>	0.211	0.162	0.224

资料来源:作者整理

(2)采用 Heckman 两阶段方法。国有上市公司的母公司是否进行了国有资本投资运营公司改革试点可能存在自选择问题,遗漏变量可能同时与母公司进行改革试点和企业业绩水平有关。为此,本文采用 Heckman 两阶段法来进行进一步检验。具体地,本文首先采用 Probit 模型对上市公司母公司是否进行了改革试点进行回归,并得到逆米尔斯比 (*IMR*);然后,将 *IMR* 加入到模型(1)重新回归。检验结果如表 7 所示,*Reform* × *Post* 的系数仍在 1% 水平上显著为正,主要结论依然成立。

表 7 Heckman 两阶段回归结果

变量	(1)	(2)
	第一阶段	第二阶段
<i>Reform</i> × <i>Post</i>		0.0091 *** (2.85)
<i>Perf</i> <sub><i>t</i>-1</sub>		0.0806 *** (3.51)
<i>Size</i>	0.0830 *** (5.16)	0.0088 *** (3.32)

续表 7

变量	(1)	(2)
	第一阶段	第二阶段
<i>Lev</i>	0.4831*** (4.85)	-0.1168*** (-9.14)
<i>Top1</i>	1.0852*** (8.90)	0.0540*** (2.85)
<i>Growth</i>	-0.0291 (-0.81)	0.0130*** (10.19)
<i>InBoard</i>	-0.0212 (-0.24)	0.0098* (1.79)
<i>Dual</i>	-0.0291 (-0.49)	0.0020 (0.91)
<i>Big4</i>	-0.4376*** (-6.57)	-0.0128 (-1.55)
<i>IMR</i>		0.0424** (2.31)
常数项	3.8369 (0.24)	-0.2126*** (-2.62)
公司固定效应	/	控制
行业固定效应	控制	/
年度固定效应	控制	控制
N	7129	7129
调整 R <sup>2</sup>	0.0413	0.1449

资料来源:作者整理

(3)采用税前绩效指标度量。为了排除国有资本投资运营公司改革试点是通过税收优惠而提升公司绩效水平的替代性解释,本文采用税前 *ROA* 衡量企业绩效,等于税前利润除以总资产。表 8 的第(1)列结果显示,*Reform* × *Post* 的系数在 1% 水平上显著为正(对应的 *t* 统计量为 2.80),表明母公司进行改革试点能够显著提升企业的税前总资产收益率。这意味着,国有资本投资运营公司改革试点提升企业绩效水平并非是通过税收优惠实现的。

(4)剔除改革试点当年样本。为了避免可能存在的测量误差,本文将改革试点当年的样本剔除,重新进行检验。表 8 的第(2)列结果显示,*Reform* × *Post* 的系数为 0.0106(对应的 *t* 统计量为 2.76),在 1% 水平上显著为正。这支持了母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够对企业绩效产生持续性的重大影响,剔除改革试点当年样本不影响本文主要结论。

(5)采用 *t* + 1 期绩效指标。考虑到试点企业的转型改革需要一个过程,对企业绩效的影响可能存在一定滞后,本文亦采用 *t* + 1 期企业绩效指标作为因变量重新进行检验。表 8 的第(3)列结果显示,*Reform* × *Post* 的系数为 0.0105(对应的 *t* 统计量为 2.90),在 1% 水平上显著为正,支持了母公司进行改革试点能够显著提升企业未来的绩效。上述结果表明,采用 *t* + 1 期企业绩效指标,不影响本文结论的有效性。

(6)剔除 2014 年之前样本。由于国有资本投资运营公司改革试点始于 2014 年,为了缓解 2014 年以前样本期间的影响,本文还将 2014 年之前样本剔除后重新进行检验。表 8 的第(4)列结果显示,*Reform* × *Post* 的系数为 0.0073(对应的 *t* 统计量为 2.00),在 5% 水平上显著为正,这表明本文主要研究结论不受 2014 年之前样本期间的影响。

表 8 其他稳健性检验结果

因变量:ROA	(1)	(2)	(3)	(4)
	采用税前业绩指标	剔除试点当年样本	采用 <i>t</i> + 1 期绩效指标	剔除 2014 年之前样本
<i>Reform</i> × <i>Post</i>	0.0097*** (2.80)	0.0106*** (2.76)	0.0105*** (2.90)	0.0073** (2.00)
<i>Perf<sub>t-1</sub></i>	0.1166*** (4.83)	0.0807*** (3.44)	0.1174*** (4.35)	0.0174 (0.67)
<i>Size</i>	0.0054** (2.13)	0.0064*** (2.66)	-0.0157*** (-5.07)	0.0107*** (3.16)
<i>Lev</i>	-0.1436*** (-12.31)	-0.1345*** (-12.46)	0.0153 (1.38)	-0.1661*** (-10.84)

续表 8

因变量:ROA	(1)	(2)	(3)	(4)
	采用税前业绩指标	剔除试点当年样本	采用 t+1 期绩效指标	剔除 2014 年之前样本
Top1	0.0204(1.54)	0.0194(1.59)	0.0032(0.22)	0.0253*(1.70)
Growth	0.0162*** (11.69)	0.0138*** (11.20)	0.0088*** (6.47)	0.0134*** (9.35)
InBoard	0.0094(1.60)	0.0101*(1.79)	0.0038(0.57)	0.0183*** (2.75)
Dual	0.0035(1.44)	0.0028(1.27)	0.0049*(1.89)	0.0038(1.56)
Big4	0.0020(0.28)	0.0025(0.43)	0.0003(0.06)	0.0065(0.93)
常数项	-0.0420(-0.76)	-0.0762(-1.45)	0.3616*** (5.46)	-0.1804** (-2.45)
公司/年度固定效应	控制	控制	控制	控制
N	7129	6952	6003	5404
调整 R <sup>2</sup>	0.155	0.144	0.056	0.148

资料来源:作者整理

### 五、机制检验

前文研究表明,母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够显著促进国有上市公司的绩效。结合前文理论分析,为深入探究国有资本投资运营公司改革试点对上市公司绩效的影响机理,本文拟从政府干预、代理成本和外部薪酬差距三个角度进行分析和机制检验。具体地,本文借鉴温忠麟等(2004)<sup>[61]</sup>的方法,构建如下模型(2)和模型(3)进行检验:

$$Channel_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_i + \alpha_t + \alpha_1 Reform \times Post_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Top1_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \alpha_6 InBoard_{i,t} + \alpha_7 Dual_{i,t} + \alpha_8 Big4_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Perf_{i,t} = \beta_0 + \beta_i + \beta_t + \beta_1 Reform \times Post_{i,t} + \beta_2 Channel_{i,t} + \beta_3 Perf_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Top1_{i,t} + \beta_7 TobinQ_{i,t} + \beta_8 InBoard_{i,t} + \beta_9 Dual_{i,t} + \beta_{10} Big4_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,Channel为本文所要检验的影响机制,即政府干预、代理成本和外部薪酬差距,其余变量与模型(1)的变量定义一致。

具体检验步骤如下:首先,对模型(1)进行回归。这一回归结果已在表2中列示,结果表明,国有资本投资运营公司改革试点能够显著提升企业绩效。第二步,对模型(2)即被解释变量Channel与解释变量Reform×Post进行回归。第三步,对模型(3)即被解释变量Perf与解释变量Reform×Post和Channel进行回归。若模型(2)中的α<sub>1</sub>以及模型(3)中的β<sub>2</sub>同时显著,则表明中介效应存在。若模型(3)中的β<sub>1</sub>不显著,则为完全中介效应,否则为部分中介效应。

#### 1. 基于政府干预的放权机制检验

进行国有资本投资运营公司改革试点的要求是从“管企业”到“管资本”转变,降低政府干预水平,通过资本运作进行资源整合。对于政府干预,大量研究从政策性负担的角度进行研究(Lin等,1998<sup>[31]</sup>;林毅夫等,2004<sup>[62]</sup>)。因此,参照林毅夫等(2004)<sup>[62]</sup>、白俊和连立帅(2014)<sup>[63]</sup>等的研究,本文采用资本密集程度偏离进行度量。具体方法如下:

首先,建立模型(4)估计最优资本密集程度。

$$CI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Size_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 ROA_{i,t-1} + \sum Prov + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,CI为资本密集程度,采用资本除以劳动力的自然对数衡量,其中资本用公司所有者权益表示,劳动力用员工总人数表示;Prov、Ind、Year分别表示地区、行业和年度虚拟变量。其余变量与前文定义一致。

其次,上述模型的残差反映了公司资本密集程度与最优资本密集程度的偏离,将残差取绝对值作为政策性负担(*OverCI*)的度量,进而检验母公司进行国有资本投资运营公司改革试点是否通过放权机制来影响企业绩效。

表9的第(1)列显示了改革试点对国有企业政策性负担(*OverCI*)的影响。结果显示,*Reform* × *Post*的系数为-0.0550(对应的*t*统计量为-2.43),在5%水平上显著为负,表明国有资本投资运营公司改革试点能够显著降低政策性负担。第(2)列为改革试点和政策性负担对企业绩效的影响。*OverCI*的系数为-0.0039(对应的*t*统计量为-3.00),在1%水平上显著为负;而*Reform* × *Post*的系数为0.0089(对应的*t*统计量为3.89),在1%水平上显著为正,意味着政策性负担发挥了部分中介作用。即母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够显著降低政策性负担而提升企业绩效,支持了放权机制的存在。

表9 放权机制检验结果

变量	(1)	(2)
	<i>OverCI</i>	<i>ROA</i>
<i>Reform</i> × <i>Post</i>	-0.0550 **(-2.43)	0.0089 *** (3.89)
<i>OverCI</i>		-0.0039 *** (-3.00)
<i>Perf<sub>t-1</sub></i>		0.0770 *** (6.59)
<i>Size</i>	0.0297 ** (2.12)	0.0063 *** (4.41)
<i>Lev</i>	0.1598 *** (2.86)	-0.1328 *** (-22.90)
<i>Top1</i>	-0.1626 * (-1.93)	0.0191 ** (2.26)
<i>Growth</i>	0.0438 *** (4.55)	0.0141 *** (14.46)
<i>InBoard</i>	0.0710 (1.56)	0.0106 ** (2.31)
<i>Dual</i>	0.0396 ** (2.01)	0.0031 (1.57)
<i>Big4</i>	-0.0287 (-0.69)	0.0017 (0.40)
常数项	-0.1075 (-0.34)	-0.0719 ** (-2.27)
公司/年度固定效应	控制	控制
N	7111	7111
调整 R <sup>2</sup>	0.020	0.145

资料来源:作者整理

## 2. 基于代理成本的监督机制检验

母公司进行国有资本投资运营公司改革试点可能通过监督机制来提升企业绩效,即通过构造“人格化”股东以更好地发挥股东积极主义的作用,降低企业代理成本。因此,本文从代理成本的角度来捕捉改革试点的监督机制。具体地,借鉴已有文献(Ang等,2000<sup>[64]</sup>;刘孟晖和高友才,2015<sup>[65]</sup>;罗进辉,2012<sup>[66]</sup>;罗进辉等,2017<sup>[67]</sup>),本文采用两种经营费用率指标作为代理成本的度量,即(营业费用+管理费用)/营业收入(*Agency<sub>1</sub>*)和(销售费用+管理费用)/营业收入(*Agency<sub>2</sub>*)。

表10的Panel A列示了采用*Agency<sub>1</sub>*衡量企业代理成本的检验结果。其中,第(1)列中*Reform* × *Post*的系数为-0.0202(对应的*t*统计量为-3.82),且在1%水平上显著为负,说明母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够显著降低代理成本。第(2)列中*Agency<sub>1</sub>*的系数为-0.1870,在1%水平上显著为负;而*Reform* × *Post*的系数虽然比表3的基准回归结果有所减小,但仍在1%水平上显著为正,意味着代理成本发挥了部分中介作用。Panel B则列示了采用*Agency<sub>2</sub>*衡量企业代理成本的检验结果,结果与Panel A非常类似。总体而言,上述结果表明,代理成本发挥了部分中介作用,即母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够显著降低代理成本而提升企业绩效,支持了监督机制的存在。

表 10 监督机制检验结果

变量	Panel A: Agency = Agency <sub>1</sub>		Panel B: Agency = Agency <sub>2</sub>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Agency	ROA	Agency	ROA
Reform × Post	-0.0202***(-3.82)	0.0055*** (2.69)	-0.0135***(-3.28)	0.0060*** (2.90)
Agency		-0.1870***(-36.78)		-0.2419***(-37.60)
Perf <sub>t-1</sub>		0.0027(0.25)		0.0230** (2.18)
Size	-0.0321***(-9.81)	0.0014(1.08)	-0.0114***(-4.47)	0.0044*** (3.39)
Lev	0.1891*** (14.54)	-0.1070***(-20.26)	0.1661*** (16.35)	-0.0997***(-18.86)
Top1	-0.0022(-0.11)	0.0189** (2.46)	-0.0217(-1.42)	0.0136* (1.78)
Growth	-0.0242***(-10.76)	0.0088*** (9.91)	-0.0059***(-3.36)	0.0121*** (13.73)
InBoard	0.0030(0.28)	0.0111*** (2.68)	0.0088(1.06)	0.0125*** (3.05)
Dual	-0.0062(-1.36)	0.0020(1.10)	-0.0046(-1.30)	0.0020(1.11)
Big4	-0.0220**(-2.27)	-0.0022(-0.57)	0.0023(0.30)	0.0023(0.61)
常数项	1.4709*** (20.14)	0.1834*** (6.22)	0.9746*** (17.07)	0.1484*** (5.09)
公司/年度固定效应	控制	控制	控制	控制
N	7129	7129	7118	7118
调整 R <sup>2</sup>	0.073	0.298	0.052	0.304

资料来源:作者整理

### 3. 基于外部薪酬差距的激励机制检验

母公司进行国有资本投资运营公司改革试点还可能通过增加外部薪酬差距的激励机制提升企业绩效。外部薪酬差距体现了管理层的外部薪酬激励,外部薪酬差距越大,越能够发挥薪酬契约对管理层的激励作用(黎文靖等,2014)<sup>[68]</sup>。国有资本投资运营公司改革试点能够进一步促使国有企业采用更加市场化的薪酬激励机制,从而激发国有企业管理层认真管好企业的动力和压力,因而能够增加企业的外部薪酬差距。因此,本文从外部薪酬差距的角度来刻画改革试点的激励机制。借鉴吴联生等(2010)<sup>[36]</sup>和黎文靖等(2014)<sup>[68]</sup>的方法,将企业高管与同行业高管的平均薪酬比值作为外部薪酬差距(Paygap)的度量。

表 11 的第(1)列显示了改革试点对外部薪酬差距(Paygap)的影响。回归结果显示,Reform × Post 的系数为 0.0422(对应的 t 统计量为 1.86),且在 10% 水平上显著为正,表明母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够显著提升外部薪酬差距。第(2)列显示了改革试点和外部薪酬差距对企业绩效的影响。Paygap 的系数为 0.0102(对应的 t 统计量为 7.95),在 1% 水平上显著为正;而 Reform × Post 的系数为 0.0086(对应的 t 统计量为 3.81),在 1% 水平上显著为正,这表明外部薪酬差距发挥了部分中介作用。即母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够显著增加外部薪酬差距,进而提升企业绩效,支持了激励机制的存在。

表 11 激励机制检验结果

变量	(1)	(2)
	Paygap	ROA
Reform × Post	0.0422* (1.86)	0.0086*** (3.81)
Paygap		0.0102*** (7.95)
Perf <sub>t-1</sub>		0.0691*** (5.94)
Size	0.2329*** (16.46)	0.0042*** (2.93)
Lev	-0.3185*** (-5.67)	-0.1306*** (-22.65)

续表 11

变量	(1)	(2)
	<i>Paygap</i>	<i>ROA</i>
<i>Top1</i>	-0.3148 ***(-3.67)	0.0259 *** (3.03)
<i>Growth</i>	-0.0001(-0.01)	0.0140 *** (14.38)
<i>InBoard</i>	-0.2167 ***(-4.74)	0.0122 *** (2.66)
<i>Dual</i>	-0.0532 ***(-2.69)	0.0035 * (1.78)
<i>Big4</i>	0.2436 *** (5.75)	0.0006 (0.15)
常数项	-3.3307 ***(-10.55)	-0.0478(-1.50)
公司/年度固定效应	控制	控制
N	7120	7120
调整 R <sup>2</sup>	0.055	0.152

资料来源:作者整理

值得注意的是,虽然前文结果表明国有资本投资运营公司改革试点将通过放权机制、监督机制和激励机制影响企业绩效,但是这三种影响机制并非完全相互独立,三种影响机制之间可能存在相互影响。例如,放权机制可能使国有企业以更加市场化的方式进行经营管理,激发企业的自主经营,进而采用更加市场化的薪酬激励机制,即放权机制与激励机制可能相互影响。进一步,本文将上述三种影响机制同时纳入到回归模型中,以更为准确地评估这些机制的综合影响。表 12 列示了相应的检验结果。以第(2)列结果为例,*OverCI*、*Agency<sub>1</sub>* 和 *Paygap* 的系数均至少在 5% 水平上显著,而 *Reform × Post* 的系数则从表 3 基准回归中的 0.0091 下降至 0.0051,但仍在 5% 水平上显著为正(对应的 *t* 统计量为 2.47)。上述结果表明,母公司进行国有资本投资运营公司改革试点能够同时通过放权机制、监督机制和激励机制影响企业绩效水平,且这三种机制发挥了部分中介作用。

表 12 机制检验结果

因变量:ROA	(1)	(2)
<i>Reform × Post</i>	0.0062 *** (2.88)	0.0051 ** (2.47)
<i>OverCI</i>	-0.0022 * (-1.83)	-0.0024 ** (-2.02)
<i>Agency<sub>1</sub></i>	-0.2041 *** (-39.56)	-0.1850 *** (-36.43)
<i>Paygap</i>	0.0077 *** (6.48)	0.0083 *** (7.08)
<i>Perf<sub>t-1</sub></i>	0.0224 ** (2.05)	-0.0079 (-0.73)
<i>Size</i>		-0.0005 (-0.37)
<i>Lev</i>		-0.1045 *** (-19.73)
<i>Top1</i>		0.0246 *** (3.17)
<i>Growth</i>		0.0091 *** (10.09)
<i>InBoard</i>		0.0129 *** (3.11)
<i>Dual</i>		0.0026 (1.43)
<i>Big4</i>		-0.0027 (-0.69)
常数项	0.2002 *** (40.16)	0.2095 *** (6.94)
公司/年度固定效应	控制	控制
N	7101	7101
调整 R <sup>2</sup>	0.244	0.304

资料来源:作者整理

图1为国有资本投资运营公司改革试点对企业绩效影响的路径分析,图1中数值为变量间的标准化路径系数。从图1中可以发现,国有资本投资运营公司改革试点对企业绩效的直接效应为0.028,通过放权机制、监督机制和激励机制路径的间接效应分别为0.0007(=0.024×0.029)、0.020(=0.034×0.588)和0.0019(=0.016×0.120),三种影响机制的间接效应占总效应的44.7%(=(0.0007+0.020+0.0019)/(0.028+0.0007+0.020+0.0019))。其中,监督机制路径的间接效应占总效应的39.5%,意味着国有资本投资运营公司改革试点最主要是通过监督机制这条路径影响企业绩效。

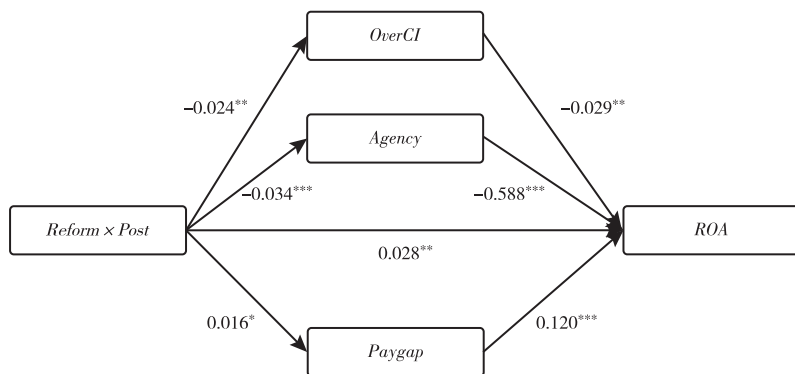


图1 国有资本投资运营公司改革试点对企业绩效影响的路径分析

资料来源:作者整理

## 六、结论与启示

国有资本监管改革是国有企业改革的重要内容,国有资本投资运营公司改革试点工作也如火如荼进行,但是学术界对于这一改革试点的政策效果尚缺乏大样本实证研究角度的评估。本文以2012—2019年A股国有上市公司为研究样本,利用双重差分的研究设计,从企业绩效的视角对国有资本投资运营公司改革试点的政策效果进行评估检验。本文研究发现,国有资本投资运营公司改革试点显著提升了其所属上市公司的会计绩效和市场绩效;机制检验发现,国有资本投资运营公司改革试点主要通过放权机制、监督机制和激励机制影响企业绩效。

本文立足于新时代国有企业改革的背景之下,着眼于国有资产管理体制改革中的授权经营体制改革,并从放权机制、监督机制和激励机制三个方面探究改革试点的影响路径,研究结论不仅具有重要的理论贡献,对于当前我国的国有资本监管改革和国有企业改革也具有重要的现实意义。

第一,本文的研究结论是对国有资本投资运营公司改革试点的充分肯定,为下一步继续扩大和完善国有资本投资运营公司改革试点工作提供理论支撑和经验证据。国有企业是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础,十九届五中全会也指出,要继续深化国资国企改革,做强做优做大国有资本和国有企业。因此,为了实现经济的高质量发展,需要毫不动摇地继续推进国有资本监管体制改革,进一步发挥国有资本投资运营公司的积极作用,提高国有企业的运营效率和绩效水平。

第二,本文为国有企业改革中政府应该发挥什么样的作用、如何让国有资本投资运营公司发挥更大的作用提供政策启示。从国有企业的发展阶段来看,现阶段深化国有企业改革的重点仍是政府需要继续对企业简政放权,在“去行政化”的基础上使国企真正成为自主经营、自负盈亏的法人实体,通过构造“人格化”股东以更好地发挥股东积极主义的作用,缓解“所有者缺位”带来的代理问题。通过授权清单等进一步发挥国有资本投资运营公司的市场化运作机制,通过市场的力量激发国有企业的活力,实现国有资本保值增值。

第三,本文的研究为国有企业如何提升自身绩效水平提供指导,国有企业应该重点从扩大企业自主经营权、加强公司治理水平以及增强薪酬激励等方面努力突破,实现管理提升,着力打造世界一流企业。国有资本投资运营公司所持股国有控股企业中,符合条件的可优先支持同时开展混合所有制改革、员工持股、职业经理人制度、薪酬分配差异化等其他改革试点,以更好地发挥国有资本投资运营公司的作用。

## 参考文献

- [1] 黄明明,周海晨. 国有资本投资、运营公司试点成效概述[J]. 北京:国有资产管理,2019,(9):16-18.
- [2] 辛宇. 国有资本投资、运营公司与国有经济的高质量发展——基于国企家族的视角[J]. 武汉:财会月刊,2019,(11):3-8.
- [3] 洪永森. 提倡定量评估社会经济政策,建设中国特色新型经济学智库[J]. 北京:经济研究,2015,(12):19-22.
- [4] 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.
- [5] 李维安. 深化国企改革与发展混合所有制[J]. 天津:南开管理评论,2014,(3):1.
- [6] 戚聿东,张任之. 新时代国有企业改革如何再出发?——基于整体设计与路径协调的视角[J]. 北京:管理世界,2019,(3):17-30.
- [7] 刘运国,郑巧,蔡贵龙. 非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J]. 北京:会计研究,2016,(11):61-68.
- [8] 蔡贵龙,柳建华,马新啸. 非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J]. 北京:管理世界,2018,(5):137-149.
- [9] 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.
- [10] 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.
- [11] 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.
- [12] 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.
- [13] 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,2020,(11):72-91.
- [14] Shleifer, A., and R. W. Vishny. Politicians and Firms[J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, 109, (4): 995-1025.
- [15] Xu, X., and Y. Wang. Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies[J]. China Economic Review, 1999, 10, (1): 75-98.
- [16] 江轩宇. 政府放权与国有企业创新——基于地方国企金字塔结构视角的研究[J]. 北京:管理世界,2016,(9):120-135.
- [17] Fan, J. P. H., T. J. Wong, and T. Zhang. Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 84, (2): 330-357.
- [18] Bai, C. E., Q. Liu, J. Lu, F. M. Song, and J. Zhang. Corporate Governance and Market Valuation in China[J]. Journal of Comparative Economics, 2004, 32, (4): 599-616.
- [19] 曾庆生,陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本[J]. 北京:经济研究,2006,(5):74-86.
- [20] 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.
- [21] 余明桂,潘红波. 政府干预、法治、金融发展与国有企业银行贷款[J]. 北京:金融研究,2008,(9):1-22.
- [22] 王克敏,刘静,李晓溪. 产业政策、政府支持与公司投资效率研究[J]. 北京:管理世界,2017,(3):113-124.
- [23] 陈冬华,姚振晔. 政府行为必然会提高股价同步性吗?——基于我国产业政策的实证研究[J]. 北京:经济研究,2018,(12):112-128.
- [24] Che, J., and Y. Qian. Insecure Property Rights and Government Ownership of Firms[J]. Quarterly Journal of Economics, 1998, 113, (2): 467-496.
- [25] Fisman, R. Estimating the Value of Political Connections[J]. American Economic Review, 2001, 91, (4): 1095-1102.
- [26] 邓超,张恩道,樊步青,许志勇. 政府补贴、股权结构与中小创新型企业经营绩效研究——基于企业异质性特征的实证检验[J]. 北京:中国软科学,2019,(7):184-192.
- [27] 李政,杨思堂,路京京. 政府补贴对制造企业全要素生产率的异质性影响[J]. 北京:经济管理,2019,(3):5-20.
- [28] Faccio, M. Politically Connected Firms[J]. American Economic Review, 2006, 96, (1): 369-386.
- [29] 陈信元,黄俊. 政府干预、多元化经营与公司业绩[J]. 北京:管理世界,2007,(1):92-97.
- [30] 余明桂,回雅甫,潘红波. 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性[J]. 北京:经济研究,2010,(3):65-77.
- [31] Lin, J. Y., C. Fang, and L. Zhou. Competition, Policy Burdens, and State-Owned Enterprise Reform[J]. American Economic Review, 1998, 88, (2): 422-427.
- [32] 黄俊,李增泉. 政府干预、企业雇员与过度投资[J]. 北京:金融研究,2014,(8):118-130.



- [33]高雷,何少华,仪垂林. 国家控制、政府干预、银行债务与资金侵占[J]. 北京:金融研究,2006,(6):90-98.
- [34]刘凤委,孙铮,李增泉. 政府干预、行业竞争与薪酬契约——来自国有上市公司的经验证据[J]. 北京:管理世界,2007,(9):76-84.
- [35]罗宏,黄文华. 国企分红、在职消费与公司业绩[J]. 北京:管理世界,2008,(9):139-148.
- [36]吴联生,林景艺,王亚平. 薪酬外部公平性、股权性质与公司业绩[J]. 北京:管理世界,2010,(3):117-126.
- [37]王克敏,杨国超,刘静,李晓溪. IPO资源争夺、政府补助与公司业绩研究[J]. 北京:管理世界,2015,(9):147-157.
- [38]李文贵,余明桂,钟慧洁. 央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效[J]. 北京:管理世界,2017,(8):123-135.
- [39]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.
- [40]张国胜,匡慧姝,刘政. 政府采购如何影响产能利用率?——来自中国制造企业的经验发现[J]. 北京:经济管理,2018,(9):41-58.
- [41]Berl, A. A., and G. C. Means. The Modern Corporation and Private Property[M]. New York: The Macmillan Company, 1932.
- [42]Jensen, M. C., and W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3, (4): 305-360.
- [43]Friedman, E., S. Johnson, and T. Mitton. Propping and Tunneling[J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 31, (4): 732-750.
- [44]Edmans, A., and G. Manso. Governance through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders[J]. Review of Financial Studies, 2011, 24, (7): 2395-2428.
- [45]孙光国,孙瑞琦. 控股股东委派执行董事能否提升公司治理水平[J]. 天津:南开管理评论,2018,(1):88-98.
- [46]潘洪波,韩芳芳. 纵向兼任高管、产权性质与会计信息质量[J]. 北京:会计研究,2016,(7):19-26.
- [47]连燕玲,贺小刚,张远飞,周兵. 危机冲击、大股东“管家角色”与企业绩效——基于中国上市公司的实证分析[J]. 北京:管理世界,2012,(9):142-155.
- [48]窦欢,张会丽,陆正飞. 企业集团、大股东监督与过度投资[J]. 北京:管理世界,2014,(7):134-143.
- [49]唐跃军,左晶晶. 所有权性质、大股东治理与公司创新[J]. 北京:金融研究,2014,(6):177-192.
- [50]张峰,杨建君. 股东积极主义视角下大股东参与行为对企业创新绩效的影响——风险承担的中介作用[J]. 天津:南开管理评论,2016,(4):4-12.
- [51]王化成,曹丰,叶康涛. 监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 北京:管理世界,2015,(2):45-57.
- [52]姜付秀,王运通,田园,吴恺. 多个大股东与企业融资约束——基于文本分析的经验证据[J]. 北京:管理世界,2017,(12):61-74.
- [53]陈冬华,陈信元,万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 北京:经济研究,2005,(2):92-101.
- [54]王曾,符国群,黄丹阳,汪剑锋. 国有企业CEO“政治晋升”与“在职消费”关系研究[J]. 北京:管理世界,2014,(5):157-171.
- [55]郑志刚,李东旭,许荣,林仁韬,赵锡军. 国企高管的政治晋升与形象工程——基于N省A公司的案例研究[J]. 北京:管理世界,2012,(10):146-156.
- [56]陈仕华,卢昌崇,姜广省,王雅茹. 国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究[J]. 北京:管理世界,2015,(9):125-136.
- [57]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.
- [58]Bertrand, M., and S. Mullainathan. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences[J]. Journal of Political Economy, 2003, 111, (5): 1043-1075.
- [59]Gormley, T. A., and D. A. Matsa. Playing It Safe? Managerial Preferences, Risk, and Agency Conflicts[J]. Journal of Financial Economics, 2016, 122, (3): 431-455.
- [60]靳庆鲁,侯青川,李刚,谢亚茜. 放松卖空管制、公司投资决策与期权价值[J]. 北京:经济研究,2015,(10):76-88.
- [61]温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 北京:心理学报,2004,(5):614-620.
- [62]林毅夫,刘明兴,章奇. 政策性负担与企业的预算软约束:来自中国的实证研究[J]. 北京:管理世界,2004,(8):81-89.
- [63]白俊,连立帅. 国企过度投资溯因:政府干预抑或管理层自利? [J]. 北京:会计研究,2014,(2):41-48.
- [64]Ang, J. S., R. A. Cole, and J. W. Lin. Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Finance, 2000, 55, (1): 81-106.
- [65]刘孟晖,高友才. 现金股利的异常派现、代理成本与公司价值——来自中国上市公司的经验证据[J]. 天津:南开管理评论,2015,(1):152-160.
- [66]罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. 北京:金融研究,2012,(10):153-166.
- [67]罗进辉,黄泽悦,朱军. 独立董事地理距离对公司代理成本的影响[J]. 北京:中国工业经济,2017,(8):100-119.
- [68]黎文靖,岑永嗣,胡玉明. 外部薪酬差距激励了高管吗——基于中国上市公司经理人市场与产权性质的经验研究[J]. 天津:南开管理评论,2014,(4):24-35.

# Performance Evaluation of the Pilot Program of the Reform of State-owned Capital Investment and Operation Companies: Based on the Perspective of Corporate Performance

XIAO Tu-sheng<sup>1,2</sup>, SUN Rui-qi<sup>3</sup>

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

2. China's Management Accounting Research and Development Center, Central University of Finance and Economics, Beijing, 100081, China;

3. School of Accountancy, Capital University of Economics and Business, Beijing, 100070, China)

**Abstract:** In the new stage of deepening reform of state-owned enterprises, the government proposed to restructure or establish state-owned capital investment and operation companies in order to further strengthen the supervision of state-owned assets and to reform the system of authorized operation of state capital with a focus on capital management. Both the theoretical and the practical are eager to know whether this reform has played a substantive role and achieved the objectives of the polit reform. However, the research on the effectiveness of polit reform is still in the stage of theoretical discussion, and there is still a lack of empirical research to evaluate it comprehensively and systematically. This paper attempts to evaluate the effectiveness of the pilot program of the reform of state-owned capital investment and operation companies from the perspective of corporate performance.

Using the sample of state-owned listed companies in China from 2012 to 2019, this paper examines the impact of the pilot program of the reform of state-owned capital investment and operation companies on corporate performance and its mechanism by employing difference-in-differences design. The empirical results show that the pilot program of the reform of state-owned capital operating companies can significantly improve the accounting and market performance of the state-owned listed companies under its control. This conclusion is still robust after a series of tests. Further mechanism tests show that the pilot reform mainly affects corporate performance through decentralization mechanism (reducing government intervention), supervision mechanism (reducing agency costs), and incentive mechanism (increasing external pay gap). The conclusions of this paper not only provide theoretical evidence support for the expansion and improvement of the pilot program of the reform of state-owned capital investment and operation companies in the new era, but also provide implications for further deepening the reform of state-owned enterprises and promoting quality economic development.

This paper may have the following two theoretical contributions: First, quantitative evaluation of social and economic policies is of great significance to the further implementation of policies. Evaluating the effects, efficiency, and benefits of economic policies in a quantitative way helps to improve the efficiency of resource allocation and make scientific decisions. This study evaluates the effectiveness of the polit reform from the perspective of corporate performance, and provides theoretical evidence support for the expansion and improvement of the pilot reform. Second, this paper explores the potential mechanisms of the pilot reform on corporate performance, which helps us better understand the influence of the pilot reform. Our empirical results show that the pilot reform mainly affects corporate performance through decentralization mechanism (reducing government intervention), supervision mechanism (reducing agency costs), and incentive mechanism (increasing external pay gap). Those findings are not only an important supplement to the literature on the reform of state-owned enterprises, but also enrich the literature on government intervention, shareholder activism, and executive pay gaps.

In addition, this paper also has important practical implications for deepening the reform of state-owned enterprises in China. Firstly, our conclusions reach a positive evaluation of the achievements of the pilot reform, and provide theoretical evidence for the further expansion and improvement of the pilot reform. Secondly, this paper provides policy implications for what role the government should play in the reform of state-owned enterprises, and how to make state-owned capital investment and operation companies play a greater role and better meet national strategic needs. The government should scientifically and reasonably define the boundary between the government and the market, and effectively reduce the government intervention, which will help the market-oriented mechanism play an important role in resource allocation. Thirdly, this paper provides guidance for state-owned enterprises on how to improve their performance. Our findings indicate that state-owned enterprises should focus on expanding the rights of autonomous operation, improving corporate governance, and optimizing the incentive system.

**Key Words:** state-owned capital investment operation company; corporate performance; influence mechanism; corporate governance

**JEL Classification:** G38, M10, M40

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2021.08.001

(责任编辑:张任之)