

# 混合所有制程度和国有企业金融资产配置\*

梁上坤 徐灿宇

(中央财经大学会计学院,北京 100081)



**内容提要:**在实体企业金融化趋势不断加强的背景下,深入挖掘影响国有企业配置金融资产的制度性因素,对于全面理解国有企业金融资产的持有动机具有重要作用。本文以2008—2017年中国A股国有上市公司为样本,探究了混合所有制程度对国有企业金融资产配置的影响。研究发现:国有企业混合所有制程度越高,金融资产配置越多;在融资约束程度较强的企业中,混合所有制程度对金融资产配置的促进作用更显著,而企业的逐利动机强弱则对上述关系不产生显著影响。进一步的研究显示:(1)区分金融资产类型,混合所有制程度对短期金融资产配置的影响较强,但对长期金融资产配置无显著影响,这一发现在融资约束较强的企业中更显著;(2)区分业绩表现,在企业业绩表现较差时,混合所有制程度对金融资产配置的促进作用并未显著增强;(3)考察金融资产配置后果,企业持有金融资产在一定程度上缓解了未来的投资不足、降低了财务风险。上述结果总体上支持了混合所有制对于金融资产配置影响的“蓄水池”动机,而未支持“资本逐利”动机。本文丰富了中国企业金融化的动因研究,并从融资约束角度拓展和深化了混合所有制对国有企业财务行为的影响研究。

**关键词:**国有上市公司 混合所有制程度 金融资产配置 融资约束 逐利动机

**中图分类号:**F276.1 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)07—0075—0018

## 一、引言

政府干预、所有者虚位和内部人控制等问题会导致国有企业效率低下、国有资本价值下跌等问题(Laffont和Tirole,1993<sup>[1]</sup>;吴有昌,1995<sup>[2]</sup>)。因此,全面深化国有企业改革、完善治理结构、提升运营效率、实现国有资产保值增值非常必要,“混合所有制经济”这一发展思路应运而生。2002年,党的十六大报告提出“大力发展国有资本、集体资本和非公有资本等参股的混合所有制经济”,2013年,十八届三中全会再次提出“积极发展混合所有制经济”。在这些发展思路的指引下,国有企业的混合所有制改革正加速推进。2012年底,中央企业及其子公司引入非国有资本形成混合所有股权结构的企业达到52%(黄速建,2014)<sup>[3]</sup>,而到2016年底,这一比例则高达68.9%(蔡好东等,2017)<sup>[4]</sup>。

随着混合所有制改革进程的深入,民营、外资、机构投资者等非国有股东不断进入到国有企业中。股东类别的多样化、股权结构的改变对国有企业的治理结构、资源禀赋等诸多方面产生了重要影响。一方面,非国有股东的加入完善了国有企业的股权结构,强化对管理层的监督并约束其机会

收稿日期:2021-01-18

\*基金项目:国家自然科学基金面上项目“中国企业成本粘性的动因和后果研究:基于地区分权竞争视角的探索”(71872196);国家自然科学基金青年项目“国企高管行政级别与公司财务决策:理论与实证”(71402198)。

作者简介:梁上坤,男,副教授,博士生导师,管理学博士,研究领域是公司治理、政府管制与政策,电子邮箱:Liang\_sk@126.com;徐灿宇,女(蒙古族),博士研究生,研究领域是公司治理,电子邮箱:Lucky\_0124@126.com。通讯作者:徐灿宇。

主义行为。曹丰和谷孝颖(2021)<sup>[5]</sup>发现,非国有股东的引入加强了对国有企业管理层的监督,抑制管理层投资金融资产的逐利动机。另一方面,伴随着非国有持股增加、国有持股减少,国有企业在政策性负担降低的同时,也削弱了国有股东带来的资源效应,企业面临的融资约束增强。Megginson等(2014)<sup>[6]</sup>指出,国有持股的降低强化了融资约束程度,促使企业持有更多的现金;余明桂等(2019)<sup>[7]</sup>基于预算软约束和信贷歧视的角度,发现国企民营化后面临更强的融资约束,从而抑制了企业创新。这些效应和发现显示出随着混合所有制改革进程的推进,国有企业的治理机制、资源效应发生了重要改变,这将直接影响公司当前的投资决策和未来的投资趋势。

近年来,实体经济的低迷以及金融发展的迅猛导致大量企业开始涉足金融行业,实体企业金融化的趋势不断加强,这一现象引发了学术界的广泛关注和讨论<sup>①</sup>。目前来看,企业金融化的动因主要被归结为两方面:一是“蓄水池”动机,企业将金融资产作为预防性储蓄工具以应对未来流动性短缺;二是“资本逐利”动机,企业将金融资产作为替代性盈利工具以追逐利润最大化。相应地,企业金融化的后果也具备了两面性,金融资产配置虽然增加了资金流动性、分散了风险,但过高的金融资产比例不仅会在微观层面挤占实业投资、抑制企业创新、损害主业业绩(Tori和Onaran,2018<sup>[10]</sup>;王红建等,2017<sup>[11]</sup>;杜勇等,2017<sup>[12]</sup>),还会在宏观层面造成失业率提升、经济稳定性降低、金融危机加剧等问题(Bhaduri,2011<sup>[13]</sup>;González和Sala,2014<sup>[14]</sup>;成思危,2015<sup>[15]</sup>)。对此,党的十九大报告提出“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济的能力”,第十三届全国人民代表大会再次强调应“引导金融支持实体经济”,体现了国家对企业金融化问题的关注和重视。因此,结合我国混合所有制改革以及经济“脱实向虚”的大背景,本文立足企业金融化视角,尝试探索国有企业股权结构变革对企业投资行为的影响。本文具体关注以下两方面的问题:第一,国有企业的混合所有制改革是否会影响企业的金融资产配置?第二,如果存在影响,其具体的作用机制为何?

本文可能的研究贡献为:第一,从股权结构变迁的角度,本文丰富了企业金融化影响因素的研究。以往关于企业金融化的研究多关注动机及结果,少有讨论其影响因素。部分文献虽然从经济政策不确定性(彭俞超等,2018)<sup>[16]</sup>、贷款利率(杨笏等,2019)<sup>[17]</sup>等外部视角以及CEO金融背景(杜勇等,2019)<sup>[18]</sup>、非国有股东委派董监高(曹丰和谷孝颖,2021)<sup>[5]</sup>等内部视角对金融化的影响因素进行了探索,但其大都立足于企业股权结构不变这一假设,并未关注股权结构变化可能的影响。本文以国有企业混合所有制改革为契机,探索了股权结构和股东性质动态交织和多样化对于金融资产配置行为影响,拓展了企业金融化影响因素的既有研究。第二,结合金融资产持有的两种动机,本文扩展了国有企业混合所有制改革经济后果的研究。以往虽然有研究考察了混改对企业金融资产配置的影响,但主要集中于金融资产持有的单一动机(曹丰和谷孝颖,2021)<sup>[5]</sup>,而缺乏对全部持有动机的考察。本文则以股权结构变动为切入点,同时对两种持有动机进行分析和排除检验,并且还考察了金融资产配置的经济后果。本文发现非国有股东的引入降低了国有资本的资源效应,促使混合所有制改革后国有企业加强了金融资产持有以应对流动性短缺风险;融资约束较强的企业持有的金融资产更多,而企业的逐利动机并未对上述关系产生显著影响;混改带来的金融资产配置降低了未来的投资不足和财务风险。这些发现揭示了国有企业混合所有制影响企业金融化的内在动机,有助于理解国有、民营、外资等不同性质股权的交织影响引发的治理结构和资源效应改变的后果,为突破和消除混合所有制改革中可能存在的障碍或制约提供一定的启发。

<sup>①</sup> 据统计结果显示,2002—2014年间非金融上市公司的金融资产规模均值及金融资产占总资产比重的均值总体上呈现上升趋势,其中金融资产规模的均值由3.46亿元攀升至11.87亿元(胡奕明等,2017)<sup>[8]</sup>。截至2016年,767家上市公司配置的金融资产总额已高达7268.76亿元(王国刚,2017)<sup>[9]</sup>。

## 二、文献回顾、理论分析与研究假设

### 1. 文献回顾

(1)企业金融资产配置。近年来,实体企业金融化成为我国非金融企业的发展趋势。已有关于企业金融资产配置的研究主要从金融化的持有动机、内外部影响因素及经济后果三个方面展开。第一,持有动机。学者们针对实体企业进行金融化的动机形成了以下观点:一是“蓄水池”动机。由于金融资产具备较强的流动性,能够变现作为预防性储蓄来应对未来的现金流短缺、缓解资金链断裂对于企业经营活动的不利冲击(Opler等,1999)<sup>[19]</sup>,因此企业会持有更多金融资产。另外,由于金融资产能够实现套期保值,进而分散和对冲来自主营业务的经营风险。为规避这一风险,企业会增大金融资产持有(张成思和郑宁,2019)<sup>[20]</sup>。二是“资本逐利”动机。由于金融资产具有高收益特点,其收益率远高于实体资产的收益率,为获取更高的利润,企业会增加金融资产配置(胡奕明等,2017)<sup>[8]</sup>。

第二,内外部影响因素。学者们结合企业金融资产的配置动机,从外部和内部环境两方面探究对金融化的影响。外部环境方面,外部经济政策不确定性的提高,降低了金融资产质量和银行信贷供给意愿,从而抑制企业的金融化趋势(彭俞超等,2018)<sup>[16]</sup>;而银行贷款利率下限的放松也会通过加剧银行间竞争程度、缩减金融行业与非金融行业的利润率差距,从而降低实体企业的金融化动机、抑制企业的金融化行为(杨箐等,2019)<sup>[17]</sup>。内部环境方面,基于公司高管背景,如果公司CEO具有金融背景,其管理金融资产的能力更强以及具有一定的资源优势,能够缓解公司的融资约束,从而提高金融化水平(杜勇等,2019)<sup>[18]</sup>。基于高管来源,如果国有企业董监高是由非国有股东委派的,将会强化对高管逐利动机的监督,最终抑制了国有企业金融化,但非国有股东仅持有股权的抑制作用不明显(曹丰和谷孝颖,2021)<sup>[5]</sup>。

第三,经济后果。已有研究对于企业金融资产配置的经济后果并没有形成一致结论。一些研究认为企业持有金融资产会产生不利影响。在宏观层面上,金融化促使经济系统更脆弱、提高金融危机发生的可能性(Bhaduri,2011)<sup>[13]</sup>,导致失业率攀升(González和Sala,2014)<sup>[14]</sup>,放缓经济增速、降低经济稳定性(Palley,2013)<sup>[21]</sup>。在微观层面上,金融化会抑制企业的创新水平(王红建等,2017)<sup>[11]</sup>、损害企业的主业业绩(杜勇等,2017)<sup>[12]</sup>、挤占企业的实业投资(Tori和Onaran,2018)<sup>[10]</sup>;张成思和张步昙,2016<sup>[22]</sup>)等。但也有研究指出,企业持有金融资产带来积极影响,并主要集中在微观层面上,发现持有金融资产降低了公司的投资波动(刘贯春等,2019)<sup>[23]</sup>,对冲企业经营活动导致的利润下降、提升企业收益率(Baud和Durand,2011)<sup>[24]</sup>。

(2)混合所有制改革。1997年,在党的十五大会议上,首次提出“混合所有制经济”的概念。此后,2003年的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》、2013年的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》、2015年的《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》等政策的发布,进一步突出强调了“大力发展混合所有制经济,做强做优做大国有资本”。在政府政策推动和自身需求驱动之下,国有企业已进入混合所有制改革的加速发展阶段,学术界也针对混合所有制改革的经济后果进行了广泛的关注。一些研究发现,非国有股东的治理效应能够监督并约束管理层行为,抑制公司代理问题,具体表现为提高现金股利分配水平(卢建词和姜广省,2018)<sup>[25]</sup>,降低过度负债(吴秋生和独正元,2019)<sup>[26]</sup>等。也有一些研究发现,混改削弱了国有企业的资源禀赋效应,国有企业的政策性负担减少(张辉等,2016)<sup>[27]</sup>,但融资约束程度更强,导致其持有更多现金(Meggison等,2014)<sup>[6]</sup>、降低了创新投入(余明桂等,2019)<sup>[7]</sup>。

梳理以上文献可以发现,混合所有制改革主要通过影响国有企业的治理结构和资源效应进而作用于企业的金融资产投资。曹丰和谷孝颖(2021)<sup>[5]</sup>基于“资本逐利”的投资替代动机,从非国有股东委派董监高的角度入手,发现混改后提高了国有企业的监督效力,抑制了金融资产投资。与上

述研究不同的是,本文综合分析并检验了“蓄水池”和“资本逐利”两种动机,从股权结构变革(混合所有制程度)的角度入手,发现混合所有制程度促进了国有企业的金融资产投资。融资约束越严重时上述促进作用更明显,而企业逐利动机的强弱对上述关系不产生显著影响,支持了“蓄水池”动机;同时,本文检验了持有金融资产带来的经济后果,从财务风险、投资不足等角度对两种持有动机进行了再识别检验。

## 2. 理论分析与研究假设

结合金融资产持有的两种动机:蓄水池和资本逐利,本文认为国有企业混合所有制改革将对金融资产投资产生以下两方面影响。

(1)混合所有制程度会促进企业金融资产配置。基于蓄水池动机,混合所有制改革通过影响企业的融资约束,强化国有企业将金融资产作为预防性储蓄工具以应对未来流动性短缺的动机。在我国特殊的制度背景下,国有企业作为政治经济发展中的独特组成部分,承担着保障就业、扶持特殊产业、维稳、社保等政策性负担和社会职能(Shleifer和Vishny,1994<sup>[28]</sup>;林毅夫等,2004<sup>[29]</sup>)。多元化的政治与经济目标以及先天的政治关联,使得国有企业借助国有产权性质获得丰厚的政府资源、隐形担保和外部融资渠道,并享受着融资便利、税收减免和政府补贴等资源优势。但伴随着混改进程的推进,不同所有权性质的股东逐渐进入到国有企业中。股权性质的多元化减少了因国有产权性质而需承担的政策性负担(廖冠民和沈红波,2014)<sup>[30]</sup>。但与此相应,国有企业与政府的关联也受到了削弱,其所拥有的融资便利、政府补贴等先天资源优势会随之减少。国有企业面临的融资约束强化,预算软约束硬化(Shleifer和Vishny,1994<sup>[28]</sup>;杨兴全和尹兴强,2018<sup>[31]</sup>)。这一变革增大了国有企业从外部资本市场融资的成本和难度,国有企业需要考虑其他途径以强化自身流动性。同固定资产等长期资产相比,金融资产具有高变现能力、低调整成本的特点。若面临资金短缺,企业能够及时出售金融资产以补充资金,降低流动性短缺对企业经营活动的不利影响(Opler等,1999)<sup>[19]</sup>。为避免流动性短缺对生产经营活动造成的负面冲击,国有企业有更强的动机配置金融资产。随着混合所有制程度的提升,金融资产配置的动机也随之提升。

同时,由于金融资产具有双重属性,其既可以作为流动性储蓄工具,也是一种投资机会(彭俞超等,2018<sup>[16]</sup>),故混合所有制改革也可能会强化企业将金融资产作为替代性工具以追逐最大化利润的动机。随着混合所有制改革进程不断深入,民营、外资等非国有股东的加入也可能促使企业出于资本逐利动机而增加金融资产配置。比如,涂国前和刘峰(2010)<sup>[32]</sup>指出,非国有股东具有天然的逐利性,更加注重自身投资收益,倾向尽早收回其股权投资成本。同实体资产相比,金融资产具有高回报率、短回收期的特点。因此,随着国有企业混合所有制程度的加深,非国有股东通过增加金融资产配置而获取更多投资收益的倾向越大。此外,混合所有制改革后管理层增大金融资产配置的动机更强。国有企业的管理层普遍面临薪酬管制,难以有效激励管理层提升企业业绩(陈冬华等,2005)<sup>[33]</sup>。混合所有制改革后管理层的薪酬管制得以放松,兼以针对管理层的监督和激励制度得以完善(白重恩等,2006)<sup>[34]</sup>,促使高管薪酬和离职对业绩的敏感度得以增强,因而其获取更高会计业绩、达成短期绩效目标的动机更强,更倾向于忽视有助于企业常青的实体投资,增加回收期更短、收益率更高的金融资产的配置(Orhangazi,2008)<sup>[35]</sup>。综上所述,混合所有制改革后,国有企业可能出于蓄水池或资本逐利的动机而增加金融资产的配置。

(2)混合所有制程度会抑制企业金融资产配置。混合所有制改革后,非国有股东的加入也可能有助于形成制衡的股权结构,强化内部监督,削弱金融资产配置的逐利动机。混合所有制通过引入多元化的股东强化股权制衡和监督,弱化国有企业将金融资产作为攫取私有收益工具的动机。杜勇等(2017)<sup>[12]</sup>指出,国有企业具有“一股独大”“所有者缺位”等特点,管理层迫于短期业绩的压力会放弃购建固定资产、创新投入等长期活动,而进行金融投机套利活动等“短视”行为,严重损害

了国有企业未来主业业绩<sup>①</sup>。混改后,民营、外资等多元化资本进入到国有企业中,这些非国有股东可能采用获取董事会席位、引入关系股东、运用法律制度等方式监督和制衡国有股东和管理层,进而缓解代理问题、改善公司治理(郝云宏和汪茜,2015)<sup>[36]</sup>。非国有资本对自身投资收益的注重也进一步强化了其监督意愿和监督能力。这一情况下,国有企业通过增加金融资产配置获取私有收益的动机下降。因此,混合所有制改革后,国有企业可能抑制了出于资本逐利动机的金融资产配置。基于此,本文提出如下竞争性假设:

H<sub>1a</sub>:混合所有制程度促进了国有企业金融资产配置。

H<sub>1b</sub>:混合所有制程度抑制了国有企业金融资产配置。

为了有效识别混合所有制程度对企业金融资产配置到底产生何种影响,究竟哪一种动机占主导,本文进一步考察企业的融资约束程度和逐利动机强弱的影响。若蓄水池动机占主导,企业持有更多的金融资产是为了达到预防性储蓄的目的,那么对于不同融资约束程度的企业而言,这种动机下的金融资产配置将存在显著差异。当企业面临的融资约束较强时,企业的融资渠道减少、融资难度也随之提高,这会进一步增强企业增持金融资产来提高流动性的倾向。因此,在蓄水池动机下,受融资约束更强的国有企业,混合所有制程度与金融资产配置之间的正向关系越显著。若资本逐利动机占主导,无论混改后到底是促进或抑制了非国有股东的逐利动机,对于不同逐利动机强弱的企业而言,这一动机下的金融资产配置也将显著不同。如果混改后非国有股东的加入强化了国有企业的逐利动机,对于逐利动机较强的企业而言,混改后配置更多金融资产的动机更强;如果混改后非国有股东发挥制衡作用、抑制企业的逐利动机,那么对于逐利动机较强的企业,这一抑制作用也将更强。结合上述分析,进一步探究混改后国有企业金融资产配置的动机,基于此,本文提出如下假设:

H<sub>2a</sub>:在融资约束程度较强的国有企业中,混合所有制程度对金融资产配置的促进作用更显著;

H<sub>2b</sub>:在逐利动机较强的国有企业中,混合所有制程度对金融资产配置的影响更显著。

### 三、研究设计与描述性统计

#### 1. 模型构建与变量定义

为了检验本文的研究假设,参考杜勇等(2019)<sup>[18]</sup>,构造回归模型如下:

$$Asset\_F_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Mix_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Asset\_F_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Mix_{i,t} + \beta_2 Mix_{i,t} \times Cons\_KZ_{i,t}(RProfit_{i,t}) + \beta_3 Cons\_KZ_{i,t}(RProfit_{i,t}) + \sum Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,Asset\_F<sub>i,t</sub>表示国有企业的金融资产配置,分别为金融资产配置绝对值(Asset\_FA)、金融资产配置相对值(Asset\_FR);Mix<sub>i,t</sub>表示混合所有制程度;Cons\_KZ<sub>i,t</sub>(RProfit<sub>i,t</sub>)表示融资约束程度(逐利动机强弱)。Control<sub>i,t</sub>为一系列可能影响金融资产配置的变量,同时控制了行业、年份固定效应。具体的变量定义如下。

(1)被解释变量。参考宋军和陆旸(2015)<sup>[37]</sup>、杜勇等(2017)<sup>[12]</sup>,金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款、可供出售金融资产和持有至到期投资共五项金融资产。Asset\_FA为金融资产配置绝对值,为上述五项金融资产的自然对数。Asset\_FR为金融资产配置相对值,为上述五项金融资产占总资产的比值<sup>②</sup>。

① 例如,母公司隆鑫控股指令子公司 ST 丰华认购信托公司产品,而后信托公司认购由母公司发行的非公开债务融资凭证,实现了由中小股东向大股东的利益输送 ([https://www.sohu.com/a/330212961\\_115124?scm=1002.46005d.16b016c016f.PC\\_ARTICLE\\_REC\\_OPT](https://www.sohu.com/a/330212961_115124?scm=1002.46005d.16b016c016f.PC_ARTICLE_REC_OPT))。

② 参考胡奕明等(2017)<sup>[8]</sup>,对于金融资产为0的公司,将其金融资产配置绝对值(Asset\_FA)设定为0。

(2)解释变量。混合所有制程度(*Mix*),参考卢建词和姜广省(2018)<sup>[25]</sup>、朱磊等(2019)<sup>[38]</sup>的研究,借鉴赫芬达尔指数(HHI),采用1减去前10大股东中不同类型股东占比的平方和度量。对于股东类型的划分,参考马连福等(2015)<sup>[39]</sup>、杨兴全和尹兴强(2018)<sup>[31]</sup>,分为国有股东、民营股东、外资股东、机构投资者和自然人五种类型。*Mix*的值越大,表示国有企业引入的非国有股东越多样,混改程度越大。

(3)调节变量。参考Baker等(2003)<sup>[40]</sup>、陈晖丽和刘峰(2014)<sup>[41]</sup>及李君平和徐龙炳(2015)<sup>[42]</sup>等研究,本文以KZ指数作为企业融资约束程度的代理变量,并按照以下公式计算年度每家上市公司的KZ指数。

$$KZ = -3.014 \times Cash/Ta - 4.444 \times CFO/Ta - 62.626 \times Div + 0.153 \times Lev \quad (3)$$

其中,*Cash*是现金持有,*CFO*是经营活动产生的现金流,*Ta*、*Div*、*Lev*分别是总资产、发放的股利、资产负债率。计算得到KZ指数后,对年度内上市公司的KZ指数从小到大排序,根据中位数生成虚拟变量*Cons\_KZ*。当公司KZ指数高于中位数,*Cons\_KZ*取值为1,表示融资约束程度较强,否则取值为0。

参考王红建等(2017)<sup>[11]</sup>,以*RProfit*作为企业逐利动机强弱的代理变量,当公司当年投资收益与净利润的比值高于中位数,*RProfit*取值为1,表示公司的逐利动机较强,否则取值为0。

(4)控制变量。参考以往研究,选择如下控制变量:公司规模(*Asset*)、财务杠杆(*Lev*)、盈利水平(*ROA*)、成长性(*Growth*)、托宾Q值(*Tq*)、资产周转率(*Turnover*)、有形资产率(*Tang*)、经济政策不确定性(*EPU*)。

具体的变量定义及说明如表1所示。对连续型变量进行上下1%的缩尾处理(Winsorize)。

表1 主要变量的定义与说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	金融资产配置绝对值	<i>Asset_FA</i>	公司年末交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款、可供出售金融资产及持有至到期投资共五项金融资产的自然对数
	金融资产配置相对值	<i>Asset_FR</i>	公司年末金融资产占总资产的比值
解释变量	混合所有制程度	<i>Mix</i>	1减去前10大股东中不同类型股东占比的平方和
调节变量	融资约束	<i>Cons_KZ</i>	虚拟变量,若公司当年KZ指数高于中位数取值为1,表示融资约束程度较强,否则取值为0
	逐利动机	<i>RProfit</i>	虚拟变量,若公司当年投资收益与净利润的比值高于中位数取值为1,表示逐利动机较强,否则取值为0
控制变量	公司规模	<i>Asset</i>	公司年末总资产的自然对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	公司年末有息负债与总资产的比值
	盈利水平	<i>ROA</i>	公司年末营业利润与总资产的比值
	成长性	<i>Growth</i>	公司当年营业收入相比上年的增长率
	托宾Q	<i>Tq</i>	公司市值与总资产的比值
	资产周转率	<i>Turnover</i>	公司年末主营业务收入与总资产的比值
	有形资产率	<i>Tang</i>	公司年末非流动资产与总资产的比值
	经济政策不确定性	<i>EPU</i>	基于月度经济政策不确定性指数,按平均得到年度指数

资料来源:作者整理

## 2. 样本选取

参考蔡贵龙等(2018)<sup>[43]</sup>和逯东等(2019)<sup>[44]</sup>的研究,考虑到股权分置改革到2007年底基本完成且其对公司股权结构的影响,本文选取2008—2017年我国A股国有上市公司作为初始样本。随后,剔除金融类公司、ST公司、数据缺失及异常公司等,得到7028个公司年度观测值。本文所用数据均来自国泰安经济金融研究数据库(CSMAR),使用Stata软件进行统计分析。

### 3. 描述性统计与相关性分析

表2是主要变量的描述性统计。*Asset\_FA*的均值为10.7896,下四分位数、上四分位数、标准差分别为0.0000、18.5264、8.8856,表明不同公司的金融资产配置规模差距较大。*Asset\_FR*的均值为0.0196,表示2008—2017年间我国国有上市公司的金融资产在总资产中所占比重平均为1.96%。*Mix*的均值和中位数分别为0.7260、0.7570。其他变量的统计值均在合理的范围之内。未列示的相关系数矩阵显示<sup>①</sup>,*Asset\_FA*与*Asset\_FR*的相关系数为0.3948,且在1%水平上显著,表明两种金融化程度的度量具有一致性。*Asset\_FA*、*Asset\_FR*与*Mix*的相关系数分别为-0.0765和0.0666,均在1%的水平上显著,需要控制公司特征等变量后进一步研究。

表2 描述性统计

变量	均值	标准差	下四分位数	中位数	上四分位数
<i>Asset_FA</i>	10.7896	8.8856	0.0000	15.3543	18.5264
<i>Asset_FR</i>	0.0196	0.0526	0.0000	0.0007	0.0122
<i>Mix</i>	0.7260	0.1685	0.6368	0.7570	0.8567
<i>Cons_KZ</i>	0.5003	0.5000	0.0000	1.0000	1.0000
<i>RProfit</i>	0.5037	0.5000	0.0000	1.0000	1.0000
<i>Asset</i>	22.5677	1.4077	21.5748	22.3719	23.4409
<i>Lev</i>	0.2605	0.1837	0.1000	0.2503	0.3975
<i>ROA</i>	0.0316	0.0615	0.0067	0.0290	0.0591
<i>Growth</i>	0.1647	0.4950	-0.0392	0.0884	0.2402
<i>Tq</i>	1.8812	1.1471	1.1744	1.4983	2.1250
<i>Turnover</i>	0.6967	0.5034	0.3515	0.5779	0.8801
<i>Tang</i>	0.4854	0.2301	0.3048	0.4788	0.6703
<i>EPU</i>	2.0481	0.9618	1.2363	1.7904	2.4440

资料来源:作者整理

## 四、研究假设检验

### 1. 混合所有制程度与企业金融资产配置

表3是混合所有制程度与企业金融资产配置的回归结果。回归时均控制了行业固定效应(*Industry*)和年份固定效应(*Year*),并在括号中列示了经稳健标准误和公司层面聚类调整的*t*值。第(1)、(2)列中被解释变量分别为*Asset\_FA*和*Asset\_FR*。其中,公司规模(*Asset*)、托宾Q(*Tq*)、经济政策不确定性(*EPU*)的系数显著为正,公司杠杆率(*Lev*)的系数显著为负,表明公司的规模、托宾Q值、有形资产占比越高,经济政策不确定性越大以及杠杆率越低时,国有企业金融化趋势越强,与彭俞超等(2018)<sup>[16]</sup>、杜勇等(2019)<sup>[18]</sup>一致。基于此,第(1)、(2)列中混合所有制程度(*Mix*)的系数均为正,且在1%水平下显著。这一结果表明,混合所有制程度越高,国有企业金融资产配置越多,混合所有制促进了国有企业的金融化。支持了研究假设H<sub>1a</sub>,未支持研究假设H<sub>1b</sub>。

表3 混合所有制程度与企业金融资产配置

变量	(1) <i>Asset_FA</i>	(2) <i>Asset_FR</i>
<i>Mix</i>	4.4538 *** (3.79)	0.0238 *** (2.96)

① 受篇幅限制,未列示具体结果,备案。

续表 3

变量	(1) <i>Asset_FA</i>	(2) <i>Asset_FR</i>
<i>Asset</i>	2.5796 *** (15.58)	0.0018 * (1.93)
<i>Lev</i>	-4.0957 *** (-3.35)	-0.0453 *** (-4.37)
<i>ROA</i>	-5.6055 ** (-2.15)	0.0035 (0.24)
<i>Growth</i>	0.0280 (0.14)	-0.0010 (-0.90)
<i>Tq</i>	0.4439 *** (2.82)	0.0011 (0.71)
<i>Turnover</i>	0.2763 (0.58)	-0.0072 ** (-2.21)
<i>Tang</i>	0.5693 (0.52)	0.0408 *** (4.13)
<i>EPU</i>	2.1089 *** (13.37)	0.0030 *** (2.85)
常数项	-52.3737 *** (-10.18)	-0.0528 ** (-2.25)
行业/年份	控制	控制
观测值	7028	7028
调整 R <sup>2</sup>	0.289	0.088

注:括号中的值为经公司层面聚类并经稳健性标准误调整的 *t* 值; \*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 的水平下显著,下同资料来源:作者整理

## 2. 混合所有制程度、融资约束与企业金融资产配置

表 4 是不同融资约束下的回归结果。其中,第(1)~(3)列中被解释变量为 *Asset\_FA*,第(4)~(6)列中被解释变量为 *Asset\_FR*。在第(1)、(4)列融资约束强组,混合所有制程度(*Mix*)的系数为正,均在 1% 水平上显著;在第(2)、(5)列融资约束弱组,混合所有制程度(*Mix*)的系数为正,分别为 5% 水平上显著、不显著;第(3)、(6)列全样本中混合所有制程度和融资约束交乘项(*Mix* × *Cons\_KZ*)的系数为正,均在 1% 的水平上显著。这一结果表明,融资约束较强时,混合所有制程度会显著提高国有企业金融资产配置的金额以及金融资产配置在总资产中的比重,支持了研究假设 H<sub>2a</sub>。上述结果综合表明,国有企业面临的融资约束程度越强,混合所有制程度对企业金融化的促进作用越强,进一步支持了混合所有制改革下企业金融资产配置的蓄水池动机<sup>①</sup>。

表 4 混合所有制程度、融资约束与金融资产配置

变量	<i>Asset_FA</i>			<i>Asset_FR</i>		
	(1) 融资约束强	(2) 融资约束弱	(3) 全样本	(4) 融资约束强	(5) 融资约束弱	(6) 全样本
<i>Mix</i>	5.1193 *** (3.55)	3.2788 ** (2.21)	2.3555 *** (2.91)	0.0333 *** (2.95)	0.0161 (1.64)	0.0144 *** (2.73)
<i>Mix</i> × <i>Cons_KZ</i>			2.9623 *** (2.81)			0.0187 *** (2.84)

① 为了提高回归结果的稳健性,本文从 SA 指数、公司规模和营业收入的角度更换了企业融资约束程度的度量,重新进行检验,回归结果依然稳健。

续表 4

变量	Asset_FA			Asset_FR		
	(1) 融资约束强	(2) 融资约束弱	(3) 全样本	(4) 融资约束强	(5) 融资约束弱	(6) 全样本
Cons_KZ			-1.8799** (-2.36)			-0.0101** (-2.14)
Asset	2.4424*** (11.55)	2.8489*** (13.76)	2.6634*** (29.80)	0.0014 (1.08)	0.0028** (2.23)	0.0022*** (3.88)
Lev	-3.9046*** (-2.70)	-5.0991*** (-3.04)	-4.6221*** (-6.92)	-0.0500*** (-3.58)	-0.0456*** (-3.48)	-0.0514*** (-9.50)
ROA	-0.2127 (-0.07)	-6.1544 (-1.46)	-4.2415** (-2.33)	0.0484** (2.18)	-0.0101 (-0.40)	0.0269** (2.35)
Growth	-0.1007 (-0.27)	0.1009 (0.42)	0.0318 (0.17)	-0.0045*** (-2.66)	0.0010 (0.74)	-0.0009 (-0.80)
Tq	0.4646** (2.18)	0.5711*** (2.72)	0.4228*** (4.09)	0.0003 (0.13)	0.0026 (1.47)	0.0013 (1.38)
Turnover	0.7268 (1.33)	0.2145 (0.40)	0.5217** (2.26)	-0.0046 (-1.26)	-0.0093** (-2.24)	-0.0071*** (-3.98)
Tang	0.4468 (0.32)	2.6974* (1.92)	2.1640*** (3.55)	0.0464*** (3.39)	0.0344*** (3.60)	0.0470*** (9.10)
EPU	1.9115*** (8.34)	2.3119*** (10.77)	2.1228*** (13.89)	0.0003 (0.17)	0.0057*** (3.70)	0.0029** (2.54)
常数项	-45.9272*** (-8.81)	-66.8817*** (-13.26)	-52.7393*** (-22.11)	-0.0577* (-1.65)	-0.0752** (-2.48)	-0.0636*** (-4.22)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	3516	3512	7028	3516	3512	7028
调整 R <sup>2</sup>	0.266	0.363	0.326	0.0774	0.112	0.117

资料来源:作者整理

### 3. 混合所有制程度、逐利动机与企业金融资产配置

表 5 是不同逐利动机下的回归结果。其中,第(1)~(3)列中被解释变量为 *Asset\_FA*,第(4)~(6)列中被解释变量为 *Asset\_FR*。可以发现,在第(1)、(4)列逐利动机强组,混合所有制程度 (*Mix*) 的系数为正,分别在 1%、5% 水平上显著;在第(2)、(5)列逐利动机弱组,混合所有制程度 (*Mix*) 的系数也为正,均在 1% 水平上显著;第(3)、(6)列全样本中混合所有制程度和逐利动机交乘项 (*Mix* × *RProfit*) 的系数为正,均不显著。这一结果表明,企业的逐利动机强弱对于混合所有制程度与金融资产配置之间的关系不产生显著影响,从而既没有支持资本逐利动机强化下的促进效应,也没有支持资本逐利动机弱化下的抑制效应,未支持研究假设 H<sub>2b</sub>。此外,本文在后续研究中也进一步检验了长短期金融资产及金融资产配置对企业投资不足、财务风险等维度的影响,其结果依然支持表 5 的研究发现,排除了资本逐利动机。

表 5 混合所有制程度、逐利动机与金融资产配置

变量	Asset_FA			Asset_FR		
	(1) 逐利动机强	(2) 逐利动机弱	(3) 全样本	(4) 逐利动机强	(5) 逐利动机弱	(6) 全样本
<i>Mix</i>	3.9418*** (4.80)	3.5335*** (4.15)	3.1450*** (3.76)	0.0265** (2.09)	0.0167*** (3.48)	0.0150** (2.30)
<i>Mix</i> × <i>RProfit</i>			0.3978 (0.38)			0.0113 (1.18)

续表 5

变量	Asset_FA			Asset_FR		
	(1) 逐利动机强	(2) 逐利动机弱	(3) 全样本	(4) 逐利动机强	(5) 逐利动机弱	(6) 全样本
Cons_KZ			2.4579*** (3.15)			0.0079 (1.20)
Asset	2.3977*** (20.07)	2.4077*** (19.31)	2.4978*** (27.84)	0.0013 (0.80)	0.0008 (1.44)	0.0012 (1.21)
Lev	-5.1317*** (-5.80)	-1.8181** (-2.08)	-3.9062*** (-6.11)	-0.0714*** (-4.22)	-0.0114** (-2.13)	-0.0459*** (-4.16)
ROA	-4.8672* (-1.67)	-7.7402*** (-3.76)	-6.2985*** (-3.71)	0.0176 (0.54)	-0.0157 (-1.54)	0.0084 (0.54)
Growth	0.2550 (1.03)	0.0198 (0.07)	0.1167 (0.64)	0.0010 (0.54)	-0.0019** (-2.35)	-0.0005 (-0.45)
Tq	0.3926*** (2.59)	0.5363*** (4.17)	0.4646*** (4.52)	0.0017 (0.56)	0.0008 (0.98)	0.0016 (1.03)
Turnover	-0.1467 (-0.48)	0.9287*** (2.88)	0.5242** (2.31)	-0.0101** (-2.11)	-0.0010 (-0.42)	-0.0071* (-1.91)
Tang	0.2274 (0.29)	-0.2377 (-0.32)	1.4545** (2.44)	0.0640*** (3.80)	0.0139** (2.58)	0.0431*** (3.97)
EPU	1.9859*** (9.44)	2.3638*** (10.88)	2.1776*** (14.56)	0.0055*** (2.85)	0.0014 (1.36)	0.0032*** (2.99)
常数项	-44.2870*** (-10.56)	-42.9285*** (-12.92)	-48.9812*** (-20.52)	-0.0529 (-1.21)	-0.0225 (-1.46)	-0.0392 (-1.50)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	3540	3488	7028	3540	3488	7028
调整 R <sup>2</sup>	0.264	0.309	0.347	0.120	0.036	0.137

资料来源:作者整理

#### 4. 稳健性测试

为提升上述结果的稳健性,本文进一步进行以下测试<sup>①</sup>。

(1) 下一年金融资产配置的测试。考虑到混合所有制程度影响金融资产配置可能需要一定的时间,因此采用下一年的金融资产配置重新进行回归。

(2) 工具变量法的测试。考虑到相同年度行业内的混合所有制程度较为趋同,而对单个公司的规模、财务杠杆、盈利水平等的影响较小。因此,本文选取除本公司外的同行业同年度的其他公司混合所有制程度的均值作为工具变量重新进行回归。

(3) 改变混合所有制程度度量的测试。参考朱磊等(2019)<sup>[38]</sup>的研究,本文采用熵指数(EI)衡量股权融合度替换混合所有制程度变量并重新回归<sup>②</sup>。

(4) 缓解金融危机影响的测试。本文剔除金融危机影响较大的2008年、2009年的观测值,重新检验,以减轻其对本文回归结果的影响。

(5) 保留制造业公司的测试。考虑到非制造业企业主要在资本逐利的驱动下进行金融资产配置(张成思和郑宁,2019)<sup>[20]</sup>,为减轻这一动机对检验结果的影响,本文仅保留制造业样本进行重新

① 受到篇幅限制,未列示稳健性结果,但未见异常,备索。

②  $EI = \sum R_i \times \ln(1/R_i)$ ,其中, $R_i$ 为公司第*i*种类型股东的持股比例。

回归。

以上稳健性测试结果表明,之前的研究结论均保持稳定。

## 五、进一步检验

### 1. 区分不同类型金融资产的检验

之前的理论分析和实证结果表明,混合所有制改革的背景下,国有企业出于蓄水池动机会提高金融资产的配置。那么,混合所有制程度对于不同类型金融资产的促进作用是否存在差异?借鉴彭俞超等(2018)<sup>[16]</sup>,将金融资产划分为短期金融资产和长期金融资产,重新检验。其中,交易性金融资产、发放贷款和可供出售金融资产构成短期金融资产,而衍生金融资产和持有至到期投资构成长期金融资产。

表6是区分不同类型金融资产的结果。Panel A是混合所有制程度和长短期金融资产配置的回归结果。第(1)、(3)列中被解释变量为短期金融资产,混合所有制程度(*Mix*)的系数为正,在1%水平上显著;第(2)、(4)列中被解释变量为长期金融资产,混合所有制程度(*Mix*)的系数不显著。Panel B是混合所有制程度、融资约束和长短期金融资产配置的回归结果。第(1)、(3)列中被解释变量为短期金融资产,所有制程度和融资约束交乘项(*Mix* × *Cons\_KZ*)的系数为正,在1%水平上显著;第(2)、(4)列中被解释变量为长期期金融资产,所有制程度和融资约束交乘项(*Mix* × *Cons\_KZ*)的系数为正,不显著。以上结果表明,混合所有制促进了短期金融资产的配置,且这一促进作用在融资约束较高时更显著,但对长期金融资产配置并无显著影响,支持了国有企业金融资产配置的蓄水池动机。混合所有制改革削弱了国有产权的资源效应、强化了国有企业的融资约束(杨兴全和尹兴强,2018)<sup>[31]</sup>。出于预防性储蓄的目的,混改后国有企业更倾向持有流动性强、易变现的短期金融资产,出售流动性差、难以变现的长期金融资产,进而强化企业整体流动性、缓解融资约束。

表6 区分不同类型金融资产的检验

Panel A: 混合所有制程度与金融资产配置				
变量	<i>Asset_FA</i>		<i>Asset_FR</i>	
	(1) 短期	(2) 长期	(3) 短期	(4) 长期
<i>Mix</i>	4.3546*** (3.72)	-0.2673 (-0.40)	0.0235*** (2.94)	0.0006 (1.27)
<i>Asset</i>	2.6045*** (15.55)	0.5388*** (4.51)	0.0018** (1.98)	0.0001 (1.34)
<i>Lev</i>	-4.2812*** (-3.49)	-1.4867** (-2.47)	-0.0439*** (-4.26)	-0.0011** (-2.30)
<i>ROA</i>	-6.7437** (-2.52)	-1.6362 (-1.25)	0.0021 (0.14)	0.0000 (0.05)
<i>Growth</i>	0.0037 (0.02)	0.1111 (0.90)	-0.0008 (-0.71)	0.0000 (0.52)
<i>Tq</i>	0.4247*** (2.60)	0.0159 (0.21)	0.0010 (0.67)	-0.0000 (-1.22)
<i>Turnover</i>	0.4340 (0.91)	0.0403 (0.18)	-0.0070** (-2.14)	-0.0001 (-1.14)
<i>Tang</i>	0.7336 (0.66)	-0.4936 (-1.00)	0.0406*** (4.11)	0.0004 (0.95)
<i>EPU</i>	2.2240*** (14.17)	-0.1146 (-1.28)	0.0030*** (2.97)	-0.0001** (-2.18)

续表 6

Panel A: 混合所有制程度与金融资产配置

变量	Asset_FA		Asset_FR	
	(1) 短期	(2) 长期	(3) 短期	(4) 长期
常数项	-49.0692 <sup>***</sup> (-10.94)	-11.0720 <sup>***</sup> (-4.09)	-0.0541 <sup>**</sup> (-2.13)	-0.0021 (-1.43)
行业/年份	控制	控制	控制	控制
观测值	7028	7028	7028	7028
调整 R <sup>2</sup>	0.301	0.046	0.087	0.014

Panel B: 混合所有制程度、融资约束与金融资产配置

变量	Asset_FA		Asset_FR	
	(1) 短期	(2) 长期	(3) 短期	(4) 长期
Mix	2.3806 <sup>***</sup> (2.94)	-1.4045 (-1.53)	0.0134 <sup>**</sup> (2.57)	0.0003 (0.46)
Mix × Cons_KZ	2.7369 <sup>***</sup> (2.60)	1.5656 (1.55)	0.0200 <sup>***</sup> (3.07)	0.0005 (0.85)
Cons_KZ	-1.7490 <sup>**</sup> (-2.20)	-1.0398 (-1.30)	-0.0110 <sup>**</sup> (-2.38)	-0.0004 (-0.93)
Asset	2.6813 <sup>***</sup> (30.13)	0.6144 <sup>***</sup> (4.85)	0.0022 <sup>***</sup> (3.96)	0.0001 (1.44)
Lev	-4.8081 <sup>***</sup> (-7.23)	-1.6392 <sup>**</sup> (-2.57)	-0.0501 <sup>***</sup> (-9.30)	-0.0010 <sup>**</sup> (-2.07)
ROA	-5.2517 <sup>***</sup> (-2.92)	-1.6061 (-1.20)	0.0257 <sup>**</sup> (2.28)	-0.0001 (-0.14)
Growth	0.0096 (0.05)	0.0833 (0.68)	-0.0006 (-0.59)	0.0000 (0.22)
Tq	0.4005 <sup>***</sup> (3.90)	0.0233 (0.32)	0.0012 (1.32)	-0.0000 (-1.10)
Turnover	0.6264 <sup>***</sup> (2.73)	0.1843 (0.72)	-0.0069 <sup>***</sup> (-3.92)	-0.0001 (-0.54)
Tang	2.2451 <sup>***</sup> (3.68)	-0.1317 (-0.23)	0.0469 <sup>***</sup> (9.10)	0.0006 (1.15)
EPU	2.2445 <sup>***</sup> (14.76)	-0.1231 (-1.38)	0.0029 <sup>***</sup> (2.63)	-0.0001 <sup>**</sup> (-2.29)
常数项	-53.4976 <sup>***</sup> (-22.60)	-14.1648 <sup>***</sup> (-4.57)	-0.0634 <sup>***</sup> (-4.27)	-0.0022 (-1.31)
行业/年份	控制	控制	控制	控制
观测值	7028	7028	7028	7028
调整 R <sup>2</sup>	0.339	0.063	0.118	0.028

资料来源:作者整理

## 2. 替代性解释的检验

前文的研究发现表明,混合所有制改革后,国有企业出于预防性储蓄的目的而提高金融资产的持有;当国有企业面临的融资约束较强时,其持有金融资产的动机更强,而逐利动机则对金融资产持有不产生显著影响。上述结果支持了蓄水池动机,排除了资本逐利动机。为了强化回归结果的

稳健性,本文从企业的业绩追求角度进行考察,以进一步排除资本逐利动机的替代性解释。基于资本逐利动机,如果企业的常规业务业绩表现越差,企业配置金融资产的动机将会更强。借鉴杜勇等(2017)<sup>[12]</sup>和杨等等(2019)<sup>[17]</sup>的方法,本文采用上一年资产收益率度量企业的常规业务业绩表现,两个代理变量的计算公式为: $AdjRoa1_{t-1} = \text{营业利润}/(\text{总资产} - \text{金融资产})$ ;  $AdjRoa2_{t-1} = (\text{营业利润} - \text{投资收益})/(\text{总资产} - \text{金融资产})$ 。随后,本文在公式(1)中加入上一年资产收益率以及其与混合所有制变量的交乘项重新考察对金融资产配置的影响。表7列示了回归结果。其中,第(1)、(2)列中混合所有制程度与企业业绩交乘项( $Mix \times AdjRoa1_{t-1}$ )的系数为正,不显著;第(3)、(4)列中混合所有制程度与企业业绩交乘项( $Mix \times AdjRoa2_{t-1}$ )的系数为负,不显著。这些结果表明,企业业绩表现对混合所有制程度和金融化之间的正向关系不存在显著影响。这些发现减轻了混合所有制改革后国有企业基于资本逐利动机而增加金融资产配置的推测,进一步支持了蓄水池动机。

表7 替代性解释的检验

变量	$AdjRoa1_{t-1}$		$AdjRoa2_{t-1}$	
	(1) $Asset\_FA$	(2) $Asset\_FR$	(3) $Asset\_FA$	(4) $Asset\_FR$
<i>Mix</i>	4.3374 *** (3.43)	0.0199 ** (2.47)	4.7351 *** (3.81)	0.0260 *** (2.92)
$Mix \times AdjRoa1_{t-1}$	0.6058 (0.05)	0.1203 (1.38)	-13.9015 (-1.03)	-0.0305 (-0.31)
$AdjRoa1_{t-1}$	-2.5970 (-0.27)	-0.0312 (-0.54)	-0.8829 (-0.09)	-0.0398 (-0.62)
<i>Asset</i>	2.5287 *** (14.36)	0.0008 (0.82)	2.6561 *** (15.25)	0.0026 ** (2.40)
<i>Lev</i>	-3.9224 *** (-3.05)	-0.0389 *** (-3.81)	-5.0086 *** (-3.95)	-0.0551 *** (-4.67)
<i>Growth</i>	-0.3471 (-1.54)	-0.0005 (-0.34)	-0.4618 ** (-2.05)	-0.0018 (-1.31)
<i>Tq</i>	0.4183 ** (2.49)	0.0008 (0.50)	0.4443 *** (2.66)	0.0013 (0.81)
<i>Turnover</i>	0.1913 (0.36)	-0.0078 ** (-2.14)	0.2850 (0.54)	-0.0068 * (-1.91)
<i>Tang</i>	0.6792 (0.57)	0.0432 *** (4.04)	0.3097 (0.26)	0.0401 *** (3.87)
<i>EPU</i>	2.0622 *** (12.25)	0.0035 *** (3.19)	1.9686 *** (11.57)	0.0022 * (1.91)
常数项	-46.1201 *** (-9.50)	-0.0287 (-0.99)	-48.7148 *** (-10.34)	-0.0657 ** (-2.23)
行业/年份	控制	控制	控制	控制
观测值	5935	5935	5935	5935
调整 R <sup>2</sup>	0.292	0.0918	0.297	0.0918

资料来源:作者整理

### 3. 金融资产配置后果的检验

在国有企业混合所有制改革过程中,非国有股东的进入间接弱化了原有国有股东的资源优势。这将加重国有企业的融资约束程度,并进一步影响国有企业后续的投资行为和财务风险。当国有企业面临较高度度的融资约束时,往往容易放弃一些净现值为正的项目,造成未来的投资不足。同时,较高的融资约束也容易降低国有企业的资金流动性,提高未来财务风险。如果混合所有制改革后,国有企业出于蓄

水池动机增加了金融资产配置,那么将有助于缓解企业的融资约束,降低企业未来的投资不足和财务风险。基于此,本文尝试从投资不足和财务风险的角度进一步检验企业增加金融资产配置的动机<sup>①</sup>。

借鉴 Richardson(2006)<sup>[45]</sup>,采用如下模型度量投资不足。模型中, $Inew_t =$ (购建固定资产、无形资产与其他长期资产所支付的现金 - 处置固定资产、无形资产及其他长期资产收回的现金净额)/年初资产总额; $Cash_{t-1}$  = 公司上一期现金及现金等价物持有量/期初资产总额; $Age_{t-1}$ 为上一期公司年龄; $Ret_{t-1}$ 为上一期考虑现金红利再投资的年个股回报率;其余变量与前文一致,并控制了行业和年度固定效应。模型(4)回归得到的残差若小于0,代表投资不足。

$$Inew_t = \beta_0 + \beta_1 Tq_{t-1} + \beta_2 Lev_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Asset_{t-1} + \beta_6 Ret_{t-1} + \beta_7 Inew_{t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_t \quad (4)$$

借鉴 Altman(1968)<sup>[46]</sup>提出的 Z-score 指数度量财务风险,为 $(1.2 \times$ 营运资金/总资产 $+ 1.4 \times$ 留存收益/总资产 $+ 3.3 \times$ 息税前利润/总资产 $+ 0.6$ 股票总市值/负债账面价值 $+ 0.999 \times$ 销售收入)/总资产,其值越大表示财务风险越小,反之亦然。

表8的 Panle A 是投资不足的回归结果。其中,第(1)~(3)列分别是被解释变量为滞后1期、2期、3期的投资不足绝对值( $Uinv$ ),解释变量为金融资产配置绝对值( $Asset\_FA$ )的回归结果。 $Asset\_FA$ 的系数均为负,在1%水平上显著。第(4)~(6)列分别是被解释变量为滞后1期、2期、3期的投资不足绝对值( $Uinv$ ),解释变量为金融资产配置相对值( $Asset\_FR$ )的回归结果。 $Asset\_FR$ 的系数均为负,在1%水平上显著。这表明,混合所有制改革后持有金融资产显著降低了企业的投资不足。由此表明,混合所有制程度促进企业增加金融资产配置的动机并非是以收益率较高的金融资产对实业投资的替代,而是将流动性强的金融资产作为预防性储蓄,以响应未来的投资需求。

表8的 Panle B 是财务风险的回归结果。其中,第(1)~(3)列分别是被解释变量为滞后1期、2期、3期的财务风险( $Zscore$ ),解释变量为金融资产配置绝对值( $Asset\_FA$ )的回归结果。可以发现, $Asset\_FA$ 的系数均为正,分别在10%、10%、5%水平上显著。第(4)~(6)列分别是被解释变量为滞后1期、2期、3期的财务风险( $Zscore$ ),解释变量为金融资产配置相对值( $Asset\_FR$ )的回归结果。可以发现, $Asset\_FR$ 的系数均为正,部分显著。这些结果表明,混合所有制改革后金融资产配置显著降低了企业的财务风险。混合所有制改革促使企业持有更多金融资产以缓解融资约束,增加资金流动性,进而降低未来的财务风险。

表8 金融资产配置后果的检验

Panel A: 金融资产配置和投资不足

变量	(1) $Uinv_{t+1}$	(2) $Uinv_{t+2}$	(3) $Uinv_{t+3}$	(4) $Uinv_{t+1}$	(5) $Uinv_{t+2}$	(6) $Uinv_{t+3}$
$Asset\_FA$	-0.0002*** (-4.50)	-0.0002*** (-4.40)	-0.0002*** (-3.45)			
$Asset\_FR$				-0.0441*** (-8.37)	-0.0329*** (-5.37)	-0.0288*** (-4.08)
$Asset$	-0.0002 (-0.45)	-0.0009** (-2.49)	-0.0005 (-1.23)	-0.0006* (-1.69)	-0.0014*** (-3.74)	-0.0008** (-2.31)
$Lev$	-0.0094*** (-3.78)	-0.0096*** (-3.89)	-0.0104*** (-3.81)	-0.0105*** (-4.30)	-0.0102*** (-4.14)	-0.0110*** (-4.03)
$ROA$	-0.0179** (-2.39)	-0.0011 (-0.15)	-0.0086 (-1.03)	-0.0159** (-2.12)	0.0009 (0.12)	-0.0069 (-0.82)

① 在逐利动机下,引入的民营、外资等非国有股东以自身利益最大化为决策标准,往往倾向于投资收益率更高、收益速度更快的金融资产。这将挤占实业投资和未来投资,导致而不是缓解投资不足,并增大未来财务风险。

续表 8

Panel A: 金融资产配置和投资不足

变量	(1) $Uinv_{t+1}$	(2) $Uinv_{t+2}$	(3) $Uinv_{t+3}$	(4) $Uinv_{t+1}$	(5) $Uinv_{t+2}$	(6) $Uinv_{t+3}$
<i>Growth</i>	0.0023 *** (3.19)	-0.0012 *** (-2.64)	-0.0006 (-1.13)	0.0022 *** (2.99)	-0.0013 *** (-2.81)	-0.0007 (-1.28)
<i>Tq</i>	0.0009 ** (2.11)	-0.0002 (-0.41)	0.0009 (1.47)	0.0008 ** (2.01)	-0.0003 (-0.74)	0.0007 (1.14)
<i>Turnover</i>	-0.0008 (-1.07)	-0.0007 (-0.87)	0.0008 (1.03)	-0.0012 (-1.47)	-0.0009 (-1.09)	0.0007 (0.87)
<i>Tang</i>	0.0187 *** (8.20)	0.0138 *** (6.24)	0.0161 *** (7.23)	0.0204 *** (8.92)	0.0150 *** (6.65)	0.0172 *** (7.63)
<i>EPU</i>	-0.0018 *** (-3.48)	-0.0013 (-1.42)	0.0025 *** (3.01)	-0.0020 *** (-4.06)	-0.0013 (-1.43)	0.0024 *** (2.87)
常数项	0.0209 ** (2.13)	0.0407 *** (4.52)	0.0241 ** (2.57)	0.0285 *** (2.99)	0.0481 *** (5.32)	0.0310 *** (3.36)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	3798	3220	2725	3798	3220	2725
调整 R <sup>2</sup>	0.102	0.100	0.107	0.108	0.100	0.107

Panel B: 金融资产配置和财务风险

变量	(1) $Zscret + 1$	(2) $Zscret + 2$	(3) $Zscret + 3$	(4) $Zscret + 1$	(5) $Zscret + 2$	(6) $Zscret + 3$
<i>Asset_FA</i>	0.0028 * (1.93)	0.0033 * (1.96)	0.0044 ** (2.24)			
<i>Asset_FR</i>				0.0307 (0.47)	0.0914 (1.14)	0.2050 ** (2.30)
<i>Asset</i>	0.0117 * (1.92)	0.0145 * (1.92)	0.0015 (0.17)	0.0164 *** (2.86)	0.0199 *** (2.87)	0.0091 (1.13)
<i>Lev</i>	-0.7385 *** (-15.11)	-0.7492 *** (-13.60)	-0.6346 *** (-9.92)	-0.7429 *** (-15.06)	-0.7486 *** (-13.51)	-0.6245 *** (-9.72)
<i>ROA</i>	4.3646 *** (22.79)	3.2355 *** (14.27)	3.3487 *** (13.76)	4.3592 *** (22.66)	3.2260 *** (14.19)	3.3311 *** (13.67)
<i>Growth</i>	-0.0362 *** (-2.71)	-0.0425 *** (-2.82)	-0.0440 ** (-2.57)	-0.0370 *** (-2.76)	-0.0431 *** (-2.86)	-0.0444 *** (-2.60)
<i>Tq</i>	0.0037 (0.41)	0.0235 ** (2.25)	0.0360 *** (2.67)	0.0041 (0.45)	0.0239 ** (2.29)	0.0366 *** (2.71)
<i>Turnover</i>	0.8252 *** (51.24)	0.7692 *** (39.22)	0.6912 *** (29.41)	0.8257 *** (50.78)	0.7707 *** (38.90)	0.6943 *** (29.21)
<i>Tang</i>	-0.7826 *** (-20.65)	-0.7341 *** (-16.27)	-0.7321 *** (-14.02)	-0.7824 *** (-19.62)	-0.7429 *** (-15.64)	-0.7572 *** (-13.95)
<i>EPU</i>	0.0376 *** (4.03)	-0.0103 (-0.51)	-0.0408 * (-1.86)	0.0371 *** (3.98)	-0.0111 (-0.55)	-0.0411 * (-1.87)
常数项	0.3458 ** (2.37)	0.7953 *** (4.21)	1.1245 *** (5.09)	0.2865 ** (1.99)	0.7362 *** (3.94)	1.0367 *** (4.76)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	5923	4948	4133	5923	4948	4133
调整 R <sup>2</sup>	0.679	0.585	0.524	0.679	0.585	0.524

资料来源:作者整理

## 六、结论与启示

在我国国有企业混合所有制改革和实体经济金融化趋势不断加强的背景下,本文结合金融资产两种持有动机:蓄水池动机和资本逐利动机,尝试考察了国有企业混合所有制改革对金融资产配置的影响。研究发现,国有企业混合所有制程度的加大削弱了原有国有股东的资源效应,强化了企业面临的融资约束程度,促使其持有更多金融资产以达到预防性储蓄的目的;企业面临的融资约束程度越强,其持有更多金融资产的动机也更强,而企业的逐利动机强弱则对金融资产的持有不产生显著影响;以上发现支持了蓄水池动机。进一步探索中,本文进行了区分不同金融资产类型、替代性解释、金融资产配置后果的检验,总体发现支持蓄水池动机而排除资本逐利动机。此外,本文采用滞后一期金融资产配置、两阶段工具变量、改变混合所有制度量、减轻金融危机影响、仅保留制造业的稳健性测试后,结果基本保持稳定。

本文可能的现实启示在于:首先,国有企业作为经济改革中的重中之重,应当注重国有股权和非国有股权的相互融合和联动治理,将国有股权的资源优势和非国有股权的治理优势充分融合,从根本上实现企业的长期、高质量发展。在混合所有制改革中,国有企业通过引入民营、外资等异质股东而强化监督和制衡、激发企业活力,但同时也要注意异质股东的加入也降低了伴随国有股东的资源效应,融资约束程度的加重可能会使企业丧失一些优良的投资机会,从而影响整体的国有企业改革效果。其次,针对进行混合所有制改革的国有企业,政府部门应进一步完善改革初期的补贴政策。本文发现混合所有制改革后预算软约束的“硬化”导致企业利用金融资产进行预防性储蓄,从而扩大金融化趋势。为避免其对宏观经济稳定性的损害,政府部门应针对处于混合所有制改革初期的企业制定更为完善的补贴或税收减免政策,弱化企业的预防性储蓄动机、降低企业的金融化趋势。最后,在实体经济“脱实向虚”的大背景下,应当注重企业金融资产持有动机的识别。出于资本逐利动机的金融资产投资不利于企业实体投资、损害实体经济的发展,但出于蓄水池动机的金融资产投资却起到储蓄资金、增加流动性以及平滑投资的积极作用。因此,对于实体经济大幅持有金融资产、金融化趋势加强等现象,监管部门不应仅关注金融资产的持有规模而忽视了金融资产的持有动机,应从源头上识别企业持有金融资产的根本原因,并针对性地出台差异化政策进行辅助或监督,为企业正常实体投资活动创造良好、健康的外部监管环境。

### 参考文献

- [1] Laffont, J. J., and J. Tirole. A Theory of Incentives in Procurement and Regulation[M]. Boston: MIT Press, 1993.
- [2] 吴有昌. 国有企业内部人控制问题的成因及对策[J]. 重庆: 改革, 1995, (4): 73-78.
- [3] 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.
- [4] 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.
- [5] 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.
- [6] Megginson, W. L., Ullah, B., and Z. Wei. State Ownership, Soft-Budget Constraints and Cash Holdings: Evidence from China's Privatized Firms[J]. Journal of Banking Finance, 2014, 48, (2): 276-291.
- [7] 余明桂, 钟慧洁, 范蕊. 民营化、融资约束与企业创新——来自中国工业企业的证据[J]. 北京: 金融研究, 2019, (4): 75-91.
- [8] 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.
- [9] 王国刚. “去杠杆”: 范畴界定、操作重心和可选之策[J]. 北京: 经济学动态, 2017, (7): 16-25.
- [10] Tori, D., and Ö. Onaran. The Effects of Financialization on Investment: Evidence from Firm-level Data for the UK[J]. Cambridge Journal of Economics, 2018, 42, (5): 1393-1416.
- [11] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 杨笋. 实体经济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.

- [12] 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.
- [13] Bhaduri, A. A Contribution to the Theory of Financial Fragility and Crisis[J]. Cambridge Journal of Economics, 2011, 35, (6): 995-1014.
- [14] González, I., and H. Sala. Investment Crowding-Out and Labor Market Effects of Financialization in the U. S.[J]. Scottish Journal of Political Economy, 2014, 61, (5): 589-613.
- [15] 成思危. 虚拟经济不可膨胀[J]. 北京:资本市场, 2015, (1): 8.
- [16] 彭俞超, 韩珩, 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.
- [17] 杨箬, 王红军, 戴静, 许传华. 放松利率管制、利润率均等化与实体企业“脱实向虚”[J]. 北京:金融研究, 2019, (6): 20-38.
- [18] 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.
- [19] Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52, (1): 3-46.
- [20] 张成思, 郑宁. 中国实业部门金融化的异质性[J]. 北京:金融研究, 2019, (7): 1-18.
- [21] Palley T. I. Financialization: What It is and Why It Matters[A]. In: Financialization[C]. Palgrave Macmillan, London, 2013.
- [22] 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.
- [23] 刘贯春, 刘媛媛, 张军. 金融资产配置与中国上市公司的投资波动[J]. 北京:经济学(季刊), 2019, (2): 573-596.
- [24] Baud, C., and C. Durand. Financialization, Globalization and the Making of Profits by Leading Retailers[J]. Socio-Economic Review, 2011, 10, (2): 241-266.
- [25] 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.
- [26] 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.
- [27] 张辉, 黄昊, 闫强明. 混合所有制改革、政策性负担与国有企业绩效——基于 1999—2007 年工业企业数据库的实证研究[J]. 北京:经济学家, 2016, (9): 32-41.
- [28] Shleifer, A., and R. W. Vishny. Politicians and Firms[J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, (4): 995-1025.
- [29] 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): 127-156.
- [30] 廖冠民, 沈红波. 国有企业的政策性负担:动因、后果及治理[J]. 北京:中国工业经济, 2014, (6): 96-108.
- [31] 杨兴全, 尹兴强. 国企混改如何影响企业现金持有? [J]. 北京:管理世界, 2018, (11): 93-107.
- [32] 涂国前, 刘峰. 制衡股东性质与制衡效果——来自中国民营化上市公司的经验证据[J]. 北京:管理世界, 2010, (11): 132-142.
- [33] 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.
- [34] 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.
- [35] Orhangazi, Ö. Financialisation and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy[J]. Cambridge Journal of Economics, 2008, (6): 863-886.
- [36] 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.
- [37] 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.
- [38] 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.
- [39] 马连福, 王丽丽, 张琦. 混合所有制的序选择:市场的逻辑[J]. 北京:中国工业经济, 2015, (7): 5-20.
- [40] Baker, M., J. Stein, and J. Wurgler. When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2003, 118, (3): 969-1005.
- [41] 陈晖丽, 刘峰. 融资融券的治理效应研究——基于会计稳健性的视角[J]. 北京:中国会计评论, 2014, (1): 277-294.
- [42] 李君平, 徐龙炳. 资本市场错误定价、融资约束与公司融资方式选择[J]. 北京:金融研究, 2015, (12): 113-129.
- [43] 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.
- [44] 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.
- [45] Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, (11): 159-189.
- [46] Altman, E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy[J]. The Journal of Finance, 1968, 23, (4): 589-609.

# Mixed Ownership and Corporate Financial Asset Allocation

LIANG Shang-kun, XU Can-yu

(School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing, 100081, China)

**Abstract:** Government intervention, owner vacancy, and insider control will lead to problems such as low efficiency of state-owned enterprises and decline in the value of state-owned capital. Therefore, it is necessary to comprehensively deepen the reform of state-owned enterprises, improve the governance structure, improve operational efficiency, and maintain and increase the value of state-owned assets. The development concept of “mixed ownership economy” has emerged. Scholars have conducted a lot of research on the economic consequences of mixed ownership. Some scholars have found that mixed ownership can help improve innovation efficiency, reduce policy burdens, reduce audit fees, and ultimately improve corporate performance and corporate value. But another part of scholars found that mixed ownership will inhibit innovation efficiency, intensify changes in accounting firms, increase policy burdens and lead to a decline in corporate performance. The above studies have explored the impact of mixed ownership reform on enterprises from different perspectives. However, there are certain contradictions between these findings, and there is relatively little attention to the emerging investment trends of enterprises.

In recent years, the downturn of the real economy and the high level of financial development have led to a large number of companies starting to get involved in the financial industry, and the trend of financialization of real companies has continued to strengthen. This phenomenon has aroused widespread concern and discussion in the academic community. Although financial asset allocation increases liquidity and diversifies risks, an excessively high proportion of financial assets will not only squeeze industrial investment at the micro level, inhibit enterprise innovation, and damage the performance of the main business. The report of the 19th National Congress of the Communist Party of China pointed out that the reform of the financial system should be deepened and the ability of financial services to serve the real economy should be strengthened. The 13th National People’s Congress once again emphasized the need to “guide finance to support real enterprises”, reflecting the state’s financialization of enterprises. Therefore, combined with the background of our country’s mixed ownership reform and the economic “removal from reality to virtual”, we attempt to explore the impact of state-owned enterprises, an important shareholding structure reform, on corporate investment behavior from the perspective of corporate financialization. This paper specifically focuses on the following two issues: First, will the mixed ownership reform of state-owned enterprises affect the enterprise’s financial asset allocation? Second, if there is an impact, what is its specific mechanism of action?

Drawing on data analysis of Chinese A-share state-owned listed companies between 2008 and 2017, this paper examines how mixed ownership affects financial asset allocation. The results indicate that the degree of mixed ownership promotes the financial asset allocation of corporate. The higher the degree of mixed ownership, the more the financial asset allocation of corporate. The above promotion effect is stronger in corporate with a higher level of financing constraints. The further analysis indicates: (1) distinguishing the types of financial assets, mixed ownership promotes the allocation of short-term financial assets, but has no significant impact on the allocation of long-term financial assets; (2) distinguishing corporate performance, the role of mixed ownership in promoting financial asset allocation has not been significantly enhanced when corporate performance is poor; (3) distinguishing the degree of financing constraints, the promotion effect is stronger in corporate with a higher level of financing constraints; (4) the financial assets allocation has alleviated underinvestment and reduce the financial risk to a certain extent. The above results generally support the “reservoir” motivation, but not the “capital pursue profit” motivation. This paper enriches the research on the motivation of corporate financialization in the context of China and expands the impact of mixed ownership on the financial behavior of state-owned enterprises from the perspective of financing constraints.

**Key Words:** state-owned enterprises; mixed ownership; financial asset allocation; financing constraints; profit motive

**JEL Classification:** G30, G34, D22

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2021.07.005

(责任编辑: 闫梅)