

混合所有制改革程度、政府隐性担保 与国企过度负债*



吴秋生 独正元

(山西财经大学会计学院,山西 太原 030006)

内容提要:本文以2013—2017年沪深A股国有上市公司为样本,手工收集年报披露的前十大股东中非国有股东持股与委派人员数据,分别从股权结构和高层治理结构两个维度衡量国有企业混合所有制改革程度,实证分析混合所有制改革程度对国企过度负债的影响以及政府隐性担保的调节作用。研究发现,国有企业混合所有制改革程度越高国企过度负债水平越低,并且相较于股权结构维度,高层治理结构维度的混合所有制改革更有助于缓解国企过度负债;进一步研究发现,政府隐性担保程度的提高抑制了混合所有制改革程度对国企过度负债的缓解作用。本文不仅为混合所有制改革下通过发挥非国有股东的治理作用来缓解国企过度负债提供了经验证据,同时研究结论也表明,混合所有制改革既要股权结构的“混”,更要治理结构的“合”,并且要减少政府隐性担保,充分发挥市场作用。这对有效推进国有企业混合所有制改革有一定的启示意义。

关键词:混合所有制改革 国有企业 政府隐性担保 过度负债

中图分类号:F276.1 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2019)08—0162—16

一、引言

国有企业负债水平是否合理影响其能否实现高质量发展。国有产权的先天特征和政治关系,使得国有企业具有债务融资优势,并且降低了国有企业财务危机成本,从而导致国有企业的高杠杆水平(肖泽忠和邹宏,2008)^[1]。从宏观角度看,国有企业的债务总量过高会增加股价崩盘风险,带来宏观经济波动和系统性金融风险(刘丽娜和马亚民,2018)^[2];从微观角度看,国有企业的高负债水平会使企业陷入财务危机,进而影响国有企业资产保值增值(韦德洪等,2018)^[3]。但是,仅仅简单地要求降低国企实际负债水平并不严谨,国有企业的合理负债水平受到行业、年度以及公司特征等因素的影响,而过度负债则反映了国有企业的实际负债水平与目标负债水平的偏离程度(陆正飞等,2015)^[4]。因此,关注国企债务水平,尤其是缓解国企过度负债更具重要意义。

国有企业是我国经济的重要支柱,其经营存续关系到整个国家经济的稳定运行和高质量发展(周业安等,2017)^[5],因此,国企改革一直是我国经济改革的重要内容。十八届三中全会提出,要积极发展混合所有制经济;2015年国务院发布的《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》提出,混合所有制改革要充分发挥市场机制作用,实现引资本与转机制相统一、产权多元化与完善国企法人治理结构相结合;十九大报告进一步明确国企改革的方向是发展混合所有制经济。已有研

收稿日期:2019-02-27

* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“国家审计、协同监督与国企资产保值增值”(71872105)。

作者简介:吴秋生,男,教授,博士生导师,管理学博士,研究领域是审计理论与公司治理,电子邮箱:qsw1962@126.com;独正元,男,博士研究生,研究领域是公司治理,电子邮箱:sxceddy93@qq.com。通讯作者:吴秋生。

究认为,混合所有制改革与非国有股东治理在公司业绩、企业效率、公司治理等方面存在积极的经济后果(刘运国等,2016^[6];张铭慎和曾铮,2018^[7];蔡贵龙等,2018^[8];祁怀锦等,2018^[9]),这为完善和推进国有企业混合所有制改革提供了很好的思路及经验证据。而国企过度负债问题根植于国有产权性质产生的所有者缺位、预算软约束等诸多缺陷(Dong等,2014^[10];刘汉民等,2018^[11]),这些正是推进国有企业混合所有制改革所要解决重要问题。那么,国企混改能否通过发挥非国有股东的治理作用来缓解国企过度负债呢?与此同时,国有企业凭借国有产权性质拥有政府隐性担保(杨治等,2007^[12];潘红波和余明桂,2011^[13];纪洋等,2018^[14]),这带来了大量非市场化机制,成为国有资本的“铁栅栏”和国有企业的“保护伞”。那么,混合所有制改革对国企过度负债的影响是否又会由于政府隐性担保程度的不同产生差异呢?

为了解决上述问题,本文手工收集了2013—2017年沪深两市A股国有上市公司年报披露的前十大股东中非国有股东持股与委派人员情况数据,分别从股权结构和高层治理结构两个维度衡量混合所有制改革程度,实证分析国有企业混合所有制改革程度对国企过度负债的影响以及政府隐性担保对两者关系的调节作用。研究发现,混合所有制改革程度越高国有企业过度负债水平越低,并且相较于股权结构维度的混合所有制改革,高层治理结构维度的混合所有制改革更有助于缓解国企过度负债,进一步研究发现,政府隐性担保程度的提高抑制了国企混合所有制改革对国企过度负债的缓解作用。

本文可能的研究贡献在于:第一,以往研究大多仅从股权结构角度衡量国有企业混合所有制改革程度,而混合所有制改革不仅要求引入非国有资本对国有企业的股权结构进行优化,还需要通过非国有股东参与企业经营决策来构建高效的治理结构,因此,本文从股权结构和高层治理结构两个维度衡量国有企业混合所有制改革程度有助于全面体现混合所有制改革下非国有股东的治理作用,以期获得相对丰富和稳健的结论。第二,本文实证分析混合所有制改革程度对国企过度负债的影响以及政府隐性担保对两者关系的调节作用,不仅为混合所有制改革下通过发挥非国有股东的治理作用来缓解国企过度负债提供了经验证据,丰富了对于混合所有制改革与非国有股东治理的相关经济后果研究,同时也对新一轮国企改革中以市场化途径提高混合所有制效果具有启示意义。

二、文献回顾与研究假设

国企过度负债根植于国有产权性质的先天特征和政治关系,现有研究认为国有企业存在过度负债的主要原因有:其一,国有企业所有者缺位和国有股“一股独大”引起的代理问题。我国国有企业长期存在产权不清、所有者缺位现象(刘汉民等,2018)^[11],同时,国有股“一股独大”使得国企出现内部人控制(黄速建,2014^[15];韦德洪等,2018^[3]),并且为了赢得上级主管部门、媒体和公众的关注,从而在围绕政治晋升开展的“锦标赛”中胜出,国有企业高管有激励从事大量投资活动、公益性捐赠和在职消费等损害国有企业长期发展的短期行为(郑志刚等,2012)^[16],推高了国企杠杆率并产生了扭曲的资本结构,从而导致过度负债。其二,国有企业的非市场化机制和预算软约束。国有企业存在“上级任命”制度、考核晋升制度等非市场化机制,需要承担大量的政策性负担(白重恩等,2006)^[17],具有非经济职能,并且财政收支缺口向企业转嫁以及部分专项资金的“拨改贷”进一步推高了国企杠杆率,同时国有企业凭借国有产权性质拥有政府保护和隐性担保,存在预算软约束现象(Dong等,2014^[10];纪洋等,2018^[14]),进而引发国企过度负债。此外,国企过度负债存在同伴效应和地区差异,经济欠发达地区的国企杠杆率更高(Liu等,2011^[18];李世辉等,2018^[19])。

上述国有产权性质的先天特征和政治关系,一方面使国有企业具有债务融资优势,即相比于非国有企业,国有企业取得银行贷款的难度更低,因而具有更高的资产负债率和更长的债务期限结构(陆正飞等,2015)^[4],并且预算软约束程度越大,国有企业实际资本结构与最优资本结构之间的偏

离程度也越大(Deangelo等,2011)^[20];另一方面降低了国有企业财务危机成本,出于对经济和社会秩序的考虑,国有企业陷入财务危机时更可能获得政府资金扶持(肖泽忠和邹宏,2008)^[11],这使得国企为减少未来财务危机成本而控制负债率水平的动机较小(Titman和Tsyplakov,2007)^[21],更可能过度利用债务融资。

针对国有产权性质在国企经营存续中的缺陷,政府将混合所有制作为全面推进国有企业改革的突破口和中心环节,即通过引入非国有资本来优化国企股权结构,并利用市场机制来提升企业资源配置效率,同时发挥非国有股东参与国企治理的作用来构建高效的法人治理结构,从而增强国有经济活力(祁怀锦等,2018)^[9]。因此,混合所有制改革与非国有股东治理存在如下积极的经济后果:

其一,从公司业绩角度看,降低国有股占比有助于发挥非国有股东的治理作用,从而提升公司业绩(白重恩等,2006)^[17],促进国有资产保值增值(祁怀锦等,2018)^[9],也有学者进一步认为简单的股权混合并不能够提升公司业绩,混合主体多样性才能够提升公司业绩(马连福等,2015)^[22],并且相比于股权结构,混合所有制企业中董事会结构对公司业绩的影响作用更大(刘汉民等,2018)^[11]。其二,从企业效率角度看,国有企业混合所有制改革能够提升企业效率(吴万宗和宗大伟,2016)^[23],同时,产权专业化所带来的法人治理结构及高管选拔和激励机制会提升企业投资效率(杨志强和李增泉,2018)^[24],但也有学者发现国企混改后,企业的创新效率会因非国有大股东掏空等原因被抑制(钟昀珈等,2016)^[25],因此,提升企业效率不仅应适当降低国有股占比,更要解决国有股“一股独大”问题(张铭慎和曾铮,2018)^[7]。其三,从公司治理角度看,国有企业混合所有制改革有利于加强监督,提高内部控制质量(刘运国等,2016)^[6],降低公司代理成本,改善国企高管的薪酬业绩敏感性(蔡贵龙等,2018)^[8];祁怀锦等,2018^[9]),减少企业冗余雇员并改善“一股独大”带来的内部人控制问题(黄速建,2014)^[15],从而提高国有企业的公司治理水平,并在外部治理制度不完善时起到弥补作用(Boateng和Huang,2017)^[26];郝阳和龚六堂,2017^[27])。

综上所述,国有产权性质的先天特征和政治关系使国有企业具有债务融资优势和较低的财务危机成本,从而导致过度负债,而混合所有制改革将产权多元化与完善内部治理结构相结合能够有效破解国企经营发展困境(黄速建,2014)^[15]。但目前关于混合所有制改革如何影响国企过度负债这一问题的研究还比较匮乏。那么,在对国有企业公司业绩、企业效率、公司治理等方面产生积极影响的同时,国有企业混合所有制改革能否通过发挥非国有股东的治理作用来克服由国有产权的先天特征和政治关系带来的诸多缺陷,进而缓解国企过度负债呢?以下针对国企过度负债成因具体分析:

第一,混合所有制改革有助于解决国有企业所有者缺位和国有股“一股独大”引起的代理问题。我国国有企业存在国有产权虚置问题,使得内部人缺乏有效监督管理、委托代理问题严重,而非国有资本具有明确的资金来源和收益归属,其“逐利天性”使得非国有股东更加关注企业绩效与投资回报,因此,通过引入“到位”的非国有股东参与国企治理,能够有效制约和监督国有企业内部人,从而提升国企治理水平(马连福等,2015)^[22],最终缓解国企过度负债。具体来讲:一方面,混合所有制改革有助于完善公司治理机制。非国有股东通过持股与高管委派行为,不仅可以在股权结构上对国有股形成制衡,有助于解决国有股“一股独大”引起的代理问题,还可以在高层治理结构上对国有企业中的“准官员”型高管进行约束,完善国企激励约束机制和内部控制制度,优化公司治理机制,降低国企的代理成本(郑志刚,2015)^[28],实现国有企业的“所有者回归”,使国有企业成为“真正”的独立法人,增强负债理性,从而缓解国企过度负债;另一方面,混合所有制改革有助于加强国有企业监管。基于“逐利天性”和自身利益最大化,非国有股东不但在意愿上具有较强的动机去监督国企高管的在职消费、投资活动和努力程度等(郝阳和龚六堂,2017)^[27],非国有股东也能够行动上通过持股和高管委派行为来积极参与国有企业治理,充分监督国企内部的经营管理活动,有效降低非国有股东的信息不对称,减轻国企的内部人控制,使得国企负债水平发生偏离的可

能性和偏离程度大大降低,从而缓解国企过度负债。

第二,混合所有制改革有助于提升国有企业市场化水平并缓解预算软约束。我国国有企业存在大量的非市场化机制,包括“上级任命”制度、考核晋升制度和多重任务目标等,而非国有资本具有充分利用灵活市场机制的优势,因此,混合所有制改革通过将国有企业与非国有企业之间的制度壁垒打破,适配以“管资本”为主的国资监管方式,以市场机制缓解预算软约束,倒逼国有企业市场化水平提升,从而缓解国企过度负债。具体来讲:一方面,混合所有制改革提高了国有企业市场化水平。混合所有制改革通过形成有效的选拔和激励相容机制提升了高管的薪酬业绩敏感性(蔡贵龙等,2018)^[8],为了实现自身利益最大化,非国有股东会基于“逐利天性”积极参与国有企业治理,国有企业主动优化资本结构的动机会加强(郑曼妮等,2018)^[29],使得企业负债更具理性,并且在产品市场竞争和财务危机成本增加的压力下,公司决策将更多得以效益最大化和国企资产保值增值展开,强化了国有企业自主经营和自我负责,有利于更好地发挥市场在资源配置的决定性作用,从而缓解国企过度负债;另一方面,混合所有制改革与以“管资本”为主的国资监管方式相适应。国资委“管人管事管资产”的监管方式侧重于“业务经营”,具有行政化管理倾向(郑志刚,2015)^[28],不利于提高国有企业活力,导致国企预算软约束,而以“管资本”为主的监管方式聚焦于“资本运营”,其去行政化的监管方式,有利于充分发挥市场机制作用来调动非国有股东参与治理的积极性,因此,混合所有制改革把引资本与转机制结合起来,把产权多元化与完善企业法人治理结构结合起来,更加契合以“管资本”为主的国资监管模式变革,有助于克服行政化管理的弊端并改善预算软约束,推动国有企业主动优化资本结构,降低实际负债水平的偏离程度,从而缓解国企过度负债。

随着国有企业混合所有制改革程度加深,非国有股东愈加积极参与国有企业治理,国企过度负债得到缓解。因此,本文提出如下假设:

H₁: 国企混合所有制改革程度越高,国企过度负债程度越低。

国有企业凭借国有产权性质拥有政府隐性担保(杨治等,2007^[12];潘红波和余明桂,2011^[13];纪洋等,2018^[14])。政治保护理论认为,政府对于国有企业存在“父爱主义”,国企共和国长子地位和国企高管管理者与政府官员双重身份使得国有企业和政府具有天然的政治联系(郑志刚,2015)^[28],并且政府及其官员能从国有企业中获取政治收益和私有收益(Shleifer和Vishny,1994^[30];杨治等,2007^[12]),因此,政府倾向于将控制的稀缺资源优先分配给国有企业(潘红波和余明桂,2011)^[13],从而使得国有企业不仅能够获得更多的政策倾斜和扶持力度,减少可能遭受到的行政管制,还能带来信贷优惠、税收优惠和政府补贴等实际利益(纪洋等,2018)^[14],最终在资源配置中占据优势地位。

政府隐性担保会对国企混合所有制改革的效果产生不利影响。具体来讲:一方面,政府隐性担保减弱了混合所有制企业中非国有股东的影响力。在政府隐性担保下,国有企业凭借强大的政治优势和资源优势,获取与民企“不平等”竞争下的超额利润,从而表现出高于真实绩效的名义绩效(郑志刚,2015)^[28],这种“超额”绩效使得混合所有制企业在进行股权结构混改的基础上进一步优化内部治理结构的动力不足,从而非国有股东参与企业经营决策的“话语权”大大减弱,由此政府隐性担保成为国有资本的“铁栅栏”和国有企业的“保护伞”,导致垄断资源政治化和管理者权利寻租行为,增加了国有企业的规制成本和管理成本(杨继生和阳建辉,2015)^[31],不利于发挥非国有股东的治理作用,从而抑制了混合所有制改革对国企过度负债的缓解作用。另一方面,政府隐性担保不利于发挥混合所有制国企中非国有资本的优势。政府与国有企业之间存在信息不对称,因此,政府保护行为可能造成资源错误配置,妨碍市场竞争,恶化信贷环境(郑曼妮等,2018)^[29],甚至导致公司进入“以投资换补助”的怪圈,导致国企预算软约束,从而降低了混合所有制企业的市场化程度,并且政府隐性担保本身就带来了大量非市场化机制,这与非国有资本充分利用灵活市场机制的优势相背离,从而导致国有企业经营目标政治化或非经济化,造成了企业效率损失,不利于发挥非国有股东的治理作用,从而

抑制了混合所有制改革对国企过度负债的缓解作用。因此,本文提出如下假设:

H₂:政府隐性担保程度的提高抑制了国企混合所有制改革程度对国企过度负债的影响。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文选取2013—2017年沪深A股国有上市公司作为初始样本,并且由于本文计算目标负债率时需要利用滞后一期的数据,因此利用2012年以后的样本数据,同时按如下标准进行筛选:(1)剔除金融业公司;(2)剔除ST、*ST、PT公司;(3)剔除研究期间相关数据缺失的公司;(4)剔除数据异常值,最终得到公司——年度样本4627个,同时为避免离群值的影响,本文对连续型变量按1%进行了缩尾处理。本文以2013年作为研究起点主要考虑到:2013年十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,作出积极发展混合所有制经济的顶层设计,从而国企混改进入了更深入、更现实的阶段,在此之后,随着关于国企混改的一系列具体政策制度和文件发布,国企混改全面展开。本文使用的非国有股东持股数据和委派人员数据由上市公司年报手工收集整理,政府隐性担保相关数据来自WIND数据库和CSMAR数据库,缺失部分由上市公司年报手工收集整理,其余数据均来源于CSMAR数据库,样本公司和股东的性质通过巨潮资讯网和天眼查软件判断。本文使用的统计软件为Excel2013与Stata15.0。

2. 主要变量定义

(1)过度负债的衡量。现有衡量过度负债的指标有:1)实际负债率与行业负债率中位数或均值之差(张会丽和陆正飞,2013)^[32],该方法将行业负债率作为企业目标负债率的标准,未考虑行业内企业的个体特征。2)Graham(2000)^[33]认为税收因素决定企业目标负债率,计算负债所能得到最大税收优惠时的利息支出与实际利息支出之比,即Kink值来衡量,但也有学者认为税收对企业资产负债率影响并不显著(Frank和Goyal,2009^[34];Chang等,2014^[35]);3)实际负债率由目标负债率和过度负债率构成,实际负债水平与目标负债水平之差为过度负债水平(Denis和McKeon,2012^[36];陆正飞等,2015^[4];李世辉等,2018^[19]),该方法充分考虑到由公司规模、企业性质、盈利能力和行业等因素导致的企业目标负债水平的异质性,能够较为准确衡量企业负债水平的偏离程度。此外,考虑到我国股票市场存在市场负债率噪音较大的情况,本文借鉴陆正飞等(2015)^[4]的思路,在计算目标负债率时采用账面负债率衡量企业的资产负债率。综上所述,本文选取第三种方法,借鉴Caskey等(2012)^[37]、Denis和McKeon(2012)^[36]的思路对样本分年度回归,预测企业的目标负债率,回归模型如下:

$$LEVB_t = \alpha_0 + \alpha_1 SOE_{t-1} + \alpha_2 ROA_{t-1} + \alpha_3 INLEVB_{t-1} + \alpha_4 GROWTH_{t-1} + \alpha_5 FATA_{t-1} + \alpha_6 SIZE_{t-1} + \alpha_7 SHR_{t-1} \quad (1)$$

过度负债(OVERDEBT)由实际负债率减去目标负债率得到,该指标越大说明过度负债程度越高。模型(1)中控制变量包括:国有性质(SOE)、盈利能力(ROA)、行业负债率中位数(INLEVB)、总资产增长率(GROWTH)、固定资产占比(FATA)、企业规模(SIZE)和第一大股东持股比例(SHR)。

与此同时,为了增强研究结论的可靠性,本文在稳健性检验部分,借鉴张会丽和陆正飞(2013)^[32]的思路,以国有企业实际资产负债率减去行业负债率中位数来衡量国企过度负债水平(OVERDEBT_W),重新进行分析。

(2)混合所有制改革程度的衡量。参考蔡贵龙等(2018)^[8]的思路,本文从股权结构和高层治理结构两个方面衡量国有企业混合所有制改革程度。1)股权结构维度,以前十大股东中非国有股东的持股比例之和(NONSOE_SHR)衡量;2)高层治理结构维度,以非国有股东委派董事人数占董事会人数的比例(NONSOE_D)和非国有股东委派董监高人数占公司董事会、监事会和管理层人数之和的比例(NONSOE_DJG)衡量。委派人员的判断标准是:如果企业高管为自然人股东则认为该自然人股东向本

企业委派人员;如果企业高管在法人股东单位履职则认为该法人股东向本企业委派人员;对于董监高换届年数据,只将换届后的董监高委派人员计入。此外,本文还将从股权结构和高层治理结构两个维度分别设置前十大股东中第一大非国有控股股东持股比例(*NONSOE_SHR1th*)、非国有股东委派董事虚拟变量(*NONSOE_D_DUM*)以及非国有股东委派董监高虚拟变量(*NONSOE_DJG_DUM*)用于稳健性检验。

(3)政府隐性担保程度的衡量。已有研究认为国有企业拥有的政府隐性担保主要表现在:信贷支持、税收优惠、政府补贴等三个方面。1)信贷支持(*GP_LOAN*),国有企业由于其国有产权性质拥有政府隐性担保,从而具有软预算约束,使得借款融资成本低,借款期限长,更容易获得大额长期借款,显示为长期借款比重较高(纪洋等,2018)^[14];2)税收优惠(*GP_TAX*),国有企业在竞争中拥有政府的诸多优待,这降低了其经营风险,政府和企业间的这种关系通过二者针对经营成果的博弈最终由税收优惠水平反映出来(杨治等,2007)^[12];3)政府补贴(*GP_SUB*),政府对国有企业的隐性担保还体现在政府对企业的财政补贴(魏明海等,2017)^[38],国有企业取得更多的政府补贴,显示了该企业受到政府更大的支持和鼓励,如果出现财务危机,政府也更有可能为企业兜底。因此,本文参考现有文献从以上三个方面衡量政府隐性担保程度。

考虑到政府隐性担保程度的三个具体指标之间具有一定的相关性,可能使得政府隐性担保程度的衡量产生一定的重叠效应。因此,本文借鉴魏明海等(2017)^[38]、蔡贵龙等(2018)^[39]的变量定义思路,通过主成分分析法处理以上三个具体指标,设置综合的政府隐性担保程度变量(*GP*)用于实证分析,并且通过了KMO检验,基本具备主成分分析的理论符合性和计量有效性,具体变量定义如表1所示。

表 1 主要变量定义

变量类型	变量名	变量定义	
国企过度负债	<i>OVERDEBT</i>	实际资产负债率与目标资产负债率之差	
	<i>OVERDEBT_W</i>	实际资产负债率与行业负债率中位数之差	
国企混改程度	高层治理结构维度	<i>NONSOE_D</i>	非国有股东委派董事人数与董事会人数的比例
		<i>NONSOE_DJG</i>	非国有股东委派董监高人数与董事会、监事会和管理层人数总和的比例
	股权结构维度	<i>NONSOE_D_DUM</i>	虚拟变量,非国有股东委派董事=1,否则为0
		<i>NONSOE_DJG_DUM</i>	虚拟变量,非国有股东委派董监高=1,否则为0
		<i>NONSOE_SHR</i>	前十大股东中全部非国有股东持股比例之和
		<i>NONSOE_SHR1th</i>	前十大股东中第一大非国有控股股东持股比例
政府隐性担保	<i>GP</i>	主成分分析法提取的综合指标	
	<i>GP_LOAN</i>	信贷水平 = 长期借款/总资产	
	<i>GP_TAX</i>	税收优惠水平 = (利润总额 * 所得税税率 - 所得税)/净利润	
	<i>GP_SUB</i>	政府补贴水平 = 政府补助/营业收入	
控制变量	<i>SIZE</i>	总资产的自然对数	
	<i>ROA</i>	$ROA = \text{营业利润} / \text{总资产}$	
	<i>GROWTH</i>	总资产增长率	
	<i>INLEV</i>	资产负债率的行业中位数	
	<i>FATA</i>	固定资产占比 = 固定资产/总资产	
	<i>EXP</i>	管理费用率 = 管理费用/总资产	
	<i>MB</i>	账面市值比	
	<i>YEAR</i>	年度虚拟变量	
<i>IND</i>	行业虚拟变量		

资料来源:本文整理

(4)控制变量。依据前文的理论分析,并参考现有研究(陆正飞等,2015^[4];李世辉等,2018^[19];卢建词和姜广省,2018^[40]),本文选取了公司规模(*SIZE*)、盈利能力(*ROA*)、发展能力

(*GROWTH*)、行业负债率的中位数(*INLEV*)、固定资产占比(*FATA*)、管理费用率(*EXP*)、账面市值比(*MB*)等因素以及年度和行业虚拟变量作为控制变量,具体变量定义如表1所示。

3. 研究方法与模型设计

第一,为了研究混合所有制改革对国企过度负债的影响,即验证假设 H_1 ,本文构建如下模型进行检验:

$$OVERDEBT = \beta_0 + \beta_1 NONSOE + \beta Controls + \varepsilon \quad (2)$$

其中,被解释变量为国企过度负债(*OVERDEBT*),解释变量为混合所有制改革程度(*NONSOE*),包括股权结构混改程度(*NONSOE_SHR*与*NONSOE_SHR1th*)和高层治理结构混改程度(*NONSOE_D*、*NONSOE_DJG*、*NONSOE_D_DUM*和*NONSOE_DJG_DUM*);其余控制变量含义如表1所示。依据前文的理论分析,本文预期混合所有制改革程度变量(*NONSOE*)系数为负且能够通过显著性检验。

第二,为了研究政府隐性担保程度对混合所有制改革程度与国企过度负债关系的调节作用,即验证假设 H_2 ,本文构建如下模型进行检验:

$$OVERDEBT = \beta_0 + \beta_1 NONSOE + \beta_2 NONSOE \times GP + \beta_3 GP + \beta Controls + \varepsilon \quad (3)$$

其中,被解释变量为国企过度负债(*OVERDEBT*),解释变量为混合所有制改革程度(*NONSOE*)、政府隐性担保程度(*GP*)和两者的交乘项(*NONSOE \times GP*),其余控制变量含义如表1所示。依据前文的理论分析,本文预期混合所有制改革程度和政府隐性担保程度的交乘项(*NONSOE \times GP*)系数不为显著负相关。

四、实证结果与分析

1. 描述性统计

表2为主要变量的描述性统计结果。关于国企过度负债(*OVERDEBT*),样本期内均值为-0.173,方差为0.327,表明样本公司间的过度负债水平存在一定差异。关于混合所有制改革程度,从股权结构维度看,前十大股东中全部非国有股东持股比例之和(*NONSOE_SHR*)均值为7.5%,第一大非国有控股股东持股比例(*NONSOE_SHR1th*)均值为4.5%,表明我国国有企业非国有股东持股水平较低,国有股“一股独大”的问题仍比较普遍;从高层治理结构维度看,委派董监高的比例(*NONSOE_DJG*)仅为1.2%,非国有股东委派董事的比例(*NONSOE_D*)为2%,明显低于非国有股东持股比例之和的均值7.5%,表明我国在国有企业混合所有制改革更多的停留在股权结构层面,而非国有股东参与国有企业公司治理程度较低。此外,政府隐性担保(*GP*)均值为0.014,方差为0.740,表明我国国有上市公司间政府隐性担保程度存在较大差异,可能导致国企混合所有制改革程度对国企过度负债的经济后果不同。

表2 主要变量描述性统计结果

变量	样本量	均值	方差	最小值	中位数	最大值
<i>OVERDEBT</i>	4627	-0.173	0.327	-1.131	-0.170	0.718
<i>NONSOE_D</i>	4627	0.020	0.059	0.000	0.000	0.333
<i>NONSOE_DJG</i>	4627	0.012	0.038	0.000	0.000	0.385
<i>NONSOE_SHR</i>	4627	0.075	0.090	0.003	0.036	0.406
<i>NONSOE_SHR1th</i>	4627	0.045	0.074	0.000	0.014	0.585
<i>GP</i>	4627	0.014	0.740	-33.153	0.047	8.210
<i>SIZE</i>	4627	22.776	1.388	19.960	22.601	26.961
<i>ROA</i>	4627	0.025	0.051	-0.183	0.024	0.168
<i>GROWTH</i>	4627	0.093	0.190	-0.312	0.059	1.006
<i>INLEV</i>	4627	0.456	0.118	0.250	0.437	0.722
<i>FATA</i>	4627	0.265	0.200	0.002	0.223	0.780
<i>EXP</i>	4627	0.089	0.075	0.008	0.073	0.478
<i>MB</i>	4627	1.265	1.174	0.113	0.865	6.183

资料来源:本文通过 Stata 软件计算整理

表 3 是国有企业中非国有股东是否委派人员的分年度描述性统计结果。可以发现,12.17%的国有上市公司存在非国有股东委派董事,13.36%的国有上市公司存在非国有股东委派董监高,并且非国有股东委派人员规模基本呈现逐年上升趋势,同时结合表 2 来看,尽管国有企业混合所有制改革正在平稳推进,但非国有股东委派人员的比例较低,非国有股东委派人员的国企数量也较少,国有企业混合所有制改革下,国有资本与非国有资本“混”而不“合”的现象依然存在。

表 3 非国有股东是否委派人员分年度描述性统计结果

年份	总样本 N	NONSOE_D_DUM				NONSOE_DJG_DUM			
		未委派董事		委派董事		未委派董监高		委派董监高	
	N	N	(%)	N	(%)	N	(%)	N	(%)
2013	901	810	89.90	91	10.10	797	88.46	104	11.54
2014	914	820	89.72	94	10.28	812	88.84	102	11.16
2015	921	812	88.17	109	11.83	802	87.08	119	12.92
2016	943	816	86.53	127	13.47	805	85.37	138	14.63
2017	948	806	85.02	142	14.98	793	83.65	155	16.35
总计	4627	4064	87.83	563	12.17	4009	86.64	618	13.36

资料来源:本文通过 Stata 软件计算整理

2. 相关性分析

表 4 为本文变量的相关性分析结果。由统计分析结果可知:首先,非国有股东委派董事比例 (*NONSOE_D*)、非国有股东委派董监高比例 (*NONSOE_DJG*)、前十大股东中全部非国有股东持股比例之和 (*NONSOE_SHR*) 和第一大非国有控股股东持股比例 (*NONSOE_SHR1th*) 均与国企过度负债 (*OVERDEBT*) 呈显著的负相关关系,一定程度上支持了本文假设 H_1 。其次,公司规模 (*SIZE*)、盈利能力 (*ROA*)、发展能力 (*GROWTH*) 和管理费用率 (*EXP*) 与国企过度负债 (*OVERDEBT*) 负相关,同时行业负债率的中位数 (*INLEV*)、固定资产占比 (*FATA*) 和账面市值比 (*MB*) 与国企过度负债 (*OVERDEBT*) 正相关,相关控制变量与国企过度负债之间的关系与现有文献结论基本相符,此外,各控制变量之间的相关性系数较低,表明本文设置的模型不存在严重的多重共线性。

表 4 相关性分析统计结果

	<i>OVERDEBT</i>	<i>NONSOE_D</i>	<i>NONSOE_DJG</i>	<i>NONSOE_SHR</i>	<i>NONSOE_SHR1th</i>
<i>OVERDEBT</i>	1	-0.114***	-0.117***	-0.178***	-0.174***
<i>NONSOE_D</i>	-0.102***	1	0.919***	0.367***	0.188***
<i>NONSOE_DJG</i>	-0.106***	0.953***	1	0.366***	0.196***
<i>NONSOE_SHR</i>	-0.099***	0.385***	0.399***	1	0.874***
<i>NONSOE_SHR1th</i>	-0.166***	0.302***	0.315***	0.897***	1
<i>SIZE</i>	-0.382***	-0.056***	-0.065***	-0.021	0.077***
<i>ROA</i>	-0.399***	0.143***	0.150***	0.055***	0.082***
<i>GROWTH</i>	-0.175***	0.119***	0.127***	0.100***	0.126***
<i>INLEV</i>	0.304***	-0.095***	-0.091***	-0.079***	-0.079***
<i>FATA</i>	0.035	-0.054***	-0.057***	-0.052***	-0.029*
<i>EXP</i>	-0.015	0.074***	0.069***	0.035**	0.004
<i>MB</i>	0.026*	-0.145***	-0.153***	-0.084***	-0.048***

	<i>SIZE</i>	<i>ROA</i>	<i>GROWTH</i>	<i>INLEV</i>	<i>FATA</i>	<i>EXP</i>	<i>MB</i>
<i>OVERDEBT</i>	-0.408***	-0.389***	-0.108***	0.301***	0.058***	0.080***	0.009
<i>NONSOE_D</i>	-0.076***	0.136***	0.123***	-0.107***	-0.075***	0.045***	-0.120***
<i>NONSOE_DJG</i>	-0.082***	0.140***	0.124***	-0.101***	-0.075***	0.028*	-0.123***
<i>NONSOE_SHR</i>	0.164***	0.073***	0.123***	-0.056***	-0.004	-0.010	0.004
<i>NONSOE_SHR1th</i>	0.264***	0.038**	0.049***	-0.009	0.040***	-0.048***	0.071***
<i>SIZE</i>	1	0.068***	0.087***	0.279***	0.062***	-0.374***	0.643***
<i>ROA</i>	0.018	1	0.255***	-0.092***	-0.137***	-0.153***	-0.178***

续表 4

	SIZE	ROA	GROWTH	INLEV	FATA	EXP	MB
GROWTH	0.153***	0.292***	1	-0.010	-0.219***	-0.044***	0.039***
INLEV	0.269***	-0.106***	-0.007	1	-0.028*	-0.266***	0.424***
FATA	0.012	-0.132***	-0.246***	-0.049***	1	-0.064***	0.097***
EXP	-0.449***	-0.053***	-0.088***	-0.399***	0.002	1	-0.312***
MB	0.709***	-0.286***	0.038***	0.427***	0.102***	-0.454***	1

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著;上半部为 Pearson 相关系数,下半部为 Spearman 相关系数

资料来源:本文通过 Stata 软件计算整理

3. 实证过程及分析

(1)混合所有制改革程度与国企过度负债。表 5 报告了非国有股东委派人员与国企过度负债的关系。其中,列(1)和列(2)中非国有股东委派董事比例(*NONSOE_D*)和非国有股东委派董监高比例(*NONSOE_DJG*)均与国企过度负债(*OVERDEBT*)显著负相关,这表明从高层治理结构维度看,国有企业混合所有制改革有助于缓解国企过度负债问题。列(3)和列(4)同时还报告了非国有股东是否委派董事(*NONSOE_D_DUM*)和是否委派董监高(*NONSOE_DJG_DUM*)虚拟变量对国企过度负债的影响,回归结果仍旧支持了非国有股东委派人员参与国企治理能有效地缓解国企过度负债的结论。

表 5 高层治理结构维度混改回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>NONSOE_D</i>	<i>NONSOE_DJG</i>	<i>NONSOE_D_DUM</i>	<i>NONSOE_DJG_DUM</i>
<i>NONSOE</i>	-0.336*** (-5.66)	-0.600*** (-6.42)	-0.052*** (-4.88)	-0.061*** (-5.88)
<i>SIZE</i>	-0.147*** (-39.19)	-0.147*** (-39.29)	-0.146*** (-39.02)	-0.146*** (-39.11)
<i>ROA</i>	-1.629*** (-20.82)	-1.623*** (-20.76)	-1.638*** (-20.94)	-1.632*** (-20.88)
<i>GROWTH</i>	0.069*** (3.59)	0.071*** (3.67)	0.067*** (3.46)	0.070*** (3.61)
<i>INLEV</i>	0.457*** (3.27)	0.463*** (3.32)	0.454*** (3.24)	0.453*** (3.24)
<i>FATA</i>	0.142*** (5.96)	0.142*** (5.94)	0.142*** (5.94)	0.142*** (5.94)
<i>EXP</i>	-0.078 (-1.45)	-0.082 (-1.53)	-0.080 (-1.49)	-0.082 (-1.53)
<i>MB</i>	0.053*** (11.63)	0.053*** (11.61)	0.053*** (11.56)	0.053*** (11.47)
<i>CONSTANT</i>	2.829*** (27.25)	2.834*** (27.33)	2.821*** (27.16)	2.828*** (27.26)
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>IND</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4627	4627	4627	4627
调整后 R ²	0.5035	0.5044	0.5026	0.5037

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

资料来源:本文通过 Stata 软件计算整理

表 6 列(1)和列(2)报告了非国有股东持股比例与国企过度负债的关系。其中,列(1)中前十大股东中全部非国有股东持股比例之和(*NONSOE_SHR*)与国企过度负债(*OVERDEBT*)显著负相

关,而列(2)中第一大非国有控股股东持股比例(*NONSOE_SHR1th*)与国企过度负债(*OVERDEBT*)负相关但并不显著,这表明从股权结构维度看,国有企业混合所有制改革对国企过度负债的影响并不稳健。因此,本文将非国有股东委派人员比例(*NONSOE_D*和*NONSOE_DJG*)与前十大股东中全部非国有股东持股比例之和(*NONSOE_SHR*)置于同一模型中,进一步分析股权结构和高层治理结构双维度下混合所有制改革程度对国企过度负债的影响,如列(3)和列(4)所示,前十大股东中全部非国有股东持股比例之和(*NONSOE_SHR*)与国企过度负债(*OVERDEBT*)不再显著,而非国有股东委派人员比例(*NONSOE_D*和*NONSOE_DJG*)与国企过度负债(*OVERDEBT*)仍旧显著负相关。

综上所述,表5和表6支持了假设H₁,即国企混合所有制改革程度越高,国企过度负债水平越低。进一步地,相较于股权结构维度,国企混改在高层治理结构维度下更能有效缓解国企过度负债,这说明国有企业混合所有制改革不能仅存在股权结构的“混”,更需要非国有股东积极委派人员参与国企治理的“合”,这样才能有效发挥非国有股东的治理作用。

表6 股权结构维度混改回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>NONSOE_SHR</i>	<i>NONSOE_SHR1th</i>	<i>NONSOE_D</i>	<i>NONSOE_DJG</i>
<i>NONSOE</i>	-0.120*** (-3.02)	-0.014 (-0.28)	-0.313*** (-4.88)	-0.575*** (-5.69)
<i>NONSOE_SHR</i>	— —	— —	-0.042 (-0.97)	-0.028 (-0.65)
<i>SIZE</i>	-0.144*** (-37.49)	-0.146*** (-37.36)	-0.146*** (-37.90)	-0.146*** (-38.04)
<i>ROA</i>	-1.666*** (-21.32)	-1.666*** (-21.28)	-1.632*** (-20.84)	-1.625*** (-20.77)
<i>GROWTH</i>	0.066*** (3.39)	0.059*** (3.08)	0.071*** (3.66)	0.072*** (3.71)
<i>INLEV</i>	0.443*** (3.16)	0.446*** (3.18)	0.455*** (3.26)	0.462*** (3.31)
<i>FATA</i>	0.143*** (5.97)	0.142*** (5.93)	0.142*** (5.97)	0.142*** (5.95)
<i>EXP</i>	-0.069 (-1.27)	-0.075 (-1.38)	-0.076 (-1.40)	-0.081 (-1.50)
<i>MB</i>	0.053*** (11.38)	0.054*** (11.65)	0.053*** (11.47)	0.053*** (11.48)
<i>CONSTANT</i>	2.773*** (26.43)	2.809*** (26.43)	2.814*** (26.80)	2.824*** (26.90)
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>IND</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4627	4627	4627	4627
调整后 R ²	0.5010	0.5000	0.5035	0.5044

注:***、**、* 分别表示在1%、5%和10%水平上显著;括号内为t值

资料来源:本文通过Stata软件计算整理

(2)政府隐性担保对混合所有制改革程度与国企过度负债关系的调节作用。表7报告了政府隐性担保程度对混合所有制改革与国企过度负债关系的调节作用关系。其中,列(1)和列(2)为国企混改股权结构维度,非国有股东持股比例和政府隐性担保程度的交乘项(*NONSOE × GP*)与国企过度负债(*OVERDEBT*)负相关但不显著;列(3)和列(4)为国企混改高层治理结构维度,非国有股东委派人

员和政府隐性担保程度的交乘项($NONSOE \times GP$)与国企过度负债($OVERDEBT$)正相关且不显著。这表明政府隐性担保程度的提高抑制了国企混改程度对国企过度负债的影响,验证了假设 H_2 。这是由于政府隐性担保减弱了混合所有制国企中非国有股东的影响力,同时政府隐性担保下也不利于发挥混合所有制国企中非国有资本的优势,最终导致国有企业混合所有制改革对国企过度负债的缓解作用减弱。此外,从控制变量的结果来看,回归结果与以往文献基本相符,本文模型可靠性较高。

表 7 政府隐性担保的调节作用回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$NONSOE_SHR$	$NONSOE_SHR1th$	$NONSOE_D$	$NONSOE_DJG$
$NONSOE$	-0.121 *** (-3.05)	-0.016 (-0.33)	-0.337 *** (-5.68)	-0.601 *** (-6.43)
$NONSOE \times GP$	-0.019 (-0.36)	-0.023 (-0.46)	0.051 (-0.85)	0.055 (-0.84)
GP	-0.001 (-0.11)	-0.001 (-0.10)	-0.007 (-1.16)	-0.008 (-1.22)
$SIZE$	-0.143 *** (-37.43)	-0.145 *** (-37.29)	-0.147 *** (-39.15)	-0.147 *** (-39.25)
ROA	-1.667 *** (-21.31)	-1.666 *** (-21.28)	-1.631 *** (-20.84)	-1.624 *** (-20.77)
$GROWTH$	0.066 *** (3.40)	0.060 *** (3.09)	0.070 *** (3.60)	0.071 *** (3.69)
$INLEV$	0.444 *** (3.17)	0.447 *** (3.18)	0.456 *** (3.26)	0.463 *** (3.31)
$FATA$	0.143 *** (5.96)	0.142 *** (5.93)	0.142 *** (5.96)	0.142 *** (5.95)
EXP	-0.068 (-1.26)	-0.074 (-1.37)	-0.077 (-1.42)	-0.081 (-1.50)
MB	0.052 *** (11.34)	0.054 *** (11.61)	0.053 *** (11.59)	0.053 *** (11.56)
$CONSTANT$	2.771 *** (26.38)	2.805 *** (26.37)	2.828 *** (27.24)	2.833 *** (27.31)
$YEAR$	Yes	Yes	Yes	Yes
IND	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4627	4627	4627	4627
调整后 R^2	0.5008	0.4998	0.5034	0.5044

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著;括号号为 t 值

资料来源:本文通过 Stata 软件计算整理

4. 稳健性检验

(1)考虑可能存在的内生性问题。混合所有制改革程度和国企过度负债可能同时受到政府政策变化的影响,特别是十八大以来,政府将国企混合所有制改革和“三去一降一补”等政策同时推进,可能使得国企混合所有制改革程度和国企过度负债产生同时反向变化,此外,还有可能使模型出现由遗漏变量导致的内生性问题。因此,本文选取工具变量进行二阶段回归以缓解可能的内生性问题。

借鉴 Fan 等(2013)^[41]和刘运国等(2016)^[6]的思路,本文选取各省份沿海港口数量($SEAPORT$)和地区人均生产总值的对数(GDP)作为混合所有制改革程度的工具变量。工具变量选取的原因为:一方面,各省份沿海港口数量和地区人均生产总值反映和影响各地区国有企业混合所有制改革进程,

各省份沿海港口数量越多、地区人均生产总值越高表明该地区市场化进程越快,国有企业推进混合所有制改革的内在动力充足性和外在条件完备性越高,从而国企混改程度越高;另一方面,上述宏观因素是由各地区的自然和历史差异形成,对根植于国有产权性质的先天特征和政治关系的国企过度负债现象的影响路径较长、影响力度较弱。因此,上述变量符合工具变量外生性和相关性两项标准。

表 8 为两阶段回归结果,可以看到,在缓解遗漏变量偏误问题后,从股权结构角度看,国企混改程度(*NONSOE*)与国企过度负债(*OVERDEBT*)负相关但不显著;从高层治理结构角度看,国企混改程度(*NONSOE*)与国企过度负债(*OVERDEBT*)显著负相关,这表明混合所有制改革对国企过度负债的缓解作用仍然显著,回归结果支持了本文相关结论,并且外生变量选取通过了过度识别检验和弱工具变量检验。

表 8 内生性检验回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	<i>NONSOE_SHR</i>	<i>OVERDEBT</i>	<i>NONSOE_DJG</i>	<i>OVERDEBT</i>
<i>SEAPORT</i>	0.003*** (8.25)	— —	0.001*** (8.74)	— —
<i>GDP</i>	0.004 (1.38)	— —	0.003** (2.18)	— —
<i>NONSOE</i>	— —	-0.486 (-1.54)	— —	-1.119* (-1.65)
<i>SIZE</i>	0.019*** (13.41)	-0.136*** (-18.83)	-0.002*** (-3.42)	-0.148*** (-37.99)
<i>ROA</i>	-0.018 (-0.63)	-1.670*** (-21.28)	0.067*** (5.45)	-1.586*** (-17.37)
<i>GROWTH</i>	0.052*** (7.30)	0.085*** (3.32)	0.019*** (6.16)	0.081*** (3.48)
<i>INLEV</i>	-0.016 (-0.31)	0.438*** (3.11)	0.029 (1.34)	0.478*** (3.40)
<i>FATA</i>	0.007 (0.84)	0.145*** (6.03)	-0.001 (-0.02)	0.142*** (5.95)
<i>EXP</i>	0.062*** (3.12)	-0.049 (-0.86)	-0.008 (-0.93)	-0.089 (-1.63)
<i>MB</i>	-0.011*** (-6.58)	0.048*** (7.94)	-0.001 (-1.25)	0.052*** (11.20)
<i>CONSTANT</i>	-0.383*** (-7.93)	2.647*** (17.53)	0.006 (0.31)	2.851*** (26.97)
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>IND</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4627	4627	4627	4627
调整后 R ²	0.1001	0.4976	0.0793	0.5068
Sargen-test	1.6477 (p=0.1993)		1.38382 (p=0.2395)	
Minimum eigenvalue statistic	37.2175		43.9239	

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

资料来源:本文通过 Stata 软件计算整理

(2) 考虑非国有股东委派人员与持股比例之间的交叉影响。股东持股至特定比例会对企业公司治理产生重要影响,《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人

选的权利, 而股东持股高于 5% 则表明其可以通过举牌来对公司治理施加重大影响。

借鉴蔡贵龙等(2018)^[8]的思路, 本文设置虚拟变量 $NONSOE_TREAT$, 以第一大非国有股东持股比例是否大于 3% ($NONSOE_SHR1th > 3\%$) 与非国有股东是否委派董监高 ($NONSOE_DJG$) 为标准把研究样本重新分为 4 组, 若第一大非国有股东持股大于 3% 却没有委派董监高, 则 $NONSOE_TREAT$ 为 0; 若第一大非国有股东持股比例小于 3% 却有委派董监高, 则 $NONSOE_TREAT$ 为 1, 从而进一步分析非国有股东委派董监高对国企过度负债的影响, 回归结果如表 9 列(1)和列(2)所示。 $NONSOE_TREAT$ 与国企过度负债 ($OVERDEBT$) 显著负相关, 研究结果说明: 相较于非国有股东持股高却没有委派人员的样本, 非国有股东持股低却委派人员的样本具有更低的过度负债水平, 这进一步验证了非国有股东通过委派人员参与国企治理的积极作用。此外, 以 5% 为分组标准重新分析的结果基本不变。

表 9 稳健性检验回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$NONSOE_SHR1th > 3\%$	$NONSOE_SHR1th > 5\%$	$NONSOE_DJG$	$NONSOE_SHR$
$NONSOE_TREAT$	-0.049** (-2.43)	-0.049** (-2.51)	— —	— —
$NONSOE$	— —	— —	-0.171*** (-2.71)	-0.010 (-0.36)
$SIZE$	-0.148*** (-20.64)	-0.138*** (-16.76)	0.024*** (9.48)	0.024*** (9.47)
ROA	-1.680*** (-9.66)	-1.828*** (-9.04)	-1.456*** (-27.66)	-1.469*** (-27.96)
$GROWTH$	0.044 (1.26)	0.048 (1.22)	0.026** (1.97)	0.023* (1.75)
$INLEV$	0.459 (1.59)	0.809** (2.53)	-0.795*** (-8.45)	-0.800*** (-8.50)
$FATA$	0.130*** (2.70)	0.153*** (2.90)	-0.001 (-0.02)	-0.001 (-0.01)
EXP	0.099 (0.89)	0.009 (0.06)	-0.059 (-1.62)	-0.056 (-1.55)
MB	0.061*** (6.57)	0.054*** (5.39)	0.060*** (19.51)	0.060*** (19.43)
$CONSTANT$	2.816*** (13.63)	2.555*** (10.46)	-0.184*** (-2.64)	-0.193*** (-2.74)
$YEAR$	Yes	Yes	Yes	Yes
IND	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,233	920	4627	4627
调整后 R ²	0.5278	0.5206	0.4179	0.4169

注: **、*、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著; 括号号为 t 值

资料来源: 本文通过 Stata 软件计算整理

(3) 使用替代指标衡量非国有股东持股和委派人员。在股权结构方面, 本文同时使用国有企业第一大非国有股东持股比例 ($NONSOE_SHR1th$) 衡量股权结构维度的混合所有制改革程度; 而在高层治理结构方面, 本文另外使用非国有股东委派虚拟变量 ($NONSOE_D_DUM$ 和 $NONSOE_DJG_DUM$) 衡量高层治理结构维度的混合所有制改革程度。重新分析的结果基本不变。

(4) 使用替代指标衡量过度负债。借鉴张会丽和陆正飞(2013)^[32]的思路, 以国有企业实际资产负债率减去行业负债率中位数来衡量国企过度负债水平 ($OVERDEBT_W$), 重新分析混合所有制

改革程度对国企过度负债的影响,回归结果如表9列(3)和列(4)所示。在高层治理结构维度, *NONSOE_DJG* 与国企过度负债(*OVERDEBT_W*)显著负相关,而在股权结构维度, *NONSOE_SHR* 与国企过度负债(*OVERDEBT_W*)负相关但不显著。回归结果仍支持本文相关结论。

五、结论与建议

本文以2013—2017年沪深A股国有上市公司为样本,手工收集年报披露的前十大股东中非国有股东持股与委派人员数据,分别从股权结构和高层治理结构两个维度衡量混合所有制改革程度,实证分析混合所有制改革程度对国企过度负债的影响及政府隐性担保对两者关系的调节作用。研究发现,国有企业混合所有制改革程度越高国企过度负债水平越低,并且相较于股权结构维度的混合所有制改革,高层治理结构维度的混合所有制改革更有助于缓解国企过度负债,进一步研究发现,政府隐性担保程度的提高抑制了国企混合所有制改革对国企过度负债的缓解作用。

本文研究结论对于解决我国国企过度负债问题以及进一步推进国有企业混合所有制改革具有一定的参考价值。具体来讲:

第一,积极推进混合所有制改革,充分发挥非国有股东遏制国企过度负债、提高负债理性的治理作用。过度负债是影响国有企业高质量发展的重要因素,并且所有者缺位和国有股“一股独大”引起的代理问题是国企过度负债的重要成因。混合所有制改革通过引入非国有股东能够完善公司治理机制,强化国企自主经营和自我负责,增强负债理性,进而遏制过度负债,保持合理负债水平。因此,应坚持和完善混合所有制改革,发挥非国有股东的治理作用,降低国企不符合其高质量发展的“过度”负债而非简单地要求降低国企杠杆率。

第二,减少政府隐性担保、充分发挥市场机制以提高混合所有制改革效果。过高的政府隐性担保会弱化混合所有制国企中非国有股东的影响力,不利于发挥非国有资本的优势,并且过高的政府隐性担保有可能侵害有效的市场机制,弱化国有资本参与市场的积极性,造成企业效率损失,因此,在国有企业混合所有制改革中政府需要摆正自己的位置,不缺位也不越位,减少非效率的政府隐性担保,以充分发挥市场在资源配置中的作用。

第三,混合所有制改革既要股权结构的“混”,更要治理结构的“合”。从影响国企过度负债的视角看,相较于仅在股权结构的混合所有制改革,通过优化高层治理结构更能有效地缓解国企过度负债。这说明国企混改不能停留股权结构层面,而应该深入到治理层面。因此,在推进混合所有制改革过程中,国有企业在引入非国有资本的同时还需要以此为契机完善公司治理结构,合理配置非国有股东参与企业经营决策应有的权限,妥善处理非国有股东及其派出管理人员与国有股东及其管理人员的权责利关系,真正实现国有资本和非国有资本的有效“混合”,形成国企高质量发展合力。

参考文献

- [1]肖泽忠,邹宏.中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好[J].北京:经济研究,2008,(6):119-144.
- [2]刘丽娜,马亚民.实体企业金融化、过度负债与股价崩盘风险——基于上市公司投资视角的检验[J].昆明:云南财经大学学报,2018,(3):41-55.
- [3]韦德洪,容奕华,张迪迪.股权制衡能抑制企业的过度负债吗[J].太原:会计之友,2018,(24):10-15.
- [4]陆正飞,何捷,窦欢.谁更过度负债:国有还是非国有企业?[J].北京:经济研究,2015,(12):54-67.
- [5]周业安,余晨阳,杨小静,全婷.国有企业的债务问题研究[J].北京:经济理论与经济管理,2017,(6):81-95.
- [6]刘运国,郑巧,蔡贵龙.非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J].北京:会计研究,2016,(11):61-68.
- [7]张铭慎,曾铮.股权混合如何提高企业技术效率——基于竞争性行业上市企业的经验研究[J].北京:宏观经济研究,2018,(3):135-147.
- [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] 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.
- [10] Dong, Y., Z. Liu, Z. Shen, and Q. Sun. Political Patronage and Capital Structure in China[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2014, 50, (3): 102 - 125.
- [11] 刘汉民, 齐宇, 解晓晴. 股权和控制权配置: 从对等到非对等的逻辑——基于央属混合所有制上市公司的实证研究[J]. 北京: 经济研究, 2018, (5): 175 - 189.
- [12] 杨治, 路江涌, 陶志刚. 政治庇护与改制: 中国集体企业改制研究[J]. 北京: 经济研究, 2007, (5): 104 - 114.
- [13] 潘红波, 余明桂. 支持之手、掠夺之手与异地并购[J]. 北京: 经济研究, 2011, (9): 108 - 120.
- [14] 纪洋, 王旭, 谭语嫣, 黄益平. 经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化[J]. 北京: 经济学(季刊), 2018, (2): 449 - 470.
- [15] 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.
- [16] 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.
- [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.
- [18] Liu, Q., G. Tian, and X. Wang. The Effect of Ownership Structure on Leverage Decision: New Evidence from Chinese Listed Firms[J]. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 2011, 16, (2): 254 - 276.
- [19] 李世辉, 胡江峰, 何绍丽. 资本结构决策的“同伴效应”与国有企业过度负债——基于我国 A 股上市公司经验证据的分析[J]. 哈尔滨: 商业研究, 2018, (1): 105 - 111.
- [20] Deangelo, H., L. Deangelo, and T. M. Whited. Capital Structure Dynamics and Transitory Debt[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 99, (2): 235 - 261.
- [21] Titman, S., and S. Tsyplakov. A Dynamic Model of Optimal Capital Structure[J]. *Review of Finance*, 2007, 11, (3): 401 - 451.
- [22] 马连福, 王丽丽, 张琦. 混合所有制的优序选择: 市场的逻辑[J]. 北京: 中国工业经济, 2015, (7): 5 - 20.
- [23] 吴万宗, 宗大伟. 何种混合所有制结构效率更高——中国工业企业数据的实证检验与分析[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2016, (3): 15 - 25.
- [24] 杨志强, 李增泉. 混合所有制、环境不确定性与投资效率——基于产权专业化视角[J]. 上海财经大学学报, 2018, (2): 4 - 24.
- [25] 钟昀珈, 张晨宇, 陈德球. 国企民营化与企业创新效率: 促进还是抑制? [J]. 上海: 财经研究, 2016, (7): 4 - 15.
- [26] Boateng, A., and W. Huang. Multiple Large Shareholders, Excess Leverage and Tunneling: Evidence from an Emerging Market[J]. *Corporate Governance An International Review*, 2017, 25, (1): 58 - 74.
- [27] 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.
- [28] 郑志刚. 国企公司治理与混合所有制改革的逻辑和路径[J]. 深圳: 证券市场导报, 2015, (6): 4 - 12.
- [29] 郑曼妮, 黎文靖, 柳建华. 利率市场化与过度负债企业降杠杆: 资本结构动态调整视角[J]. 北京: 世界经济, 2018, (8): 149 - 170.
- [30] Shleifer, A., and R. W. Vishny. Politicians and Firms[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109, (4): 995 - 1025.
- [31] 杨继生, 阳建辉. 行政垄断、政治庇佑与国有企业的超额成本[J]. 北京: 经济研究, 2015, (4): 50 - 61.
- [32] 张会丽, 陆正飞. 控股水平、负债主体与资本结构适度性[J]. 天津: 南开管理评论, 2013, (5): 142 - 151.
- [33] Graham, J. R. How Big Are the Tax Benefits of Debt? [J]. *Journal of Finance*, 2000, 55, (5): 1901 - 1941.
- [34] Frank, M. Z., and V. K. Goyal. Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? [J]. *Financial Management*, 2009, 38, (1): 1 - 37.
- [35] Chang, C., X. Chen, and G. Liao. What Are the Reliably Important Determinants of Capital Structure in China? [J]. *Pacific Basin Finance Journal*, 2014, (1): 87 - 113.
- [36] Denis, D. J., and S. B. McKeon. Debt Financing and Financial Flexibility Evidence from Proactive Leverage Increases[J]. *Review of Financial Studies*, 2012, 25, (6): 1897 - 1929.
- [37] Caskey, J., J. Hughes, and J. Liu. Leverage, Excess Leverage, and Future Returns[J]. *Review of Accounting Studies*, 2012, 17, (2): 443 - 471.
- [38] 魏明海, 赖婧, 张皓. 隐性担保、金融中介治理与公司债券市场信息效率[J]. 天津: 南开管理评论, 2017, (1): 30 - 42.
- [39] 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.
- [40] 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.
- [41] Fan, J. P. H., T. J. Wong, and T. Zhang. Institutions and Organizational Structure: The Case of State-Owned Corporate Pyramids[J]. *Journal of Law Economics & Organization*, 2013, 29, (6): 1217 - 1252.

Mixed Ownership Reform, Government Implicit Guarantee and Excessive Debt of State-owned Enterprises

WU Qiu-sheng, DU Zheng-yuan

(School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan, Shanxi, 030006, China)

Abstract: Whether the level of debt of state-owned enterprises is reasonable affects whether it can achieve high-quality development. The innate characteristics and political relations of the property rights of state-owned enterprises make state-owned enterprises have the advantage of debt financing, and reduce the financial crisis cost of state-owned enterprises, which leads to the high leverage level of state-owned enterprises and even shows excessive debt situation. From a macro perspective, the excessive total debt of state-owned enterprises will increase the risk of stock price collapse, bring macroeconomic fluctuations and systemic risks of economic and financial; from a micro perspective, the high debt level of state-owned enterprises will cause enterprises to fall into financial crisis, and then affect the value-added and appreciation of state-owned enterprise assets. Therefore, it is of great significance to pay attention to the debt level of state-owned enterprises and ease the excessive debt of state-owned enterprises.

State-owned enterprises are an important pillar of China's economy. Its operation is related to the stable operation and high-quality development of the entire national economy. Therefore, the reform of state-owned enterprises has always been an important part of China's economic reform. Studies have shown that mixed ownership reform and non-state-owned shareholder governance have positive economic consequences in terms of company performance, corporate efficiency, corporate governance, etc., which provides good ideas and empirical evidence for improving and promoting mixed ownership reform. The problem of debt is rooted in the defects of the ownership of state-owned property rights and the soft constraints of the budget. Then, can the reform of state-owned enterprise mixed ownership be played by the role of non-state shareholders to relieve excessive debt of state-owned enterprises? At the same time, state-owned enterprises have government implicit guarantee by virtue of the state-owned property rights. Will the impact of mixed ownership reform on the excessive debt of state-owned enterprises be different due to the different levels of government implicit guarantee?

In order to solve the above problems, this paper manually collects the data of the holdings and delegating personnel of the top ten shareholders of non-state-owned shareholder disclosed in the 2013 - 2017 Shanghai-Shenzhen A-share State-owned listed company's annual report, from the two dimensions of equity structure and high-level governance structure. We will measure the degree of mixed ownership reform of state-owned enterprises and study whether the mixed ownership reform of state-owned enterprises can alleviate the excessive debt of state-owned enterprises and the regulatory role of government implicit guarantee. The study found that the higher the degree of reform of state-owned enterprise mixed ownership, the lower the level of excessive debt of state-owned enterprises, and the mixed ownership reform of the higher-level governance structure dimension is more helpful to alleviate the excessive debt of state-owned enterprises. The increase in the degree of government implicit guarantee has inhibited the mitigation of the excessive ownership of state-owned enterprises by the mixed ownership reform of state-owned enterprises.

The possible research contributions of this paper are as follows: Firstly, this paper measures the degree of mixed ownership reform from the two dimensions of equity structure and high-level governance structure, which is helpful to obtain relatively rich and steady conclusions. Secondly, this paper empirically analyzes the impact of mixed ownership reform on the excessive debt of state-owned enterprises and the regulatory role of government implicit guarantee. It provides empirical evidence for alleviating excessive debt of state-owned enterprises by exerting the governance role of non-state-owned shareholders under the reform of mixed ownership, enriching mixed ownership studies. The reform and the economic consequences of the governance of non-state-owned shareholders are also instructive for the improvement of mixed ownership in the reform of state-owned enterprises.

Key Words: mixed ownership reform; state-owned enterprises; government implicit guarantee; excessive debt

JEL Classification: G30, P31

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2019.08.010

(责任编辑:鲁言)