

分类号：
学 号：20182016234

密 级：公开
单位代码：10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



国企混改与金融资产配置

学 位 申 请 人	卫聪慧
指 导 教 师	陈旭东 教授
申请学位门类级别	管理学 硕士
学 科 、 专 业 名 称	工商管理
研 究 方 向	公司治理与财务管理
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2021年05月

**The Mixed Ownership Reform of State-owned Enterprises and
Financial Asset Allocation**

A Dissertation Submitted to

Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Management Science

By

Wei Cong-hui

(Corporate Governance and Financial Management)

Dissertation Supervisor: Prof. Xudong Chen

May, 2021

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所提交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：卫聪慧

时间：2021年6月3日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：卫聪慧

时间：2021年6月3日

导师签名：陈永东

时间：2021年6月3日

摘要

在国企改革政策的持续推动以及经济进入常态化增长的背景下，推进国企改革，提高国有资本投资效率是当前的重要议题；同时，我国面临着实体企业金融化趋势愈演愈烈的现状，探讨如何引导经济“脱虚向实”也成为当前重要话题。国有企业混合所有制改革，一方面是改革国有企业原有的体制机制，剥离政策性负担，改善预算软约束问题；另一方面是改革国有企业原有的经营机制，完善市场化经营机制，完善职业经理人制度，改善国有企业经理人的监督和激励。预算软约束的改善将会影响企业的融资约束，而这是金融资产投资的重要影响因素；管理层激励将会影响管理层的价值投资理念，而这也是金融资产投机动机的重要影响因素之一。因此，国企混改能否实现两个重要的改革目标所带来的两种效应——资源约束效应以及激励效应需要进一步研究。

本文以 2003 年当年为国有企业的公司作为样本公司，以 2003-2018 年样本公司平衡面板数据，探究国企混改与金融资产配置的关系及这种关系发生的股权结构条件；并进一步探究这一关系的影响机制及其经济后果。研究表明：（1）混合股权制衡度与金融资产配置显著负相关，这一结论在使用 Heckman 两阶段模型、倾向得分匹配（PSM）等进行稳健性测试后依旧成立，说明国企改革混合股权之间的制衡作用能够有效抑制企业金融资产投资；（2）进一步探究这一抑制作用在控制权转移与否分组样本中的结果发现，混合股权制衡度对金融资产配置的抑制作用主要发生在控制权未发生转移的混改企业中；（3）基于金融资产配置结构的检验表明，混合股权制衡度显著抑制了交易类金融资产、投资性房地产和金融机构长期股权投资，且这种情况主要发生在控制权未转移的企业中；（4）机制分析发现，管理层激励是混合股权制衡度对金融资产配置的中介效应机制，且这一机制主要发生在控制权未发生转移的混改企业中；（5）基于经济后果的拓展性检验表明，混合股权制衡度抑制金融资产配置并未带来实业投资的增加，而是通过出售短期金融资产以增加货币资金持有量以缓解资源效应的弱化带来的融资约束，同时也未带来企业价值的提升。

本文的结论揭示了混合股权制衡度能够抑制金融资产配置水平，这主要是由于对管理层的股权激励导致管理层减少投机性金融资产的投资，以及由于资源效应的弱化导致的融资约束的提高而出售短期交易类金融资产变现。但金融资产投资的减少并不是用于实业投资的增加而是增加货币资金的持有以缓解融资约束，因此也并未带来混改企业价值的提升。而这一结论主要存在于控制权未发生转移的混改企业中。尽管在促进企业“脱虚向实”方面并未达到预期效果，但是也在一定程度上实现了对国有企业金融资产投资“火热”现状的一种缓解。

关键词：国企混改；混合股权制衡度；金融资产配置；融资约束；管理层激励

Abstract

Under the background of the continuous promotion of the reform policy of state-owned enterprises and the normalization of economic growth, it is an important issue to promote the reform of state-owned enterprises and improve the efficiency of state-owned capital investment. At the same time, China is faced with the increasingly intense financialization trend of real enterprises, and how to guide the economy to "get rid of the virtual to the real" has become an important topic of inquiry. Mixed-ownership reform of SOEs, on the one hand, is to reform the original SOEs' systems and mechanisms, remove policy burdens, and improve the problem of soft budgetary constraints. On the other hand, it is necessary to reform the original operation mechanism of state-owned enterprises, improve the market-oriented operation mechanism, improve the professional manager system, and improve the supervision and incentive of managers of state-owned enterprises. The improvement of soft budget constraint will affect the financing constraint of enterprises, which is an important factor affecting the investment of financial assets. Management incentive will affect management's value investment concept, which is also one of the important factors of financial asset speculation motivation. Therefore, whether the mixed reform of state-owned enterprises can achieve the two important reform objectives of the two effects -- resource constraint effect and incentive effect need to be further studied.

In this paper, the state-owned enterprises in 2003 were taken as the sample companies, and the balance panel data of the sample companies from 2003 to 2018 were used to explore the relationship between the mixed reform of state-owned enterprises and financial asset allocation, as well as the ownership structure conditions for the occurrence of this relationship. And further explore the influence mechanism of this relationship and its economic consequences. The results show that: (1) There is a significant negative correlation between the balance degree of mixed equity and financial asset allocation in the future period, which is still true after robustness tests using Heckman two-stage model and propensity score matching (PSM), etc., indicating that the balance effect of mixed equity in state-owned enterprise reform can effectively inhibit the investment of financial assets of enterprises;(2) Further investigating the results of this inhibition effect in the control transfer or not grouping samples, it is found that the inhibition effect of mixed equity checks and balance on financial asset allocation mainly occurs in the mixed reform enterprises with no control transfer;(3) The test based on the financial asset allocation structure shows that the mixed equity balance significantly inhibits the transaction financial asset、 the investment real estate and long-term equity investment of financial institutions, and this situation mainly occurs in the enterprises where the control right has not been transferred; (4)The mechanism analysis shows that the management incentive is the intermediary mechanism of the mixed equity balance degree to the financial asset allocation, and this mechanism mainly occurs in the mixed reform enterprises without the transfer of control power ; (5)Extended test based on economic consequences shows that the inhibition of financial asset allocation by the mixed

reform of state-owned enterprises does not lead to the increase of industrial investment. Instead, it alleviates the financing constraint caused by the weakening of resource effect by selling short-term financial assets to increase monetary fund holdings, and does not lead to the improvement of enterprise value.

The conclusion of this paper reveals that the mixed equity balance can restrain the level of financial asset allocation, which is mainly because the equity incentive to the management leads to the management to reduce the investment of speculative financial assets. Because of the weakening of the resource effect and the increase of financing constraints, the management sells short-term trading financial assets for cash. However, the reduction of financial asset investment is not used for the increase of industrial investment, but for the purpose of increasing the holding of monetary funds to ease financing constraints. Therefore, it does not bring the improvement of the value of mixed reform enterprises. And this conclusion mainly exists in the mixed reform enterprises where the control right has not been transferred. Although it has not achieved the expected effect in promoting enterprises to "get rid of the virtual to the real", it has also, to a certain extent, alleviated the "hot" situation of financial asset investment of state-owned enterprises.

Keywords: Reform of mixed ownership of state-owned enterprise; Hybrid equity checks and balances; Financial asset allocation; Financing constraints; Management incentive

目 录

摘 要.....	I
Abstract.....	II
第一章 绪论.....	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 选题背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究内容与研究框架.....	3
1.2.1 研究内容.....	3
1.2.2 研究框架.....	4
1.3 研究方法.....	6
1.4 创新之处.....	6
第二章 概念界定与文献综述.....	7
2.1 概念界定.....	7
2.1.1 国企混改.....	7
2.1.2 金融资产配置.....	7
2.2 国内外文献综述.....	8
2.2.1 国企混改文献综述.....	8
2.2.2 企业金融资产配置文献综述.....	10
2.2.3 混合所有制改革与金融资产配置文献综述.....	12
2.2.4 研究评述.....	13
第三章 制度背景、理论基础与研究假设.....	14
3.1 制度背景.....	14
3.2 理论基础.....	14
3.2.1 产权理论.....	14
3.2.2 融资约束理论.....	15
3.2.3 委托代理理论.....	15
3.3 理论分析与假设提出.....	16
3.3.1 国有企业金融资产配置动因.....	16
3.3.2 国企混改对金融资产配置影响分析.....	16
3.3.3 国企混改、控制权转移与金融资产配置.....	17
第四章 实证研究设计.....	19
4.1 样本选择与数据来源.....	19
4.2 变量定义.....	19

4.2.1 被解释变量.....	19
4.2.2 解释变量.....	19
4.2.3 控制变量.....	20
4.3 研究模型构建.....	21
第五章 实证结果分析.....	22
5.1 描述性统计.....	22
5.2 国企混改与金融资产配置多元回归分析.....	22
5.3 内生性和稳健性检验.....	24
5.4 国企混改与金融资产配置结构.....	26
5.5 本章小结.....	30
第六章 机制分析与拓展性检验.....	31
6.1 机制分析.....	31
6.1.1 融资约束机制.....	32
6.1.2 股权激励机制.....	35
6.2 基于经济后果的拓展性检验.....	38
6.2.1 经济后果——实业投资.....	38
6.2.2 经济后果——货币资金持有量.....	39
6.2.3 经济后果——企业价值.....	40
6.3 本章小结.....	41
第七章 研究结论及政策启示.....	43
7.1 研究结论.....	43
7.2 政策启示.....	44
7.3 研究局限与展望.....	44
参考文献.....	45
致 谢.....	51
作 者 简 介.....	53

第一章 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 选题背景

关于国有企业存在的问题，学者们基本达成了共识，即是国有股“一股独大”导致的政府干预过度问题以及所有者缺位和金字塔式的委托代理链条下的管理层激励问题（郑志刚，2019）。如何解决这两个问题一直是国企改革研究的重点内容，混合所有制改革为国企改革指明了方向。为了提高国有企业的竞争力和影响力，实现国有资本保值增值，党的十八届三中全会提出发展混合所有制经济，这不仅有利于国有企业发展，同时有利于不同性质资本相互促进、协同发展。十八届三中全会以后，国企改革持续纵深推进，2018年8月启动的国企改革“双百行动”是国务院组织开展的综合性国企改革示范行动，体现了中央深化国企改革的决心。截至2019年末，超过四成的央企所属“双百企业”在本级层面进行了混改，其中非国有资本持股超过1/3的企业占一半以上；超过60%的“双百企业”在子企业层面进行了混改¹。2020年6月30日中央全面深化改革委员会审议通过了《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》，更是把国企改革推向纵深的关键之举。

在国家紧密出台的政策以及国企追求提高效率和竞争力的双重驱动下，引入异质股东来弱化代理冲突、激发企业活力则是国企改革的关键所在（杨兴全和尹兴强，2018）。当前国企混改目的在于通过引入非国有资本，在混合所有的企业中发挥不同性质资本的协同效应，进而使混改企业建立起现代企业制度，从而最终形成公司治理机制更加完善、经营机制更加市场化的现代企业（李明敏等，2019）。当前引入非国有资本已经成为国有企业改革的方向与目标。理论上，引入非国有资本，一方面通过非国有资本可以实现与市场紧密联系，促进企业市场化水平的提高，从而使混改企业逐步实现政企彻底分开，真正成为市场主体；另一方面不同所有制资本的融合，能进一步增加国有资本的控制力和影响力，进而促进国有资本流动，优化国有资产配置；与此同时，国有资本与非国有资本取长补短、协同共进，从而实现企业核心竞争力的提高（权锡鉴，2018）。混合所有的股权结构事实上就是不同性质的股权进行博弈最终形成的权力配置，并最终影响混改企业的投融资决策（马连福等，2015；张文魁，2017）。

随着实体企业利润逐渐下滑，金融、房地产行业利润仍居高位，在资本的逐利驱使下，大量实体企业开始将资金投向利润丰厚的金融与房地产行业，表现为上市公司中配置金融资产的企业占比以及资产负债表中金融类资产科目金额占比大幅提升（宋军和陆旸，2015；谢家智等，2014；王红建等，2017）。金融资产投资高回报的特性使得大量非金融企业将金融资产作为投机套利的工具，通过投资金融资产以获得超额回报。我国国有企业普遍存在着预算软约束，较低融资约束导致其利用自身融资的便利性和低成本

¹资料来源：人民日报海外版“累计改革任务完成率达到55.14%，央企“双百企业”综合改革初显成效”2020-04-16。网址：<http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n2588119/c14353715/content.html>。

性，大范围地参与影子银行活动，进行金融资产投资，其中一些国有上市公司已经成为名副其实的信用中介（王永钦等，2015）。已有研究发现，相比于民营企业，金融资产投资对国有企业主业业绩的损害更大（杜勇等，2017）。

国企混改非国有资本的引入将会从“资源效应”和“激励效应”两方面影响国有企业配置金融资产。一方面，非国有资本引入弱化“资源效应”，通过制衡国有股东，导致政府干预国有企业经营、投资决策能力弱化，政策性负担的减少，而政策性负担是国有企业预算软约束的根源（Kornai, 1986），因此，非国有股东的进入将影响国有股权的资源效应，进而影响金融资产配置水平；另一方面，非国有资本的引入将会形成“激励效应”，通过优化国有企业的公司治理机制，提高对内部人管理层的监督和激励，在弱化政府干预的同时也将使得国企高管选聘机制更加市场化（杨志强等，2016），使得管理层基于满足职位晋升的业绩要求而进行金融资产投资的动机减弱；同时，对管理层进行股权激励将会激励管理层把企业的未来经营业绩与管理者自身的利益相结合，投资视野长期化并注重长期价值投资（安磊等，2018），进而影响金融资产配置水平。因此，探究国企混改对金融资产配置的影响，能够深入探讨国企混改在实现“政企分开”、完善公司治理方面的效果，具有重要的研究意义。

基于国有企业混合所有制改革这一制度背景以及国有企业广泛参与金融资产投资这一现状，结合学者们关于我国非金融企业金融化的研究，探究如何引导实体经济，尤其是非金融类国有企业“脱虚入实”具有重要意义。本文研究内容主要包括：（1）将通过金融资产配置²这一投资决策行为，探究国有企业混合所有制改革的效果，重点考察国企混合股权制衡对金融资产配置的影响；（2）探究该影响产生的股权结构条件，即在控制权转移与否的企业中是否存在差异？（3）国企混改对金融资产配置结构的影响如何？是通过减少短期金融资产以缓解融资约束还是通过改善公司治理而减少投机性金融资产投资？（4）检验国企混改是通过弱化国有股权的资源效应，强化融资约束而影响了金融资产投资，还是通过增加对管理层的激励而抑制管理层短视投资行为进而影响了金融资产投资决策？（5）本文探究国企混改影响金融资产的经济后果是否增加了实业投资、提升了企业价值。本文的研究结论不仅有助于针对性地制定措施以抑制国有企业大量参与金融资产投资的现象，还能为科学评价非国有股权参与国有企业混合所有制改革的效果提供股权结构视角，具有重要的理论和现实意义。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

第一，目前，关于国有企业混合所有制改革的研究主要体现在应该怎么改（改革模式与路径），改了之后效果怎么样（是否实现了“政企分离”、强化了“预算软约束”、降低了政策性负担、提高了经营效率与创新效率等方面）。本文从当前全面深化改革的国家制度层面，包括深化国有体制改革与深化金融体系改革的视角去考察了国有企业混合所有制改革是否影响了企业金融资产配置决策及其关系发生的股权结构条件。不仅弥

² 本文的金融资产指的是非货币金融资产，不包含货币资金。

补了现有研究的不足，也丰富了“宏观经济政策与微观企业行为”的研究框架。

第二，虽然目前有关公司治理和国有企业改革的理论与研究已较为丰富和成熟，但是，一些研究成果还不能完全移植到混合所有制国有企业。本文结合国有企业混合所有制改革这一背景，通过金融资产配置这一投资行为，研究混改后企业的外部融资环境或内部公司治理的变化是否能够影响国有企业金融资产配置行为，为国企改革政策效果提供了投资资金配置及结构方面的证据。

第三，当前关于金融资产配置的影响因素与经济后果的研究已经相当丰富，但是鲜有文献探究如何通过公司治理以抑制企业金融化程度，本文从管理层股权激励角度研究国企混改影响金融资产配置的作用机理，丰富了金融资产配置的公司治理影响因素相关文献，也为正确引导金融发展“脱虚入实”提供了公司治理方面的证据支持。

(2) 现实意义

第一，新一轮国企改革在国有资产管理体制层面上，完成从“管企业到管资本”的监管职能转变。通过设立国有资本运营公司，使得国资委与企业不再有直接的股权持有关系，从而实现政企分开（郑志刚，2019）。通过对混改后的国有企业是否改善金融资产配置决策的机制分析，可以在一定程度上探究国有企业混合所有制改革在剥离政策性负担，强化融资约束，提升公司治理水平上的效果，并对引导实体面结构性改革与金融面结构性协调并进具有重要参考价值。

第二，当前国有企业广泛参与影子银行活动，表现为更大规模地参与再放贷活动，国有企业金融资产投资活动严重损害了国有企业的长期利益和价值。本文通过分析国企混改对金融资产配置影响的经济后果，可以探究国企混改是否有助于引导国有企业专注主业发展，提升企业价值。本文的研究对实体经济，尤其是非金融类国有企业的“脱虚向实”具有重要的现实意义。

1.2 研究内容与研究框架

1.2.1 研究内容

本文基于混合所有制改革背景，探究了非国有资本引入是否能够抑制国有企业金融资产投资，进而促进实体经济“脱虚入实”。具体来说，本文首先探究国企混改与企业金融资产配置关系及其发生的股权结构条件，并研究国企混改对不同类型金融资产配置的差异影响；进一步地本文深入分析了国企混改影响金融资产配置水平的机制；最后，本文考察了国企混改对金融资产配置影响产生的经济后果。

本文研究的具体内容如下：

第一部分：绪论。介绍本文的选题背景、研究意义、研究的内容和框架以及研究方法和可能存在的创新和贡献。

第二部分：国有企业混合所有制改革以及金融资产配置的概念界定、相关理论梳理以及文献回顾。首先，对国有企业混合所有制改革以及企业金融资产配置概念进行界定；其次对混合所有制改革相关文献进行梳理，对企业金融资产配置动因与经济后果等方面进行文献综述。

第三部分：理论基础与假设提出。首先，对产权理论、委托代理理论以及融资约束理论等相关理论进行了梳理；其次，结合我国的制度背景分析国有企业混合所有制改革对金融资产配置的影响，以及这种影响发生的股权结构条件，并提出假设。

第四部分：研究设计。首先，参考已有研究确定研究样本区间，并筛选样本数据；其次，对混改企业股权制衡度、金融资产配置水平等变量进行具体量化；最后，根据现有相关研究，确定实证回归模型。

第五部分：实证结果与回归分析。通过描述性统计以及多元回归分析，以检验第四部分的待检验命题，并进行相关稳健性检验以保证实证结果的可靠性；其次，探究国企混改对不同类型金融资产配置的差异影响。

第六部分：进一步分析与拓展性检验。首先，根据第四部分理论分析，检验国企混改影响金融资产配置的具体机制；其次，探究国企混改对金融资产配置的影响的经济后果。

第七部分：研究结论、政策启示以及局限和展望。总结全文的主要结论及相关的政策启示，并针对本文研究的不足提出后续的研究建议。

1.2.2 研究框架

本文的研究框架如图 1-1 所示

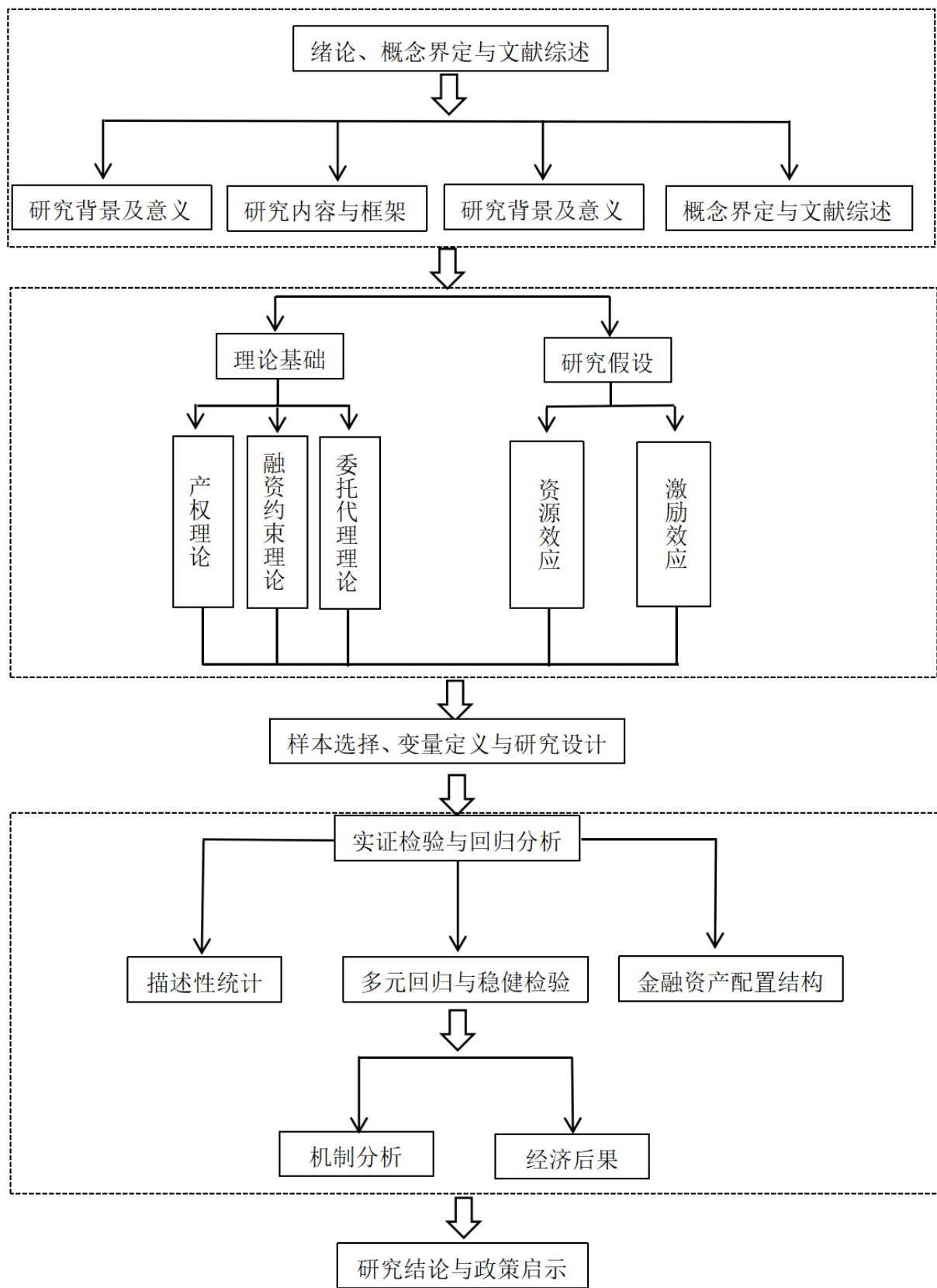


图 1-1 研究框架结构图

1.3 研究方法

本文采用规范分析结合实证研究的方法，研究国企混改对金融资产配置的影响。

首先，理论分析部分，通过下载并反复阅读相关话题中英文文献，了解国企混改和金融资产配置的最新研究和经典研究，然后结合相关概念、理论及已有文献，分析国企混改与金融资产配置的关系，并提出假设。

其次，实证检验部分，首先参考权威文献研究数据收集过程对相关数据进行收集：以 2003 年当年为国有企业的公司作为研究的样本公司，选取该样本公司 2003-2018 年数据，对样本公司实际控制人数据及前十大股东性质数据进行搜集，在数据简单处理后与所参考文献进行比较以确保数据的可信性；其次，从 CSMAR 数据库获取实证研究所需的其他相关数据：选用 A 股市场非金融上市样本公司 2003-2018 年的数据，利用 Excel 和 Stata15 软件，结合统计学和计量经济学的基本原理及方法进行实证检验。具体包括描述性统计及多元回归分析等。为保证研究结论的稳健性，本文采用多种方法进行稳健性检验和内生性检验，如 Heckman 两阶段、增加变量、倾向得分匹配（PSM）、双重聚类等多种方法进行测试。

1.4 创新之处

（1）已有对国企混改的研究主要探究单个混改指标（股权多样性、股权融合度、控制权转移等）对经济后果产生的影响，本文探究了国企混改对金融资产配置的影响及以及这一影响发生的股权结构条件，发现混合股权制衡度对金融资产的抑制作用主要发生在控制权未发生转移的企业中，这不仅丰富了国企混改相关研究，也为探究国企混改股权制衡作用发生的股权结构条件提供证据支持；

（2）当前关于国企改革中非国有股东的引入是否导致混改企业政府干预减少，降低政策性负担及其引致的预算软约束，是否完善了市场化经营机制仍存在争议。本文发现混合股权制衡度作用于金融资产的中介主要是管理层股权激励，但这种“激励效应”只发生在控制权未发生转移的混改企业中。在控制权发生了转移的实际控制人为非国有性质的企业中，企业目标已不同于国有性质的企业，投机性并未降低，股权激励并不能抑制金融资产投资。本文从股权激励公司的治理角度分析，为国有企业混合所有制改革促进实体面的所有制改革和金融面的结构性改革相互协调、相互促进，进而正确引导金融发展“脱虚入实”提供了有益启示。

第二章 概念界定与文献综述

2.1 概念界定

2.1.1 国企混改

国企混改即国有企业混合所有制改革。混合所有制，顾名思义，就是多种产权的融合共存的一种状态。这一概念可以从宏观和微观两个层面进行定义。从宏观角度来说，混合所有制是就经济层面上的所有权性质和结构而言的公有制与非公有制多种经济形式并存的一种格局。从微观角度来说，混合所有制是企业层面上的所有权性质和结构而言的不同所有制性质的主体共同参股形成的企业组织形式，也就是同一个公司中有多种性质的产权存在的混合所有制企业。按照 2015 年《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》：发展混合所有制经济，是深化国有企业改革的重要举措。混合所有制改革，是微观层面上市场经济主体在资本层面实施不同所有者属性资本的交叉持股、相互融合，完善股权结构和公司治理的改革。本文主要探讨非国有资本进入国有企业，形成国有资本绝对控股、相对控股和参股的股份制企业，即国有企业的混合所有制改革。

本文的国企混改是微观层面概念，是国有独资企业或国有控股企业将其部分股权转让给非国有资本（包括民营资本、外资资本等），并使其获得相应的表决权，从而形成的混合所有制企业。当前国有企业混合所有制改革的目标主要是深化经济体制改革，提升国有企业的整体经营效率，使国有企业建立起现代企业制度，进而促进市场公平、提升社会整体资源配置效率；同时通过非国有资本与国有资本的深度融合，发挥不同所有制资本的协同效应，建立现代企业制度，提高国企竞争力。

2.1.2 金融资产配置

金融资产配置是指非金融企业将部分资金用于金融资产投资的行为。我国《企业会计准则》对企业金融资产的具体种类做了明确规定，主要包括：库存现金、银行存款、应收账款、应收票据、其他应收款项、股权投资、债权投资和衍生金融工具形成的资产。尽管有较多研究将货币资金作为金融资产的组成部分，纳入金融资产的计量范围，但是企业持有货币资金的主要用途是为了应对日常经营活动支出，而且持有货币资金也并不能带来较好的资本增值，因此，本文在定义金融资产时未将库存现金、银行存款纳入定义范围；此外，企业的应收项目也主要来源于企业的日常生产经营活动，因此金融资产的定义也未包含应收账款、应收票据等应收项目。企业金融资产种类较多，且持有目的、期限以及持有收益存在较大差别，因此需要对其进行分类，以更好地了解不同类型金融资产配置情况，以及国企混改对不同类型金融资产的差异影响。本文参考宋军和陆旸（2015）的做法，根据不同金融投资活动所形成的不同性质的金融资产，将非货币金融资产大致分为以下四类：

第一类是交易类金融资产，是指能够在市场上获得公开报价、活跃度较高的基金、债券、股票、金融衍生产品等。这类金融资产在上市公司中比较常见，它的流动性较强，因此受资本市场影响也较大，价格波动也较大。本文将资产负债表中的交易性金融资产、

可供出售金融资产、持有至到期投资³、衍生金融资产等定义为交易类金融资产；

第二类是投资性房地产，是指为赚取租金或资本增值，或两者兼有而持有的房地产。近年来我国房地产行业发展较快，高额的资本回报使得大量非房地产企业涉足房地产领域，大量资金投向房地产主要是为了投机套利而非实业经营，这部分资金脱离了实体企业日常生产经营，是导致实体企业空心化的重要原因之一。因此本文将该类资产单独划分为一类金融资产，代表非金融、房地产企业在房地产领域的投资，该数据可以从资产负债表投资性房地产科目获得；

第三类是金融机构长期股权投资，指非金融企业持有银行、基金、信托、券商等金融机构股权而形成的资产。在我国以间接融资为主的融资体系中，上市公司对金融机构的长期股权投资，能够更好地与金融机构建立起长期的合作关系以便更容易地获取资金、降低融资成本、改善融资环境，因此本文将该类长期股权投资作为重要的金融资产。非金融企业持有的非金融机构的长期股权投资属于实体企业内部的相互持股，该部分资金仍然是实体企业投资，因此本文并未将该部分长期股权投资纳入金融资产范畴。金融机构长期股权投资的数据主要从长期股权投资科目的明细中获得；

第四类是委托贷款及理财产品，委托贷款是指上市公司将资金委托商业银行等金融机构，按照其确定的贷款要求条件代为发放，并为发放贷款企业提供监督资金使用和协助资金回收的业务；委托理财是指企业将资金委托给专门的资产管理机构代为管理资金，目的是使资产保值增值。企业持有这两类资产目的是是资产保值增值，且资金都通过银行、资产管理公司等金融机构代为管理，属于实体企业资金流向金融机构，因此将这两类资产纳入金融资产范畴，该数据可以从其他应收款和其他流动资产明细中获得。

2.2 国内外文献综述

2.2.1 国企混改文献综述

(1) 国企混改必要性研究

较多文献论证了国企混改的必要性。黄速建（2014）指出要深化国企改革、提升国有企业效率、完善国有企业公司治理机制需要进行混合所有制改革。张旭昆（2016）则认为在应对公有制下的计划失灵需要市场来调整，应对私有制下的市场失灵需要政府适度干预，而要同时解决这两个问题办法之一就是建立混合所有制企业。杨兴全和尹兴强（2018）表明国企混改是在民营企业的迅速发展以及国企效率的相对低下的必然选择。已有文献关于国有企业有必要进行混合所有制改革的原因主要有两种观点（Gupta, 2005）：政治观和经理人观。

①政治观

政治观认为，国有企业的无效率主要源自政府对企业经营活动的干预(Boycko et al., 1996)，从而扭曲了经营目标，使得国有企业承担较多政治职能。而随着非国有股权比例的增加，政府干预民营化企业的成本将增加(Sappington and Stiglitz, 1987)，这将有

³ 新修订的金融工具会计准则中不再有“可供出售金融资产”等会计科目，但新会计准则从2019年开始执行，本文样本数据截止到2018年，因此，新会计准则不影响本文的数据统计。

助于非国有股东参股的国有企业开展更多具有价值增值性的活动。Shleifer et al. (1998) 通过分析指出,较强的政府干预会使得国企偏离效率目标,产权改革将会改善这种状况,提升国企效率。林毅夫和李志贇(2005)认为,由于国有企业承担了政府目标导致企业经营效率不高,但同时也获得了对政府的依赖性,失去了“自生能力”,因此,国企改革最首要的目标即是剥离政策性负担。郝阳和龚六堂(2017)研究发现,国有控股企业由于社会性负担与战略性负担的存在导致了国企效率低下,从而无法实现企业价值最大化目标。陈林和唐杨柳(2014)采用双重差分模型探究产权改革如何影响政策性负担,研究发现混改可以降低国企的社会性负担和战略性负担。

②经理人观

经理人观认为,国有企业过长的委托代理链条以及由此形成的所有者缺位以及不完善的公司治理机制,导致国企存在对经理人监督、激励机制缺乏(Laffont and Tirole, 1993; 李寿喜, 2007)。国企管理层一般都具有行政级别,国有企业承担政策性负担的多少将会影响其政治晋升机会,因此,国企管理层为了获得职位晋升,承担了更多的政策性负担(廖冠民和沈红波, 2014)。国有企业的管理者为了享受安逸的生活、提高职业声望或获取更多的私人利益,在缺乏有效的监督和激励机制下会倾向于选择稳健性的投资策略(John et al., 2008)。与国有企业具有行政级别的管理层决策行为政治化相比,混合所有制企业不再是管理层为了获得政治晋升而损害效率的企业,而是具有追求企业价值最大化目标的企业(林毅夫和李志贇, 2004)。

(2) 国企混改公司治理研究

国有企业混合所有制改革主要从非国有股东制衡国有控股股东和监督激励管理层两个方面影响公司治理。

①非国有股东制衡国有控股股东

在非国有资本与国有资本混合形成的混合所有制企业中,不同性质股东之间形成制衡关系改善了公司治理水平。郝云宏和汪茜(2015)通过理论分析和“鄂武商”案例的研究,发现不同性质股东代表的不同的利益主体,非国有股东追求自身利益实现而制衡国有股东有利于实现对国有大股东战略行为纠偏,进而改善混改企业的绩效。卢建词和姜广省(2018)通过研究混改企业现金股利分配发现,非国有股东为争取更多的投资收益,往往会采取强强联合的方式来增加他们的话语权,从而对国有股东产生有效的制衡。当企业存在多个不同性质的股东时,单个股东的监督动机就会增强,且更有利于多种股东的互相监督、制衡。Maury and Pajuste(2005)研究发现,当公司前两大股东性质不同时,能够改善公司治理情况。Cheng et al.(2015)发现在多个大股东同时存在的公司中,非控股股东的性质对于优化公司治理和改善公司绩效非常重要。张继德和刘素含(2018)通过对联通混改的案例发现,战略投资者在公司董事会中对日常经营决策产生制衡作用,从而证明了民营资本的引入带来董事会结构的变动将对原国有股东形成有效制衡。沈昊和杨梅英(2019)以招商局集团作为研究案例,发现在公司不同发展时期以及引入性质不同的非国有股东对公司业绩和公司治理有不同的影响。沈红波等(2019)对云南

白药的案例研究发现，云南白药混改后形成了国资委参股、民营企业股权制衡的公司治理模式，有效改善了公司治理。

②非国有股东监督与激励管理层

唐跃军（2002）探究了经济转轨时期国有企业中存在内部人控制问题和管理层道德风险，并给出了道德风险模型，指出内外部治理机制的缺失是导致内部人控制的最主要原因。刘凤委等（2007）发现，民营性质股东参股国有企业可能有助于改善国企管理体制问题，进一步强化对管理层的监督和激励（Megginson and Netter, 2001; Gupta, 2005），更高的非国有股权比例有助于民营化企业完善公司治理从而减少管理者的机会主义行为和道德风险。蔡贵龙等（2018）研究发现，非国有股东通过影响混改企业的股权结构以产生制衡股东的作用，通过委派董事以优化董事会结构以监督国企管理层，从而解决了国企“所有者缺位”和“内部人控制”等问题。进而优化国企经营、投资决策，提升国企效率。

（3）混合所有制改革经济后果研究

关于国企混改的经济后果研究，主要包括经营业绩，投资效率、并购效率等方面。Megginson and Netter（2001）研究表明，国企民营化将会带来企业经营获利能力的提升以及整体效率的改善。陈林、唐杨柳（2014）民营资本参股国有企业后，会带来较低的政策性负担，同时也会优化资源配置效率。郝阳和龚六堂（2017）研究发现混合所有的企业，不同资本的融合有助于改善企业的绩效。杨兴全和尹兴强（2018）的研究发现，多元化的股东结构并不能带来企业价值的提升，股权制衡度和控制权转移通过对现金持有的优化，提升了企业价值。逯东等（2019）研究发现当国有企业的非实际控制人拥有董事会权力时，非实际控制人的监督作用以及由此形成的对国有企业内部人行为约束作用将会共同影响并购决策机制，进而提高国企并购效率。

关于混改与企业效率的研究，大多得出混改能够提高效率的结论，但也有部分研究得出两者关系相反的结论。张祥建等（2015）对向民营股东发行股票的方式引入民营资本的国有样本进行研究，结果发现，混改后保留在国有企业内的单一因素（国有股比例或存在高管政治关联）损害了企业的投资效率，这是因为这种单一因素使得混改后的国企依然存在与政府的依附关系。

2.2.2 企业金融资产配置文献综述

（1）非金融企业配置金融资产动因研究

① 缓解融资约束

Stulz（1996）研究发现，由于金融资产流动性较高，非金融企业为了应对市场需求和生产经营方面的不确定性会持有部分金融资产，从而在面临融资约束时通过出售金融资产以降低融资成本和对外融资依赖。Duchin（2017）通过对美国标普 500 指数中非金融企业的研究，发现具有融资约束的公司更多地投资于风险较低流动性较高的现金及现金等价物、存款、商业票据等安全金融资产，而配置较少的公司债券、ABS 等风险金融资产。国内学者，杨箐等（2017）通过对 A 股上市公司交易性金融资产的投资动机以及

投资行为变化的研究发现，交易性金融资产可以降低企业的投资现金流敏感型，从而起到缓解企业的融资约束的作用。胡奕明等（2017）通过研究发现金融资产持有水平与宏观经济指数显著负相关，但与 M2 增长率和法定准备金率显著正相关，这证明了企业金融资产持有的“蓄水池”动机。

②获取高额利润

Baud and Durand（2012）对美国零售业的研究发现，1990 至 2007 年零售行业的销售增长率持续走低但是净资产收益率却在逐渐上升，究其原因主要是是零售业公司在这段时期大幅增加了金融资产的持有比例，这弥补了主业业务利润的降低。王红建等（2017）研究发现实体企业基于套利目的大量投资金融资产抑制了企业创新，但是却带来了下一期经营业绩的提升。张慕瀨和孙亚琼（2014）研究发现实体企业金融化是企业追逐金融资产投资利润的结果，这不仅会导致企业经营业绩的恶化，也不利于资本配置效率的提高。张瑾和胡奕明（2013）研究上市公司的经营活动规模与金融资产规模之间的关系，发现经营规模大的企业配置金融资产更多是用来支持生产经营活动，但同时当企业经营状况不佳时会增加对金融资产的投资来获取高额利润。

③股东价值导向

美国企业管理者决策行为目标发生了转变，从内部经理人在缺乏外部股东监督情况下的管理层利益优先，转向以股东利益为导向的股东短期利益优先。Stockhammer（2004）认为，非金融企业大量投资金融资产是公司治理理念的转变。管理者利用金融资产获得短期回报是管理获得激励的优先目标的转变，即从通过生产经营实现资本积累和长期发展，转变为为了迎合机构投资者而提升公司短期股价。徐经长和曾学云（2010）研究发现管理层投资金融资产存在“重奖轻罚”的现象：当形成公允价值变动收益时，管理层薪酬相应增加，但当形成公允价值变动损失时，管理层却没有因此而收到惩罚，进而形成管理层薪酬粘性，这种激励导致管理层过度投资金融资产。文春晖和任国良（2015）从终极控制人的角度研究发现虚拟实际控制人偏好投资虚拟经济领域，将资金投向虚拟资产从而获得高虚拟经济收益，而实体终极控制人则相反，更偏好于实体投资，从经营活动收益中获取私有收益。

（2）非金融企业配置金融资产经济后果研究

①金融资产配置对宏观经济系统风险的影响

宏观层面的研究大多持负面和批评态度。宏观研究主要从宏观经济形势、经济稳定性、失业率、经济风险的关系来进行研究。如 Palley（2008）认为，金融化导致实体经济增速放缓和经济波动，债务膨胀以及衰退期的延长。Dore（2008）认为金融化导致社会更加动荡，对高素质人才产生误导，并严重影响社会信用等问题。Bhaduri（2011）的理论模型指出，金融化导致经济系统更加脆弱，当投资者预期产生改变时，较容易发生金融危机。González and Sala（2013）研究发现经济金融化会使失业率提高约 2%。此外非金融企业金融化会加大经济系统风险联动性，不利于宏观经济环境的稳定（罗来军等，2016；黄群慧，2017；彭俞超等，2018a；王永钦等，2015）。

②金融资产配置对资本投资的影响

Teixeira and Rotta (2012) 研究了金融资产和金融收益的扩张, 以及投资组合中金融资产投资的增加是否导致了实体投资的下降, 即存在“挤出”效应。Demir (2009) 在企业持有的资产池中, 金融类资产获利的增加会导致实体投资资产的投资率下降。如果金融资产与实体资产的收益率不同, 那么企业会增加相对收益率较高的资产的占比。因此, 当内部资金有限时, 实物投资与金融投资在具有替代性, 两类资产存在此消彼长的关系。国外学者的实证研究大多发现金融收入与投资率之间存在负相关关系。Stockhammer (2004)、Orhangazi (2008) 研究均发现金融收益的增加显著降低了实体投资。张成思和张步昙 (2016) 研究了非金融企业金融资产投资对与实体投资的影响, 发现投资金融资产可以使企业资金富余, 但也会导致实体投资率的下降, 因为企业金融资产收益成为利润的主要来源。杜勇等 (2017)、王红建等 (2017) 研究发现, 非金融企业金融化对创新投资和实业投资存在“挤出效应”。

③金融资产配置对财务绩效的影响

1970 年后美国经济的一个显著特征是金融资产持有量的不断增加, 这也使得非金融部门从金融资源中获得的收入不断增长。Krippner (2005) 的研究表明, 从 20 世纪 70 年代开始, 企业的从金融资产投资中获得的收入与企业的现金流的比值不断增长, 非金融企业从金融投资获取的收益也越来越大 (Orhangazi, 2008; Davis, 2016)。杜勇等 (2017) 研究发现, 企业持有金融资产比重越高, 企业主业业绩越差。这主要是因为资金有限时, 金融资产投资更多的企业研发投入占比更少, 因此导致企业主业经营的盈利能力下降。也有学者对非金融企业持有金融机构股权、参与再放贷等金融资产投资行为进行了研究。蔺元 (2010) 发现参股金融机构后企业并没有实现金融投资和经营活动的协同效应, 导致经营业绩下降。李建军和马思超 (2017) 研究结果表明, 参与再放贷的企业不仅不能改善财务绩效, 反而使其恶化。因此, 通过放贷手段获取利润这种短期化行为不能带来利润的长期持续增长, 只有通过提升企业的创新能力才能使企业获得竞争力, 实现长远发展。

2.2.3 混合所有制改革与金融资产配置文献综述

关于混合所有制改革与金融资产配置的相关研究较集中于近两年。陈祖英和沈璐 (2020) 以混合所有制改革的制造业国企为研究样本, 探究了股权混合度对金融资产配置的影响, 发现非国有股权的混合抑制了金融资产配置水平, 这一影响的作用机制是创新投入的增加。曹丰和谷孝颖 (2021) 探究了非国有股东对金融资产配置的治理作用, 发现非国有股东委派董事、监事、高管能显著抑制国有企业金融化, 进一步探究作用机制发现非国有股东抑制国企金融化主要通过降低盈余管理和提升主业业绩。狄灵瑜和步丹璐 (2021) 研究发现, 非国有股东参股能够显著降低国企金融化水平, 这主要是通过提升主业业绩和增加创新投入产生作用。而祁怀锦等 (2021) 则探究了混合股权制衡度与金融资产配置之间的非线性的 U 型关系, 这种 U 型关系主要是通过对代理问题的缓解或激化产生的。

2.2.4 研究评述

纵观上述研究,可以发现,关于混合所有制改革的研究已日趋完善,包括理论研究、实证研究和案例研究,研究的内容涉及动因、股权结构治理和经济后果。这些研究主要体现在应该怎么改(改革模式与路径),改了之后效果怎么样(是否实现了“政企分离”、强化了“预算软约束”、降低了政策性负担、提高公司治理水平等;是否提高了经营效率、创新效率等)。关于实体企业金融化的成因以及实体企业金融化对实业投资带来的负面影响的相关研究已非常丰富,但有关如何引导实体企业“脱虚向实”的文章仍相对较少,探索解决引导实体企业“脱虚向实”具有重要意义。近两年来部分学者也关注到了混合所有制改革对实体企业金融资产的影响,发现混合所有制改革、非国有股东的引入能够抑制金融资产配置。但是已有研究大多直接采用已是混合所有制的企业研究非国有股东的治理或制衡作用,本文的研究对象则是 2003 年当年为国有上市企业的 2003-2018 年的平衡面板数据,探究从 2003 年以来发生的股权结构变动(包括非国有股权占比和控制权转移)对金融资产配置的影响。本文结合国有企业混合所有制改革这一背景,通过金融资产配置这一投资行为,研究混改后企业的外部融资环境或内部公司治理的变化是否能够影响国有企业金融资产配置行为;通过机制分析探究国有企业混合所有制改革是否通过强化融资约束以及提升公司治理水平而减少对金融资产的投资,通过经济后果分析在降低金融资产配置的同时是否增加实业投资、提升企业价值。通过金融资产配置这一投资行为研究国有企业混合所有制改革效果,不仅对评价混合所有制改革的实施效果具有重要参考价值,也对深化供给侧结构性改革和金融体制改革具有政策指导意义。

第三章 制度背景、理论基础与研究假设

3.1 制度背景

我国国企改革是经济体制改革的重中之重。改革开放以来国企改革不断探索新的路径以解决国有企业存在的各种问题，从而适应国家经济发展形势，激发企业活力，提升国有企业竞争力。结合已有研究和相关政策进行梳理，我国国企改革总共经历了以下四个阶段：

第一阶段从 1978 年到 1992 年，这段时期我国国企改革处于摸索尝试阶段。这一阶段国企改革没有明确的方向和路线指引，是在“摸着石头过河”的过程中逐步调整改革的方向。为了缓解产品短缺问题，国有企业改革先后经历了放权让利到两权分离的承包责任制和转换经营机制，经历了“政策—实践—政策改进”的过程。

第二阶段从 1993 年到 2003 年，是国企改革的制度创新阶段。改革重点在于解决计划与市场关系的问题，国企改革的主要方向是建立现代企业制度。通过建立现代企业制度使国有企业进入市场，参与市场竞争；调整国有企业的市场地位由主体地位转为主导地位，发挥国有企业在国民经济中的主导作用，从而更好适应经济发展。

第三阶段从 2004 年到 2013 年，为纵深推进阶段。国有资产管理机构的成立，以及股权分置改革的完成，有力推动了国企改革，促进国有资产实现保值增值、解决效率低下等问题。

第四阶段从 2014 年至今，为混合所有制改革的“攻坚深化”阶段，在国资管理体制层面设立国有资本投资运营公司，实现“国有资产资本化”；同时在经营实体国企层面，引入战略投资者改善公司治理建立现代企业制度，使国有企业经营目标得以纯化，提高国企效率，实现资产保值增值。

国有企业混合所有制改革目标即是引入非国有资本，实现政企分开、政策性负担的剥离和公司治理水平的改善、经营效率的提升。在当前国企改革不断深化，改革政策不断细化的条件下，国企混改效果是否显著需要以混改的国有企业来证明。企业金融资产投资水平及其配置结构能够在一定程度上体现企业对实体投资战略规划和经营目标，因此，探究国企混改与金融资产配置能够为国企混改非国有股东的引入在实现政企分开和改善公司治理水平的效果方面提供证据支持。

3.2 理论基础

3.2.1 产权理论

科斯被认为是产权理论的创始人，科斯产权理论的主要内容是：产权制度决定了经济活动运行效率。科斯定理证明了当产权能够清晰界定时，能够促进经济效率的提升。由于私有产权界定清晰能够为理性经济人提供激励，因此在国有企业中引入非公有资本，通过确立产权使资本所有者有激励监督管理层，从而实现优化资本结构、提高国有资本效率的目标，同时国有资本的存在也能在一定程度上减少因私有产权过于追求私利而忽略公平公正的价值取向问题。

科斯的产权理论对国企改革具有重要的指导性作用。国有资本和非国有资本代表不同的利益群体，他们有着不同的风险偏好，以及各自的资源和机制体制优势，因此对企业产生不同的影响。产权的可分割性让不同资本可以实现有效融合。在混合所有制企业中，在实现产权多元化的同时达到混改企业不同性质股东相互制约，优化公司治理机制是具有重要意义的，这样才可以从根本上推动企业的发展，实现改革的目标。

3.2.2 融资约束理论

资金供给者和资金使用者之间的信息不对称导致资金使用者面临融资约束。根据 Modigliani & Miller (1958) 提出的 MM 理论，在完美资本市场的假设下，企业与外部资本市场之间不存在信息不对称，外部利益相关者与企业内部人掌握的信息相同，因此企业的内部资金和外部融资可以完全替代，企业的融资成本并不影响资本结构。但是，现实环境中并不存在完美资本市场，外部资金提供者对企业信息存在不对称的情况，其对企业内部的生产经营活动和投资及资产价值信息并不了解，因此增大了外部资金提供者的风险，随着风险的提高，外部资金提供者要求更高的报酬以补偿其承担的高风险，这增加了从外部获取资金的成本，在信息不对称的情况下，企业外部融资相对困难，且资金用途等方面也会受到资金提供者的限制。而内部融资相对于外部融资具有相当多的优势，不仅融资成本低，使用资金也更灵活，不会受到较多限制条款。因此，内部资金较为充足时能够缓解企业由于信息不对称产生的融资约束问题。相比于经营性资产，金融资产流动性强、变现快、调整成本低，因此成为企业内部资金的重要来源。当企业面临财务困境时，可以通过出售金融资产快速变现，降低对于外部融资的依赖，缓解企业的融资约束程度，从而更好地满足实体投资的需要。

3.2.3 委托代理理论

Jensen & Meckling (1976) 首次提出了委托代理理论。由于企业的所有者与企业的经营者并非同一人，因此所有者与经营者之间产生委托代理关系，经营者掌握着企业内部信息，在信息不对称的情况下，管理层为了满足自身私利而进行非效率的投资经营活动，这将使得管理层的行为偏离股东利益最大化的目标，进而形成管理层与股东之间的代理成本。Jensen (1986) 首次提出自由现金流的概念，并指出管理层与股东在将自由现金流留存于企业亦或发放给股东这一问题上存在代理冲突。詹森分析，根据股东价值最大化原则，在企业投资净现值为正的投资项目之后应该将剩余现金流以股利形式发放给股东，但是管理层为了能够控制更多资源以实现公司增长进而增加薪酬以及构建自己的“企业帝国”目标，因此不愿将这部分现金流返还给股东；此外，若将资金返还给股东，有新的投资机会时需要进行外部融资，这不仅需要向外部资金提供者偿付利息，也会受到外部资金提供者对于资金使用用途的严格约束，而当企业留存大量现金流的情形下，管理层不但可以自由决定现金流的流向，甚至可能会为了满足自身利益而牺牲股东利益。

3.3 理论分析与假设提出

3.3.1 国有企业金融资产配置动因

已有研究发现，相比于非国有企业，国有企业经理层为了实现业绩考核目标，更多从事短期回报高的金融资产投资活动（王永钦等，2015；黄贤环等，2018），而且金融资产投资对国有企业主业业绩的损害更大（杜勇等，2017）。从金融资产配置动因来看，国有企业配置金融资产主要有以下四个方面的动因。

第一，预算软约束的存在使得国企高管有充裕的资金投资金融资产。政策性负担导致国企存在着预算软约束（廖冠民等，2014），享有政府信誉的国有企业，融资约束水平较低，普遍能以较低资本融得较多资金，在没有较好投资机会的情况下，倾向于将资金投向流动性较高的金融资产（王永钦等，2015）。

第二，国企内部人控制问题严重，业绩压力使得“内部人”有动机投资金融资产。所有者缺位和长的委托代理链条导致国有企业存在着较严重的“内部人控制”现象。国企管理层有着较高的权力，有能力影响企业投资决策，而再放贷所带来的高额利息收入对国有企业管理层有极大的吸引力，为了实现业绩目标，国企高管可能会利用短期、高收益的金融资产作为提升业绩的工具（杜勇等，2017），以此来获得政治升迁所需要的业绩水平。

第三，国有高管任期较短使其不愿进行研发投资，转而投资回报高且周期短的金融资产。国有企业高管具有行政级别，而且任职期限相对较短（王曾等，2014）。存在着政治晋升动机的高管在任职期间往往不愿进行投资时间跨度较大、风险高且收益不稳定的创新研发投入（李莉等，2018），倾向于选择短期投资获利较高的项目，因此，选择投资短期回报率高的金融资产。

第四，公允价值计量模式下，管理层更加偏好金融资产投资。以公允价值计量的金融资产，其价值变动将会获得持有收益并体现在利润中。而上市公司管理层薪酬往往与企业利润相挂钩，因此在相比于实业投资，金融资产投资能够获得更高回报时，管理层则更有意愿投资金融资产，从而获得公允价值变动收益带来的薪酬的提高；同时由于上市公司中存在着对公允价值变动损益的“重奖轻罚”现象（徐经长、曾雪云，2010），即使管理层投资金融资产产生亏损，也不会降低管理层薪酬。因此，公允价值计量模式下管理层更有动机和意愿将资金投向虚拟经济领域的金融资产。那么对国企高管而言，在信息不对称的情况下，其更有动机投资金融资产，因为其可以将金融资产投资损失带来的业绩下降归咎于政策性负担，而将金融资产投资的收益归为个人能力及努力工作的结果。

3.3.2 国企混改对金融资产配置影响分析

新一轮的国有企业混合所有制改革，不仅要混产权，更要改机制（王东京，2019）。非国有资本的引入，不仅仅是产权方面的变革，同时也将对国有企业的经营机制产生影响，形成相互制衡又激励相容的监督约束机制（马连福等，2015）。国企混改引入非国有资本，将会对国有企业金融资产配置产生两方面的影响：

首先，非国有资本的引入将会弱化“资源效应”，进而影响企业配置金融资产所需资金。国有产权与非国有产权在企业生产经营决策及目标上存在差异（耿云江和马影，2020），产权理论表明私有产权相比于国有产权更有激励监督管理层实现盈利目标，非国有资本参与国有企业是为了深入参与国有企业发展，获取更多的资本回报，而非短期投机套利，因此在获得一定的话语权之后会深入参与国有企业公司治理中（祁怀锦等，2020）。当国有企业决策更偏向政治目标时，非国有股东在逐利动机驱使下往往会通过制衡国有股东，使企业按照利润最大化的目标进行决策，从而促进国企的经营目标更加市场化（耿云江和马影，2020）。这将导致政府干预国有企业经营、投资决策能力弱化，政策性负担的减少（张辉等，2016），而政策性负担是国有企业预算软约束的根源（Kornai，1986），因此，非国有股东的进入将降低国有股权的资源效应，使国有企业原有的预算软约束硬化（杨兴全和尹兴强，2018），进而使得企业配置金融资产所需资金减少，企业金融资产配置水平降低；此外，“政企分开”也将使管理层意识到未来可能面临融资约束提高，进而出售部分金融资产以应对未来可能的信贷优惠等方面的资源效应的弱化。因此，非国有股东的引入通过弱化“资源效应”导致金融资产配置水平降低。

其次，非国有资本的引入将会形成对管理层的“激励效应”，通过优化国有企业的公司治理机制，提高对内部人管理层的激励，进而影响企业配置金融资产的投机行为。第一，非国有股东参与国有企业在弱化政府干预的同时也将使得国企高管选聘机制更加市场化（杨志强等，2016），从而使得管理层基于满足职位晋升的业绩要求而进行金融资产投资的动机减弱，进而弱化高管短视投资动机；第二，非国有资本进入国有企业，积极监督企业经营及投融资决策，从而缓解信息不对称问题（黄速建，2014），加之政策性负担的减少，国企高管因金融资产公允价值变动损益的重奖轻罚而投资金融资产的动机将会减弱，从而导致国企高管投资金融资产意愿降低；第三，非国有资本引入，缓解了国有股“一股独大”的问题，实现了对国有股东的“补位”，改善“内部人控制”的局面（祁怀锦等，2020），形成对管理层的有效监督和激励（卢文华，2016），这将使得管理层投资决策更加注重长期价值投资，短期金融资产投资有所缓解。已有研究大多证明了对管理层进行股权激励将会激励管理层把企业的未来经营业绩与管理者自身的利益相结合（张兆国等，2016），投资视野长期化并注重长期价值投资（安磊等，2018；杨志强等，2016）。因此，混合所有制改革引入非国有股东将会通过加强监督、强化激励等方式优化公司治理机制（卢文华，2016）。管理层激励的提升将会减少管理层投资金融资产的短视投资行为，从而使混改后的国有企业金融资产配置水平降低。综合上述分析，本文提出国企混改与金融资产配置关系的假设：

H1：国企混改与金融资产配置水平负相关。

3.3.3 国企混改、控制权转移与金融资产配置

国企混改引入非国有资本可能形成部分民营化的混改企业，也可能形成控制权由国有转为民营的完全民营化的混改企业，而部分民营化与完全民营化在影响企业政府干预和公司治理方面是存在显著差异的（余明桂等，2019）。Gupta（2005）认为国有企业部

分民营化之后，并未改变政府在企业中的控制地位，改变的只是引入了非国有股东以及市场机制，因此，该文以部分民营化能显著提高公司绩效证明了经理人观的成立；李广子和刘力（2010）认为中国上市公司在民营化前后其都是上市公司，经理人都会面临着市场机制的约束，上市公司民营化影响的是控股股东的性质，因此文章通过验证民营化后公司绩效的提高证明了政治观的成立。而王甄和胡军（2016）研究了控制权转让对公司绩效的影响，发现无论是控制权由国有转为民营还是民营转为国有，都能提升公司绩效。控制权由国有转移到民营提升公司绩效主要是隧道效应的减弱和公司治理问题的降低，民营转移到国有对绩效的提升主要是因为大股东隧道效应的降低。Gupta（2005）证明了引入非国有股东的部分民营化能够使企业形成市场化的经营管理机制，李广子和刘力（2010）证明了控制权转移将会降低民营化企业的政府干预能力。因此，控制权转移与否将会对国企混改与金融资产配置产生差异影响。

控制权尚未发生转移的混改国企，由于国有股东依然掌握着控制权，因此并没有完全摆脱政府的干预（Bortolotti and Faccio, 2009），仍然可以便利地获得贷款和政府补贴（张祥建等；2015）；同时，非国有股东的引入，其作为制衡股东更愿意深入参与国有企业发展从而获取更多的资本回报（祁怀锦等，2020），因此形成与国有控股股东股权制衡的局面。混合股权制衡度的增加将会显著提高非国有股东的制衡能力，从而降低政府干预力度、提升国有企业的公司治理水平，进而通过强化“激励效应”抑制金融资产配置；而控制权发生转移的混改国企，其实际控制人性质已经转变为民营性质，此时政府干预大大降低的同时也失去了国有控股股东带来的资源，使企业面临信贷歧视及预算软约束的硬化（李广子和刘力，2009），同时混合股权的制衡作用转变为国有股东对非国有控股股东的制衡，由于多层代理关系使得国有股东监督制衡动机不强（涂国前和刘峰，2010）。因此导致非国有股东掏空动机增强，进而更可能发生非国有股东侵占国有股东等其他中小股东的利益（钟昀珈等，2016），控股股东更可能授意管理层通过投资金融资产增加短期利益。因此，在控制权转移的企业混合股权制衡度对金融资产配置的抑制作用将大大减弱，甚至不再产生显著的抑制作用。综上，本文提出控制权转移影响国企混改与金融资产配置关系的假设：

H2: 相比于控制权未发生转移的混改企业，在控制权发生转移的混改企业，国企混改对金融资产配置的负向作用降低甚至不显著。

第四章 实证研究设计

4.1 样本选择与数据来源

由于我国国有资产监督管理委员会于 2003 年批准开始设立，且有关上市公司终极控制人性质等的信息披露在 2003 年之后开始不断完善，而本文想要探究国有企业混合所有制改革的效果，也需要企业混改前的数据，因此，本文选取 2003~2018 年我国 A 股上市公司为初始研究样本。样本筛选标准包括：（1）剔除 ST 和 PT 类上市公司；（2）剔除金融及房地产类上市公司；（3）剔除存在异常值类公司样本包括销售收入小于 0、资不抵债以及主要变量缺失的样本；（4）本文欲探究国企混改股权结构的动态变化，因此以 2003 年当年的上市公司作为筛选的样本公司，然后剔除 2003 年当年为非国有企业的样本。经过上述筛选，最终获得 528 家样本公司 2003~2018 年间平衡面板数据的 8448 个样本观测值。此外，为控制极端值对研究结论的影响，本文对所有连续变量进行了 1% 和 99% 的 Winsorize 处理。本文所用到十大股东性质数据来源于锐思数据（RESSET），实际控制人性质数据来自国泰安数据库（CSMAR），并对照年报对十大股东及实际控制人性质进行补充核对，财务数据全部来源于国泰安数据库（CSMAR），本文使用 Stata15 作为统计及数据处理软件。

4.2 变量定义

4.2.1 被解释变量

被解释变量为金融资产配置 (*Fin*)，参考宋军和陆旸 (2015)，胡奕明等 (2017)，以企业持有的金融资产占总资产的比例表示金融资产配置水平⁴。参照新旧《企业会计准则》⁵，样本区间在 2002 年到 2006 年的数据：金融资产配置水平 (*Fin*) = (短期投资 + 长期债权投资) / 总资产；样本区间在 2007 年到 2018 年的数据：金融资产配置水平 (*Fin*) = (交易性金融资产 + 衍生金融资产 + 买入返售金融资产 + 发放贷款及垫款净额 + 可供出售金融资产净额 + 持有至到期投资净额 + 投资性房地产净额 + 金融机构长期股权投资 + 委托贷款和理财产品) / 总资产。

4.2.2 解释变量

Mixrate 为混合所有制指标。本文处理步骤如下：从锐思数据库中找出前十大股东性质数据，参考杨兴全和尹兴强 (2018) 根据识别的股东性质将样本中企业股东归类为六种，即国有股 (*SOE*)、自然人或家族 (*Family*)、外资股 (*Foreign*)、民营股东 (*Non_SOE*)、机构投资者 (*Institution*) 以及其他 (*Others*)，然后进行汇总，从而得到每家企业不同类型股东的数量和持股比例。参考马连福等 (2015)、郝阳和龚六堂 (2017) 以及杨兴

⁴ 本文样本包含 2003-2018 年，参考胡奕明等 (2017)，2003-2006 年金融资产包含短期投资和长期债权投资，2007-2018 年金融资产包含上述公式中全部所示金融资产。金融机构长期股权投资参考宋军和陆旸 (2015) 的做法，将长期股权投资明细中与金融机构有关的投资加总。

⁵ 2007 年实行新的会计准则，将原准则规范的短期投资、长期债权投资等由《金融工具确认和计量》等相关准则规范，主要包括交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、发放贷款及垫款、可供出售金融资产及持有至到期投资。

全和尹兴强（2018）的设计，由于已有研究大多发现，不同性质资本的简单混合形成的股权多元化并不能产生预期的影响，因此本文选取混合股权制衡度衡量国企混改：具体的，本文首先计算国企前十大股东中国有股东持股比例及非国有股东持股比例，分别为 E_s 和 E_p 表示，取 E_s 和 E_p 中较大者作为分母，较小者作为分子（即当 $E_s > E_p$ 时， $Mixrate = E_p/E_s$ ；当 $E_s < E_p$ 时， $Mixrate = E_s/E_p$ ），所得比值定义为混合股权制衡度（ $Mixrate$ ），该值越大，股权制衡程度就越高。

4.2.3 控制变量

控制变量包含了财务相关指标，企业规模（ $Size$ ）、盈利能力（ Roa ）、资产负债率（ Lev ）、经营活动现金净流量（ Cfo ）、销售增长率（ $Growth$ ）、公司投资（ $Capex$ ）、营运资本（ Nwc ）上市年限（ $List_age$ ）、以及与公司治理水平相关的指标，包括董事会规模（ $Board$ ）、独立董事占例（ $Indepratio$ ）、两职合一（ $Dual$ ）。具体说明如下变量定义表 4-1 所示。

表 4-1 变量定义表

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	Fin	金融资产总额/总资产
解释变量	混合股权制衡度	$Mixrate$	国有与非国有股权的融合程度，当国有股（ E_s ）大于非国有股（ E_p ）时， $Mixrate = E_p/E_s$ ，反之， $Mixrate = E_s/E_p$
调节变量	控制权转移	$Mixcha$	若企业实际控制人在存续期间发生变更则该变量记为 1，否则为 0
中介变量	融资约束	KZ	KZ 指数的计算过程见后文
	管理层股权激励	$Mhold$	管理层持股占总股本的比例
控制变量	企业规模	$Size$	总资产的自然对数值
	盈利能力	Roa	净利润/总资产
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	经营活动现金净流量	Cfo	经营活动现金净流量/总资产
	销售增长率	$Growth$	$(上期销售收入 - 当期销售收入) / 上期销售收入$ $(购建固定资产、无形资产与其他长期资产所支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 - 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 - 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额) / (总资产 - 现金及现金等价物)$
控制变量	资本投资	$Capex$	净营运资本/净资产
	营运资本	Nwc	公司上市时间的自然对数
	上市年限	$List_age$	上市公司年末独立董事人数占董事会总人数的比例
	独立董事占比	$Indepratio$	上市公司董事会人数
	董事会规模	$Board$	若上市公司董事长与总经理两职合一则取 1，否则取 0
控制权结构	$Dual$		

4.3 研究模型构建

本文探究国企混改对金融资产配置的影响，考虑到混改进程时间一般相对较长，因此，混改对企业投资活动的影响可能并不会在当期产生效果，因此，本文在实证分析中以混合股权制衡度 ($Mixrate_t$) 对企业未来一期的金融资产配置 (Fin_{t+1}) 进行回归，以使回归结果更加具有可信度。为验证国企混改对企业金融资产配置的影响，本文构建模型 (1)：

$$Fin_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Mixrate_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Roa_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 Cfo_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \alpha_7 Capex_{i,t} + \alpha_8 Nwc_{i,t} + \alpha_9 List_age_{i,t} + \alpha_{10} Board_{i,t} + \alpha_{11} Indepratio_{i,t} + \alpha_{12} Dual_{i,t} + \sum Year + \mu_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

$\sum year$ 为时间固定效应，用来控制不可观测时间因素对企业的共同冲击， μ_i 是企业个体效应，用来控制不随时间改变的个体异质性特征， $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。

第五章 实证结果分析

5.1 描述性统计

表 5-1 列示了主要变量的描述性统计。混合股权制衡度 (*Mixrate*) 均值为 0.241, 与杨兴全和尹兴强 (2018) 股权制衡度 (均值为 0.239) 较为接近, 中值为 0.144, 最大值为 0.959, 表明此时前十大股东中国有股东持股和非国有股东持股相当。非金融企业金融资产配置水平 (*Fin*) 的均值和中值分别为 0.045 和 0.009, 最大值为 0.458, 表明样本中非货币金融资产持有占企业总资产的比重最大约为 46%, 这样的金融资产持有比例相当高。其他变量的统计结果与已有相关文献中的统计结果较接近, 不再赘述。

表 5-1 描述性统计

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	下四分位	中值	上四分位	最大值
Mixrate	8448	0.241	0.252	0.000	0.054	0.144	0.348	0.959
Fin	8448	0.045	0.083	0.000	0.000	0.009	0.049	0.458
Size	8448	22.192	1.276	19.639	21.273	22.030	22.980	25.788
Roa	8448	0.031	0.053	-0.213	0.010	0.028	0.054	0.191
Lev	8448	0.504	0.183	0.082	0.374	0.512	0.638	0.929
Cfo	8448	0.053	0.072	-0.165	0.012	0.049	0.094	0.264
Capex	8448	0.057	0.065	-0.109	0.016	0.043	0.085	0.304
Nwc	8448	0.077	0.594	-3.696	-0.142	0.178	0.445	1.035
Growth	8448	0.175	0.422	-0.558	-0.016	0.109	0.268	3.133
List_age	8448	2.551	0.457	1.099	2.303	2.639	2.890	3.219
Board	8448	9.380	1.983	3.000	9.000	9.000	11.000	18.000
Indepratio	8448	0.359	0.051	0.222	0.333	0.333	0.375	0.556
Dual	8448	0.086	0.280	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000

5.2 国企混改与金融资产配置多元回归分析

表 5-2 是国企混改影响金融资产配置的回归结果。列 (1) 报告了国企混改对企业金融资产配置影响的基本结果。混合股权制衡度 (*Mixrate*) 与金融资产配置 (Fin_{t+1}) 的系数为负且在 1% 水平上显著, 这证明了本文的假设 1, 即表明国有企业进行混合所有制改革引入非国有股东是抑制企业金融化的一种有效的方式。非国有股东的引入, 一方面, 形成对国有控股股东的监督和制衡, 从而弱化政府干预、减少由于政策性负担引致的预算软约束, 降低了国有股权的资源效应, 减少企业金融资产投资所需资金, 进而显著抑制了企业金融资产配置水平; 另一方面, 非国有股东的进入, 其逐利天性使得企业的经营机制更加市场化, 从而减少了职务晋升的隐性激励而增加了对管理层的显性激励, 即股权激励形式的长效激励, 从而使管理层更有动机关注企业长期发展, 减少了金融资产投资行为。

表 5-2 列 (2) 和列 (3) 是检验控制权转移与否对混合股权制衡度与金融资产配置关系的影响。列 (2) 是控制权未发生转移⁶的企业样本, 列 (3) 是控制权发生转移的

⁶ 本文定义的国有企业控制权转移是根据财务报表中列示的实际控制人为准, 原国有企业实际控制人性质转变

样本。回归结果表明，混合股权制衡度 (*Mixrate*) 与金融资产配置 (Fin_{t+1}) 的负向影响主要发生在控制权未发生转移的企业中 (如列 2 所示)，在控制权发生转移的企业中，混合股权制衡度 (*Mixrate*) 与金融资产配置 (Fin_{t+1}) 的关系不再显著，即控制权转移弱化了国企混改对金融资产投资的抑制作用，这一结果证明了本文的假设 2，即相比于控制权未发生转移的混改企业，控制权转移的混改企业，混合股权制衡度对金融资产配置的负向作用降低了。控制权未发生转移的混改企业，一方面，混合股权制衡度的增加代表着国有股东持股比例的下降，此时混改企业原有的资源效应将会弱化，导致企业融资约束水平相对提高，投资金融资产所需的资金减少，从而减少了金融资产投资；另一方面，其性质依然是国有企业，国有股东依然对企业掌握着控制权，非国有股东作为参股股东，通过制衡国有股东降低了政府干预，通过激励管理层强化了其长期价值投资目标，增加对长期资产投资而减少损害企业长期价值的短期金融资产投资；但是在控制权发生转移的企业中，企业控股股东性质转变为非国有性质，非国有股东掌握着企业投资决策的控制权，其利益最大化的目标以及投机动机导致企业并不会减少收益较高的金融资产投资。

表 5-2 国企混改与金融资产配置

	(1)	(2)	(3)
	全样本	控制权未转移样本	控制权转移样本
	$Fin(t+1)$	$Fin(t+1)$	$Fin(t+1)$
<i>Mixrate</i>	-0.019*** (-4.825)	-0.025*** (-5.091)	-0.010 (-1.486)
<i>Size</i>	-0.005*** (-3.267)	-0.004** (-2.214)	-0.005** (-2.010)
<i>Roa</i>	0.012 (0.703)	0.041** (1.992)	-0.039 (-1.230)
<i>Lev</i>	-0.087*** (-11.977)	-0.091*** (-10.402)	-0.080*** (-6.027)
<i>Cfo</i>	-0.005 (-0.459)	-0.022* (-1.731)	0.025 (1.218)
<i>Growth</i>	0.002 (1.560)	0.004* (1.935)	0.001 (0.488)
<i>Capex</i>	-0.035*** (-2.973)	-0.029** (-2.059)	-0.043* (-1.936)
<i>Nwc</i>	-0.008*** (-4.434)	-0.005*** (-2.602)	-0.017*** (-4.536)
<i>List_age</i>	-0.048*** (-7.284)	-0.047*** (-6.123)	-0.050*** (-4.018)

为非国有的企业，即为实际控制人性质发生变化，如果由国有实际控制人转变为无实际控制人也属于实际控制人发生变化。

国企混改与金融资产配置

<i>Board</i>	-0.001 (-1.401)	-0.001 (-0.951)	-0.001 (-1.088)
<i>Indepratio</i>	-0.011 (-0.632)	0.003 (0.129)	-0.049 (-1.361)
<i>Dual</i>	-0.005* (-1.722)	-0.007* (-1.777)	-0.002 (-0.314)
<i>_cons</i>	0.258*** (7.725)	0.238*** (5.639)	0.280*** (4.883)
<i>FE</i>		控制	
<i>year</i>		控制	
<i>N</i>	7920	5535	2385
<i>F</i>	71.304	51.500	21.563
<i>Adj.R²</i>	0.141	0.146	0.136

注：***、**和*分别代表在 1%、5%和 10%水平上显著。

5.3 内生性和稳健性检验

为了使本文结论更为稳健，本文进一步做了如下检验，回归结果见表 5-3：

(1) Heckman 两阶段模型。参考梁上坤（2018）的做法，本文使用两阶段模型缓解内生性问题。构建如下模型（2）作为第一阶段模型：

$$\begin{aligned}
 Mixrate_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 Roa_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Cfo_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 Capex_{i,t} + \beta_7 Nwc_{i,t} \\
 & + \beta_8 List_age_{i,t} + \beta_9 Board_{i,t} + \beta_{10} Indepratio_{i,t} + \beta_{11} Dual_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)
 \end{aligned}$$

将模型（2）的回归计算出的结果 IMR（Inverse Mills Ratio）代入模型（1）重新进行回归，结果如表 5-3 列（1），拟合的混合股权制衡度与未来一期金融资产配置仍然是负相关，且在 10%水平上显著，这证明了本文结论的稳健。

(2) PSM 倾向得分匹配。本文的检验结果可能受到内生性问题的影响：可能存在某些遗漏变量同时影响国企混改和金融资产配置，本文利用 PSM 倾向得分匹配方法以缓解内生性问题的影响。设计如下模型（3）作为倾向得分匹配的第一阶段模型，模型中 HL_Mix 表示混合股权制衡度高低，当混合股权制衡度超过年度行业均值时取值为 1，否则取 0，回归的协变量是模型（1）中的控制变量。本文采用一对一有放回的倾向得分匹配的 Logit 回归。Logit 回归模型如下：

$$\begin{aligned}
 HL_Mix_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 Roa_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Cfo_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 Capex_{i,t} + \beta_7 Nwc_{i,t} \\
 & + \beta_8 List_age_{i,t} + \beta_9 Board_{i,t} + \beta_{10} Indepratio_{i,t} + \beta_{11} Dual_{i,t} + \sum Year + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)
 \end{aligned}$$

倾向得分匹配的匹配结果显示，所有变量匹配后的标准化偏差(%bias)在 4%以内，样本匹配后平均偏差为 1.4%，表明匹配结果较好地平衡了数据。本文采用匹配后的数据进行回归分析，为节省篇幅在此本文只列出匹配后的回归结果。表 5-3 列（2）给出了匹配之后，国企混改对未来一期金融资产配置影响的回归结果。结果表明在考虑了相关的内生性问题之后，本文的研究结论依然稳健。

(3) 增加控制变量。参考彭俞超等（2018a）的研究，本文进一步控制了金融投资

与实体投资的相对收益率⁷ (*Return_Gap*) 以控制其对金融资产配置产生的影响。结果如表 5-3 列 (3) 所示, 表明在控制了金融与实体相对收益率后, 混合主体制衡度对未来一期金融资产配置水平的影响依然显著为负。

(4) 双重聚类调整。为控制异方差和序列相关问题, 本文将标准误聚类到企业层面。表 5-3 列 (4) 报告了回归结果。结果显示, 国企混改 (*Mixrate*) 对金融资产配置的影响系数在 1% 水平上显著为负, 进一步证明了研究结论的稳健性。

表 5-3 内生性和稳健性检验

	(1) Heckman 两阶段 Fin(t+1)	(2) PSM Fin(t+1)	(3) 增加变量 Fin(t+1)	(4) 双重聚类 Fin(t+1)
<i>Mixrate</i>	-0.014* (-1.653)	-0.009** (-2.350)	-0.022*** (-4.650)	-0.019*** (-2.634)
<i>Return_Gap</i>			0.000 (1.626)	
<i>Size</i>	-0.005 (-1.574)	0.001 (0.431)	-0.008*** (-4.017)	-0.005 (-1.509)
<i>Roa</i>	0.012 (0.561)	0.006 (0.157)	-0.026 (-1.237)	0.012 (0.572)
<i>Lev</i>	-0.086*** (-5.845)	-0.135*** (-8.686)	-0.110*** (-12.313)	-0.087*** (-5.857)
<i>Cfo</i>	-0.009 (-0.683)	0.011 (0.462)	0.001 (0.095)	-0.005 (-0.392)
<i>Growth</i>	0.003 (1.498)	0.007** (2.008)	0.003 (1.554)	0.002 (1.384)
<i>Capex</i>	-0.047*** (-2.854)	-0.084*** (-3.282)	-0.039*** (-2.617)	-0.035** (-2.106)
<i>Nwc</i>	-0.007** (-2.324)	-0.014*** (-2.937)	-0.009*** (-4.142)	-0.008*** (-2.611)
<i>List_age</i>	-0.045*** (-3.503)	-0.074*** (-5.364)	-0.051*** (-5.729)	-0.048*** (-3.686)
<i>Board</i>	-0.000 (-0.493)	-0.001 (-0.740)	-0.001 (-0.708)	-0.001 (-0.794)
<i>Indepratio</i>	0.005 (0.177)	-0.006 (-0.173)	-0.020 (-0.948)	-0.011 (-0.418)
<i>Dual</i>	-0.005	-0.001	-0.006*	-0.005

⁷ 参考彭俞超等 (2018) 的研究, 金融资产收益率等于金融资产投资收益、公允价值变动损益、净汇兑收益之和扣除对联营和合营企业的投资收益后, 除以本文定义的非货币金融资产总额来衡量, 实体收益率则根据营业收益扣减营业成本、营业税金及附加、期间费用和资产减值损失后, 除以经营资产总额来衡量。其中, 金融资产投资收益的计算参考宋军和陆旸 (2015)。

国企混改与金融资产配置

	(-1.058)	(-0.227)	(-1.711)	(-1.059)
<i>lamda</i>	-0.001			
	(-0.472)			
<i>_cons</i>	0.250***	0.187**	0.339***	0.258***
	(3.609)	(2.485)	(7.878)	(3.840)
<i>FE</i>			控制	
<i>year</i>			控制	
<i>N</i>	7665	2221	6050	7920
<i>F</i>	15.156	21.390	55.953	16.022
<i>Adj.R²</i>	0.197	0.017	0.137	0.198

注：***、**和*分别代表在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

5.4 国企混改与金融资产配置结构

本章第二节分析，国企混改降低金融资产配置水平，一方面是资源效应的弱化导致金融资产配置减少，另一方面是通过激励管理层强化了其长期价值投资目标。前文研究中的金融资产配置是总体的金融资产投资，具体到企业金融资产细分科目中，企业根据不同的投资需求，将资金投资于不同期限或不同类型的金融资产（黄贤环等，2018）。出于流动性需要而投资期限较短的短期金融资产，出于投机性需求将资金配置于委托贷款、理财产品及投资性房地产等，出于增进与金融机构的关系以便获得融资便利性而长期持有金融机构股权投资等等。国企混改非国有股东的引入导致的“资源效应”的弱化，将会导致企业暂时的资金供给不足，企业将会更多地减少短期交易类金融资产投资，或者出售部分短期金融资产投资以应对融资约束；而混改产生的“激励效应”将会减少管理层短视投资行为，将减少具有投机性质的投资性房地产、委托贷款理财产品及金融机构长期股权投资等。因此，本节进一步探究国企混改总体上减少混改企业金融资产配置水平是通过减少何种类型金融资产。

控制权转移对金融资产配置的影响存在差异，因此，此处本文仍然区分控制权转移以探究这一影响在金融资产配置结构中的差异。基于此，本文探究混合股权制衡度对不同期限或投资类型的金融资产配置的影响。参考宋军和陆旸（2015），本文将金融资产分为四类，分别是交易类金融资产、投资性房地产、金融机构长期股权投资以及委托贷款和理财产品⁸。

表 5-4 是混合股权制衡度与不同期限结构金融资产的全样本回归结果。列（1）-（4）的回归结果表明，全样本下混合股权制衡度显著抑制了企业交易类金融资产（Fin_JY），但是对具有投机性质的投资性房地产（Fin_FDC）、金融机构长期股权投资（Fin_JRJG）和委托贷款和理财产品（LICAI）的投资没有显著影响。这一结果表明：从全样本来看，混合股权制衡度能够显著降低企业金融资产配置，主要是通过减少短期变现较快的交易

⁸ 此处对金融资产的定义同前文概念界定部分金融资产的界定。

类金融资产以缓解未来可能面临的融资约束，但是总体上并未通过提高对管理层的激励而弱化管理层对投机类金融资产的投资动机。

表 5-4 国企混改与金融资产配置结构——全样本

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Fin_JY(t+1)	Fin_FDC(t+1)	Fin_JRJG(t+1)	LICAI(t+1)
<i>Mixrate</i>	-0.012** (-2.449)	-0.003 (-0.948)	-0.007 (-1.647)	-0.001 (-0.402)
<i>Size</i>	-0.001 (-0.462)	-0.005*** (-3.593)	0.002 (0.818)	-0.001 (-0.755)
<i>Roa</i>	0.003 (0.216)	-0.018 (-1.492)	0.019** (1.990)	0.006 (0.556)
<i>Lev</i>	-0.047*** (-3.932)	-0.014** (-2.183)	-0.009 (-1.060)	-0.021*** (-3.863)
<i>Cfo</i>	-0.006 (-0.663)	0.001 (0.245)	-0.006 (-1.378)	0.003 (0.399)
<i>Growth</i>	-0.000 (-0.297)	0.002* (1.680)	0.001 (0.591)	0.001* (1.710)
<i>Capex</i>	-0.032*** (-2.614)	-0.006 (-0.742)	-0.001 (-0.131)	0.004 (0.647)
<i>Nwc</i>	-0.005** (-2.415)	-0.002 (-1.242)	-0.004** (-2.210)	0.002 (1.611)
<i>List_age</i>	-0.019** (-2.057)	-0.016** (-2.505)	-0.008* (-1.792)	-0.009* (-1.737)
<i>Board</i>	-0.000 (-0.350)	-0.000 (-0.433)	-0.000 (-0.919)	0.000 (0.409)
<i>Indepratio</i>	-0.012 (-0.608)	0.021 (1.485)	-0.000 (-0.044)	-0.026** (-1.981)
<i>Dual</i>	-0.007** (-2.187)	0.001 (0.240)	0.000 (0.045)	0.002 (0.642)
<i>_cons</i>	0.096** (2.466)	0.144*** (4.919)	-0.022 (-0.452)	0.051* (1.914)
<i>FE</i>			控制	
<i>year</i>			控制	
<i>N</i>	7920	7920	7920	7920
<i>F</i>	7.794	5.406	4.441	6.390
<i>Adj.R²</i>	0.085	0.078	0.038	0.109

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%统计水平下显著。

表 5-5 和表 5-6 是区分控制权转移与否的国企混改与金融资产配置结构多元回归结果。在控制权未发生转移的回归结果中（表 5-5），国有股东依然掌握着控制权，混合

股权制衡度显著降低了交易类金融资产的持有水平，体现了非国有股东制衡国有控股股东而带来了“资源效应”的弱化，管理层为了缓解未来可能面临的融资约束，出售短期金融资产变现；同时也显著降低了投资性房地产和金融机构长期股权投资，表明非国有股东制衡国有股东强化了管理层“激励效应”，使管理层形成长期价值投资理念，减少投机类金融资产配置。

表 5-5 国企混改与金融资产配置结构——控制权未转移样本

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Fin_JY(t+1)	Fin_FDC(t+1)	Fin_JRJG(t+1)	LICAI(t+1)
<i>Mixrate</i>	-0.017*** (-4.644)	-0.006** (-2.305)	-0.004* (-1.749)	-0.000 (-0.128)
<i>Size</i>	-0.002 (-1.292)	-0.007*** (-7.158)	0.006*** (7.153)	-0.000 (-0.089)
<i>Roa</i>	0.019 (1.234)	-0.016 (-1.617)	0.033*** (3.610)	0.009 (0.974)
<i>Lev</i>	-0.049*** (-7.551)	-0.009** (-2.191)	-0.011*** (-2.933)	-0.029*** (-7.360)
<i>Cfo</i>	-0.010 (-1.067)	0.003 (0.400)	-0.005 (-0.814)	-0.012** (-2.112)
<i>Growth</i>	0.001 (0.342)	0.002* (1.789)	-0.000 (-0.043)	0.001 (1.642)
<i>Capex</i>	-0.030*** (-2.874)	-0.000 (-0.045)	0.002 (0.337)	-0.002 (-0.384)
<i>Nwc</i>	-0.004** (-2.384)	-0.000 (-0.369)	-0.004*** (-4.016)	0.001 (1.458)
<i>List_age</i>	-0.015** (-2.577)	-0.021*** (-5.480)	-0.009*** (-2.578)	-0.007* (-1.941)
<i>Board</i>	0.000 (0.168)	-0.000 (-0.424)	-0.001** (-2.043)	0.000 (0.215)
<i>Indepratio</i>	-0.012 (-0.770)	0.026*** (2.626)	-0.004 (-0.442)	-0.019** (-2.158)
<i>Dual</i>	-0.005** (-1.971)	0.002 (1.043)	-0.001 (-0.721)	-0.001 (-0.304)
<i>_cons</i>	0.107*** (3.384)	0.180*** (8.602)	-0.099*** (-5.329)	0.032* (1.700)
<i>FE</i>			控制	
<i>year</i>			控制	
<i>N</i>	5535	5535	5535	5535
<i>F</i>	18.484	17.372	9.524	27.654
<i>Adj.R²</i>	0.015	0.010	0.027	0.055

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%统计水平下显著。

在控制权发生转移的回归结果中（表 5-6），只有金融机构长期股权投资显著受到了抑制。在控制权发生转移的国有企业中，政府干预大大降低的同时也失去了国有控股股东带来的资源，使企业面临信贷歧视及预算软约束的硬化（李广子和刘力，2009），但同时非国有股权的逐利特性也将使非国有股东掏空动机增强，从而更可能授意管理层通过投资金融资产增加短期利益。因此，在资源效应弱化及投机动机增强的情况下，导致在控制权转移的企业混合股权制衡度对金融资产配置的抑制作用不显著。

表 5-6 国企混改与金融资产配置结构——控制权转移样本

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Fin_JY(t+1)	Fin_FDC(t+1)	Fin_JRJG(t+1)	LICAI(t+1)
<i>Mixrate</i>	-0.004 (-0.869)	-0.000 (-0.055)	-0.012*** (-4.329)	-0.002 (-0.609)
<i>Size</i>	0.001 (0.259)	-0.003*** (-2.826)	-0.003** (-2.544)	-0.002 (-1.616)
<i>Roa</i>	-0.028 (-1.146)	-0.020 (-1.503)	0.001 (0.042)	-0.001 (-0.090)
<i>Lev</i>	-0.040*** (-4.002)	-0.022*** (-3.958)	-0.010* (-1.864)	-0.009 (-1.353)
<i>Cfo</i>	-0.001 (-0.059)	-0.002 (-0.278)	-0.009 (-1.041)	0.034*** (3.245)
<i>Growth</i>	-0.001 (-0.683)	0.002 (1.357)	0.002 (1.605)	0.001 (0.548)
<i>Capex</i>	-0.035** (-2.101)	-0.017* (-1.795)	-0.004 (-0.391)	0.017 (1.477)
<i>Nwc</i>	-0.011*** (-3.766)	-0.004** (-2.526)	-0.004*** (-2.789)	0.001 (0.697)
<i>List_age</i>	-0.027*** (-2.852)	-0.006 (-1.213)	-0.004 (-0.844)	-0.014*** (-2.254)
<i>Board</i>	-0.002 (-1.637)	-0.000 (-0.214)	-0.000 (-0.041)	0.000 (0.702)
<i>Indepratio</i>	-0.022 (-0.811)	0.015 (0.973)	0.008 (0.506)	-0.046** (-2.575)
<i>Dual</i>	-0.009** (-2.565)	-0.001 (-0.441)	0.002 (0.883)	0.006** (2.454)
<i>_cons</i>	0.092** (2.108)	0.085*** (3.515)	0.073*** (3.041)	0.082*** (2.841)
<i>FE</i>			控制	
<i>year</i>			控制	
<i>N</i>	2385	2385	2385	2385

<i>F</i>	10.257	9.315	5.509	10.654
<i>Adj.R</i> ²	0.034	0.024	0.017	0.038

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%统计水平下显著。

5.5 本章小结

国企混改引入非国有股东是抑制企业金融化的一种有效的方式。非国有股东的引入，一方面弱化了“资源效应”，减少了金融资产投资所需的资金；另一方面，强化了“激励效应”，增加了对管理层显性的股权激励，从而使管理层更有动机关注企业长期发展，减少了金融资产投资行为。这种抑制作用主要发生在控制权未转移的混改企业中。对金融资产配置结构的研究发现，混合股权制衡度显著降低了交易类金融资产的持有水平，缓解企业面临的“资源效应”弱化导致的融资约束；同时也显著降低了投资性房地产和金融机构长期股权投资等，是管理层形成长期价值投资理念的体现。这也主要发生在控制权未发生转移的企业中。

第六章 机制分析与拓展性检验

6.1 机制分析

前文的理论分析中认为，国企混改一方面通过影响企业资金来源，即硬化预算约束而强化融资约束进而影响企业金融资产配置，另一方面通过影响对国企管理层激励从而影响金融资产配置。接下来，本文将从“资源效应”和“激励效应”两方面分析国企混改影响金融资产配置的作用机制。

首先，非国有股东的引入将会弱化政府干预，降低政策性负担。政策性负担是国企预算软约束产生的根源（林毅夫和李志赅，2004），政策性负担的存在使得国企目标表现为追求企业价值最大化和社会福利最大化的多目标状态，尽管承担政策性负担会降低国有企业效率和竞争力，但是国企可因此以政府作为隐性担保人，获得信贷优惠，从而导致预算软约束的产生。因此，要想改善国有企业预算软约束问题，首要目标是剥离政策性负担（林毅夫和李志赅，2004），而这需要通过引入私有产权的竞争机制，使国有企业政府干预减少、政策性负担降低，成为真正的市场化经营主体（耿云江和马影，2020）。国企混改引入非国有股东，国企的经营目标将得到纯化，并实现“政企分开”、政策性负担减少的结果，自主决策能力和独立性得到加强，同时形成非国有资本与国有股东制衡的局面，这将降低国有股权的资源效应，使国有企业原有的预算软约束硬化（杨兴全和尹兴强，2018），这将造成管理层进行金融资产投资所需资金减少，从而导致金融资产配置水平降低；同时，“政企分开”也将使管理层意识到未来可能面临融资约束提高，进而出售部分金融资产以应对未来可能的信贷优惠等方面的资源效应的弱化。因此，从“资源效应”角度分析，国企混改通过降低政策性负担，硬化预算软约束，强化融资约束而抑制混改企业金融资产配置水平。

其次，引入非国有股东将会改善国有企业公司治理机制，增加对管理层的股权激励。一方面，国有股“一股独大”导致所有者缺位，“内部人控制”问题严重，在信息不对称的情况下，国企高管更有动机投资金融资产，因为其可以通过金融投资调节利润，将金融资产投资的损失归咎于政策性负担，而将金融资产投资的收益归为个人能力及努力工作的结果（彭俞超等，2018b）。非国有股东的引入，实现了对国有股东的“补位”，剥离了政策性负担，改善了公司治理机制，形成对管理层的有效监督和长效激励（卢文华，2016），政策性负担摊派要求的减少与人员配置的精简会产生一定的激励效应，促使国企内部形成良好的竞争氛围，这将使管理层更加努力工作以增加企业价值；另一方面，对管理层进行股权激励将会使管理层把企业的未来经营业绩与管理者自身的利益相结合（张兆国等，2016），投资视野长期化并注重长期价值投资（安磊等，2018；杨志强等，2016）。因此，从“激励效应”角度分析，国企混改通过增加对经理人的激励，使得经理人更加注重长期价值投资，投资金融资产的动机减少，从而抑制混改企业金融资产配置水平。

基于此，本文在此部分检验混合股权制衡度是否通过影响企业的融资约束水平进而抑制金融资产投资，以及是否通过对管理层股权激励，进而使管理层注重长期价值投资

而减少金融资产投资。国企混改过程中，控制权是否发生转移对企业的政策性负担影响不同，进而对预算软约束也会有不同的影响，同时，不同产权性质的制衡股东对控股股东的制衡作用也不同，对公司治理机制的影响也不同，因而对股权激励的作用也不同。承前文的研究思路，本文也进一步探究国企混改对金融资产配置的中介机制在控制权转移与否的企业中是否存在差异。

6.1.1 融资约束机制

首先检验融资约束是否是混合股权制衡度抑制金融资产配置的中介机制。参考 Kaplan and Zingales (1997)、魏志华等 (2014)，本文采用 KZ 指数衡量融资约束水平。具体而言，本文按照如下步骤构建 KZ 指数：1.生成指标变量。以经营活动现金净流量与前期总资产的比值 (CF)、现金股利与前期总资产比值 (DIV) 以及现金持有与前期总资产比值 (CASH)，作为构建 KZ 指数的三个变量，以资产负债率 (LEV) 和托宾 Q (TobinQ) 作为构建 KZ 指数的其余两个变量；2.定义变量。若 CF 小于中位数，则 kz1 取值为 1，否则为 0；若 DIV 小于中位数，则 kz2 取值为 1，否则为 0；若 CASH 小于中位数，则 kz3 取值为 1，否则为 0；若 LEV 大于中位数，则 kz4 取值为 1，否则为 0；若 TobinQ⁹大于中位数，则 kz5 取值为 1，否则为 0；3.计算 KZ 指数。定义 $kz=kz1+kz2+kz3+kz4+kz5$ ；4.进行回归。采用如下有序 Logit 模型 (如下模型 3)，将 kz 作为因变量对构建 KZ 指数的 5 个变量 CF、DIV、CASH、LEV 和 TobinQ 进行回归，估计出各变量的系数；5.计算 KZ 指数。用估计系数与对应变量的乘积之和计算出每家上市公司的融资约束程度 KZ 指数，KZ 指数越大，则企业的融资约束水平越高¹⁰。

$$kz_{i,t}=\gamma_0+\gamma_1CF_{i,t}+\gamma_2DIV_{i,t}+\gamma_3CASH_{i,t}+\gamma_4LEV_{i,t}+\gamma_5TobinQ_{i,t}+\varepsilon_{i,t}$$

(3)

参考温忠麟和叶宝娟 (2014) 的中介效应分析方法，本文设计如下中介效应模型，以检验混合股权制衡度 (Mixrate) 是否通过影响企业的融资约束水平 (KZ 指数) 进而影响了企业金融资产配置 (Fin_{t+1}) 行为，控制变量同模型 (1)。

$$Fin_{i,t+1}=\alpha_0+\alpha_1Mixrate_{i,t}+\alpha_2Control_{i,t}+\sum year+\mu_i+\varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$KZ_{i,t+1}=\beta_0+\beta_1Mixrate_{i,t}+\beta_2Control_{i,t}+\sum year+\mu_i+\varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$Fin_{i,t+1}=\gamma_0+\gamma_1Mixrate_{i,t}+\gamma_2KZ_{i,t}+\gamma_3Control_{i,t}+\sum year+\mu_i+\varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

混合股权制衡度、融资约束与金融资产配置的回归结果如表 6-1 所示。列 (1)-(3) 是全样本下融资约束中介效应回归。列 (1) - (3) 的系数 α_1 、 β_1 和 γ_2 均显著，表明间接效应显著，进一步分析完全中介、部分中介还是遮掩效应， γ_1 符号为负，且 $\beta_1 \times \gamma_2$ 的符号为正，且 γ_1 大于 α_1 ，表明是遮掩效应。这一结果说明，在不控制融资约束时 (列 1)，混合股权制衡度对金融资产配置的抑制作用系数为 0.018，在控制了融资约束后 (列 3)，混合股权制衡度对金融资产配置的抑制作用增强为 0.019，也即融资约束的存在导

⁹ 参考连玉君等 (2007) 本文删除了 TobinQ>10 和 TobinQ<0 的样本。

¹⁰ 计算出的融资约束 5 个指标的系数分别为 -9.416、-41.081、-5.934、4.501、0.754，且均在 1% 水平上显著，Pseudo R2= 0.2327，chi2(5)=5433.21，N=7355。

致弱化了混合股权制衡度对金融资产配置的抑制作用。

表 6-1 机制检验 1——融资约束（全样本）

	(1)	(2)	(3)
	Fin(t+1)	KZ(t+1)	Fin(t+1)
<i>Mixrate</i>	-0.018*** (-4.771)	0.219** (2.408)	-0.019*** (-4.914)
<i>KZ(t+1)</i>			0.002*** (4.855)
<i>Size</i>	-0.004** (-2.540)	0.082** (2.258)	-0.004*** (-2.672)
<i>Roa</i>	0.007 (0.383)	-4.968*** (-12.111)	0.018 (1.063)
<i>Lev</i>	-0.097*** (-13.498)	3.728*** (21.654)	-0.106*** (-14.299)
<i>Cfo</i>	-0.002 (-0.139)	-3.469*** (-13.318)	0.007 (0.613)
<i>Growth</i>	0.002 (1.114)	-0.122*** (-3.167)	0.002 (1.295)
<i>Capex</i>	-0.007 (-0.590)	0.419 (1.467)	-0.008 (-0.675)
<i>Nwc</i>	-0.018*** (-9.309)	0.005 (0.116)	-0.018*** (-9.330)
<i>PPE</i>	-0.097*** (-13.299)	0.930*** (5.343)	-0.099*** (-13.598)
<i>List_age</i>	-0.047*** (-7.367)	0.361** (2.338)	-0.048*** (-7.509)
<i>Board</i>	-0.001 (-1.639)	-0.006 (-0.395)	-0.001 (-1.619)
<i>Indepratio</i>	-0.019 (-1.079)	-0.146 (-0.351)	-0.018 (-1.061)
<i>Dual</i>	-0.005* (-1.758)	-0.093 (-1.361)	-0.005* (-1.683)
<i>_cons</i>	0.281*** (8.347)	-3.227*** (-4.004)	0.288*** (8.579)
<i>FE</i>		控制	
<i>year</i>		控制	
<i>N</i>	7804	7804	7804
<i>F</i>	75.554	83.685	73.924
<i>Adj.R²</i>	0.160	0.179	0.163

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%统计水平下显著。

表 6-2 列 (1) - (6) 是区分控制权转移与否的分样本回归结果。列 (1) - (3) 是控制权未发生转移的企业样本, 列 (4) - (6) 是控制权发生转移了的企业样本。参考温忠麟和叶宝娟 (2014) 的中介效应分析步骤, 在控制权未发生转移的样本中, 第 (2) 列自变量对中介的回归系数 β_1 不显著, 而自变量和中介变量对因变量的回归系数 γ_1 和 γ_2 显著, 进一步做 Bootstrap 检验, 检验结果依然不显著。因此, 回归结果表明在控制权未发生转移的样本中, 融资约束中介效应不显著。

在控制权发生转移的样本表 6-2 列 (4) - (6) 中, 第 (4) 列自变量对因变量回归结果不显著, 因此不存在中介效应。但列 (5) 混合股权制衡度显著提高了未来一期的融资约束, 表明混改确实影响了控制权转移企业的“资源效应”, 当企业控制权由国有股东转变为非国有股东时企业“资源效应”弱化, 从而增加了企业的融资约束。

表 6-2 机制检验 1——融资约束 (控制权转移与否样本)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	控制权未转移样本			控制权转移样本		
	Fin(t+1)	KZ(t+1)	Fin(t+1)	Fin(t+1)	KZ(t+1)	Fin(t+1)
<i>Mixrate</i>	-0.025*** (-5.198)	0.020 (0.174)	-0.026*** (-5.212)	-0.007 (-1.165)	0.407*** (2.592)	-0.009 (-1.340)
<i>KZ(t+1)</i>			0.002*** (3.418)			0.003*** (3.120)
<i>Size</i>	-0.003 (-1.393)	0.186*** (4.169)	-0.003 (-1.592)	-0.006** (-2.178)	-0.059 (-0.907)	-0.006** (-2.121)
<i>Roa</i>	0.032 (1.588)	-4.745*** (-9.904)	0.042** (2.046)	-0.040 (-1.245)	-4.794*** (-6.138)	-0.027 (-0.828)
<i>Lev</i>	-0.094*** (-10.911)	3.878*** (19.072)	-0.102*** (-11.435)	-0.109*** (-8.120)	3.001*** (9.146)	-0.117*** (-8.586)
<i>Cfo</i>	-0.017 (-1.334)	-3.596*** (-11.984)	-0.010 (-0.749)	0.030 (1.423)	-3.136*** (-6.167)	0.038* (1.825)
<i>Growth</i>	0.003 (1.486)	-0.080* (-1.704)	0.003 (1.569)	0.000 (0.159)	-0.172** (-2.538)	0.001 (0.330)
<i>Capex</i>	-0.000 (-0.033)	1.314*** (3.942)	-0.003 (-0.222)	-0.020 (-0.897)	-1.324** (-2.428)	-0.016 (-0.734)
<i>Nwc</i>	-0.013*** (-5.961)	0.018 (0.342)	-0.013*** (-5.984)	-0.031*** (-8.062)	-0.072 (-0.769)	-0.031*** (-8.026)
<i>PPE</i>	-0.081*** (-9.581)	1.042*** (5.248)	-0.083*** (-9.816)	-0.137*** (-9.544)	0.382 (1.088)	-0.138*** (-9.634)
<i>List_age</i>	-0.047*** (-6.200)	0.709*** (3.946)	-0.049*** (-6.386)	-0.050*** (-4.133)	-0.328 (-1.103)	-0.049*** (-4.066)
<i>Board</i>	-0.001 (-1.166)	-0.003 (-0.180)	-0.001 (-1.159)	-0.001 (-1.221)	-0.003 (-0.087)	-0.001 (-1.218)
<i>Indepratio</i>	0.003	-0.201	0.003	-0.080**	-0.296	-0.079**

国企混改与金融资产配置

	(0.137)	(-0.432)	(0.158)	(-2.279)	(-0.343)	(-2.261)
<i>Dual</i>	-0.006	-0.146*	-0.006	-0.003	0.038	-0.003
	(-1.627)	(-1.698)	(-1.547)	(-0.597)	(0.323)	(-0.620)
<i>_cons</i>	0.240***	-6.422***	0.253***	0.366***	1.988	0.361***
	(5.693)	(-6.476)	(5.985)	(6.270)	(1.388)	(6.186)
<i>FE</i>				控制		
<i>year</i>				控制		
<i>N</i>	5462	5462	5462	2342	2342	2342
<i>F</i>	51.884	74.575	50.554	25.503	16.439	25.040
<i>Adj.R²</i>	0.156	0.229	0.157	0.177	0.100	0.180

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%统计水平下显著。

综合上述融资约束中介效应表 6-1 和表 6-2 的结果，混合股权制衡度对金融资产配置的融资约束中介效应不存在。在全样本中混合股权制衡度影响金融资产配置存在融资约束遮掩效应。对这一结果的解释是，国企混改确实由于政策性负担的减少而形成预算软约束的硬化，导致企业面临着信贷约束的压力（余明桂等，2019），融资约束提高。而对控制权转移与未转移的混改企业，企业应对融资约束的方式不同：控制权未发生转移的混改企业为了缓解可能面临的融资约束，管理层利用金融资产投资的“蓄水池”作用，通过出售金融资产投资以缓解未来的融资约束，因此导致控制权未发生转移的混改企业混合股权制衡度对融资约束影响不显著，中介效应也不存在；而对控制权发生转移了的混改企业，由于企业控制权由国有股东转变为非国有股东时企业“资源效应”弱化，但此时企业并未减少金融资产配置，因而并未缓解融资约束，导致融资约束水平提高。

6.1.2 股权激励机制

国企混改在一定程度上解决了国有企业的“所有者缺位”和“内部人控制”问题，但是如何激励这些经营者，使他们真正服务于企业利益的最大化成为值得关注的问题。通过给予管理层股权，使管理层承担决策风险的同时获得了剩余收益的索取权，这将激励管理层为了利润最大化目标而服务。因此，混合股权制衡度的提高是否显著改善了混改企业的管理层激励，进而使管理层形成长远发展理念，为企业利益最大化目标服务是本节研究的主要内容。已有研究发现，管理层持有公司股票将影响管理层的长期价值投资理念（安磊等，2018；杨志强等，2016），管理层持股形成管理层和股东的利益协同效应，使管理层收益和公司价值紧密联系，减少管理层短视投资行为，从而降低公司的金融资产配置水平（杨志强和胡小璐，2018）。因此，本文进一步检验管理层持股是否是混改企业金融资产配置减少的中介机制。参考安磊等（2018）、杨志强等（2016），本文以管理层持股（Mhold）（管理层持股占总股本的比例）来衡量对管理层的激励。

混合股权制衡度、管理层持股与金融资产配置的全样本回归结果如表 6-3。列（2）自变量对中介变量的回归结果不显著，进一步做 Bootstrap 检验，未列示的结果表明未通过中介效应检验。即总体样本中管理层持股并不是混合股权制衡度抑制金融资产投资的中介机制。那么控制权转移与否是否会影响国企混改影响金融资产配置的股权激励中

介效应呢？接下来本文将继续探究控制权转移与否样本中的中介效应。

表 6-3 机制检验 2——管理层股权激励（全样本）

	(1)	(2)	(3)
	Fin(t+1)	Mhold(t+1)	Fin(t+1)
<i>Mixrate</i>	-0.019*** (-2.597)	-0.002 (-0.852)	-0.020*** (-2.667)
<i>Mhold(t+1)</i>			-0.205* (-1.822)
<i>Size</i>	-0.003 (-0.941)	0.003*** (2.586)	-0.002 (-0.765)
<i>Roa</i>	-0.024 (-1.129)	0.004 (0.450)	-0.024 (-1.101)
<i>Lev</i>	-0.091*** (-5.864)	-0.015*** (-2.658)	-0.094*** (-6.120)
<i>Cfo</i>	0.015 (1.049)	-0.005 (-0.895)	0.014 (0.975)
<i>Growth</i>	0.000 (0.126)	0.002** (2.327)	0.001 (0.390)
<i>Capex</i>	-0.020 (-1.108)	0.013 (1.615)	-0.017 (-1.009)
<i>Nwc</i>	-0.016*** (-4.687)	0.000 (0.198)	-0.016*** (-4.699)
<i>PPE</i>	-0.087*** (-5.737)	-0.010* (-1.845)	-0.089*** (-5.811)
<i>List_age</i>	-0.039** (-2.333)	-0.003 (-0.563)	-0.040** (-2.389)
<i>Board</i>	-0.001 (-0.426)	-0.000 (-0.461)	-0.001 (-0.486)
<i>Indepratio</i>	-0.015 (-0.521)	0.013* (1.723)	-0.013 (-0.428)
<i>Dual</i>	-0.006 (-1.236)	0.003 (1.335)	-0.006 (-1.140)
<i>_cons</i>	0.265*** (3.936)	-0.039** (-2.479)	0.257*** (3.794)
<i>FE</i>		控制	
<i>year</i>		控制	
<i>N</i>	6795	6795	6795
<i>F</i>	15.209	1.491	14.743
<i>Adj.R²</i>	0.164	0.042	0.167

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%统计水平下显著。

表 6-4 列示了区分控制权转移与否的分组样本回归结果。列 (1) - (3) 是控制权未发生转移的企业样本, 列 (4) - (6) 是控制权发生转移的企业样本。在控制权未发生转移的第 (1) - (3) 列回归结果中, 混合股权制衡度显著提高了管理层持股水平, 且混合股权制衡度通过增加管理层持股降低金融资产配置水平。这表明在非国有股东作为制衡股东的国有企业中, 混合股权制衡水平的提高将会通过增加对管理层的激励进而影响管理层价值投资理念和公司治理水平, 从而抑制损害企业长期价值的金融资产投资。在控制权发生转移的第 (4) - (6) 列, 无论是混合股权制衡度对金融资产配置水平还是对管理层持股, 结果均不显著。表明国企混改在控制权由国有股东转移到非国有股东手中时, 混合股权制衡作用的增加并不能影响企业金融资产投资决策。

表 6-4 机制检验 2——管理层股权激励 (控制权转移与否样本)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	控制权未转移样本			控制权转移样本		
	Fin(t+1)	Mhold(t+1)	Fin(t+1)	Fin(t+1)	Mhold(t+1)	Fin(t+1)
<i>Mixrate</i>	-0.027*** (-2.662)	0.005** (2.202)	-0.024** (-2.440)	-0.011 (-0.924)	-0.005 (-1.260)	-0.012 (-0.981)
<i>Mhold(t+1)</i>			-0.481** (-2.400)			-0.152 (-1.292)
<i>Size</i>	-0.003 (-0.682)	0.001** (2.194)	-0.002 (-0.528)	-0.002 (-0.410)	0.003 (1.122)	-0.002 (-0.339)
<i>Roa</i>	0.003 (0.120)	-0.006 (-0.812)	0.000 (0.000)	-0.074* (-1.807)	0.015 (0.795)	-0.072* (-1.764)
<i>Lev</i>	-0.095*** (-5.053)	-0.007 (-1.532)	-0.098*** (-5.228)	-0.090*** (-3.167)	-0.020* (-1.884)	-0.093*** (-3.334)
<i>Cfo</i>	-0.007 (-0.474)	-0.001 (-0.853)	-0.007 (-0.505)	0.057* (1.803)	-0.010 (-0.591)	0.056* (1.741)
<i>Growth</i>	0.002 (0.947)	0.000 (0.871)	0.002 (1.013)	-0.002 (-0.423)	0.004** (2.154)	-0.001 (-0.270)
<i>Capex</i>	-0.005 (-0.276)	0.002 (0.958)	-0.004 (-0.220)	-0.045 (-1.229)	0.024 (1.115)	-0.041 (-1.202)
<i>Nwc</i>	-0.014*** (-3.223)	-0.000 (-0.592)	-0.014*** (-3.287)	-0.025*** (-4.318)	0.004 (1.030)	-0.025*** (-4.293)
<i>PPE</i>	-0.076*** (-4.628)	-0.004 (-1.441)	-0.079*** (-4.700)	-0.115*** (-3.631)	-0.017 (-1.005)	-0.118*** (-3.656)
<i>List_age</i>	-0.037* (-1.922)	-0.006* (-1.864)	-0.040** (-2.065)	-0.044 (-1.348)	-0.001 (-0.063)	-0.044 (-1.379)
<i>Board</i>	-0.000 (-0.303)	0.000 (0.962)	-0.000 (-0.254)	-0.001 (-0.397)	-0.002 (-0.692)	-0.001 (-0.505)
<i>Indepratio</i>	0.002 (0.067)	0.006 (1.535)	0.005 (0.157)	-0.062 (-1.002)	0.025 (0.958)	-0.059 (-0.933)

国企混改与金融资产配置

<i>Dual</i>	-0.004 (-0.721)	-0.001 (-1.308)	-0.005 (-0.764)	-0.008 (-0.802)	0.004 (1.018)	-0.007 (-0.748)
<i>_cons</i>	0.236*** (2.842)	-0.015 (-1.544)	0.229*** (2.761)	0.318*** (2.693)	-0.023 (-0.615)	0.314*** (2.656)
<i>FE</i>				控制		
<i>year</i>				控制		
<i>N</i>	4754	4754	4754	2041	2041	2041
<i>F</i>	10.647	0.680	10.322			
<i>Adj.R²</i>	0.167	0.038	0.170	0.161	0.079	0.165

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%统计水平下显著。

综合上述表 6-3 和表 6-4 的管理层股权激励中介机制结果分析，以及主回归表 5-2 混合股权制衡度与金融资产配置的关系。本文发现：混合股权制衡度对金融资产的抑制作用主要发生在控制权未发生转移的实际控制人性质为国有的混改企业中，且这种作用发挥的中介机制是管理层股权激励，即对金融资产配置产生作用的是“激励效应”。进行了混合所有制改革的国有企业，在其控制权未发生转移的情况下，随着混合股权制衡度的增加，非国有股东在国有企业的话语权更强，能够形成对国有股东的制衡，进而通过优化对管理层的激励，使得管理层投资金融资产套利动机减弱，企业未来一期的金融资产配置水平降低。而在控制权发生了转移的实际控制人为非国有性质的企业中，企业目标已不同于国有性质的企业，混合股权制衡度并未抑制金融资产投资，就更不存在中介机制了。

6.2 基于经济后果的拓展性检验

6.2.1 经济后果——实业投资

由于融资约束条件下企业可用资本有限（王红建等，2017），企业大量投资金融资产必然会带来固定资产等实业投资的持续下滑（张成思和张步昙，2016）。那么，国企混改抑制金融资产投资会对实业投资带来何种影响呢？基于此本文进一步将混合股权制衡度与金融资产配置之交乘项 M_F 与未来一期实业投资进行回归，以探究混改抑制金融资产投资的经济后果。本文参考杜勇等（2017）构建实业投资变量 $Inv1$ ，以固定资产净额、在建工程以及工程物资衡量实物资本投资。此外，较多研究发现企业金融化也导致对研发投入等创新投资的挤出，因此本文也将无形资产纳入实业投资范畴，构建衡量实业投资的另一个变量 $Inv2$ ，即以固定投资和无形资产净额之和衡量实业投资。本文重点关注混合股权制衡度与金融资产配置之交乘项 M_F 。

表 6-5 列（1）和列（2）是对实业投资的影响，混合股权制衡度与金融资产配置之交乘项 M_F 分别为-0.042 和-0.021，但均不显著，表明企业在减少金融资产配置的同时并未将资金投向实业投资。未列示的区分控制权转移与否的回归结果与总样本回归结果一致。这表明国企混改尽管在一定程度上抑制了金融资产投资水平，但是却没有带来促进企业长期价值增值的实业投资，因此需要进一步探究减少的金融投资的资金去向。

6.2.2 经济后果——货币资金持有量

前文实证分析发现，控制权未发生转移的混改企业为了缓解可能面临的融资约束，利用金融资产投资的“蓄水池”作用，国企高管通过处置变现能力强的金融资产以缓解未来的融资约束，但金融资产的出售并未带来实业投资的增加，那缓解融资约束是否体现为持现水平的增加呢？也即混合股权制衡度抑制非货币金融资产投资的同时是否导致货币资金的增加？基于此本文进一步将混合股权制衡度与金融资产配置之交乘项 M_F 与未来一期货币资金进行回归，以探究混改与金融资产配置对货币资金的影响。本文重点关注混合股权制衡度与金融资产配置之交乘项 M_F 。

表 6-5 列 (3) 是货币资金持有量的回归结果，交乘项系数为 0.147 且显著，未报告的控制权转移与否的结果与总样本结果一致。表明混改企业为了缓解混改导致的预算软约束的硬化，将短期金融资产变现，增加货币资金储备，以缓解其面临的融资约束。

综合上述有关实业投资和货币资金持有量的经济后果研究发现，参与混改的国有企业，混合股权制衡度能够抑制金融资产投资，但是这种投资并未带来实业投资的增加，而是暂时将资金以货币资金形式持有，以缓解混改后与政府关系的弱化导致的预算软约束硬化带来的融资约束，且这一结果只适用于在控制权未发生转移的混改企业中存在。

表 6-5 国企混改与金融资产配置经济后果

	(1)	(2)	(3)
	Inv1(t+1)	Inv2(t+1)	HBZJ(t+1)
M_F	-0.042 (-0.718)	-0.021 (-0.342)	0.147*** (3.381)
$Mixrate$	0.013* (1.800)	0.009 (1.240)	-0.004 (-0.856)
$Fin(t+1)$	-0.170*** (-6.970)	-0.233*** (-9.210)	-0.215*** (-11.891)
$Size$	0.018*** (7.019)	0.020*** (7.334)	-0.014*** (-7.603)
Roa	-0.024 (-0.824)	-0.070** (-2.351)	0.111*** (5.203)
Lev	-0.021* (-1.693)	-0.026** (-2.028)	-0.027*** (-2.934)
Cfo	0.048*** (2.658)	0.055*** (2.951)	0.160*** (11.739)
$Growth$	-0.015*** (-5.616)	-0.016*** (-5.789)	0.003* (1.720)
$Capex$	0.310*** (15.856)	0.312*** (15.452)	-0.078*** (-5.261)
Nwc	-0.029*** (-9.376)	-0.037*** (-11.763)	0.023*** (10.147)

国企混改与金融资产配置

<i>List_age</i>	-0.014 (-1.292)	0.013 (1.161)	-0.034*** (-4.118)
<i>Board</i>	-0.002** (-2.334)	-0.001 (-1.060)	0.000 (0.624)
<i>Indepratio</i>	-0.054* (-1.845)	-0.049 (-1.622)	0.017 (0.783)
<i>Dual</i>	-0.004 (-0.871)	-0.005 (-1.088)	0.001 (0.212)
<i>_cons</i>	0.075 (1.310)	0.023 (0.380)	0.504*** (12.062)
<i>FE</i>		控制	
<i>year</i>		控制	
<i>N</i>	7392	7392	7920
<i>F</i>	66.673	57.110	29.489
<i>Adj.R²</i>	0.144	0.118	0.033

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%统计水平下显著。

6.2.3 经济后果——企业价值

前文回归表明，控制权未发生转移的混改企业，混合股权制衡度抑制了金融资产配置，这种抑制一方面是由于混改后资源效应的弱化导致融资约束提高进而使得管理层出售短期金融资产导致的，另一方面是通过增加对管理层激励改善了管理层短期投机行为，使管理层注重长期价值减少投机性金融资产投资导致的。那么这种对融资约束的缓解及投机行为的抑制是否带来未来企业价值的提升呢？本文进一步探究混合股权制衡度与未来一期金融资产配置之交乘项 M_F 对未来一期企业价值 $TobinQ(t+1)$ 以及未来两期企业价值 $TobinQ(t+2)$ 的影响，回归结果如表 6-6 第 (1) - (2) 列。结果表明混合股权制衡度对金融资产投资的抑制作用并未带来企业价值的提升，未报告的控制权转移与否的结果与总样本结果一致。结合前文研究结果，在控制权未发生转移的企业中，尽管混合股权制衡度抑制了金融资产投资，但只是为了缓解企业由于资源效应的弱化带来的融资约束，以及增加对管理层激励而减少投机性金融资产，但这并未带来实业投资的增加而是将资金以货币资金形式持有，还未将该部分资金转变为具有盈利能力的资产，因此并未真正带来长期价值投资以及企业未来价值的增加。

表 6-6 国企混改与金融资产配置经济后果

	(1) TobinQ(t+1)	(2) TobinQ(t+2)
<i>M_F</i>	-0.246 (-0.636)	-0.180 (-0.442)
<i>Mixrate</i>	0.057 (1.232)	0.070 (1.455)
<i>Fin(t+1)</i>	-0.083	-0.065

	(-0.518)	(-0.385)
<i>Size</i>	-0.617***	-0.659***
	(-36.917)	(-36.536)
<i>Roa</i>	1.984***	2.148***
	(10.400)	(10.693)
<i>Lev</i>	0.092	0.129
	(1.140)	(1.500)
<i>Cfo</i>	0.524***	0.409***
	(4.322)	(3.265)
<i>Growth</i>	0.024	0.030
	(1.360)	(1.614)
<i>Capex</i>	0.109	0.139
	(0.826)	(1.025)
<i>Nwc</i>	0.043**	0.046**
	(2.112)	(2.134)
<i>List_age</i>	0.234***	0.255***
	(3.214)	(3.340)
<i>Board</i>	0.007	0.007
	(1.089)	(1.038)
<i>Indepratio</i>	0.316	0.368*
	(1.625)	(1.812)
<i>Dual</i>	-0.004	0.004
	(-0.112)	(0.116)
<i>_cons</i>	13.681***	14.481***
	(36.605)	(36.189)
<i>FE</i>		控制
<i>year</i>		控制
<i>N</i>	7896	7362
<i>F</i>	156.390	158.335
<i>Adj.R²</i>	0.326	0.336

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%统计水平下显著。

6.3 本章小结

一方面，从“资源效应”角度，国企混改降低了政策性负担，导致“资源效应”弱化，增加了混改企业的融资约束。对控制权转移与未转移的混改企业，其应对融资约束的方式不同。控制权未发生转移的混改企业为了缓解可能面临的融资约束，管理层利用金融资产投资的“蓄水池”作用，通过出售金融资产投资以缓解未来的融资约束，因此导致控制权未发生转移的混改企业混合股权制衡度对融资约束影响不显著；而对控制权发生转移了的混改企业，由于企业控制权由国有股东转变为非国有股东时企业“资源效应”弱化，但此时企业并未减少金融资产配置，因而并未缓解融资约束，导致融资约束

水平提高。

另一方面，从“激励效应”角度，混改优化了公司治理机制，对管理层股权激励的增加导致管理层投资视野长期化，投资金融资产套利动机减弱，进而减少了投机性金融资产配置，但这种“激励效应”只发生在控制权未发生转移的混改企业中。在控制权发生了转移的实际控制人为非国有性质的企业中，企业目标已不同于国有性质的企业，投机性并未降低，股权激励并不能抑制金融资产投资。

尽管混合股权制衡度能够抑制金融资产投资，但是这种投资并未带来实业投资的增加，而是暂时将资金以货币资金形式持有，还未将该部分资金转变为具有盈利能力的资产，因此并未带来真正长期价值投资以及企业未来价值的增加。

第七章 研究结论及政策启示

7.1 研究结论

随着国企改革政策的持续推动，加之当前经济进入常态化增长，推进国企改革，提高国有资本投资效率是当前的重要议题；同时，金融与实体收益差距持续扩大，实体企业低迷而金融业急剧膨胀，加剧了实体企业金融化，导致金融服务实体经济的功能错位，因此探究如何引导实体企业“脱虚向实”具有非常重要的意义。从当前全面深化改革的国家制度层面，包括深化国有体制改革与深化金融体系改革的视角考察国有企业混合所有制改革对企业金融资产配置决策的影响，探究抑制企业金融化的途径，具有重要的理论意义和现实意义。非国有资本的引入可能会形成利益团体弱化国有股东的行政强势地位，进而减少企业的政策性负担，抑制预算软约束带来的影子银行再放贷行为；同时非国有股东的引入有助于完善市场化经营机制，进而形成有效的激励机制，使管理层投资视野长期化，减少短视投资行为。本文从资源效应和激励效应两方面出发，考察了国企混改对金融资产投资决策的影响，及其发生的股权结构条件；同时探究了国企混改对金融资产配置结构的影响；进一步拓展检验了国企混改影响金融资产配置的中介机制以及经济后果。本文利用 2003 年当年为国有企业的平衡样本，研究上市国有企业进行混改引入非国有资本是否影响企业金融资产配置，通过相关理论和实证分析，本文得出如下结论：

(1) 混合股权制衡度与未来一期的金融资产配置显著负相关，这一结论在使用 Heckman 两阶段模型、倾向得分匹配 (PSM) 等进行稳健性测试后依旧成立，说明国企混改混合股权之间的制衡作用能够有效抑制企业金融资产投资；(2) 进一步探究这一抑制作用在控制权转移与否分组样本中的结果发现，混合股权制衡度对金融资产配置的抑制作用主要发生在控制权未发生转移的混改企业中；(3) 基于金融资产配置结构的检验表明，混合股权制衡度显著抑制了交易类金融资产、投资性房地产和金融机构长期股权投资，且这种情况主要发生在控制权未转移的企业中；(4) 机制分析发现，管理层激励是混合股权制衡度作用于金融资产配置的中介机制，且主要发生在控制权未发生转移的企业中；(5) 基于经济后果混合股权制衡度抑制金融资产配置并未带来实业投资的增加，而是通过出售短期金融资产和投机性金融资产以增加货币资金持有量，从而缓解资源效应的弱化带来的融资约束，同时也未带来企业价值的提升。

本文的结论揭示了混合股权制衡度能够抑制金融资产配置水平，这主要是由于对管理层的股权激励导致管理层减少投机性金融资产的投资，以及由于资源效应的弱化导致的融资约束的提高而出售短期交易类金融资产变现，但金融资产投资的减少并未用于实业投资的增加而是为了增加货币资金的持有以缓解融资约束，因此也并未带来短期混改企业价值的提升，这一结论主要存在于控制权未发生转移的混改企业中。尽管在促进企业“脱虚向实”方面并未达到预期效果，但是也在一定程度上实现了对国有企业金融资产投资“火热”现状的一种缓解。

7.2 政策启示

本文的政策启示：

(1) 参与混改的国企增加对管理层股权激励。本文研究发现控制权未发生转移的混改企业中管理层激励抑制了企业投机性金融资产投资，这在一定程度上肯定了公司治理机制中管理层激励能够提高管理层长期价值投资理念，抑制金融资产投资。这为当前通过优化公司治理、提高管理层激励进而引导“脱虚向实”提供了证据支持。因此，在进行国企混改过程中应鼓励对管理层进行适度的股权激励，从而使管理层更加注重长期价值投资，进而促进实体企业“脱虚向实”；

(2) 合理配置非国有资本的比例。本文研究发现混合股权制衡度抑制金融资产投资主要发生在控制权未发生转移的企业。非国有股东引入国有企业，不仅能将技术、管理等带入国有企业促进其发展，同时其更接近市场化的特点还能促进国有企业建立现代企业制度，提高市场竞争力。当企业目标背离利益最大化时，作为混合所有制企业内部天然的监督者，他们就会推动公司完善治理结构，优化监督激励机制和决策机制。然而，非国有资本的比例并非越高越好，受到非国有股东制衡的国有企业能够促进实体企业“脱虚向实”，当原国有企业控制权转移至民营企业时制衡作用失效。因此国有企业混合所有制改革应合理配置非国有资本比例，以使非国有资本的股权制衡治理作用充分发挥，放大非国有资本的制衡效应。

7.3 研究局限与展望

本文主要探讨了国有企业混合所有制改革对金融资产配置的影响，但仍存在诸多局限和未来值得进一步探讨的问题。在选择混合所有制改革指标上，本文主要利用混合股权制衡度这一指标，但除此之外，在董事会中委派董事是股权结构治理方面影响非国有股东治理能力的重要因素。非国有股东董事会权力究竟能够对金融资产配置产生何种影响，由于数据限制，本文尚没有进一步予以考察。在经济后果的研究中，本文研究发现混合股权制衡度抑制金融资产配置体现为金融资产配置减少的同时货币资金持有量的增加，但是货币资金持有毕竟是为了进一步投资，而这部分资金的投资去向本文尚未做进一步的研究分析。这部分资金的去向将影响国企混改抑制金融资产配置的效果，因此，未来亦可进一步探讨。

参考文献

- [1] 郑志刚.分权控制与国企混改的理论基础[J].证券市场导报, 2019(1): 4-10.
- [2] 杨兴全, 尹兴强.国企混改如何影响公司现金持有?[J].管理世界,2018,34(11):93-107.
- [3] 李明敏, 李秉祥, 惠祥.混合所有制企业资源异质股东共生关系形成机理——以中国联通混改方案为例[J].经济学家, 2019(6): 70-79.
- [4] 权锡鉴.竞争性国有企业混合所有制改革模式研究[J].中国海洋大学学报(社会科学版), 2018(2): 49-54.
- [5] 马连福,王丽丽,张琦.混合所有制的优序选择:市场的逻辑[J].中国工业经济,2015(07):5-20.
- [6] 张文魁.混合所有制的股权结构与公司治理[J].新视野, 2017(4): 11-19.
- [7] 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.金融研究,2015,(6):111-127.
- [8] 谢家智, 王文涛, 江源.制造业金融化、政府控制与技术创新[J].经济学动态, 2014, (11): 78-88.
- [9] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 杨笋.实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J].南开管理评论, 2017, 20(01):155-166.
- [10] 王永钦, 刘紫寒, 李嫦, 杜巨澜.识别中国非金融企业的影子银行活动——来自合并资产负债表的证据[J].管理世界, 2015(12):24-40.
- [11] 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].中国工业经济, 2017(12):113-131.
- [12] Kornai, Janos.The Soft Budget Constrains[J].Kyklos,1986, (39) .
- [13] 杨志强,石水平,石本仁,曹鑫雨.混合所有制、股权激励与融资决策中的防御行为——基于动态权衡理论的证据[J].财经研究,2016,42(08):108-120.
- [14] 安磊,沈悦,余若涵.高管激励与企业金融资产配置关系——基于薪酬激励和股权激励对比视角[J].山西财经大学学报,2018,40(12):30-44.
- [15] 黄速建:中国国有企业混合所有制改革研究[J].经济管理, 2014(7): 1-10.
- [16] 张旭昆.混合所有制企业: 有节制的干预——克服私有制市场失灵和公有制计划失灵的一种选择[J].探索与争鸣, 2016(8): 99-104.
- [17] Gupta, N. Partial Privatization and Firm Performance[J]. Journal of Finance, 2005(60): 987-1015.
- [18] Boycko M., Shleifer A., Vishny R. W. A Theory of Privatization [J]. Economic Journal, 1996, 106(435): 309-319.
- [19] Sappington, D. E. M. and Stiglitz, J. E. Privatization, Information and Incentives[J]. Journal of Policy Analysis and Management, 1987(6): 567-582.
- [20] Shleifer, A. and R. W. Vishny. The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures[J]. American Economic Association Papers & Proceedings, 1998, 87(2): 354-358.
- [21] 林毅夫, 李志赟.政策性负担、道德风险与预算软约束[J].经济研究, 2004(2): 17-27.
- [22] 郝阳, 龚六堂.国有、民营混合参股与公司绩效改进[J].经济研究, 2017, 52(3): 122-135.

- [23] 陈林,唐杨柳.混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究[J].经济学家,2014(11):13-23.
- [24] Laffont, J. J. and J. Tirole, 1993, *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, MIT Press.
- [25] 李寿喜.产权、代理成本和代理效率[J].经济研究, 2007 (1) : 102-113.
- [26] 廖冠民, 沈红波.国有企业的政策性负担: 动因、后果及治理[J].中国工业经济, 2014 (6) : 96-108.
- [27] John, K., L. Litov and B. Yeung. Corporate Governance and Risk Taking[J]. *Journal of Finance*, 2008(63): 1679-1728.
- [28] 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].中国工业经济, 2015 (3) : 148-160.
- [29] 卢建词,姜广省.混合所有制与国有企业现金股利分配[J].经济管理,2018,40(02):5-20.
- [30] Maury, B. , and A. Pajuste. Multiple Large Shareholders and Firm Value[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2005, 29(7): 1813-1834.
- [31] Cheng, M. , B. Lin, and M. Wei. Does the Relationship between the Controlling Shareholder and Other Large Shareholders Affect the Firm Value?[J].Working paper.
- [32] 张继德, 刘素含.从中国联通混合所有制改革看战略投资者的选择[J].会计研究, 2018 (7) : 28-34.
- [33] 沈昊,杨梅英.国有企业混合所有制改革模式和公司治理——基于招商局集团的案例分析[J].管理世界,2019,35(04):171-182.
- [34] 沈红波, 张金清, 张广婷.国有企业混合所有制改革中的控制权安排——基于云南白药混改的案例研究[J].管理世界, 2019, 35 (10) : 206-217.
- [35] 唐跃军.论转轨经济中的内部人控制与道德风险[J].经济评论, 2002 (6) : 33-38.
- [36] 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].管理世界, 2007 (9) 76-84.
- [37] Megginson, W. L. and J. M. Netter. From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization[J]. *Journal of Economic Literature*, 2001(39): 321-389.
- [38] 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].管理世界,2018,34(05):137-149.
- [39] 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].管理世界, 2019, 35 (6) : 119-141.
- [40] 张祥建, 郭丽虹, 徐龙炳.中国国有企业混合所有制改革与企业投资效率——基于留存国有股控制和高管政治关联的分析[J].北京: 经济管理, 2015 (9) : 132-145.
- [41] Stulz, René M . Rethinking risk management[J]. *Journal of applied corporate finance*, 1996, 9(3): 8-25.
- [42] Duchin, Ran et al. Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(2): 793-852.
- [43] 杨笋, 刘放, 王红军.企业交易性金融资产配置: 资金储备还是投机行为?[J].管理评论, 2017, 29

- (2) : 13-25.
- [44] 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].经济研究,2017,52(01):181-194.
- [45] Baud, C., and Durand. Financialization, Globalization and the Marking of Profits by Lending Retailers[J]. socio-economic Review, 2012, 10(2): 241-266.
- [46] 张慕瀨,孙亚琼.金融资源配置效率与经济金融化的成因——基于中国上市公司的经验分析[J].经济学家, 2014 (4) : 81-90.
- [47] 张瑾,胡奕明.上市公司经营活动状况对金融资产规模影响探究[J].西南民族大学学报(自然科学版), 2013, 39 (5) : 790-794.
- [48] Stockhammer, E., and L. Grafl. Financial Uncertainty and Business Investment [J]. Review of Political Economy, 2010, 22(4): 551-568.
- [49] 徐经长,曾雪云.公允价值计量与管理层薪酬契约[J].会计研究, 2010 (3) : 12-19.
- [50] 文春晖,任国良.虚拟经济与实体经济分离发展研究——来自中国上市公司 2006-2013 年的证据[J].中国工业经济, 2015 (12) : 115-129.
- [51] Palley, Thomas, I.. Financialization: What It Is and Why It Matters, IMK Working Papers, NO.525. The Levy Economics Institute, 2008.
- [52] Dore, R.. Financialization of the Global Economy. Industrial and Corporate Change, 2008, 17(6): 1097-1112.
- [53] Bhaduri, A.. A Contribution to the Theory of Financial Fragility and Crisis. Cambridge Journal of Economics, 2011, 35(6): 995-1014.
- [54] González, I., Sala, H.. Investment Crowding-out and Labor Market Effects of Financialization in the US. IZA DP 2013,(7272).
- [55] 罗来军,蒋承,王亚章.融资歧视、市场扭曲与利润迷失——兼议虚拟经济对实体经济的影响[J].经济研究, 2016, 51(04):74-88.
- [56] 黄群慧.论新时期中国实体经济的发展[J].中国工业经济, 2017(09):5-24.
- [57] 彭俞超,韩珣,李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J].中国工业经济, 2018(01):137-155.
- [58] Teixeira, Rodrigo Alves, and Tomas Nielsen Rotta. Valueless knowledge-commodities and financialization: productive and financial dimensions of capital autonomization[J]. Review of Radical Political Economics, 2012: 448-467.
- [59] Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice
Financialization of real sectors in emerging markets[J]. Journal of Development Economics, 2009, 88 (2) : 314-324.
- [60] Stockhammer, E. Financialisation and the Slowdown of Accumulation [J]. Cambridge Journal of Economics, 2004, 28 (5) : 719-741.
- [61] Orhangazi Ö. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector :
A theoretical and empirical investigation on the US economy , 1973-2003[J].

- Cambridge Journal of Economics, 2008, 32(6): 863-886.
- [62] 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].经济研究, 2016, 51(12): 32-46.
- [63] Krippner, Greta R. The financialization of the American economy[J]. Socio-economic review, 2005: 173-208.
- [64] Leila E. Davis. Identifying the “financialization” of the nonfinancial corporation in the U.S. economy: A decomposition of firm-level balance sheets[J]. Journal of Post Keynesian Economics, 2016, 39(1).
- [65] 蔺元.我国上市公司产融结合效果分析——基于参股非上市金融机构视角的实证研究[J].南开管理评论, 2010, 13(5): 153-160.
- [66] 李建军, 马思超.中小企业过桥贷款投融资的财务效应——来自我国中小企业板上市公司的证据[J].金融研究, 2017(3): 116-129.
- [67] Modigliani F., Miller M. H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment[J]. The American Economic Review, 1958, 48(3): 261-297.
- [68] Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: managerial agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [69] Jensen M. C. Agency cost of free cash flow, corporate finance[J]. American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.
- [70] 黄贤环, 吴秋生, 王瑶.金融资产配置与企业财务风险: “未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J].财经研究, 2018, 44(12): 100-112+125.
- [71] 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].管理世界, 2014(5): 157-171.
- [72] 李莉, 顾春霞, 于嘉懿.高管政治晋升对国有企业创新投资的影响研究——基于监管独立性和市场化进程的双重探讨[J].科学学研究, 2018, 36(2): 342-351.
- [73] 王东京.国企改革攻坚的路径选择与操作思路[J].管理世界, 2019, 35(02): 1-6.
- [74] 耿云江, 马影.非国有大股东对国企超额雇员的影响: 成本效应还是激励效应[J].会计研究, 2020(02): 154-165.
- [75] 祁怀锦, 于瑶, 刘艳霞.混合股权制衡度与真实盈余管理行为[J].审计与经济研究, 2020, 35(05): 63-74.
- [76] 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].经济学家, 2016(09): 32-41.
- [77] 卢文华.保险机构深度参与国有企业改革研究——基于积极机构投资者视角[J].改革与战略, 2016, 32(5): 24-29.
- [78] 张兆国, 陈华东, 郑宝红.资本结构视角下国企混合所有制改革中几个问题的思考[J].宏观经济研究, 2016(01): 86-92.
- [79] 李广子, 刘力.上市公司民营化绩效: 基于政治观点的检验[J].世界经济, 2010, 33(11): 139-160.
- [80] 胡一帆, 宋敏, 张俊喜.中国国有企业民营化绩效研究[J].经济研究, 2006(07): 49-60.
- [81] 刘小玄, 李利英.改制对企业绩效影响的实证分析[J].中国工业经济, 2005(03): 5-12.

- [82] 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].金融研究,2019(04):75-91.
- [83] Bortolotti Bernardo,Faccio Mara. Government Control of Privatized Firms[J]. Narnia,2009,22(8).
- [84] 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].管理世界,2010(11):132-142+188.
- [85] 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].财经研究,2016,42(07):4-15.
- [86] 梁上坤.机构投资者持股会影响公司费用粘性吗?[J].管理世界,2018,34(12):133-148.
- [87] 彭俞超,倪骁然,沈吉.企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J].经济研究,2018,53(10):50-66.
- [88] Steven N. Kaplan,Luigi Zingales. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?[J]. The Quarterly Journal of Economics,1997,112(1).
- [89] 魏志华,曾爱民,李博.金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J].会计研究,2014(05):73-80+95.
- [90] 温忠麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J].心理科学进展,2014,22(05):731-745.
- [91] 连玉君,程建.投资—现金流敏感性:融资约束还是代理成本?[J].财经研究,2007(02):37-46.
- [92] 杨志强,胡小璐.高管异质性、股权激励与超额现金持有——国企混改中“行政高管”与“市场高管”差异考察[J].商业研究,2018(11):108-118.
- [93] 潘红波,张哲.控股股东干预与国有上市公司薪酬契约有效性:来自董事长/CEO纵向兼任的经验证据[J].会计研究,2019(05):59-66.

致谢

毕业论文的撰写历时一年半，在这个过程中我经历了选题时的迷茫，开题时对如何驾驭这篇3万字文章的怀疑，到预答辩时对整篇文章的架构和脉络的清晰把握，以及现在整篇文章从头到尾梳理修改定稿，我也慢慢体会到自己在写作这篇论文过程中的进步以及个人所获得的成长。非常感谢石河子大学对我的培养。求学于石河子大学，我感受到学校对学生个人能力的影响之大，石河子大学给我们提供了良好的教学环境、教学资源，让我们的能力在这里得以更充分的发挥。石河子大学对我人生产生了非常重要的影响，能来石河子大学求学是我的荣幸。

首先，要感谢的是对我学习影响特别大的两位老师，一位是我的学识渊博的陈旭东导师，另一位人美心善、体贴耐心、教我为人、给我鼓励的亦师亦友的刘嫦老师。你们在我的研究生生涯中给予了我极大地帮助，让我这个本科学习会计实务、从未接触过实证论文的门外汉完成了4万字的硕士论文，并成功在毕业之前发表了两篇小论文。这三年的成长得益于你们给予我的认可、支持、包容和自由。我全身心的投入自己感兴趣的学术研究领域，得益于你们开放包容的思想；我学术能力的快速提升得益于你们给创造的自由、互助的师门文化；我的成长发展得益于你们耐心的培养教育，教我做人，助我自律。我非常有幸能遇到这样的老师，你们共同成就了现在的我，尽管我没有选择继续深造，但是在这里的所学、所知、所感将让我受益终生。

其次，我要感谢杨兴全老师、吴昊旻老师、王生年老师、白俊老师、郭桂华老师、袁玲老师、魏卉老师、霍远老师等老师，你们将理论融于财务会计审计等相关案例，将理论阐释的更加生动，让我理论知识得到非常大的提升，真正能够将会计、财务、审计等相关理论融会贯通。同时感谢研办张美霞老师、王磊老师、刘磊老师、黄镇老师、李惠子老师等，感谢你们默默付出。

再次，我要感谢孙洪锋师哥，你在我论文撰写上帮我指路，给我提出意见；感谢高雅师姐和田宗涛师哥，你们带我stata入门，帮我解答跟多实证方面的问题；感谢付荟芸师姐，你给我很多学习上的帮助；感谢尹兴强师哥和李文聪师姐给我论文的建议；我也感谢我的同门赵锐，你的日常和学习上的陪伴让我研究生生活和学习更加丰富有趣；感谢我的同门杨西雅、师妹李瑾、赵梦、张莉莉、帅红玉等，你们给我的生活和学习上提供了很大的帮助。此外，在我研究生学习期间还有很多老师、朋友、师哥师姐、师弟师妹，他们也都给我提供了很多帮助，在此不再一一感谢。总之，我的现在是在很多人的帮助下共同成就的，非常感谢你们在我研究生生涯中给我助力，让我更快成长！

最后我要感谢我的家人，你们给我无私的爱和坚定的支持，让我安心求学心无杂念。你们从未给我任何压力，让我自由学习自由成长，我很庆幸能和你们成为一家人，愿未来我们都能身体健康、平安顺意。



作者简介

卫聪慧，女，生于1996年3月，籍贯河南。2017年毕业于上海立信会计金融学院财务管理专业，获管理学学士学位。2018年9月起在石河子大学经济与管理学院工商管理专业学习深造，研究方向为公司治理与财务管理。

在学期间主要参与的研究项目

1.兵团社会科学基金项目“兵团工业转型升级的资金支持研究”（项目编号：17YB08），参与部分研究工作。

在学期间发表的文章

1.卫聪慧,刘嫦,孙洪锋.纵向兼任高管、产权性质与审计收费[J].审计与经济研究,2021,36(02):52-62.

2.陈旭东,卫聪慧,刘嫦.机构投资者持股影响了实体企业金融资产配置吗? [J].金融发展研究,2020(06):17-27.



石河子大学硕士研究生学位论文


导师评阅表

研究生姓名	卫聪慧	学制	三年
专业	工商管理	研究方向	公司治理与财务管理

学术评语:

文章在深化国企改革与深化金融体系改革的背景下，研究国有企业混合所有制改革对金融资产配置的影响。从资源效应和激励效应两方面出发，考察了国企混改对金融资产投资决策的影响，及其发生的股权结构条件；并进一步探究了国企混改影响金融资产配置的中介机制以及经济后果。文章层层递进，体现了对所研究内容的深入思考。研究发现，混合股权制衡度能够显著抑制未来一期的金融资产配置水平，且管理层持股是混合股权制衡度抑制金融资产投资的中介机制，基于金融资产配置结构的检验表明，混合股权制衡度显著抑制了交易类金融资产、投资性房地产和金融机构长期股权投资，这一抑制作用、机制及金融资产配置结构的研究结论主要存在于控制权未发生转移的混改企业中。基于经济后果的检验发现，混合股权制衡度抑制金融资产配置并未促进实业投资，而是增加了货币资金持有量以缓解资源效应的弱化带来的融资约束，也未带来企业价值的提升。

论文整体研究目标明确，研究框架完整，研究内容层层递进。文章格式正确，结构严谨，语句通顺，观点表达清晰明确，对文章所涉及话题相关文献阅读丰富，分析方法选用得当，综合运用所学知识解决问题，结果可信。反映该生已经较好掌握公司治理与财务管理专业的知识，具备了独立思考和发现、分析解决问题的能力。总体上，已经达到了硕士学位论文要求。

指导教师签字: 
2021年6月3日

