

# 混合所有制改革、审计监督与国有资产保值增值

曹丽梅<sup>a</sup>,李 蕾<sup>a</sup>,施 贇<sup>b</sup>

(广东财经大学 a. 会计学院, b. 智能财会管理学院, 广东 广州 510320)

**[摘 要]**以国有上市公司 2013—2020 年为样本,考察混合所有制改革对国有资产保值增值的影响以及国家审计在其中的调节作用。研究发现国有企业混合所有制改革与国有资产保值增值显著正相关,并且国家审计具有正向调节作用。进一步研究表明,东部地区和非东部地区的国有企业,其混合所有制改革对国有资产保值增值的促进作用及国家审计的调节作用并不存在显著差异,这表明混合所有制改革整体上取得了阶段性的进展。相比于垄断性国有企业,竞争性国企的混合所有制改革更有成效。研究结论对有效推进国有企业混合所有制改革具有一定的启示意义。

**[关键词]**混合所有制改革;国家审计;国有资产保值增值;资源配置;经济体制改革

**[中图分类号]**F239 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2022)04-0001-10

## 一、引言

国有企业是中国经济发展的中流砥柱,是维护社会稳定和经济发展的重要力量。然而,长期以来国有企业存在所有者缺位及国有股“一股独大”等问题,严重影响国有企业的资源配置效率和保值增值效果。作为国民经济的基本载体,国有企业改革的目标是实现国有资产保值增值。党的十八届三中全会认为国有资产保值增值的突破口在于股权改革。混合所有制改革是调整中国所有制结构和经济体制改革的重要内容,是目前国有企业改革的基本方向。混合所有制改革的目的在于缓解所有者缺位问题,通过产权主体的多元化形成有效制衡的股权结构,从根本上实现企业资源配置的优化和企业运行效率的提高。党的十九大以来发布了一系列政策推动国有企业的混合所有制改革。在此背景下,混合所有制改革是否有效提升了国有企业的治理能力和发展活力,进而实现国有资产的保值增值呢?鲜有文献对上述问题展开直接探讨。

《“十三五”国家审计工作发展规划》《国务院关于加强审计工作的意见》等文件指出,国家审计的目标是促进国有企业深度混合所有制改革,最终实现国有资产保值增值目标。作为党和国家监督体系的重要组成部分,国家审计机关是国有企业重要的外部监督者之一,也是加强国有企业规范管理、提高国有企业核心竞争力、推动国有企业深化改革、促进国有企业提质增效的重要推动力量。国家审计需要持续开展落实跟踪等审计,通过扩大国有企业的审计广度、加强行使力度、提高目标深度等多种途径<sup>[1-2]</sup>为参与混合所有制的各种资本实现共赢发展保驾护航。因此,关注国家审计对混合所有制改革的促进作用十分必要。

本文将实证检验混合所有制改革对国有资产保值增值的效果以及国家审计的调节作用,可能的贡

**[收稿日期]**2022-02-23

**[基金项目]**国家自然科学基金青年项目(71902038)

**[作者简介]**曹丽梅(1980—),女,新疆尼勒克人,广东财经大学会计学院副教授,硕士生导师,主要研究方向为审计、内部控制以及资本市场;李蕾(1997—),女,广东湛江人,广东财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为审计理论与实务;施贇(1982—),女,广东汕头人,广东财经大学智能财会管理学院讲师,硕士生导师,主要研究方向为内部控制和企业信息披露,通讯作者,邮箱:yun5056@sina.com。

献是:第一,为混合所有制改革目标的实现提供最直接的证据,从而拓展混合所有制改革的经济效果研究。第二,国家审计对混合所有制改革的政策跟踪审计是中国特有的制度,国家审计是否促进了国有企业混合所有制改革目标的实现,鲜有文献讨论和检验。本文将三者纳入同一分析框架,为国家审计促进混合所有制改革效果持续发挥作用提供经验证据和政策依据。第三,党的十九大报告明确了国企改革的目标之一是促进国有资产保值增值,本文探讨混合所有制改革效果以及国家审计的推动作用,对国有企业打下混合所有制改革攻坚战具有重要的启示性意义。

## 二、文献综述

混合所有制改革相关研究主要集中在企业治理结构和经济后果两个方面。第一,混合所有制改革对公司治理结构的影响。Laeven等、Megginson等的相关研究均肯定了实施混合所有制改革对改善公司治理结构的积极作用<sup>[3-4]</sup>。前者指出混合所有制改革可以缓解公司代理问题,从而提高公司的治理水平。后者认为大部分国有企业存在着效率低下的问题,引入非国有股东可以监督和激励公司的管理层,从而减少企业道德风险,达到提升公司治理水平的效果。第二,混合所有制改革经济后果研究。在不断完善现代企业治理体系的情况下,混合所有制改革具有一定的治理作用,非国有股东的监督治理优势可以缓解国有股东一股独大的代理问题,避免国有企业资产流失,能够提升国有企业创新能力<sup>[5-6]</sup>、完善高管薪酬契约<sup>[7]</sup>、改善会计信息质量<sup>[8]</sup>、抑制企业的费用粘性<sup>[9]</sup>、缓解国企过度负债<sup>[10]</sup>、清理僵尸企业<sup>[11]</sup>和抑制高管腐败<sup>[12]</sup>等,最终使得企业效益最大化与资产保值增值相统一,实现混合所有制改革保值增值的目标。

考虑到混合所有制改革衡量的复杂性,目前的主流文献有两种思路。部分学者使用股权结构(前十大股东中非国有股东持股比例加总)和高层治理结构(非国有股东委派董监高的人数除以国有企业董监高总人数)刻画国有企业混合所有制改革程度;另一些学者则细分了前十大股东的股东性质。如胡一帆等将混合所有制改革量化为国有股东、法人股东和外资股东的占比<sup>[13]</sup>。卢建词等、杨兴全等则根据前十大股东的股东性质划分为不同种类的股东性质,然后采用HHI指数和EI指数进行计算<sup>[14-15]</sup>。

国有资产保值增值的影响因素是现有文献关注的焦点。从制约因素看,张文魁认为外部环境、市场机制和地域等均会对国有资产保值增值产生不利影响<sup>[16]</sup>;王艳艳等和郑志刚等发现地方官员的任期越长,政府干预程度就越高,越不利于实现国有资产保值增值<sup>[17-18]</sup>。Dong等研究发现国有企业的预算软约束问题阻碍了国有企业资产的保值增值<sup>[19]</sup>。从有利因素看,公司内部的投资效率和高管薪酬的提高能够促进国有资产的保值增值<sup>[20]</sup>。从改革层面来看,混合所有制改革深入性和股权多样性越高,市场化程度越高,国有资产的保值增值程度越高<sup>[21-22]</sup>。

综上,混合所有制改革已成为目前学术界关注的热点,但探讨混合所有制改革对国有资产保值增值的影响研究较少,国家审计是否具有调节作用也尚未有相关的经验证据。

## 三、理论分析与研究假设

### (一) 混合所有制改革与国有资产保值增值

从发展历史来看,中国国有企业成立的历史使命是实现国家政策性目标。基于现代企业制度,国有企业成立初始就先天不足:首先,所有者缺位及国有股“一股独大”<sup>[23-24]</sup>产生一系列代理问题<sup>[25]</sup>,最终影响到国有企业的资源配置效率和效果;其次,国有企业承载着政策性目标,承担保障就业、基础设施建设、精准扶贫和税收等政治任务<sup>[26-28]</sup>,政府通过“看得见的手”干预着国有企业决策和经营活动;最后,管理层激励不足,例如根据2009年和2014年颁布的国企高管限薪指导意见,管理层薪酬不能够市场化。国有企业是国民经济的支柱,国有企业的保值增值不仅关系到国有企业的效率提升,更关系到社会稳定、国家安全和社会主义现代化强国目标的实现<sup>[20,29]</sup>。为了提高国有企业的效率和保值增值,混合

所有制改革成了党的十九大以来国有企业改革的重要途径<sup>[29]</sup>。

国有企业的企业和政府的双重身份,使其能够获得更多的资源以及政策优势,例如政府补贴、税收优惠、融资便捷等。国有企业具有的政治优势和经济优势是非国有资本参与混合所有制改革的根本动因,尤其是垄断行业。由于存在政治壁垒,非国有资本只能通过混合所有制改革的方式进入垄断行业。但是非国有资本在参与混合所有制改革时比较担忧的是自身资本保全和权益保障问题,因此混合所有制改革的关键在于在机制和制度上协调好国有资本和非国有资本之间的利益关系,让非国有资本深度参与到企业的决策、经营、监督和管理中,充分发挥非国有资本的优势。

鉴于国有企业内部存在的利益侵占等问题,为保全资本和保证自己的利益与权益不受损害,非国有资本所有者有动机在混合所有制改革契约中通过法律及必要的治理机制设计来保障自己的话语权、监督权、知情权和决策权。首先,多元化的股权结构能够通过股东大会的决策治理机制制衡国有股东,分散国有股东的集中度,降低国企所有者缺位带来的损害。国有与非国有股东之间的融合程度越高,股权制衡的作用就越明显<sup>[15]</sup>。其次,非国有资本会通过契约来保障自己的权益,实现国企价值增值以达到自身权益的最大化,例如委派董监高参与董事会决策和日常经营决策,或是借助外部法律制度等方式实现对第一大股东的监督和制衡<sup>[30]</sup>。最后,多元化的股权结构博弈下逐渐形成现代公司治理机制。例如不同类型的非国有股东往往拥有市场化的管理层激励和约束机制,这种激励和约束的经验和理念会逐渐影响国企管理层的薪酬机制,这不仅有助于降低“内部人控制”,同时还会激发管理层的积极性。总之,混合所有制改革通过引入不同类别的股东,为国有企业的发展提供优质资源和实施有效监督,提高国企竞争力,激发国企活力,从而促进国有资产保值增值。

综上所述,混合所有制改革通过股东类别的多元化、契约设计、相互协作及动态博弈的方式,制衡大股东,建立科学的多元主体法人治理结构,形成现代公司治理机制,进而有效推进国有企业的高质量发展。综上所述,本文提出假设1:

H1:混合所有制改革与国有资产保值增值正相关。

## (二) 国家审计的调节作用

为实现国有企业改革的最终目标,除了多主体融合的混合所有制改革,政府还改革了国有资产管理体制,这些变革又影响了国家审计对国企审计的定位、目标等,国家审计需要根据变革构建新的审计制度<sup>[31]</sup>,将混合所有制改革的宏观政策与国有企业混合所有制改革的微观政策落实结合起来,促进国有企业建立和健全现代企业制度,更好地实现国有资产保值增值目标。

国家审计对党的十八届三中全会以来关于混合所有制改革的政策开展落实跟踪审计,为实现国有资产保值增值发挥了监督和促进作用。混合所有制改革的重大政策落实跟踪审计重点关注国有经济的布局、供给侧结构性改革的配套。重点审计的内容有:(1)混合所有制改革各种政策落实情况、目标实现程度、改革重点环节和具体操作;(2)国有资本和国有企业的运营管理过程缺陷、漏洞等;(3)混合所有制改革过程的决策合规性、改革后的国有企业内部治理结构、内部激励机制等。国家审计还会开展国有企业综合性审计促进混合所有制改革在国有企业的实施,评价混合所有制改革目标的实现程度,最终促进其运营效率和效果的提升,确保国有资产保值增值目标的实现。

综上所述,国家审计能够及时发现混合所有制改革进程中出现的问题,提出有助于促进改革实施的整改建议,并对国有企业整改效果进行后续跟踪审计。除此以外,国家审计还会结合国有企业混合所有制改革的目标开展绩效审计、经济责任审计等,专门对国有企业保值增值目标的实现程度进行评价。因此,国家审计在促进国有企业深度混合所有制改革、实现国有企业价值增值的经济目标等方面有着天然的优势和作用。根据上述分析,本文提出假设2:

H2:国家审计促进了混合所有制改革与国有资产保值增值的正相关关系。

## 四、研究设计

### (一) 数据来源

我国的混合所有制改革主要经历了以下三个阶段:第一阶段为1992—2003年,即混合所有制概念的初步提出和“混资本”阶段;第二阶段为2003—2013年,是“混产权”和国企监管模式的改革阶段;第三阶段为2013年至今,即内涵式发展新阶段。结合混合所有制改革的制度背景,本文以2013年为研究起点,选取2013—2020年A股国有上市公司作为研究样本。在初始数据的基础上,本文剔除以下样本:(1)\*ST、ST及PT等上市公司;(2)金融类上市公司;(3)数据缺失或存在异常值的上市公司。最终有6787个公司/年度样本进入回归分析。国家审计的相关数据根据审计署公布的审计结果公告进行手工整理,其他数据均来自国泰安数据库。本文对主要连续型变量进行1%水平的缩尾处理。

### (二) 主要变量

1. 国有资产保值增值(*EVA*)。本文借鉴吴秋生和郭檬楠的研究<sup>[2]</sup>,选取总资产*EVA*率衡量国有企业资产的保值增值水平。*EVA*率等于经济增加值除以总资产。

2. 混合所有制改革(*MO*)。借鉴卢建词、杨兴全等的思路<sup>[14-15]</sup>,本文将股东性质分为以下几类:第一,国有股;第二,自然人,定义为我国境内的自然人股东;第三,外资股东,定义为在境外依法设立的法人企业、外商投资企业以及境外自然人;第四,民营企业,定义为境内属于非公有制法人的民营企业;第五,其他,除上述4类性质以外的其他股东。具体指标计算如下:(1)股东类别多元化(*MO1*)采用赫芬达尔系数(*HHI*)衡量,计算公式为 $HHI = 1 - \sum K_i^2$ , $K_i$ 表示前十大股东中第*i*类性质股东所占比例。(2)股东股份多元化(*MO2*)采用熵指数(*EI*)衡量,计算公式为 $EI = \sum R_j \times \ln(1/R_j)$ ,其中, $R_j$ 为企业的第*j*种类型的股东持股份额占前十大股东持股份额的比值。

3. 国家审计(*Post*)。本文参考褚剑和方军雄<sup>[32]</sup>、吴秋生和郭檬楠<sup>[2]</sup>的做法,手工收集2012—2020年审计署审计报告审计的国企名称,再根据CSMAR数据库的实际控制人确定对应的上市公司。相应的上市公司被审计当年及以后各年赋值为1,未被审计的赋值为0。

4. 控制变量。参考已有研究<sup>[1-2,21]</sup>,本文控制了公司盈利能力(*Grow*)、资产负债率(*Lev*)、独立董事比例(*Idr*)、企业上市年龄(*Age*)、管理费用率(*Exp*)、市场竞争程度(*Market*)、第一大股东持股比例(*Shr1*)、董事人数(*Board*)、年度(*Year*)和行业(*Ind*)等因素的影响。具体变量定义见表1。

### (三) 模型构建

为验证混合所有制改革对国有资产保值增值的影响,本文构建模型(1)验证假设1:

$$EVA = \beta_0 + \beta_1 MO + \sum Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon \quad (1)$$

上述模型中,被解释变量*EVA*表示国有资产保值增值。解释变量*MO*表示国有企业混合所有制改

表1 变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
国有资产保值增值	<i>EVA</i>	经济增加值与总资产的比值
混合所有制改革( <i>MO</i> )	<i>MO1</i>	赫芬达尔系数( <i>HHI</i> ),公式为 $HHI = 1 - \sum K_i^2$ , $K_i$ 表示前十大股东中第 <i>i</i> 类性质股东所占比例
	<i>MO2</i>	熵指数( <i>EI</i> ),公式为 $EI = \sum R_j \times \ln(1/R_j)$ ,其中, $R_j$ 为企业的第 <i>j</i> 种类型的股东持股份额占前十大股东持股份额的比值
国家审计	<i>Post</i>	被审计当年及以后年度取1,否则0
公司盈利能力	<i>Grow</i>	营业收入增长率
资产负债率	<i>Lev</i>	负债总额与资产总额的比率
独立董事比例	<i>Idr</i>	独立董事人数占董事会总人数的比例
企业上市年龄	<i>Age</i>	企业上市时间
管理费用率	<i>Exp</i>	管理费用/总资产
市场竞争程度	<i>Market</i>	销售费用/营业收入
第一大股东持股比例	<i>Shr1</i>	第一大股东持股比例
董事人数	<i>Board</i>	董事会人数
年度	<i>Year</i>	年度虚拟变量
行业	<i>Ind</i>	行业虚拟变量

革,具体包括股东类别多元化和股东股份多元化(MO1 和 MO2),其余控制变量含义如表 1 所示。本文预期混合所有制改革变量(MO)的系数β<sub>1</sub>显著为正。

为检验国家审计对混合所有制改革与国有资产保值增值关系的调节作用,本文构建模型(2)检验假设 2:

$$EVA = \beta_0 + \beta_1 MO + \beta_2 Post + \beta_3 MO \times Post + \sum Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon \quad (2)$$

其中:审计署审计当年或以后,Post 取值为 1,否则为 0;MO × Post 为混合所有制改革和国家审计的交乘项,本文预期交乘项的系数β<sub>3</sub>显著为正。

### 五、实证结果与分析

#### (一) 描述性统计

如表 2 所示,国有资产保值增值(EVA)的样本均值为 -0.004,方差为 0.048,最大值为 0.140,最小值为 -0.190,说明我国国有上市公司的资产保值增值水平总体偏低,不同公司存在一定的差异。股东类别多元化(MO1)的最大值和最小值分别为 0.674 和 0.026,股东股份多元化(MO2)的最大值和最小值分别为 1.242 和 0.077,说明混合股权比例存在差异。此外,接受国家审计(Post)的公司比例占 20.1%。从控制变量来看,营业收入增长率(Grow)的均值为 11.4%;资产负债率(Lev)的均值为 51.1%;独立董事人数(Idr)的均值为 3.365;上市公司年龄(Age)的均值为 16.818;管理费用率(Exp)的均值为 7.3%;市场竞争程度(Market)的均值为 0.052;第一大股东持股比例(Shr1)的均值为 38.653%;董事会人数的均值为 9.133。

表 2 变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最大值	最小值
EVA	6787	-0.004	0.048	0.140	-0.190
MO1	6787	0.282	0.173	0.674	0.026
MO2	6787	0.527	0.281	1.242	0.077
Post	6787	0.201	0.401	1	0
Grow	6787	0.114	0.411	2.789	-0.578
Lev	6787	0.511	0.202	0.944	0.086
Idr	6787	3.365	0.647	5	2
Age	6787	16.818	5.407	27	4
Exp	6787	0.073	0.302	1.808	-0.572
Market	6787	0.052	0.066	0.348	0
Shr1	6787	38.653	14.782	75.51	11.68
Board	6787	9.133	1.843	15	5

#### (二) 回归结果分析

表 3 的列(1)、列(2)报告了混合所有制改革与国有资产保值增值的回归结果。其中,列(1)的结果显示,股东类别多元化(MO1)的系数为 0.020,在 1% 的水平上显著为正,说明国有企业的股东类别多元化能够增强国有企业保值增值的水平。列(2)的结果显示,股东股份多元化(MO2)的系数为 0.014,在 1% 的水平上显著为正,这表明国有企业的股东股份多元化程度越高,越能实现国有资产保值增值的目标。因此,假设 1 得到了支持。

表 3 的列(3)、列(4)报告了国家审计的调节作用。股东类别多元化和国家审计的交乘项(MO1 × Post)与国有资产保值增值(EVA)在 1% 的水平上显著正相关;股东股份多元化和国家审计的交乘项(MO2 × Post)与国有资产保值增值(EVA)在 1% 的水平上显著正相关。回归结果说明在被审计的国有企业中,混合所有制改革程度越高,国有资产保值增值率越大,假设 2 得到支持。此外,控制变量的回归结果与以往文献基本相符。

表 3 混合所有制改革与国有资产保值增值

	(1) EVA	(2) EVA	(3) EVA	(4) EVA
MO1	0.020*** (5.16)		0.015*** (3.52)	
MO2		0.014*** (5.95)		0.011*** (4.35)
Post			-0.004 (-1.64)	-0.006** (-1.98)
MO1 × Post			0.027*** (3.18)	
MO2 × Post				0.019*** (3.40)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.055*** (-8.36)	-0.057*** (-8.71)	-0.052*** (-7.95)	-0.055*** (-8.31)
Observations	6787	6787	6787	6787
R-squared	0.139	0.140	0.141	0.142

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,括号内为 t 值,下同。鉴于篇幅,未报告控制变量的回归结果,具体可向作者索取。



## (三) 稳健性检验

## 1. 内生性问题

国有资产保值增值属于企业绩效考核的财务指标之一,因此会吸引非国有股东进入国有企业,进而通过增加股权多元化和股权融合度,影响混合所有制改革。本文借鉴冯丽艳等的做法<sup>[33]</sup>,使用样本公司混合所有制改革的行业均值(*IND\_mean*)和区域(东部和非东部地区)均值(*Zone\_mean*)作为工具变量。针对股东类别多元化(*MO1*)选取工具变量的相关性和外生性进行检验,*IND\_mean*、*Zone\_mean*和*MO1*显著正相关,Shea's partial  $R^2$ 为3.13%,F统计量为108.926,P值接近0,说明不存在弱工具变量问题。在工具变量过度识别检验中,Score  $\chi^2 = 0.284$ ,P值等于0.594,说明选取的工具变量满足外生性要求,与扰动项不相关。针对股东股份多元化(*MO2*)选取工具变量的检验结果也类似。上述检验结果说明选取的工具变量是有效的。内生性检验的回归结果具体见表4,在第二阶段的回归中,*MO1*和*MO2*的系数均在1%的水平上显著为正,回归结果比较稳健。

表4 内生性检验

变量	(1) EVA	(2) EVA	(3) EVA	(4) EVA
<i>MO1</i>		0.092 *** (4.22)		
<i>MO2</i>				0.055 *** (4.32)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.019 (0.38)	-0.090 *** (-7.42)	-0.002 (-0.03)	-0.093 *** (-7.42)
Observations	6787	6787	6787	6787
R-squared	0.325	0.092	0.333	0.100

注:回归结果控制了年度和行业,下同。

## 2. 其他稳健性检验

表5报告了混合所有制改革与国有资产保值增值的稳健性检验结果,四种稳健性检验为:(1)*T+1*期被解释变量。保持其他变量不变,国有资产保值增值率使用*T+1*期的数据进行回归,重新检验假设1和假设2。(2)替换解释变量。本文借鉴马连福等的做法<sup>[34]</sup>,以前十大股东比例中的国有、民营和外资股东作为研究对象,计算出对应的*MO1*和*MO2*,重新对假设1和假设2进行了检验。(3)控制公司个体效应。前文的实证检验仅仅控制了年份和行业效应,因此此处增加控制公司个体效应的稳健性检验方法。(4)替换被解释变量。本文借鉴祁怀锦等的做法<sup>[20]</sup>,使用国有资产保值增值率衡量国有资产保值增值。其中,国有资产保值增值率=(期初股东权益+本期净利润)/期初股东权益-物价指数变动率。从表5可知,四种稳健性检验结果与前文一致。

表5 混合所有制改革与国有资产保值增值

	<i>T+1</i> 期被解释变量		替换解释变量		控制公司个体效应		替换被解释变量	
	EVA	EVA	EVA	EVA	EVA	EVA	EVA	EVA
<i>MO1</i>	0.017 *** (4.14)		0.018 *** (4.99)		0.020 *** (2.90)		0.020 *** (5.16)	
<i>MO2</i>		0.013 *** (5.09)		0.018 *** (7.01)		0.014 *** (3.34)		0.014 *** (5.95)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-0.057 *** (-8.32)	-0.060 *** (-8.72)	-0.054 *** (-8.34)	-0.052 *** (-8.28)	-0.055 *** (-5.04)	-0.057 *** (-5.25)	-0.055 *** (-8.36)	-0.057 *** (-8.71)
Observations	5911	5911	6787	6787	6787	6787	6787	6787
R-squared	0.116	0.117	0.139	0.142	0.139	0.140	0.139	0.140

表6报告了调节作用的稳健性检验。*T+1*期被解释变量、替换解释变量以及替换被解释变量的稳健性检验中,混合所有制改革和国家审计的交乘项(*MO1* × *Post*、*MO2* × *Post*)系数均在1%的水平上显著为正;控制公司个体效应的稳健性检验中,混合所有制改革和国家审计的交乘项(*MO1* × *Post*、*MO2* × *Post*)系数均在10%的水平上显著为正。上述稳健性检验说明,审计监督对国有企业混合所有制改革与国有资产保值增值的关系起到了促进作用。

表6 国家审计的调节作用

	T+1 期被解释变量		替换解释变量		控制公司个体效应		替换被解释变量	
	EVA	EVA	EVA	EVA	EVA	EVA	EVA	EVA
MO1	0.013 *** (2.82)		0.012 *** (3.18)		0.015 ** (2.00)		0.015 *** (3.52)	
MO2		0.011 *** (3.83)		0.015 *** (5.12)		0.011 ** (2.49)		0.011 *** (4.35)
Post	-0.002 (-0.86)	-0.004 (-1.11)	-0.006 ** (-2.17)	-0.002 (-1.02)	-0.004 (-0.96)	-0.006 (-1.15)	-0.004 (-1.64)	-0.006 ** (-1.98)
MO1 × Post	0.025 *** (2.65)		0.031 *** (3.95)		0.027 * (1.72)		0.027 *** (3.18)	
MO2 × Post		0.017 *** (2.72)		0.018 *** (2.85)		0.019 * (1.84)		0.019 *** (3.40)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.055 *** (-7.95)	-0.058 *** (-8.38)	-0.052 *** (-7.91)	-0.050 *** (-7.89)	-0.052 *** (-4.78)	-0.055 *** (-4.98)	-0.052 *** (-7.95)	-0.055 *** (-8.31)
Observations	5911	5911	6787	6787	6787	6787	6787	6787
R-squared	0.118	0.120	0.141	0.144	0.141	0.142	0.141	0.142

## 六、进一步研究

### (一) 不同区域下混合所有制改革和国有资产保值增值

不同地区的社会经济条件和企业发展状况等存在一定程度的差异,可能会影响混合所有制改革的效果以及国家审计监督的促进作用。本文根据国有企业所在的地区将样本划分为东部地区和非东部地区,其中东部地区包括黑龙江、河北、北京、天津、山东、辽宁、江苏、浙江、福建、广东、海南、台湾、吉林,其他为非东部地区。其中,划分为东部地区的样本约占总样本的52%。将样本公司分组回归,结果如表7所示。回归结果表明,在东部地区,混合所有制改革(MO)的系数分别为0.020和0.015,两者均在1%的水平上显著为正。在非东部地区,混合所有制改革(MO)的系数分别为0.019和0.013,两者均在1%的水平上显著为正。回归结果表明,无论是东部地区和还是非东部地区,国有企业混合所有制改革的效果都比较明显。

表8报告了不同地区国家审计的调节作用。结果表明,在东部地区,混合所有制改革和国家审计的交乘项(MO1 × Post、MO2 × Post)系数分别为0.023和0.018,分别在10%和5%的水平上显著,而在非东部地区,混合所有制改革和国家审计的交乘项(MO1 × Post、MO2 × Post)系数分别在1%和5%的水平上显著。这表明,在区分不同区

表7 不同区域下混合所有制改革对国有资产保值增值的影响

	被解释变量:EVA			
	东部地区		非东部地区	
	MO1	MO2	MO1	MO2
MO	0.020 *** (3.91)	0.015 *** (4.62)	0.019 *** (3.36)	0.013 *** (3.74)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.042 *** (-4.74)	-0.045 *** (-5.04)	-0.066 *** (-8.15)	-0.068 *** (-8.31)
Observations	3524	3524	3263	3263
R-squared	0.140	0.141	0.160	0.161

表8 不同区域下国家审计的调节作用

	被解释变量:EVA			
	东部地区		非东部地区	
	MO1	MO2	MO1	MO2
MO	0.016 *** (2.87)	0.012 *** (3.49)	-0.012 * (1.95)	0.009 ** (2.42)
Post	-0.001 (-0.28)	-0.003 (-0.80)	-0.009 ** (-2.41)	-0.010 ** (-2.34)
MO × Post	0.023 * (1.96)	0.018 ** (2.35)	0.033 *** (2.61)	0.021 ** (2.50)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.040 *** (-4.56)	-0.043 *** (-4.84)	-0.063 *** (-7.72)	-0.065 *** (-7.91)
Observations	3524	3524	3263	3263
R-squared	0.142	0.144	0.162	0.162

域的情况下,国家审计都发挥了正向调节作用。

## (二) 不同行业下混合所有制改革和国有资产保值增值

民企和外资等非国有股东参与国企混合所有制改革会考虑行业竞争状况。虽然我国一直进行市场化改革,但生产要素市场仍然处于政府管制之下,生产要素的价格还未能完全由市场来决定<sup>[35]</sup>。依靠政府管制和行政垄断,垄断行业的国有企业可以获得巨额垄断租金,非国有资本在一般情况下往往很难进入其中。即使混合所有制改革能够使得非国有资本进入垄断性行业,但其对垄断性国企的影响力也较弱。国有企业所处行业的竞争程度不同,国有资产保值增值的效果也会存在一定差异。

本文将以下行业定义为垄断行业:邮政和电信及其他信息传输业,石油和天然气开采业,烟草制品业,电力、燃气及水的生产供应业,石油加工、铁路、水上及航空运输业,炼焦及核燃料加工业。其余则为竞争性行业。分别检验不同行业下混合所有制改革对国有资产保值增值的影响,结果如表9所示。回归结果表明:在竞争行业中,混合所有制改革( $MO1$ 、 $MO2$ )的系数分别为0.021和0.015,两者均在1%的水平上显著为正;而在垄断行业中,两者的系数均不显著。这说明,相比于垄断行业,竞争行业的混合所有制改革效果较为明显。

表10报告了不同行业下国家审计的调节作用。结果表明,在垄断性国企中,混合所有制改革和国家审计的交乘项( $MO1 \times Post$ 、 $MO2 \times Post$ )系数均不显著。在竞争性国企中,混合所有制改革和国家审计的交乘项( $MO1 \times Post$ 、 $MO2 \times Post$ )系数分别为0.037和0.025,均在1%的水平上显著为正。这表明,相较于垄断行业,国家审计对竞争性国企的调节效应更明显。

## 七、结论性评述

实现国有资产保值增值是衡量国有企业优劣的关键,也是促进企业高质量发展的重要途径之一。本文以国有上市公司2013—2020年为样本,深入探究了国有企业引入异质性股东的行为对国有资产保值增值水平的影响以及国家审计的调节作用。研究发现:国有企业混合所有制改革程度越高,国有资产保值增值率越高,说明中国混合所有制改革需要关注多元化股权之间的融合问题;国家审计的介入能够进一步提高国企混合所有制改革对国有资产保值增值的正向作用。进一步划分不同区域和不同行业进行对比发现:东部和非东部地区的国有企业混合所有制改革对国有资产保值增值的促进作用及国家审计并不存在显著差异,说明混合所有制改革在中国取得了阶段性的进展;相比于垄断性国企,竞争性国企混合所有制改革的效果以及国家审计的调节作用更为明显。

本文的研究结论对于提高国有资产的保值增值以及进一步推进国有企业混合所有制改革具有一定的政策参考价值。第一,混合所有制改革,不是简单地引入非国有资本,即不能只关注非国有资本的种类数量,更要关注其与国有资本之间的融合程度。股权融合程度越高,越能够抑制大股东资金侵占,缓

表9 不同行业下混合所有制改革对国有资产保值增值的影响

	被解释变量: EVA			
	竞争行业		垄断行业	
	MO1	MO2	MO1	MO2
MO	0.021 *** (5.16)	0.015 *** (5.92)	0.009 (0.98)	0.007 (1.22)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.057 *** (-8.99)	-0.060 *** (-9.32)	-0.002 (-0.14)	-0.004 (-0.25)
Observations	5993	5993	794	794
R-squared	0.139	0.140	0.259	0.259

表10 不同行业下国家审计的调节作用

	被解释变量: EVA			
	竞争行业		垄断行业	
	MO1	MO2	MO1	MO2
MO	0.015 *** (3.34)	0.011 *** (4.20)	-0.001 (-0.05)	0.003 (0.38)
Post	-0.008 *** (-2.56)	-0.010 *** (-2.82)	0.012 ** (2.33)	0.011 * (1.95)
MO × Post	0.037 *** (3.74)	0.025 *** (3.87)	0.010 (0.61)	0.007 (0.63)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.055 *** (-8.62)	-0.058 *** (-8.93)	0.002 (0.14)	-0.000 (-0.02)
Observations	5993	5993	794	794
R-squared	0.141	0.142	0.281	0.281



解企业代理问题,完善国有企业治理,从而实现国有资产保值增值。此外,实行分层、分类改革能够对国有企业的保值增值起到推动作用,尤其是垄断性国企,仍需要深度推进混合所有制改革和股权融合。第二,实现审计全覆盖,为国有企业高质量发展保驾护航。国家审计的监督机制,能够从外部治理的角度进一步提升国有资产保值增值效果。混合所有制改革引入非国有资本,形成了国有企业的内部制衡作用,而国家审计能够从外部发挥对国有企业的监督作用。因此,应加快实现国家审计全覆盖,更好地推进混合所有制改革以促进国有企业保值增值。

受客观条件的限制,本研究仍存在一定的不足,例如在变量度量方面,主要使用前十大股东作为混合所有制改革的度量,未能充分考虑董监高的派驻情况。此外,混合所有制改革的形式具有多样性,如引入战略投资者、员工持股计划以及整体上市等,未来可以结合不同形式的混合所有制改革类型展开更细化及深入的研究。

### 参考文献:

- [1] 郭檬楠,吴秋生. 国家审计全覆盖、国资委职能转变与国有企业资产保值增值[J]. 审计研究,2018(6):25-32.
- [2] 吴秋生,郭檬楠. 国家审计督促国企资产保值增值的功能及其实现路径——基于十九大关于国企与审计管理体制改革的改革要求的研究[J]. 审计与经济研究,2018(5):12-20.
- [3] Laeven L, Levine R. Complex ownership structures and corporate valuations[J]. Review of Financial Studies,2008,21(2):579-604.
- [4] Megginson W L, Netter J M. From state to market: A survey of empirical studies on privatization[J]. Journal of Economic Literature, 2001,39(2):321-389.
- [5] 朱磊,陈曦,王春燕. 国有企业混合所有制改革对企业创新的影响[J]. 经济管理,2019(11):72-91.
- [6] 宋冬林,李尚. 混合所有制改革与国有企业创新研究[J]. 求是学刊,2020(1):56-61.
- [7] 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(5):137-149.
- [8] 曾诗韵,蔡贵龙,程敏英. 非国有股东能改善会计信息质量吗? ——来自竞争性国有上市公司的经验证据[J]. 会计与经济研究,2017(4):28-44.
- [9] 叶松勤,凌方,廖飞梅. 混合所有制、政府控制层级与企业费用粘性[J]. 科研管理,2020(1):202-210.
- [10] 吴秋生,独正元. 混合所有制改革程度、政府隐性担保与国企过度负债[J]. 经济管理,2019(8):162-177.
- [11] 方明月,孙鲲鹏. 国企混合所有制能治疗僵尸企业吗? ——一个混合所有制类啄序逻辑[J]. 金融研究,2019(1):91-110.
- [12] 张任之. 非国有股东治理能够抑制国有企业高管腐败吗? [J]. 经济与管理研究,2019(8):129-144.
- [13] 胡一帆,宋敏,郑红亮. 所有制结构改革对中国企业绩效的影响[J]. 中国社会科学,2006(4):50-64.
- [14] 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(2):5-20.
- [15] 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(11):93-107.
- [16] 张文魁. 国资监管体制改革策略选择:由混合所有制的介入观察[J]. 改革,2017(1):110-118.
- [17] 王艳艳,王迪,李文涛. 政府审计官员任期会影响国家审计效率吗? ——基于国有资产保值增值的经验证据[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版),2020(2):105-117.
- [18] 郑志刚,李东旭,许荣,等. 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]. 管理世界,2012(10):146-156.
- [19] Dong Y, Liu Z, Shen Z. Political patronage and capital structure in China[J]. Emerging Markets Finance and Trade,2014,50(3):102-125.
- [20] 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]. 改革,2018(9):66-80.
- [21] 廖志超,王建新. 混合所有制改革程度对国有企业资产保值增值的影响研究[J]. 湖南科技大学学报(社会科学版),2021(1):126-135.
- [22] 朱和平,吴梦雪. 混合所有制、薪酬业绩敏感性与资产保值增值——基于沪深A股国有上市公司2010—2019年面板数据实证分析[J]. 会计之友,2021(22):143-149.
- [23] 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]. 经济研究,2018(5):175-189.

- [24]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.
- [25]徐传谔,孟繁颖. 国有资产流失成因及治理对策研究[J]. 经济体制改革,2007(1):54-57.
- [26]白重恩,路江涌,陶志刚. 国有企业改制效果的实证研究[J]. 经济研究,2006(8):4-13.
- [27]罗喜英,刘伟. 政治关联与企业环境违规处罚:庇护还是监督——来自 IPE 数据库的证据[J]. 山西财经大学学报,2019(10):85-99.
- [28]杜世风,石恒贵,张依群. 中国上市公司精准扶贫行为的影响因素研究——基于社会责任的视角[J]. 财政研究,2019(2):104-115.
- [29]戚聿东,张任之. 新时代国有企业改革如何再出发? ——基于整体设计与路径协调的视角[J]. 管理世界,2019(3):17-30.
- [30]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.
- [31]杨茁. 政府审计在国有企业改革中的职能弱化及其修正和创新[J]. 审计研究,2007(2):21-23.
- [32]褚剑,方军雄. 政府审计的外部治理效应:基于股价崩盘风险的研究[J]. 财经研究,2017(4):133-145.
- [33]冯丽艳,肖翔,程小可. 社会责任对企业风险的影响效应——基于我国经济环境的分析[J]. 南开管理评论,2016(6):141-154.
- [34]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(7):5-20.
- [35]褚敏,靳涛. 为什么中国产业结构升级步履迟缓——基于地方政府行为与国有企业垄断双重影响的探究[J]. 财贸经济,2013(3):112-122.

[责任编辑:黄燕]

## Mixed Ownership Reform, Audit Supervision and the Maintenance and Appreciation of State-owned Assets Value

CAO Limei<sup>a</sup>, LI Lei<sup>a</sup>, SHI Yun<sup>b</sup>

(a. School of Accounting, b. School of Intelligent Accounting and Management, Guangdong University of Finance and Economics, Guangdong 510320, China)

**Abstract:** Based on the samples of state-owned listed companies from 2013 to 2020, this paper examines the impact of mixed ownership reform on the maintenance and appreciation of state-owned assets and the regulatory role of national audit. The study reveals that the mixed ownership reform of state-owned enterprises has a significant positive correlation with the maintenance and appreciation of state-owned assets, and the national audit has a positive regulatory effect. Further research shows that there is no significant difference between the state-owned enterprises in the eastern and non-eastern regions in the promotion of the degree of mixed ownership reform on the maintenance and appreciation of state-owned assets and the regulatory role of national audit, which shows that the mixed ownership reform has made phased progress as a whole. Compared with monopoly state-owned enterprises, the mixed ownership reform of competitive state-owned enterprises is much more effective. The research conclusion has certain enlightening significance for the effective promotion of the mixed ownership reform of state-owned enterprises.

**Key Words:** mixed ownership reform; national audit; maintenance and appreciation of state-owned assets value; resource allocation; economic system reform