

“耐心资本”何以助推国企聚焦主业？

——基于“国家队”持股的研究

杨兴全, 刘 颖

(石河子大学 经济与管理学院, 新疆 石河子 832000)

[摘 要]在优化国有经济布局、培育发展新质生产力的背景下,探究作为“耐心资本”重要形式的“国家队”持股对国企聚焦主业的内在机理及影响效应,具有重要的时代价值与意义。基于 2015—2023 年沪深 A 股国有企业样本,探讨“国家队”持股对国企聚焦主业的影响,发现“国家队”持股对国企聚焦主业起到了显著推动作用,且这一影响在商业类国企、中央企业、高管晋升预期较高以及股权制衡度较低的情境下表现得更为突出。机制检验结果表明,“国家队”持股能够通过发挥减负优化效应与治理优化效应,进而促进国企聚焦主业。细分持股类型研究发现,证金公司、汇金公司和中证金融资产管理计划持股在不同程度上能够促进国企聚焦主业。进一步分析的结果显示,“国家队”持股通过助推国企聚焦主业能够提升核心竞争力和实现价值增长。研究结论为理解“国家队”这一重要“耐心资本”提供了崭新视野,对推进国有资本战略调整、深化国资国企改革具有重要启示作用。

[关键词]耐心资本;国家队持股;国企聚焦主业;治理优化效应;高效价值增长;核心竞争力

[中图分类号]F275.5 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2025)04-0061-13

一、引言

党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》指出,高水平社会主义市场经济体制是中国式现代化的重要保障。作为承载国家战略使命的特殊市场主体,国有企业既肩负着保障国民经济稳定运行的经济职能,又承担着巩固社会主义制度根基的政治属性,在构建现代化经济体系中起有不可替代的支柱作用。当前阶段,国有企业面临源于“政治观”导向的政府干预以及基于“经理人观”的所有者缺位问题^[1],导致其因过度多元化经营而陷入“折价”困境,并衍生出一系列代理冲突,阻碍其“顶梁柱”作用的发挥。为破解这一发展困局,推动国有企业聚焦主业成为中央层面的重要部署方向。2020 年以来,《政府工作报告》中多次提及“聚焦主责主业”,以此凸显其重要现实意义。2023 年,国务院国资委党委在扩大会议上强调,国资央企应坚守主责主业,严格把控增量业务,围绕企业产业特性和主业需求,稳妥发展配套金融业务。在实践方面,众多央企通过出让银行、券商等金融资产股权,以实际行动推动业务向本源回归。例如,中国保利集团有限公司旗下保利南方集团有限公司和保利投资控股有限公司于 2024 年 7 月通过广州产权交易所挂牌转让广州保利小额贷款股份有限公司 100% 股权,转让底价为 2.81389 亿元^①。由此可见,强化主业聚焦、提升发展效能不仅是国有企业破解代理冲突困局、实现高质量发展的必然选择,而且是落实党中央战略部署、服务中国式现代化全局的适时之举。

国企聚焦主业、实施归核重构以提升核心竞争力、实现高效价值增长的过程,往往依赖于长期价值投资的支撑,而传统融资方式不仅难以适配长期、大规模资金需求,而且交易成本较为复杂^[2]。对于国有企业而言,其融资结构存在总量滞后于实体经济发展需求,且以债权融资为主、股权融资占比较少的问题^[3]。这种融资结构导致企业资产负债率过高,加剧了资产负债表的脆弱性,成为制约聚焦主业发展的重要障碍。相较于债权融资等传统范式,耐心资本可以通过股权直投方式进行战略配置,其制度性优势体现在秉持长期价值导向、具备跨周期风险耐受特征、注重企业内生增长动能培育三个方面^[4]。这种资本形态在提升直接融资比重方面具有独特功能

[收稿日期]2024-10-25

[基金项目]国家社会科学基金重大项目(24&ZD083);国家自然科学基金项目(72372108、72062027)

[作者简介]杨兴全(1969—),男,甘肃古浪人,石河子大学经济与管理学院/公司治理与管理创新研究中心教授,博士生导师,博士,从事公司财务与公司治理研究;刘颖(1998—),男,重庆人,石河子大学经济与管理学院博士研究生,从事公司财务研究,E-mail:1506686542@qq.com。

①消息来源于 https://cj.sina.com.cn/articles/view/6213020380/172532adc00101bw96?finpagefr=p_104。

属性,其低流动性偏好与资本回报周期延展性特征不仅有效规避了市场短期波动干扰,而且通过突破财务收益即时性约束,构建起了资本要素与实体经济发展的长效协同机制。2024年4月召开的中央政治局会议强调,“要积极发展风险投资,壮大耐心资本”。党的二十届三中全会进一步部署构建资本市场内在稳定性长效机制,并要求规范发展天使投资、风险投资等多元资本形态以服务实体经济。在此背景下,作为“耐心资本”的核心载体,“国家队”机构持股基于长期视角锚定战略投资领域,根据宏观经济政策实施动态优化配置,秉持长期价值投资理念并延长注资周期,形成助推国企主业聚焦的战略性资本协同机制。那么,“国家队”持股作为重要的耐心资本持仓,在通过改变非理性市场预期^[5]、恢复市场参与者信心^[6]、引导整体资本市场提质增效的同时,何以助推国企聚焦主业?具体来讲,一方面,“国家队”所持耐心资本能够发挥重要的减负优化作用,通过构建多元化股权制衡结构,缓解地方政府单一控股引致的行政干预,防止地方政府的“一股独大”现象,形成新型政企治理博弈机制,推动非核心资产战略性剥离,强化主营资产重组整合,继续深耕主业。另一方面,“国家队”持股能够发挥治理优化效应,抑制国有管理者利用多元化短视目标攫取私利的行为,引导国企优化长期投资导向,促进主业做强做专。

本文的研究价值主要体现在:第一,基于“耐心资本”维度拓展了“国家队”持股的研究范畴。现有文献大多基于“国家队”持股作为“市场救市者”“市场稳定器”的角色,研究其对资本市场的“托底”功能^[5-7]。一些关注“国家队”持股治理功能的文献,也多聚焦于通过治理机制研究企业创新^[8]、经营风险^[9]、投资决策^[10]等结果变量,而忽视了“国家队”持股作为耐心资本这一重要角色,且对国企聚焦主业的相关研究非常有限。本文将具有长期导向和治理作用的“国家队”持股置于“耐心资本”框架内,分析其对国企聚焦主业的影响效应与内在机制,为理解“国家队”持股的经济效应提供新的洞见。第二,构建“国企聚焦主业”的测度指标。尽管国企聚焦主业的战略选择在政策层面已彰显其重要意义,但在学术研究中尚缺乏系统、科学的量化评估,特别是多数实证研究聚焦多元化经营的逆向分析^[11-12],难以全面捕捉企业强化主业过程中的创新能力培育与技术壁垒构建的动态调整。本文从主业专长和主业相关投资视角科学识别“国企聚焦主业”,为深化国资国企改革相关研究奠定基础。第三,基于国有企业研究视角,系统考察“国家队”持股对国企聚焦主业的影响。既有研究表明,相较于非国有企业,国有企业在国民经济中占据重要地位,承担着特殊的政治责任和社会责任^[13]。本文深入探讨“国家队”持股如何影响国有企业聚焦主业,揭开其背后的“理论黑箱”,成为深化国有企业改革研究的重要课题。

二、文献回顾

(一)“国家队”持股的背景及影响

全球资本市场爆发过多次系统性市场风险,包括2000年互联网泡沫破灭、2008年金融危机和2010年美国“闪崩”等事件,各国政府通过采取各种直接或间接措施对金融市场进行“救市”。2015年我国资本市场发生了惨烈的股灾事件,这导致2015年6月至9月沪深两市总市值从71.16万亿元骤降至46.88万亿元,市值蒸发幅度达34.1%。在此背景下,由证金公司、中央汇金、证金资管、外汇局投资平台及证金定制基金构成的国家资本战略投资者应运而生,通过实施权益类资产配置操作来有效对冲市场流动性危机,抑制金融风险向实体经济传导的负外部性。

然而,机构投资者能否长期扮演好“市场稳定器”角色一直备受关注。许年行等研究发现,传统机构投资者持股会提高股价崩盘风险^[14]。关于“国家队”持股在稳定资本市场方面的重要作用,学术界也展开了大量研究。从“救市”效应来看,“国家队”持股对增强参与者信心、提升股票流动性具有重要作用^[6],并能发挥信号传递作用,弱化投资者的信息劣势,降低企业与投资者、其他企业、金融机构等之间的信息不对称程度^[15],稳定危机时期股票市场的异常波动^[5];Cheng等^[16]研究指出,“国家队”持股的影响具有鲜明的时效性特征,随着时间的推移,“国家队”持股原先显著的“救市”效应逐渐减弱,其治理功能的重要性则日益凸显。从治理功能来看,杨兴全和杨征^[17]研究发现,“国家队”持股能够通过发挥风控促融效应和治理优化效应,弱化金融资产配置的“蓄水池”动机,抑制高管利用自由裁量权通过金融资产配置攫取私利,进而促进实体企业“脱虚向实”;另有学者研究发现,“国家队”持股能够通过发挥有效治理作用降低企业风险^[9],促进技术创新^[8]。

(二)国企聚焦主业的影响因素

在深化国资国企改革进程中,推动主业聚焦、强化企业核心竞争优势、实现高质量发展已成为关键战略选

择。聚焦主业与多元化战略作为企业发展的两大核心路径选择,其战略配适性决策构成公司治理效能提升的重要命题。对于国企业主业聚焦战略而言,国企聚焦主业旨在响应国家战略需求、适应市场发展趋势和企业自身实际情况,围绕核心业务、核心专长、核心市场、核心客户,剥离非主营业务,集中资源促进主业回归、重构与整合^[18],提高核心竞争力,实现高效价值增长。在公司治理视角下,杨兴全和张记元^[11]通过验证连锁股东发挥的是归核效应还是扩张效应,刻画了连锁股东的治理优化作用,缓解了企业“多元化折价”问题,发现存在委派董事的企业其归核效应更为凸显,这与曹丰和谷孝颖^[19]的研究相互印证,即非国有股东委派董事能够有效改善主业经营绩效,进而抑制国企对金融资产的过度投资倾向。在外部环境方面,金融科技^[20]、业绩考核制度^[12]被视为促进实体企业发展的关键因素。

综上,从“国家队”持股的救市功能和治理功能来看,现有文献大多聚焦企业财务价值最大化目标下的同质化研究,而忽略了两个重要视角:一方面,“国家队”持股在出资主体、成立目标、投资目的及方式等方面体现出“耐心资本”的核心特征,而现有研究在探讨其经济后果时未能充分考虑“国家队”持股作为“耐心资本”重要形态的具体持股特征以及影响;另一方面,国企聚焦主业的战略选择特别强调长期价值投资的重要性。“国家队”持股作为重要的耐心资本形式,以其长期投资、容忍较长回报周期、关注投资对象长期增长潜力的特点,为国企聚焦主业提供了关键投资“合力”,但鲜有研究关注两者之间的关联性,这为本文研究提供了契机。

三、理论分析与研究假设

聚焦主业是企业做强做优做大的必然要求,也是提升核心竞争力的关键战略选择。杨兴全^[1]研究指出,国企业主业聚焦程度与制度环境紧密关联,尤其受制于内部股权结构、政府政策行为、投资者保护机制等因素。本文从“政治观”与“经理人观”双重代理问题的交织作用视角切入来构建理论分析框架,深入探究“国家队”持股对国企聚焦主业的作用逻辑与优化机制。

(一) 减负优化效应

“政治观”认为,国企“多元化折价”问题源于行政干预的困境,地方政府在履行经济治理职责时,受制于垂直考核体系下的政绩竞赛压力,形成经济增长目标纵向传导的“棘轮效应”,诱发地方政府间围绕经济指标展开策略性竞争博弈。具体来说,国有企业作为地方政府牢牢掌控的重要经济资源,地方政府为了追求多重政治目标,利用对属地国企的控制权优势,驱动其开展非主业多元化投资,以实现多重政策目标,直接干预国企资源配置,将资金引导至政府偏好的政策项目。这种行政干预模式引致企业资源配置呈现出政绩导向型特征,造成企业核心能力建设的资源被“挤出”,抑制内生竞争力培育机制的形成。另外,由于缺乏有效机制将市场经营与政府干预相分割,因此政企权责边界模糊化,形成政府绝对控股的路径依赖。虽然国企内部已构建了股东大会、董事会和监事会等法定治理架构,但治理权行政化嵌入体现在国有股权的意思表达与高管任免权上,使得国企仍面临业务领域宽泛、投资范围过于庞大、业务资源不足等挑战,被迫承担诸多与主业不符的社会职能和政策性负担,导致其难以集中精力聚焦主业。“国家队”持股通过耐心资本注入能够发挥经营目标净化效应,实现功能性负担缓释与核心资源再聚焦,突破双重制度约束。一方面,在国有企业中,“国家队”作为外部机构投资者,凭借其雄厚的耐心资本和专业风险投资能力,秉持价值投资理念,实施长期投资策略,以平滑短期收益波动。“国家队”对国企持股比例越高,越有可能成为国企外部资金的重要来源,能够有效降低国企对政府直接补贴或政策性贷款的依赖度,减轻政府为实现政治目标而向国企施加的压力,促进国企剥离不具备竞争优势、缺乏发展潜力的非主业、非优势业务,进而突出并重构核心业务,增加主业研发投入,最终实现主业质量的强化与精进;另一方面,“国家队”持股通过获得国企股权,构建了多个大股东共同参与、分享国企控制权的股权制衡机制,有效扭转了地方政府“一股独大”的局面,对国企中的政府股权与资本形成制衡与博弈效应,减轻了国企的政治性负担,推动国企剥离过度多元化以及非主营业务,使其更专注于深耕并强化主营业务。

(二) 治理优化效应

从“经理人观”视角来看,薪酬管制和所有者缺位为管理层实施无序多元化战略提供了机会。具体而言,薪酬管制导致国企经理人薪酬与企业绩效、市场价值的关联性被削弱,使得管理层难以通过深耕主业获得市场化回报,转而倾向于通过多元化扩张寻求控制权收益的补偿^[21],如扩大企业规模以提升个人声望、增加可支配资源、构建职业晋升的“业绩泡沫”等。因所有者缺位而形成的治理“真空”,使得作为实际控制人的管理层缺乏来

自产权层面的有效监督制衡,委托代理关系中的信息不对称问题被放大。在国有资产出资人代表未能充分履行监督职责的情况下,董事会、监事会等内部治理机构容易出现功能虚化问题,难以对管理层的战略决策形成实质性约束,从而造成国企内部管理缺乏有效监督,在职位未调整的情况下,叠加高管在控股公司及上市公司交叉任职现象^[22],加剧了由内部治理问题引发的国企经理人多元化扩张行为,滋生出不利于深耕主业的治理环境。“国家队”所持耐心资本可以通过治理优化效应来抑制国企管理者基于多元化短视目标攫取私利的行为,进而引导国企优化长期投资导向,提升国企主业竞争力。其一,“国家队”持股充当国企长期机构投资者的角色,能够为管理层深耕主业提供更大的容错机制和风险容忍度,克服原本“薪酬管制”所导致的短期业绩对管理者薪酬和任免的局限,从而促使高管将研发注意力转向具有长期收益的主业项目,采取更具“战略性”的聚焦主业策略。其二,“国家队”持股资金投入往往呈现出范围广、交易金额大、持有时间长等特征,同时具备国家信用背书的功能^[17],可能被投资者视为“风向标”,从而会引起更多媒体和分析师的关注,强化外界对企业内部人机会主义行为的约束,抑制管理层通过多元化扩张业务来谋取个人私利的代理动机,并促使其减少非主业领域的资源错配,主动将战略重心转移至核心业务的深耕与创新,进而实现聚焦主业。其三,“国家队”持股能够充分发挥天然的信息搜集与研判能力,了解各行业的现状和发展动态,较为客观地掌握行业发展的优势和不足。尤其是国有企业,“国家队”持股对其公开披露数据表现出更为严格的监督效应^[23],进一步抑制了国企高管的盈余操纵行为,以对冲“所有者缺位”风险,打破国企“多元化折价”困局,从而促使国企聚焦主业,持续提升核心竞争力,实现高效价值增长。

综上所述,“国家队”持股能够发挥减负优化效应和治理优化效应,从而促进国企聚焦主业,因此本文提出假设 H1。

H1:“国家队”持股能够促进国企聚焦主业。

四、研究设计

(一)数据来源与选择

本文选取 2015—2023 年沪深 A 股国有企业作为初始研究样本。样本处理过程如下:删除金融业、保险业的样本观测值;剔除 ST、*ST 类及数据缺失的样本;剔除上市年限不足三年的观测值。经筛选,本文共获得 6823 个企业-年度观测值。“国家队”持股数据来自 Wind 数据库,国企聚焦主业数据来自 CNRDS 数据库,其余企业、行业层面数据来自国泰安数据库。为避免极端值的影响,本文对连续变量在上下 1% 水平上进行缩尾处理。

(二)模型设计与变量定义

为验证“国家队”持股与国企聚焦主业之间的关系,本文构建如下回归模型:

$$SOE_F1/SOE_F2_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NAP_{it} + CONTROLS_{it} + \alpha_2 IND + \alpha_3 (YEAR \times PROVINCE) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, i 代表企业, t 代表年份, NAP_{it} 表示 t 年“国家队”持有 i 上市国有企业股票比例, SOE_F_{it} 表示 t 年 i 国企聚焦主业水平(包括 SOE_F1 和 SOE_F2), $CONTROLS_{it}$ 代表控制变量的集合, IND 、 $YEAR$ 、 $PROVINCE$ 分别代表行业、年份和省份固定效应, ε_{it} 为随机扰动项。为缓解回归误差的自相关性,本文在企业层面进行聚类。

1. 被解释变量:国企聚焦主业(SOE_F)

聚焦主业并非意味着盲目打破企业的多元发展格局^[24],而是将企业的战略重心转移至主业专长,提高有效投资质量,以此增强主业的创新能力和竞争壁垒,实现更加稳健和高效的价值增长。国企的主业投资方向直接反映其在主业领域的投资力度与战略意图,有助于企业聚焦熟悉行业与领域,降低经营风险、减少交易成本和实现规模经济,从而持续深化主业布局。因此,本文从主业专长(SOE_F1)和主业股权投资(SOE_F2)两个视角刻画国企聚焦主业。对于主业专长(SOE_F1)的衡量,借鉴杨兴全等^[24]的研究方法,本文采用主业相关专利分类号统计数量加 1 取自然对数进行测度。具体步骤如下:首先,基于《国际专利分类与国民经济行业分类参照关系表(2018)》,梳理与国民经济行业前两位代码匹配的国际专利分类号体系;其次,通过 CNRDS 数据库获取每家国企发明专利申请的详细数据,鉴于单个专利可能对应多个分类号并关联不同行业领域,我们依据预构建的“国民行业-专利分类号”映射表,识别属于企业主营业务范畴的细分专利分类号,以此数量加总后加 1 取对数再乘以 0.1 测度主业专长(SOE_F1),这一比值越大,意味着主业专长能力越强,国企聚焦主业程度越高。对于主业股权投资(SOE_F2)的测度,本文计算与国有企业经营范围相似的长期股权投资明细企业的投资总额作为衡量指

标。具体地,我们以 CSMAR 数据库中长期股权投资明细数据作为原始数据来源,人工整理投资标的企业的经营范围^①,借鉴刘园园和蔡贵龙^[25]的研究方法,对国企自身经营范围和长期股权投资明细企业经营范围进行分词,采用 Python 计算分词的平均向量,进而根据 TF-IDF 加权方法计算经营范围余弦相似度,以高于余弦相似度中位数的明细投资项目的投资总额加 1 取对数再乘以 0.01 测度主业股权投资(*SOE_F2*),以此表征国企聚焦主业,这一指标值越大,说明主业相关股权投资越多,国企聚焦主业程度越高。

2. 解释变量:“国家队”持股(*NAP*)

根据 Wind 数据库的统计,“国家队”持股主要包括中国证金持股、中央汇金持股、中国证金资管持股、外管局旗下投资平台持股和中国证金定制基金持股。参照现有研究,本文主要采用“国家队”持股数量占国有企流通股股数的比例来衡量“国家队”持股(*NAP*)。

3. 控制变量

本文参照杨兴全等^[1]和李志生等^[6]的研究,从企业的财务特征、治理情况等多维度考虑影响国企聚焦主业的因素。控制变量包括企业规模(*SIZE*,企业员工人数的自然对数)、资产负债率(*LEV*,年末总负债与年末总资产的比值)、净资产收益率(*ROE*,净利润与所有者权益的比值)、企业年龄(*AGE*,上市年限加 1 取自然对数)、企业成长性(*GROWTH*,本年营业收入与上一年营业收入的比值减 1)、行业特征(*INDC*,国企处于垄断行业赋值为 1,否则为 0^②)、应收账款占比(*REC*,应收账款净额与总资产的比值)、是否为“四大”(*BIG4*,由四大事务所审计取值为 1,否则为 0)、无形资产占比(*IAR*,无形资产净额与总资产的比值)、股权集中度(*TOP1*,第一大股东持股数量与总股数的比值)。

(三)描述性统计

2015—2023 年核心变量的描述性结果如表 1 中 Panel A 所示。国企聚焦主业 *SOE_F1* 和 *SOE_F2* 的均值分别为 0.2313 和 0.1457,说明国企仍需进一步提升自身主业聚焦程度;“国家队”持股(*NAP*)的均值为 0.0130,最小值为 0.0000,最大值为 0.2191,表明“国家队”持股比例在不同国有企业之间存在较大差异。Panel B 列示了模型(2)中关键变量的描述性统计结果,*TREATPOST* 的均值为 0.3914,说明长期受“国家队”持股影响的企业占 39.14%;其余变量的结果与 2015—2023 年的统计分析保持一致。

表 1 核心变量的描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Panel A 变量的描述性统计结果(2015—2023 年)						
<i>SOE_F1</i>	6823	0.2313	0.1876	0.0000	0.2197	0.6542
<i>SOE_F2</i>	5659	0.1457	0.0815	0.0000	0.1804	0.2357
<i>NAP</i>	6823	0.0130	0.0247	0.0000	0.0000	0.2191
<i>SIZE</i>	6823	8.3951	1.2375	4.3567	8.3687	11.1489
<i>LEV</i>	6823	0.5019	0.1935	0.0487	0.5090	0.9343
<i>ROE</i>	6823	0.0436	0.1580	-2.1749	0.0603	0.4179
<i>AGE</i>	6823	2.8166	0.4683	1.3863	2.9444	3.5264
<i>GROWTH</i>	6823	0.3234	0.7414	-0.6719	0.1265	4.4261
<i>INDC</i>	6823	0.1244	0.3301	0.0000	0.0000	1.0000
<i>REC</i>	6823	0.1103	0.0995	0.0000	0.0840	0.5065
<i>BIG4</i>	6823	0.1134	0.3172	0.0000	0.0000	1.0000
<i>IAR</i>	6823	0.0519	0.0605	0.0000	0.0336	0.3428
<i>TOP1</i>	6823	0.3791	0.1490	0.0806	0.3613	0.7429
Panel B 变量的描述性统计结果(2010—2023 年)						
<i>SOE_F1</i>	9454	0.2205	0.1802	0.0000	0.2079	0.6418
<i>SOE_F2</i>	7697	0.1390	0.0841	0.0000	0.1772	0.2344
<i>TREATPOST</i>	9454	0.3914	0.4881	0.0000	0.0000	1.0000
<i>TREAT</i>	9454	0.5531	0.4972	0.0000	1.0000	1.0000

五、实证结果与分析

(一)“国家队”持股对国企聚焦主业的基准回归

为验证“国家队”持股对国企聚焦主业的影响,本文利用模型(1)进行回归分析,结果见表 2。由列(1)和列(3)所知,在未加入控制变量的情况下,*NAP* 的系数分别为 1.4122 和 0.4092,均在 1% 水平上显著为正;进一步地,列(2)和列(4)加入控制变量后,*NAP* 的系数分别为 0.5026 和 0.2524,且均在 1% 水平上显著为正。就 OLS 模型的经济意义而言,以列(2)和列(4)为例,“国家队”持股标准差每增加 1 单位,被投资国企的主业相较于平均值分别提升 5.37% ($0.5026 \times 0.0247 / 0.2313$) 和 4.28% ($0.2524 \times 0.0247 / 0.1457$)。因此, H1 得以验证,“国家队”持股能够显著提升国企的主业专长和主业相关股权投资,促使资源向主业回归、重构和整合,产生主业聚焦效应。

①由于股权投资的明细项目企业大多为非上市企业,因此本文采用天眼查、企查查以及 Wind 数据库企业查询功能等手工查询企业经营范围。

②参照杨兴全等^[1]的做法,以证监会 2012 年行业划分标准为基础,将 B07、C16、C25、D44、D45、D46、G53、G55、G56、G60、I63 作为垄断行业,其余行业为竞争行业。

前文通过平均效应考察了“国家队”持股对国企聚焦主业的影响,为了更直观地揭示两者之间的因果关系,本文将观测窗口向后扩展至 2010 年,通过比较处理组(持股企业)与对照组(未持股企业)的主业聚焦动态,进一步解析“国家队”介入的政策传导作用。因此,本文构建多期双重差分模型(2)。

$$SOE_F1/SOE_F2_{it} = \beta_0 + \beta_1 TREATPOST_{it} + CONTROLS_{it} + \beta_2 IND + \beta_3 (YEAR \times PROVINCE) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, $TREATPOST$ 为虚拟变量,由政策冲击变量 $POST$ 与实验组虚拟变量 $TREAT$ 的乘积构成,表示企业 i 在 t 年首次被“国家队”持股, t 年及以后年份取值为 1,否则为 0; $POST$ 表示样本期间内首次持股且以后年度持续持有,赋值为 1,否则为 0; $TREAT$ 表示国有企业在样本期间内被“国家队”持股,赋值为 1,否则为 0;其余变量定义与前文保持一致。结果如表 3 列(1)和列(2)所示, $TREATPOST$ 的系数分别为 0.0157 和 0.0155,且在 5% 和 1% 水平上显著,这进一步说明“国家队”持股能够促进国企聚焦主业专长,引导其优化长期主业投资导向。

构建双重差分模型的一个重要前提是需要满足平行趋势检验要求,本文以政策前一期作为基期,构建模型(3)进行验证。

$$SOE_F1/SOE_F2_{it} = \gamma_0 + \sum_{-6, k \neq -1}^8 \gamma_k T_k + CONTROLS_{it} + \gamma_1 IND + \gamma_2 (YEAR \times PROVINCE) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, T 为表征“国家队”持股($TREATPOST$)的虚拟变量, T 的下标为正表示试点政策实施之后年份,为负表示为政策实施之前年份,为 0 表示政策实施当年。由此,本文绘制图 1(a) 和 1(b),试点前第 6 期至政策实施前 1 期的系数在 95% 置信区间内均不显著异于 0,说明事前平行趋势假说成立。而且,在政策实施后 8 期,显著性水平逐渐增强,其中 SOE_F1 的平行趋势检验结果表明存在一定滞后性,意味着“国家队”持股打造国企主业专长并不是立竿见影的,而是需要经过一段时间后才能逐渐显现,这与实际情况保持一致;从 SOE_F2 的平行趋势检验结果来看,“国家队”持股对主业相关股权投资表现出较为直接的作用效果。

另外,由于现实情况中“国家队”持股可能受到各类不可观测因素的综合影响,导致国企聚焦主业的效果发生偏差,研究结论可能并非完全由“国家队”持股所致。为增强研究结论的稳健性与科学性,尤其是应对潜在不可观测因素的随机性干扰,本文采用安慰剂检验法,通过对交互项随机抽取 1000 次,检验随机生成系数与真实系数是否存在差异。随机抽取的回归结果(未列示,备索)集中分布于 0 附近,且呈正态分布,与真实回归系数和 t 值差异显著,从而排除了其他不可观测因素对研究结论的干扰。

为缓解多期双重差分的异质性处理效应对所得结论的影响,本文采用以下两种方法进行检验:(1)双重机器学习

表 2 “国家队”持股与国企聚焦主业的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	SOE_F1	SOE_F1	SOE_F2	SOE_F2
NAP	1.4122 *** (8.354)	0.5026 *** (3.842)	0.4092 *** (4.512)	0.2524 ** (2.460)
$SIZE$		0.0493 *** (14.064)		0.0120 *** (5.298)
LEV		0.0056 (0.297)		0.0162 (1.199)
ROE		0.0419 *** (2.953)		-0.0003 (-0.039)
AGE		0.0159 ** (2.223)		0.0007 (0.155)
$GROWTH$		0.0097 *** (3.177)		0.0049 ** (2.483)
$INDC$		-0.0363 (-1.165)		-0.0114 (-0.746)
REC		0.0555 (1.399)		-0.0377 (-1.563)
$BIG4$		0.0281 ** (2.293)		-0.0083 (-1.083)
IAR		-0.0454 (-0.983)		-0.0806 ** (-2.009)
$TOP1$		0.0551 ** (2.402)		-0.0084 (-0.507)
IND	控制	控制	控制	控制
$YEAR \times PROVINCE$	控制	控制	控制	控制
$-cons$	0.2130 *** (54.053)	-0.2653 *** (-8.584)	0.1399 *** (55.307)	0.0420 * (1.944)
N	6823	6823	5659	5659
$Adj. R^2$	0.5633	0.6580	0.0906	0.1183

注:***、**、* 分别代表在 1%、5% 和 10% 水平上显著,括号内为 t 值,标准误经过公司层面聚类调整。下同。

表 3 双重差分和双重机器学习检验结果

变量	多期双重差分		双重机器学习	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	SOE_F1	SOE_F2	SOE_F1	SOE_F2
$TREATPOST$	0.0157 ** (2.492)	0.0155 *** (3.256)	0.0252 *** (8.996)	0.0195 *** (8.567)
$CONTROLS$	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制
$YEAR \times PROVINCE$	控制	控制	控制	控制
$-cons$	-0.2355 *** (-8.004)	0.0360 * (1.731)	-0.0014 (-1.581)	-0.0050 *** (-6.422)
N	9454	7697	9454	7697
$Adj. R^2$	0.6279	0.1328		

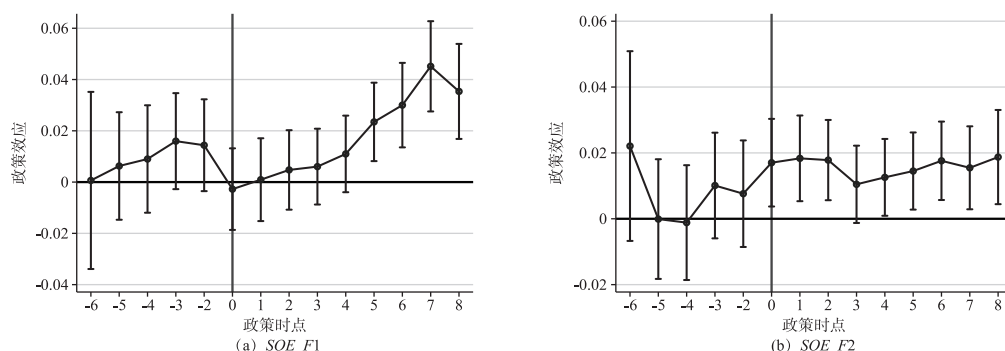


图 1 平行趋势检验

习(DML)。借鉴 Chernozhukov 等^[26]发展的双重机器学习方法对模型进行重新估计,以缓解传统线性回归模型潜在的内生性问题。相较于传统因果推断模型,双重机器学习方法在变量筛选和处理非线性数据上的优势能够有效缓解“维度诅咒”和多重共线性问题,显著降低因控制变量选择受限导致模型误设而引发的核心参数估计偏误。因此,本文基于随机森林算法构建双重机器学习模型,对“国家队”持股与国企聚焦主业的影响进行再估计,结果见表 3 列(3)和列(4), $TREATPOST$ 的系数在 1% 水平上均正向显著。(2)多期双重差分法的固定效应估计存在时间异质性偏差,较早纳入处理组的样本会成为较晚处理样本的控制组,从而导致控制组代表性不足并引发估计偏差。为此,本文采用两类“异质性-稳健”估计量进行检验。第一,组别-时期平均处理效应测算,基于 Sun 和 Abraham^[27]构建的异质性处理效应稳健估计量,分别得到 ATT 值为 0.0192 和 0.0164,且在 1% 显著性水平上通过检验;第二,计算插补估计量,参照相关研究^[28],通过插补反事实结果构建稳健的处理效应估计量,得到 ATT 值为 0.0216 和 0.0150,且在 1% 水平上显著。由此可见,前文的 DID 估计可能存在的偏误并不严重,研究结论较为可靠。

(二) 稳健性检验

1. Heckman 检验

“国家队”在持股标的选择上可能存在政策导向,倾向于选择在某些领域具有“专长”的国有企业,由此可能给本文的研究结论带来偏倚。为控制这类潜在的自选择问题,本文采用 Heckman 两阶段回归方法进行验证。在第一阶段,进行 Probit 回归,其中因变量(NAT , 国企被“国家队”持股赋值为 1, 否则为 0)在控制企业规模、资产负债率、净资产收益率、股权集中度、无形资产占比等协变量的基础上,引入工具变量($meanNAP$, 同行业、同年份“国家队”持股的均值)进行 Probit 回归,计算得出逆米尔斯比率 IMR , $meanNAP$ 的回归系数显著为正,符合预期。在第二阶段,将估算出的逆米尔斯比率 IMR 作为变量加入模型中,其他变量均与模型(1)保持一致,进一步考察在控制这一自选择偏差后,“国家队”持股对国企聚焦主业的影响,构建模型(4)如下:

$$SOE_F1/SOE_F2_{it} = \delta_0 + \delta_1 NAP_{it} + \delta_2 IMR + CONTROLS_{it} + \delta_3 IND + \delta_4 (YEAR \times PROVINCE) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

结果(未列示,备索)显示,在纳入 IMR 后, NAP 的回归系数仍正向显著,表明研究结论受样本选择偏差的干扰有限。

2. 解释变量滞后

一方面,尽管证据表明“国家队”持股对国企聚焦主业存在显著影响,但这种关系可能会受到反向因果关系问题的影响。也就是说,政府可能会有意持有那些具有特定特征国企的股票,即使这些企业的经营效率低下。另一方面,由前文平行趋势检验结果可知,“国家队”持股对国企聚焦主业的影响存在时滞效应。为了减轻这种担忧,本文分别对“国家队”持股变量进行滞后一期和滞后两期处理,结果(未列示,备索)显示, $L1.NAP$ 和 $L2.NAP$ 的系数至少在 5% 水平上显著为正,说明研究结论具有稳健性。

3. 考虑变量数据分布

本文采用主业相关专利分类号数量(SOE_F1)和主业相关股权投资(SOE_F2)衡量国企聚焦主业,两个指标均不可避免地存在大量零值,鉴于被解释变量的数据分布特征,本文采用零膨胀泊松模型进一步检验“国家队”持股对国企聚焦主业的影响。此外,由于主业专长和主业相关投资存在左侧截断(下限为零)情况,因此本文采用受限因变量模型(Tobit 模型)进行回归分析。结果(未列示,备索)显示, NAP 的系数至少在 5% 水平上显著为正,与基本回归结果保持一致。

4. 其他稳健性检验

第一,替换国企聚焦主业的测度指标。国资委 2023 年 6 月印发的《国有企业参股管理暂行办法》要求国企退出低效无效参股股权,以扭转过度多元化经营带来的“折价”困境和代理冲突。公司多元化经营也可能被视为代理问题的表现,即经理人通过牺牲股东利益来扩大公司规模和经营范围以追求个人利益。因此,本文借鉴已有研究^[19],将存在资产剥离且伴随多元化水平下降(SOE_F3)的企业赋值为 1,否则为 0。结果(未列示,备索)显示, NAP 的系数显著为正,与基本回归结果一致。

第二,“国家队”持股的变量替换。我们先将“国家队”持股哑变量(NAT ,国企被“国家队”持股赋值为 1,否则为 0)和“国家队”增持哑变量(ΔNAT , t 年与 $t-1$ 年“国家队”持股比例的差额大于 0 取值为 1,否则为 0)作为“国家队”持股的衡量指标。另外,考虑到“耐心资本”表现为能够抵抗市场短期压力的债券或股权投资^[29]，“国家队”持股为“耐心资本”中机构投资者稳定股权的重要形式,而关系型债券投资(如银行贷款)也能够为企业提供长期稳定的资金保障,因此借鉴吴旻佳等^[29]的研究,本文采用上市公司长期负债(长期借款、应付债券、长期应付款等)占负债总额的比例衡量关系型债券投资(PC)。检验结果(未列示,备索)与基准回归保持一致。

第三,排除相关政策的干扰($POLICY$)。考虑到国企聚焦主业可能受到国务院国资委及地方国资委相关政策(如对国有企业进行主业核定)的影响,国企聚焦主业可能并非由“国家队”持股驱动,因此,本文手工筛选各省区市实施国企主业管理办法的时间,政策实施当年及之后年份赋值为 1,否则为 0,并对该变量进行控制。结果(未列示,备索)显示,在控制了相关政策的影响后, NAP 的系数仍至少在 5% 水平上显著为正,与基本回归保持一致。

六、机制检验及异质性分析

(一) 机制分析

根据前文理论分析,“国家队”持股能够通过发挥减负优化效应缓解国企政策性负担,通过发挥治理优化效应完善公司治理结构,进而推动国企聚焦主业。因此,本文进一步通过机制检验拓展“国家队”持股的“理论黑箱”研究边界,参照江艇^[30]的因果推断方法,构建模型(5)如下:

$$Machine_{it} = \rho_0 + \rho_1 NAP_{it} + CONTROLS_{it} + \rho_2 IND + \rho_3 (YEAR \times PROVINCE) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, $Machine_{it}$ 表示减负优化效应(以政策性负担和过度投资表征)和治理优化效应(以内部控制质量和公司治理指数表征),其余变量与基本回归一致。

1. 减负优化效应

基于“政治观”,国有企业面临的“多元化折价”困境主要源于政府干预,地方政府在经济发展过程中面临较大的政绩考核压力,倾向于通过推动国企实施多元化无序扩张战略来实现经济增长目标,使其承担过多与主业不符的社会职能和政策性负担。然而,“国家队”持股在国有企业中发挥了重要的减负作用,一方面,“国家队”作为拥有深厚耐心资本和专业风险投资能力的投资者,通过实施长期投资策略,降低了国企对政府直接补贴或政策性贷款的依赖,减轻了政府施加的政治压力,进而促使国企重构核心业务,提升主业质量;另一方面,“国家队”持股构建了股权制衡机制,有效扭转了地方政府“一股独大”的局面,进一步减轻了国企的政治性负担,使其能深耕并强化主营业务。

本文参照 Liao 等^[31]以及倪婷婷和王跃堂^[32]的研究,采用政策性负担($Burden$)和过度投资($Overinvest$)作为减负优化效应的代理变量。其中,政策性负担通过公式($Employees_{it} - Income_{it} \times IndEmployees_t / IndIncome_t$)/ $Employees_{it}$ 计算,其中 $Employees_{it}$ 表示企业当期雇员总数, $Income_{it}$ 为企业营业收入, $IndEmployees$ 和 $IndIncome$ 分别代表行业平均雇员人数与行业平均营收。过度投资的测度方法见模型(6):

$$INVEST_t = \varphi_0 + \varphi_1 GROWTH_{t-1} + \varphi_2 LEV_{t-1} + \varphi_3 ROA_{t-1} + \varphi_4 AGE_{t-1} + \varphi_5 SIZE_{t-1} + \varphi_6 INVEST_{t-1} + \varphi_7 IND + \varphi_8 YEAR + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

在模型(6)中, $INVEST_t$ 为企业当期固定资产原价与期初资产总额的比值; ROA_{t-1} 为 $t-1$ 期的总资产收益率; $INVEST_{t-1}$ 为 $t-1$ 期的固定资产投资,其余变量定义与模型(1)保持一致。当模型(6)中的残差 ε 大于 0 时, $Overinvest$ 取值等同于残差,以此衡量企业过度投资;当残差 ε 小于 0 时,意味着投资不足,则 $Overinvest$ 取 0。回归结果如表 4 列(1)和列(2)所示,表明“国家队”持股能够产生减负优化效应,进而对国企聚焦主业起到了显著推动作用。

2. 治理优化效应

基于“经理人观”，国企的薪酬管制和所有者缺位为管理层的无序多元化经营创造了动机和条件。薪酬管制的滞后和刚性使经理人难以获得市场化回报，而监督收益的非对称性削弱了监督动机，加剧了“内部人现象”，促使管理层追求政治升迁和短视的多元经营，阻碍了国企聚焦主业。“国家队”持股可以通过治理优化效应提升国企的容错机制和风险容忍度，引导高管转向经营长期收益项目，此外，“国家队”广泛、大额且持久的持股以及国家信用背书能够吸引媒体和分析师的关注，抑制管理层的机会主义行为，打破“多元化折价”困境，实现更加稳健和高效的主业价值增长。

本文参照韩国高等^[33]、方红星和金玉娜^[34]的研究，采用内部控制水平（*ICQ*，迪博内部控制指数加 1 取自然对数）和公司治理指数（*Govern*，选取董事持股比例、监事持股比例、领取薪酬的董事比例等 6 个指标，采用主成分分析法计算得到）进行测度。表 4 列（3）和列（4）展示了这一机制检验结果，*NAP* 的系数均在 10% 水平上显著为正，说明“国家队”持股能够提升内部控制质量和公司治理水平，进而促进国企聚焦主业。

（二）异质性分析

在对“国家队”持股与国企聚焦主业关系的研究中，本文基于制度环境与治理结构角度，选取国企功能定位、控制层级、高管晋升预期和股权制衡度四个异质性指标，力求从多个维度探讨两者之间的异质性关系。

1. 国企功能定位

国资委依据国有资本的特性和经营目标，将国企分为公益类和商业类两类，公益类国有企业承载社会服务供给功能，聚焦公共产品保障需求；商业类国企则直面市场竞争，在优胜劣汰的原则下独立经营，由市场决定其资源配置，这类企业的政治属性相对有限。分类监管制度通过重构功能边界，有效破解了我国国有企业多目标冲突的困境，形成与主业聚焦战略的协同。商业类国有企业的治理架构更趋于市场化，其董事会的决策核心作用和管理者的自主性较强，“国家队”持股发挥的市场稳定器功能与资本引导作用，正好契合商业类国企技术创新与品牌建设需求。因此，本文预期相较于公益类国企，“国家队”持股对商业类国企主业聚焦的传导效应更强。参照李钰和王平^[35]的研究，本文将国有企业划分为商业类和公益类，将涉及公共服务、民生保障和重要资源等相关行业的国企定义为公益类，其余国企为商业类。结果如表 5 中列（1）至列（4）所示，“国家队”持股对国企聚焦主业的作用在商业类国有企业中更为凸显。

表 5 异质性检验：国企功能定位和控制层级

变量	国企功能定位				控制层级			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>SOE_F1</i> 公益类	<i>SOE_F1</i> 商业类	<i>SOE_F2</i> 公益类	<i>SOE_F2</i> 商业类	<i>SOE_F1</i> 中央企业	<i>SOE_F1</i> 地方国企	<i>SOE_F2</i> 中央企业	<i>SOE_F2</i> 地方国企
<i>NAP</i>	0.3545 (1.623)	0.5582 *** (3.298)	0.1235 (0.939)	0.3093 ** (2.197)	0.6625 *** (2.671)	0.3318 ** (2.414)	0.3409 *** (3.024)	0.1733 (1.203)
<i>CONTROLS</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YEAR × PROVINCE</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	-0.3909 *** (-7.593)	-0.1939 *** (-4.916)	0.0242 (0.766)	0.0584 * (1.909)	-0.2886 *** (-5.116)	-0.2191 *** (-6.116)	0.1140 *** (3.276)	0.0096 (0.344)
N	2461	4333	2193	3425	2556	4243	1990	3646
Adj. R ²	0.6473	0.6507	0.1252	0.1150	0.6731	0.6541	0.1347	0.1224
组间系数差异	0.204 *		0.186 **		-0.331 **		-0.168 **	

2. 控制层级

在不同层级政府的控制下,中央企业和地方国有企业的经营目标与治理机制存在较大差异,由此“国家队”持股对国企聚焦主业的促进作用在两类企业中可能呈现显著不同。中央企业背靠国家政策支持,承载国家战略任务,其资源配置聚焦于具有宏观战略价值的领域,契合国家资本长期价值投资导向,形成政策支持与资本介入的正向反馈;而地方国企嵌入区域治理体系,受制于地方政府政绩驱动的干预,易陷入多元化扩张的代理冲突,导致“国家队”持股对国企聚焦主业的战略传导作用受阻。因此,本文根据国有企业的控制层级将样本划分为中央企业和地方国企,控制层级的异质性检验结果如表 5 中列(5)至列(8)所示,“国家队”持股的系数在中央企业组别中更显著,说明“国家队”持股所发挥的治理优化、减负优化效应更多作用于中央企业。

3. 高管晋升预期

在国企高管激励相容机制中,除了传统的薪酬激励外,晋升激励同样占据举足轻重的地位^[36]。晋升预期较低的高管因激励强度衰减,倾向于采取将有限资源分配至短期收益显现的多业务经营模式;相比较而言,晋升预期较高的管理者存在显著的政绩锦标赛效应,其战略选择更契合组织长期价值创造目标,能够有效抑制短期机会主义行为。“国家队”持股通过构建风险补偿机制与发挥政策信号传递功能,强化晋升预期较高群体的主业投入激励弹性,促进企业资源合理调配、政策引导和技术协同,从而对高管晋升预期较高的国企聚焦主业具有更为显著的促进作用。由于高管晋升预期会随着其年龄增长而逐渐减弱,并且国企业绩也是影响其晋升的重要因素,因此,本文将国企董事长或者 CEO 的年龄小于等于 55 岁赋值为 1,否则为 0,同时以净资产收益率的“行业-年度”中位数为标准划分 0-1 变量,将以上两个维度求和,和等于 2 意味着高管晋升预期高,晋升机会大,否则晋升预期较低。结果如表 6 中列(1)至列(4)所示,在高预期组别中,“国家队”持股的系数显著高于低预期组别,说明其激励效应在晋升预期驱动的治理情境中更加有效。

4. 股权制衡度

股权制衡度作为遏制大股东机会主义行为的重要方式,反映了企业对控股股东掏空行为的约束能力,合理的股权制衡结构有助于促进股东间利益的一致性。与股权制衡度较高的国企相比,股权制衡度较低国企的国有持股比例相对较高,在国企中的控制力和影响力更为显著,国有企业中的双重代理问题更为严重。换言之,可以直接买入股票的“国家队”兼具投资者和监管者双重身份,对股权制衡度更低的国企能够发挥更大的监督作用,缓解管理层代理问题,约束内部人的不当行为,从而促进国企聚焦主业,以实现稳健高效的价值增长。本文利用第二至第五大股东持股比例的和与第一大股东持股比例的比值衡量股权制衡度,以股权制衡度的年度中位数为标准划分为高、低两组。结果如表 6 中列(5)至列(8)所示,“国家队”持股对国企聚焦主业的影响作用在低股权制衡度样本中更大。

表 6 异质性检验:高管晋升预期和股权制衡度

变量	高管晋升预期				股权制衡度			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	SOE_F1 高预期	SOE_F1 低预期	SOE_F2 高预期	SOE_F2 低预期	SOE_F1 高制衡	SOE_F1 低制衡	SOE_F2 高制衡	SOE_F2 低制衡
NAP	0.5981 *** (2.992)	0.4144 *** (3.293)	0.3584 *** (2.793)	0.2155 * (1.887)	0.4041 ** (2.407)	0.5848 *** (3.428)	0.1246 (0.783)	0.3550 *** (3.333)
CONTROLS	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YEAR × PROVINCE	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-0.2682 *** (-6.895)	-0.2675 *** (-7.389)	0.0966 *** (3.175)	0.0124 (0.494)	-0.2835 *** (-6.815)	-0.2584 *** (-6.107)	0.0387 (1.410)	0.0234 (0.756)
N	2956	3469	2453	2846	3392	3406	2827	2802
Adj. R ²	0.6736	0.6495	0.1561	0.1158	0.6643	0.6659	0.1293	0.1607
组间系数差异	-0.184 *		-0.143 *		0.181 *		0.230 ***	

七、拓展性及经济后果分析

(一) 国家队持股类型

为深入分析“国家队”持股的不同类型对国企聚焦主业的差异化影响,本文进一步将“国家队”持股主体划

分为证金公司(NAP1)、汇金公司(NAP2)、中证金融资产管理计划(NAP3)、证金定制基金与外管局旗下投资平台(NAP4)等四个类型,分别与国企聚焦主业(SOE_F1 和 SOE_F2)回归。结果如表 7 列(1)至列(8)所示,证金公司(NAP1)、汇金公司(NAP2)、中证金融资产管理计划(NAP3)持股均显著提升了国企主业专长(SOE_F1),证金定制基金与外管局旗下投资平台(NAP4)持股对国企主业专长(SOE_F1)无显著影响;证金公司(NAP1)和汇金公司(NAP2)对国企主业相关股权投资(SOE_F2)的促进作用显著,且至少在 10% 水平上为正,而中证金融资产管理计划(NAP3)、证金定制基金与外管局旗下投资平台(NAP4)持股均无显著影响,可能的原因是:这两种类型的“国家队”持股在资本市场上扮演着“救市”角色,着重维护股市稳定和缓解资本市场的价格波动性,而对企业内部治理的作用较为有限。

表 7 “国家队”持股类型的影响

变量	(1) SOE_F1	(2) SOE_F1	(3) SOE_F1	(4) SOE_F1	(5) SOE_F2	(6) SOE_F2	(7) SOE_F2	(8) SOE_F2
NAP1	0.0085 ** (2.558)				0.0062 *** (3.463)			
NAP2		0.0059 * (1.813)				0.0047 * (1.774)		
NAP3			0.0069 *** (3.418)				0.0012 (0.664)	
NAP4				0.0117 (1.018)				0.0096 (1.499)
CONTROLS	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YEAR × PROVINCE	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-0.2665 *** (-8.595)	-0.2823 *** (-9.116)	-0.2760 *** (-8.933)	-0.2832 *** (-9.155)	0.0453 ** (2.069)	0.0336 (1.580)	0.0332 (1.557)	0.0322 (1.513)
N	6823	6823	6823	6823	5659	5659	5659	5659
Adj. R ²	0.6567	0.6554	0.6567	0.6549	0.1198	0.1158	0.1140	0.1143

(二)经济后果:核心竞争力和高效价值增长

“国家队”持股作为重要的“耐心资本”形式,能否通过促进国企聚焦主业,提升国企核心竞争力、实现高效价值增长仍有待验证,本部分将进一步剖析“国家队”持股通过促进国企聚焦主业所产生的经济后果。“国家队”持股能够通过集中在关乎国计民生的行业迎合国企主业聚焦的核心板块,将“国家队”持股的资源倾斜转化为有效供给,进一步发挥主业的资源聚集效应,提升国企核心竞争力,实现高效价值增长。基于此,本文参照戚聿东等^[37]的研究,利用 Python 提取 2015 年至 2023 年国有企业年报中“核心竞争力分析”的文本内容,根据 WinGo 平台生成“核心竞争力”的相似词典,以“核心竞争力”词频数量加 1 取自然对数来衡量核心竞争力(CORE_COM),并采用托宾 Q 值衡量国企高效价值增长(TobinQ),构建模型(7)如下:

$$CORE_COM/TobinQ_{it} = \omega_0 + \omega_1 (NAP_{it} \times SOE_F1/SOE_F2_{it}) + \omega_2 NAP_{it} + \omega_3 SOE_F1/SOE_F2_{it} + CONTROLS_{it} + \omega_4 IND + \omega_5 (YEAR \times PROVINCE) + \varepsilon_{it}$$
 (7)

结果如表 8 所示,SOE_F1 × NAP 和 SOE_F2 × NAP 的系数至少在 10% 水平上显著为正,说明“国家队”持股能够在促进国企聚焦主业的基础上显著发挥资源集聚作用,提升核心竞争力,实现国企高效价值增长。

八、结论与启示

本文以 2015—2023 年沪深 A 股国有企业作为初始样本研究发现,“国家队”持股对国企聚焦主业起到了显著推动作用。机制检验结果表明,“国家队”持股可通过发挥减负优化效应和治理

表 8 经济后果检验:核心竞争力和高效价值增长

变量	(1) CORE_COM	(2) CORE_COM	(3) TobinQ	(4) TobinQ
SOE_F1 × NAP	2.9899 * (1.676)		5.3168 * (1.747)	
SOE_F2 × NAP		12.1201 * (1.823)		18.5514 ** (2.146)
CONTROLS	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制
YEAR × PROVINCE	控制	控制	控制	控制
_cons	1.2707 *** (11.196)	1.2362 *** (10.227)	4.9954 *** (18.427)	4.8457 *** (16.882)
N	6765	5603	6750	5608
Adj. R ²	0.1036	0.1178	0.3910	0.4060

优化效应,显著促进国企聚焦主业发展;异质性分析发现,“国家队”持股对国企聚焦主业的影响作用在商业类国企、中央企业、高管晋升预期高以及股权制衡度较低的情境下更为凸显;进一步细分持股类型发现,证金公司、汇金公司和中证金融资产管理计划持股在不同程度上能够促进国企聚焦主业;经济后果研究发现,“国家队”持股能够通过促进国企聚焦主业,进而提升核心竞争力,实现高效价值增长。

本文的研究结论厘清了“国家队”持股对国企聚焦主业的内在机理,从国企聚焦主业角度为“国家队”持股的微观经营决策提供了新视角,得到如下政策启示:(1)强化“国家队”持股的长期持有价值,引导国企聚焦主业发展。政策制定者应该重视“国家队”持股作为耐心资本对中国式现代化下国有经济布局的重要战略性支撑作用,鼓励和引导全社会树立理性投资、价值投资、长期投资理念,从长期主义视角把握和处理好功能性与盈利性的关系,通过持股机制的设计和调整,引导国企资源向核心业务集中,从而推动国企实现高质量发展。(2)因企施策推进聚焦战略实施,释放“国家队”持股提升国企聚焦主业的潜力。一方面,对于不同类型的国企和控制层级,应根据其行业特点、市场环境和内部治理状况,灵活调整主业聚焦策略,因势利导,真正激发国有企业潜在动力;另一方面,国企应建立健全高管激励机制,将高管的职业发展与企业的主业发展紧密结合,形成利益共同体,激发管理层聚焦主业发展的积极性和创造力。同时,要积极探索“国家队”持股与股权制衡度相协调的发展机制,并充分发挥其对国企聚焦主业的提升效应。(3)国企应通过聚焦主业来强化核心竞争力,实现高效价值增长。国企应深刻认识到主业聚焦的重要性,将其作为实现价值增长和可持续发展的战略选择。在实践中,国企应坚守主业、精耕细作,不断提升核心竞争力,同时积极履行社会责任,塑造良好品牌形象,实现经济效益与社会效益的双赢。

参考文献:

- [1] 杨兴全,任小毅,杨征. 国企混改优化了多元化经营行为吗? [J]. 会计研究,2020(4):58-75.
- [2] 宋华,杨雨东,陶铮. 区块链在企业融资中的应用:文献综述与知识框架[J]. 南开管理评论,2022(2):34-48.
- [3] 冯娟. 基于价值规律的我国供给侧结构性改革研究[J]. 当代经济管理,2021(3):17-24.
- [4] Deeg R,Hardie I. What is patient capital and who supplies it? [J]. Socio-Economic Review,2016,14(4):627-645.
- [5] Li H,Liu K. China's national team: A game changer in stock market stabilization? [J]. Finance Research Letters,2024,61:104984.
- [6] 李志生,金凌,张知宸. 危机时期政府直接干预与尾部系统风险——来自2015年股灾期间“国家队”持股的证据[J]. 经济研究,2019(4):67-83.
- [7] 王雄元,何雨晴. 国家队持股、媒体报道与股市稳定[J]. 中南财经政法大学学报,2020(6):3-12,158.
- [8] 唐大鹏,王凌,江琳. 多个“国家队股东”与企业技术创新——基于准财政政策视角[J]. 财经问题研究,2023(1):85-96.
- [9] 文雯,胡慧杰,李倩. “国家队”持股能降低企业风险吗? [J]. 证券市场导报,2021(10):12-22,78.
- [10] 于雪航,方军雄. “国家队”持股与企业创新投资决策[J]. 国际金融研究,2020(8):87-96.
- [11] 杨兴全,张记元. 连锁股东与企业多元化经营:加速扩张还是聚焦主业[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2022(5):36-55.
- [12] 杨兴全,刘颖,杨征. 业绩考核制度能否促进中央企业突出主业? ——基于业绩考核制度第三次修订的准自然实验[J]. 投资研究,2021(12):52-75.
- [13] 何瑛,梁湘钊. 国有企业改革推进中国式现代化建设:理论逻辑、经验范式与实践路径[J]. 经济管理,2024(4):5-28.
- [14] 许年行,于上尧,伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. 管理世界,2013(7):31-43.
- [15] Jin L,Li Z,Lu L,et al. Does stock market rescue affect investment efficiency in the real sector? [J]. Journal of Financial Markets,2023,65:100859.
- [16] Cheng M,Jin L,Li Z,et al. The effectiveness of government stock purchase during market crash:Evidence from China[J]. Pacific-Basin Finance Journal,2022,71:101706.
- [17] 杨兴全,杨征. “国家队”持股能抑制企业“脱实向虚”吗? ——实体企业金融化视角[J]. 财经论丛,2022(12):59-69.
- [18] 彭睿,蔡好东,亚琨. 国有企业归核化与风险承担[J]. 会计研究,2020(7):104-118.
- [19] 曹丰,谷孝颖. 非国有股东治理能够抑制国有企业金融化吗? [J]. 经济管理,2021(1):54-71.
- [20] 杜金岷,韦施威,刘立夫. 金融科技促进了实体企业未来主业发展吗? [J]. 当代经济管理,2021,43(11):80-89.
- [21] 陈冬华,陈信元,万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究,2005(2):92-101.
- [22] 辛宇,吕长江. 激励、福利还是奖励:薪酬管制背景下国有企业股权激励的定位困境——基于泸州老窖的案例分析[J]. 会计研究,2012(6):67-75,93.
- [23] 黄灿,蒋青嬿. 股票流动性与企业绿色创新[J]. 中南财经政法大学学报,2024(4):70-82.
- [24] 杨兴全,张清燕,刘颖. 供应链金融能否促进企业聚焦主业[J]. 当代财经,2025(4):97-110.
- [25] 刘园园,蔡贵龙. 集团视角下的国有企业混合所有制改革——基于国有集团聚焦主业的经验证据[J]. 南开管理评论,2024:1-30.

- [26] Chernozhukov V, Chetverikov D, Demirer M, et al. Double/Debiased machine learning for treatment and structural parameters[J]. The Econometrics Journal, 2018, 21(1): C1 - C68.
- [27] Sun L, Abraham S. Estimating dynamic treatment effects in event studies with heterogeneous treatment effects[J]. Journal of Econometrics, 2021, 225(2): 175 - 199.
- [28] Borusyak K, Jaravel X, Spiess J. Revisiting event-study designs: Robust and efficient estimation[J]. The Review of Economic Studies, 2024: rdae007.
- [29] 吴旻佳, 张普, 赵增耀. 耐心资本、创新投入对企业绩效的影响——基于中小板上市企业的数据[J]. 科学决策, 2022(9): 55 - 72.
- [30] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(5): 100 - 120.
- [31] Liao G, Chen X, Jing X, et al. Policy burdens, firm performance, and management turnover[J]. China Economic Review, 2009, 20(1): 15 - 28.
- [32] 倪婷婷, 王跃堂. 区域行政整合、要素市场化与企业资源配置效率[J]. 数量经济技术经济研究, 2022(11): 136 - 156.
- [33] 韩国高, 陈庭富, 刘田广. 数字化转型与企业产能利用率——来自中国制造企业的经验发现[J]. 财经研究, 2022(9): 154 - 168.
- [34] 方红星, 金玉娜. 公司治理、内部控制与非效率投资: 理论分析与经验证据[J]. 会计研究, 2013(7): 63 - 69, 97.
- [35] 李钰, 王平. 高管降薪政策是否影响国有企业创新——基于 A 股上市公司数据的实证研究[J]. 经济理论与经济管理, 2022(1): 86 - 99.
- [36] 台文志, 刘星, 徐细雄. 薪酬监管对央企风险承担的影响研究——基于《薪酬制度改革方案》准自然实验的证据[J]. 管理科学学报, 2024(6): 88 - 111.
- [37] 戚聿东, 孙昌玲, 王化成. 企业核心竞争力能够降低权益资本成本吗——基于文本分析的经验证据[J]. 会计研究, 2021(8): 94 - 106.

[责任编辑: 王丽爱]

How does “Patient Capital” Facilitate Core Business Focus in State-Owned Enterprises? Evidence from the “National Team” Shareholding

YANG Xingquan, LIU Ying

(School of Economics and Management, Shihezi University, Shihezi 832000, China)

Abstract: Against the backdrop of optimizing the layout of the state-owned economy and fostering the development of new productive forces, exploring the role of state-owned enterprise (SOE) shareholding as a key form of ‘patient capital’ in enabling SOEs to focus on their core businesses holds significant contemporary value and significance. Based on a research sample of state-owned enterprises listed on the Shanghai and Shenzhen A-share markets from 2015 to 2023, this study examines the impact of ‘national team’ shareholding on state-owned enterprises’ focus on their core businesses. The findings reveal that “national team” shareholding has significantly promoted state-owned enterprises’ focus on their core businesses, with this impact being more pronounced in commercial state-owned enterprises, central state-owned enterprises, situations where there are high expectations for executive promotions, and scenarios with lower levels of equity checks and balances. Mechanism testing results indicate that the “national team’s” shareholding can promote SOEs’ focus on their core businesses by leveraging its burden-reduction optimization effect and governance optimization effect. When breaking down shareholding types, it was found that shareholdings by the China Securities Finance Corporation, the Central Huijin Investment Co., Ltd., and the China Securities Financial Asset Management Plan can promote SOEs’ focus on their core businesses to varying degrees. Further analysis shows that the “national team’s” shareholding can enhance core competitiveness and value growth by promoting SOEs’ focus on their core businesses. The above research conclusions provide a new perspective for understanding the “national team” as an important “patient capital”, offering significant insights for advancing strategic adjustments to state-owned capital and deepening state-owned enterprise reforms.

Key Words: patience capital; national team holdings; SOEs’ focus on main businesses; governance prioritization effect; high-efficiency value growth; core competitiveness