

国有资产证券化与企业价值创造： 基于中央企业集团的经验证据

翟慧君¹, 毛新述², 郭鑫²

(1. 上海立信会计金融学院会计学院, 上海 201620; 2. 北京工商大学商学院, 北京 100048)

摘要: 国有资产证券化既是新一轮国资国企改革的核心环节与战略选择, 也是完善国资监管、引领产业布局、联动社会资本的重要途径。对 2004—2019 年央企集团的国有资产证券化率进行测算并研究其价值创造效应。结果表明, 受到成本和收益的双重影响, 国有资产证券化与企业价值创造呈现出“U 型”关系, 仅当国有资产证券化率达到一定的阈值(46.5%)才能创造企业价值。机制分析表明, 异常关联交易是企业价值创造呈“U 型”变动的部分原因。进一步分析发现: 首先, 央企集团使用 IPO 方式提高国有资产证券化会对集团内部其他企业产生溢出效应, 且这个溢出效应随着国有资产证券化率的提升而增大; 其次, 国有资产证券化与央企控股上市公司价值也存在“U 型”关系; 最后, 国有资产证券化可与国企分类改革、董事会建设与混合所有制改革产生政策协同效应。

关键词: 国有资产证券化; 价值创造; 中央企业集团; U 型

中图分类号: F812 **文献标识码:** A **文章编号:** 1005-0566(2023)09-0127-15

Securitization of state-owned assets and enterprise value creation: Based on empirical evidence of central SOEs

ZHAI Huijun¹, MAO Xinshu², GUO Xin²

(1. School of Accounting, Shanghai Lixin University of Accounting and Finance, Shanghai 201620, China;

2. Business School, Beijing Technology and Business University, Beijing 100048, China)

Abstract: Securitization of state-owned assets is not only the core link and strategic choice of the new round of state-owned assets and state-owned enterprises reform, but also an important way to improve the supervision of state-owned assets, leading the industrial layout and linkage social capital. We measured the securitization rate of state-owned assets of central SOEs from 2004 to 2019 and studied its value creation effect. The results show that there is a U-shaped relationship between the securitization of state-owned assets and the value creation of enterprises due to the dual impact of costs and benefits. Only when the securitization rate of state-owned assets reaches a certain threshold value (46.5%) can the enterprise value be created. Intermediary effect analysis shows that abnormal related-party transactions are part of the reason for the U-shaped change of enterprise value creation. Further analysis shows that the use of IPO by central enterprise groups to improve the securitization of state-owned assets will have a spillover effect on other enterprises within the group, and the spillover effect will increase with the increase of state-owned assets securitization rate. There is also a

收稿日期: 2023-06-02 修回日期: 2023-08-29

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“基于股东资源理论的国有企业混合所有制改革研究”(72172009); 北京市属高校教师队伍建设支持计划高水平科研创新团队项目“国资国企改革与发展”(BPHR20220105)。

作者简介: 翟慧君(1995—), 女, 河南济源人, 上海立信会计金融学院会计学院讲师, 博士, 研究方向为国资国企改革、公司治理。通信作者: 毛新述。

“U-shaped” relationship between state-owned assets securitization and the value of listed companies controlled by central state-owned enterprises. Finally, the securitization of state-owned assets can produce policy synergies with the classification reform of state-owned enterprises, the construction of the board of directors and the mixed ownership reform.

Key words: state-owned assets securitization; value creation; central SOEs; U-shaped relationship

国有企业改革是我国市场经济体制改革的重要组成部分。产权理论认为,国企改革的核心问题是产权制度改革^[1];竞争理论认为,国企改善运营机制、提升效益的基本动力是竞争^[2]。无论基于何种逻辑起点,都离不开资本市场这一重要平台。资本市场可以通过优化资本配置促进产权制度改革,也可以借助价格发现机制营造竞争中性的市场环境。积极利用资本市场已成为国企改革和发展的重要抓手^[3]。国有资产证券化是国有资产流通于资本市场的比例,也是国有企业借助资本市场进行改革的直接表现。随着国企改革进一步向纵深推进,提升国有资产证券化的改革方向也愈加明晰。近年来,国资委围绕“十四五”发布工作安排,强调要“指导中央企业推进改制上市工作,提高国有资产证券化率”。国有资产证券化在微观层面可以明确国有资本权属并完善现代企业管理制度;在中观层面有利于国有企业产业布局优化和结构调整;在宏观层面能够通过资本市场发挥国有企业在贯彻国家宏观调控政策、促进“六稳六保”等方面的重要作用。

尽管国有资产证券化这一改革内容已推进 20 余年,但相对于其他国企改革的丰硕成果,国有资产证券化的研究仍相对匮乏。与之最相关的是国有企业整体上市与分拆上市的研究,且尚未形成一致结论。整体上市与分拆上市代表着国有资产证券化的不同发展程度。整体上市是指集团资产全部进入股份公司并上市^[4];分拆上市是指从集团中剥离部分资产进入股份公司并上市^[5];国有资产证券化是上市公司资产占集团总资产的比例。既有文献使用国有企业整体上市与否的哑变量并不能较好地显示国有资产证券化的发展程度。因此,如何基于更细致刻画的国有资产证券化率研究国有资产证券化的经济后果值得进一步探讨。

在国有资产证券化的进程中,集团具有成本和收益的双重影响。一方面,多数国有企业为满

足上市要求和适应资本市场环境,需要先从集团中分拆出部分资产和业务进行上市^[4],而重新组合与配置原有的资产、业务和人员,带来了相应的整合成本和学习成本^[6];另一方面,国有资产证券化能够改善国企监管、经营发展和混合所有制改革等方面的问题,借助资本市场布局和调整自身的产业结构,提高资产配置效率和企业的价值创造能力^[7]。但上述成本和收益并非一成不变,随着国有资产证券化率的提高,企业的资源整合能力不断增强,呈现边际成本递减趋势。同时,企业的协同效用也会不断凸显,其边际收益逐步递增。故而,在正反两方面效应的叠加下,国有资产证券化对企业价值创造的影响可能是非线性的,取决于国有资产证券化过程中成本和收益的权衡及博弈。

鉴于此,本文以 2004—2019 年的中央企业集团为样本,使用控股上市公司的资产规模合计占集团总资产的份额衡量国有资产证券化,研究国有资产证券化对企业价值创造的影响。

一、制度背景、文献综述与假设提出

(一) 制度背景

国有企业按照“公司化—资本化—证券化”的路线进行改革,从有计划的商品经济,到公司制股份制改造,再到发行上市,流动性逐步加强。国有资产的证券化体现了国有资产从未上市到整体上市的进程,与推进国企整体上市的政策密不可分,最早可追溯到 1990 年沪深两市的建立。国有资产证券化的演进历程大致可分为以下 3 个阶段。

第一阶段(1990—2003 年):国有资产证券化的初步探索期。在这个阶段,国有企业改制上市的制度初具雏形,出发点在于克服国企的现实困境,模式主要为分拆上市。1985 年全面推行“拨改贷”后,国有企业的基建投资从财政拨款改为银行贷款,导致债务负担激增,加之从计划经济向市场经济转轨过程中,国有企业还面临着安置下岗员工、经济效益不足的“内忧”和市场激励竞争的“外

患”,严重制约了国企发展。因此,政府试图通过改制上市优化融资结构和完善治理框架,帮助国企摆脱困境。国有企业选择何种模式上市取决于当时的股票发行制度以及国有企业是否满足上市条件。在2000年以前,我国股票发行制度采用审批制,先后对股份的发行规模和发行家数进行限制;且国有企业的组织形式以及盈利能力等基本情况难以满足上市条件,故在制度和自身条件的双重限制下,大多数国有企业不得不通过剥离集团的部分核心资产和业务,重组为股份公司进行程度较低的证券化,即分拆上市^[6]。可以说,国有资产证券化是国企改革发展到一定阶段的必然结果。

第二阶段(2004—2012年):国有资产证券化的调整完善期。在这个阶段,分拆上市这种程度较低的证券化带来的不良影响逐渐显现,政策大力支持整体上市,但实践表明整体上市难以一步到位,为此我国开始战略调整国企改革思路,倡导提升国有资产证券化水平以逐步实现整体上市的部署。尽管分拆上市在特定历史背景下起到了积极作用,但随着国有经济体制改革的深入,分拆上市的缺点逐渐显现。因此,国资委在2004年开始探索大型国有企业整体上市途径,在2006年发布《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》,支持和推进国企改制上市和整体上市。尽管政策上鼎力支持,但在整体上市的实践过程中却难以一步到位,需要通过集团资产逐步IPO上市或将资产注入已上市公司等模式实现整体上市的部署^[8]。在此背景下,2010年上海市工作报告

中首次提出“国有资产证券化”这一概念,上海国有资本运营研究院将其定义为国有资产通过国企这一载体,实施公司化改制并成为上市公司的过程。

第三阶段(2013年至今):国有资产证券化的战略推进期。在这个阶段,提升国有资产证券化的改革方向愈加明晰,国有资产证券化改革更加注重借力资本市场深化国资国企改革,加快国有经济布局优化和结构调整,推动国有资本和国有企业做强做优做大,提升企业核心竞争力。2015年《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》中明确提出,“加大集团层面公司制改革力度,大力推进国有企业改制上市,创造条件实现集团整体上市”。“十三五”规划也提出“深化国资国企改革,提高国有资产证券化水平,加快推进国有企业整体上市和兼并重组”。截至2019年,整体上市的国有企业仍然占少数,整体上市的中央企业仅有中国交建、中国中铁、中国铁建等。2021年,国资委企业改革局围绕“十四五”规划和“国企改革三年行动”目标任务发布工作安排,强调“指导中央企业推进改制上市工作,提高资产证券化率,提升上市公司质量”,进一步明晰了提升国有资产证券化率的改革方向。诸多地方国资委也将提升国有资产证券化率作为攻关目标之一。图1列示了各省市在“十三五”规划以来国有资产证券化率的目标设定。从图1可见,新一轮国资国企改革正借力于资本市场,加速推进国有资产证券化,通过公开市场的监督约束和动态激励机制,实现“管资本”的职能转变和国有资产保值增值。

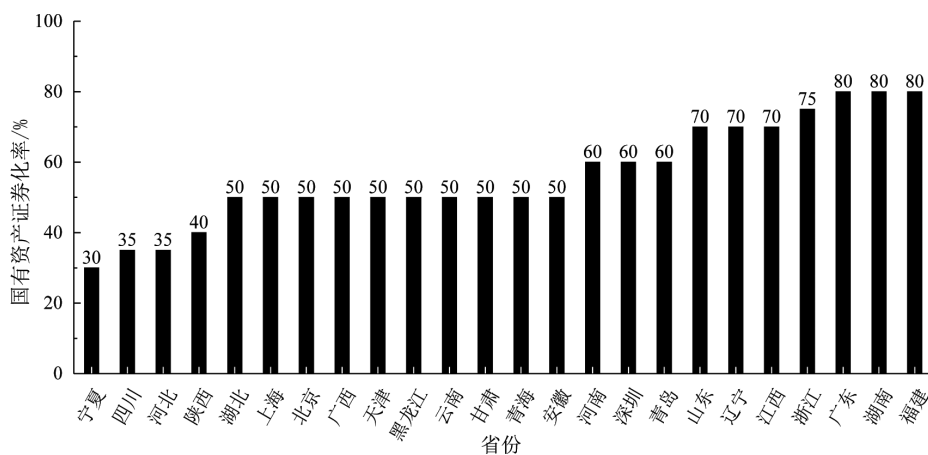


图1 “十三五”规划以来各省市对国有资产证券化率的目标设定

(二) 文献综述

1. 国有资产证券化概念辨析

已有研究认为,国有资产证券化是指把缺乏流动性的经营性国有资产变成能够在金融市场买卖的证券的行为,其最理想的形式是把经营性国有资产变成上市公司的股票^[9]。从实践角度,国资委文件中的国有资产证券化概念与国资证券化、国有资本证券化未作明显区分,均指国有企业集团的资产(资本)登陆资本市场的份额,常常与“上市”这一关键词同句出现,如“推进国企集团整体上市,提高国有资产证券化率”等。从金融学角度,证券化分为“传统证券化”和“资产证券化产品”。“传统证券化”是指企业发行股票从而在资本市场募集资金,是证券化的初级形式;“资产证券化产品”是将一组流动性较差但预计未来能够产生稳定现金流的资产(如应收账款、补贴款等),通过证券发行来进行融资,从而将资产转化为流动性和信用等级较高的金融产品的过程,包括信贷资产证券化产品、企业资产证券化产品(ABS)。其中,信贷资产证券化产品是金融机构发行在银行间债券市场的资产支持债券,不属于国有企业资产证券化的范畴。此外,近年来在国内兴起的基础设施 REITs 是将不动产资产进行打包证券化,属于广义的资产证券化产品。如果说传统证券化下的发行股票是“公司全部资产”上市所形成的有价证券,那么企业资产证券化产品(ABS)以及基础设施 REITs 可以形象地理解为“公司部分资产”登陆资本市场所发行的有价证券,以上两类均属于国有资产证券化的范畴。

通过梳理和辨析上述概念,本文将国有资产证券化定义为国有资产流通于资本市场的比例,具体包括国有控股上市公司“全部资产”发行上市所形成的股票、国有集团公司及其子公司“部分资产”打包发行的企业资产证券化产品(ABS)以及基础设施 REITs 等。不过,本文将研究对象限制在企业发行股票上市的“传统证券化”,并不囊括“资产证券化产品”。这主要基于以下考虑:其一,只有少数央企曾发行过企业资产证券化产品(ABS),且 ABS 的体量不足上市体量的 1%;其二,中央企业的基础设施 REITs 均在 2021 年后发行,

而本文的样本截至 2019 年;其三,尽管 ABS 产品与基础设施 REITs 均属于国有资产证券化的内容,但其本质属于企业间接发行的金融产品,其实施目的、作用和效果与企业“全部资产”上市有较大差异,不适宜将其放在统一框架中分析。故本文所指的国有资产证券化仅包括企业发行股票上市的证券化,使用控股上市公司的资产规模合计占国企集团总资产的份额对国有资产证券化进行衡量。具体地,国企上市就意味着国有资产证券化水平的提升,若国企集团公司没有控股上市公司,则国有资产证券化率为 0;若集团已经实现整体上市(集团所有资产均集中在一家或多家上市公司),则国有资产证券化率为 1(或 100%);受分拆上市的影响,绝大多数国企集团的国有资产证券化率分布在(0,1)范围内。

2. 国有资产证券化经济后果

已有文献在理论层面对国有资产证券化进行了诸多探讨,但至今仍缺乏实证研究的支持。与之最为相近的文献,是研究国有企业整体上市与否的经济后果,且尚未形成一致结论。多数实证研究结果支持整体上市有利于提升企业绩效、完善公司治理与降低代理成本、减少关联交易和同业竞争、减轻大股东对小股东的利益侵占、提高资源配置效率^[10-11]。其次,也有一些研究发现整体上市并未有效实现预期效果,且与分拆上市这种程度较低的证券化未有显著差异,认为整体上市对公司长期绩效的改善有限,甚至恶化了大股东与小股东的利益关系。如分拆上市公司可通过缓解融资约束、改善经营效率和提高信息透明度等路径正向影响企业集团价值^[12]。因此,尽管理论上认为国有企业整体上市相对于分拆上市是一种更有效的方式,但在实证研究中,分拆上市与整体上市所代表的不同证券化水平对企业价值创造的影响差异尚不清晰。

总体而言,既有研究对国有资产证券化相关问题进行了积极探索,但仍存在以下 3 个方面的局限性:①数据颗粒度不足。由于国有资产证券化率数据难以获取,已有文献均使用国有企业整体上市与否的哑变量进行实证研究,而单纯的哑变量并不能完全显示国有资产证券化的发展程度。

②研究对象为上市公司。无论是国有资产证券化,还是整体上市与分拆上市,其直接对象和关键主体均为国有企业集团,故使用上市公司难以从全局的角度考察国有资产证券化的影响效果。③研究样本较少。已有研究的样本公司从30~100家不等,可能会存在选择性偏误问题。现有研究在理论与方法上的不足,正是本研究的逻辑起点。为此,本文试图通过整理不同集团的国有资产证券化率,使用央企集团的样本,进一步扩大样本容量和样本区间,继而更好地回答上述问题,丰富国企改革的相关研究。

(三)假设提出

作为培育核心竞争力、引领产业结构布局、提升资源配置效率的关键举措,国有资产证券化一直是国资委力推的政策重点。国有资产证券化与国企上市在逻辑上存在相互交织的内在关联,国企上市意味着国有资产证券化水平的提升,若集团实现了整体上市,国有资产证券化率为100%。由于历史遗留问题和多元产业结构的存在,国有企业进行资产证券化往往需要从集团中分拆出部分资产或业务上市,然后采用资产注入或剩余部分再上市的策略,以此逐步完成整体上市的部署^[4]。在国有资产证券化的进程中,集团既承担着分拆资产和业务的不良影响,也享有登陆资本市场的好处,具有成本和收益的双重影响。一方面,集团在上市初期剥离优质资产和核心业务对集团的业务延续性产生不利影响,阻碍企业的价值创造^[13],如在中国石油集团重组上市旗下首家上市公司当年,由于集团内部组织协调困难,导致公司经营不当发生巨额亏损^[4];另一方面,资本市场是配置资源的有效平台,上市能够改善国企监管、经营发展、混合所有制改革等一揽子问题,提升国有经济的运行效率^[7]。已有研究发现,相比于非上市公司,上市公司能更多地参与资本运营、利用增长机会、受到外部监督、促进经营发展等^[14-15]。因此,国有资产证券化对企业价值创造的影响可能是非线性的,取决于上市成本和收益的权衡及博弈。

从成本角度,在国有资产证券化的进程中,集团为满足上市要求和适应资本市场环境,会产生

相应的整合成本和学习成本。首先,在证券化初期,国有企业不可避免地需要重新组合与配置原有的资产、业务和人员^[6]。通常的做法是选取部分优质资产和业务发行上市,剩余部分则继续留在存续企业中。这不仅造成集团内部原有的业务流程被割裂、运行连续性被破坏,导致存续企业的资产质量不佳、负担沉重,还面临着职工安置等问题^[13],使集团面临较大的整合成本,其影响具有长期性。其次,国有企业为适应资本市场外部监管和完善公司制度的要求,需要投入一定的人力和物力,这些学习成本也会对集团的经济效益产生不利影响。我国中央企业基本都采用集团化经营模式,集团公司会利用剩余控制权整合集团内部资本市场中的现金流,确保集团内部资源的合理化配置^[16]。关联交易则成为集团调配资源的首选途径^[17],而频发的关联交易又会进一步损害企业价值^[18]。但上述成本并非一成不变,随着国有资产证券化率不断提高,集团内部需要整合的资产或业务会减少,其所带来的成本也会随之下降。故而,国有资产证券化为集团带来的成本呈现出边际成本 MC 递减趋势,国有资产证券化的成本函数 $TC(x)$ 具有凸性,如图2a所示。

从收益角度,集团证券化发展有助于增强企业外部治理、获取市场资源、提高国有资产流动性。国有资产证券化的过程,也是集团资产不断登陆资本市场的过程。首先,资本市场的外部监管压力会倒逼国有企业转换经营思维,有助于企业建立有效的激励约束机制,减少关联交易和同业竞争,完善公司治理与降低代理成本,进而持续提高盈利能力^[19]。其次,国有企业上市能够募集更多的社会资金并转化为股本,对于优化债务结构、推动企业降杠杆具有积极意义^[20]。在为集团提供更多资金支持的同时,国有资产证券化亦能提升企业的影响力,获得更多资源倾斜,进一步提高企业价值创造的动力。最后,国有资产证券化可以作为盘活国有资产、促进政企分离的基本抓手。国企上市有助于引入非国有资本,推进混合所有制改革。随着国有资产证券化率不断提高,集团的资产信息曝光在资本市场的比例越大,投资者及分析师对企业的关注度就越高^[11],使得集

团上市资产的外部治理力度以及运营效率进一步加成,正向催化了资本市场为集团带来的裨益。国有资产证券化带来的边际收益会随着其带来的外部关注度的提升而增加,从而推动集团整体治理机制和激励措施持续完善,企业的信息透明度和外部监督效应进一步增强。故而,国有资产证券化对集团产生的边际收益 MR 递增,国有资产证券化的收益函数 $TR(x)$ 具有凹性,如图 2b 所示。

基于上述分析,本文认为随着国有资产证券化率的提高,集团会产生成本,由于对资源的整合能力不断增强,边际成本递减;集团也会产生收

益,由于协同效用的不断凸显,边际收益递增。国有资产证券化对企业价值创造的影响为收益与成本之差,其函数表示为 $\pi(x) = TR(x) - TC(x)$,如图 2c 所示。在国有资产证券化初期,其边际成本大于边际收益,企业价值创造降低;超过某一门槛值时,其边际收益大于边际成本,企业价值创造提高。成本与收益的双重效应使国有资产证券化与企业价值创造之间呈现“U 型”关系,作用机理如图 2 所示。据此,本文提出以下假设。

H1: 国有资产证券化与企业价值创造呈“U 型”关系。即,伴随着国有资产证券化率的提升,企业价值创造先降低后提升。

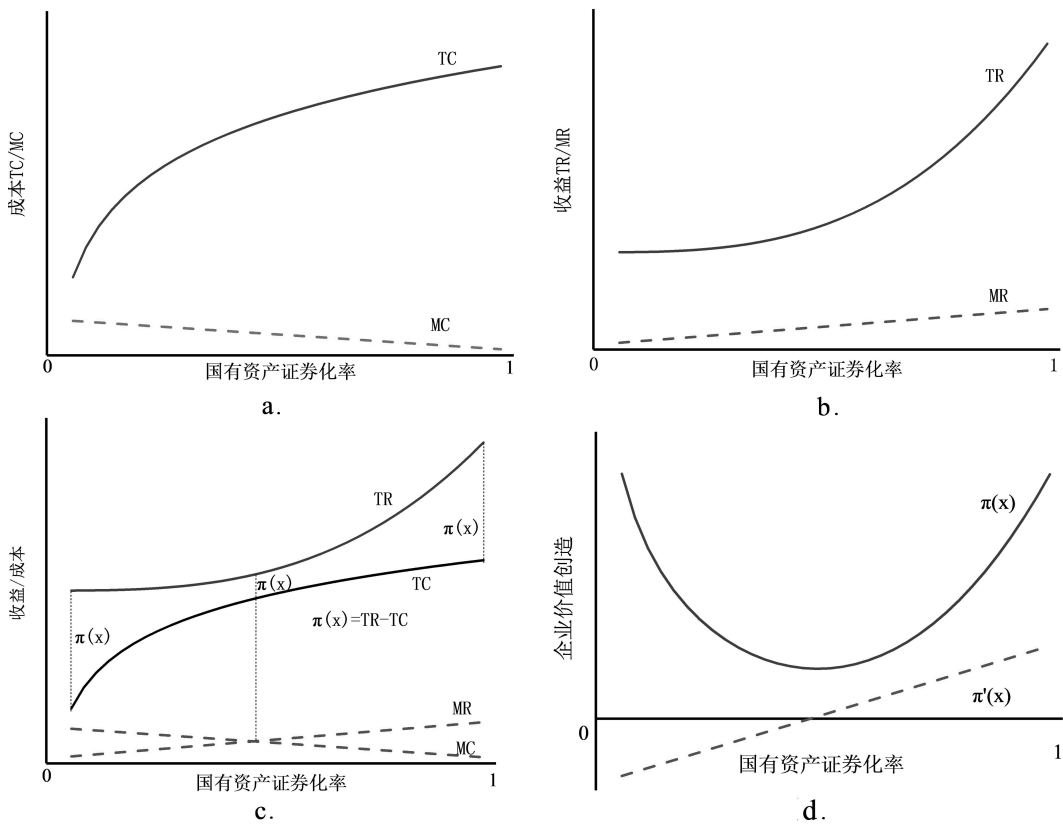


图2 国有资产证券化率价值创造的作用机理

二、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选择 2004—2019 年中央企业集团为研究样本。央企集团的财务数据主要通过以下两个渠道收集:一是中国国有资产监督管理委员会所披露的中央企业经济指标;二是发行债券的中央企业所披露的财务报表,这部分数据通过中诚信(财新)数据库、同花顺数据库整理获得。国有资产证

券化数据由上市公司年度报告中的“公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图”手工整理计算得出。央企控股的境内上市公司数据来自 CSMAR 数据库;境外上市公司数据来自东方财富数据库。本文对数据进行了一系列复核检查、数据比较,以确保数据的准确可靠,并对所有连续变量在 1% 的水平上进行 Winsorize 处理。本文以央企集团财务数据为基础,然后匹配国有资产证券

化率数据,剔除缺失值后最终得到 1 056 个央企一年度观测值。

(二) 国有资产证券化率测算

我国国有企业集团以金字塔式的组织结构、交叉持股的股权特征直接或间接控制了多家成员企业^[21]。由于反映集团整体财务状况的合并财务报表的合并范围是以控制为基础确定的,而集团作为上市公司的最终控制人可以直接控制其全部资产,因此本文的国有资产证券化率(Securitization Rate, SR)使用控股上市公司的资产规模合计占集团总资产的份额进行衡量,计算方式为:

$$SR_{i,t} = \frac{\sum \text{实际控制的上市公司总资产}}{\text{企业集团总资产}}$$

国有资产证券化率计算时需考虑集团成员企业中的所有上市公司(与合并报表的范围相同,以能够控制为基础加以确定),包括各个层级境内上市公司及境外上市公司。上市公司的资产能否作为分子取决于:①基于实质重于形式的原则,根据上市公司年报公布的“公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图”判断是否有实际控制人,以及实际控制人是否是中央企业集团。②该上市公司的资产数据是否体现在集团中的其他上市公司的合并报表中。为了具体说明资产证券化率的计算过程,图 3 至图 5 列举了具有代表性的母

子公司持股类型。图中矩形表示公司实体,母公司均能对其控制,共同构成企业集团;矩形内部的数字为同一年度对应公司的合并报表资产总额;链条反映持股方向和持股比例。

其中,图 3 为直接持股情况。在这种情况下,集团控制包含上市公司和非上市公司的多家企业,但只有上市公司的资产才能列入国有资产证券化计算式的分子。图 4 为间接持股情况。这种情况可大致分为两种类型,差别在于孙公司 B 是否被上市公司所控制。若孙公司 B 被非上市公司控制,则其资产列入国有资产证券化计算式的分子;若孙公司 B 被上市公司控制,则其资产不列入国有资产证券化计算式的分子;图 5 为相互持股情况。在这种情况下,上市公司是否纳入国有资产证券化计算式的分子取决于,这家公司是否被直接纳入集团公司的合并财务报表。在图 5 左侧的控制关系中,上市公司 B 被上市公司 A 所控制,其资产已经体现在上市公司 A 的资产负债表中(图中所示的相互持股并不影响控制关系),因此上市公司 B 不列入国有资产证券化计算式的分子;在图 5 右侧的控制关系中,尽管上市公司 A 持有上市公司 B 的 20% 的股权,但上市公司 B 是被集团直接控制,将直接纳入集团的合并财务报表中,因此上市公司 B 列入国有资产证券化计算式的分子。

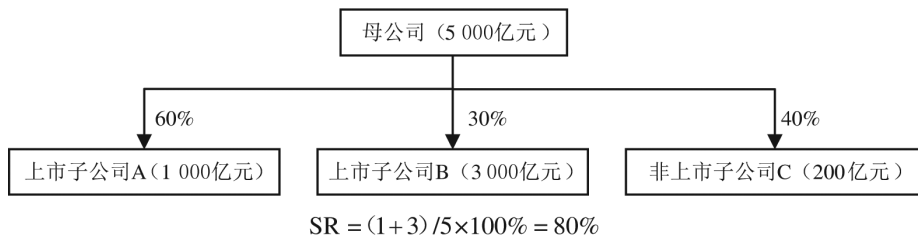


图 3 母子结构下的直接持股

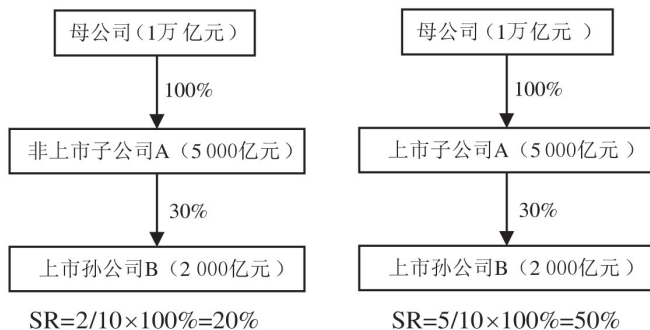


图 4 父子孙结构下的间接持股

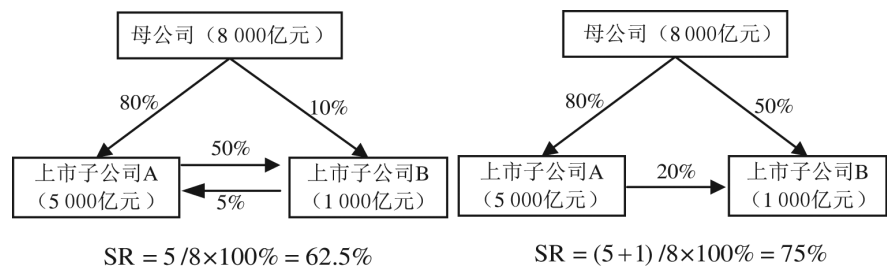


图5 关联控股结构下的相互持股

本文以中国石油化工集团有限公司(简称“中石化”)为例,计算国有资产证券化率。中石化2019年所控制的上市公司链条及持股比例如图6所示。

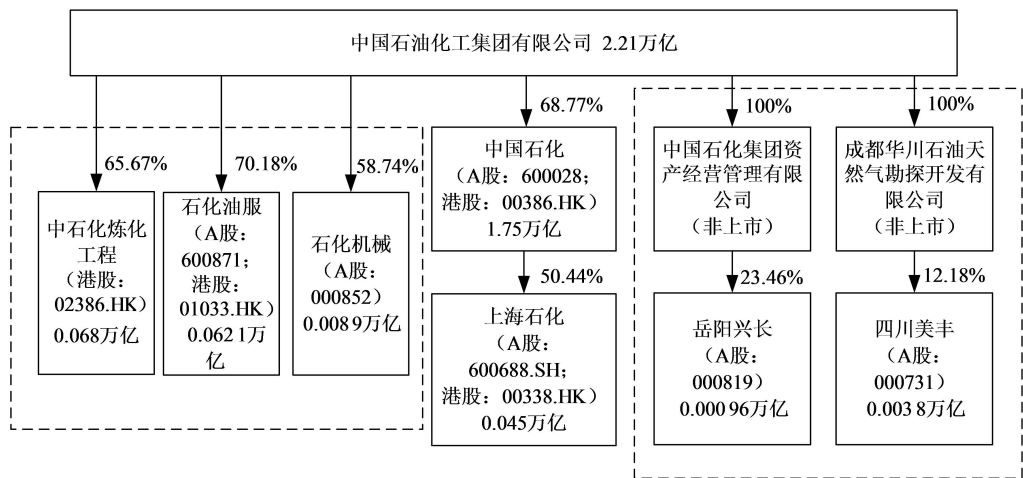


图6 中石化2019年控股上市公司关系

中石化2019年度 $SR = \frac{0.068 + 0.0621 + 0.0089 + 1.75 + 0.00096 + 0.0038}{2.21} \times 100\% = 85.7\%$

(三)模型设计与变量定义

为验证假设一,本文构建了模型(1)和模型(2):

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SR_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SR_{i,t} + \alpha_2 SR_{i,t}^2 + \alpha_3 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

式(1)、式(2)中,被解释变量为企业价值创造。目前主要有两种衡量方法:一是基于资本市场的价值衡量,如托宾Q值^[22];二是基于会计盈利指标的测量方法,如总资产收益率(ROA)、净资产收益率(ROE)、经济增加值(EVA)等。由于大部分央企并未实现整体上市导致无法计算托宾Q值,故本文承袭既有研究使用ROA、ROE、EVA和市场反应四个指标综合度量企业价值创造。其中,

主检验使用ROA,稳健性检验使用ROE和EVA,同时在进一步分析中检验了国有资产证券化水平提高的市场反应。解释变量为国有资产证券化,使用国有资产证券化率(SR)来衡量。

借鉴毛新述等^[23]的研究,加入下述控制变量:①公司财务特征变量:公司规模(Size)、杠杆水平(Lev)、企业流动性(Liq)、亏损情况(Loss)、运营效率(AT)、公司成长性(Growth)。②公司治理特征变量:代理成本(ADM)、董事会治理(Post)。同时,在模型中控制公司固定效应和年度固定效应。表1列示了主要的变量说明。

模型(1)和模型(2)依次引入了国有资产证券化率的一次项(SR)和平方项(SR²),用来检验国有资产证券化与企业价值创造的关系。如果模型(2)中的平方项系数显著为正,而模型(1)中的一

次项系数不显著,说明国有资产证券化率与企业价值创造存在“U 型”关系。

表 1 主要变量说明

变量名称	变量符号	变量说明
企业价值创造	ROA	净利润/总资产
国有资产证券化	SR	集团控股的上市公司资产占集团总资产的比例
公司规模	Size	总资产的自然对数
杠杆水平	Lev	负债总额/资产总额
流动性	Liq	流动资产/流动负债
亏损情况	Loss	当年归母净利润为负值取 1, 否则取 0
运营效率	AT	营业收入/总资产
成长性	Growth	销售收入的年增长率
代理成本	ADM	管理费用/营业总收入
董事会治理	Post	集团当年建立了董事会取 1, 否则取 0

三、实证结果分析

(一)描述性统计

表 2 报告了变量的描述性统计。由表 2 可知, ROA 均值为 2.445%,中位数为 2.148%,不同央企的价值创造能力存在显著差异。样本期内的央企集团国有资产证券化率的均值是 42.3%,最小值是 0,最大值是 1,表明央企集团之间的国有资产证券化发展程度存在明显差异,仍存在还没有上市平台的中央企业。集团规模的均值是 25.635,中位数是 25.717;资产负债率的均值和中位数均在 65%左右,最大值已超 90%,说明央企集团的杠杆水平较高;央企集团流动性的均值和中位数分别为 1.142 和 1.130,大致反映了我国央企集团的短期偿付能力。

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
ROA	1 056	2.445	2.364	-0.871	2.148	10.653
SR	1 056	0.423	0.332	0.000	0.370	1.000
SR ²	1 056	0.289	0.331	0.000	0.137	1.000
Size	1 056	25.635	1.460	22.097	25.717	28.856
Lev	1 056	0.650	0.143	0.285	0.672	0.916
Liq	1 056	1.142	0.563	0.258	1.130	3.621
Loss	1 056	0.060	0.237	0.000	0.000	1.000
post	1 056	0.429	0.495	0.000	0.000	1.000
AT	1 056	0.734	0.543	0.086	0.619	3.336
Growth	1 056	0.126	0.159	-0.510	0.130	0.528
ADM	1 056	0.035	0.020	0.002	0.033	0.083

(二)基准回归结果

表 3 报告了国有资产证券化率对企业价值创

造的回归结果。第(1)列~第(2)列为仅加入国有资产证券化率的一次项对企业价值创造的回归结果,其中第(1)列不加入控制变量,第(2)列加入了前文所述的控制变量。回归结果显示,SR 的系数在第(1)列和第(2)列均不显著。第(3)列单独考察了国有资产证券化率及其平方项与企业价值创造的关系,SR²的系数为正,且在 5%的水平上显著,说明资产证券化率与企业价值创造呈正“U 型”关系,第(4)列进一步加入控制变量后,SR²的系数符号和显著性均未发生较大变化,初步验证了 H1。此外,判断模型是否存在“U 型”有 3 个标准:一是平方项系数显著;二是国有资产证券化率在样本区间内最小值和最大值时的系数显著,且与“U 型”最左端和最右端的斜率方向相符;三是临界值的 95% 置信区间在样本数据范围内。因此,本文进一步做了“U 型”关系检验,回归结果报告见表 4。从表 4 可以看出,极值点 46.5%在数据范围 0~1 内,并且国有资产证券化率最小值处的斜率显著为负,最大值处的斜率显著为正,拒绝“不存在 U 型关系”的原假设,进一步支持了 H1。本文基于回归分析得出的一般结论为:在给定其他条件不变下,国有资产证券化处于较低水平时不利于企业价值创造;仅当国有资产证券化水平超过特定临界值(46.5%),才会对企业的价值创造带来促进效应。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROA	ROA	ROA
SR	-0.247 (-0.70)	0.154 (0.52)	-2.962 *** (-2.61)	-3.153 *** (-3.39)
SR ²	—	—	2.963 ** (2.51)	3.393 *** (3.74)
Controls	No	Yes	No	Yes
Firm/Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1 056	1 056	1 056	1 056
Adj. R ²	0.57	0.68	0.58	0.68

注:***、**和* 分别表示 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.10$ 有统计学意义;括号中的数字为根据聚类稳健标准误计算的 t 值。下同。

表 4 Utest 检验结果

检验项目	结果
U 型关系检验	P 值:0.000
极值点	0.465
临界值置信区间	[0.355; 0.556]
上下界区间	[0; 1]
上下界斜率	[-3.153 ***; 3.632 ***]

(三) 稳健性检验

1. 检验“U 型”关系

参考 Haans 等^[24]和胡海峰等^[25]的检验方法,按照拐点将样本划分为低、高两组子样本,并进行分组回归。回归结果发现,在国有资产证券化率低于拐点的子样本中, SR 的系数显著为负;在高于拐点的子样本中, SR 的系数显著为正。这说明可以用斜率一负一正的两条直线近似拟合出“U 型”结构。

2. 更换核心指标

为进一步检验上述实证结果的稳健性,本文选取净资产收益率(ROE)和经济增加值(EVA),作为被解释变量 ROA 的替代变量;选取以净资产为基础核算的国有资本证券化率以及将非上市公司发行的企业资产证券化产品(ABS)纳入计算的国有资本证券化率作为国有资产证券化率(SR)的替代变量,其他条件均不变,对模型(1)和模型(2)重新回归发现,无论是替换解释变量还是被解释变量,国有资产证券化率与企业价值创造之间依旧表现为“U 型”关系。

3. 改变样本容量

考虑到特殊样本可能会对研究结论产生影响,本文通过改变样本来检验结论的稳健性。①原样本中本文纳入了国有资产证券化率为 0 的样本,将这部分样本删除后重新回归。②删除由于控制权变更、终止上市等原因导致国有资产证券化率出现倒退的样本重新回归。③2013 年我国进入全面深化国有企业改革阶段,故剔除 2013 年及以后的样本后重新回归。④鉴于 2007 年底我国国有企业股权分置改革才基本完成,因此删除 2007 年及以前的样本重新回归。⑤部分国有资产由于涉及国家安全不适合成为上市公司,导致国有资产证券化处于较低水平,这可能使结果产生偏误,故本文剔除涉及国家安全的央企后重新回归。上述检验结果均与前文发现一致。

4. 内生性处理

(1)工具变量。本文选取同一年份同一行业除自身以外的其他央企的国有资产证券化率的均值及其平方项作为工具变量。实证结果发现,工

具变量对 SR 和 SR^2 的回归系数显著,且第一阶段回归的 F 值统计量均大于 10,可拒绝弱工具变量的原假设。二阶段的回归结果显示, SR 的平方项系数显著为正,与前文的实证结果基本一致。

(2)倾向性匹配得分。为缓解可能存在的样本选择偏误问题。本文将位于“U 型”曲线拐点右侧的样本作为实验组,将“U 型”曲线拐点左侧的样本作为控制组。然后,本文选取所有控制变量作为协变量,分别基于半径匹配、最近邻匹配与核匹配的方法得到匹配样本,匹配后的协变量基本无显著差异。基于匹配后的样本重新对模型(1)和模型(2)进行回归,结果显示 SR 和 SR^2 系数的符号与显著性均未发生实证改变,与前述结论相一致。

(3)安慰剂检验。实证模型中可能存在某些未被观测到的局限性因素。参考 Cornaggia 等^[26]的做法,本文将样本中所有企业一年度的观测值 SR 提取出来,随机分配到不同年份、不同企业中,重新对模型(2)进行回归,得到随机的系数估计值和相应的 P 值,并将此随机过程重复 500 次发现,前文的估计值是明显的异常值,这说明本文的估计结果不大可能是由不可观测的其他因素驱动的。

(4)其他。为进一步缓解反向因果问题,本文将解释变量 SR 滞后一期重新回归;为缓解遗漏变量的问题,本文进一步在模型中控制了央企集团的混改程度变量。实证检验结果与上述结论并未发生实质性改变。综上,本文的结论在经过上述检验后,仍具有较强的稳健性。限于篇幅,未展示实证结果,留存备索。

(四) 机制分析

这部分将进一步基于成本和收益视角探讨国有资产证券化与企业价值创造的相关机制。从成本角度,在国有资产证券化过程中,存续企业为支持上市公司登陆资本市场而受到了较大损耗,为解决存续企业的生存和发展问题,集团将站在整体利益的角度上,凭借其控制力利用上市公司的资源对存续企业实施补贴^[4]。而关联交易是国有集团重新配置资源的主要形式,也是集团与上市公司交易的重要纽带^[17, 27]。邓建平^[28]也指出,公司在上市后发生的关联交易,可以看作是集团

在上市前发生资产重组的一种必然延续,故国有资产证券化的成本很有可能通过关联交易体现。当集团的资产信息曝光在资本市场的比例越大,各利益相关者对企业的关注度越高,外部监管压力越大,关联交易降低的额度就越大。可见,关联交易同样受到成本和收益的双重影响,可能是国有资产证券化与企业价值创造的重要机制。

在内部资本市场的理论框架中,关联交易是公司经营活动的重要组成部分,正常关联交易可以缓解信息不对称、减少违约风险等,降低交易成本;而异常关联交易往往基于“掏空”或“支持”目的,会降低企业价值^[29]。集团在国有资产证券过程中的资源调配是非日常经营活动所产生的关联交易,属于异常关联交易,其与企业价值创造理论上为负相关关系。为此,本文使用异常关联交易来检验国有资产证券化影响企业价值创造的机制。由于集团数据的限制,本文需要首先计算央企控股上市公司的异常关联交易,然后以央企控股上市公司资产占集团总资产的比值作为权重进行加权平均,最终得出每家央企集团每年的异常关联交易水平(*abRPT*)。其中,对于上市公司的异常关联交易,参考 Jian 等^[17]的研究,首先使用上市公司营业收入作为分母,进行标准化处理,然后将上市公司的关联交易水平对公司如下特征进行回归,包括:企业规模、杠杆率、市值账面比、行业固定效应及年度固定效应,见模型(3),最后将回归得到的残差项视为异常关联交易。为检验异常关联交易在国有资产证券化与企业价值创造之间的机制,借鉴吴秋生等^[30],构建了如下非线性中介效应模型,见模型(4)~模型(7)。

$$RPT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Size_{i,t} + \alpha_2 Lev_{i,t} + \alpha_3 MTB_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$abRPT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SR_{i,t} + \alpha_2 SR_{i,t}^2 + \alpha_3 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SR_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 abRPT_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 abRPT_{i,t} + \alpha_2 SR_{i,t} + \alpha_3 SR_{i,t}^2 + \alpha_4 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

表5列示了以异常关联交易为中介变量的机制检验结果。第(1)列的结果显示,平方项 SR^2 的系数显著为负,表明国有资产证券化与异常关联关系之间存在“倒U型”关系。第(2)列的结果显示,异常关联交易与企业价值创造呈现负相关关系,表明异常关联交易越多,企业价值创造水平越低。第(3)列列示了模型(6)的检验结果,模型(6)是检验由模型(3)得到的异常关联交易拟合值(*abRPTfit*)与企业价值创造之间的关系,以此侧面检验国有资产证券化能否通过异常关联交易影响企业价值创造。第(3)列的结果显示异常关联交易的拟合值(*abRPTfit*)与企业价值创造显著负相关,侧面说明国有资产证券化通过异常关联交易进而影响了企业价值创造。第(4)列考察了 SR^2 、 SR 和 *abRPT* 对 ROA 的影响,结果显示影响系数分别为 -3.134、3.079、-0.005 且均在统计上显著,结合第(1)列的回归结果可以得出,异常关联交易在国有资产证券化与企业价值创造之间表现为部分中介效应。综上,异常关联交易是国有资产证券化对企业价值创造影响呈“U型”关系的原因之一。

表5 国有资产证券化与企业价值创造的机制分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>abRPT</i>	ROA	ROA	ROA
SR	1.639 *** (2.92)	—	—	-3.134 *** (-2.83)
SR^2	-1.113 ** (-1.99)	—	—	3.079 *** (2.87)
<i>abRPT</i>	—	-0.004 ** (-2.13)	—	-0.005 * (-1.76)
<i>abRPTfit</i>	—	—	-0.985 * (-1.87)	—
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm/Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1 056	1 056	1 056	1 056
$Adj. R^2$	0.11	0.65	0.65	0.65

四、进一步分析

(一) 国有资产证券化的市场价值创造

前文的理论分析表明,国有资产证券化与企业价值创造的“U型”关系由成本和收益的博弈所

驱动。在国有资产证券化的进程中,边际收益 MR 递增、边际成本 MC 递减,导致 MR 与 MC 之差的边际价值 $\pi'(x)$ 递增,体现为国有资产证券化与企业创造的边际价值正相关。图 2 所示的边际函数图形,可直观看到这一推导。本部分试图从市场反应的视角,识别国有资产证券化提升所带来的边际价值创造效应。此处的关键问题是如何识别边际价值的市场反应,集团内部企业的 IPO 则为本文提供了一个合适场景。一方面,IPO 意味着国有资产证券化提升,故 IPO 对集团内部其他上市公司的溢出效应则意味着国有资产证券化为集团带来的边际价值。另一方面,IPO 带来的市场反应较为干净且不易操纵,能够较好地避免内生性问题。因此,本部分将考察集团内部后续上市的公司 IPO 时,对已上市的兄弟公司产生的溢出效应,以验证是否存在边际收益;以及这些溢出效应是否随国有资产证券化率的提升而增大,以检验前文理论分析中边际价值递增假说。

为此,本文以 2004—2019 年由集团分拆并在 A 股 IPO 的央企控股上市公司为样本,考察其在 IPO 时,对集团内部已上市公司产生的市场超额回报。如中国船舶重工集团旗下的中国重工(601989)上市时间为 2009 年 12 月 16 日,在其上市之前集团已有一家中国动力(600482)上市公司。本文考察的是,在 2009 年 12 月 16 日中国重工 IPO 当日,中国动力的市场超额回报。参考毛新述等^[31]的研究,分别使用均值调整模型、风险调整模型和市场调整模型计算了在 IPO 前一天、当天和后一天集团内部已上市公司的市场超额回报以及窗口期在 $[-1, 1]$ 、 $[-3, 3]$ 、 $[-5, 5]$ 的累计超额回报。在采用均值调整模型和风险调整模型时,均选取估计窗口为 $[-50, -21]$ 共计 30 个交易日的平均回报作为正常回报;在采用市场调整模型时,以市场指数回报率作为正常回报。检验结果见表 6 所示,可见 IPO 对集团内部已上市公司均产生积极的市场反应,体现了 IPO 对集团内部其他上市公司的溢出效应。

表 6 IPO 对集团内部已上市公司产生的市场反应

项目	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	AR[-1]	AR[0]	AR[1]	CAR[-1,1]	CAR[-3,3]	CAR[-5,5]
均值调整模型	0.003 (1.48)	0.001 * (1.76)	0.007 *** (3.74)	0.011 *** (2.95)	0.001 (0.61)	0.002 * (1.67)
风险调整模型	0.004 *** (2.62)	0.001 * (1.68)	0.003 * (1.78)	0.008 *** (2.63)	0.012 ** (2.4)	0.014 ** (2.21)
市场调整模型	0.005 *** (2.81)	0.001 (1.33)	0.004 ** (2.19)	0.009 *** (2.79)	0.009 ** (2.05)	0.011 * (1.83)

同时,为考察边际价值递增的假说,本文构建了模型(8)。模型中的 CAR 为分别使用三种模型计算的窗口期为 $[-1, 1]$ 的累计超额回报;自变量为国有资产证券化率 SR;控制变量与基准模型保持不变。值得说明的是,由于控制公司固定效应会使该回归过度损耗自由度,因此将原模型中的公司固定效应改为行业固定效应。

$$CAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SR_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \mu_{i,t} \quad (8)$$

表 7 报告了回归结果。列(1)~列(3)的因变量分别为使用均值调整模型、风险调整模型和市场调整模型计算的累计超额回报。可以看出,无论是采用事件研究法的何种方法,SR 的系数均为正向,且均值调整模型、风险调整模型的系数显著。这表明,IPO 的溢出效应随着国有资产证券化率的提高而提高,进一步佐证了前文“随着国有资产证券化率的提高,边际价值提高”的理论逻辑,验证了国有资产证券化的市场价值创造效应。

表 7 国有资产证券化的市场价值创造效应

变量	(1)	(2)	(3)
	CAR[-1,1]	CAR[-1,1]	CAR[-1,1]
SR	0.003 * (1.68)	0.021 * (1.72)	0.017 (1.61)
Controls	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes
N	252	246	249
Adj. R ²	0.06	0.06	0.07

(二) 国有资产证券化对上市公司的影响

本部分将通过考察国有资产证券化对上市公司的影响效应,来侧面检验国有资产证券化所带来的成本的分配方案。在推进国有资产证券化的过程中,会为集团带来一定效率损失^[6],随后集团将面临着将国有资产证券化过程中发生的成本在上市公司和存续企业中分配的问题。对于该问题,集团有两种方案。一种方案是,由存续企业承担这些成本,以支持上市企业发展;另一种方案是,

由存续企业和上市公司共同承担这些成本,以实现集团内部的整体发展^[5]。由于上市公司是集团登陆资本市场的第一受益方,其收益的享有是显然的。因此,对于第一种方案,其结果是,随着集团国有资产证券化率的提升,上市公司的价值创造也随着提高,呈现出一个正向的促进作用;对于第二种方案,其结果是,随着集团国有资产证券化的提升,上市公司的价值创造也将呈现出先下降后上升的趋势。为此,利用央企控股上市公司数据,对基准模型(1)和模型(2)重新回归,表8报告了回归结果。可以看出,央企控股上市公司与央企集团同样呈现出“U型”关系,且拐点48.4%与集团公司的基本一致,呈现出较为一致的吻合性。说明在国有资产证券化过程中产生的成本由存续企业和上市公司共担。

表8 国有资产证券化对上市公司的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROA	ROA	ROA
SR	0.001 (0.30)	-0.001 (-0.35)	-0.036 *** (-3.23)	-0.031 *** (-3.84)
SR ²	—	—	0.038 *** (3.47)	0.032 *** (3.92)
Controls	No	Yes	No	Yes
Firm/Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4 069	4 069	4 069	4 069
Adj. R ²	0.63	0.64	0.63	0.64

(三) 国有资产证券化的政策协同效应

国有资产证券化既是国企深化改革的重要举措,也是推动国企深化改革的必然途径,与国企深化改革之间可能存在政策协同效应。政策协同效应是指两个及以下的政策会比单一政策产生更好的效果。本部分通过分组回归,检验竞争类企业、董事会建设实施企业、混改程度较高的企业能否更早地突破“U型”拐点^[32],以此来判断国有资产证券化的政策协同效应。

1. 与国企分类改革的政策协同

国务院在2015年明确提出了分类推进国企改革,将国企分为商业类和公益类。其中,商业类可进一步分为“商业一类”(或竞争类)和“商业二类”(或特定功能类)。竞争类国企以盈利为目标,政策性负担较小,交叉补贴的可能性较低,提升企业价值的动机更强。同时,竞争类国企所处行业

的市场竞争程度更高,承受的外部压力更大,为应对市场变化,构建了较为完备的公司制度与市场体系,在证券化发展中有更强的资源整合能力。因此,国有资产证券化与企业价值创造之间呈现的“U型”关系可能在竞争类企业中更早地突破“U型”拐点。本文参考毛新述等^[23]的研究,按照是否为竞争类企业分组,重新对模型(2)回归,回归结果见表9的第(1)列~第(2)列。对于竞争类央企集团,SR²的回归系数显著为正,“U型”拐点为39.7%,较基准回归样本更早到达了拐点;而对于非竞争类央企集团,SR²的回归系数不显著。采用自助抽样(Bootstrap)500次进行了组间系数差异检验,经验P值表明竞争类央企集团和特定功能类央企集团的SR²对企业价值创造的影响存在显著差异。这表明,国有资产证券化能够与国有企业分类改革产生政策协同效应。

2. 与董事会建设的政策协同

董事会建设工作是中央企业建立和规范法人治理结构的重要举措。在董事会建设以后,央企通过外部董事的引入缓解内部人控制问题进而更加有效地监督和治理企业^[23],继而促进了国有资产证券化带来的边际收益。因此,国有企业证券化发展与企业价值创造之间呈现的“U型”关系可能在董事会建设后的中央企业中更早地突破“U型”拐点。以中央企业当年是否已进行董事会建设分组,重新对模型(2)进行回归,回归结果见表9的第(3)列~第(4)列。从表9可以看出,无论在董事会建设前还是董事会建设后的样本中,均呈现显著的“U型”关系。对于董事会建设前的样本,SR²的回归显著系数为正,“U型”拐点为51.8%;对于董事会建设后的样本,SR²的回归系数显著为正,“U型”拐点为46.1%,较董事会建设前更早地到达了拐点。组间系数差异检验显示央企董事会建设前后的SR²对企业价值创造的影响存在显著差异。这表明,国有资产证券化可与央企董事会建设产生政策协同效应。

3. 与混合所有制改革的政策协同

混合所有制改革是现阶段国有企业改革的重要内容,通过公开上市实现国有资产证券化进而

推动混合所有制改革,成为诸多国有企业的选择。一方面,混合所有制改革可以依托国有资产证券化这一载体,利用国有资产上市募股、引进外部战略投资者等形式来实现产权改革。另一方面,国有资产证券化也可以利用混合所有制的产权改革,通过逐步引入非国有资本形成合理制衡的多元股权结构,从而使得国有企业在获得外部治理的同时也优化了内部治理结构。因此,本文推测混合所有制改革与国有资产证券化相结合可以产生“1+1>2”的政策协同效应。使用央企集团所控股的上市公司前十大股东中非国有股东的持股比例的加权平均值计算得出每家央企每年的混改程度,并按其中位数进行分组重新对模型(2)进行回归,回归结果见表9的第(5)列~第(6)列。从表9可以看出,对于混改程度较高的央企集团, SR^2 的回归系数显著为正,拐点为45.0%,较基准回归样本更早到达了拐点;而对于混改程度较低的央企集团, SR^2 的回归系数不显著。组间系数差异检验结果显示高混改组和低混改组的 SR^2 对企业价值创造的影响存在显著差异。这表明,国有资产证券化能够与混合所有制改革产生政策协同效应。

表9 国有资产证券化的政策协同效应

变量	非竞争类	竞争类	董事会 建设前	董事会 建设后	低混改组	高混改组
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
SR	-1.548 (-0.91)	-2.755 ** (-2.20)	-3.457 ** (-2.54)	-5.396 *** (-4.14)	-2.185 (-1.49)	-3.367 * (-1.92)
SR^2	-0.555 (-0.26)	3.474 *** (3.01)	3.334 ** (2.46)	5.857 *** (4.38)	2.288 (1.52)	3.739 ** (2.09)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	405	651	596	451	532	507
Adj. R^2	0.73	0.67	0.73	0.76	0.70	0.72
Diff. SR^2	4.03 ***		-2.52 **		1.45 **	
P-value	0.01		0.01		0.05	

五、结论及启示

(一) 结论

国有资产证券化与企业价值创造呈现出“U型”关系,而并非简单的线性关系。在国有资产证券化过程中,集团会受到成本和收益的双重影响,在国有资产证券化初期,其边际成本大于边际收益,企业的价值创造降低;当超过某一门槛值时,其边际收益大于边际成本,企业的价值创造提高。随着国有资产证券化率的提高,异常关联交易先

增强后减弱,这是企业价值创造呈“U型”变动的原因之一。进一步分析发现,首先,央企集团使用IPO的方式提高国有资产证券化会对集团内部其他企业产生溢出效应,且该溢出效应随着国有资产证券化的提升而增大;其次,国有资产证券化对上市公司也呈现出“U型”关系,与集团公司价值创造效应的步调具有高度一致的吻合性,这说明在国有资产证券化过程中,集团所产生的效率损耗由上市公司和存续企业共担;最后,国企分类改革、董事会建设和混合所有制改革能够与国有资产证券化产生政策协同效应。

(二) 启示

第一,对于国有企业而言,一方面,在推进我国企业集团的市场化进程中,应根据企业集团功能定位、发展战略及成长路径,择时、择地、择机地推进国有资产证券化。本文得出只是一般趋势,这并不意味着对于每个特定企业而言100%国有资产证券化是最优的,不同企业的功能特征和资源禀赋不同。如一些涉及国防安全和国家机密的中央企业上市可能会产生信息暴露风险,需要视自身情况而定。同时,在剥离业务和资产以支持国企上市时,要兼顾好存续企业和上市公司的健康可持续发展,无需追求“一步到位式”的整体上市。另一方面,国有企业既要平衡登陆资本市场的成本,又要充分利用资本市场带来的机会和红利,借助多层次的资本市场推进混合所有制、盘活“沉睡”资产、探索有效路径,两者兼顾才能使国有资产证券化有效提升企业价值。

第二,对于监管部门而言,首先,根据本文的测算,2019年中央企业国有资产证券化率略低于拐点46.5%,说明在现阶段,我国的国有资产证券化仍处于不断释放资本市场能量阶段,因此国资委应继续推动国企市场化改革在更大范围和更深层次破冰破局。秉持“分类分层”基本原则,在紧密结合企业功能定位的基础上正确处理好整体上市与辅业分离、整合重塑等配套改革的关系,有序推进国有资产证券化工作。其次,国资委可以为国企创建一个良好的平台,帮助国有企业剥离不良资产,指导并承接国有资产证券化过程中的一些阻碍,使国企尽可能低成本地实现整体上市的

部署。目前的国有资本投资运营公司在一定程度上承担了这样的角色,但落实力度仍然不足。最后,证监会在持续优化资本市场功能定位、支持国企改革的同时,也要保持各方利益平衡,为国企上市公司提供优质土壤,推进国有资本布局优化和结构调整,提升国有资本配置效率。

参考文献:

- [1]江州,李富强,董直庆,等. 竞争、产权和我国国有企业治理效率的实证检验[J]. 中国软科学, 2007(12): 122-129.
- [2]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, 35(3): 17-30.
- [3]辜胜阻, 庄芹芹. 资本市场功能视角下的企业创新发展研究[J]. 中国软科学, 2016(11): 4-13.
- [4]黄清. 国有企业整体上市研究: 国有企业分拆上市和整体上市模式的案例分析[J]. 管理世界, 2004(2): 126-130.
- [5]于左. 从企业集团的边界看中央企业集团整体上市[J]. 经济管理, 2008(3): 20-26.
- [6]吴剑峰, 丁沂昕, 雷震, 等. 存续企业如何实现组织身份变革: 基于海油发展的纵向案例研究[J]. 管理世界, 2022, 38(7): 212-236.
- [7]郑志刚, 朱光顺, 李倩, 等. 双重股权结构、日落条款与企业创新: 来自美国中概股企业的证据[J]. 经济研究, 2021, 56(12): 94-110.
- [8]文宗瑜, 张晓杰. 国企整体上市的模式及资产定价[J]. 国有资产管理, 2008(3): 63-67.
- [9]李国义, 杨果. 制约我国地方性国有资产证券化的因素与对策研究[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2012(2): 3-9.
- [10]宋吉文, 黄慧颐, 佟岩. 整体上市能改善公司业绩吗: 基于因子分析法的经验数据[J]. 科学决策, 2015(1): 45-61.
- [11]佟岩, 刘勋. 定向增发整体上市、分析师关注与盈利预测[J]. 经济与管理研究, 2016, 37(4): 136-144.
- [12]李哲, 何佳. 中国国有企业的改制上市模式与发行效率[J]. 管理评论, 2008(5): 9-14.
- [13]魏成龙, 许萌, 郑志, 等. 国有企业整体上市绩效及其影响因素分析[J]. 中国工业经济, 2011(10): 151-160.
- [14]MORTAL S, REISEL N. Capital allocation by public and private firms [J]. Journal of financial and quantitative analysis, 2013, 48(1): 77-103.
- [15]GILJE E P, TAILLARD J P. Do private firms invest differently than public firms? taking cues from the natural gas

industry [J]. The journal of finance, 2016, 71(4): 1733-1778.

- [16]黎文靖, 严嘉怡. 谁利用了内部资本市场: 企业集团化程度与现金持有[J]. 中国工业经济, 2021(6): 137-154.
- [17]JIAN M, WONG T J. Propping through related party transactions[J]. Review of accounting studies, 2010, 15(1): 70-105.
- [18]史永, 李思昊. 关联交易、机构投资者异质性与股价崩盘风险研究[J]. 中国软科学, 2018(4): 123-131.
- [19]肖红军. 国有资本运营公司改革进展与深化方向[J]. 改革, 2021(11): 42-61.
- [20]朱小能, 苏皓, 郝一珩. 资产证券化盘活存量资产: 基于微观企业视角[J]. 世界经济, 2022, 45(10): 160-184.
- [21]王聰, 王凤彬. 大型国有企业集团总部对成员单位控制体系的构型研究: 基于 102 家中央企业的定性比较分析[J]. 南开管理评论, 2018, 21(6): 185-197.
- [22]徐玉德, 杨晓璇, 刘剑民. 信息化密度、社会信任与企业价值创造[J]. 中国软科学, 2022(1): 98-110.
- [23]毛新述, 翟慧君, 郑登津. 央企董事会建设与企业投资[J]. 会计研究, 2022(2): 99-116.
- [24]HAANS R F, PIETERS C, HE Z L. Thinking about U: theorizing and testing U-and inverted U-shaped relationships in strategy research[J]. Strategic management journal, 2016, 37(7): 1177-1195.
- [25]胡海峰, 窦斌, 王爱萍. 企业金融化与生产效率[J]. 世界经济, 2020, 43(1): 70-96.
- [26]CORANGGIA J, LI J Y. The value of access to finance: evidence from M&As [J]. Journal of financial economics, 2019, 131(1): 232-250.
- [27]LIN C, LIU H, NI C, et al. State controlling shareholders and payout policy[J]. Journal of financial and quantitative analysis, 2023, 58(5): 1943-1972.
- [28]邓建平, 曾勇, 何佳. 关联并购重组: 根源与后果[J]. 管理学报, 2011, 8(8): 1238-1246.
- [29]张洪辉, 章琳一, 张蕊. 内部控制与关联交易: 基于效率促进观和掏空观分析[J]. 审计研究, 2016(5): 89-97.
- [30]吴秋生, 李喆赟, 杨瑞平. 分红力度、资本混合度与国企资产保值增值[J]. 经济管理, 2023, 45(2): 170-187.
- [31]毛新述, 王斌, 林长泉, 等. 信息发布者与资本市场效率[J]. 经济研究, 2013, 48(10): 69-81.
- [32]王林辉, 王辉, 董直庆. 经济增长和环境质量相容性政策条件: 环境技术进步方向视角下的政策偏向效应检验[J]. 管理世界, 2020, 36(3): 39-60.

(本文责编: 海 洋)