

分类改革提升了竞争类国企的投资效率吗？

朱滔 占梦婷

摘要：本文以2015年国企分类改革为准自然实验，考察分类改革对竞争类国企投资效率的影响。研究发现，分类改革显著提升了竞争类国企的投资效率，且投资效率的改善主要表现为对过度投资的抑制。考虑行业竞争程度的差异后发现，分类改革对竞争类国企投资效率的提升仅存在于低竞争行业中，并且这些公司的经营业绩在改革后也得到了显著提高。考虑地区差异后发现，在政府干预程度较高的地区，分类改革显著提升了国企的投资效率。作用机制分析发现分类改革显著改善了国企的股东治理，但未发现分类改革显著改善国企高管薪酬激励。本文从投资效率的视角为分类改革实施的积极效果提供了经验证据支持，同时也为深化分类改革提出了建议。

关键词：国企分类改革；行业竞争；投资效率；股权多元化

中图分类号：F272 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2021)01-0045-13

一、引言

国企改革对于建立社会主义市场经济体制，促进经济持续健康发展，巩固社会主义制度具有重大意义。早期的国企改革内容主要包括“放权让利”、明晰产权关系和建立现代企业制度等(高明华等, 2014; 魏明海等, 2017)。通过系列改革，国企实力得到显著增强，但仍面临着诸多挑战，其中很重要的一个问题是国企功能定位不清，导致改革目标模糊，衍生出政企不分、监管政策容易一刀切等诸多问题(高明华等, 2014; 魏明海等, 2017)。2015年8月，中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，提出分类推进国企改革的总体要求。为落实中央精神，同年12月，国资委、财政部、发改委印发《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》(以下简称《分类指导意

见》)。国企分类改革顶层设计方案正式出台，标志着国企改革进入分类监管和治理的新时期(魏明海等, 2017)。

从学术研究领域来看，尽管不同学者提出的具体分类方法有所不同，但结合国企功能定位，实施分类监管和治理的思路得到普遍认同(杨瑞龙等, 1998; 李维安等, 2010; 黄群慧和余菁, 2013; 高明华等, 2014; 魏明海等, 2017)。但迄今，学术界对国企分类改革的实施效果仍关注不够，大样本实证研究尤为匮乏。鲜有实证文献从分类改革政策实施前后国企投资决策效率变化的视角考察分类改革的实施效果。分类改革是否提升了国企投资决策的效率？是否带来国企经营业绩的切实改善？还存在怎样的问题？对这些问题的研究，不仅可以为分类改革政策实施的成效提供直接经验证据，更重要的是，通过对分类改革作用途径的研究，能够帮助识别分类改革实施中应重点着力

收稿日期：2020-08-24

基金项目：国家自然科学基金项目(71672076)；暨南远航计划(15JNYH008)；财政部“全国高端会计人才培养工程”项目

作者简介：朱滔，暨南大学管理学院教授，博士生导师；

占梦婷，暨南大学管理学院硕士研究生。

的方向,因而具有重要的意义。

鉴于此,本文以2015年《分类指导意见》的实施为准自然实验,以竞争类国企为实验组,以不受政策影响的民企作为控制组,采用双重差分模型,考察分类改革对国企投资效率的影响,以及其作用途径和经济后果。《分类指导意见》将国企界定为商业类和公益类两大类,其中商业类可细分为竞争类和特定功能类。之所以选择竞争类国企作为实验组,是因为竞争类国企是分类改革中市场化改革导向最为明确的一类(魏明海等,2017;陈霞等,2017),对于竞争类国企而言,股权结构强调相对多元化,绩效考核强调经营业绩指标,薪酬激励强调与经营业绩挂钩,引入市场标准。因此,选择竞争类国企能够明确建立起分类改革与国企投资效率之间的理论逻辑。本文研究发现分类改革显著提升了竞争类国企的投资效率,主要表现为对过度投资的有效抑制。考虑改革前行业竞争程度的差异后发现,分类改革对竞争类国企投资效率的提升仅在低竞争行业中显著,并且,这些公司的经营业绩在分类改革后也得到了显著改善。考虑地区差异后发现,在政府干预程度较高的地区,分类改革显著提升了竞争类国企的投资效率。作用机制分析发现分类改革显著改善了国企的股东治理,但没有证据表明分类改革能够显著改善国企高管薪酬激励安排。

本文贡献主要体现在:第一,丰富了分类改革政策经济后果的相关研究。分类改革作为国企改革的关键环节,其实施效果有待检验,本文为国企分类改革实施提升竞争类国企的投资决策效率提供了直接的经验证据支持。第二,丰富了企业投资效率影响因素的相关研究。已有研究文献从多角度对投资效率的影响因素进行了广泛研究,例如委托代理视角(吕长江和张海平,2011;陈效东等,2016)、政府干预视角(钟海燕等,2010;Chen等,2011)、地区治理环境视角(李延喜等,2015)、管理者特征视角(李焰等,2011;Lai和Liu,2018)、融资约束视角(Denis和Valeriy,2010;申慧慧等,2012)、绩效考核方式视角(池国华等,2016)等。相比于以往文献,本文利用分类改革这一准自然实验,缓解以往研究中难以解决的内生性问题,考察分类改革对竞争类国企投资效率的影响,为研究监管方式变化对国企微观投资行为的影响提供了经验参考。

二、政策背景、理论分析与研究假设的提出

(一)政策背景

改革开放以来,国企经历了利改税、承包经营责任制、

租赁制、股份制试点等系列改革(王东京,2019;黄速建等,2019)。2015年开始实施的分类改革以国企功能界定与分类为基础,采用分类监管、分类定责和分类考核的新思路,推动国企改革进入分类监管和治理的新时期。随后,2017年开启了以混合所有制改革为核心的新一轮国企改革。本文以分类改革为准自然实验,考察其对竞争类国企投资效率的影响。

结合国企在经济社会发展中的作用,《分类指导意见》将国企界定为商业类和公益类两大类,其中商业类可细分为竞争类和特定功能类。竞争类是指主业处于充分竞争行业和领域的商业类国企,竞争类国企也是分类改革中市场化改革导向最为明确的一类(魏明海等,2017;陈霞等,2017)。其改革措施主要涵盖以下几个方面:第一,减少政府干预,分类改革要求坚持以“管资本”为主,加强对国有资产的监管,同时落实和维护上市公司董事会的法定权利,保障经理层经营自主权,这意味着监管部门需要通过法人治理结构来履职和体现出资人意志,而不是直接插手企业的经营行为(中国宏观经济分析与预测课题组,2017)。第二,股东治理层面,《分类指导意见》强调积极引入其他资本,实现股权多元化,有助于打破国企普遍存在的“一股独大”问题,形成股东之间相互制衡的股权结构。第三,高管激励层面,《分类指导意见》要求重点落实和维护上市公司董事会的法定权利,包括重大决策、选人用人、薪酬分配等权利,积极推行职业经理人制度。与此相适应,在定责考核方面,强调建立以经营业绩为核心的考核评价体系,重在增强竞争类国企自身的市场竞争能力。

综上,对于竞争类国企而言,《分类指导意见》要求减少直接的行政干预,建立多元化的股权结构,并建立以培育市场竞争能力为导向的高管薪酬和考核体系。治理机制的完善必然会对国企的重大投资决策产生重要影响,因此,分类改革为研究国资监管模式变化如何影响国企投资决策效率提供了难得的研究机会。

(二)理论分析与假设提出

1. 分类改革与竞争类国企的投资效率

首先,股东治理层面。俞红海等(2010)研究发现,股权的过度集中导致公司过度投资,如果控股股东控制权与现金流权分离程度提高,过度投资会进一步加剧。同时,在监督约束机制不完善时,“一股独大”很容易带来关联交易、关联担保和资金占用等诸多问题(洪剑峭和薛皓,2009;Jiang等,2010)。而引入外部股东,形成相互制衡的股权结

构,则有助于改善公司投资决策,提高公司价值。Maury和Pajuste(2005)研究发现当公司存在多个大股东时,股东之间的相互制衡能够提升公司价值。陈德萍和陈永圣(2011)研究发现其他大股东对控股股东的制衡能力越大,公司价值越高。窦炜等(2011)研究发现当多个大股东相互监督时,企业的过度投资行为将得到有效抑制。曾志远等(2018)研究发现基金持股能够形成对控股股东侵占行为的有效约束。这些研究表明,股权多元化可以增强对控股股东的约束与制衡,改善股东治理,从而提高公司的投资决策效率。

对于竞争类国企而言,分类改革要求加强国有股权的流转,增加股权多元化,必然带来股东之间利益的重新分配,有利于形成多个大股东相互制衡的股权结构,从而缓解国企的非效率投资问题(谭庆美等,2015)。因此,本文预期分类改革可以降低股权过度集中带来的非效率投资问题,从而提升国企的投资效率。

其次,高管薪酬激励是缓解委托人和代理人利益冲突的重要手段(Jensen和Meckling,1976),但在我国,“晋升激励+薪酬管制”的激励组合往往是国企高管的一种低成本激励方式选择(王东京,2019)。辛清泉等(2007)研究发现,国企高管激励不足是引发国企过度投资的重要诱因。吕长江和张海平(2011)研究发现股权激励的实施有助于抑制公司的非效率投资行为。陈效东等(2016)的研究发现激励型股权激励能够抑制公司非效率投资,非激励型没有这个作用。徐倩(2014)研究发现股权激励措施对不确定环境引起的管理者非效率投资行为有显著的抑制作用。

对于竞争类国企而言,分类改革要求落实和维护上市公司董事会的选人用人、薪酬分配等权利,积极推行职业经理人制度,增加市场化聘用的高管。市场聘用高管的引入将提高高管薪酬契约的有效性,有助于建立责权利相统一的激励机制,从而缓解国企的非效率投资问题。

综上,对于竞争类国企而言,分类改革倡导改善股东治理、加强高管市场化聘用和考核,均有助于提升国企投资决策效率。据此,提出如下假设:

假设1:分类改革政策将提高竞争类国企的投资效率。

2. 行业竞争程度对分类改革与竞争类国企投资效率的影响

市场竞争程度作为公司外部治理环境,对公司的投资决策有重要的影响(Jiang等,2015),因此,本文预期分类改革的实施效果在不同竞争程度的行业中存在差异。

首先,已有文献发现股权制衡在低竞争行业中能够发挥更为重要的监督与约束作用。周瑜胜和宋光辉(2016)研究发现股权制衡度对过度投资、大股东负向影响、公司研发投入不足的抑制作用在低竞争行业中更显著。柳筱瑛(2014)研究发现,股权制衡在低竞争行业可以有效地抑制自由现金流的过度投资,而在高竞争行业中效果并不显著。

其次,在市场竞争程度低的行业中,可能存在更为严重的高管代理问题,而高管薪酬激励可以缓解这一代理冲突。研究发现在竞争程度较低的行业中,国企业绩受更多非市场因素影响,模糊了高管努力程度与企业绩效之间的因果关系,高管薪酬与业绩之间的联系更弱(刘凤委等,2007)。支晓强等(2014)研究发现,在竞争程度较低的行业中,高管更倾向于通过模仿其他公司股权激励方案,以增加自利性股权激励方案顺利通过的可能性。江伟(2011)研究发现在低竞争行业中,企业的外部治理机制相对较弱,高管权力对薪酬契约的影响较强,更倾向于把薪酬定在等于或高于相似公司薪酬的平均值上。当这些公司普遍采用这一做法时,容易导致高管薪酬螺旋式增长。

由于分类改革能够从改善股东治理和高管激励等方面完善竞争类国企的内外部治理机制,结合以上分析,本文预期在竞争程度更低的国企中,分类改革对投资决策效率的改善作用更为显著。据此,提出如下假设:

假设2:分类改革政策对竞争类国企投资效率的提升作用在低竞争行业中更为显著。

三、研究设计

(一)数据与样本

本文选择分类改革政策实施前后三年(2012~2018年)的A股上市公司作为原始样本,根据研究需要,对样本做如下筛选:(1)保留竞争类行业的国有企业样本;(2)剔除关键变量缺失的公司样本;(3)剔除ST、*ST公司样本;(4)剔除了2015年以后上市的公司样本;(5)参考陈运森和黄健峤(2019)的处理,鉴于政策发生当年的不确定性较大,剔除了分类改革当年(2015年)的公司样本。

在此基础上,将竞争类上市国企作为实验组,采用倾向得分匹配法(PSM),根据分类改革前3年(2012~2014年)的总资产、资产负债率、总资产收益率、成长性、现金及现金等价物比率、董事会规模、独立董事比例作为配对变量,通过1比1近邻匹配,选取得分最接近的上市民企作为控制样本组,最终得到5627个有效样本,其中实验组2481

个样本观测值,控制组3 146个样本观测值^①。另外,本文对所有连续变量进行了上下1%的缩尾处理。

(二)研究变量与模型设定

1. 研究变量

(1)竞争类国企。本文借鉴魏明海等(2017)的做法,采用公司行业代码作为竞争类国企的划分依据,具体而言,依据证监会2012年行业分类标准,将行业代码为A01-A05、B10-B12、C13-15、C17-24、C26-30、C33、C35、C39-43、E47、E49-50、F、H、K、L、R88-89的公司划分为竞争类。

(2)投资效率。本文借鉴Richardson(2006)和刘慧龙等(2014)的做法设定如下模型:

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{it-1} + \beta_2 Lev_{it-1} + \beta_3 Cash_{it-1} + \beta_4 Age_{it-1} + \beta_5 Size_{it-1} + \beta_6 Ret_{it-1} + \beta_7 Inv_{it-1} + Ind + Year + \epsilon_{it} \quad (1)$$

其中,Inv代表新增投资,等于“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金+投资支付的现金-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-收回投资收到的现金”除以总资产。Ret代表公司股票年收益率。上述模型的残差绝对值

代表非效率投资水平,记为Abinv,该指标值越大代表投资效率越低。若残差大于零,代表过度投资,记为Over;如果残差小于零,代表投资不足,记为Under。

(3)实验组(Treat)和政策时间(Post)。在样本期间内,竞争类国企样本Treat取1,根据PSM匹配的民企样本Treat取0。2015年政策实施后的年份(2016~2018年)Post取1,实施前的年份(2012~2014年)Post取0。

(4)行业竞争程度。借鉴Nickell(1996)、陈志斌等(2015)的做法,使用行业主营业务利润率的标准差划分行业竞争程度,根据分类改革前一年(2014年)的数据,首先,计算行业主营业务利润率的标准差,即行业内所有公司主营业务利润率的标准差,然后,计算行业主营业务利润率标准差的均值,将标准差大于均值的行业划分为高竞争行业,其余划分为低竞争行业。

(5)控制变量。借鉴投资效率的相关文献(刘慧龙等,2014;池国华等,2016;陈运森和黄健峤,2019),设定如下控制变量,包括公司财务特征类变量和公司治理类变量。公司财务特征类变量有:公司成长性(Growth),等于营业收入增长率;资产负债率(Lev),等于总负债除以总资产;现金持有水平(Cash),等于现金及现金等价物除以总

表1 描述性统计结果

变量	观测数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Abinv	5 627	0.062	0.078	0.000	0.040	0.669
Over	2 436	0.081	0.105	0.000	0.045	0.669
Under	3 191	0.048	0.043	0.000	0.037	0.296
Post	5 627	0.506	0.500	0.000	1.000	1.000
Treat	5 627	0.441	0.497	0.000	0.000	1.000
Growth	5 627	0.225	0.682	-0.636	0.103	4.655
Lev	5 627	0.482	0.211	0.051	0.481	1.000
Cash	5 627	0.153	0.118	0.006	0.120	0.714
Size	5 627	22.150	1.205	19.000	22.080	25.810
ROA	5 627	0.031	0.058	-0.228	0.028	0.217
Age	5 627	14.070	6.033	2.000	15.000	28.000
MShare	5 627	0.024	0.077	0.000	0.000	0.614
First	5 627	32.910	14.230	8.716	30.560	75.100
Dual	5 627	0.781	0.414	0.000	1.000	1.000
Board	5 627	8.637	1.566	5.000	9.000	15.000
Indep	5 627	0.372	0.054	0.308	0.333	0.571

①由于采用改革前3年的数据进行匹配,实验组公司在不同年份可能匹配上不同的控制样本公司,导致控制样本组数量多于实验组样本数量。在稳健性检验中,发现本文的匹配方法满足平行趋势假设。

表2 分类改革对竞争类国企投资效率的影响

	Abinv	Over	Under
Post × Treat	-0.012*** (-3.11)	-0.020** (-2.16)	-0.001 (-0.31)
Growth	-0.002 (-1.40)	-0.005 (-1.32)	-0.000 (-0.33)
Lev	-0.001 (-0.09)	0.031 (1.35)	0.022** (2.45)
Cash	0.034*** (2.60)	0.107*** (3.27)	-0.010 (-1.01)
Size	-0.037*** (-14.14)	-0.074*** (-13.04)	-0.010*** (-4.36)
ROA	0.057** (2.30)	0.128** (2.22)	0.026 (1.34)
Age	-0.011*** (-3.38)	-0.020*** (-2.81)	-0.005** (-2.08)
MShare	0.061** (2.09)	0.224*** (3.21)	-0.022 (-0.91)
First	0.000 (0.81)	0.000 (0.01)	0.000 (0.04)
Dual	0.002 (0.65)	0.004 (0.49)	0.002 (0.66)
Board	0.001 (0.77)	0.001 (0.18)	-0.001 (-0.65)
Indep	-0.013 (-0.35)	-0.208** (-2.33)	0.002 (0.09)
常数项	0.973*** (14.47)	1.947*** (13.06)	0.311*** (5.61)
Year& Firm	控制	控制	控制
N	5 627	2 436	3 191
R ²	0.070	0.144	0.048

注：括号内为t值，***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著

资产；公司规模 (Size)，等于总资产的自然对数；公司业绩 (ROA)，等于净利润除以总资产；上市年龄 (Age)，等于当前年份减上市年份。公司治理类变量有：管理层持股比例 (MShare)；第一大股东持股比例 (First)；两职合一 (Dual)，董事长和总经理两职分离为1，否则为0；董事会规模 (Board)；独立董事比例 (Indep)。此外，模型中还包含年度虚拟变量 (Year) 和公司固定效应 (Firm)。为缓解内生性问题，控制变量均采用滞后一期值。

2. 模型设定

本文采用倾向得分匹配的双重差分 (PSM-DID) 模型对研究假设进行检验，模型如下：

$$Inveff_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Post_t \times Treat_t + \sum \beta_k Control_{i,k,t-1} + Year + Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中，Inveff 代表投资效率，分别以 Abinv、Over 和 Under 来衡量；Post 是政策实施时间虚拟变量；Treat 是实验组虚拟变量；Control 代表所有的控制变量。模型还控制了时间趋势效应 (Year) 和公司固定效应 (Firm)。如果假设 1 成立，那么 β_1 为负。假设 2 的检验，依据行业竞争程度高低分组回归，关注系数 β_1 在组间的差异。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

变量的描述性统计结果见表 1。Abinv 的均值为 0.062，显示非效率投资的平均水平达到了总资产规模的 6.2%。其最小值为 0，最大值为 66.9%，说明样本公司的投资效率存在明显差异。Over 的均值为 8.1%，Under 均值 4.8%，表明平均意义上，过度投资水平高于投资不足。Treat 均值为 0.441，说明 PSM 配对后，实验组和控制组基本平衡。此外，本文也考察了变量之间的相关系数，发现变量之间均不存在高度线性相关性 (限于篇幅，结果未列示)。

(二) 回归结果与分析

1. 分类改革与竞争类国企的投资效率

从表 2 的回归结果显示，Post × Treat 的系数在非效率投资水平 (Abinv) 的回归中显著为负，表明分类改革后，竞争类国企相较于控制样本组公司投资效率显著提升。Post × Treat 的系数在过度投资 (Over) 的回归中显著为负，而在投资不足 (Under) 的回归中不显著，表明投资效率的改善主要表现为对过度投资的有效抑制。结合之前研究文献发现的国企普遍存在过度投资问题 (俞红海等，2010；池国华等，2016；孙晓华等，2016)，表 2 的结果表明分类改革显著降低了竞争类国企的过度投资，投资效率得到了显著提升。

2. 行业竞争程度对分类改革与竞争类国企投资效率的影响

表 3 列示了不同竞争程度的行业中，分类改革对竞争类国企投资效率的影响。在高竞争行业中，Post × Treat 的系数均不显著，在低竞争行业中，Post × Treat 的系数在 Abinv 和 Over 的回归中显著为负，且高竞争行业和低竞争行业两组间的回归系数差异显著，表明投资效率的提升主

表3 行业竞争程度、分类改革与竞争类国企的投资效率

	高竞争行业			低竞争行业		
	(1) Abinv	(2) Over	(3) Under	(4) Abinv	(5) Over	(6) Under
Post × Treat	-0.006 (-1.12)	0.006 (0.41)	-0.006 (-1.51)	-0.021*** (-3.61)	-0.049*** (-3.65)	0.004 (0.76)
Growth	-0.002 (-0.72)	-0.006 (-1.08)	-0.002 (-1.14)	-0.003 (-1.24)	-0.004 (-0.65)	0.001 (0.58)
Lev	-0.012 (-0.84)	0.020 (0.63)	0.014 (1.07)	0.004 (0.26)	0.017 (0.52)	0.035*** (2.61)
Cash	0.021 (1.18)	0.068 (1.55)	-0.006 (-0.49)	0.044** (2.21)	0.123** (2.44)	-0.012 (-0.83)
Size	-0.029*** (-8.00)	-0.054*** (-6.48)	-0.011*** (-3.31)	-0.046*** (-11.73)	-0.094*** (-11.66)	-0.008** (-2.44)
ROA	0.038 (1.13)	0.148* (1.72)	0.010 (0.42)	0.075** (2.02)	0.118 (1.47)	0.046 (1.50)
Age	0.004*** (3.71)	0.007*** (2.59)	0.002*** (3.20)	0.006*** (5.55)	0.015*** (6.00)	0.001 (1.27)
MShare	0.021 (0.58)	0.152 (1.64)	-0.050* (-1.77)	0.119** (2.41)	0.305*** (2.84)	0.022 (0.54)
First	0.000 (1.55)	0.001 (1.07)	0.000 (1.40)	-0.000 (-0.26)	-0.001 (-0.88)	-0.000 (-1.06)
Dual	0.003 (0.69)	0.009 (0.70)	0.003 (0.89)	0.002 (0.29)	-0.003 (-0.22)	0.001 (0.35)
Board	-0.000 (-0.15)	0.001 (0.16)	-0.001 (-0.68)	0.002 (1.11)	-0.001 (-0.14)	-0.001 (-0.34)
Indep	-0.067 (-1.30)	-0.225* (-1.69)	0.008 (0.21)	0.033 (0.63)	-0.219* (-1.79)	-0.006 (-0.16)
常数项	0.657*** (8.45)	1.191*** (6.78)	0.235*** (3.42)	0.936*** (11.32)	1.998*** (11.54)	0.204*** (2.89)
Year& Firm	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	2 861	1 225	1 636	2 766	1 211	1 555
R ²	0.055	0.093	0.063	0.092	0.211	0.055
Difference Test	(4)-(1)		(5)-(2)		(6)-(3)	
Difference	-0.015*		-0.054**		0.010	
P-value	0.060		0.014		0.131	

注：括号内为t值，***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著

要表现为对过度投资的抑制，并且在低竞争行业更为显著，支持假设2。

五、进一步分析

(一) 地区政府干预的异质性分析

政府对经营决策的过度干预是国企非效率投资的重要诱因(梅丹, 2009; 李延喜等, 2015)。李延喜等(2015)研

究发现,为实现促进当地经济发展、维持社会稳定等目标,政府会进行干预,这种干预显著降低了上市公司所处地区的投资效率。Chen等(2011)、孙晓华和李明珊(2016)研究发现政府干预显著加剧了国企的过度投资问题,降低了投资效率。

对于竞争类国企而言,分类改革强调国资从“管人管事管资产”向“管资本”转变(黄速建等, 2019),减少对国

表 4 政府干预程度、分类改革与竞争类国企的投资效率

	政府干预程度低的地区			政府干预程度高的地区		
	(1) 全样本	(2) 高竞争	(3) 低竞争	(4) 全样本	(5) 高竞争	(6) 低竞争
Post × Treat	-0.007 (-1.23)	-0.014 (-1.63)	-0.007 (-0.78)	-0.018** (-2.46)	-0.001 (-0.19)	-0.037*** (-2.94)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year&Firm	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	2 851	1 446	1 405	2 776	1 415	1 361
R ²	0.063	0.057	0.095	0.085	0.069	0.116
Difference Test		(4)-(1)	(5)-(2)	(6)-(3)	(3)-(2)	(6)-(5)
Difference		-0.011**	0.004	-0.030**	0.007	-0.336***
P-value		0.023	0.119	0.023	0.270	0.007

注：括号内为 t 值，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著；Control 代表全部控制变量

表 5 分类改革对股权制衡度和大股东利益侵占的影响

	Zscore			Occupy		
	(1) 全样本	(2) 高竞争	(3) 低竞争	(4) 全样本	(5) 高竞争	(6) 低竞争
Post × Treat	0.109*** (2.77)	0.078 (1.37)	0.106** (1.97)	-0.001*** (-7.50)	-0.000 (-1.48)	-0.001*** (-4.68)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year&Firm	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5 365	2 729	2 636	5 627	2 861	2 766
R ²	0.024	0.038	0.023	0.040	0.094	0.046
Difference Test		(3)-(2)		(6)-(5)		
Difference		0.028		-0.001***		
P-value		0.327		0.000		

注：括号内为 t 值，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著；Control 代表全部控制变量

企业经营决策的直接干预，保障董事会法定权利和经理层经营自主权，辅以经营业绩为核心的考核评价体系，将有助于引导国企投资决策从追求规模扩张转向追求经济效益。因此，本文预期在政府干预程度高的地区，分类改革对竞争类国企投资效率的提升效果更为显著。

另外，政府管制是行业壁垒形成的重要原因 (Demsetz, 1982)，一些国企正是由于行业准入管制才获得了巨大优势，当管制降低或者取消时，将迫使这些企业做出改变。与此同时，在低竞争程度行业中，维持企业经营和运作所需的专业知识和成本也更少，往往伴随着更严重的政府干预。本文预期在低竞争行业中，政府干预的减少将显著改善竞争类国企所面临的外部竞争环境，促使国企投资决策效率的提升。

因此，根据分类改革前公司注册所在地的政府干预程

度将公司分成政府干预程度低组和政府干预程度高组，考察在政府干预程度不同的地区，分类改革对国企投资效率影响的差异。政府干预程度指标采用王小鲁等 (2017) 计算的政府和市场的关系指数，回归结果见表 4。表 4 显示在政府干预程度较高的地区，分类改革显著提升了竞争类国企的投资效率，并且，投资效率的提升主要出现在竞争程度较低的行业，和理论分析预期相一致。另外，组间回归系数差异结果显示，无论是政府干预程度高低分组还是行业竞争程度高低分组，都支持上述结论。

(二) 作用途径分析

理论分析认为分类改革可以通过改善股东治理和改善高管薪酬激励两条路径提升国企投资效率，接下来分别对两条可能的影响途径进行逐一检验。

1. 股东治理

表6 分类改革对高管薪酬业绩敏感性的影响

	(1) Pay 全样本	(2) Pay 高竞争	(3) Pay 低竞争
ROA	0.501*** (3.11)	0.799*** (3.48)	0.154 (0.67)
Post × Treat	-0.108*** (-5.49)	-0.149*** (-5.34)	-0.077*** (-2.64)
ROA × Post	-0.263 (-1.47)	-0.473* (-1.88)	-0.017 (-0.07)
ROA × Treat	1.107*** (4.16)	0.252 (0.53)	1.657*** (4.89)
ROA × Post × Treat	-0.334 (-1.08)	0.784 (1.57)	-0.986** (-2.42)
Control	控制	控制	控制
Year& Firm	控制	控制	控制
N	5 617	2 857	2 760
R ²	0.370	0.387	0.363
Difference Test	(3)-(2)		
Difference	-1.770**		
P-value	0.013		

注：括号内为t值，***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著；Control代表全部控制变量

股权结构是影响公司治理机制形成的重要因素，也是股东治理的核心(李维安等，2010)。为检验分类改革是否改善了股东治理，本文考察了分类改革对竞争类国企股权制衡程度和控股股东利益侵占的影响。其中，股权制衡度(ZScore)使用第二大到第十大股东持股比例之和除以第一大股东持股，该值越大代表股权制衡度越高。控股股东利益侵占(Occupy)使用其他应收款占总资产比例来衡量(Jiang等，2010；白云霞等，2013)，回归结果见表5。

在股权制衡度的回归中，Post × Treat的回归系数显著为正，表明分类改革后，竞争类国企的股权制衡度显著提高，且股权制衡的提高仅显著存在于竞争程度较低的行业中，与分类改革后低竞争行业的投资效率显著提升的经验证据相一致。同时，从股东治理的结果来看，Post × Treat的回归系数在控股股东利益侵占的回归中显著为负，表明分类改革后，竞争类国企控股股东侵占上市公司利益的问题得到有效遏制，类似地，对控股股东利益侵占的抑制作用主要出现在竞争程度较低的行业中，并且行业竞争程度高低两组回归系数在1%的水平上存在显著差异。总的来说，表5

的结果表明分类改革通过改善股东治理，即提高股权制衡度和抑制控股股东利益侵占影响竞争类国企的投资效率。

2. 高管薪酬激励

高管薪酬激励是缓解委托代理冲突的重要手段(Jensen和Meckling, 1976)，有效的薪酬激励制度能够改善公司投资决策的效率(吕长江和张海平，2011；陈其安等，2013；徐倩，2014)。但在国企中，由于经营目标的多元化，需要兼顾社会责任和经济责任，导致高管薪酬安排一直是困扰国企改革的重点问题(高明华等，2014)。本文预期分类改革将强化竞争类国企高管薪酬与业绩之间的联系，提高高管薪酬业绩敏感性。与此同时，行政任命的高管和市场化聘用的高管采取差异化的考核标准和薪酬决定机制，这将增加高管团队内部以及高管与员工之间的薪酬差距。为此，本文还考察了分类改革前后高管团队内部薪酬差距、高管员工薪酬差距和高管股权激励的变化，以期对分类改革是否改善了竞争类国企高管的薪酬激励安排进行较全面的检验。

首先，表6报告了分类改革前后国企高管薪酬业绩敏感性的变化。其中，高管薪酬(Pay)采用“前三名高管薪酬”平均值的自然对数(辛清泉等，2007；杨青等，2018)。在全样本回归中，竞争类国企(Treat=1)在分类改革前(Post=0)的高管薪酬业绩敏感性等于公司业绩(ROA)的系数加上ROA × Treat的系数，系数均显著为正，表明分类改革前，竞争类国企已经建立起了与业绩相联系的薪酬体系；ROA × Treat显著为正，表明分类改革前国企高管薪酬业绩敏感性显著高于非国企；ROA × Post不显著，代表不受分类改革政策影响的民企，在分类改革前后薪酬业绩敏感性没有显著变化；Treat × Post显著为负，代表竞争类国企高管的薪酬水平在分类改革后显著下降，这与杨青等(2018)研究发现一致，即2014年“限薪令”后，国企高管的货币薪酬水平显著降低。ROA × Post × Treat不显著，代表分类改革前后，竞争类国企高管薪酬业绩敏感性没有显著变化。考虑行业竞争程度差异后，ROA × Post × Treat在高竞争组中不显著，在低竞争组中显著为负，表明分类改革后，高管薪酬与业绩之间的联系并未得到显著增强。

其次，表7报告了高管一员工薪酬差距、高管团队内部薪酬差距在分类改革前后的变化。高管一员工薪酬差距采用前三名高管平均薪酬除以职工平均薪酬(杨青等，2018)。借鉴Aaron等(2017)，采用高管薪酬的基尼系数(Gini Coefficient)来衡量高管团队内部的薪酬差距：

表7 分类改革对高管薪酬差距的影响

	高管-员工薪酬差距			高管团队内部薪酬差距		
	(1) 全样本	(2) 高竞争	(3) 低竞争	(4) 全样本	(5) 高竞争	(6) 低竞争
Post × Treat	-0.182 (-0.55)	-0.085 (-0.18)	-0.320 (-0.65)	0.001 (0.44)	-0.000 (-0.03)	0.003 (0.87)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year&Firm	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5 191	2 638	2 553	5 201	2 647	2 554
R ²	0.020	0.025	0.026	0.004	0.008	0.009
Difference Test	(3)-(2)			(6)-(5)		
Difference	-0.235			0.003		
P-value	0.361			0.300		

注：括号内为t值，***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著；Control代表全部控制变量

表8 分类改革对高管股权激励的影响

	高管持股比例			股权激励强度		
	(1) 全样本	(2) 竞争高	(3) 竞争低	(4) 全样本	(5) 竞争高	(6) 竞争低
Post × Treat	0.001 (0.58)	0.003 (1.28)	-0.001 (-0.61)	0.001 (0.14)	0.012 (0.94)	-0.011 (-0.95)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year&Firm	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5 627	2 861	2 766	5 192	2 638	2 554
R ²	0.049	0.059	0.052	0.076	0.081	0.092
Difference Test	(3)-(2)			(6)-(5)		
Difference	-0.004			-0.023		
P-value	0.110			0.120		

注：括号内为t值，***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著；Control代表全部控制变量

$$\text{薪酬基尼系数} = \frac{\text{MaxPay}_{i,t} - \text{MinPay}_{i,t}}{\text{MaxPay}_{i,t} + \text{MinPay}_{i,t}} \quad (3)$$

其中，MaxPay_{it}是公司i在t年薪酬水平最高的高管的薪酬，MinPay_{it}是公司i在t年薪酬水平最低的高管的薪酬。

表7显示，Post × Treat在所有回归和组间差异检验中均不显著，表明虽然分类改革要求积极引进市场化聘用的高管，对不同类别高管采取差异化的薪酬激励，但从实际效果来看，分类改革后高管团队内部以及高管—员工薪酬差距均未显著变化。

最后，表8报告了分类改革前后，竞争类国企高管股权激励的变化。其中，股权激励强度借鉴 Bergstresser 和 Philippon (2006)，采用股价变动1%带来的股权价值变动占全部报酬的比重来计量，计算公式如下：

$$\text{股权激励强度} = \frac{\text{高管持股比例} \times \text{股价} \times 1\%}{\text{高管持股比例} \times \text{股价} \times 1\% + \text{高管现金薪酬}} \quad (4)$$

表8的结果显示，分类改革前后竞争类国企的高管持股比例和股权激励强度均没有显著变化，结合已有文献发现的国企高管普遍存在股权激励不足的现状(高明华等，2014；魏明海等，2017)，表8的结果表明竞争类国企高管股权激励尚难以发挥引导高管关注公司长期价值的作用。

以上数据表明分类改革对竞争类国企的高管薪酬激励没有显著影响，因此分类改革通过改善高管薪酬激励提高竞争类国企投资效率这条路径不成立。这可能是受到“限薪令”的影响。政府出于社会公平的考虑，从2002年开始，出台了一系列规范和限制国企高管薪酬的政策性文件。以

表9 分类改革对公司未来业绩的影响

	ROE _{t+1}			ROE _{t+2}		
	(1) 全样本	(2) 高竞争	(3) 低竞争	(4) 全样本	(5) 高竞争	(6) 低竞争
Post × Treat	0.020** (2.28)	-0.000 (-0.00)	0.035** (2.56)	0.038*** (3.20)	0.024 (1.50)	0.046** (2.53)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year&Firm	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5 627	2 861	2 766	3 755	1 904	1 851
R ²	0.035	0.048	0.037	0.032	0.04	0.036
Difference Test	(3)-(2)			(6)-(5)		
Difference	0.035**			0.023**		
P-value	0.022			0.021		

注：括号内为t值，***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著；Control代表全部控制变量

表10 稳健性检验：加回2015年样本和平行趋势检验

	加回2015年的样本	平行趋势检验
Post × Treat	-0.009** (-2.47)	
Year2012 × Treat		0.002 (0.32)
Year2013 × Treat		0.003 (0.54)
Year2014 × Treat		-0.003 (-0.50)
Year2016 × Treat		-0.021*** (-3.10)
Year2017 × Treat		-0.013** (-2.34)
Control	控制	控制
Year&Firm	控制	控制
N	6 573	5 627
R ²	0.069	0.072

注：被解释变量为Abinv，括号内为t值，***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著；Control代表全部控制变量；由于多重共线性问题，Year2018×Treat未进入模型

上数据是国企分类改革与“限薪令”共同作用的结果。

(三) 分类改革的经济后果

为考察国企投资效率提高的经济后果，我们考察了分类改革前后竞争类国企会计业绩(净资产收益率，ROE)的变化，回归结果见表9。表9显示，分类改革显著提升了竞

争类国企未来两年的会计业绩。进一步考察行业竞争程度的差异，发现分类改革对竞争类国企绩效的提升主要存在于低竞争行业，这与前文发现在低竞争行业中，分类改革显著提升了竞争类国企投资效率是一致的。

(四) 稳健性检验

第一，考虑到政策实施当年(2015年)存在诸多不确定性，前文中删除了改革当年的观测值。稳健性检验中，将2015年的样本加回，结果见表10，不改变本文结论。

第二，双重差分模型要求实验组和控制组公司在政策实施前满足平行趋势假设，为此，设置6个年份虚拟变量Year2012~Year2018，对应年份取1，其他年份取0；然后用Treat与6个年份虚拟变量交乘，同时放入模型，结果见表10。表10中平行趋势检验结果显示改革前年份的虚拟变量与Treat的交乘项均不显著，表明分类改革实施前实验组和控制组的投资效率没有显著差异，满足平行趋势假设。同时，Year2016×Treat和Year2017×Treat的系数均显著为负，表明分类改革实施后，实验组样本的投资效率相比于控制组样本显著上升，仍支持本文结论。

第三，安慰剂测试。(1)将政策往前平推3年，假设分类改革政策发生于2012年；(2)将政策往前平推2年，假设分类改革政策发生于2013年。重新设置政策时间虚拟变量，重新对实验组和控制组进行匹配，并重复本文的实证模型，回归结果见表11。表11显示，Post×Treat在所有回归中均不显著，表明重新设置政策实施年份后，国企投资效率相对于控制样本组公司在政策前后没有显著变化。

表 11 稳健性检验：安慰剂检验

	假设政策冲击发生于 2012 年		假设政策冲击发生于 2013 年	
	剔除 2012 年	加回 2012 年	剔除 2013 年	加回 2013 年
Post1 × Treat	-0.006 (-1.07)	-0.005 (-1.00)		
Post2 × Treat			-0.009 (-1.49)	-0.007 (-1.41)
Control	控制	控制	控制	控制
Year&Firm	控制	控制	控制	控制
N	3 565	4 481	1 844	2 778
R ²	0.043	0.037	0.116	0.111

注：被解释变量为 Abinv，括号内为 t 值，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著；Control 代表全部控制变量；Post1 按 2012 年为政策冲击点取值，Post2 按 2013 年为政策冲击点取值

表 12 稳健性检验：投资效率的其他衡量

	Chen 等(2011)			Biddle 等(2009)		
	Abinv	Over	Under	Abinv	Over	Under
Post × Treat	-0.003** (-2.39)	-0.013*** (-3.11)	0.001 (1.25)	-0.004*** (-3.02)	-0.013*** (-3.23)	0.000 (0.22)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year&Firm	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5 231	1 894	3 337	5 231	1 846	3 385
R ²	0.026	0.068	0.080	0.031	0.073	0.083

注：括号内为 t 值，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著；Control 代表全部控制变量

第四，主要研究变量的其他衡量。借鉴 Biddle 等(2009) 和 Chen 等(2011) 的模型，重新构建投资效率指标，类似地，依据残差项的正负来区分过度投资和投资不足。模型分别如下：

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \beta_2 Neg_{i,t-1} + \beta_3 Growth_{i,t-1} \times Neg_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中，Neg 为虚拟变量，当营业收入增长率小于零取值为 1，否则为 0。回归结果见表 12，表 12 显示在两种不同方法衡量的投资效率回归模型中，分类改革带来了投资效率的提升，主要表现为对过度投资的有效抑制，仍然支持本文主要结论。

六、结论与启示

本文以 2015 年分类改革政策为准自然实验，考察了分类改革对国企投资效率的影响及其作用途径和经济后果。研究发现，分类改革显著提高了竞争类国企的投资效率，且投资效率的改善主要表现为对过度投资的有效抑制。考

虑改革前行业竞争程度的差异后，发现分类改革对竞争类国企投资效率的提升仅存在于低竞争行业中，并且，这些公司的经营业绩在分类改革后也得到了显著改善。进一步分析发现，在政府干预程度较高的地区，分类改革显著提升了国企的投资效率。文章还梳理了分类改革影响竞争类国企投资效率的作用途径，即股东治理和管理层薪酬激励，研究发现分类改革可以改善竞争类国企的股东治理，但没有证据表明分类改革对国企高管薪酬激励产生了显著影响。

本文的研究发现具有重要的启示意义：首先，分类改革所倡导的竞争类国企有股权的流转，鼓励股权多元化，有利于改善国企的股东治理，为竞争类国企分类改革提供了积极的经验证据支持。其次，研究发现分类改革并未能明显改善竞争类国企高管的薪酬激励安排，这很可能是受了“限薪令”的影响。最后，在竞争性行业中，应当秉承“竞争中性”的理念，为国企和民企提供平等使用生产要素、公平参与市场竞争的市场环境，减少政府干预，保障经营自主权。

主要参考文献：

- [1] 白云霞, 林秉旋, 王亚平, 吴联生. 所有权、负债与大股东利益侵占——来自中国控制权转移公司的证据[J]. 会计研究, 2013, (10): 66-72.
- [2] 陈德萍, 陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007~2009年中小企业板块的实证检验[J]. 会计研究, 2011, (1): 38-43.
- [3] 陈其安, 李红强, 徐礼. 股权激励、银行债务约束、控制权私利与我国国有控股上市公司经营者过度投资行为[J]. 系统管理学报, 2013, (5): 675-684.
- [4] 陈霞, 马连福, 丁振松. 国企分类治理、政府控制与高管薪酬激励——基于中国上市公司的实证研究[J]. 管理评论, 2017, (3): 147-156.
- [5] 陈效东, 周嘉南, 黄登仕. 高管人员股权激励与公司非效率投资：抑制或者加剧？[J]. 会计研究, 2016, (7): 42-49.
- [6] 陈运森, 黄健峤. 股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 金融研究, 2019, (8): 151-170.
- [7] 陈志斌, 王诗雨. 产品市场竞争对企业现金流风险影响研究——基于行业竞争程度和企业竞争地位的双重考量[J]. 中国工业经济, 2015, (3): 96-108.
- [8] 池国华, 杨金, 郭菁晶. 内部控制、EVA考核对非效率投资的综合治理效应研究——来自国有控股上市公司的经营证据[J]. 会计研究, 2016, (10): 63-69.
- [9] 窦炜, 刘星, 安灵. 股权集中、控制权配置与公司非效率投资行为——兼论大股东的监督抑或合谋？[J]. 管理科学学报, 2011, (11): 81-96.
- [10] 高明华, 杨丹, 杜雯翠, 焦豪, 谭玥宁, 苏然, 方芳, 黄晓丰. 国有企业分类改革与分类监管——基于七家国有企业的调研[J]. 经济社会体制比较, 2014, (2): 19-34.
- [11] 洪剑峭, 薛皓. 股权制衡如何影响经营性应计的可靠性——关联交易视角[J]. 管理世界, 2009, (1): 153-161.
- [12] 黄群慧, 余菁. 新时期的新思路：国有企业分类改革与治理[J]. 中国工业经济, 2013, (11): 5-17.
- [13] 黄速建, 肖红军, 王欣. 竞争中性视域下的国有企业改革[J]. 中国工业经济, 2019, (6): 22-40.
- [14] 江伟. 市场化程度、行业竞争与管理者薪酬增长[J]. 南开管理评论, 2011, (5): 58-67.
- [15] 李维安, 邱艾超, 牛建波, 徐业坤. 公司治理研究的新进展：国际趋势与中国模式[J]. 南开管理评论, 2010, (6): 13-24.
- [16] 李延喜, 曾伟强, 马壮, 陈克兢. 外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率[J]. 南开管理评论, 2015, (1): 25-36.
- [17] 李焰, 泰义虎, 张肖飞. 企业产权、管理者背景特征与投资效率[J]. 管理世界, 2011, (1): 135-144.
- [18] 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.
- [19] 刘慧龙, 王成方, 吴联生. 决策权配置、盈余管理与投资效率[J]. 经济研究, 2014, (8): 93-106.
- [20] 柳筱瑀. 行业竞争程度、股权结构与过度投资的实证研究[J]. 商业会计, 2014, (2): 84-87.
- [21] 吕长江, 张海平. 股权激励计划对公司投资行为的影响[J]. 管理世界, 2011, (11): 118-126.
- [22] 梅丹. 国有产权、公司治理与非效率投资[J]. 证券市场导报, 2009, (4): 44-50.
- [23] 申慧慧, 于鹏, 吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率[J]. 经济研究, 2012, (7): 113-126.
- [24] 孙晓华, 李明珊. 国有企业的过度投资及其效率损失[J]. 中国工业经济, 2016, (10): 109-125.
- [25] 谭庆美, 陈欣, 张娜, 董小芳. 管理层权力、外部治理机制与过度投资[J]. 管理科学, 2015, (4): 59-70.
- [26] 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, (2): 1-6.
- [27] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016)[M]. 社会科学文献出版社, 2017.
- [28] 魏明海, 蔡贵龙, 柳建华. 中国国有上市公司分类监管研究[J]. 中山大学学报, 2017, (4): 175-192.
- [29] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究, 2007, (8): 110-122.
- [30] 徐倩. 不确定性、股权激励与非效率投资[J]. 会计研究, 2014, (3): 41-48.
- [31] 杨青, 王亚男, 唐跃军. “限薪令”的政策效果：基于竞争与垄断性央企市场反应的评估[J]. 金融研究, 2018, (1): 156-173.
- [32] 杨瑞龙, 张宇, 韩小明, 雷达. 国有企业的分类改革战略[J]. 教学与研究, 1998, (2): 5-12.
- [33] 俞红海, 徐龙炳, 陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. 经济研究, 2010, (8): 103-114.
- [34] 支晓强, 孙健, 王永妍, 王柏平. 高管权力、行业竞争对股权激励方案模仿行为的影响[J]. 中国软科学, 2014, (4): 111-125.
- [35] 中国宏观经济分析与预测课题组. 新时期新国企的新改革思路——国有企业分类改革的逻辑、路径与实施[J]. 经济理论与经济管理, 2017, (5): 5-24.
- [36] 钟海燕, 冉茂盛, 文守逊. 政府干预、内部人控制与公司投资[J]. 管理世界, 2010, (7): 98-108.

- [37] 周瑜胜, 宋光辉. 公司控制权配置、行业竞争与研发投入强度[J]. 科研管理, 2016, (12): 122-131.
- [38] Aaron, D.H., Federico, A., Jason, R. The Performance Implications of Resource and Pay Dispersion: The Case of Major League Baseball[J]. Strategic Management Journal, 2017, 38(9): 1935-1947.
- [39] Bergstresser, D., Philippon, T. CEO Incentives and Earnings Management[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80(3): 511-529.
- [40] Biddle, G.C., Hilary, G., Verdi, R.S. How does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? [J]. Journal of Accounting & Economics, 2009, 48(2-3): 112-131.
- [41] Chen, S., Sun, Z., Tang, S., Wu, D. Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(2): 259-271.
- [42] Denis, D.J., Valeriy, S. Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings[J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(1): 247-269.
- [43] Jiang, F.X., Kim, K.A., Nofsinger, J.R., Zhu, B. Product Market Competition and Corporate Investment: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 35: 196-210.
- [44] Jiang, G., Lee, C.M., Yue, H. Tunneling through Intercompany Loans: The China Experience[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 98(1): 1-20.
- [45] Lai, S.M., Liu, C.L. Management Characteristics and Corporate Investment Efficiency[J]. Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, 2018, 25(3-4): 295-312.
- [46] Maury, B., Pajuste, A. Multiple Large Shareholders and Firm Value[J]. Journal of Banking & Finance, 2005, 29(7): 1813-1834.
- [47] Nickell, S. Competition and Corporate Performance[J]. Journal of Political Economy, 1996, 104(4): 724-746.
- [48] Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159-189.

Does Classification Reform Improve the Investment Efficiency of Competitive State-Owned Enterprises?

ZHU Tao, ZHAN Meng-ting

Abstract: Based on the quasi-natural experiment of the classification reform policy in state-owned enterprises in 2015, this paper investigated the impact of the classification reform on the investment efficiency of competitive SOEs. We found that the classification reform has significantly improved the investment efficiency of competitive SOEs, which is mainly reflected in the inhibition of excessive investment. Considering the industrial differences, we found that the classification reform only has improved the investment efficiency of competitive SOEs in low-competition industries, and the operating performance of these companies is also significantly improved after the reform. Considering the regional differences, it is found that classification reform plays a more significant role in improving the investment efficiency of enterprises in regions with a high degree of government intervention. The functional approach test shows that the empirical results consistent with improving shareholder governance, but has failed to effectively improve the compensation incentive arrangement for executives of SOEs. From the perspective of investment efficiency, this paper provides empirical evidence for the positive effect of the implementation of classification reform, and also puts forward the direction for deepening the classification reform.

Key words: classification reform of SOEs; industrial competition; investment efficiency; ownership diversification

(责任编辑 王安琪)