

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20211111.203

非国有股东董事会权力能促进国企创新吗?

李 姝^{1,2}, 李 丹²

(1. 南开大学 商学院, 天津 300071; 2. 南开大学 中国公司治理研究院, 天津 300071)

摘 要: 本文以2008—2019年完全竞争性国有上市公司数据, 对非国有股东董事会权力如何影响国企创新展开研究, 研究发现非国有股东委派董事、超额委派董事对国企创新具有重要促进作用。在更换了自变量与因变量衡量方法, 并采用PSM法、工具变量法以及滞后一期自变量控制了可能存在的内生性问题后, 上述结论依旧成立。进一步研究发现, 非国有股东委派董事主要通过发挥监督治理和信息传递功能以提高国企创新积极性。在此基础上, 研究还发现非国有股东委派董事对国企创新的促进作用在法治环境较弱、政府与市场关系较紧密的地区更加显著。上述结果表明, 新一轮国企混改不能仅停留于以往股权层面的多元混合, 更应注重董事会层面的治理改革, 以充分发挥非国有股东的独特优势。本文对新一轮国企深化改革具有一定的政策参考价值, 并为董事会结构治理、国企创新行为提供了经验证据。

关键词: 混合所有制改革; 董事会权力; 超额委派董事; 国企创新; 非国有股东

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2022)04-0065-16

一、引 言

国有企业改革是中国改革开放的缩影, 经过四十余年的实践和努力, 国企的改革和发展已逐步得到市场的检验和肯定, 但与此同时仍存在资源配置低效、创新动力不足等现象(谭劲松等, 2012)。当前, 如何改善国有企业治理结构、释放国有企业创新活力及运营效率成为新时期国企深化改革的重要目标。2013年中国启动了以“发展混合所有制经济”为特征的新一轮改革实践, 希望通过以不同资本交叉持股、相互融合的方式引入盈利动机明确的非国有股东以改善国企治理结构、转变经营机制。虽然国企在引入非国有资本层面取得了可观的成效, 但实践中仍面临着新的挑战。一方面, 针对国企的不同目标和功能, 国企分类治理深化改革已逐渐提上议程, 需要对不同类型国有企业做进一步细化分类, 有重点、针对性地加强混改力度。另一方面, 更重要的是, 混改过程中既要避免国有资产流失, 也要平等保护非国有产权的利益, 保障非国有股东的权力行使不受约束(黄速建, 2014), 特别是非国有股东推举董事的权力, 一定程度

收稿日期: 2021-07-15

基金项目: 国家社会科学基金重点项目(20AGL012); 南开大学文科发展基金项目(ZB21BZ0213)

作者简介: 李 姝(1971—), 女, 南开大学商学院、中国公司治理研究院教授, 博士生导师, 管理学博士;

李 丹(1994—), 女, 南开大学商学院博士研究生(通讯作者, nkldan@163.com)。

上直接影响到国企混改的治理效果。全国工商联在提案中指出,民企对参与国企混改最关心的问题是希望能享有重大决策的实质性话语权,因而涌现出了一批以中国联通、中石化为代表的国有企业通过引入民营战略投资者并给予董事席位而获得实质性突破的混改事例,打破了很多股份制公司要求持股3%以上股东才有权提名董事的章程规定。2019年,国资委提出“尽可能使非公有资本能够派出董事或监事”^①,这一决议不仅明确鼓励了非国有股东进入董事会,更是肯定了非国有股东委派董事在国企改革中的重要作用。由此可见,非国有股东的董事会权力对国企改革的治理效果具有不容忽视的意义。

近年来,学术界对国企混改的关注焦点也逐渐由股权结构层面转移到董事会结构层面(刘运国等,2016;刘汉民等,2018;张任之,2020;马新啸等,2021)。事实上,股权和控制权是两种独立的工具(Aghion和Bolton,1992;Hart,2001),非国有股东的股权并不能完全代表其拥有的实际控制权,这是由于董事会才是公司治理的核心(Adams等,2007;Yermack,2004;Baldenius等,2014),董事通过参与董事会决策可以了解到更多内部信息,享有对重大决策与经营管理的实质控制权(Aghion和Tirole,1997)。因此,非国有股东能否获得董事会席位决定着其在国企中的实质话语权,也是混改国企引入非国有资本能否真正发挥成效的关键。与此同时,创新作为提升企业核心竞争力的内在动力,对解放生产力、促进经济发展具有举足轻重的战略意义,也是实现新一轮国企改革提高全球市场竞争力的重要手段。国有企业作为科技创新的国家队,其创新绩效不仅是对国企改革成果的有效检验,也是提升国家整体创新水平的中坚力量,在目前发展混合所有制经济的浪潮中,国有企业能否借助非国有资本的灵活市场机制实现资源优化配置、提升技术创新水平是当下值得研究的重要问题。

董事会层面与股权层面对国企创新的影响,其差异主要体现在以下几点:第一,职能差异。企业创新投资决策是公司重大的经营投资决策,按照《中华人民共和国公司法》规定,董事会“决定公司的经营计划和投资方案”,股东大会“决定公司的经营方针和投资计划”,因此,董事会是具体制定和执行创新投资决策的基础决定单元,董事及其特征相较于股东而言对创新决策的影响更为直接。第二,监督治理差异。董事会是发挥外部监督治理作用的重要途径,由于信息不对称的存在,股东往往难以监督经理人的代理行为,而董事会是经理人的直接主管机构,经理人需要向董事会提供任职报告,因此董事会对经理人的代理行为有更强的监督治理动机,降低代理成本,从而有利于提升国企创新活力。第三,信息传递功能差异。董事会作为股东与经理人沟通的中介桥梁,起到重要的信息中介作用,董事所代表的股东利益能够直接传递给经理人,帮助其开展创新投资决策,提高国企创新水平。因此,本文以我国2008—2019年沪深两市完全竞争性国有上市公司为研究样本,发现非国有股东(超额)委派董事可以显著促进国企创新,稳健性检验中更换了自变量与因变量衡量方法,并采用PSM法、工具变量法以及滞后一期自变量控制了可能存在的内生性问题,最后排除替代性解释后,本文结论依然成立。进一步研究发现,非国有董事通过发挥监督治理和信息传递两条路径正向作用于国企创新,且该正向效应在法治环境较弱以及政府与市场关系较紧密的情况下更加显著。

本文的边际贡献主要体现在以下几个方面:第一,弥补了从股权结构层面探究国企混改影响创新的局限。现有研究主要基于非国有股东参股或异质股东间股权混合度的视角探索国企混改与创新的影响关系(李文贵和余明桂,2015;朱磊等,2019),而本文基于企业核心决策机构——董事会视角,考察了混改对国企创新的影响,为我国国企混改从“混股权”到“改机制”的实质性转变提供了实证证据,丰富了国企混改的研究内容和理论体系。第二,基于委托代理理论和资源依赖理论解释了董事会权力的来源。以往研究国企混改主要基于委托代理理论探讨

^①该提议出自《中央企业混合所有制改革操作指引》。

异质股东间的监督制衡关系,本文则基于委托代理理论和资源依赖理论,发现非国有股东董事会权力不仅来源于股东大会授权,还来源于非国有资源对国有资源的优势互补,说明异质股东间存在对立与统一的关系,并通过董事会正向促进国企创新,拓展了董事会权力来源的理论认知视角,丰富了异质股东关系研究的理论基础。第三,以往关于混改国企治理结构与经济后果的研究主要停留于二者的关系探讨,缺乏对其作用机制的深入剖析,本文分别从监督治理与信息传递两个视角考察了非国有股东董事会权力对国企创新的作用路径,明晰了二者间的影响机理,有助于为国企混改实践提供更具操作性的参考依据。

二、理论分析与研究假设

(一)非国有股东董事会权力与国企创新

现代产权理论下,委托代理问题普遍存在,国有企业自身的特点主要在以下几个方面导致创新不足:第一,国企多元化政策目标的存在导致其往往需承担更多来自政府的社会性负担和战略性负担,包括更多的冗员和员工福利(黄俊和李增泉,2014)等,这部分支出将挤占原本可用于创新的资金、设备、人员等资源。第二,国企内部随代理链条的逐级延长存在较为严重的第一类代理问题,一方面,薪酬管制制度下经理人缺乏有效监督和激励,竞争忧患意识较低,激励不相容会导致国企经理人更加重视“私人成本”(Aggarwal和Samwick,2006),从而机会主义地削减高风险研发支出。另一方面,部分国企高管出于政治晋升目的和业绩考评压力,有动机将有限的资源过度投资于公共基础设施和地方经济建设等有形资产,通过公益性捐赠、海外并购等“形象工程”实现个人晋升,抑或通过降低弹性较高的研发费用实现盈余管理目标等,反而会忽视投资回报期长、不确定性高、不可质押(Kerr和Nanda,2015)的创新项目,挤占了创新投资资源,导致创新不足。第三,中国资本市场中上市公司的股权结构较为集中,尤其是国有控股上市公司国有大股东的持股比例往往较高,导致国企内部大小股东间的第二类代理问题较为严重,内部人控制下对中小股东利益难以得到保护,低效投资、利益侵占等行为导致创新投资所需资源受损,无法满足创新的可持续性。针对如何解决以上国企特征对创新行为的影响,本文重点围绕非国有股东的董事会权力从监督治理与信息传递两条路径来进行阐述。

1. 监督治理机制。在委托代理关系下,董事会是企业的核心决策机构(张双鹏等,2019),委派董事是股东掌握实质性话语权的主要途径,也是非国有股东能否有效发挥监督治理作用的关键。国有企业中,高管的准官员身份往往掌握着企业的经营决策权,仅持股权的非国有股东难以真正参与国企内部治理,也缺乏动机和话语权来制衡国有股东,更可能被视为纯粹的财务投资者,难以对创新决策进行干预。引入盈利动机明确的非国有董事,可以至少在国企董事会层面形成分权控制局面,建立一种自动纠错机制(郑志刚等,2019),是对非国有股权治理的有效补充,这种权力补充可以通过强化监督治理职能缓解国企两类委托代理问题,从而推动国企创新。具体而言,一方面,非国有董事通过董事会获取额外的内部经营信息(Kim等,2014),降低信息不对称,缓解“董事虚置”“所有者缺位”引发的第一类代理问题,提高董事会创新决策质量,减少对创新资源的低效配置,还可以通过直接监督董事会和总经理,提高内控质量(刘运国等,2016),减少经理人机会主义行为与道德风险行为的发生,非国有股东在分担国资业绩压力和创新失败风险的情况下,可以正向激励管理者追求资本使用效益最大化,增加对创新活动的关注。另一方面,从股权制衡来看,非国有小股东拥有董事会权力本质上打破了国有企业固有的国资“一股独大”局面,大小股东间的权力得到有效制衡,第二类代理冲突的缓解可以减少国企大股东侵占企业资源、恶意掏空、非效率投资(孙姝等,2019)等行为对企业资源造成的低效

挤占,从而可以释放更多资源用于创新投资以追求企业长期和可持续发展。

2. 信息传递机制。资源基础理论认为,企业自身独特的资源和能力最终集聚体现为其核心竞争优势,不同的产权性质决定了其具有各自的特色资源禀赋,同时又会产生优势互补的作用(Wernerfelt, 1984)。相对而言,国有股东背靠独特的政府背景,往往拥有较大的资产体量、还享有法律和政策倾斜等资源垄断优势;非国有股东则拥有高效的市场化决策机制、灵敏的市场感知力、较高的创新意识和创新能力(简建辉和黄平, 2010)以及先进的技术信息储备等优势。基于资源依赖理论(resource-dependency theory),企业内股东权力的配置内生于股东资源的相互依赖,即拥有重要资源的一方掌握着权力(Rajan等, 1998),这一观点为混合所有制企业中股东的股权与董事会权力存在非对等性的现象提供了理论依据。究其根源,权力配置的非对等性正是来源于非国有股东的异质资源优势,包括技术资源、信息资源、社会资源和人力资源等不可量化的非财务资源产生的依赖性和谈判力。这些资源优势随着非国有股东入驻董事会将通过信息传递的方式更好地作用于国企的经营决策与资源配置。

首先,相比于国有企业,民营企业是我国社会创新的主力军,在专利申请以及创新产出效率方面表现更加优异(Hu和Jefferson, 2009;吴延兵, 2012),其委派的董事代表可以在参与决策治理时为国有企业带来先进的技术经验和知识信息,并为研发部门制定高效率的创新方案(Hutzschenreuter和Horstkotte, 2013),基于技术和知识信息的溢出效应和正外部效应,国企可以通过整合和吸收信息资源,实现内部知识存量有效增长,从而促进整体创新水平的提高。其次,非国有企业拥有更加灵活的市场机制和管理体制,务实的管理风格更多以市场信息作为经营决策的首要依据,在参股国企并进入董事会后,可以通过向国企分享治理经验并提供专业的咨询建议改善国企僵化的管理体制(郝阳和龚六堂, 2017),提高董事会的决策效率和质量,优化投资决策行为,提高创新效率。最后,非国有股东出于天然的盈利动机往往更具敏锐的市场嗅觉和更强的创新意识,更擅于通过整合市场前瞻性信息捕捉有价值的投资机遇,并将其传递给董事会,因此,在资本收益最大化的目标趋势下,非国有股东倾向于支持加大创新投资以获取更高的长期回报价值,一定程度上缓解创新投资信息环境的不确定性,激发国企创新积极性。基于以上分析,本文提出如下假设:

H1:其他条件一定的情况下,非国有股东委派董事有利于促进国企创新。

(二)非国有股东超额委派董事与国企创新

非国有股东超额委派董事本质上是指非国有股东实际获得的董事席位超过按照累计投票制以股权份额应得的董事席位。按照传统的委托代理理论,股东在董事会中的决策权来源于其所持股份的多少,但是现实中混改国企中却出现了超出股权份额的董事会力量。因此,进一步探究超额委派董事的影响效果是具有一定的理论意义和现实价值的。一般而言,大股东依据其持股比例享有相应推荐董事的权力,当大股东实际委派董事人数超过其持股限额,以此获得超过股权比例的实质性董事会重大决策影响力,这种股权与董事会权力不相匹配的现象被称为超额委派董事。在混改国企中,非国有股东超额委派董事客观上是对非国有股权的补充,董事会层面权力的超额配置提高了非国有股东的表决权和话语权杠杆(程敏英和魏明海, 2013),更能促使企业根据市场机制的引导作用积极开展创新活动。

一方面,监督治理视角下,董事会权力的超额配置有助于非国有股东更好地发挥其监督职能,增大对国有股东的监督、履职空间。不仅可以加强对国企内部人的监督约束,抑制管理层利用信息优势操纵盈余管理、偷懒、违约等侵害公司权益的行为,缓解第一类代理问题,减少企业对创新活动的低效干预,提高决策和经营效率;还能通过提高非国有小股东的董事会话语权对

国有大股东形成有效制衡从而产生“折中效应”，防范大股东以掏空、关联交易等“挖隧道”手段造成公司资产流失，第二类代理成本的降低一定程度上保障了可用于创新投资的资源能够得到有效配置，有助于释放国企创新活力。另一方面，信息传递视角下，异质股东资源的相互依赖性不同所有制资本混合参股的前提，根据资源依赖理论的“权力依赖观”，拥有重要资源的一方掌握权力。由于股东可以通过股权和社会资本“双重控制链”获取控制权（高闯和关鑫，2008），非国有股东享有超额委派董事的权力意味着其向国企投入资源获取的优势地位超过了持股带来的谈判地位，即国企更加看重非国有股东超乎股权以外投入的价值难以量化的（信息、知识、技术等）非财务资源优势。以中国联通混改为例，引入的“BAJT”战略投资以最高仅5.18%的股份各获得一名超额配比的董事席位，形成异质董事间4：4的制衡结构，目的是为了通过吸收四大互联网巨头的云计算、大数据、物联网和人工智能等技术信息以拓展中国联通的创新业务。因此，赋予非国有股东超额董事席位更有助于达成异质股东间的制衡与协作，并通过吸收其灵活高效的管理理念、垂直领域拥有的技术与产品优势等资源禀赋实现对国企创新的促进作用。基于以上分析，本文提出如下假设：

H2：其他条件一定的情况下，非国有股东超额委派董事有利于国企创新。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

本文以我国国有上市公司为原始样本，样本期为股权分置改革后2008—2019年，并根据国资委的分类管理方针，选取充分竞争行业作为主要研究对象^①。此外，本文还剔除了金融和保险业、样本期间被ST、数据异常及缺失的观测值，最终选取9243个公司年度样本^②，并对连续变量做上下1%分位数缩尾处理。非国有董事数据的获取步骤：先收集公司年报，再逐一阅读董事的主要工作经历及背景资料列出非国有董事的委派单位，而后通过企查查、爱企查等网站检索企业性质得出，财务数据主要来自国泰安和万得数据库。

（二）变量定义与模型设计

1. 被解释变量：国有企业创新。本文采用研发投入与期末总资产之比作为创新投入的代理指标（*RD*），并设置专利申请数（*PATENT*）代表创新产出，选取“申请日”而非“公告日”是由于前者能够更为准确地反映企业创新产出的准确时间（He和Tian，2013；Cornaggia等，2015），此外由于发明专利的技术创新水平最高，更有利于提高企业价值，故文中的创新产出主要聚焦于发明专利申请数。对于部分公司未披露研发投入信息的样本采用零值进行填补。

2. 解释变量：本文根据非国有股东涉入国企董事会深度将非国有股东董事会权力分为委派董事权力（*ND*）以及超额委派董事权力（*OVER*）。

非国有股东委派董事权力（*ND*）。本文将董事会权力诠释为某主体参与董事会决策的权力，参考郑志刚等（2019）设置虚拟变量*IFND*，当国企董事会中存在非国有董事，*IFND*为1，否则为0；连续变量*RND*为非国有董事席位数占非独立董事总席位数的比例。

非国有股东超额委派董事权力（*OVER*）。本文将超额委派定义为非国有股东实际委派董事人数与基于累积投票制股东以股权份额应得的董事席位之差，其中，应得董事席位为非独立

^①经国资委、财政部、发改委联合印发的《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》中提出将国有企业界定为公益类和商业类。公益类（石油石化、水、电、天然气类）行业采用政府购买模式，目前并未将混改作为第一目标；商业类中重要行业（铁路、航空航天类）必须保持国有绝对控制地位；自然垄断行业（如烟草业）以政府监管为主；本轮国企混改的重点主要集中在充分竞争行业。

^②本文关于充分竞争行业的样本筛选参考沈红波等（2019）和魏明海等（2017）的研究，剔除了B06煤炭开采和洗选业；B07石油和天然气开采业；B08黑色金属矿采选业；B09有色金属矿采选业；C16烟草制品业；石油加工、炼焦和核燃料加工业；C31黑色金属冶炼和压延加工业；C32有色金属冶炼和压延加工业；C37铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业；D电力、热力、燃气及水生产和供应业；E48土木工程建筑业；G交通运输、仓储和邮政业；I63电信、广播电视和卫星传输服务；N水利、环境和公共设施管理业；P教育；Q卫生和社会服务。

董事席位×非国有股权份额^①。若在国企董事会中存在超额的非国有董事,设置 $IFOVER=1$,否则为0;此外,设置非国有股东超额委派董事比例($ROVER$)为非国有股东(实际董事席位-应得董事席位)/非独立董事总席位数。

3. 控制变量:借鉴蔡贵龙等(2018)与朱磊等(2019),对公司的个体财务、股权结构、董事会结构特征加以控制,具体包括资产负债率(LEV)、盈利能力(ROA)、公司规模($SIZE$)、公司年龄(AGE)、公司成长性($GROWTH$)、第一大股东持股比例($TOP1$)、董事会规模($BOARD$)、独立董事比例($INDEPENT$)以及两职合一($DUAL$)。在此基础上,还控制了行业固定效应和年度固定效应。各代理指标具体说明见表1。

表1 变量说明

| 变量 | 变量名称 | 变量释义 |
|------------|---------------|-------------------------|
| RD | 创新投入 | 研发投入/期末总资产 |
| $PATENT$ | 创新产出 | $\ln(\text{发明专利申请数}+1)$ |
| $IFND$ | 非国有股东委派董事权力 | 存在非国有董事取1,否则为0 |
| RND | | 非国有董事人数/非独立董事总人数 |
| $IFOVER$ | 非国有股东超额委派董事权力 | 存在超额委派非国有董事取1,否则为0 |
| $ROVER$ | | 非国有股东超额委派董事人数/非独立董事总人数 |
| LEV | 资产负债率 | 年末负债总额/总资产 |
| ROA | 资产收益率 | 年末净利润/总资产 |
| $SIZE$ | 公司规模 | $\ln(\text{年末总资产})$ |
| AGE | 公司年龄 | $\ln(\text{公司上市年数}+1)$ |
| $GROWTH$ | 公司成长性 | (本年-上年营业总收入)/(上年营业总收入) |
| $TOP1$ | 第一大股东持股比例 | 第一大股东持股比例 |
| $BOARD$ | 董事会规模 | $\ln(\text{董事会总人数}+1)$ |
| $INDEPENT$ | 独立董事比例 | 独立董事人数/董事会人数 |
| $DUAL$ | 董事长总经理两职合一 | 两职合一取1,否则为0 |
| $YEAR$ | 年度虚拟变量 | 年份 |
| IND | 行业虚拟变量 | 取字母和前两位代码 |

(三)模型构建

为检验研究假设,本文构建如下回归模型:

$$RD_{i,t}/PATENT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ND_{i,t} + \alpha_2 CV_{i,t} + \alpha_3 YEAR_t + \alpha_4 IND_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$RD_{i,t}/PATENT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OVER_{i,t} + \beta_2 CV_{i,t} + \beta_3 YEAR_t + \beta_4 IND_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

在模型(1)和模型(2)中, $RD_{i,t}/PATENT_{i,t}$ 为目标企业的创新投入和产出; $ND_{i,t}$ 代表假设1中非国有股东委派董事权力, $OVER_{i,t}$ 代表假设2中非国有股东超额委派董事权力; $CV_{i,t}$ 为控制变量, $YEAR_t$ 和 IND_i 分别为年度和行业固定效应。本文重点关注 α_1 和 β_1 的系数值,它们分别度量了非国有股东委派董事、超额委派董事对国有企业创新的影响。

四、实证检验结果

(一)描述性统计

如表2所示,企业年均研发投入为1%,专利申请为0.284,根据样本分布情况可以看出国有企业之间创新存在较大差异,整体处于较低水平。在董事会结构层面,有20.9%的国企中存在非国有股东委派董事的情况,但非国有董事占比(RND)仅为3.9%,从均值来看,非国有股东的

^①我国《公司法》第一百零五条规定,股东大会选举董事、监事,可以按照公司章程的规定或股东大会的决议,实行累积投票制。因此,理论上股东可得董事席位数 $Y=股份比例a \times 总股份数S \times (席位数N+1)/(总股份数S+1)$ 。由于本文以委派非独立董事代表董事会权力,简化后, $Y=非独立董事席位 \times 股份比例a$ 。

董事会话语权虽然在部分国企中已得到重视,但尚未得到普及。此外,有14.4%的国企中存在非国有股东超额委派董事,结合超额委派的比例(*ROVER*)来看,我国国企中存在非国有股权与董事会权力不相匹配的现象,即实际委派董事人数小于按股权应得董事席位,说明非国有股东应得的董事会权力部分被国有股东侵占,国企内部有待加强对非国有股东权益的保护。在股权结构层面,第一大股东平均持股37.2%,最大达到89.1%,说明国有大股东的绝对控制地位得到了一定程度的分散,但仍然存在一言堂问题。

表2 变量描述性统计

| | 观测值 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 25% | 中位数 | 75% | 最大值 |
|-----------------|------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <i>RD</i> | 9243 | 0.010 | 0.020 | 0 | 0 | 0 | 0.015 | 1.040 |
| <i>PATENT</i> | 9243 | 0.284 | 0.950 | 0 | 0 | 0 | 0 | 8.918 |
| <i>IFND</i> | 9243 | 0.209 | 0.407 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| <i>RND</i> | 9243 | 0.039 | 0.092 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.750 |
| <i>IFOVER</i> | 9243 | 0.144 | 0.351 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| <i>ROVER</i> | 9243 | -0.163 | 0.260 | -0.891 | -0.350 | -0.090 | -0.016 | 1.328 |
| <i>LEV</i> | 9243 | 0.500 | 0.201 | 0.010 | 0.348 | 0.507 | 0.652 | 1.698 |
| <i>ROA</i> | 9243 | 0.031 | 0.069 | -2.746 | 0.011 | 0.030 | 0.056 | 0.340 |
| <i>SIZE</i> | 9243 | 22.463 | 1.317 | 18.266 | 21.549 | 22.295 | 23.273 | 28.179 |
| <i>AGE</i> | 9243 | 2.544 | 0.594 | 0 | 2.303 | 2.708 | 2.944 | 3.401 |
| <i>GROWTH</i> | 9243 | 0.147 | 0.393 | -0.523 | -0.290 | 0.089 | 0.229 | 2.591 |
| <i>TOP1</i> | 9243 | 0.372 | 0.155 | 0.001 | 0.252 | 0.360 | 0.488 | 0.891 |
| <i>BOARD</i> | 9243 | 2.309 | 0.171 | 1.609 | 2.303 | 2.303 | 2.303 | 2.944 |
| <i>INDEPENT</i> | 9243 | 0.366 | 0.054 | 0.091 | 0.333 | 0.333 | 0.375 | 0.800 |
| <i>DUAL</i> | 9243 | 0.104 | 0.306 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |

(二)实证结果分析

表3报告了模型(1)(2)的回归结果。首先,第(1)至(4)列中,*IFND*与*RD/PATENT*的回归系数分别为0.002和0.071,且均通过1%显著性水平测试,说明相较于没有非国有董事的国企,董事会中引入非国有董事代表的国企创新水平更高;*RND*与*RD*的回归系数也在1%水平上显著为正,说明非国有董事占比越高,国企越倾向于开展创新投资;*RND*与*PATENT*正相关,但并不显著,这可能是由于专利申请数在时间上存在滞后效应。总体而言,非国有股东委派董事的权力对国企创新产生了促进作用,假设1得到验证。

表3 非国有股东董事会权力与国企创新

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
|-----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|
| | <i>RD</i> | <i>PATENT</i> | <i>RD</i> | <i>PATENT</i> | <i>RD</i> | <i>PATENT</i> | <i>RD</i> | <i>PATENT</i> |
| <i>IFND</i> | 0.002*** (5.05) | 0.071*** (2.79) | | | | | | |
| <i>RND</i> | | | 0.013*** (6.35) | 0.138 (1.16) | | | | |
| <i>IFOVER</i> | | | | | 0.003*** (4.88) | 0.090*** (3.11) | | |
| <i>ROVER</i> | | | | | | | 0.003*** (4.31) | 0.081** (2.00) |
| <i>CONTROLS</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>YEAR/IND</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>R</i> ² | 0.330 | 0.100 | 0.331 | 0.098 | 0.330 | 0.100 | 0.330 | 0.099 |
| <i>N</i> | 9243 | 9243 | 9243 | 9243 | 9243 | 9243 | 9243 | 9243 |

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中数值为t值,以下同。

从非国有股东超额委派董事现象来看,第(5)至(8)列中 $IFOVER/ROVER$ 与 $RD/PATENT$ 的相关系数皆在1%水平上显著为正,表明有超额委派非国有董事的国企相比于没有超额委派的更愿意开展创新项目,并且超额委派的比例越高,国企创新水平越高。该项结果表明加强对非国有董事的超额委派权力,在一定程度上有助于国有企业的创新。假设2得到验证。

(三)稳健性检验

1. 更换自变量衡量方式——非国有股东委派董监高

本文采用是否委派董监高的虚拟变量($IFDJG$)以及董监高在全体董监高席位的占比(DJG)作为自变量的替代变量,重新对主假设进行检验。更换自变量衡量方式后, $IFDJG/DJG$ 与 $RD/PATENT$ 的回归系数依然显著为正,本文结论依然成立(限于篇幅,数据略去备索)。

2. 更换因变量衡量方式

参考已有研究的做法将创新投入定义为研发投入与营业收入之比,并设置变量 RD_OR 。对于创新产出,一般而言,企业创新水平的提高将赋予新产品更高的商业价值,具体体现在未来能为企业创造更多的经营现金流量,因此本文采用未来三期经营活动净现金流量的预测能力来反映企业创新产出,并设置变量 CF_{t+1} 、 CF_{t+2} 、 CF_{t+3} 重新进行回归测试。更换因变量衡量方式后,非国有股东董事会权力与国企创新投入和产出的回归结果依然保持正向显著,本文结论较为稳健(限于篇幅未列示,备索)。

3. 内生性问题处理

(1) 倾向得分匹配法(PSM)

本文研究非国有股东委派董事如何影响国企创新,而非国有股东在决定是否委派董事参与公司决策时可能会受到国有企业本身特征的影响,比如企业规模、获利能力、公司治理水平等。因此,回归结果所观察到的结果可能存在样本自选择和遗漏变量的问题。根据PSM方法的基本思路,需要构建一个反事实框架,近似把控制组还原成一个“真实”的实验场景,使得真正的处理组与控制组在其他因素方面不存在显著差异,从而得到更加干净的处理组和控制组,进而一定程度上消除样本自选择和遗漏变量的内生性问题。本文选取国有企业的盈利能力、企业规模、企业年龄、第一大股东持股比例、董事会规模和独董比例作为第一阶段匹配的协变量,分别根据 $IFND$ 是否委派董事、 $IFOVER$ 是否超额委派董事进行分组,并采用1:1最近邻匹配法进行配对,根据计算得到的倾向得分值匹配控制组。平衡性检验匹配后协变量间基本不存在显著差异,并且处理组平均偏差为2.6和3.9,小于常用的判断标准5,说明满足平衡性假设的前提条件。回归结果如表4所示,采用PSM估计结果呈现的变量关系与前文结果保持一致。

表4 PSM回归结果

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
|------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | RD |
| $IFND$ | 0.003*** (4.71) | | | | 0.003*** (4.07) | | | |
| RND | | 0.014*** (5.99) | | | | 0.014*** (5.29) | | |
| $IFOVER$ | | | 0.002*** (4.30) | | | | 0.003*** (3.87) | |
| $ROVER$ | | | | 0.005*** (4.98) | | | | 0.006*** (5.10) |
| $CONTROLS$ | Yes |
| $YEAR/IND$ | Yes |
| R^2 | 0.447 | 0.450 | 0.447 | 0.448 | 0.466 | 0.470 | 0.466 | 0.469 |
| N | 3291 | 3291 | 3291 | 3291 | 2355 | 2355 | 2355 | 2355 |

(2)工具变量法

国有股东与非国有股东存在双向选择的权力,考虑到现实中创新能力强、治理水平高的国企更能够吸引到非国有股东的投资,并通过投入优质资源获取董事会席位,因此,可能存在反向因果导致的内生性问题。

本文采用两阶段最小二乘回归(2SLS)进行测试以缓解上述问题,借鉴Fan等(2013)等选取第一次鸦片战争至新中国成立之前是否被迫开放通商口岸(*PORT*)以及是否是租界(*TERRITORY*)作为工具变量^①。这是由于通商口岸与租界允许其他国家开展投资办厂、开办学校等活动,形成了比较包容的市场环境,因此,这些地区的制度建设和国企改革更加完善,因而更可能委派非国有股东。此外,由于开放通商口岸与租界属于历史事件,对当下单个国企的创新决策没有直接关系,并且已有文献中并没有发现上述通商口岸地区的企业具有某些相同的特点影响到企业创新,符合工具变量的外生性和相关性两条标准。通过Hausman检验($P<5\%$),过度识别检验($P=0.000$),弱工具变量检验(F 统计量分别为284.12、132.33、287.43和129.77,皆大于经验值10),表明本文选取的工具变量*PORT*和*TERRITORY*对自变量具有较强的解释力度。表5中汇报的结果显示两阶段结果均显著正相关,说明在控制反向因果关系的内生性问题后,前文结论依然稳健。

表5 工具变量2SLS回归结果

| | (1)至(4):工具变量 <i>PORT</i> | | | | (5)至(8):工具变量 <i>TERRITORY</i> | | | |
|-----------------------|--------------------------|--------------------|---------------------|--------------------|-------------------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| | <i>RND</i> | <i>RD</i> | <i>ROVER</i> | <i>RD</i> | <i>RND</i> | <i>RD</i> | <i>ROVER</i> | <i>RD</i> |
| | 第一阶段 | 第二阶段 | 第一阶段 | 第二阶段 | 第一阶段 | 第二阶段 | 第一阶段 | 第二阶段 |
| <i>PORT</i> | 0.054*** (16.86) | | 0.104*** (11.50) | | | | | |
| <i>TERRITORY</i> | | | | | 0.055*** (16.95) | | 0.105*** (11.39) | |
| <i>RND</i> | | 0.090*** (7.00) | | | | 0.097*** (7.47) | | |
| <i>ROVER</i> | | | | 0.047*** (6.40) | | | | 0.051*** (6.73) |
| <i>CONTROLS</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>YEAR/IND</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>C-D Wald F</i> | 284.12 | | 132.33 | | 287.43 | | 129.77 | |
| <i>Sargan P</i> | 0.000 | | 0.000 | | 0.000 | | 0.000 | |
| <i>R</i> ² | 0.224 | 0.234 | 0.218 | 0.083 | 0.225 | 0.216 | 0.217 | 0.033 |
| <i>F</i> | 33.223 | 49.182 | 31.970 | 41.109 | 33.273 | 48.155 | 31.930 | 39.031 |
| <i>N</i> | 9243 | 9243 | 9243 | 9243 | 9243 | 9243 | 9243 | 9243 |

注:C-D Wald F为Cragg-Donald Wald F统计量,用以判别模型是否存在弱工具变量;Sargan表示对工具变量的合理性进行过度识别检验得到的Sargan统计量,渐进服从卡方分布,Sargan P为对应的P值。

(3)自变量滞后一期

国企当前的创新水平难以影响到上一期非国有股东的董事会权力,且非国有股东的董事会权力对国企创新可能存在一定的滞后效应,因此,本文采用非国有股东董事会权力滞后一期的取值,分别设置非国有股东委派董事权力(*LIFND/LRND*)和超额委派权力(*LIFOVER/LROVER*)对模型(1)和模型(2)进行回归。检验结果显示,滞后期的非国有董事会权力变量与国企创新的系数始终在1%水平上显著为正,结论仍未改变(限于篇幅未列示,备索)。

^①第一次鸦片战争至新中国成立前(1842—1949年),中国政府被迫开放通商口岸(即商埠)和设立租界,从而加强了与其他国家的交流。根据Fan等(2013),这些通商口岸包括:福建、广东、上海、浙江、海南、湖北、江苏、辽宁、山东、天津、新疆、安徽、广西、重庆和河北;租界包括:天津、江苏、上海、浙江、安徽、江西、福建、广东、山东、重庆和湖北。

五、进一步分析

(一)影响机制检验

1. 监督治理机制

非国有股东委派董事可以强化对国企董事会的监督治理职能,缓解代理问题,提高国企董事会创新决策的效率和质量,本文进一步考察缓解代理问题是否在非国有股东董事会权力对国企创新的影响中发挥中介作用。参考Ang等(2000)、李文贵和余明桂(2015)以资产周转率(AT)衡量代理成本^①,AT越高,代理成本越低。借鉴温忠麟和叶宝娟(2014)的中介效应检验程序,构建下列模型,其中, $ND_{i,t}$ 代表是否委派董事(ND)以及委派比例(RND),并在控制变量中增加了两权分离度(SEPERATION)。

$$AT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ND_{i,t} + \beta_2 SEPERATION_{i,t} + \beta_3 CV_{i,t} + \beta_4 YEAR_{i,t} + \beta_5 IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$RD_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ND_{i,t} + \gamma_2 AT_{i,t} + \gamma_3 SEPERATION_{i,t} + \gamma_4 CV_{i,t} + \gamma_5 YEAR_{i,t} + \gamma_6 IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

表6列(1)回归结果显示,IFND与AT显著正相关,说明存在非国有董事的国企代理问题较小,体现在资产周转率的显著提高,第(2)列显示将中介变量AT与IFND同时加入回归后,二者与RD的系数均在1%水平上显著为正,说明代理成本在是否委派董事对创新的影响中起到了部分中介作用。第(3)至(4)列的结果代表非国有董事占比越高,越有助于缓解国企的代理问题,并以此推动了创新发展,回归结果支持了监督治理的机制效用。为获得更加稳健的结论,本文参考Richardson(2006)、Cheung等(2006)的做法分别设立过度投资(OVER_INVE)、投资不足(UNDER_INV)和关联方交易占比(RPT)作为衡量代理成本的代理变量,并重新进行中介效应检验。除投资不足外,均通过了中介效应检验,表明非国有股东董事会权力通过缓解代理成本进而促进国企创新的监督治理机制具有稳健性。^②

表6 机制检验回归结果

| | (1)至(4):监督治理机制 | | | | (5)至(6):信息传递机制 | |
|------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| | AT | RD | AT | RD | RD | RD |
| AT | | 0.002*** (4.57) | | 0.002*** (4.46) | | |
| IFND | 0.023** (1.99) | 0.003*** (5.15) | | | 0.001*** (2.59) | |
| RND | | | 0.165*** (3.28) | 0.013*** (5.98) | | 0.008*** (3.64) |
| IFND×PCM | | | | | -0.009*** (-4.62) | |
| RND×PCM | | | | | | -0.064*** (-6.69) |
| PCM | | | | | -0.003** (-2.29) | -0.001 (-1.17) |
| SEPERATION | 0.002*** (3.66) | 0.000* (1.80) | 0.002*** (3.61) | 0.000* (1.82) | | |
| CONTROLS | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| YEAR/IND | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| R2 | 0.424 | 0.338 | 0.424 | 0.339 | 0.332 | 0.334 |
| N | 9243 | 9243 | 9243 | 9243 | 9243 | 9243 |

①资产周转率(AT)=主营业务收入/资产总额。

②限于篇幅,本文未列示过度投资、投资不足和关联方交易占比作为中介变量的回归结果。

2. 信息传递机制

Aghion和Tirole(1997)认为,董事会成员可以通过参与管理共享信息,形成实质权力。一般而言,非国有股东往往具有高效的市场化管理理念、灵敏的市场感知力、较强的创新意识和技术信息知识,当非国有股东委派代表进入国企董事会,可以通过共享上述优质信息资源改善国企一股独大、管理体制僵化、内部人控制等造成的创新低效问题。因此,处于较低竞争地位的国企更有动力期望通过吸收非国有董事的知识存量来激发创新活力,力争上游。换言之,低竞争地位的国企可以通过非国有董事获取更多的管理、技术等增量信息,并将其作用于创新活动。而对于本身已处于领先地位的国企,对非国有股东的信息资源需求度可能没有那么迫切,抑或这些异质性信息资源无法带来更多带动企业创新的增量信息。综上,本文认为,较高的信息需求以及增量信息传递能够侧面刻画非国有股东董事会权力与国企创新的信息传递机制。为此,本文构建模型(5)以检验该机制的合理性,对于国企竞争地位,本文参考Joel Peress采用勒纳指数(PCM)加以度量^①,该值越大,企业在行业内的竞争地位越高。

$$RD_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 ND_{i,t} + \delta_2 ND \times PCM_{i,t} + \delta_3 PCM_{i,t} + \delta_4 CV_{i,t} + \delta_5 YEAR_{i,t} + \delta_6 IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

表6中第(5)列和第(6)列的回归结果显示,IFND×PCM、RND×PCM与RD的回归系数分别均在1%水平下显著为负,说明相比之下,竞争地位越弱的国企更有获取非国有股东信息资源的动机以提升企业的竞争力和市场地位,信息传递效应具体可表现为国企创新水平得到显著提高。因此,非国有股东董事会权力对国企创新的正面影响可以部分归结于非国有股东参与董事会后产生的增量信息传递。

(二)地区法治环境的影响

由于我国仍处于经济转轨时期,各地区的法治环境并不均衡,通常认为,良好的法治环境可以一定程度上保障中小股东的权益(La Porta等,2000;徐细雄等,2013),而在法治环境不完善的地区,国企内部人控制导致的“一言堂”问题愈加严重,更易引发为谋求私利而产生的代理问题(如放弃高风险的创新项目),若通过混改引入盈利动机明确的非国有战略投资者并赋予董事会权力,可以强化非国有股东发挥监督治理和信息传递的功能来改善国企创新决策的效率和质量。为检验法治环境的调节作用,本文构建模型(6),其中,ND_{i,t}代表是否委派董事(IFND)以及委派比例(RND);变量LAW_{i,t}为企业所在地区的法治环境,根据樊纲等(2016)的“法治环境”评分^②,以中位数为基准将法治环境较好组设为1,较差组设为0。观察表7中第(1)至(2)列可以发现,IFND×LAW和RND×LAW的系数分别为-0.002和-0.020,且分别通过10%、1%的显著性水平检验,表明法治环境负向调节了非国有董事权力与国企创新的关系,即在法治环境较差时,赋予非国有股东董事会权力更能为国有企业带来增量治理效能,从而促进创新发展。

$$RD_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 ND_{i,t} + \eta_2 ND \times LAW_{i,t} + \eta_3 X_{i,t} + \eta_4 CV_{i,t} + \eta_5 YEAR_{i,t} + \eta_6 IND_{i,t} + \eta_7 PROVINCE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

(三)政府与市场关系的影响

当地政府与市场之间的关系也会影响到非国有董事的治理效应,二者关系越紧密,政府对市场的干预程度越高,国有资本拥有更强的话语权,国企内部双重委托代理问题更加严重,引入非国有董事更能充分发挥其监督治理和增量信息传递作用,有助于国企实现技术转型并提高竞争力和创新活力。为检验政府与市场关系的调节作用,本文构建模型(7),其中调节变量

^①勒纳指数PCM=(营业收入-营业成本-销售费用-管理费用)/营业收入。

^②“法治环境”来源于樊纲、王小鲁的《中国分省份市场化指数报告》。

$RELATION_{i,t}$ 代表政府与市场的关系,根据市场化指数报告中的“政府与市场的关系”^①,以中位数将政府与市场关系较宽松的赋值为1,否则为0。为缓解中位数分组造成遗漏不同省份差异特征的问题,模型进一步加入地区固定效应($PROVINCE$)。表7第(3)至(4)列显示,交乘项 $IFND \times RELATION$ 、 $RND \times RELATION$ 与 RD 的系数均通过5%或1%的显著性水平测试,表明在政府与市场环境较紧密的情况下,非国有股东委派董事更能够通过有效的监督治理与信息传递显著提高国企创新水平,且该正面效应随着非国有董事占比的增大而得到强化。

$$RD_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 ND_{i,t} + \theta_2 ND \times RELATION_{i,t} + \theta_3 RELATION_{i,t} + \theta_4 CV_{i,t} + \theta_5 YEAR_{i,t} + \theta_6 IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

表7 调节变量的影响

| | 法治环境 | | 政府与市场关系 | |
|------------------------|-----------------|-------------------|------------------|-------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| | RD | RD | RD | RD |
| $IFND$ | 0.003*** (3.45) | | 0.003*** (3.64) | |
| RND | | 0.026*** (6.16) | | 0.022*** (5.40) |
| $IFND \times LAW$ | -0.002* (-1.70) | | | |
| $RND \times LAW$ | | -0.020*** (-3.92) | | |
| $IFND \times RELATION$ | | | -0.002** (-2.04) | |
| $RND \times RELATION$ | | | | -0.015*** (-2.85) |
| $CONTROLS$ | Yes | Yes | Yes | Yes |
| $YEAR/IND$ | Yes | Yes | Yes | Yes |
| $PROVINCE$ | Yes | Yes | Yes | Yes |
| R^2 | 0.272 | 0.275 | 0.273 | 0.275 |
| N | 6391 | 6391 | 6391 | 6391 |

(四)排除替代性解释

本文重点考量的是董事会层面非国有股东对国企创新的影响,考虑到已有研究中关于非国有股权对国企创新的解释,为解决国企创新这一后果可能是来源于非国有股权力量而非董事会力量,进一步对研究结论作排他性解释。鉴于董事会权力是股权的充分不必要条件,即非国有股东拥有股权但未必拥有董事会权力,因此,本文的检验思路首先按照非国有股权的均值将前十大非国有股东持股比例分为高低两组,然后根据模型(1)和(2)进行回归检验,若非国有股权高低两组样本不存在显著差异,则说明股权的高低并不影响本文董事会权力与企业创新的相关性,即本文国企创新这一经济后果是来源于非国有股东的董事会权力,与持股多少无关。

表8汇报了排除替代性解释的检验结果,第(1)至(4)列展示了假设1的分组结果,在非国有股权高组和低组间,是否委派非国有董事与国企创新均在1%水平下显著为正,系数差异性检验P值为0.2366,表明两组间不存在显著差异,类似地,非国有董事占比(P=0.2581)的组间系数差异也不显著,表明非国有股权的高低并不影响董事会权力对国企创新的促进作用。第(5)至(8)列报告了假设2的检验结果,在非国有股权高组和低组间,是否存在超额委派非国有董事(P=0.11)以及超额比例(P=0.5629)的组间系数不存在显著差异,表明非国有股东超额委派董事促进国企创新并不受股权的影响,排除了股权力量对本文结论的干扰解释。需要说明的是,这一检验并非否定了非国有股权与国企创新的相关性,只是在本文研究框架下更多是聚焦于董事会权力的经济后果,因此要排除这一相关性较高的替代性解释。

①“政府与市场的关系”来源同上。

表 8 排除替代性解释

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
|-----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | 股权高 | 股权低 | 股权高 | 股权低 | 股权高 | 股权低 | 股权高 | 股权低 |
| | RD |
| <i>IFND</i> | 0.002*** (3.97) | 0.003*** (5.21) | | | | | | |
| <i>ND</i> | | | 0.010*** (2.90) | 0.015*** (6.81) | | | | |
| <i>IFOVER</i> | | | | | 0.002*** (4.40) | 0.004*** (5.42) | | |
| <i>OVER</i> | | | | | | | 0.005*** (2.75) | 0.007*** (6.01) |
| <i>CONTROLS</i> | Yes |
| <i>YEAR/IND</i> | Yes |
| <i>R</i> ² | 0.527 | 0.431 | 0.296 | 0.433 | 0.525 | 0.448 | 0.295 | 0.432 |
| <i>N</i> | 4620 | 4623 | 4620 | 4623 | 4620 | 4623 | 4620 | 4623 |
| 系数差异性 检验 | P=0.2366 | | P=0.2581 | | P=0.1100 | | P=0.5629 | |

六、结论、启示与研究展望

(一) 结论与启示

本文以2008—2019年充分竞争行业的混合所有制国有企业为研究对象,从董事会权力的视角实证考察了国企混改与创新的影响关系。研究发现非国有股东(超额)委派董事能够显著促进国企创新,且非国有(超额)董事占比越高,国企创新水平越高。非国有董事通过监督治理机制在董事会层面实现对国有大股东的有效制衡,缓解了国企内部所有者缺位和代理问题引发的创新不足,提高国企董事会创新决策效率和质量,还能通过信息传递机制为国有企业提供更多灵活高效的管理理念、具有前瞻性的商业投资信息、先进的技术知识储备等增量信息以提高国企创新。此外,在法治保护环境较弱、政府与市场关系较紧密的地区,非国有董事的治理作用更能显著激发国企的创新活力。本文研究结论具有局限性,比如使用非国有股东委派董监高行为作为委派董事行为的代理变量存在一定的噪音,不同非国有股东差异如何影响董事会决策未予以充分探讨以及工具变量选择的准确性等。

基于以上结论,本文提出如下建议:第一,在混合所有制国企中应当依据非国有资本优势允许非国有股东拥有董事会权力。若非国有股东无法参与到董事会层面的经营决策,则很难真正意义上实现异质资本间不同资源禀赋交叉融合,因此,在非国有股东投入具有较大优势资源的情况下,混改国企应当视情况赋予其董事会席位,切实保障非国有股东经营决策的话语权,充分发挥其治理作用,提高国企创新水平。第二,根据股权与董事会权力配置的非对等逻辑,国企引入非国有资本后的治理结构可以参考“低股权—高董事会权力”的配置原则,适当降低非国有股东提名董事所要求的占股比例门槛。通常情况下,国有资本体量大,非国有股东参股比例较低,仅以股权力量难以对国有大股东实现权力制衡,但如果非国有股东拥有高价值的稀有资源,可以授予其高于股权比例的董事会权力,以提高非国有股东参与决策治理的能动性,实现对国有大股东的有效制衡。第三,国企混改应当结合不同类型国企发展的主攻方向分类、分阶段推进。对于公益类国企,主要聚焦于保障民生、提供高效率的社会服务;对于重要行业和关键领域,应当以特定功能为导向,因企制宜,更好地服务国家战略;对于充分市场竞争下的商业类国企则重点以加快混改为首任,尽可能实现“一企一策”,充分调动非国有资本参与混改的积极性,发挥非国有股东的资源优势 and 治理效用,提升国企的创新活力和全球竞争力。

(二)研究展望

根据现阶段发展混合所有制经济以及国企混改现状,后续相关研究可从以下四个方向展开进一步关注与探讨。第一,从推进混合所有制的主体入手,对国企集团母公司或其子公司层面的混改情况(比如集团母公司混改、子公司混改或者母子协同混改)进行分类考察,尤其对不同层级国企引入非国有资本后的股权结构、董事会结构,以及创新对混改的敏感度变化等角度展开深入探讨。第二,在深化国企混改的进程中,国有企业对非国有资本的选择问题尚未得到权威样本数据的明确解释,可考虑基于时间序列观察非国有资本选择偏好及其经济后果,有助于国企在混改过程中迅速识别不同非国有资本对国企改革的影响效应。第三,基于不同性质资本间的资源禀赋各异,可尝试从连锁股东背景、非国有股东行业背景等角度探讨不同资本的资源禀赋对国企混改有效性的影响。第四,尝试选取具有代表性的混改事件做案例研究,着重分析混改的实现模式、路径选择、成功经验或问题所在,为相关理论和实践做进一步补充完善,这是有重要现实意义的研究。

主要参考文献

- [1]蔡贵龙,柳建华,马新啸.非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J].*管理世界*,2018,34(5):137-149.
- [2]程敏英,魏明海.关系股东的权力超额配置[J].*中国工业经济*,2013,(10):108-120.
- [3]郝阳,龚六堂.国有、民营混合参股与公司绩效改进[J].*经济研究*,2017,52(3):122-135.
- [4]简建辉,黄平.股权性质、过度投资与股权集中度:证券市场A股证据[J].*改革*,2010,(11):111-119.
- [5]李文贵,余明桂.民营化企业的股权结构与企业创新[J].*管理世界*,2015,(4):112-125.
- [6]刘运国,郑巧,蔡贵龙.非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J].*会计研究*,2016,(11):61-68,96.
- [7]沈红波,张金清,张广婷.国有企业混合所有制改革中的控制权安排——基于云南白药混改的案例研究[J].*管理世界*,2019,35(10):206-217.
- [8]孙姝,钱鹏岁,姜薇.非国有股东对国有企业非效率投资的影响研究——基于国有上市企业的经验数据[J].*华东经济管理*,2019,33(11):134-141.
- [9]温忠麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J].*心理科学进展*,2014,22(5):731-745.
- [10]郑志刚,胡晓霖,黄继承.超额委派董事、大股东机会主义与董事投票行为[J].*中国工业经济*,2019,(10):155-174.
- [11]Aggarwal R K, Samwick A A. Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and managerial incentives[J].*Journal of Corporate Finance*,2006,12(3):489-515.
- [12]Aghion P, Tirole J. Formal and real authority in organizations[J].*Journal of Political Economy*,1997,105(1):1-29.
- [13]Baldenius T, Melumad N, Meng X J. Board composition and CEO power[J].*Journal of Financial Economics*,2014,112(1):53-68.
- [14]Fan J P H, Wong T J, Zhang T Y. Institutions and organizational structure: The case of state-owned corporate pyramids[J].*The Journal of Law, Economics, and Organization*,2013,29(6):1217-1252.
- [15]He J, Tian X. The dark side of analyst coverage: The case of innovation[J].*Journal of Financial Economics*,2013,109(3):856-878.
- [16]Hutzschenreuter T, Horstkotte J. Performance effects of top management team demographic faultlines in the process of product diversification[J].*Strategic Management Journal*,2013,34(6):704-726.
- [17]Kim K, Mauldin E, Patro S. Outside directors and board advising and monitoring performance[J].*Journal of Accounting and Economics*,2014,57(2-3):110-131.
- [18]Peress J. Product market competition, insider trading, and stock market efficiency[J].*The Journal of Finance*,2010,65(1):1-43.
- [19]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J].*Review of Accounting Studies*,2006,11(2-3):159-189.

Can the Board Power of Non-state Shareholders Promote SOE Innovation?

Li Shu^{1,2}, Li Dan²

(1. Business School, NanKai University, Tianjin 300071, China;

2. China Institute of Corporate Governance, NanKai University, Tianjin 300071, China)

Summary: In the context of the mixed ownership reform of SOEs, the phenomenon of appointed directors by non-state shareholders in mixed SOEs has attracted much attention from the public and academia. The All-China Federation of Industry and Commerce has repeatedly pointed out that the most important concern of private enterprises in participating in the mixed ownership reform of SOEs is their desire to enjoy a substantive voice in major decisions, and in the context of the SASAC's further proposal to "enable non-public capital to send directors or supervisors as far as possible", the focus of academics on the mixed ownership reform of SOEs has gradually shifted from the level of equity structure to the level of board of directors. However, few researches have been conducted to explore the achievement of the goal of SOE innovative hybrid reform from the perspective of the board structure.

Based on the data of fully competitive state-owned listed companies from 2008 to 2019, this paper studies how the board power of non-state shareholders affects SOE innovation, and finds that appointed directors by non-state shareholders and over-appointed directors have an important role in promoting SOE innovation. The finding holds true after replacing the independent and dependent variable measures and controlling for possible endogeneity issues using the PSM method, the instrumental variable method and lagged one-period independent variables. Further research finds that appointed directors by non-state shareholders have an important role in promoting SOE innovation by playing a supervisory governance and information transfer function. On this basis, the study also finds that the promotion effect of appointed directors by non-state shareholders on SOE innovation is more significant in an environment with weaker rule of law protection and closer government-market relationship.

This paper contributes to the existing literature in three aspects: First, unlike previous studies that mainly explore the relationship between mixed ownership reform and innovation based on the equity perspective, this paper examines the relationship based on the perspective of enterprise core decision-making organization — the board of directors, and provides empirical evidence for the substantive transformation of mixed ownership reform from "mixing equity" to "changing mechanism" in China. Second, while the previous literature mainly explores the supervision and check relationship between heterogeneous shareholders based on the principal-agent theory, this paper, based on the principal-agent theory and the resource dependency theory, finds that the board power of non-state shareholders not only comes from the authorization of the general meeting of shareholders, but also from the advantageous complementation of non-state-owned resources to state-owned resources, indicating that there is a relationship of opposition and unity between heterogeneous shareholders, enriching the theoretical basis for the study of heterogeneous shareholder relations. Third, this paper examines the role of the board power of non-state shareholders in SOE innovation from two perspectives: supervisory governance and

information transfer, and clarifies the influence mechanism between the two, which helps to provide more operational reference for the practice of SOE hybrid reform.

The study suggests that the new round of the mixed ownership reform of SOEs should not only stop at the previous diversified mix at the equity level, but also focus on the governance reform at the board level to give full play to the unique advantages of non-state shareholders. It has some policy reference value for the new round of SOE deepening reform and provides empirical evidence for board structure governance and innovative behavior of SOEs.

Key words: mixed ownership reform; board power; over-appointed directors; SOE innovation; non-state shareholders

(责任编辑:王 孜)