

国有股东委派董事可以引导民营企业善待员工吗？

钱爱民¹, 肖亦忱¹, 朱大鹏²

(1. 对外经济贸易大学 国际商学院, 北京 100029; 2. 上海立信会计金融学院 会计学院, 上海 201620)

摘要:立足于当前民营企业“反向混改”积极推进和 ESG 实践蓬勃发展的大背景,文章以 2010—2020 年存在国有资本参股的 A 股民营上市公司为样本,检验国有股东委派董事对民营企业善待员工的影响、机制及边界条件。结果发现,国有股东委派董事显著提升了民营企业的员工责任分数,有利于民营企业善待员工。机制分析表明,国有股东委派董事通过提供资源支持和增加社会关注促进民营企业履行善待员工的社会责任。异质性分析表明,上述结果在管理层短视程度较高、行业集中度较高以及劳动密集度较低的样本中更加显著。进一步考虑国有股东的异质性特征发现,当国有股东为战略型投资者以及与民营企业位于同一注册地时,其委派董事对民营企业善待员工的促进作用更加显著。文章从董事会层面混合治理的视角厘清了国资参股促进民营企业善待员工的机制和作用条件,为民营企业通过制度设计实现“高质量”混合以及借助“反向混改”的契机改善 ESG 实践提供了一定的启示。

关键词: 国有股东; 委派董事; 反向混改; 善待员工; ESG

中图分类号: F276 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2024)04-0139-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20231215.302

一、引言

中国共产党第二十次全国代表大会报告指出,要深化国有资本和国有企业改革,同时优化民营企业发展环境,促进民营经济发展壮大。推进混合所有制改革是落实两个“毫不动摇”,优化国有经济布局与运作效率,促进民营经济发展的重要途径(于瑶等, 2022)。民营企业参与“反向混改”的主要目的包括资源获取、产业协同和优化治理(余汉等, 2017; 于瑶和祁怀锦, 2022; 钱爱民等, 2023; 余汉等, 2023)。“反向混改”已成为民营企业实现高质量发展的战略之一(宋增基等, 2014; 何德旭等, 2022)。国有股东参股民营企业可以优化民营企业的资源配置(刘惠好和焦文妞, 2022; 钱爱民等, 2023)。但是,国有股东作为民营企业的中小股东,与内部人存在较严重的信息不对称,加之国有股东持股比例较低且分散,仅仅依靠股东大会表决权通常难以发挥治理作用,也难以影响公司决策走向(贾莹丹, 2015)。当国有股东向民营企业注入资源却难以影响和监督资源配置流向时,将产生由信息不对称导致的监督失灵(Fama 和 Jensen, 1983),这不仅不利于引导并支持民营企业的高质量发展,甚至可能发生滥用资源导致的国有资产流失及民

收稿日期: 2022-06-21

基金项目: 财政部“会计名家培养工程”项目(财会[2019]19号); 国家自然科学基金重点项目(72332002); 国家自然科学基金面上项目(71972134)

作者简介: 钱爱民(1970—),女,辽宁沈阳人,对外经济贸易大学国际商学院教授,博士生导师;
肖亦忱(1997—),女,山西长治人,对外经济贸易大学国际商学院会计学博士研究生;
朱大鹏(1988—)(通讯作者),女,山东青岛人,上海立信会计金融学院会计学院讲师。

营企业谋求投机性的资源获取而导致发展方向偏离。因此,少数国有股东参与民营企业决策可能出现严重的判断偏误或“混而不合”的无为治理,进而损害公司价值(Bainbridge, 2006)。

董事会是公司治理的核心(Baldenius等, 2014),董事在参与董事会决策的过程中,通过发挥监督和咨询两大职能能够接触更多且更完整的企业内部信息,享有对重大决策与经营管理的实质控制权(Aghion和Tirole, 1997)。因此,国有股东委派董事参与董事会投票决策成为其参与股东大会决策的有效补充机制。此外,相比于其他中小股东,国有股东委派的董事凭借其掌控的资源优势而在民营企业治理决策中拥有相对较强的力量,可以获得更多的话语权(武立东等, 2016)。因而,国有股东具有通过委派董事实质性影响民营企业高层决策的能力。

2004年联合国“Who Cares Wins”报告中首次提出ESG,呼吁企业和投资者将环境、社会和治理问题融入业务模式(Gillan等, 2021),即企业不仅要关注股东利益,还要关注社会公平和环境保护等。ESG广义上可以视作企业社会责任(CSR)的进一步延伸(宋科等, 2022)。当前ESG研究关注的焦点是环境(李诗和黄世忠, 2022)。但是,在现实实践中企业侵害员工权益等社会问题一直屡见不鲜、热议不断。中国作为劳动密集型制造业大国,劳动力是微观企业重要的生产要素和核心资产(Becker, 1962)。员工是企业重要的利益相关者和企业市场竞争成败的关键因素,提升民营企业的人力资本吸引力对其高质量可持续发展具有重要意义。因此,企业经营过程中的劳资关系和员工保护等问题值得关注。受到创办时期“企业办社会”的组织印记影响,一直以来国有企业承担了更多社会稳定的责任(韩亦和郑恩营, 2018),与此相对的是民营企业以利润为导向而忽视员工权益的问题尤为尖锐。如何引导民营企业善待员工,实现经济价值和社会价值的统一亟须理论界作出回应。

在国有资本参股民营企业并委派董事参与治理的现实实践中,不乏重视员工权益,与员工共同成长,实现互利共赢的正面企业典型。例如,中国天楹(股票代码:000035)自2019年引入国有股东并委派董事严圣军参与董事会经营决策后,中国天楹2019年收到的税收返还金额由2018年的4337万元上升至4814万元;^①中国天楹受到更多社会关注,在新闻报道中被提及的次数由2018年的173次增加至2019年的204次。^②在社会关注和资源支持下,中国天楹严格按照ISO18000职业健康安全管理体系和ISO14000环境管理体系的要求,对职业病防治工作进行明确规定,充分保障员工的健康安全利益;2020年发放的职工爱心互助基金相较于2018年的44万元增加了23万元。基于上述分析及案例,本文认为,当前混合所有制改革仅考虑股权混合还远不够,还要充分发挥异质股东委派董事的治理作用,保证异质股东内部信息的获取能力及决策权的有效行使。在民营企业“反向混改”中,允许国有股东委派董事,能够在制度安排上保障其信息获取渠道的畅通及监督约束的能力,实现“粗放式”混合向“高质量”混合的转变。

鉴于此,本文基于2010—2020年A股民营上市公司,以国泰安(CSMAR)数据库前十大股东性质数据为基础,手工补全和整理国有股东和委派董事数据。首先,考察国有股东委派董事对民营企业善待员工的直接影响。其次,从资源支持和社会关注两方面检验作用机制。再次,从管理层短视、行业竞争、要素密集的角度验证国有股东委派董事影响民营企业善待员工的作用条件。最后,引入国有股东的异质性特征,考虑国有股东为战略型投资者以及与民营企业位于同一注册地时,其委派董事对民营企业善待员工的影响。本文研究发现,国有股东委派董事有助于民营企业积极履行善待员工的社会责任,有利于实现ESG理念下共享价值创造。

① 中国天楹2019年年度财务报告。

② 中国研究数据服务平台(CNRDS)数据库。

与以往文献相比,本文的主要学术贡献如下:一是将以民营企业为研究对象的“反向混改”研究细化至董事层面。已有文献主要研究股权层面混合,尚未涉及董事会席位的配置;且国资参股对民营企业影响的经济后果研究主要涉及经营效率和投融资决策(宋增基等,2014;郝阳和龚六堂,2017;罗宏和秦际栋,2019;潘爱玲等,2019;何德旭等,2022;钱爱民等,2023)。本文从善待员工的社会责任视角验证了参股国有股东配置董事会席位对民营企业善待员工的治理效果,进一步证实了以往文献提出的非控股股东“治理有效”必须“实质性参与”的观点(刘运国等,2016;蔡贵龙等,2018;冯慧群和郭娜,2021)。二是从企业善待员工的视角丰富和细化了ESG的研究成果。现有ESG影响因素的文献多以ESG整体评分作为研究对象或重点关注环境的影响因素(Drempetic等,2020;Xiao和Shen,2022)。关于社会的研究则多是将全体利益相关者的利益视为一个整体,鲜有从某一具体利益相关者视角出发研究背后的作用机理(Hegde和Mishra,2019;Chen等,2020)。并且对员工权益影响因素的研究主要集中于市场竞争(周浩和汤丽荣,2015)和环境污染(Wang等,2021)等外部因素以及是否家族控股的控股股东因素(Kang和Kim,2020)。本文以民营企业引入国有资本进行“反向混改”为背景验证了参股国有股东委派董事对员工权益的影响及作用路径,深化了对企业内部治理结构安排影响ESG实践的理解。三是立足于当前“反向混改”背景,基于国有企业相较于民营企业更加重视社会责任的理论基础(谭劲松等,2020),以存在国有股东参股的民营企业为研究样本,证实了国有股东委派董事的混合治理是保护民营企业员工权益和促进民营企业善待员工的一条有效路径,既验证了国有企业更加重视员工福利的研究结论(韩亦和郑恩营,2018;叶文平等,2022),也探索出激励民营企业善待员工的有效治理路径。

二、理论分析与假设提出

首先,国有股东参股并委派董事参与治理可以向民营企业输送资源并影响民营企业资源配置决策,引导民营企业善待员工。依据社会责任的松弛资源理论,资源充足的企业更有可能投资于具有长期战略价值的社会责任领域并实现更高的社会价值;而面临财务困境的企业则缺乏足够能力进行自由裁量的慈善捐赠等社会活动(Waddock和Graves,1997)。相比于国有企业,民营企业在一定程度上面临着产权歧视和资源困境(钱爱民等,2023),导致民营企业即使拥有可持续发展战略目标,而现实资源的掣肘迫使其不得不优先投资于能够维持企业短期生存的领域。国有资本参股特别是向民营企业委派董事参与治理决策体现出国有股东实现国有资产保值增值和资源要素有效配置的决心,可以通过向民营企业提供稀缺资源支持来强化民营企业社会责任担当,实现企业健康发展。

国有资本参股使民营企业与政府建立了直接或间接的关系,有利于民营企业获得税收返还等资源(于瑶和祁怀锦,2022)。政府在筛选支持对象时与企业之间存在严重的信息不对称,需要依靠显性信号做出正确的选择。国有股东向民营企业委派董事参与治理决策能够直接向政府传递信息,降低政府与企业间的信息不对称(彭红星和毛新述,2017),拉近了民营企业与政府的关系(Selznick,1980)。因此政府及国有股东有意愿向民营企业提供更多的资源以支持其向善待员工等社会责任领域投资。

国有股东的目标偏好与决策模式与非国有股东存在不同。中国国有企业普遍承担着诸如促进就业、维护稳定等多重政策性任务(蔡贵龙等,2018;韩亦和郑恩营,2018)。如何克服发展理念和任务目标冲突(贺勇和李世辉,2022),将国有资本的社会责任目标融入民营企业资源配置决策是国有资本引导民营企业善待员工的关键。由于中国民营企业股权较为集中,第一大股

东拥有绝对控制权,作为中小股东的国有股东持股比例比较低而且分散(贾莹丹,2015)。当国有股东在董事会中配置席位时,可以制衡和改变大股东以及代表其权力的管理层的决策(冯慧群和郭娜,2021),促使民营企业将其所提供的资源用于社会责任目标。因此,国有股东配置董事使其有能力控制与自身提供资源相关的决策,能引导民营企业资源向善待员工的社会责任领域配置。

其次,国有股东参股并委派国有董事能通过广泛的社会关注压力迫使民营企业善待员工。作为资本市场上较为重大的事件,国有资本参股民营企业并委派董事将引发媒体的跟踪报道(何德旭等,2022)。媒体关注又会带来监督效应,约束企业违规行为(李培功和沈艺峰,2010),引导企业以对员工和其他利益相关者负责的方式经营。且较高的公众关注度使企业在取得良好的社会绩效时更可能受到利益相关者的积极评价,有助于公司积累更多的声誉资本,进而鼓励管理层继续履行社会责任(Zhang等,2015)。因此,国有股东委派董事将提升公司的媒体关注度,进而提高公众关注度,有助于增强利益相关者对公司社会绩效的感知和提高公司声誉资本的积累。在正向反馈的激励下,民营企业管理层将继续履行社会责任,善待公司员工。

基于上述分析,本文提出假说:在其他条件相同的情况下,国有股东委派董事能引导民营企业善待员工。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源。本文以2010—2020年存在国有资本参股的A股民营上市公司为初始样本。之所以选择2010年作为样本起始年度,是因为和讯网自2010年开始披露企业社会责任分数。本文删除了金融行业样本、资产负债率大于1的样本、国有股权比例大于50%的样本及变量存在缺失值的样本,最终得到5726家公司—年度观测值。为了剔除异常值的可能影响,本文对所有的连续变量进行了1%和99%分位处的Winsorize缩尾处理。

本文使用的员工责任分数来源于和讯网;国有股东数据以国泰安(CSMAR)数据库前十大股东性质数据为基础,通过手工查找企查查等网站上的最终控制人信息补齐股权性质不明的股东信息,并将在国有股东单位兼职的董事视为国有股东委派的董事;其他上市公司财务数据、治理数据等主要来自国泰安(CSMAR)数据库。本文使用的计量分析软件为Stata18.0。

(二)变量定义与模型设定。为检验国有股东委派董事对民营企业善待员工的影响,本文建立如下研究模型:

$$et_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 state_{i,t} + controls_{i,t} + YearFE + IndFE + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

被解释变量 $et_{i,t}$ 表示善待员工。本文借鉴Wang等(2021)的研究,使用和讯网披露的企业社会责任评分中的员工责任分数^①度量。分数越高,说明企业善待员工的社会责任履行越好。

本文的主要解释变量参考郝阳和龚六堂(2017)、蔡贵龙等(2018)的研究, $state_{i,t}$ 衡量参股国有股东参与民营企业治理的程度。具体而言,本文从股权结构和董事会结构两个层面进行度量。股权结构层面有两个变量,一是国有股东是否参股($state_dum$)的虚拟变量,当国有资本持股比例大于10%时,取值为1,否则为0;二是国有股东参股比例($stateshare$),即国有股东持股比例之和。董事会结构层面的变量也有两个,一是国有股东是否向民营企业委派董事(sob)的虚

^① 该分数在社会责任评分中的占比为15%(消费行业中员工责任分数占比为10%),具体包括绩效、安全和关爱员工三个组成部分,其中,绩效得分来自对职工人均收入(4%)与员工培训(1%)的评价,安全得分来自对企业安全检查(2%)和安全培训(3%)的评价,关爱员工得分来自对企业慰问意识(1%)、慰问人(2%)和慰问金(2%)的评价。

拟变量，当国有股东向民营企业委派董事时，取值为1，否则为0；二是国有股东委派董事比例(*sobpro*)的连续变量，即国有股东委派董事人数与董事会人数的比例。

借鉴周浩和汤丽荣(2015)、Chen等(2016)和钱爱民等(2023)的研究，本文选择资产规模(*size*)、财务杠杆(*lev*)、企业年龄(*age*)、融资约束(*sa*)、资本密集度(*capex*)、盈利性(*roa*)、账面市值比(*tobinq*)、独立董事比例(*idp*)、高管持股比例(*sr*)、机构持股比例(*ins*)、员工规模(*lnnumber*)、环境不确定性(*eu*)、地区发展水平(*lngdp*)、行业竞争性(*hhi*)和企业出口(*exit*)作为控制变量。本文还在模型中加入了年度固定效应(*Year*)和行业固定效应(*Ind*)，以控制时间和行业效应。为避免异方差可能对结果造成的影响，模型中使用了稳健标准误。具体变量定义见表1。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
善待员工	<i>et</i>	和讯网披露的企业社会责任评分中的员工责任分数
国有资本参股	<i>state_dum</i>	虚拟变量，若国有股东持股比例大于10%，取值为1，否则为0
	<i>stateshare</i>	连续变量，国有股东参股比例之和(%)
国有股东委派董事	<i>sob</i>	虚拟变量，民营企业董事会中存在国有股东委派的董事为1，否则为0
	<i>sobpro</i>	国有股东委派的董事占民营企业全部董事的比例
资产规模	<i>size</i>	$\text{Ln}(\text{总资产}+1)$
财务杠杆	<i>lev</i>	负债总额/资产总额
企业年龄	<i>age</i>	$\text{Ln}(\text{公司成立年数}+1)$
融资约束	<i>sa</i>	$sa = -0.737 \times size + 0.043 \times size^2 - 0.04 \times age$
资本密集度	<i>capex</i>	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金/总资产
盈利性	<i>roa</i>	净利润/平均总资产
账面市值比	<i>tobinq</i>	总资产/市值
独立董事比例	<i>idp</i>	独立董事人数/董事会人数
高管持股比例	<i>sr</i>	高管持股数/股本总数
机构持股比例	<i>ins</i>	机构投资者持股数/股本总数
员工规模	<i>lnnumber</i>	$\text{Ln}(\text{员工人数})$
环境不确定性	<i>eu</i>	(公司过去5年非正常销售收入的标准差/过去5年销售收入的平均值)/行业环境不确定性
地区发展水平	<i>lngdp</i>	$\text{Ln}(\text{各省人均GDP})$
行业竞争性	<i>hhi</i>	以营业收入计算的赫芬达尔指数
企业出口	<i>exit</i>	企业有出口行为时取值为1，否则为0
年度	<i>Year</i>	虚拟变量，本文共设置10个虚拟变量
行业	<i>Ind</i>	虚拟变量，采用2012版中国证监会行业分类

四、实证结果与分析

(一)描述性统计。表2为本文主要变量的描述性统计结果，善待员工(*et*)的最小值为0.01，最大值为12.650，均值为2.168，标准差为2.356，表明各企业间善待员工的社会责任履行情况差异较大，且未来有待进一步提升。约有8.1%的民营企业样本中国有股东参股比例之和超过10%，国有股东参股比例的均值为2.7%，这一比例与钱爱民等(2023)的研究较为一致。国有股东是否委派董事(*sob*)均值为0.17，即有17%的样本公司国有股东委派董事参与治理，且国有股东委派董事比例(*sobpro*)的均值为2.6%。这表明国有股东委派国有董事的公司占比较低，参股民营企业的国有股东多数仅持有股权，未能实质性参与投资企业的公司治理。

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	最小值	p25	p50	p75	最大值	标准差
<i>et</i>	5 726	2.168	0.010	0.780	1.440	2.820	12.650	2.356
<i>state_dum</i>	11 081	0.081	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	0.273
<i>stateshare</i>	11 081	0.027	0.000	0.000	0.004	0.029	0.294	0.052
<i>sob</i>	5 726	0.170	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	0.376
<i>sobpro</i>	5 726	0.026	0.000	0.000	0.000	0.000	0.333	0.063
<i>size</i>	5 726	22.177	19.199	21.404	22.145	22.874	25.548	1.188
<i>lev</i>	5 726	0.432	0.053	0.275	0.430	0.576	0.911	0.203
<i>age</i>	5 726	2.926	2.079	2.773	2.944	3.135	3.466	0.291
<i>sa</i>	5 726	-3.830	-4.377	-3.982	-3.831	-3.674	-3.324	0.222
<i>capex</i>	5 726	0.043	0.000	0.012	0.030	0.059	0.211	0.042
<i>roa</i>	5 726	0.034	-0.329	0.011	0.035	0.068	0.244	0.078
<i>tobinq</i>	5 726	2.971	0.901	1.522	2.183	3.450	15.543	2.416
<i>idp</i>	5 726	0.373	0.333	0.333	0.333	0.429	0.500	0.048
<i>sr</i>	5 726	0.084	0.000	0.000	0.004	0.148	0.482	0.126
<i>ins</i>	5 726	1.850	0.000	0.000	0.640	2.740	12.670	2.731
<i>lnnumber</i>	5 726	7.581	4.127	6.809	7.575	8.413	10.728	1.244
<i>eu</i>	5 726	1.505	0.162	0.642	1.038	1.806	8.763	1.445
<i>lngdp</i>	5 726	10.505	7.611	10.118	10.597	11.076	11.615	0.815
<i>hhi</i>	5 726	0.202	0.034	0.085	0.140	0.243	1.000	0.184
<i>exit</i>	5 726	0.553	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	0.497

(二)基准回归。表 3 汇报了本文的基准回归结果。列(1)和列(2)列示了以全部民营企业为样本,国有资本参股比例之和超过 10% (*state_dum*)及国有股东参股比例(*stateshare*)为解释变量的回归结果。结果表明,*state_dum*与*stateshare*的系数为负且不显著,表明现阶段我国国有股东持股无法有效改善民营企业善待员工的社会责任履行情况。原因可能在于国有股东持股比例较低且分散,与民营企业之间存在信息不对称,难以制衡民营大股东及改变民营企业董事会决策。列(3)和列(4)结果显示,在有国有资本参股的民营企业样本中,*sob*和*sobpro*的回归系数分别为 0.278 和 1.186,分别在 1% 和 5% 的水平上显著为正。当国有股东是否委派董事增加一个标准差时,员工责任分数提升约 4.90%;当国有股东委派董事比例增加一个标准差时,员工责任分数提升约 3.29%。这表明国有股东委派董事的民营企业比国有股东未委派董事的民营企业员工责任得分更高,国有股东委派董事显著改善了民营企业善待员工的社会责任履行情况。据此,假说 1 得证。

(三)稳健性检验

1. 仅保留强制披露样本。由于和讯网企业社会责任评分的依据为上市公司年报及社会责任报告,因此更高的员工责任得分可能仅反映了公司自愿披露社会责任信息较多且披露质量较

表 3 国有股东委派董事与民营企业善待员工

变量	(1) <i>et</i>	(2) <i>et</i>	(3) <i>et</i>	(4) <i>et</i>
<i>state_dum</i>	-0.066 (-0.94)			
<i>stateshare</i>		-0.228 (-0.61)		
<i>sob</i>			0.278*** (3.36)	
<i>sobpro</i>				1.186** (2.54)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year&Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	11 081	11 081	5 726	5 726
<i>Adj. R²</i>	0.165	0.165	0.166	0.165

注:括号内为稳健标准误。***、**、*分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。限于篇幅,控制变量和常数项的估计结果未予列出,感兴趣的读者可以向作者索取。下表统同。

高。为排除社会责任信息披露对结果的干扰，本文参考 Wang 等(2021)的研究，仅保留被纳入“深证 100 指数”“上证公司治理板块”及发行境外上市外资股的公司样本。由于这些公司被强制要求披露社会责任报告，因此其员工责任得分受到策略性披露的影响更低。结果如表 4 的列(1)和列(2)所示，研究结论依然成立。

表 4 稳健性检验结果 1

变量	(1) <i>et</i>	(2) <i>et</i>	(3) <i>et</i>	(4) <i>et</i>	(5) <i>insurance</i>	(6) <i>insurance</i>
<i>sob</i>	0.928*** (2.87)				0.112*** (5.00)	
<i>sobpro</i>		4.338** (2.13)				0.572*** (4.51)
<i>sobms</i>			0.271*** (3.40)			
<i>sobmspro</i>				2.366*** (3.63)		
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year&Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	544	544	5 726	5 726	5 721	5 721
<i>Adj. R²</i>	0.560	0.558	0.166	0.167	0.820	0.820

2. 改变关键变量的度量方式。为避免度量误差，增强前述回归结果的稳健性，本文替换关键变量的度量。首先，借鉴蔡贵龙等(2018)的研究，将解释变量替换为国有股东是否委派董监高(*sobms*)及国有股东委派董监高比例(*sobmspro*)，表 4 的列(3)和列(4)回归结果显示，*sobms*和*sobmspro*的回归系数在 1% 的水平上显著为正，支持本文的主要结论。其次，将被解释变量替换为上市公司财务报表附注中“应付职工薪酬”项目下“社会保险”当期实际支出额的自然对数进行回归检验，表 4 列(5)和列(6)显示，*sob*和*sobpro*的回归系数在 1% 的水平上显著为正，即国有股东委派董事提升了民营企业的员工社会保险支出，表明本文的主要检验结果稳健。

3. 内生性问题处理。国有股东是否参股并委派董事可能与民营企业自身善待员工的情况紧密相关，导致存在反向因果的可能，即国有股东选择了本身具有社会责任意识且治理状况良好的民营企业。为缓解反向因果可能导致的内生性，本文通过倾向得分匹配和双重差分模型(PSM-DID)进行检验。参考于瑶和祁怀锦(2022)的研究，剔除在研究期间内样本量不足 3 年的公司样本，仅保留 2015 年及之后存在国有股东首次入股的民营企业，将在样本期间内始终无国有股东委派的样本设置为对照组(*treat=0*)，在样本期间内有国有股东委派的样本设置为实验组(*treat=1*)；设置 *post* 变量，国有股东委派前的样本 *post=0*，国有股东委派后的样本 *post=1*。并以全部控制变量对实验组与对照组进行倾向得分匹配，以降低两组在财务状况与公司治理层面的差异。匹配后各变量偏差均值均在 10% 以下。^①以匹配后的样本进行多期差分回归检验，结果如表 5 列(1)所示，*treat_post*对 *et* 的回归系数为 0.665，在 5% 水平上显著，表明本文的主要结论仍成立。此外，采用 DID 方法的前提是平行趋势假定，即实验组和对照组在委派董事前各年度的善待员工

表 5 稳健性检验结果 2

变量	(1) <i>et</i>	(2) <i>et</i>
<i>treat_post</i>	0.665** (2.47)	
<i>pre3</i>		1.020 (0.92)
<i>pre2</i>		0.719 (1.06)
<i>cur</i>		1.251 (1.36)
<i>post1</i>		1.443** (1.99)
<i>post2</i>		1.161* (1.81)
<i>post3</i>		1.272** (1.98)
<i>Controls</i>	控制	控制
<i>Year&Firm</i>	控制	控制
<i>Obs</i>	3 699	3 699
<i>Adj. R²</i>	0.439	0.438

① 限于篇幅，匹配前后的平衡性检验结果并未展示，详见本文的工作论文版本。

趋势应该一致。因此,本文进行了平行趋势检验, $pre3$ 表示该公司首次出现委派董事的前 3 年或更早, $pre2$ 表示该公司出现委派董事的前 2 年,以此类推。 cur 表示该公司首次出现国有股东委派董事的当年。以公司首次出现委派董事的前 1 年作为基准期,表 5 列(2)结果显示,在国有股东委派董事之前,民营企业善待员工的社会责任履行情况没有受到显著的影响,支持了平行趋势假设。

五、进一步分析

(一)机制分析

1. 资源支持。基于前文的分析,国有董事通过向民营企业提供资源并参与资源配置决策来引导民营企业进行具有长期导向的善待员工的投资。为了探究资源支持是否为国有股东委派董事影响民营企业善待员工的机制之一,本文设计了如下机制检验模型:^①

$$source_{it} = \beta_0 + \beta_1 sob_{it} + controls_{it} + Year_{it} + Ind_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$et_{it} = \beta_0 + \beta_1 source_{it} + \beta_2 sob_{it} + controls_{it} + Year_{it} + Ind_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, $source$ 为政府资源,本文参考周燕和潘遥(2019)的研究,以税收返还与总资产的比值度量。其他变量定义同主回归模型(1)。具体验证步骤如下:第一步,使用模型(2)将委派董事变量(sob 和 $sobpro$)与政府资源($source$)进行回归,若委派董事变量系数显著,则表明政府资源受到国有股东委派董事的影响;第二步,使用模型(3)进行回归检验,若委派董事的系数不显著或显著且相较于模型(1)显著性降低,则证明政府资源在国有股东委派董事影响民营企业善待员工的过程中发挥了中介效应。表 6 列(1)和列(3)实证检验结果表明,委派董事显著正向影响政府资源。表 6 列(2)和列(4)实证结果显示,委派董事系数虽然显著,但相较于模型(1)显著性降低。这说明国有股东向民营企业委派董事进行“混合所有”的协同治理有利于民营企业获得政府的资源倾斜,且国有股东在董事会中的配置权力影响了政府资源的流向,增加了民营企业的长期导向投资,促使其积极履行善待员工的社会责任。资源支持是国有股东委派董事促进民营企业善待员工的机制之一。此外,为进一步检验机制的稳健性,本文采用 *Sobel* 检验上述机制,结果显示总效用在 5% 的水平上显著。

2. 社会关注。由前文的分析可知,国有股东向民营企业委派董事通过引起更高的社会关注增强民营企业社会绩效的公众感知力度和履行社会责任的声誉资本积累能力,正向反馈激励民营企业更加重视履行善待员工的社会责任。为了探究社会关注是否为国有股东委派董事影响民营企业善待员工的机制之一,本文设计如下机制检验模型:

$$media_{it} = \beta_0 + \beta_1 sob_{it} + controls_{it} + Year_{it} + Ind_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$et_{it} = \beta_0 + \beta_1 media_{it} + \beta_2 sob_{it} + controls_{it} + Year_{it} + Ind_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, $media$ 为社会关注,参考刘柏和王一博(2020)的研究,以网络媒体对上市公司报道次数加 1 取自然对数度量。其他变量定义同主回归模型(1)。具体验证步骤同上文。表 6 列(5)和列(7)检验结果表明,委派董事对社会关注的影响显著为正;表 6 列(6)和列(8)的检验结果表明,委派董事的系数虽然显著,但相较于模型(1)显著性有所降低。这说明国有股东委派董事参与民营企业治理使民营企业受到了更高的社会关注,员工权益在民营企业内部引起重视并得到了保

^① 分别将 sob_{it} 和 $sobpro_{it}$ 代入模型(2)、模型(3)、模型(4)和模型(5)进行检验。

障。社会关注是国有股东委派董事保障民营企业员工权益的机制之一。此外，为进一步验证机制的稳健性，本文采用 *Sobel* 检验上述机制，结果显示总效用在 10% 的水平上显著。

表 6 机制检验结果

变量	(1) <i>source</i>	(2) <i>et</i>	(3) <i>source</i>	(4) <i>et</i>	(5) <i>media</i>	(6) <i>et</i>	(7) <i>media</i>	(8) <i>et</i>
<i>sob</i>	0.001*** (2.65)	0.265*** (3.18)			0.099*** (3.75)	0.270*** (3.26)		
<i>sobpro</i>			0.006*** (2.99)	1.095** (2.34)			0.546*** (3.32)	1.136** (2.44)
<i>source</i>		14.534*** (4.10)		14.628*** (4.13)				
<i>media</i>						0.088** (2.22)		0.090** (2.27)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year&Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	5 726	5 726	5 726	5 726	5 726	5 726	5 726	5 726
<i>Adj. R²</i>	0.174	0.169	0.175	0.168	0.419	0.167	0.419	0.166
<i>Sobel_z</i>	2.228*		2.419**		1.909*		1.876*	

(二) 异质性分析

1. 管理层短视对国有股东委派董事与民营企业善待员工之间关系的影响。虽然善待员工的社会责任投资具有长期战略价值，但在实现长期战略价值之前将产生高昂的成本费用。如果企业在较长的周期内将大量资源分配至短期无法盈利的项目上，需要企业决策者具备长期导向的投资视野(吴炳德等, 2017)。在长期投资导向占据主导地位的企业中，管理层将综合考虑企业短期业绩稳定与长期可持续发展，增加善待员工的社会责任投资(Gloßner, 2019)，以充分调动员工工作积极性，通过增加员工投资来维持并升级企业人力资本结构。而在管理层短视程度较高的企业中，为维持企业短期业绩和自身利益，管理者会削减长期开支，以达到短期内经营业绩表现良好的目的(高洪利等, 2022)，善待员工的社会责任投资规模会下降，员工权益可能受到侵犯。因此，国有股东委派董事对该类民营企业善待员工的促进作用更加明显。

为了考察管理层短视程度的调节作用，本文参考钟宇翔等(2017)的研究，采用管理层持股比例(*sr*)度量管理层短视程度。管理层持股比例越低，管理层短视越严重。当管理层持股时，定义 *sr* 等于 1，否则为 0，将全样本分为管理层短视程度高组和短视程度低组。表 7 和表 8 同时控制了控制变量以及年份和行业固定效应，列(1)和列(2)表明，在管理层短视程度高组，国有股东委派董事变量(*sob* 和 *sobpro*) 在 1% 的水平上显著；在管理层短视程度低组，这一关系并不显著。组间系数差异检验结果表明，两组中 *sob* 和 *sobpro* 的回归系数在 1% 的水平上存在显著性差异。这说明在管理层短视程度较高组，企业之前更注重短期业绩，忽视员工利益保障，因而国有股东委派董事引导民营企业进行善待员工的长期社会责任投资的作用更加显著。

2. 行业集中度在国有股东委派董事与民营企业善待员工关系中的作用。行业集中度反映了一个行业被少数几家公司主导的程度，行业集中度低意味着行业竞争激烈。当员工就职于竞争较为激烈的行业时，其外部就业选择机会增加，此时雇主之间竞争劳动力的激烈程度较高，员工拥有较强的索取优质待遇的能力(Wang 等, 2021)。企业如果未能善待员工，将增加员工离职风险，最终导致企业在劳动力市场上失去声誉(Shapiro 和 Titman, 1986)。产品市场竞争作为一种外部治理机制，能够阻止管理者采取增加其私人利益的行动(Kang 和 Kim, 2020)，进而保护员工等利益相关者利益免受侵害。因此，激烈的行业竞争使企业不敢轻易削减员工权益方面的开支，国有股东委派董事对该类民营企业善待员工的影响较弱。而在行业集中度较高时，企业面临的市场竞争程度较低，企业往往会忽视保护员工利益、调动员工工作积极性的重要性，国有股东委派董事对该类民营企业善待员工的促进效果更加显著。

表 7 横截面检验结果—*sob*

变量	管理层短视程度低	管理层短视程度高	行业集中度低	行业集中度高	劳动密集度高	劳动集中度低
	(1) <i>et</i>	(2) <i>et</i>	(3) <i>et</i>	(4) <i>et</i>	(5) <i>et</i>	(6) <i>et</i>
<i>sob</i>	0.111(1.05)	0.508*** (3.84)	0.208* (1.88)	0.346*** (2.78)	0.147(1.31)	0.440*** (3.57)
<i>Obs</i>	3 836	1 890	2 853	2 873	2 861	2 865
<i>Adj. R²</i>	0.184	0.157	0.172	0.175	0.174	0.158
<i>bdiff</i>	P=0.000***		P=0.057*		P=0.000***	

注：列(1)和列(2)结果中按照管理层是否持股(*sr*是否为1)进行分组，将控制变量*sr*删除，因此无系数。下表统同。

表 8 横截面检验结果—*sobpro*

变量	管理层短视程度低	管理层短视程度高	行业集中度低	行业集中度高	劳动密集度高	劳动集中度低
	(1) <i>et</i>	(2) <i>et</i>	(3) <i>et</i>	(4) <i>et</i>	(5) <i>et</i>	(6) <i>et</i>
<i>sobpro</i>	0.104(0.18)	2.326*** (3.16)	0.572(0.91)	1.622** (2.38)	0.592(0.92)	1.843*** (2.71)
<i>Obs</i>	3 836	1 890	2 853	2 873	2 861	2 865
<i>Adj. R²</i>	0.184	0.155	0.171	0.174	0.173	0.156
<i>bdiff</i>	P=0.000***		P=0.013**		P=0.004***	

为了考察行业集中度对国有股东委派董事与民营企业善待员工关系的调节作用，本文参考 Wang 等(2021)、Kang 和 Kim(2020)的研究，以 *hhi* 的年度中位数为分组依据，将全样本分为行业集中度高组和行业集中度低组。表 7 和表 8 列(3)和列(4)表明，行业集中度高组的国有股东委派董事变量(*sob* 和 *sobpro*)至少在 5% 的水平上显著提升了民营企业的员工责任分数，而在行业集中度低组中 *sob* 和 *sobpro* 的显著性和系数明显降低。组间系数差异检验结果表明，两组中 *sob* 和 *sobpro* 的回归系数分别在 10% 和 5% 的水平上存在显著差异。这说明，在行业集中度高时，市场竞争不充分，员工离职后的职业选择机会不足，员工议价能力较差，管理层可能忽视员工利益保护。此时国有股东委派董事可以约束管理层的行为，引导民营企业善待员工。

3. 劳动密集度对国有股东委派董事与民营企业善待员工之间关系的影响。企业的要素密集度差异会影响员工权益受到重视的程度。劳动密集度高企业的生产经营活动更加依赖劳动力要素，员工主动离职带来的经营成本较高(刘贯春等, 2022)。因此，企业经营管理的重要命题是劳动力管理。而劳动密集度低的企业强调通过技术、资本等其他生产要素创造价值，容易忽视劳动生产要素和员工权益保障。因此，在劳动密集度高的企业中，管理层对善待员工的重视程度一直较高，而在劳动密集度低的企业中，员工权益未得到充分重视。国有资本委派董事的“混合治理”结构能提升员工权益的关注度，促使劳动密集度低企业的管理层善待员工。

为了检验劳动密集度对国有股东委派董事与民营企业善待员工关系的调节作用，本文参考肖人瑞等(2021)的研究，以企业雇佣职工人数/企业总资产度量劳动密集度，并依据劳动密集度的年度中位数将全样本分为劳动密集度高企业组和劳动密集度低企业组。表 7 和表 8 的列(5)和列(6)显示，劳动密集度低企业组中国有股东委派董事变量(*sob* 和 *sobpro*)在 1% 的水平上显著改善了民营企业员工待遇，而在劳动密集度高企业组中这一关系并不显著。组间系数差异检验结果表明，两组中 *sob* 和 *sobpro* 的回归系数在 1% 的水平上存在显著差异。这说明，劳动密集度高的企业管理层本身重视善待员工，而劳动密集度低的企业员工在生产过程中的重要性相对较低，此类企业更可能忽视员工权益，此时国有股东委派董事能够有效提升管理层对善待员工的重视程度，保障员工得到友好对待。

(三)考虑国有股东特征

1. 战略型国有股东与财务型国有股东。不同类型的国有股东投资动机存在显著差异，战略型投资者的动机主要是通过资源投入与治理参与，谋求与上市公司协调互补的长期共同战略利益(王斌和刘一寒, 2021)。为保护其在不确定情况下拥有剩余索取权，战略投资者将通过派驻董事等方式积极参与公司内部治理。而财务型投资者的纯盈利动机使其缺乏参与被投资企业治理的动力(葛永盛和张鹏程, 2013)。因此，战略型国有股东更关注民营企业的长期可持续发展，有强烈的动机参与民营企业内部治理并引导其履行善待员工的社会责任；而财务型国有股东更关注短期业绩。为探究国有股东投资动机特征对委派董事与民营企业善待员工之间关系的影响，本文参考葛永盛和张鹏程(2013)、钱爱民等(2023)的研究，按照国有股东是否在 $t-t+2$ 年连续三年持股将国有股东分为战略型国有股东和财务型国有股东，并剔除同时包含战略型国有股东与财务型国有股东的 945 个样本。加入了控制变量以及年份和行业固定效应后，表 9 的列(1)至列(4)结果表明，当国有股东属于战略型投资者时，国有股东委派董事(*sob* 和 *sobpro*)对民营企业善待员工(*et*)的影响更为显著，且上述回归结果通过了组间系数差异检验。

表 9 按国有股东类型分组检验结果

变量	(1) <i>et</i>	(2) <i>et</i>	(3) <i>et</i>	(4) <i>et</i>	(5) <i>et</i>	(6) <i>et</i>	(7) <i>et</i>	(8) <i>et</i>
	财务型	战略型	财务型	战略型	异注册地	同注册地	异注册地	同注册地
<i>sob</i>	0.082(0.52)	0.367*** (3.22)			0.187(1.25)	0.470*** (3.32)		
<i>sobpro</i>			0.400(0.49)	1.589** (2.53)			1.183(1.31)	1.793** (2.17)
<i>Obs</i>	2 372	2 399	2 372	2 399	3 398	1 339	3 398	1 339
<i>Adj. R²</i>	0.159	0.197	0.159	0.195	0.173	0.189	0.173	0.185
<i>bdiff</i>	$P=0.000^{***}$		$P=0.014^{**}$		$P=0.000^{***}$		$P=0.056^{\circ}$	

2. 同注册地国有股东与异注册地国有股东。在中国文化背景下企业发展的地域特征差异较大，同乡关系对于构建社会和商业网络、便利企业获取资源和信息十分重要(钱爱民和吴春天, 2021)。当国有股东与民营企业位于同一注册地时，二者可能受到同地域相似文化背景的影响，使得国有董事与民营企业管理层在理念和处事方式上一致性较高(戴亦一等, 2016)，有利于增强国有董事与民营企业间的信任，为民营企业提供更多的“照顾”。为探究国有股东注册地特征对委派董事与民营企业善待员工之间关系的影响，本文参考钱爱民和吴春天(2021)的研究，按照国有股东注册地与民营企业是否为同一省份分组，若相异则认定为异注册地观测值，若相同则认定为同注册地观测值，并剔除同时包含异注册地国有股东与同注册地国有股东的 977 个样本。表 9 的列(5)至列(8)结果表明，当国有股东与民营企业属于同注册地时，国有股东委派董事对民营企业善待员工的影响更为显著，且上述回归结果通过了组间系数差异检验。

六、结论与启示

本文从董事会混合治理的视角分析“反向混改”对民营企业善待员工的影响。研究发现：在“民营资本控股，国有资本参股”的混合所有制股权结构下，国有股东向民营企业委派董事能使民营企业更加善待员工；机制分析发现，国有股东委派董事主要通过提供资源支持和引起社会关注改善民营企业的员工待遇。异质性分析发现，上述关系在管理层短视程度较高、行业集中度较高、劳动密集度较低的样本中更加显著。且当国有股东为战略型投资者和同注册地投资者时，引导民营企业善待员工的效果更显著。本文的研究结论对政策制定者和企业管理层具有以下政策启示：

第一,积极推进民营企业参与混合所有制改革,充分发挥国有股东在董事会层面参与治理的作用。本文研究表明,国有股东如果未实质参与董事会层面的治理决策,则很难实现国有股东的社会目标和资源效用的最大化。因此,民营企业在参与混合所有制改革过程中,应在引入国有股东的基础上确保国有股东拥有足够的“话语权”,以权力与资源维度的“混”实现社会与企业经济效益的“合”。

第二,充分发挥国有资本的资源优势,增加对民营企业的扶持力度。一方面,国有股东通过向民营企业倾注资源扩大国有资本投资范围,为自身社会目标的实现拓宽渠道。国有股东配置董事积极参与民营企业的监督治理,在充分了解内部信息以及有权改变资源配置流向的情况下向民营企业倾斜资源分配,为民营经济的顶层建设夯实底层基础。另一方面,民营企业应积极配合推进混合所有制改革进程,引入与自身发展目标契合的国有股东并在顶层制度设计上保障国有股东获取信息及参与决策的权利,在建立相互信任的政企关系的基础上通过有针对性的诉求解决自身发展中的“燃眉之急”,妥善计划与利用政府资源来摆脱生存困境,实现企业成长与股东价值增值,进一步提升长期价值投资的能力,为可持续发展厉兵秣马。

第三,重视国有股东自身特征对于混改效果的影响,进一步细化混合所有制改革。本文研究发现,当国有股东为战略型国有股东或同注册地国有股东时,更有助于善待员工等社会责任的履行,对民营企业的资源倾斜及资源配置决策的引导效应也更为明显。在制定混合所有制改革政策时,应当针对不同改革目的,合理引入不同类型国有股东参股,以更好地引导民营经济资源配置,进而促进国有经济与民营经济良性互动。

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,(5):137-149.
- [2]戴亦一,肖金利,潘越.“乡音”能否降低公司代理成本?——基于方言视角的研究[J].经济研究,2016,(12):147-160.
- [3]冯慧群,郭娜.非国有股东超额委派董事能否提高会计信息质量?——基于国企混改背景[J].会计研究,2021,(5):15-31.
- [4]高洪利,李莉,吕晨.管理层投资视野、技术熟悉度与企业创新决策[J].南开管理评论,2022,(4):79-88.
- [5]葛永盛,张鹏程.家族企业资源约束、外部投资者与合同剩余[J].南开管理评论,2013,(3):57-68.
- [6]韩亦,郑恩营.组织印记与中国国有企业的福利实践[J].社会学研究,2018,(3):51-73.
- [7]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,(3):122-135.
- [8]何德旭,曾敏,张硕楠.国有资本参股如何影响民营企业?——基于债务融资视角的研究[J].管理世界,2022,(11):189-207.
- [9]贺勇,李世辉.异质资本的多维嵌入与价值共生——国企混改的组织生态学[J].会计研究,2022,(7):46-57.
- [10]贾莹丹.中小股东异议的公司治理效应——来自审计师改聘议案的证据[J].审计研究,2015,(1):99-105.
- [11]李培功,沈艺峰.媒体的公司治理作用:中国的经验证据[J].经济研究,2010,(4):14-27.
- [12]李诗,黄世忠.从CSR到ESG的演进——文献回顾与未来展望[J].财务研究,2022,(4):13-25.
- [13]刘柏,王一博.股价高估与企业社会责任的关系研究[J].经济管理,2020,(1):76-92.
- [14]刘贯春,刘媛媛,张军.劳动力市场规模与公司资本结构:理论与中国证据[J].经济学(季刊),2022,(1):109-128.
- [15]刘惠好,焦文妞.国有股权参股与民营企业投资不足——基于资源效应与治理效应的双重视角[J].经济管理,2022,(8):76-94.
- [16]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.

- [17]罗宏,秦际栋. 国有股权参股对家族企业创新投入的影响[J]. 中国工业经济, 2019, (7): 174-192.
- [18]潘爱玲,刘昕,吴倩. 跨所有制并购、制度环境与民营企业债务融资成本[J]. 会计研究, 2019, (5): 3-10.
- [19]彭红星,毛新述. 政府创新补贴、公司高管背景与研发投入——来自我国高科技行业的经验证据[J]. 财贸经济, 2017, (3): 147-160.
- [20]钱爱民,吴春天. 民营企业混合所有制与商业信贷合约——不确定性风险视角[J]. 山西财经大学学报, 2021, (4): 112-126.
- [21]钱爱民,吴春天,朱大鹏. 民营企业混合所有制能促进实体经济“脱虚返实”吗?[J]. 南开管理评论, 2023, (1): 134-145.
- [22]宋科,徐蕾,李振,等. ESG投资能够促进银行创造流动性吗?——兼论经济政策不确定性的调节效应[J]. 金融研究, 2022, (2): 61-79.
- [23]宋增基,冯莉茗,谭兴民. 国有股权、民营企业家参政与企业融资便利性——来自中国民营控股上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2014, (12): 133-147.
- [24]谭劲松,朱人杰,秦帅. 国有企业党组织嵌入公司治理结构:一个基于国企多元化目标的分析框架[J]. 财务研究, 2020, (5): 3-14.
- [25]王斌,刘一寒. 论战略投资者[J]. 财务研究, 2021, (5): 3-14.
- [26]吴炳德,王志玮,陈士慧,等. 目标兼容性、投资视野与家族控制:以研发资金配置为例[J]. 管理世界, 2017, (2): 109-119.
- [27]武立东,江津,王凯. 董事会成员地位差异、环境不确定性与企业投资行为[J]. 管理科学, 2016, (2): 52-65.
- [28]肖人瑞,谭光荣,万平,等. 加速折旧能够促进劳动力就业吗——基于准自然实验的经验证据[J]. 会计研究, 2021, (12): 54-69.
- [29]叶文平,朱沆,史亚雅,等. 公有制印记与改制家族企业的内部社会责任[J]. 管理世界, 2022, (5): 141-155.
- [30]余汉,黄爽,宋增基. 国有股权对民营企业数字化转型的影响——基于上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2023, (3): 140-149.
- [31]余汉,杨中仑,宋增基. 国有股权能够为民营企业带来好处吗?——基于中国上市公司的实证研究[J]. 财经研究, 2017, (4): 109-119.
- [32]于瑶,祁怀锦. 混合所有制与民营经济健康发展——基于企业违规视角的研究[J]. 财经研究, 2022, (3): 33-47.
- [33]于瑶,祁怀锦,李若琳. 国有股东参股与民营企业审计定价[J]. 审计研究, 2022, (6): 105-116.
- [34]钟宇翔,吕怀立,李婉丽. 管理层短视、会计稳健性与企业创新抑制[J]. 南开管理评论, 2017, (6): 163-177.
- [35]周浩,汤丽荣. 市场竞争能倒逼企业善待员工吗?——来自制造业企业的微观证据[J]. 管理世界, 2015, (11): 135-144.
- [36]周燕,潘遥. 财政补贴与税收减免——交易费用视角下的新能源汽车产业政策分析[J]. 管理世界, 2019, (10): 133-149.
- [37]Aghion P, Tirole J. Formal and real authority in organizations[J]. *Journal of Political Economy*, 1997, 105(1): 1-29.
- [38]Bainbridge S M. Director primacy and shareholder disempowerment[J]. *Harvard Law Review*, 2006, 119(6): 1735-1758.
- [39]Baldenius T, Melumad N, Meng X J. Board composition and CEO power[J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 112(1): 53-68.
- [40]Becker G S. Investment in human capital: A theoretical analysis[J]. *Journal of Political Economy*, 1962, 70(5, Part 2): 9-49.
- [41]Chen C, Chen Y Y, Hsu P H, et al. Be nice to your innovators: Employee treatment and corporate innovation performance[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 39: 78-98.
- [42]Chen T, Dong H, Lin C. Institutional shareholders and corporate social responsibility[J]. *Journal of Financial Economics*,

- 2020, 135(2): 483–504.
- [43]Drempetic S, Klein C, Zwergel B. The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review[J]. *Journal of Business Ethics*, 2020, 167(2): 333–360.
- [44]Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control[J]. *The Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2): 301–325.
- [45]Gillan S L, Koch A, Starks L T. Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 66: 101889.
- [46]Gloßner S. Investor horizons, long-term blockholders, and corporate social responsibility[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2019, 103: 78–97.
- [47]Hegde S P, Mishra D R. Married CEOs and corporate social responsibility[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2019, 58: 226–246.
- [48]Kang J K, Kim J. Do family firms invest more than nonfamily firms in employee-friendly policies?[J]. *Management Science*, 2020, 66(3): 1300–1324.
- [49]Selznick P. *TVA and the grass roots: A study of politics and organization*[M]. Berkeley: University of California Press, 1980.
- [50]Shapiro A C, Titman S. An integrated approach to corporate risk management[J]. *The Revolution in Corporate Finance*, 1986, 3: 251–265.
- [51]Waddock S A, Graves S B. The corporate social performance-financial performance link[J]. *Strategic Management Journal*, 1997, 18(4): 303–319.
- [52]Wang L, Dai Y H, Kong D M. Air pollution and employee treatment[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 70: 102067.
- [53]Xiao G, Shen S C. To pollute or not to pollute: Political connections and corporate environmental performance[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2022, 74: 102214.
- [54]Zhang M, Tong L J, Su J, et al. Analyst coverage and corporate social performance: Evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2015, 32: 76–94.

Will Appointment of Directors by State-owned Shareholders Guide Private Enterprises to Treat Their Employees Well?

Qian Aimin¹, Xiao Yichen¹, Zhu Dapeng²

(1. *Business School, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China;*
2. *School of Accounting, Shanghai Lixin University of Accounting and Finance, Shanghai 201620, China*)

Summary: The appointment of directors to participate in board voting provides institutional protection for state-owned shareholders to exercise their rights. In addition, directors appointed by state-owned shareholders can gain more power of discourse due to their control over resources, and have the ability to affect management decisions in private enterprises. Currently, ESG has received widespread attention from scholars, but the issue of corporate infringement of employee rights is not uncommon in practice. Compared to state-owned enterprises, this issue is particularly prominent in private enterprises. How to guide private enterprises to treat their employees well and achieve the unity of economic value and social value? It needs an urgent response from the theoretical circles.

Using A-share private listed companies with state-owned capital participation from 2010 to 2020 as the sample, this paper examines the impact, mechanism, and boundary conditions of state-owned shareholders appointing directors on private enterprises' treatment of employees. The results show that the appointment of directors significantly improves the scores of employee responsibility and promotes better treatment of employees in private enterprises. This is achieved by providing resource support and raising social awareness, especially in private enterprises with higher managerial myopia, higher industry concentration, and lower labor intensity. The effect is more pronounced when state-owned shareholders are strategic investors and are in the same registered location as private enterprises.

The possible contributions of this paper are as follows: First, it refines the research on “reverse mixed-ownership reform” with private enterprises as the research object to the director level, which further confirms the viewpoint proposed in previous literature that non-controlling shareholders' “effective governance” must involve “substantial participation”. Second, it enriches and refines the research of ESG from the perspective of enterprises treating employees well, deepening the understanding on the impact of internal corporate governance structure arrangements on ESG practices. Third, it confirms that the mixed governance of directors appointed by state-owned shareholders is an effective path to protect the rights and interests of employees in private enterprises, and finds out the effective governance mechanism to inspire private enterprises to treat their employees well.

Key words: state-owned shareholders; appointment of directors; reverse mixed-ownership reform; well treatment of employees; ESG

(责任编辑 石 慧)

(上接第 63 页)

According to the empirical results, after the urban agglomeration development plans are put into practice, respective cities have experienced a significantly improved level and quality of collaborative innovation among enterprises. Heterogeneity analysis reveals that, due to differences in the nature of property rights and industry characteristics, the impact of market integration on inter-regional collaborative innovation is more pronounced in domestic enterprises, and market integration exerts a limited impact on the collaborative innovation between domestic and overseas enterprises. Path testing shows that nation-level urban agglomeration planning promotes corporate collaborative innovation by coordinating inter-city interest goals and reducing industrial homogeneous competition. Mechanism analysis shows that the introduction of central cities further strengthens the effective role that urban agglomerations play in boosting regional market integration.

This paper has the following contributions: First, it analyzes the impact of market integration on corporate collaborative innovation from the perspective of the external shock brought by urban agglomeration development planning, providing a new perspective for market integration research. Second, it constructs a more comprehensive indicator system for corporate collaborative innovation, expanding the connotation of corporate innovation indicators. Third, it uses double machine learning for residual estimation to eliminate confounding factors and the adverse effect of restricted dependent variables on causal inference, resulting in more reliable causal inference.

Key words: urban agglomeration; collaborative innovation; market integration; double machine learning; unified market

(责任编辑 石 慧)