

# 产权权利束分割与国有实体经济高质量发展

——基于国有企业“脱虚返实”的微观视角\*

马新啸 黄晓珊 王心蕊

**内容提要:**国有实体经济高质量发展是新时代全面深化国资国企改革的关键目标。本文基于微观主体内部普通员工的视角,以中央企业分红权激励改革(148号文)的准自然实验为研究场景,考察产权权利束分割对国有企业“脱虚返实”的影响。研究发现,产权权利束分割能够促进国有企业雇员研发创新、提高劳动生产效率、改善产业链预期,从而有效提升国有企业的实体投资收益,由此削弱国有企业的金融化动机,推动其“脱虚返实”。进一步研究发现,上述效果一方面需要坚实的人力资本做支撑,在人才基础较好和稳定性较强的国有企业中更为明显;另一方面则有助于相对落后国有企业的转型发展,在数字化水平和资本密集度较低的国有企业中更为突出。此外,产权权利束分割的“脱虚返实”效应有助于国有企业更好地防范化解金融风险。本文不仅能够对国有企业雇员激励和金融化的学术文献做出创新性拓展,而且可以为党和国家做强做优做大国有实体经济提供政策参考。

**关键词:**国有企业 产权权利束分割 分红权激励 金融化 “脱虚返实”

**作者简介:**马新啸,中国海洋大学管理学院、中国企业营运资金管理研究中心副教授,266100;

黄晓珊(通讯作者),广州南方学院会计学院讲师,510970;

王心蕊,陕西师范大学生命科学学院硕士研究生,710119。

中图分类号:F270 文献标识码:A 文章编号:1002-8102(2025)02-0141-18

\* 基金项目:中国博士后科学基金面上资助项目“产权权利束分割提升国有企业核心竞争力的效果与机理研究”(2023M733331);国家自然科学基金青年项目“国有企业与民营资本组建混合战略联盟的动因、效果及作用机理研究”(72302224);山东省自然科学基金青年项目“山东省国有集团差异化管控提升混合所有制国企核心竞争力的效果与机理研究”(ZR2024QG094)。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。黄晓珊电子邮箱:hxs0808\_nfu@126.com。

## 一、引言

随着“百年未有之大变局”加速演进和国际竞争日趋激烈,加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系,成为推动中国经济由“高速增长”走向“高质量发展”的关键环节(王伊攀、朱晓满, 2022)。然而,近年来随着实体经济投资收益率的不断下降,我国宏观经济出现了虚拟经济风头压过实体经济的“脱实向虚”趋势(马思超、彭俞超, 2019)。具体到微观层面,“脱实向虚”指的是企业的金融化行为,即非金融企业将大量资金抽离实业而投入金融、房地产等高回报的虚拟行业,表现为自身的金融资产投资规模不断扩大(顾雷雷等, 2020)和金融渠道利润占比不断提高(张成思、张步县, 2016)。实践中,国有企业将大量资金配置于金融市场,偏离主业现象日益严重。统计数据显示,截至2017年8月,2/3以上的中央企业经营业务涉及金融领域,近半数的中央企业将金融纳入主要业务(乔嗣佳等, 2022)。因此,如何有效抑制微观企业尤其是国有企业的金融化行为,贯彻落实党中央振兴实体经济的战略部署,成为国家治理层面的重要话题。

进一步地,针对企业金融化行为的影响因素,学者们主要围绕管理层激励(李鑫等, 2021)、政府采购(王伊攀、朱晓满, 2022)等外部制度环境和内部治理特征展开,不仅忽视了普通雇员对企业金融化的重要影响,而且未对产权激励不充分的国有企业给予足够关注。事实上,国有企业的人才管理制度存在比较严重的行政干预、薪酬管制等问题,雇员普遍不愿付出超出其工资水平的努力(曹春方、张超, 2020),导致国有企业的实体投资效率低下,由此诱发国有企业的过度金融化行为(狄灵瑜、步丹璐, 2021)。因此,如何在全面深化国资国企改革背景下,有效激发普通雇员在国有企业实体经济活动中的工作潜能,实现国有企业“脱虚返实”和国有实体经济高质量发展,成为学术研究和社会实践层面亟须解决的重要问题。

对此,以分红权激励为典型的产权权利束分割实践为解决上述弊端提供了重要突破口。本文以中央企业分红权激励改革(148号文)为准自然实验,手工收集和整理148号文覆盖范围内的央企集团及下属上市公司名录,以沪深两市央企上市公司为研究对象,构建双重差分模型考察产权权利束分割对国有企业“脱虚返实”的影响,主要贡献体现在以下三个方面。

第一,本文基于微观主体内部普通员工的视角,研究国有企业金融化的治理方式,由此对产权性质与企业金融化影响因素的学术研究做出特色拓展。现有关于企业金融化影响因素的文献主要围绕管理层激励(李鑫等, 2021)、政府采购(王伊攀、朱晓满, 2022)等外部制度环境和公司治理特征展开,忽视了企业最重要的价值创造者——员工的关键性作用。本文则基于中央企业分红权激励改革(148号文)的准自然实验,从普通员工的视角出发,探讨以分红权激励为典型的权利束分割对国有企业金融化的影响,拓展了国有企业金融化影响因素的学术文献,为更好地激发人力资本在国有实体经济高质量发展中的潜力提供了理论指导。

第二,本文从属于典型产权权利束分割实践的分红权激励的创新视角出发,系统分析并检验产权权利束分割对国有企业金融化的影响,由此对国有企业产权改革和混合所有制国有企业治理的学术研究做出重要拓展。一方面,现有文献大多从国资管理(盛丹、刘灿雷, 2016)、混合所有制改革(马新啸等, 2021)等角度分析国资产权整体迁移的经济后果,却未充分立足中国特色制度情境关注国有企业的产权权利束分割实践。另一方面,关于国有企业改革的文献主要着眼于高管市场化选聘、国有企业控制权配置等层面,缺乏对普通员工视角下的国有企业制度安排进行深入探讨(曹春方、张超, 2020)。对此,本文基于全面深化国资国企改革的制度情境,以国有企业金融化

为切入点,厘清“国有企业的产权权利束分割实践—作用机理—效果评价”的因果逻辑链条,对国有企业产权改革和混合所有制国有企业治理的学术文献做出有益创新。

第三,本文发现基于产权权利束分割理论的分红权激励实践,能够有效降低试点央企的金融化程度,促进国有企业的“脱虚返实”,由此实现国有实体经济高质量发展与雇员成长良性互动的积极成效,这不仅对国有企业守正创新地开展产权改革具有指导价值,而且为中国式现代化理念中“实现全体人民共同富裕”的前进目标提供了实践参考。本文结论表明,以普通雇员为主要对象的分红权激励可以在内外两个层面提升国有企业的实体投资成效,这不仅能够有效引导国有企业更多地开展实业活动,而且可以提升国有企业普通员工的生活水平,由此对新时代国有实体经济做强做优做大和实现全体人民共同富裕具有实践参考价值。

## 二、制度背景与理论分析

### (一)国有企业产权权利束分割的理论基础和实践历程

一般地,产权经济学将产权视为一系列权利的集合,包括所有权、使用权、收益权和处置权等集合(Hart,1995)。具体到企业,产权实则所有权、经营权、收益权等具体权利的集合,而这些权利束是可以分割的,这意味着权利可以分散在不同的主体手中,从而促进社会分工和合作性生产,提高劳动生产率。作为我国发展经济、实现国家战略目标以及稳定社会的中坚力量,国有企业自身存在产权激励不足等问题限制了其在经济社会发展过程中的真实潜力(钱颖一,1995)。为全面赋能国有经济高质量发展,国有企业产权制度改革主要致力于在不改变国有企业公有制性质的前提下,改革国有企业产权的具体权利,解放和发展国有企业生产力,达到做强做优做大国有企业的改革效果。

具体而言,国有企业的产权权利束分割实践具有坚实的理论基础。按照马克思主义所有制理论,产权的本质是现实的所有权关系,即生产资料归谁实际占有、支配、使用和受益所反映的全部经济关系(黄速建,2014)。由于国有资产属于全体人民共同所有,联合起来的劳动者亦是生产资料所有者,应当共享自身运用生产资料产出的劳动成果(宋方敏,2019)。因此,权利束中的收益权分割,能够巩固国有经济的控制作用和稳定社会的基石地位,成为国有企业全民产权的有效实现形式(曹春方、张超,2020)。2010年以中央企业分红权激励改革(148号文)为标志的分红权激励,通过将部分利润奖励给对国有企业发展做出突出贡献的技术、管理骨干,使得雇员能够更好地分享自身运用生产资料产出的劳动成果,实现对员工的有效激励,其实质为对国有企业权利束中的收益权进行分割,不仅能够在不涉及所有权变动、不改变国有企业公有制性质的前提下,实现做强做优做大国有企业和国有实体经济的目标,而且有助于构建和谐和谐的劳资分配关系,符合习近平总书记在中国特色现代化理念中提出的“坚持以人民为中心的发展思想,在高质量发展中促进共同富裕”的前进方向。

进一步地,在坚实的制度支撑和理论基础之上,国有企业产权制度改革已产生诸多积极的社会经济成效。一方面,产权权利束整体迁移不仅能够有效抑制国有企业的金融投资行为(狄灵瑜、步丹璐,2021),而且能够激发雇员在实体投资活动中的工作效率,提高实体投资效益(沈红波等,2018),从而对国有企业实体投资产生积极影响。另一方面,部分学者发现,以分红权激励为典型的产权权利束分割实践,能够在坚持和发展公有制生产关系的基础上,实现对国有企业员工的有效激励,从而对试点央企以创新产出为表征的实体经济活动产生积极影响(曹春方、张超,2020),

形成“劳资共赢,共同富裕”的局面。

## (二)产权权利束分割与国有企业“脱虚返实”

总体而言,“投资替代”理论指出,企业金融化的目的是追求利润最大化,当金融投资收益率较实体投资收益率更高时,企业会以金融资产投资替代实体投资,反之则以实体投资替代金融资产投资(胡奕明等,2017),实体投资收益的相对高低是决定企业“脱虚返实”的重要因素(张成思、张步县,2016)。实践中,基于产权权利束分割理论的分红权激励,能够有效提升国有企业的实体投资收益,但不影响其金融投资收益,由此促进其“脱虚返实”。

首先,分红权激励能够促进国有企业雇员研发创新、提高劳动生产效率、改善产业链预期,从而有效提升国有企业的实体投资收益。具体而言,第一,分红权激励可以调动国有企业雇员投身于研发创新的积极性,促进国有企业技术进步,从而提高其实体投资收益率。实践中,作为最接近国有企业产品、服务和客户的群体,雇员虽然难以直接参与各项决策的制定,但在形成创新思想、执行业务反馈等方面至关重要(孟庆斌等,2019),是国有企业研发创新的重要力量。当分红权激励将雇员个人财富与国有企业实体投资绩效绑定在一起时,员工会更加积极地投入国有企业研发创新和技术进步中,在提高国有企业实体投资收益的过程中获取自身利益(胡珺等,2017)。第二,分红权激励能够让国有企业雇员形成“多创造价值多收入”的预期,提升其日常工作中的劳动积极性和生产效率,由此对国有企业实体投资收益做出更多边际贡献。理论上,雇员的工作积极性是企业实体经营活动中取得较高收益的关键因素(牛志伟等,2023),因此让员工“热爱工作”,从源头上提升国有企业实体投资的获利能力至关重要。分红权激励实施后,雇员努力工作不再纯粹是为单位做贡献,还包括为自身职业生涯和经济收入提供保障,这不仅能够减少低效率工作现象(孟庆斌等,2019),而且能够有效激发雇员发现问题和解决问题的积极性,从而提高国有企业的实体投资收益。第三,分红权激励可以向外界释放国有企业发展前景良好的有力信号,改善产业链利益相关者对国有企业发展的预期,更好地吸引现有及潜在的高质量客户和供应商关注并增加经济业务往来,由此提升国有企业投资实体业务的获利能力和信心。实践中,由于缺乏稳定的业务联系和相互信任,当客户和供应商难以从其他渠道了解国有企业实情时,出于规避潜在风险的考虑,会减少与国有企业的经济业务往来(倪晓然,2020)。对此,分红权激励实施后,试点国有企业能够向产业链上的客户、供应商等传递自身业绩良好和积极改革进取的信号,这不仅有助于国有企业与现有客户和供应商维持稳定关系,巩固市场份额,而且能够增加潜在客户和供应商的认可与关注,拓展更多市场,从而强化国有企业投资实体业务的信心和获利能力(王伊攀、朱晓满,2022)。由此,分红权激励能够有效提升国有企业的实体投资收益。

其次,分红权激励能够提高国有企业的实体投资收益,但不影响其金融投资收益,从而遏制国有企业的金融化动机,促使其降低金融投资水平并提升实体投资水平,由此推动国有企业“脱虚返实”。根据“投资替代”理论,在经济人假设下,实体企业投资金融资产而非实体资产的目的在于追求利润最大化(胡奕明等,2017)。具体而言,实体企业用于自主投资两类资产的资金总额在一定时期内是有限的,企业会根据金融投资收益率和实体投资收益率的相对高低来配置资金,当经济形势等情境变化导致金融投资收益率相较于实体投资收益率更高时,企业便会将更多资金配置到金融资产以替代实体资产,直到二者的边际收益相等,即通过金融化的方式来实现利润最大化;反之,则将更多资金配置到实体资产当中,通过正常生产经营来追求利润最大化(张成思、张步县,2016)。例如,胡奕明等(2017)对我国非金融上市公司进行研究,发现追逐金融投资的高回报率是我国企业金融化的主要动机。因此,推动实体企业“脱虚返实”的关键在于提升其实体投资回报

率,增强实体投资活动对企业资源配置的吸引力(黄贤环等,2018)。在此情况下,以净利润等绩效指标作为上级主要考核内容的国有企业亦不例外(马新啸等,2021),企业会在综合考虑金融投资收益率和实体投资收益率的理性权衡下,做出转向金融化抑或专注实体投资经营的发展决策,而这种选择在分红权激励试点以前处于均衡状态,并维持一般情况下的实体国有企业金融化水平。

进一步地,以分红权激励为典型的产权权利束分割实践会打破上述均衡,对试点国有企业的金融投资收益率和实体投资收益率产生非对称影响(曹春方、张超,2020),进而作用于其投资决策。一方面,分红权激励主要关注国有企业雇员的研发创新和日常工作行为,难以对国有企业的金融投资收益率产生影响(曹春方、张超,2020)。具体而言,区别于实体投资,金融投资与生产活动相对脱钩,能够比较独立地产生利润,具有典型外部特征(陈祎、鲁元平,2022)。金融投资收益主要取决于投资组合结构、投资者风险偏好、投资者对市场变化的认知判断和反应速度等因素(罗靳雯、彭湃,2016),与雇员等实体活动生产要素的关联性较低。因此,以分红权激励为代表的产权权利束分割实践,主要作用于国有企业雇员的劳动效率、研发积极性等日常生产行为,难以影响国有企业的金融投资收益率。相应研究表明,与实体投资相比,金融投资属于非劳动密集型活动,这使得劳动力要素对金融投资收益的影响较小(Lin和Tomaskovic-Devey,2013)。另一方面,分红权激励可以促进国有企业雇员研发创新、提高劳动生产效率、改善产业链预期,从而对国有企业的实体投资收益率产生积极影响(曹春方、张超,2020)。由此,分红权激励能够在提高国有企业实体投资收益率的同时不影响其金融投资收益率,形成两类投资活动之间的收益差,促使国有企业将资金更多地配置到实体资产以替代金融资产,降低金融投资水平并提升实体投资水平,最终实现“脱虚返实”。

综上所述,以分红权激励为典型的产权权利束分割实践,能够对国有企业技术、管理骨干实施有效激励,对内可以促进国有企业雇员研发创新、提高劳动生产效率,对外可以改善产业链预期,从而有效提升国有企业实体投资的相对收益,抑制其金融化动机,促使企业将更多资金配置到实体资产以替代金融资产,由此降低金融化程度,实现“脱虚返实”。基于此,本文提出如下研究假设。

研究假设:在其他条件一定的情况下,分红权激励能够促进试点央企的“脱虚返实”。

### 三、研究设计

#### (一)模型设定与变量定义

参照曹春方和张超(2020)的做法,本文构建如下模型研究以分红权激励改革为标志的产权权利束分割对试点央企“脱虚返实”的影响:

$$FIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DPR_{i,t} + \beta_2 CONTROLS_{i,t} + \beta_3 YEAR_t + \beta_4 FIRM_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

首先,被解释变量  $FIN$  为国有企业的金融化程度,用来反向测量国有企业“脱虚返实”。具体地,一方面,本文借鉴彭俞超等(2018a)的做法,基于资产维度来衡量国有企业金融化程度( $FINV$ )。另一方面,本文借鉴张成思和张步昙(2016)的做法,基于利润维度来衡量国有企业金融化程度( $FPRO$ )。为避免营业利润出现负值而影响度量的准确性,本文对营业利润取绝对值。理论上,国有企业的金融资产规模和金融收益占比越大,自身的金融化现象越严重。若分红权激励能够有效降低试点央企的金融化程度,回归系数  $\beta_1$  应显著为负。

其次,解释变量 *DPR* 为国有企业是否受分红权激励试点影响的虚拟变量,本文借鉴曹春方和张超(2020)的做法来衡量。由此,回归系数  $\beta_1$  反映了分红权激励政策实施前后试点央企与非试点央企金融化程度的变化差异。

最后,本文参考现有文献(王伊攀、朱晓满,2022)的做法,选取一系列公司财务和治理特征作为控制变量。此外,模型(1)还控制了年份固定效应和公司固定效应。

各变量定义见表1。

表1 各变量定义

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	<i>FINV</i>	资产视角下的金融化程度,以国有企业当年的金融资产(包括交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产、发放贷款及垫款和持有至到期投资)与期末总资产之比来衡量
	<i>FPRO</i>	利润视角下的金融化程度,以国有企业当年的公允价值变动损益、投资收益(不含合营与联营企业)、净汇兑收益以及其他综合收益(不含合营与联营企业)之和与期末营业利润之比来衡量
解释变量	<i>DPR</i>	是否受分红权激励试点影响的虚拟变量,当国有企业隶属分红权激励试点政策覆盖的央企集团且样本期间为2010—2012年时取值为1,否则取值为0
控制变量	<i>SIZE</i>	公司规模,以国有企业当年总资产的自然对数来衡量
	<i>LEV</i>	资产负债率,以国有企业当年总负债除以总资产来衡量
	<i>ROA</i>	盈利能力,以国有企业当年总资产收益率来衡量
	<i>GROWTH</i>	成长性,以国有企业当年营业收入增长率为衡量
	<i>PPE</i>	资本密集度,以国有企业当年固定资产除以总资产来衡量
	<i>CONCENTRATE</i>	股权集中度,以国有企业前五大股东持股比例的平方和来衡量
	<i>AGE</i>	上市年限,以国有企业上市年数加1后取自然对数来衡量
	<i>BOARDSIZE</i>	董事会规模,以国有企业董事会总人数的自然对数来衡量
	<i>INDEP</i>	董事会独立性,以国有企业独立董事占董事总数的比例来衡量
	<i>DUAL</i>	两职合一,国有企业的董事长、总经理兼任则取值为1,否则取值为0

## (二)样本选取与数据来源

在样本期间上,本文参照曹春方和张超(2020)的做法,将2010年中央企业分红权激励改革(148号文)下发前后几年(2007—2012年)作为样本期间,2016年分红权激励试点政策的实施范围扩大到全部央企,因此本文的研究场景不受后续政策干扰。在数据来源上,本文通过手工收集整理,筛选出实控人为国务院国资委的央企集团下属的上市公司,判断其是否在148号文的覆盖范围内,以识别出处理组和对照组。在剔除财务数据异常、关键变量缺失的样本后,本文最终获得1750个国有企业的年度观测值,其他数据则主要来自CSMAR数据库。为减少异常值对研究结果的干扰,本文对连续变量均按照1%的标准进行缩尾处理。

## 四、实证结果与分析

### (一)描述性统计分析

表2汇报了主要变量的描述性统计结果。一方面,样本期间内上市央企金融化程度(*FINV*)的

均值为0.045,标准差为0.131,最小值为0.000,最大值为0.516,与已有文献(余怒涛等,2023)统计结果基本一致,表明我国上市央企间的金融资产投资规模存在明显差异。另一方面,受到分红权激励试点影响的观测值占比约为10.5%,与曹春方和张超(2020)的研究结果一致。

表2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>FINV</i>	1750	0.045	0.131	0.000	0.000	0.516
<i>FPRO</i>	1750	0.657	1.824	-0.198	0.013	6.925
<i>DPR</i>	1750	0.105	0.307	0.000	0.000	1.000

### (二)基准回归结果

本文的基准回归结果如表3所示。其中,列(1)和列(3)展示了仅控制年份固定效应和公司固定效应的结果,可以发现分红权激励(*DPR*)的回归系数均在1%的水平下显著为负;列(2)和列(4)将控制变量放入回归模型,同时控制了年份固定效应和公司固定效应,结果显示分红权激励(*DPR*)的回归系数至少在5%的水平下显著为负。这表明国有企业实施以分红权激励改革为表征的产权权利束分割可以有效抑制金融化水平,从而推动自身“脱虚返实”,本文研究假设得到支持。

表3 产权权利束分割与国有企业“脱虚返实”:基准回归结果

变量	<i>FINV</i>		<i>FPRO</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DPR</i>	-0.041*** (-2.83)	-0.037** (-2.58)	-0.764*** (-3.59)	-0.709*** (-3.36)
控制变量	否	是	否	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本量	1750	1750	1750	1750
调整后的R <sup>2</sup>	0.217	0.215	0.166	0.168

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平下显著,括号内为t值。下同。

### (三)稳健性检验

第一,更换被解释变量。首先,本文借鉴胡奕明等(2017)的做法,以金融投资的绝对规模(金融投资的自然对数)来衡量企业金融化程度(*FINVLOG*)。回归结果如表4列(1)所示,可以发现*DPR*的回归系数仍在5%的水平下显著为负。其次,借鉴彭俞超等(2018a)的做法,本文以金融资产投资增长率来衡量企业金融化程度(*FINVDch*),即企业持有的金融资产规模自然对数值的一阶差分。回归结果如表4列(2)所示,可以发现*DPR*的回归系数在5%的水平下显著为负。最后,本文借鉴张成思和张步昙(2016)的研究,以广义金融收益占比来衡量企业金融化程度(*FPROG*)。回归结果如表4列(3)所示,可以发现*DPR*的回归系数在1%的水平下显著为负。因此,在充分缓解变量测量偏误后,本文结果保持稳健。

表 4 产权权利束分割与国有企业“脱虚返实”: 更换被解释变量

变量	<i>FINVLOG</i>	<i>FINVDch</i>	<i>FPROG</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>DPR</i>	-2.398** (-2.56)	-2.192** (-2.03)	-0.608*** (-2.65)
控制变量	是	是	是
公司固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
样本量	1750	1750	1750
调整后的 R <sup>2</sup>	0.693	0.090	0.194

第二, 平行趋势检验。本文选择 2007 年作为基准期, 进而检验对照组和处理组在分红权激励试点政策实施前后的金融化程度差异, 以确保满足平行趋势假设。具体地, 当样本国企隶属分红权激励试点政策覆盖的央企集团且样本期间分别属于 2008 年、2009 年、2010 年、2011 年、2012 年时, *DPR2008*、*DPR2009*、*DPR2010*、*DPR2011*、*DPR2012* 分别取值为 1, 否则取值为 0, 进而检验对照组和处理组在政策实施前后的金融化程度差异, 以确保满足平行趋势假设。表 5 汇报了平行趋势检验结果, 可以发现 *DPR2008*、*DPR2009* 的回归系数均不显著, 表明在政策实施之前, 对照组和处理组不存在显著差异, 符合平行趋势假设; 而 *DPR2010*、*DPR2011*、*DPR2012* 的回归系数至少在 5% 的水平下显著为负, 表明分红权激励能够显著推动试点央企的“脱虚返实”, 并具有一定的持续性。

表 5 产权权利束分割与国有企业“脱虚返实”: 平行趋势检验

变量	<i>FINV</i>	<i>FPRO</i>
	(1)	(2)
<i>DPR2008</i>	-0.037 (-1.24)	-0.545 (-1.40)
<i>DPR2009</i>	-0.035 (-1.32)	-0.417 (-1.27)
<i>DPR2010</i>	-0.056** (-2.16)	-0.943** (-2.39)
<i>DPR2011</i>	-0.056** (-2.42)	-0.960*** (-2.86)
<i>DPR2012</i>	-0.059*** (-2.74)	-0.997*** (-3.30)
控制变量	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本量	1750	1750
调整后的 R <sup>2</sup>	0.215	0.167

第三,缓解样本选择偏误。本文采用倾向得分匹配(PSM)后的样本国企进行回归。具体而言,本文首先以回归模型(1)中的所有控制变量为匹配变量,对样本国企是否受分红权激励试点的影响,采用卡尺为0.05的近邻匹配方法进行1:1的倾向得分匹配。匹配后各变量在对照组和处理组间基本均衡,效果较好。进一步地,本文将匹配得到的样本重新进行回归。结果如表6所示,可以发现DPR的系数仍在1%的水平下显著为负,结果保持不变。

表6 产权权利束分割与国有企业“脱虚返实”:缓解样本选择偏误

变量	FINV	FPRO
	(1)	(2)
DPR	-0.213*** (-3.08)	-2.783*** (-2.97)
控制变量	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本量	360	360
调整后的R <sup>2</sup>	0.432	0.419

## 五、进一步研究

### (一)具体路径检验

基于前文的理论分析,本文从“减少金融资产投资”“增加实体投资”“将‘脱虚’所得资金重新投入‘返实’”三个方面,对产权权利束分割促进国有企业“脱虚返实”的具体路径进行检验。

首先,本文检验以分红权激励为典型的产权权利束分割能否促使国有企业减少金融资产投资。具体而言,参照付景涛等(2022)的做法,本文构造国有企业是否减少金融资产投资的虚拟变量DFIN,若国有企业当年相较于上一年的金融资产规模下降则DFIN取值为1,否则取值为0。进一步地,本文将其作为被解释变量进行回归。结果如表7列(1)所示,可以发现DPR的系数在5%的水平下显著为正,这表明以分红权激励为典型的产权权利束分割实践能够促使国有企业减少金融资产投资。

表7 产权权利束分割与国有企业“脱虚返实”:具体路径检验

变量	DFIN	IREAL	REALBYFIN
	减少金融资产投资	增加实体投资	将“脱虚”所得资金重新投入“返实”
	(1)	(2)	(3)
DPR	0.130** (2.03)	0.148** (2.11)	0.134** (2.08)
控制变量	是	是	是
公司固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是

续表 7

变量	<i>DFIN</i>	<i>IREAL</i>	<i>REALBYFIN</i>
	减少金融资产投资	增加实体投资	将“脱虚”所得资金重新投入“返实”
	(1)	(2)	(3)
样本量	1750	1750	1750
调整后的 R <sup>2</sup>	0.285	0.255	0.190

其次,本文检验以分红权激励为典型的产权权利束分割能否促使国有企业增加实体投资。具体而言,参照付景涛等(2022)的做法,本文构造国有企业是否增加实体投资(包括固定资产净额、在建工程净额、工程物资等)的虚拟变量 *IREAL*,若国有企业当年相较于上一年的实体投资规模上升则 *IREAL* 取值为 1,否则取值为 0。进一步地,本文将作为被解释变量进行回归。结果如表 7 列(2)所示,可以发现 *DPR* 的系数在 5% 的水平下显著为正,这表明以分红权激励为典型的产权权利束分割实践能够促使国有企业增加实体投资。

最后,本文检验以分红权激励为典型的产权权利束分割能否促使国有企业将“脱虚”所得资金重新投入“返实”。前文分析表明,国有企业在产权权利束分割的影响下提升实体投资收益后,会在理性权衡下将自身资金更少配置到金融活动中,而更多配置到实体活动中,由此导致金融资产在总资产中的比重下降、实体资产在总资产中的比重上升,即实现“脱虚返实”。其中,国有企业用于投资实体活动的自身资金,除现有资金外,还有一部分可能来自减持金融资产所得资金,前文并未从资金来源的视角对国有企业“脱虚返实”的具体路径进行细致检验。因此,如果发现国有企业将减持金融资产所得资金重新投入实体活动中,则可以更好地支持主要结论。具体而言,由于无法直接观察到国有企业是否将减持原有金融资产所得资金重新投入实体活动中,故本文借鉴 Lai 等(2020)、付景涛等(2022)的做法,构造国有企业是否减少金融资产投资且增加实体投资的虚拟变量 *REALBYFIN*,若国有企业当年相较于上一年的金融资产规模下降且实体投资规模上升,则表明国有企业“脱虚”所得资金更可能重新投入“返实”,此时 *REALBYFIN* 取值为 1,否则取值为 0。进一步地,本文将作为被解释变量进行回归。结果如表 7 列(3)所示,可以发现 *DPR* 的系数在 5% 的水平下显著为正,这表明以分红权激励为典型的产权权利束分割实践确实能够促进国有企业“脱虚返实”,加大其“脱虚”所得资金对“返实”的支持力度。

由此,本文从“减少金融资产投资”“增加实体投资”“将‘脱虚’所得资金重新投入‘返实’”三个方面,探明了产权权利束分割促进国企“脱虚返实”的具体路径。

## (二) 机制检验

前文分析指出,以分红权激励为典型的产权权利束分割,能够通过提升国有企业实体投资收益的机制来促进国有企业“脱虚返实”和国有实体经济高质量发展,本文对此进行机制检验。

首先,本文对“产权权利束分割—提高国有企业实体投资收益—促进国有企业‘脱虚返实’”的逻辑进行检验。具体而言,本文参照王竹泉等(2019)的做法,以样本国企当年的净经营资产回报率(*NOAR*)和净经营资产周转率(*NOAT*)测量其实体投资收益水平,将二者作为被解释变量进行回归。结果如表 8 列(1)和列(4)所示,可以发现 *DPR* 的系数均在 5% 的水平下显著为正,表明分红权激励可以有效提升国有企业的实体投资效益。进一步地,如果产权权利束分割确实能够通过提升国有企业实体投资收益的机制来促进其“脱虚返实”,那么在原先国有企业实体投资收

益更低的情况下,产权权利束分割的作用空间更大,效果应当更为明显。对此,本文根据样本国企的实体投资收益水平(*NOAR*和*NOAT*)相较于分行业分年度中位数高低,设置衡量较低实体投资收益水平的虚拟变量*LOWNOAR*和*LOWNOAT*,将二者与*DPR*的交乘项作为解释变量进行回归。结果如表8列(2)、列(3)以及列(5)、列(6)所示,可以发现*DPR* × *LOWNOAR*和*DPR* × *LOWNOAT*的系数均至少在5%的水平下显著为负,符合上述分析,这表明产权权利束分割确实能够通过提升国有企业实体投资收益机制来促进其“脱虚返实”。由此,本文的核心逻辑得到实证支持。

表8 产权权利束分割与国有企业“脱虚返实”:机制检验

变量	<i>NOAR</i>	<i>FINV</i>	<i>FPRO</i>	<i>NOAT</i>	<i>FINV</i>	<i>FPRO</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>DPR</i>	0.019** (2.20)	-0.013 (-0.65)	-0.153 (-0.55)	0.133** (2.15)	-0.008 (-0.37)	-0.225 (-0.69)
<i>DPR</i> × <i>LOWNOAR</i>		-0.042** (-2.00)	-0.941*** (-3.30)			
<i>DPR</i> × <i>LOWNOAT</i>					-0.046** (-2.25)	-0.728** (-2.13)
控制变量(含交乘单项)	是	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	1750	1750	1750	1750	1750	1750
调整后的R <sup>2</sup>	0.776	0.223	0.195	0.830	0.221	0.178

其次,在明确核心机制的基础上,本文进一步从促进雇员研发创新、提高劳动生产效率和改善产业链预期三个方面,尝试打开产权权利束分割提升国有企业实体投资收益的“黑箱”。具体而言,第一,本文参照朱磊等(2019)的做法,以样本国企当年申请的发明专利数量除以雇员总数来测量员工创新产出,并根据其相较于分行业分年度中位数高低,设置衡量较低员工创新产出的虚拟变量(*LINNO*);第二,本文参照牛志伟等(2023)的做法,以样本国企当年按照LP方法计算的全要素生产率测量劳动生产效率,并根据其相较于分行业分年度中位数高低,设置衡量较低劳动生产效率的虚拟变量(*LTFP*);第三,本文参照聂辉华等(2020)的做法,以样本国企当年上市供应商和客户的不确定性感知水平均值测量产业链预期,并根据其相较于分行业分年度中位数高低,设置衡量较差产业链预期的虚拟变量(*HFEPU*)。理论上,如果产权权利束分割能够通过促进雇员研发创新、提高劳动生产效率和改善产业链预期的机理来提升国有企业实体投资收益,那么在原先国有企业员工创新产出较少、劳动生产效率较低、产业链预期较差的情况下,产权权利束分割的作用空间更大,效果应当更为明显。对此,本文分别以上述三个虚拟变量与*DPR*的交乘项作为解释变量,以样本国企的实体投资收益水平(*NOAR*和*NOAT*)作为被解释变量进行回归。结果如表9列(1)至列(6)所示,可以发现*DPR* × *LINNO*、*DPR* × *LTFP*和*DPR* × *HFEPU*的系数均在5%的水平下显著为正,符合上述分析,这表明产权权利束分割确实能够通过促进雇员研发创新、提高劳动生产效率、改善产业链预期的机理来提升国有企业的实体投资收益。由此,本文逻辑得到更有力的实证支持。

表 9 产权权利束分割与国有企业“脱虚返实”:打开提升实体投资收益的“黑箱”

变量	NOAR	NOAT	NOAR	NOAT	NOAR	NOAT
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$DPR \times LINNO$	0.027** (2.06)	0.305** (2.21)				
$DPR \times LTFP$			0.026** (2.41)	0.250** (2.03)		
$DPR \times HFEPU$					0.035** (2.40)	0.253** (2.23)
控制变量(含交乘单项)	是	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	1750	1750	1750	1750	1750	1750
调整后的 R <sup>2</sup>	0.779	0.836	0.778	0.833	0.783	0.834

(三)国有企业人力资本结构的异质性影响

在前文基础上,分红权激励对国有企业“脱虚返实”的推动效应可能受国有企业人力资本结构的异质性影响。具体而言,坚实的人力资本是微观企业难以被复制、被模仿的发展动能,也是决定实体投资获利能力提升的关键因素(高岭等,2020),对企业金融化行为具有不可忽视的重要作用。由此,本文从人力资本结构和雇员稳定性的角度讨论分红权激励推动国有企业“脱虚返实”的现实基础,以更好地支持研究假设。

一方面,高学历雇员是国有企业的重要人才基础。实践中,雇员作为上级决策的“执行人”,通常拥有不同的学历和能力,若低学历雇员占比较大,即便分红权激励显著提升其努力工作的意愿,也可能出现雇员“心有余而力不足”的现象(孟庆斌等,2019),从而无法对国有企业的“脱虚返实”产生治理作用。相反,当国有企业高学历雇员占比较大时,分红权激励对国有企业“脱虚返实”的能力基础更稳固。在此基础上,本文借鉴孟庆斌等(2019)的研究,采用硕士及以上学历雇员占比来衡量国有企业人力资本结构,并按该指标相较于分年度分行业中位数高低,将样本国企划分为人力资本结构较差组和人力资本结构较好组,从而进行分组回归。结果如表10所示,可以发现列(1)和列(3)中DPR的回归系数不显著,而列(2)和列(4)中DPR的回归系数至少在5%的水平下显著为负,并且组间系数差异显著,表明分红权激励对国有企业“脱虚返实”的积极影响在人力资本结构较好的情况下明显存在,而在人力资本结构较差时则相应缺失。

表 10 产权权利束分割与国有企业“脱虚返实”:人力资本结构的异质性影响

变量	FINV		FPRO	
	人力资本结构较差	人力资本结构较好	人力资本结构较差	人力资本结构较好
	(1)	(2)	(3)	(4)
$DPR$	0.003 (0.42)	-0.054** (-2.35)	-0.105 (-0.58)	-1.040*** (-3.16)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是

续表 10

变量	FINV		FPRO	
	人力资本结构较差	人力资本结构较好	人力资本结构较差	人力资本结构较好
	(1)	(2)	(3)	(4)
样本量	809	941	809	941
调整后的 R <sup>2</sup>	0.568	0.438	0.271	0.399
组间系数差异	0.016**		0.028**	

另一方面,持续稳定的劳动力要素投入是企业实体投资获利能力的关键(高岭等,2020),雇员流失会导致企业重要生产活动中断甚至流产的风险。因此,当雇员能够持续、稳定地落实上级决策和开展生产活动时,分红权激励才可能对国有企业的“脱虚返实”产生积极影响。由此,本文认为在雇员稳定性较强的环境下,分红权激励对国有企业“脱虚返实”的推动作用更强。在此基础上,借鉴 Bentley 等(2013)的研究,本文以国有企业过去 5 年雇员人数变动的标准差来衡量雇员稳定性,该指标值越大,表明雇员流失问题越严重,雇员稳定性越弱。进一步地,本文根据样本国企的雇员稳定性程度相较于分年度分行业中位数高低,将其划分为雇员稳定性较强组和雇员稳定性较弱组,从而进行分组回归。结果如表 11 所示,可以发现列(1)和列(3)中 DPR 的回归系数不显著,而列(2)和列(4)中 DPR 的回归系数至少在 5% 的水平下显著为负,并且组间系数差异显著,表明分红权激励对国有企业“脱虚返实”的积极影响在雇员稳定性较强的情况下明显存在,而在雇员稳定性较弱时则相应缺失。

表 11 产权权利束分割与国有企业“脱虚返实”:雇员稳定性的异质性影响

变量	FINV		FPRO	
	雇员稳定性较弱	雇员稳定性较强	雇员稳定性较弱	雇员稳定性较强
	(1)	(2)	(3)	(4)
DPR	-0.001 (-0.12)	-0.061** (-2.32)	-0.123 (-0.74)	-1.201*** (-3.28)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本量	812	938	812	938
调整后的 R <sup>2</sup>	0.334	0.236	0.181	0.178
组间系数差异	0.029**		0.023**	

综上,表 10 和表 11 的回归结果表明,分红权激励对国有企业“脱虚返实”的推动效应需要国有企业自身坚实的人力资本做支撑。

(四)国有企业发展水平的异质性影响

进一步地,在人力资本结构之外,分红权激励对国有企业“脱虚返实”的推动效应还可能受国有企业发展水平的异质性影响,本文从数字化水平和资本密集度的角度来深入探讨。

一方面,在当前互联网、云计算、大数据等蓬勃发展的现实背景下,数字技术渗透于微观企业的各个生产环节并逐渐改变要素投入比例。较高的数字化水平本身能够在经营层面助力国有企

业降本、提质和增效,是国有企业应对要素成本上升和提升实体投资收益率的重要手段(吴非等, 2021)。因此,在数字化水平较高的情况下,分红权激励对国有企业“脱虚返实”的积极影响可能并不明显。反之,当国有企业数字化水平较低时,分红权激励的作用空间更大,能够更好地产生互补效果和促进其转型发展。在此基础上,本文借鉴吴非等(2021)的做法,以样本国企的数字化词频占比来衡量数字化水平,并按其相较于分年度分行业中位数高低,将样本国企划分为数字化水平较高组和数字化水平较低组,从而进行分组回归。结果如表 12 所示,可以发现列(1)和列(3)中 *DPR* 的回归系数均在 1% 的水平下显著为负,而列(2)和列(4)中 *DPR* 的回归系数不显著,并且组间系数差异显著,表明分红权激励对国有企业“脱虚返实”的积极影响在数字化水平较低的情况下能够发挥更大的效能。

表 12 产权权利束分割与国有企业“脱虚返实”:数字化水平的异质性影响

变量	<i>FINV</i>		<i>FPRO</i>	
	数字化水平较低	数字化水平较高	数字化水平较低	数字化水平较高
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DPR</i>	-0.048*** (-2.80)	-0.017 (-0.97)	-0.947*** (-4.04)	-0.089 (-0.79)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本量	1413	337	1413	337
调整后的 R <sup>2</sup>	0.301	0.519	0.282	0.387
组间系数差异	0.000***		0.000***	

另一方面,资本密集型企业的劳动力技能水平通常较高且盈利能力较强(钱震杰、朱晓冬, 2013),这使得在该类型的企业中,分红权激励的作用空间可能并不明显。因此,本文预期,分红权激励更能促进资本密集度较低的国有企业“脱虚返实”,助益其资本深化和转型发展,而对资本密集度较高的国有企业则难以产生较大影响。在此基础上,本文参照郑耀弋和苏屹(2022)的做法,将样本国企划分为资本密集度较高组和资本密集度较低组,从而进行分组回归。结果如表 13 所示,可以发现列(1)和列(3)中 *DPR* 的回归系数至少在 5% 的水平下显著为负,而列(2)和列(4)中 *DPR* 的回归系数不显著,并且组间系数差异显著,表明分红权激励对国有企业“脱虚返实”的积极影响在资本密集度较低的情况下能够发挥更大的效能。

表 13 产权权利束分割与国有企业“脱虚返实”:资本密集度的异质性影响

变量	<i>FINV</i>		<i>FPRO</i>	
	资本密集度较低	资本密集度较高	资本密集度较低	资本密集度较高
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DPR</i>	-0.051** (-2.60)	-0.002 (-0.29)	-0.951*** (-3.44)	-0.033 (-0.13)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是

续表 13

变量	FINV		FPRO	
	资本密集度较低	资本密集度较高	资本密集度较低	资本密集度较高
	(1)	(2)	(3)	(4)
样本量	1001	749	1001	749
调整后的 R <sup>2</sup>	0.500	0.699	0.460	0.194
组间系数差异	0.008***		0.047**	

(五)经济后果检验

此外,本文还对分红权激励推动国有企业“脱虚返实”的经济成效进行研究。具体地,本文从试点央企的资本市场风险维度,检验分红权激励促进国有企业“脱虚返实”后,能否实现防范化解金融风险的高质量发展目标。

具体而言,在“产权权利束分割—国有企业‘脱虚返实’—国有企业资本市场风险下降”的经济后果链条上,本文借鉴彭俞超等(2018b)的做法,以  $t+1$  期分市场等权平均法测度的股价崩盘风险指标来衡量试点央企的资本市场风险( $FCRASH$ )。同时,本文构建出较高金融化程度的虚拟变量  $HFINV(HFPRO)$ ,当样本国金的金融化程度高于分年度分行业中位数时, $HFINV(HFPRO)$ 取值为1,否则取值为0。进一步地,本文以分红权激励变量与较高金融化程度变量的交乘项( $DPR \times HFINV$ 和 $DPR \times HFPRO$ )作为解释变量,进行经济后果检验。理论上,若分红权激励能够通过促进国有企业“脱虚返实”的方式来有效防范资本市场风险,那么在原先国有企业金融化现象较严重的情况下,分红权激励对国有企业资本市场风险的缓解空间更大,效果应当更为明显。表14汇报了回归结果,可以发现 $DPR \times HFINV$ 和 $DPR \times HFPRO$ 的系数均在5%的水平下显著为负,符合上述分析,表明分红权激励对试点央企的“脱虚返实”产生积极影响后,国有企业的资本市场风险得以缓解。

表 14 产权权利束分割与国有企业“脱虚返实”:经济后果检验

变量	FCRASH	
	(1)	(2)
$DPR \times HFINV$	-0.551** (-2.00)	
$DPR \times HFPRO$		-0.470** (-2.29)
控制变量(含交乘单项)	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本量	1750	1750
调整后的 R <sup>2</sup>	0.099	0.099

六、结论与启示

如何处理好实体经济与虚拟经济间的关系、提高发展质量和效益是新时代全面深化改革

的关键环节。本文基于微观主体内部普通员工的视角,以中央企业分红权激励改革(148号文)为准自然实验,手工收集和整理148号文覆盖范围内的央企集团及下属上市公司名录,以沪深两市央企上市公司为研究对象,构建双重差分模型考察产权权利束分割对国有企业“脱虚返实”的影响。研究发现,产权权利束分割能够促进国有企业雇员研发创新、提高劳动生产效率、改善产业链预期,从而有效提升国有企业的实体投资收益,由此削弱国有企业的金融化动机,推动其“脱虚返实”。进一步研究发现,上述效果一方面需要坚实的人力资本做支撑,在人才基础较好和稳定性较强的国有企业中更为明显;另一方面则有助于相对落后国有企业的转型发展,在数字化水平和资本密集度较低的国有企业中更为突出。此外,产权权利束分割的“脱虚返实”效应有助于国有企业更好地防范化解金融风险。基于此,本文提出如下三个方面的政策建议。

首先,从政府部门的维度出发,各级国资管理部门应当更加重视、鼓励、支持下属国有企业,采取以分红权激励为典型的产权权利束分割的激励模式。本文研究发现,在人才基础较好和稳定性较强的情况下,产权权利束分割对国有企业“脱虚返实”的驱动效应可以发挥更大效能。因此,为充分发挥上述积极效果,国资监管部门和相关政府机构应当进一步完善分红权激励的制度设计。一方面,可以综合考虑职工实际贡献、服务年限等因素,优化分红权激励的对象和分红比例。例如,可以将原政策规定的“激励对象应当在该岗位上连续工作1年以上”修改为更长的工作服务年限,以提高核心技术人员的稳定性。另一方面,可以借助分红权激励的政策设计,激发雇员自我学习的动机。例如,可以在原政策规定的“实施岗位分红权激励的人员,应为企业通过公开招聘、企业内部竞争上岗或者其他方式产生的岗位任职人员”的基础上,增加对分红权激励对象的学历要求,或者适当加大对高层次人才的激励力度,促使雇员更加积极地提升自身专业能力和素养,推动国有企业更好发展。

其次,从国有企业的维度出发,国有企业自身应当更加重视产权权利束分割的实践成效,结合自身实际守正创新地开展分红权激励改革,由此实现自身更好发展与发展成果由员工共享的有机统一。具体地,各地区各层级国有企业应当更加积极地借助政策红利,推行符合自身实际的分红权激励改革模式,如强化自身的人力资本基础,克服内外部弊端,包括但不限于招聘更多高学历、高技能员工来优化人力资本结构,以及采取措施改善雇员的工作环境等,以留住创新型人才,提高雇员尤其是核心人才的稳定性,从而为更好发挥产权权利束分割的积极效应提供坚实的基础保障。

最后,从普通劳动者的维度出发,广大劳动者应当充分认识到国有企业实施分红权激励的政策红利,积极主动地加入国有企业并获取分红权激励资格,从而在得到较高劳动报酬的同时,实现自身职业发展追求。一方面,国有企业的雇员应当更加重视自身专业能力和素养的提升,如积极主动进修,提升学历和创新能力,达到参加分红权激励的基本要求。另一方面,人才市场中的广大劳动者可以主动寻找采取相应改革措施的国有企业作为意向工作单位,统筹兼顾职业生涯发展与薪资待遇提升。

**参考文献:**

1. 曹春方、张超:《产权权利束分割与国企创新——基于中央企业分红权激励改革的证据》,《管理世界》2020年第9期。
2. 陈伟、鲁元平:《社保缴费负担与企业脱实向虚》,《武汉大学学报(哲学社会科学版)》2022年第2期。
3. 狄灵瑜、步丹璐:《非国有股东参股与国有企业金融化——基于混合所有制改革的制度背景》,《山西财经大学学报》2021年

第3期。

4.付景涛、周林子、胡珺:《党组织治理、身份认同与企业“脱虚返实”》,《中南财经政法大学学报》2022年第6期。

5.高岭、余吉双、杜巨澜:《雇员薪酬溢价对企业创新影响的异质性研究》,《经济评论》2020年第6期。

6.顾雷雷、郭建鸾、王鸿宇:《企业社会责任、融资约束与企业金融化》,《金融研究》2020年第2期。

7.胡珺、王红建、宋献中:《企业慈善捐赠具有战略效应吗?——基于产品市场竞争的视角》,《审计与经济研究》2017年第4期。

8.胡奕明、王雪婷、张瑾:《金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据》,《经济研究》2017年第1期。

9.黄速建:《中国国有企业混合所有制改革研究》,《经济管理》2014年第7期。

10.黄贤环、吴秋生、王瑶:《金融资产配置与企业财务风险:“未雨绸缪”还是“舍本逐末”》,《财经研究》2018年第12期。

11.李鑫、佟岩、钟凯:《管理层股权激励与实体企业金融化》,《北京工商大学学报(社会科学版)》2021年第4期。

12.罗新雯、彭湃:《教育水平、认知能力和金融投资收益——来自CHFS的证据》,《教育与经济》2016年第6期。

13.马思超、彭俞超:《加强金融监管能否促进企业“脱虚向实”?——来自2006—2015年上市公司的证据》,《中央财经大学学报》2019年第11期。

14.马新啸、汤泰劼、郑国坚:《非国有股东治理与国有企业的税收规避和纳税贡献——基于混合所有制改革的视角》,《管理世界》2021年第6期。

15.孟庆斌、李昕宇、张鹏:《员工持股计划能够促进企业创新吗?——基于企业员工视角的经验证据》,《管理世界》2019年第11期。

16.倪晓然:《卖空压力、风险防范与产品市场表现:企业利益相关者的视角》,《经济研究》2020年第5期。

17.聂辉华、阮睿、沈吉:《企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置》,《世界经济》2020年第6期。

18.牛志伟、许晨曦、武瑛:《营商环境优化、人力资本效应与企业劳动生产率》,《管理世界》2023年第2期。

19.彭俞超、韩珣、李建军:《经济政策不确定性与企业金融化》,《中国工业经济》2018a年第1期。

20.彭俞超、倪晓然、沈吉:《企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角》,《经济研究》2018b年第10期。

21.钱颖一:《企业的治理结构改革和融资结构改革》,《经济研究》1995年第1期。

22.钱震杰、朱晓冬:《中国的劳动份额是否真的很低:基于制造业的国际比较研究》,《世界经济》2013年第10期。

23.乔嗣佳、李扣庆、佟成生:《党组织参与治理与国有企业金融化》,《金融研究》2022年第5期。

24.沈红波、华凌昊、许基集:《国有企业实施员工持股计划的经营绩效:激励相容还是激励不足》,《管理世界》2018年第11期。

25.盛丹、刘灿雷:《外部监管能够改善国企经营绩效与改制成效吗?》,《经济研究》2016年第10期。

26.宋方敏:《我国国有企业产权制度改革的探索与风险》,《政治经济学评论》2019年第1期。

27.王伊攀、朱晓满:《政府采购对企业“脱实向虚”的治理效应研究》,《财政研究》2022年第1期。

28.王竹泉、王苑琢、王舒慧:《中国实体经济资金效率与财务风险真实水平透析——金融服务实体经济效率和水平不高的症结何在?》,《管理世界》2019年第2期。

29.吴非、常曦、任晓怡:《政府驱动型创新:财政科技支出与企业数字化转型》,《财政研究》2021年第1期。

30.余怒涛、张华玉、刘昊:《非控股大股东与企业金融化:蓄水池还是套利工具》,《南开管理评论》2023年第2期。

31.张成思、张步昙:《中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角》,《经济研究》2016年第12期。

32.郑耀弋、苏屹:《创业企业家集权与自主创新意愿:基于内外双重视角的分析》,《科研管理》2022年第2期。

33.朱磊、陈曦、王春燕:《国有企业混合所有制改革对企业创新的影响》,《经济管理》2019年第11期。

34. Bentley, K. A., Omer, T. C., & Sharp, N. Y., Business Strategy, Financial Reporting Irregularities, and Audit Effort. *Contemporary Accounting Research*, Vol.30, No.2, 2013, pp.780-817.

35. Hart, O., *Firms, Contracts, and Financial Structure*. New York: Oxford University Press, 1995.

36. Lai, S., Li, Z., & Yang, Y. G., East, West, Home Is Best: Do Local CEOs Behave Less Myopically. *The Accounting Review*, Vol.95, No.2, 2020, pp.227-255.

37. Lin, K. H., & Tomaskovic-Devey, D., Financialization and U. S. Income Inequality, 1970—2008. *American Journal of Sociology*, Vol.118, No.5, 2013, pp.1284-1329.

## **Partitioning of Property Rights and the High-quality Development of State-owned Real Economy: Based on the Perspective of Micro State-owned Enterprises' Return to Real Economy**

MA Xinxiao (Ocean University of China, 266100)

HUANG Xiaoshan (Nanfang College · Guangzhou, 510970)

WANG Xinrui (Shaanxi Normal University, 710119)

**Summary:** The high-quality development of the state-owned real economy constitutes an important goal of comprehensively deepening the reform of state-owned assets and state-owned enterprises in the new era. We start from the perspective of ordinary employees within state-owned enterprises, take the quasi-natural experiment of the central enterprise bonus incentives reform (Document No. 148) as the research scenario, examine the impact of the partitioning of property rights with bonus incentives as a typical example on the return to real economy of micro-state-owned enterprises.

The partitioning of property rights can enhance the R&D innovation motivation and labor productivity of state-owned enterprise employees, and improve industrial chain expectations, thereby effectively increasing the state-owned enterprises' real investment returns, but without affecting their financial investment returns, weakening the financialization motivation of state-owned enterprises and promoting their return to real economy. Further research shows that the above effect requires solid human capital support on the one hand, which is more obvious in state-owned enterprises with a good talent base and strong stability. And on the other hand, such effect is conducive to the transformation and development of relatively backward state-owned enterprises, and is more prominent in state-owned enterprises with low digitalization level and capital intensity. Finally, the "return to real economy" effect of partitioning of property rights helps state-owned enterprises better prevent and resolve financial risks.

The contributions include the following three aspects: First, we study the governance mode of financialization of state-owned enterprises from the perspective of ordinary employees within micro-entities for the first time, thereby making a distinctive expansion of academic research on the nature of property rights and the influencing factors of enterprise financialization, and providing theoretical guidance for better stimulating the potential of human capital in the high-quality development of state-owned real economy. Second, we start from the innovative perspective of bonus incentives, which belongs to the typical practice of partitioning of property rights, and systematically analyze and test the impact of partitioning of property rights on the financialization of state-owned enterprises, thereby making an important expansion of academic research on state-owned enterprise property rights reform and mixed-ownership state-owned enterprise governance. Third, we find that the bonus incentives practice based on the theory of partitioning of property rights can effectively reduce the degree of financialization of pilot central enterprises and promote the return to real economy of state-owned enterprises. It not only has guiding value for state-owned enterprises to carry out property rights reform in an innovative way, but also provides practical reference for the goal of "realizing common prosperity for all people" in the Chinese modernization concept.

**Keywords:** State-owned Enterprises, Partitioning of Property Rights, Bonus Incentives, Financialization, Return to Real Economy

**JEL:** D21, G31, M41

责任编辑:非同