



基于宏观经济波动的 混合所有制企业 投资效率研究

A Study on the Investment Efficiency
of Mixed Ownership Enterprises
under Macroeconomic Fluctuation

刘放 杨箬 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS
武汉大学出版社



基于宏观经济波动的 混合所有制企业 投资效率研究

A Study on the Investment Efficiency
of Mixed Ownership Enterprises
under Macroeconomic Fluctuation

刘放 杨箬 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS
武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率研究/刘放,杨箐
著. —武汉:武汉大学出版社,2017.6

ISBN 978-7-307-19322-2

I. 基… II. ①刘… ②杨… III. 混合所有制—企业—投资效率—研究 IV. F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 113259 号

责任编辑:聂勇军

责任校对:李孟潇

整体设计:马 佳

出版发行:武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷:武汉中科兴业印务有限公司

开本: 720×1000 1/16 印张:22 字数:305 千字 插页:1

版次:2017 年 6 月第 1 版 2017 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-19322-2 定价:45.00 元

版权所有,不得翻印;凡购我社的图书,如有质量问题,请与当地图书销售部门联系调换。

前 言

随着我国社会主义市场经济的不断发展和国有企业改革的逐步推进,大量民间资本和国外资本投入到国有企业的改组过程中。国有资本和民间资本、国外资本等非国有资本的联合,促进了个体经济、私营经济、公有制经济之间的相互渗透和融合,以混合所有制为代表的多元化产权制度逐步取代了原来的单一公有制产权制度。这一方面表现为国有企业积极与外资、港澳台资企业开展合作,另一方面表现为国家资产、集体资产与私人资产相互渗透联合,有力地推动了以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的混合所有制经济格局的大发展。改革开放的经验表明,积极引导和推进混合所有制企业发展已成为我国企业制度发展的历史必然。

混合所有制企业如何通过统筹规划,采用科学合理的经营模式和现代化的管理手段,切实保障多元化股东的权利和利益,防止在混合所有制企业经营管理及投资过程中通过模糊产权关系来损害国有产权的合法权益,是当前混合所有制企业研究工作中的一大难题。目前关于混合所有制企业的研究基本上没有涉及其投资行为及其投资效率领域,而混合所有制企业自身的投资效率最终将对多元化股东权益的实现,尤其是对国有股权权益的实现产生至关重要的影响。

本书围绕“基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率”展开,旨在从理论与实证两个角度探讨我国混合所有制企业的投资效率及其影响因素,以期对促进我国混合所有制企业的未来发展、正确引导其资本流

向、加强其资本实际利用效率提供参考。

本书的研究思路及理论框架为:以宏观经济波动为逻辑起点,描述、归纳混合所有制企业的投资行为及其特点,分析比较混合所有制企业的投资效率及其影响因素,探究宏观经济波动对企业投资的影响机制,构建基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率评价模型并对混合所有制企业投资效率的特征与影响因素进行实证分析,最后有针对性地提出在宏观经济波动背景下提升我国混合所有制企业投资效率的政策建议。其主要内容如下:

(1)分析对我国混合所有制企业投资效率的影响因素。对其外部影响因素进行分析,主要从宏观经济环境、宏观经济政策等方面对我国混合所有制企业的投资效率进行相关分析;对其内部影响因素进行分析,主要从公司治理、融资途径、资产特性、产品市场等方面对我国混合所有制企业的投资效率进行相关分析。

(2)探究宏观经济波动对企业投资行为的影响机制。从宏观经济因素与企业行为的一般性分析出发,探讨宏观经济因素对企业投资的影响;运用实物期权理论分析宏观经济因素与企业投资行为的关系,包括经济危机对企业投资行为的影响。

(3)构建基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率评价模型。基于混合所有制企业的特性以及宏观经济波动的影响,建立基于宏观经济波动的企业投资效率评价模型,并从行业、规模、大股东特征以及区域特征等方面对混合所有制企业投资效率的特征进行分析;并从行业、规模、大股东特征以及经济区域四个角度对模型的有效性进行实证分析。

(4)对基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率的影响因素进行实证分析。对混合所有制企业投资效率与宏观影响因素的相关性进行分析,并运用结构方程模型对混合所有制企业投资效率的微观影响因素进行实证分析,进而根据基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率的影响因素分析结果,有针对性地提出提升我国混合所有制企业投资效率的政策建议。

相较现有基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率的研究文献,本书在以下几个方面取得了突破和创新:

第一,与以往不同的是,本书的研究对象是具有中国社会主义特色的混合所有制企业。本书着眼于混合所有制企业的企业特性及其可持续发展,对混合所有制企业的投资行为及其投资效率进行深入研究,弥补了混合所有制企业投资理论的研究不足,从微观角度丰富和完善了我国混合所有制理论体系。

第二,本书从企业长期发展的角度出发,运用实物期权理论构建了基于宏观经济波动企业投资决策模型和基于经济危机预期的企业投资决策模型,揭示了宏观经济波动(包括经济危机预期)对微观企业投资行为的影响机制。

第三,本书将国有股权比例和宏观经济波动因子纳入企业投资效率理论研究框架,构建了基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率评价模型,并进一步将该模型细化为加数模型和乘数模型两种形式,拓展并深化了宏观经济因素对微观企业投资行为的具体作用机理,并进一步丰富了该领域文献。

本书在撰写过程中参考并引用了众多国内外优秀学者的研究成果,作者尽最大努力详尽引注,在此,对相关学者表示诚挚的感谢。鉴于作者水平有限,书中难免有疏漏和不当之处,恳请广大读者、专家批评指正。

刘放 杨箐

2017年5月

序一

混合所有制改革是党和政府谋划与推动的重大国家战略,在我国近四十年的改革开放中居于核心地位。混合所有制企业发展及其效率问题是混合所有制改革领域研究的核心课题之一。刘放博士等长期专注于混合所有制企业投资机制及其投资效率问题的研究,取得了一系列颇有价值的研究成果。

《基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率研究》作为刘放博士等长期探索的阶段性成果,他们对混合所有制企业的投资行为及其投资效率的影响因素、宏观经济波动对企业投资的影响机制、基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率评价模型体系等进行了深入研究,并提出了宏观经济波动背景下提升混合所有制企业投资效率的诸多切实可行的政策建议。同时运用实物期权理论对经济危机对企业投资行为的影响进行了探讨,并从混合所有制企业所属行业类别、经营规模、大股东特征以及区域特征等方面对混合所有制企业投资效率的特征进行了分析,从其所属行业类别、经营规模、大股东特征以及经济区域等角度对混合所有制企业投资效率评价模型的有效性进行了分析。

刘放博士等的研究抓住了当前混合所有制企业发展中的关键和要害问题,对混合所有制企业投资的现实状况了解深入,对混合所有制企业投资过程中存在的问题认识深刻,对混合所有制企业提升投资效率的建议符合混合所有制改革的切实需求,具有一定的超前性、科学性和可操作性。本书既是一本经济管理领域研究的专业学术著作,又是一本混合所

有制企业投资实践领域具有指导意义的工具书,适合政府有关部门、企业管理层、高等院校和研究咨询机构,以及对混合所有制改革领域问题感兴趣的相关人士使用。随着本书的出版,希望读者与作者进一步学习探究,为混合所有制企业的发展搭建更加完善的理论体系,为国民经济发展更好地服务。

夏义星(武汉大学经济与管理学院,金融工程博士)

2017年5月

序二

改革开放近四十年来,国资国企改革一直处于经济改革的核心位置。中国经济发展的巨大成就,在一定程度上要归功于国有企业改革带来的效率提升和绩效改善。而今,国有资本与其他所有权属性资本的深度渗透融合,为政策制定者、理论界和实务界指明了国有企业进一步改革的清晰方向。党和国家不断完善推进混合所有制改革的顶层设计,例如 2013 年 10 月党的十八届三中全会强调了发展混合所有制经济的重要性。2015 年 9 月国务院印发了《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》提出了深化国有企业混合所有制改革的若干具体举措。同时,关于国有企业混合所有制改革主题的学术研究和实务讨论,也屡屡见诸国内外权威期刊以及互联网媒体,不断深化各个利益群体对混合所有制改革的认识。

在中国特色社会主义市场经济改革的关键时期,宏观经济波动不断增加企业发展的不确定性。国有企业的低效率投资被诸多学术文献所证实,并一直为实务界所诟病。以此为背景,本书旨在对改革后的混合所有制企业中影响投资效率的宏、微观因素进行全面分析,通过机制考察探索提升国有企业投资效率的可能路径,构建评价模型为后续研究提供参考借鉴。较之以前的学术研究,本书具有明确的理论创新和显著的增量学术贡献:一是对于提升混合所有制企业投资行为及其投资效率的透明性具有重要的推动意义,在转型期制度背景下丰富和完善了企业投资理论;二是在一定程度上填补了研究具有中国特色混合所有制企业投资效率问题

的空白,对于从实践方面来规范政府的行为具有重要的启示作用。

本书自始至终渗透着两位作者——刘放博士与杨箐博士对理论、实践的深度思考和敏锐洞察。在国有企业混合所有制改革跌宕起伏、经济社会改革高歌猛进的“大时代”背景下,选择如此高屋建瓴、难以驾驭的研究主题作为专著选题,两位博士饱满的学术热情表露无遗。作为至交好友,在这一高质量的学术成果背后,我有幸见证了两位令人艳羡的“夫妻博士”在本书漫长的撰写过程中付出的巨大艰辛,并有感于两位年轻学者谦和包容的美德。两位博士孜孜不倦的学术追求凸显了八零后的历史责任感和探索有效改革逻辑的壮志雄心。本书的形成路径与本书思想一致之处在于,不同属性的资本渗透融合有利于企业投资效率的提升,而不同观点的兼容并蓄将成为高质量研究成果产生的前提。混合所有制改革的实践在继续,对该主题的研究亦将以现有研究为根基,开枝散叶,枝繁叶茂。

程晨(郑州大学商学院,工商管理博士)

2017年5月

序三

十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出要积极发展混合所有制经济,并明确推进混合所有制改革是国有企业改革的重要突破口。但混合所有制改革究竟如何改?理论与实务界争论很大,尚未达成共识。其根源一方面源于学术界对于混合所有制改革理论储备不足,另一方面则源于实务界对我国国有企业症结所在缺乏一致意见。

激发国有企业活力、提高国有企业经营效率是混合所有制改革的终极目标。而投资作为企业价值创造的驱动力,只有提高企业投资效率才能创造出更高的公司价值。《基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率研究》这部学术著作的两位作者先后在武汉大学经过严格规范的学术训练,特别是刘放先生更是紧密结合自身长期在国有资产监督管理部门的工作经验,从我国转型经济阶段“宏观经济频繁波动”这一特征事实出发,前期便已对我国混合所有制企业投资效率展开了非常深入的研究。该著作凝聚了作者五年的心血,是一部理论与实践紧密结合的鸿篇巨制,兼具学术与应用价值,主要表现为不仅将实物期权理论与投资效率理论拓展至混合所有制这一领域,深化了混合所有制改革的理论基础,而且对我国未来如何进一步推动混合所有制改革具有重要的现实意义。

这部学术著作,综合考虑了宏观经济波动、财政政策以及经济危机三种环境因素,基于实物期权理论,构造了一整套科学的投资效率测度方法,并分别从行业特征、区域特征、规模特征及股东特征等多维度对我国

混合所有制企业投资效率的特征进行分析,并结合对我国混合所有制投资效率有影响的宏、微观环境因素展开深入探究,不仅打开了影响混合所有制企业投资效率的黑箱,而且精准地揭示了我国混合所有制企业投资效率低下的症结所在,以上经过严谨推断得出的研究结论及学术观点,将对我国混合所有制改革的实际操作层面具有重要的理论指导意义。

非常有幸作为见证者,目睹两位作者五年磨一剑的学术巨作顺利付梓。作为一本学术著作,该书理论功底扎实、论证资料翔实、逻辑推断严谨、研究结论可靠,现郑重向大家推荐。

王红建(暨南大学管理学院,会计学博士)

2017年5月

目 录

第1章 绪 论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	4
1.2 国内外文献综述	6
1.2.1 国外文献综述	6
1.2.2 国内文献综述	16
1.2.3 国内外研究述评	25
1.3 主要研究内容	27
1.4 研究方法和技术路线	28
1.4.1 研究方法	28
1.4.2 技术路线	29
第2章 混合所有制企业与投资效率	31
2.1 混合所有制企业	31
2.1.1 混合所有制企业的内涵及其形式	31
2.1.2 中国混合所有制企业产生和发展的历史进程	33
2.2 投资效率	35
2.2.1 企业投资理论	35

2.2.2 投资效率理论.....	39
2.3 实物期权.....	42
2.3.1 期权理论.....	42
2.3.2 实物期权理论.....	47
2.4 企业投资效率评价方法.....	49
第3章 中国混合所有制企业投资效率影响因素分析	53
3.1 我国混合所有制企业投资支出特征分析.....	53
3.1.1 混合所有制企业投资支出的基本特征.....	54
3.1.2 混合所有制企业投资支出的行业特征.....	58
3.1.3 大股东控制与混合所有制企业投资支出.....	63
3.1.4 不同规模混合所有制企业的投资支出.....	69
3.2 我国混合所有制企业投资效率宏观影响因素分析.....	73
3.2.1 宏观经济环境因素.....	73
3.2.2 宏观经济政策因素.....	75
3.3 我国混合所有制企业投资效率微观影响因素分析.....	77
3.3.1 公司治理.....	77
3.3.2 融资途径.....	81
3.3.3 资产特性.....	85
3.3.4 产品市场.....	86
第4章 宏观经济波动与企业投资行为关系研究	89
4.1 宏观经济波动的度量.....	89
4.1.1 我国宏观经济波动的度量.....	89
4.1.2 我国宏观经济波动与宏观经济变量的关系分析.....	93
4.2 宏观经济波动与企业投资	100
4.2.1 宏观经济因素与企业行为的一般性分析	100
4.2.2 宏观经济因素对企业投资的影响	102

4.3 宏观经济波动与企业投资行为关系分析	104
4.3.1 实物期权与企业投资行为	104
4.3.2 基于宏观经济波动的企业投资决策模型	106
4.3.3 宏观经济波动与财政政策对企业投资的影响	113
4.3.4 宏观经济波动对必要收益率和期望收益率的影响	117
4.3.5 宏观经济波动对收益波动率的影响	124
4.3.6 基于蒙特卡罗模拟的动态数值分析	127
4.4 经济危机与企业投资行为关系分析	131
4.4.1 基于经济危机预期的企业投资决策模型	132
4.4.2 经济危机发生频率对企业投资行为的影响	136
4.4.3 经济危机的影响程度对企业投资阈值的影响	139
4.4.4 经济危机预期对企业投资影响的动态分析	144

第5章 基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率评价

模型设计与实证分析	154
5.1 基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率评价	
模型设计	154
5.1.1 混合所有制企业投资决策模型	155
5.1.2 基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率	
评价模型	167
5.2 我国混合所有制企业投资效率的特征分析	179
5.2.1 混合所有制企业投资效率的行业特征分析	180
5.2.2 混合所有制企业投资效率的规模特征分析	184
5.2.3 混合所有制企业投资效率的大股东特征分析	187
5.2.4 混合所有制企业投资效率的区域特征分析	196
5.3 基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率评价	
模型有效性实证分析	204
5.3.1 基于行业差异的模型有效性分析	204

5.3.2 基于规模差异的模型有效性分析	219
5.3.3 基于大股东差异的模型有效性分析	228
5.3.4 基于地域差异的模型有效性分析	238

第6章 基于宏观经济波动的混合所有制企业投资效率影响

因素实证分析	254
6.1 宏观影响因素实证分析	254
6.1.1 混合所有制企业投资效率与宏观经济环境因素	255
6.1.2 混合所有制企业投资效率与宏观经济政策因素	263
6.2 微观影响因素实证分析	273
6.2.1 公司治理与混合所有制企业投资效率	273
6.2.2 融资途径与混合所有制企业投资效率	283
6.2.3 资产特性与混合所有制企业投资效率	286
6.2.4 产品市场与混合所有制企业投资效率	290
6.2.5 基于结构方程模型的微观影响因素实证分析	293
6.3 提升我国混合所有制企业投资效率的政策建议	307

第7章 结论与展望

7.1 研究结论	311
7.2 研究不足与展望	314

参考文献

后记

336

第1章 绪 论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

随着我国社会主义市场经济的不断发展完善和国有企业制度改革的逐步推进深化,大量的民间资本和国外资本积极投入到国有企业的改革重组过程中。国有资本和民间资本、国外资本等各类非国有资本的联合,有力地推动了个体经济、私营经济、公有制经济之间的相互渗透和融合,以混合所有制为代表的多元化产权制度逐步取代了原来的单一公有制产权制度。这一方面表现为国有企业积极与外资、港澳台资企业开展合作,另一方面表现为国家资产、集体资产与私人资产相互渗透联合,有力地推动了以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的混合所有制经济格局的大发展。

2003年10月,党的十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》明确指出,我国经济要适应市场化不断发展的趋势,进一步增强公有制经济的活力,大力发展国有资本、集体资本和非公有资本等参股的混合所有制经济,实现投资主体多元化,使