

The Impact of Reverse Mixed Ownership Restructuring on Listed Private Companies

By

Kai Li

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2025 by the
Graduate Supervisory Committee:

Xiaochuan Huang, Co-Chair

Hong Yan, Co-Chair

Xin Chen

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2025

逆向混合所有制改革对民营上市公司的影响研究

李凯

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于二零二五年三月批准：

黄晓川，联席主席
严弘，联席主席
陈欣

亚利桑那州立大学

二零二五年五月

ABSTRACT

The reverse mixed ownership reform of privately-owned listed companies in China involves integrating private capital with state-owned capital, which enables private enterprises to fully leverage the power of state-owned capital to address issues related to financing, politics, and resources. Synchronously, state owned capital can also invest in high-quality private enterprises, helping them expand while also broadening the industrial layout of state-owned capital, ultimately creating a win–win situation for both parties. By examining the reverse mixed-ownership reform in this paper, we aim to provide a more comprehensive understanding of its impacts and outcomes, offering practical guidance for M&A professionals in their future industrial mergers and acquisitions.

This study focuses on private listed companies that have undergone reverse mixed-ownership reform and uses a difference-in-differences (DID) model to assess the reform's impact on the firms' economic outcomes. We also adopt a Probit model to explore whether these firms are more likely to experience asset restructuring after the completion of the reform. Finally, we study the economic consequences of asset restructuring following reverse mixed-ownership reform. In doing so, it provides an integrated analysis of changes in operating metrics before, during, and after the reform and subsequent asset restructuring. The main findings are as follows: 1. After privately listed companies undergo reverse mixed-ownership reform, their net profit attributable to the parent company (excluding non-recurring items) decreases significantly. 2. Firms with higher

leverage (asset-liability ratio), a larger shareholding among the top ten shareholders, or central state-owned enterprise (SOE) participation in the reform are more likely to proceed with asset restructuring once the reform is completed. Moreover, for companies with higher top-ten shareholder ownership and those involving central SOEs, the time to initiate asset restructuring after completing the reform is significantly shorter. When private enterprises receive equity investment from state-owned capital and carry out reverse mixed-ownership reform, the financial performance, proxied by Return on Assets (ROA), does not show a significant change by the time the restructuring stage begins. However, after these reverse mixed-ownership enterprises complete asset restructuring, their R&D intensity actually decreases.

Key words: Reverse Mixed Ownership Restructuring, Listed Private Companies, Financial Performance

摘要

民营上市公司的逆向混合所有制改革（简称：逆向混改）是民营资本与国有资本的融合，使得民营企业可以充分借助国有资本的力量解决其在融资端、政治端、资源端的一系列问题。国有资本也可以通过此办法投资优秀民营企业，推进民营企业发展壮大，扩大国有资本产业布局，创造国有资本与民营企业双赢的局面。通过本文的研究，对逆向混合所有制改革的影响后果有更全面的认知提升，对于企业并购从业人员在接下来的产业并购业务实践具有一定的指导价值。

本文以进行逆向混改的民营上市公司为研究对象，借助 DID 模型研究逆向混改对企业的经济后果影响。并在混改完成后，通过 Probit 模型研究企业特征因素与资产整合的关系，找到可以显著预测公司资产整合的关联因素。最后，通过 DID 模型研究逆向混改后资产整合的经济后果，从而对公司逆向混改前后及之后资产整合全过程中经营指标的变化进行综合研究，有以下发现：首先，民营上市企业进行逆向混改后，公司的扣非归母净利润显著降低。其次，资产负债率高、前十大股东持股比例高、央企参与的逆向混改，在逆向混改完成后更可能进行资产整合。前十大股东持股比例高、央企参与的逆向混改完成后，接续启动资产整合的时间显著更短。最后，民营企业在国有资本入股进行逆向混改后，资本运作进行到资产整合阶段时，以 Roa 为代表的财务数据并没有显著变化，而逆向混改企业进行资产整合后，其研发强度反而变小。

关键词：逆向混合所有制改革、 民营上市公司、 财务绩效

目录

	页码
表目录.....	vii
图目录.....	ix
章节	
一、导论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	3
1.3 难点及可行性.....	4
1.4 研究创新性.....	5
二、理论基础与文献回顾.....	7
2.1 理论基础.....	7
2.2 逆向混改的动因研究.....	11
2.3 逆向混改经济后果研究.....	13
2.4 研究文献评述.....	17
三、赛力斯的逆向混合所有制改革案例分析.....	18
3.1 逆向混改动因.....	18
3.2 逆向混改模式.....	21
3.3 逆向混改后果.....	22
3.4 逆向混改后的资产整合.....	24

章节	页码
3.5 逆向混改后的研发投入.....	26
四、研究假设.....	30
4.1 逆向混改的经济后果.....	30
4.2 企业特征因素与资产整合.....	34
4.3 逆向混改后资产整合的经济后果.....	39
五、研究设计.....	44
5.1 研究对象.....	44
5.2 变量定义.....	47
5.3 相关性分析.....	55
5.4 计量模型.....	57
5.4.1 逆向混改的经济后果.....	57
5.4.2 企业特征因素与资产整合.....	61
5.4.3 逆向混改后资产整合的经济后果.....	61
六、逆向混改的经济后果.....	64
6.1 基准模型.....	65
6.2 稳健性检验.....	67
6.3 机制检验.....	73
6.4 异质性检验.....	81
6.5 进一步分析.....	86

章节	页码
七、企业特征因素与资产整合	89
7.1 基准模型	89
7.2 资产整合时间分析	90
7.3 异质性检验	93
八、逆向混改后资产整合的经济后果	97
8.1 DID 分析	97
8.1.1 会计回报率	98
8.1.2 研发强度	99
8.1.3 产出效率	101
8.2 进一步研究	102
8.2.1 成长性与财务运营质量	102
8.2.2 股价收益率	108
8.2.3 债务期限结构与融资成本	111
九、研究结论	115
9.1 主要结论	115
9.2 现实启示	116
9.3 政策建议	118
9.4 缺陷与不足	118
参考文献	119

表目录

表	页码
表 1 赛力斯逆向混改及资产整合关键事件时间表	27
表 2 变量定义明细表	52
表 3 逆向混改经济后果主要变量相关系数表	55
表 4 企业特征与资产整合研究主要变量相关系数表	56
表 5 逆向混改后资产整合的经济后果分析主要变量相关系数表	57
表 6 逆向混改的经济后果	66
表 7 逆向混改的经济后果稳健性检验	68
表 8 逆向混改的动态经济后果	70
表 9 逆向混改的经济后果-2	71
表 10 超额雇员机制检验	74
表 11 经营效率机制检验	75
表 12 政府补助机制检验	77
表 13 管理者惰性机制检验	79
表 14 劳动密集程度异质性检验	81
表 15 行业垄断程度异质性检验	83
表 16 地域制度环境异质性检验	84
表 17 不同利润条件下的逆向混改经济后果	87
表 18 资产整合 Probit 概率模型	90

表 19 有序 Probit 回归结果.....	92
表 20 劳动密集程度异质性检验.....	94
表 21 行业垄断程度异质性检验	95
表 22 地域制度环境异质性检验.....	96
表 23 资产整合对 Roa 的影响.....	98
表 24 资产整合对研发强度的影响.....	100
表 25 资产整合对人均产出的影响	101
表 26 资产整合的成长性与财务运营质量经济后果	104
表 27 资产整合对股价收益率的影响.....	109
表 28 资产整合对债务期限结构与融资成本的影响	113

图目录

图	页码
图 1 逆向混改公司年度分布	44
图 2 逆向混改企业行业分布	45
图 3 逆向混改企业市值分布.....	46

一、导论

1.1 研究背景

逆向混合所有制改革是我国在推动企业混合所有制改革进程中的一种特殊改革形式，以非国有经济主体为对象，破解其融资难、融资贵难题和改善其市场竞争地位。非国有经济主体中，以民营企业占绝大多数，推进逆向混改以顺应国家的产业战略，是国有资本参与逆向混改的最大动力。借助混改的不断、持续推进，在 A 股资本市场上已经初步形成国资企业和民营龙头企业相互竞争的产业格局，在某些产业上，随着央企、国企纷纷入局参与资本运作，行业整合力度加大，在产业市场竞争愈加激烈的背景下，行业竞争地位洗牌程度更加明显。具备强大资金实力、资本运作能力、创新发展动力的企业将具备明显的竞争优势，成为诸多行业发展的主要推动力量，而同质化竞争严重、缺乏核心技术和创新能力的企业正在逐步被淘汰。国资企业运作更为规范，特别是多数央企已经基本建立起完善的现代公司治理制度，民营企业则决策更为灵活的、经营效率更高，国资企业注重公平，民营企业注重效率，国资企业的监督全面而系统，民营企业的激励机制更诱人，民营企业实现逆向混改后，国资与民营企业实现优势互补，有助于产业创新和创新的提质增效。在中国以制造业为产业基础的现实背景下，逆向混改企业通过产品结构调整，利用生产制造成本优势扩大市场份额，积聚民营及国有股东的资源打造一批行业龙头企业，培育一大批专精特新企业，形成技术和市场积累，提供整体解决方案并对外输出技术、核心关键设备和零部件等，参与国际市场分工与国际市场开拓，实现国家重大战略布局。

最近几年，中国经济下行压力加大，给公司发展带来更多挑战，众多行业遭遇更多困难，面临诸多发展难题，市场竞争更加激烈，不对称竞争，价格战现象越来越普遍。行业环

境错综复杂，产业发展中的各种风险加剧。但是，在产业扶持政策的刺激下，很多行业涌现出相当多的机会。产业动荡持续，民营上市公司推动逆向混改的浪潮也在持续，很多国有产业资本及金融资本借助逆向混改进军产业，大变革时期新发展势力逐步兴起。

逆向混改最大的制度背景是国家政策极为鼓励，逆向混改使得社会资源有机会参与到民营企业生产经营工作中，私有资产与国有资产形成利益共同体。通过逆向混改，首先，国有企业有机会吸纳民营企业中优质的产品，保障其自身产业的核心竞争力；其次，国有企业可以部分控制民营企业，从而实现对产业市场的有效整合，保障市场及企业的良性发展；再者，民营企业通过逆向混改引入更多外部资源，从而增强企业的竞争力。通过逆向混改，依托国有企业更宽阔与坚实的主体地位实现产业发展，最终可以谋取更大利益。

民营上市公司进行逆向混合所有制改革时，体现为国有资本入股民营上市公司，并不断进行资源注入，推动公司进一步发展。民营上市公司进行逆向混合所有制改革可以带来很多潜在好处，如可以解决融资难问题、增加公司的政治影响力、获得发展资源等。民营企业由于缺乏强力的信用背书以及还款资质担保，银行对其发放贷款授信时进行诸多限制，从而使其无法获得足够的运营资金以应对日常的经营需求，诸多发展前景好的项目因融资困难而停滞不前。逆向混合所有制改革后，国有资本加入民营企业，国有资本为其提供强有力的信用背书、担保及支持，同时，规范民营企业的内部流程及工作规范，从而打破融资约束，解决其融资困难问题，助力民营企业健康发展，在此过程中，国有资本获取民营企业的优质项目资源，实现双方共赢。逆向混合所有制改革使得民营上市企业有机会借助国有资本获得更大力度业务支持，高效推进日常经营工作。由于国有资本的加入，民营企业的日常经营受到政府部门更强烈的关照，缩短并优化其办事流程，给予其规则内允许的最大

补贴利益及经营便利，同时，国有资本的强大背书可助力其避免众多过于严苛的管制办法。此外，在民营上市企业遇到商业纠纷时，国有资本可以增大民营企业的影响力，进一步抚平矛盾双方的焦虑，提升双方解决问题的意愿，有效化解各类矛盾。最后，在民营上市公司遇到商业困难时，国有资本可以为其调度更大的资源，有效解决各项困难，保障企业的平稳发展。在国有资本的背书下，民营企业借助其国有色彩，消除其背书不足的问题，获得更多资源，有机会参与更重大的项目，国有资本也可以借助民营企业中更市场化、更商业化的团队高效创新推进落实项目。同时，国有资本加入使得民营企业尽早筹备各项经营工作，更大程度的享受各类型补贴，更高效的完成商业布局，助其发展壮大。

1.2 研究意义

虽说民营上市公司的逆向混改可以为其带来诸多好处，但是否推进逆向混改需要重点权衡。民营上市企业的逆向混改通常需要其大股东交出部分甚至大部分企业控制权、收益权，原始大股东的权益会因此被摊薄。因此，失败的逆向混改会进一步损害大股东的利益。同时，逆向混改会使民营上市公司按照更严苛且繁琐的国有资本经营模式运作，通常会影响其内部管理效率以及便利性。故而，在是否需要进行逆向混改的问题上，民营上市公司更需关注逆向混改的基本面本质，即是否能给公司带来的经营上的提升。

在国有资本方面，民营上市公司进行逆向混合所有制改革，国有资本投入民营上市公司进行逆向混改，不仅仅是依靠国有资本的力量解决民营资本在融资端、资源端的问题，更是借助国有资本的优势实现国有资本与民营资本的双向奔赴。民营上市公司进行逆向混合所有制改革需要格外慎重，如果国有资本的投入无法确保国有资本保值增值，那么，民营企业进行逆向混合所有制改革宣告失败，其后果非常严重，等同于国有资产流失。因此，

如何更好落实民营企业的逆向混合所有制改革，充分发挥国有资本在融资端、资源端的优势，建立合适的管理及运营机制，推进民营企业渡过经营困难或创造更大的利益是民营企业混合所有制改革的重点。

对于参与逆向混改的民营上市公司及国有资本方中的任意一方，逆向混改给民营企业带来经营上的增益是其评估逆向混改价值的核心，需要重点关注逆向混改是否能带来民营资本与国有资本的双向共赢。在民营资本方面，保障股东权益，并赋予民营上市公司更广阔的前景；在国有资本方面，杜绝国有资产流失是判断混改成功与否的底线，利用好国有资本入股带来的资源优势，杜绝国有资本及国有企业运营机制上的一系列弊病是民营上市公司逆向混改成功与否的关键。

本研究选取民营上市公司逆向混改样本，从经营数据研判逆向混改带来的经营成效，构建适合民营上市公司进行逆向混改布局的思路，对民营上市公司引入国有资本进行逆向混合所有制改革带来一定参考价值，使民营企业能够更清晰地认知逆向混合所有制改革，着力解决企业当前面临的问题，并完成产业布局，实现企业股权结构的不断优化，同时，也使得国有资源能致力于推动优秀民营企业的发展，实现国有资源及社会资源的高效融合、促进社会繁荣，共同创造更大的利益。

1.3 难点及可行性

本文研究分成多个步骤。首先，选取逆向混改的民营上市公司为研究对象，了解逆向混改过程中的一系列核心流程及关键阶段。其次，收集研究对象逆向混改前后的相关经营指标，结合各个指标建立初步的理论假设，分析逆向混改带来的影响。再次，在相同的样本内进行各个指标的联动分析，探寻逆向混改对民营上市公司的影响机制。

研究难点体现在以下几个方面：（1）难以枚举控制变量。在评估公司经营情况的过程中，民营上市公司混改带来的融资便利、规范运作、资源倾斜虽然是影响民营上市公司日常经营的重要因素，但是仍有别的原因，例如：市场变化、社会状态会对民营上市公司经营造成影响，因此所评估的经营指标极有可能难以充分反映出逆向混改对经营带来的影响，在未来的研究分析中需要重点关注并解决；（2）需要建立研究指标的联动关系，构建模型评估逆向混改对民营上市公司经营的作用，民营上市公司混改样本的典型特征之间会有一定的相似性，并且各类型经营指标之间也有一定的关联性。本项研究从各个经营指标出发，基于每个经营指标建立各自关联的理论机制，对理论机制进行分析，构建模型评估混改对民营上市公司经营的总体影响。理论机制以及模型建立具有一定的难度，但是会更全面反映逆向混改所带来的影响，让此研究更具有参考意义。

1.4 研究创新性

首先，民营企业进行逆向混改引入国有股东，混改引入国有股东前后，公司发生一系列的变化，外界最关注的是公司的经营成果，体现为公司的经常性归属母公司所有者净利润。其次，在公司完成混改后，公司可能还会接续进行资产整合，而资产整合行为在混改样本公司中同样会产生一系列的经济后果，第二部分对此进行重点分析。最后，落实到资产整合行为本身，逆向混改后的企业，接续进行资产整合时，给企业带来了哪些显著改变？本章对这个问题进行实证分析，找到统计上显著的规律。

综合分析逆向混改对民营上市公司经营的影响，进行相对完整的过程分析是本文的核心创新点。本文以 A 股中所有进行逆向混改的公司为研究对象，提炼逆向混改的核心要素，

将逆向混改前后的核心经营指标进行对比，并研究这些逆向混改公司后续的资产整合，为后人持续推进逆向混改研究带来有效参考资料。

二、理论基础与文献回顾

在总结相关文献的过程中，提炼上市公司进行逆向混改的动因、逆向混改及之后一系列资产整合的经济后果，找到逆向混改对上市公司经营带来改变的理论基础，指出相关研究与实践应用中的差异之处。民营企业逆向混改这一现象是与中国特殊的制度背景相适应的资本市场现象，由于海外上市公司面临的制度背景与国内存在较大区别，逆向混改这个领域没有可供直接参考的海外资料，国内的现有文献中对于民营企业逆向混改的研究资料也不多，本文从民营企业逆向混改这一事实出发，探讨国有资本入股民营企业对公司治理效应及财务绩效等方面的一系列影响。

2.1 理论基础

(1) 公司治理理论

Shleifer & Vishny (1997) 指出，公司治理是保证资金提供方（投资者）确保自身投资收益的方式。公司治理问题的矛盾起源在于企业所有权与经营权的分离，并由此产生委托代理问题。公司股权结构影响公司的决策机制、监督机制以及利益分配，进而决定公司治理的有效性。公司治理理论研究通过优化股权结构、规范股东行为，使公司各利益相关者的目标趋于一致，降低代理成本，提升公司价值（程新生，2004）。

公司治理的核心在于公司控制权与决策权，而公司股权结构构成公司治理的基石。公司股权结构决定公司控制权分布结构。在股权高度集中的公司中，大股东掌握公司控制权，对公司决策具有决定性影响；而在股权较为分散的公司中，公司控制权则掌握在多个股东或管理层手中。公司控制权的分配模式是公司治理的基础，直接影响着公司治理的其他方面。公司股权结构影响公司的决策机制。股东表决权影响公司决策机制。股东通过行使表

决权参与公司重大事项决策，如战略规划（徐二明和王智慧，2000）、投融资决策（冉茂盛等，2010）、高管人事任免（梁上坤和陈冬华，2015）等。重大事项决策机制是公司治理的关键环节，公司股权治理为其提供了基本规则，是公司治理理论在决策层面的重要支撑。各股东根据持股比例分配决策话语权，很大程度上决定公司决策是体现大股东意志，还是股东之间相互博弈。

大股东通常对公司战略决策有重大影响，多数情况下，大股东立足公司长期发展目标制定公司发展战略以实现自身利益最大化（杨淑娥和王映美，2008），中小股东的持股比例低，更关注短期股价波动收益（刘少波，2007），参与公司治理的积极性相对不足。民营企业引入国有股东进行逆向混改后，以国有资本股东为代表的机构投资者的专业性强，可以对公司治理起到监督作用，促进公司规范运作。同时，多个股东相互制衡的股权结构更有利于公司治理（徐莉萍等，2006）。民营企业引入国有股东，且国有股东持股比例大于10%之后，削弱了民营大股东对公司的控制权，可以防止大股东为谋取私利而损害公司和其他小股东利益的行为。通过股东间的相互监督和制约提高决策的科学性和公正性，促进公司绩效提升。不同类型股东在投资目标、风险偏好、资源禀赋等方面存在异质性，这会影响他们在公司治理中的行为。例如，战略投资者注重与公司的长期合作，会积极参与公司治理，为公司提供战略资源和管理经验；而财务投资者更关注财务回报，对公司治理的参与度相对较低。股东异质性对公司的战略决策、经营管理等方面产生不同影响，进而影响公司治理效果。

逆向混改过程中，民营企业引入国有资本实现产权结构多元化，有助于规范民营企业的公司治理，降低股东间内部交易成本。同时，国有资本的信用评级更高，为民营企业提供

信用背书与隐性担保(陈其安等, 2022), 改善民营企业的融资与业务环境(孙永祥, 2001)。

民营资本更关注企业的经营效益, 通过国有资本入股进行逆向混改完善治理结构, 在保持高运营效率的同时, 促使企业规范化决策和运营。民营企业在创新活力、经营效率、市场敏感度等方面具有优势, 而国有资本的优势在于融资条件、政策资源、大项目经验等方面。在逆向混改完成后, 民营企业借助国有资本的各项资源, 如更稳定的融资渠道、政策扶持等弥补自身短板, 国有资本利用民营企业的创新活力和经营效率实现国有资本保值增值的考核目标, 国有资本与民营企业相互取长补短, 实现双方资源的互补与优化配置, 共同拓展了不同所有权性质资本的合作空间。

(2) 代理成本理论

Meckling & Jensen (1976) 提出了经典的代理成本理论, 代理成本理论也称之为管理主义假说。代理成本理论是在研究代理成本与资本结构的关系时形成的。代理成本理论认为, 公司债务的违约成本是财务杠杆系数的增函数; 随着公司债务的增加, 债权人的监督成本提升, 债权人会要求更高的利率。这种代理成本最终要由股东承担, 公司资本结构中债务比率过高会导致股东价值降低。根据代理成本理论, 债务资本适度的资本结构会增加股东价值。该理论认为与股东关心企业利润相比, 管理者更关心自身权利、收入、社会声望和职位稳定性, 管理层通过并购扩大企业规模, 借此增加收入并提高职位。管理者有扩大企业规模的动机, 因为管理者的报酬与公司规模相关(Meeks, 1975; Firth, 1980)。通过公平收购或代理权争夺, 公司现任管理者可能会被代替, 兼并机制下的接管威胁可以降低代理成本。代理成本理论隐含的假设前提是, 公司的法人治理结构无法克服代理成本问题, 同时, 股票市场也是无效的, 无法对管理层行为进行有效控制与监督。

在民营企业中，大股东及其一致行动人相对单一的股权控制结构造成股权治理不合理，家族式管理方式造成企业管理制度缺陷，企业难以建立起权责明晰的职能分工体系，难以确保公司制度贯彻执行，公司重大决策缺乏有效监督。引入国有资本后，国有股东作为外部委托人协助完善企业治理结构，增加对企业决策的外部监督。国有资本管理规范，加强外部监督后，民营企业的代理人（管理层）更加注重企业的长期发展，减少短期投机行为，降低代理成本，提高企业经营效率，实现各方共赢。

（3）管理协同理论

管理协同理论也称为差别效率假说，协同理论（Synergetics）由 Haken（1971）最早提出，并在多学科研究的基础上逐渐形成和发展，是系统科学的重要分支理论。该理论从管理协同的角度解释企业进行横向并购的动机。该理论认为，如果一家公司拥有高效率的管理队伍，其管理能力超过了公司日常管理的要求，该公司便有了收购另一家管理效率低的能力，其过剩的管理资源得以充分利用，即实现管理协同。潘开灵和白列湖（2006）提出管理协同机制的过程模型，将管理协同机制分为形成机制和实现机制两部分。并给出形成机制中的评估机制和利益机制的定义和机理，对实现机制中的协同机会识别、协同价值预先评估、沟通、整合、支配、反馈等机制进行定义与说明。白列湖（2007）认为管理协同理论运用协同理论的基本理念，基于协同规律实现管理半径的外溢，各协同要素相互作用、相互配合、共同参与公司管理，公司经营向有序、稳定方向发展，管理上的协同功能形成正向倍增放大效应。

综合以上理论，公司治理理论、代理成本理论、管理协同理论分别从改善公司治理结构、降低代理成本、提高管理效率的角度，从实用主义出发，解释企业进行逆向混改及之后

的资产整合动机。既有理论可以从不同角度对国有资本参与逆向混改的动机进行解释，国有资本参与民营企业逆向混改的动机可能是多元甚至是非市场化的，注定无法对所有的逆向混改及之后的资产整合行为直接使用理论进行推理，并得出合理解释，并购实务界至今也没有形成权威的、统一的逆向混改框架。本文专注于特定时期的企业逆向混改行为与之后进一步资本运作的资产整合实践，研究企业逆向混改事件及发生全过程中产生的一系列影响，将分析重点放在逆向混改带来的一系列经济后果，而不去讨论有争议的企业逆向混改动因，但是，经济后果可能是进行逆向混改想达到的目的，经济后果与动因在某种程度上有紧密联系，结合以上理论对经济后果进行解释，既解决了实际问题，又相对有一定的理论依据。

2.2 逆向混改的动因研究

逆向混改及在逆向混改完成之后进行的资产整合都是企业的资本运作，其动机具有相似性。企业进行资产整合包括资产并购与资产出售，对于相同资产标的来说，并购与出售分别对应当事双方。由于资产整合行为涉及买卖双方，将企业资产整合行为作为一个有机整体进行分析更能体现企业资本运作的全貌，学术研究的重点在于研究资产并购，并购行为的反面即为资产出售。企业进行并购的动机多元化，且面临的背景也多样，不同并购行为特质因素的影响很大。在理论框架以外，还有很多研究结合逆向混改的主体特征，展开针对逆向混改这一细分主题的动因研究，截至目前，进行逆向混改的上市公司样本数量有限，这些研究以案例研究居多。同时，国有资本运作活动频繁与我国特殊的国情相关，所以，本文主要回顾国内的研究文献。上市公司进行逆向混改的动因千差万别，有很多文献

对逆向混改的动因进行分析，受制于数据透明度与完整性，总结动因的角度多为上市公司，对国有资本入股方的研究缺乏，角度较为单一。

逆向混改以协助上市公司应对流动性风险和资源匮乏，解决其融资难问题。田可欣（2023）认为，受全球疫情影响，再加上通胀压力持续上升、货币政策收紧等多种因素综合作用，民营企业的发展环境受到一定限制，在企业出现流动性风险、资源匮乏的情况下，民营企业纷纷引入国有资本进行混改，与国有企业形成联盟获取资源，改善企业发展环境。龙志玮（2023）认为，民营企业大股东在面临大比例股权质押困境时，引入国有资本进行纾困确实可以解决一定的问题。周婷婷（2023）研究发现，公司引入国有资本的动因为：宏观政策推动、实现战略转型、缓解融资困境、改善公司治理。

逆向混改协助上市公司突破企业发展瓶颈。赵诗琦（2024）指出，民营企业在经营过程中常常面临着资源受限、治理结构不完善、抗风险能力弱等问题，这些问题制约着其未来发展。为了突破发展瓶颈，越来越多的民营企业将部分股权或全部股权转让给国有企业，希望借助国有企业资源、人才、管理等方面的优势解决上述阻碍，从而实现做大做强的战略目标。

逆向混改协助上市公司缓解控制权不稳定问题。范苗苗（2024）指出，镇海股份引入国有资本的主要原因是主要股东持股比例较为接近，存在控制权不稳定的风险。

部分文献从民营公司和国有资本两个角度进行分析。丁浩（2024）指出，政策层面的动因和行业层面的动因，特别是行业处于景气度下行区间是促使民营企业进行混改的原因。公司层面的动因包括：（1）业务：利用国资优势资源完善其业务发展。（2）财务：解决公司

面临的财务困境。(3) 战略：引入战略投资者，转让股份以换取更多资源。国资入股的动因为：(1) 相关政策的支持；(2) 国有资产管理体制职能向“管资本”转变；(3) 产业布局。

其他的动因研究，其角度虽然有细小区别，但本质上很类似。田苗（2023）将逆向混改的动因归结为三点，第一点为解决民营企业的融资问题，第二点为增强民营企业的政治影响力，第三点是借助国有资本的金字招牌获得更多的发展资源，如税收补贴、贷款便利等（吴秋生等，2019）。王玉（2023）将逆向混改的动因分为两种类型，分别为“政府主导型”和“企业主动型”。政府主导型从政府层面出发，主要因为政府利用国有资本入股的方式实现对民营企业的间接投资，不仅减少了实施投入的成本，而且能达到既定目的。同时，国有资本通过参股的方式推进民营企业国有化，增强民营企业抵御风险的能力，助力民营企业度过其在金融危机中的艰难时刻。企业主动型从民营企业角度出发，通过逆向混改使得国有资本为其提供担保，同时改善政企关系，解决其过往所遭受的信贷歧视与融资约束等问题，冲破融资困境使其得以高速发展。此外，部分企业进行逆向混改是为了改善民营企业处于弱保护的状态，避免地方官员过多干预民营企业的日常经营，有效抑制行政壁垒，更有效维护自身利益（田利军等，2019）。

2.3 逆向混改经济后果研究

逆向混改给企业带来一系列的影响，学术文献以肯定逆向混改的积极作用为主，也有少量文献指出逆向混改的负面影响。国有资本参与民营企业的逆向混改，造成的影响主要体现在治理效应和资源效应两个方面（李繁，2023）。

在资源效应方面，逆向混改后，公司通过国有资本的背景为其获得更多资源与竞争优势（吴崇等，2024）。李淑娟和张靖翌（2023）研究发现逆向混改可以提高民营企业的债务

融资能力。任广乾等（2023）认为逆向混改可以缓解民营企业面临的信贷歧视，混改完成后，民营企业与政府之间的联系更紧密，可以获得更多的政府政策支持。邓晓钰（2024）指出逆向混改完成后，民营企业可以获得国有资本的隐性担保，从而提升企业信用等级与信用额度，缓解了企业的融资约束。宋增基等（2014）指出，逆向混改可以增强企业获取银行贷款的能力、缓解民营企业的税收负担（郝阳和龚六堂，2017）、获取进入高壁垒行业的替代制度红利（姚梅洁等，2019）。田苗（2023）认为，国有资本的注入可以增加民营企业在行政事务上的话语权，从而解决一系列的因话语权不足带来的融资限制、资源不足等问题，从而增强企业的绩效。另外，逆向混改是属性各异制度的融合，可以充分发挥民营资本与国有资本的特点，互相协同，更有益于提升企业的核心价值。王玉（2023）表明，逆向混改会带来制度性关联，因此产生资源支持效应，从而使得民营企业可以获得更多的税收优惠、信贷资源、政府补贴。其次，国有资本的担保可以为民营企业带来声誉担保，使其能够有效突破生产经营、融资困境。再者，国有资本在资本市场上有风向标的作用，会吸引大量投资者关注，凭借其强大的背书为民营企业吸引更多人才加入，助力企业发展。国有资本进入民营企业形成了多元化的股权结构，特别是打破了“一股独大”的局面，形成有效的股权制衡，缓解了大股东与小股东之间的代理问题，从而抑制了经营违规行为和金融化投资。此外，逆向混改可以优化民营企业的治理水平，完善企业结构，增强披露与审计机制，降低企业内部可能存在的财务风险，从而减少投资者与借款人的忧虑及约束，从而降低融资成本。

在治理效应方面，逆向混改可以增强民营企业的信息披露要求，使其进行更规范的治理，制衡内部大股东的权力，维护中小股东的权益（郝阳和龚六堂，2017）。牛彪等（2023）

研究发现，逆向混改降低高管对于薪酬与绩效变更的敏感性，从而增强其对经营决策失败的容忍度，增强企业的容错机制。郝阳和龚六堂（2017）认为民营企业完成混改后，其股权结构更合理，有助于弥补市场化不足，进而积极影响公司的治理结构。民营企业实施“逆向混改”后，国有股东出于资本保值增值的目的，加强对公司股东的监督，形成合理的股权制衡结构，制衡与遏制管理层谋取个人私利的行为，缓解代理问题，完善企业内控。曹满丹等（2024）指出逆向混改可以提高民营企业的投资效率。刘宁和张洪烈（2022）指出逆向混改可以促进企业的创新。曾秋根和于晓琪（2024）发现国有资本参股提升了民营企业创新的持续性，且该促进作用主要体现在技术密集型民营企业中。陈晓芳和成杨（2024）指出，国有资本参股通过提升民营企业的绿色创新能力、提高民营企业的信息透明度以及缓解民营企业的委托代理问题等多措并举地改善其 ESG 表现。并且在内部控制能力较差和面临较严重融资困境的民营企业中发挥更加积极的作用。刘笑霞和李明辉（2024）指出，逆向混改程度与企业避税程度呈显著正向关系。国有资本入股民营企业，并不会导致其像国有企业一样承担过重的税负；相反，还在一定程度上有助于企业避税，从而为股东带来利益。高冰莹等（2024）指出，国有资本参股民营企业，可以显著提高其会计信息透明度，降低民营股东的风险承担意愿，进而降低其股价崩盘风险。刘胜等（2024）发现，国有资本参股有利于缓解民营企业数字化人才匮乏和代理冲突问题，进而可赋能其数字化转型。中小规模民营企业、成长性较高的民营企业、行业集中度较高的民营企业及单一国有股东参股的民营企业，其国有资本参股的数字化激励效应更为显著。王玉龙等（2024）指出，国资参股能够显著提升民营企业的劳动收入份额。一方面，国资参股可以促进民营企业的人力资本升级，进而提高劳动收入份额；另一方面，国资参股可以抑制民营企业的高管机

会主义行为，从而提高劳动收入份额。李华民等（2023）指出，国有资本参股能够显著提升民营企业全要素生产率，国有资本参股提升企业全要素生产率主要通过运营能力提升、财务状况改善及创新要素投入强化三种机制得以实现。曾敏（2023）指出，国有资本参股可以显著提升民营企业的研发投入，国有资本参股在资金、人力等“显性”要素保障渠道上增进了民营企业投入研发的能力，与此同时，在民营控股股东心理的“隐性”层面提升了其研发投入的意愿。国有资本参股在提升民营企业研发投入的同时，也提升了其创新产出质量，实现创新投入和创新产出的双提升。谢军和杜玲（2023）指出，国有资本参股显著减少民营企业的违规行为。国有股东通过提高经济决策的稳健性和缓解融资约束抑制民营企业违规行为。在法制环境较差地区和经营业绩较差的企业，这一效应更为明显。范苗苗（2024）指出，引入国资有利于稳定企业管理层，促进股权多元化，国有股东入驻董事会改善企业治理结构。引入国资对企业绩效起到一定的积极作用，市场对这一事件的反应良好，在一定程度上提升了企业的短期偿债能力和盈利能力。姜富伟等（2024）指出，国有资本参股比例越高，民营企业的精准扶贫投入水平越高，逆向混改有助于推动民营企业承担促进共同富裕的社会责任。

当然，企业进行逆向混改也可能带来负面影响。周婷婷（2023）指出，引入国有资本后，民营企业在财务风险控制，资金募集额度设置以及公司可持续发展能力方面存在一些不尽如人意的表现。田苗（2023）认为，逆向混改可能带来套利行为，不利于企业的正常运作，同时，虽然逆向混改可以解决贷款难问题，但如果贷款运用不合理，则会带来一定的金融风险。王玉（2023）认为，从委托代理角度考虑，国有资本所占的股权比例如果过高会使得民营企业失去控制权，从而容易引发代理问题，背离民营企业逆向混改实现双方利

益共赢的初心，加剧民营企业的僵尸化风险。部分企业逆向混改，其目的可能是政府为了控制某些高利润的民营企业，违背了互利共赢的初衷。李文贵等（2016）发现国有资本入股民营企业后，企业的雇员冗余现象变得明显，且公司的工资福利支出过度。政府干预企业经营显著降低企业的财务绩效表现（李文贵等，2017）。

2.4 研究文献评述

基于之前的文献回顾发现，对逆向混改的动因进行分析的文献有很多，总结动因的角度多为上市公司，而非国有资本入股方，角度较为单一，本文试图弥补这一缺陷。另外，目前关于逆向混改的研究对于逆向混改的动因与作用的观点较为统一，肯定其正面价值的文献远远多于指出负面影响的文献。有部分学者对逆向混改案例进行剖析，同时也对案例的关联经营指标进行研究，但多数仅是进行逻辑表达，缺乏实证支撑。有些实证分析虽然搜集了几十家甚至上百家公司的数据作为支撑，但其研究的特征维度较为单一，无法反映逆向混改的完整共性，研究覆盖不够立体、全面，逆向混改需要进行多维度分析，并综合研判其作用。最后，企业进行逆向混改动作本身不是最终目的，企业进行逆向混改后，参与的国有资本很可能有相关的产业资源，在理顺企业的股权关系后，在合适的时机，企业还会接续启动资本运作，整合外部资源。所以，评估逆向混改的影响需要研究企业的一系列动作，而不是国有资本进入这个很短的时间区间，甚至逆向混改的重头戏在逆向混改完成后再次进行的一系列资本运作，前期国有资本入股仅是铺垫，国有资本与民营企业建立股权纽带后，国有资本接棒参与资本运作才是民营企业进行逆向混改的关键，这一点是目前的学术文献普遍忽视的。

三、赛力斯的逆向混合所有制改革案例分析

2015年中共中央、国务院发文鼓励国企混合所有制改革之后，民营企业参与国有企业混改成为主流，央企东风集团反向参与赛力斯（原名：小康股份）的逆向混改是民营企业进行逆向混改的首例，在中国资本市场企业逆向混改进程中具有里程碑式意义。2018年11月16日，赛力斯公司与东风汽车集团签署附生效条件的《发行股份购买资产协议》，标志着赛力斯正式启动逆向混改。公司当日收盘市值为158亿元，截至2025年2月底，赛力斯的总市值已经达到1800亿元以上，股价涨幅超过10倍，是逆向混合所有制改革中极为成功的明星案例。

2018年，汽车行业正处于从传统油车时代向新能源车时代跨越的初期，汽车行业的智能化、网联化转型处于关键起步时期，各个汽车企业均进行海量资金、技术和资源投入以提升产品性能。赛力斯原来是一家民营车企，自身资源有限，在激烈的汽车市场竞争中面临着很大的竞争压力，企业的经营陷入困境与颓势，亟需借助外部力量实现业务转型。

在企业自身因素上，赛力斯原来是一家民营家族企业，具有大股东“一股独大”的公司治理缺陷，在企业决策和公司经营管理等方面有很大的改进空间。同时，企业在发展过程中面临着负债率过高、流动资金紧张、技术研发能力弱等问题，制约了其发展空间。引入国有资本实现逆向混改可以弥补这些不足，在改善公司治理结构的同时，为民企带来资金、技术等各项外部资源，实现公司的脱困发展。

3.1 逆向混改动因

3.1.1 民营上市公司的重点收入存在退坡风险，公司需要增强抗风险能力

新能源汽车政府补贴为小康股份 2017 年的重点收入，但未来存在退坡风险。小康股份 2017 年年报显示，小康股份 2017 年获得的新能源车应用推广财政补贴收入为 52,405.54 万元，其新能源汽车收入仅为 88,099.11 万元，因此，新能源车应用推广的财政补贴收入占新能源汽车收入比重达到 59.5%。根据财建【2016】958 号文，小康股份 2017 年主要的新能源汽车收入及补贴是由应收账款构成，实际 2017 年收到的新能源汽车补贴款为 2,848.54 万元。小康股份对此表示：“公司预计上述补贴能够确定收回，因此未计提坏账准备，但若上述补贴不能收回，将会造成公司的当期利润减少的风险。”另外，根据《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建[2016]958 号），除燃料电池汽车外，各类新能源车型 2019—2020 年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡 20%。新能源汽车政府补贴的未来退坡将有很大的可能影响小康股份新能源汽车的销量，从而影响其营业收入和利润。

3.1.2 民营上市公司易遭遇信贷歧视，融资主要依靠大量的股权质押，但在面临行业困境时，大量股权质押易出现爆仓风险

小康股份的股份于 2017 年存在大量的股份被质押的情况。2017 年 12 月 1 日小康股份的公告显示：“小康控股持有本公司股票累计质押数为 379,450,000 股，占其持有公司股份的 67.91%，占公司总股本的 41.73%。渝安工业持有本公司股票累计质押数为 36,910,000 股，占其持有公司股份的 49.51%，占公司总股本的 4.06%。”小康控股与渝安工业皆为小康股份重要股东，综合来看小康股份 2017 年有超过 45% 的公司股份被质押。

3.1.3 民营上市公司营运资金为负且后续成本面临增加，需要逆向混改加强企业的经营能力以及融资能力，从而减轻营运资金压力。

小康股份 2017 年营运资金为负且需求还将增加。截至 2017 年 12 月 31 日，小康股份流动资产 143.18 亿元，其中存货 133.82 亿元，应收票据 55.85 亿元，应收账款 9.56 亿元。但是小康股份流动负债高达 143.63 亿元，导致营运资金为-0.45 亿元。2017 年小康股份研发费用达到 8.12 亿元，较 2016 年增长 33.72%。核心原因在于用于 SUV 新车型的研发费用由 2016 年的 2.45 亿元增加至 4.20 亿元；智能电动汽车研发费用从 2016 年的 1.438 亿元增加至 2.97 亿元。2017 年小康股份销售费用达到 10.40 亿元，较 2016 年提升 23.20%。主要原因在于新品上市，加大广告宣传，融资租赁公司业务量增加导致服务费增加，人员增加及成本上涨，公司业务量增加。2017 年小康股份管理费用高达 13.82 亿元，较 2016 年增加 61.10%，核心原因在于职工薪酬由 2.94 亿元增加至 4.58 亿元；咨询服务费从 0.15 亿元增加至 0.77 亿元。2018 年小康股份继续计划加大在智能电动汽车技术和产品研发方面及市场销售方面的投入。因此未来公司只能通过提升公司经营业绩及加大股权融资等方式解决营运资金为负的问题，但是如果未来公司经营业绩未达到预期或者股权融资表现不佳，营运资金的压力不但无法解决，后续将更加严重。

3.1.4 优化民营上市公司股权结构，改善大股东“一言堂”的公司治理模式，有利于公司未来更均衡的发展

小康控股与渝安工业是小康股份混改前的重要股东。小康控股持有小康股份 59.98% 的股份，渝安工业持有小康股份 7.89% 的股份。小康控股的实际控制人与渝安工业的实际控制人均为小康股份董事长张兴海。张兴海持有小康控股 50% 的股份，持有渝安工业 24.83% 的股份。表明小康股份内部管理完全是董事长“一言堂”的情况，这种股权结构极其容易发生大股东隧道效应，公司治理方面存在缺陷，内部管理缺乏有效的科学机制进行约束。

3.2 逆向混改模式

在小康股份逆向混改之前，小康股份与东风汽车各控制东风小康 50%的股权。此次逆向混改模式为“定向增发+股权转让”，小康股份定向增发股票，并且以股权转让方式购入东风汽车持有的东风小康 50%的股权，从而实现东风小康的 100%控股。虽然这种股权转让方式使得东风汽车表面上退出对东风小康的控股，但是东风汽车将以持有小康股份 26.01%股份的方式对东风小康间接性持股。

小康股份的逆向混改主要时间点如下。2018 年 11 月 16 日，公司与东风汽车集团签署了附生效条件的《发行股份购买资产协议》，东风小康 50%股权的交易价格为 48.3 亿元，发行价格为 14.54 元/股。由于资产重组交易对标的物东风小康的估值过高未能通过，因此，2019 年 7 月 23 日小康股份向证监会申请撤回该资产交易申请文件，计划对重组方案进行调整。最终，小康股份以发行价格 11.76 元/股购买价值 38.5 亿元的东风小康 50%股权，并加以相关业绩承诺，于 2020 年 4 月 2 日获证监会并购重组委员会批准。其中，2019 年 9 月 11 日，小康股份由于《发行股份购买资产暨关联交易预案》审批停滞，为尽快推进逆向混改，小康股份前两大股东小康控股、渝安工业向东风汽车分别转让所持有的 6.10%、0.79%股权，东风汽车集团股份以现金作为对价合计支付 7.8 亿元。与此同时，东风汽车派驻一位董事及监事加入小康股份。此举代表小康股份已正式成为逆向混改企业。

混改完成后小康股份的董监事会结构发生变化，导致东风汽车可以对其管理层结构造成重大的影响及改变。董事会规模方面，由原来的 9 名人员扩张至 12 名人员，在席位分布方面，东风汽车占据 3 个席位，小康股份占据 5 个席位，剔除代表中小股东的 4 名独立董事，小康股份方面在董事会席位中占比达 5/8，东风汽车方面为 3/8。除此之外，小康股份

实际控制人张兴海先生为集中精力研究公司战略布局及业务拓展，辞去公司董事长、董事、董事会战略委员会主任委员及总裁职务，并且张兴海先生在辞去相应的职务后依旧为公司实际控制人。

3.3 逆向混改后果

3.3.1 产业协同

2020年4月23日小康股份与东风汽车签订战略合作框架协议，双方未来将在研发、采购、制造、营销、商标等方面实现产业协同。研发协同从整车平台、动力总成、三电新能源、电子架构四个领域开始实施。双方互不开发对方优势的领域，并在新领域合作协同开发。采购协同约定双方应建立联合采购的机制，降本增效，淘汰劣势并选择优质的供应商。制造协同落实双方可以进行资源与技术的共享，产能共享。营销协同表明，后市场（含汽车金融）等方面双方会产生合作，创造更大的收益，并且在商标方面双方同意授权金康新能源在其中高端新能源汽车上使用“东风赛力斯”品牌。在双积分（乘用车企业平均燃料消耗量积分和乘用车企业新能源汽车正积分）满足需求上，双方可以互相助力。

3.3.2 逆向混改产业协同增强新能源汽车的产量及销量

小康股份逆向混改的产业协同在新能源汽车的赛道上取得一定的成效，实现产量与销量的大幅度增长。2017年小康股份新能源汽车产量为8239辆，销量为12880辆。2018年小康股份新能源汽车产量13731辆，累计同比增长66.66%；销量12880辆，累计同比增长33.10%。2019年小康股份新能源汽车产量9895辆，累计同比减少27.94%；销量9089辆，累计同比减少29.43%。2020年小康股份新能源汽车产量19357辆，累计同比增长95.62%；销量20275辆，累计同比增长123.07%；2021年小康股份新能源汽车产量41701

辆，累计同比增长 115.43%；销量 41440 辆，累计同比增长 104.39%。2022 年小康股份新能源汽车产量 139132 辆，累计同比增长 233.64%；销量 135054 辆，累计同比增长 225.90%。

3.3.3 逆向混改改善对于新能源汽车补贴收入的依赖

2017 年小康股份新能源汽车的收入重点依赖于新能源汽车推广的财政补贴收入，其占比达到惊人的 59.5%。但在小康股份进行逆向混改后，这一情况得以改善。2020 年新能源汽车收到的补贴金额为 1.93 亿元，应收新能源汽车补贴余额为 1.00 亿元，新能源汽车补贴金额占新能源汽车收入的 15.66%。2021 年新能源汽车收到的补贴金额为 2.64 亿元，应收新能源汽车补贴余额为 9.62 亿元，共占新能源汽车收入的 29.58%。2022 年新能源汽车收到的补贴金额为 4.13 亿元，应收新能源汽车补贴余额为 12.35 亿元，共占新能源汽车收入的 6.61%。

3.3.4 小康股份逆向混改后，股权质押情况得以缓解

2017 年，小康股份股权质押情况极其严峻，有超过 45% 的公司股份被质押。根据 2020 年 6 月 6 日的小康股份关于控股股东部分股份解质的公告显示：“本次股份解除质押后，小康控股持有公司股份累计质押数量为 374,050,000 股，占其持股数量的比例为 72.39%，占公司总股本 29.51%；”根据 2022 年 12 月 8 日小康股份关于控股股东部分股份解除质押的公告显示：“小康控股及其一致行动人重庆渝安汽车工业有限公司合计持有公司的股份总数为 492,048,843 股，占公司总股本的 32.86%。本次解除质押后，小康控股及其一致行动人持有公司股份累计质押数量为 230,320,000 股，占其持股数量的比例为 46.81%，占公司总股本的 15.38%。”2023 年 5 月 13 日小康股份的公告显示：“小康控股及其一致行动人渝安工业合计持有公司的股份总数为 492,048,843 股，占公司总股本的 32.86%。

本次质押后，小康控股及渝安工业持有公司股份累计质押数量为 190,200,000 股，占其合计持股数量的 38.65%，占公司总股本的 12.70%。”公司质押的股份从 2017 的 45% 下降至 2020 年的 29.51%，然后 2022 年下降至 15.38%，再下降至 2023 年的 12.70%。逆向混改对小康股份的股权质押严峻情况进行有效的舒缓。

3.3.5 在运营资金压力方面，小康股份逆向混改并没有带来良好的缓解

2020 年小康股份流动资产为 97.0 亿元，流动负债为 162.5 亿元，营运资金为-65.5 亿元。2021 年小康股份流动资产为 146.7 亿元，流动负债为 189.2 亿元，营运资金为-42.5 亿元。2022 年小康股份流动资产为 269.8 亿元，流动负债为 323.3 亿元，营运资金为-53.5 亿元。这三年小康股份营运资金皆为负数，且情况较 2017 年未进行逆向混改时更为严峻。

3.4 逆向混改后的资产整合

2020 年 4 月 11 日，小康股份发布公告宣布发行股份购买资产暨关联交易之标的资产完成过户，2020 年 4 月 21 日，小康股份发布关于发行股份购买资产暨关联交易之发行结果暨股本变动的公告，东风汽车集团持股数量为 327,380,952 股，持股比例为 25.83%，标志着公司逆向混改正式完成。紧随其后，公司又进行了一系列的资本运作。

2021 年 3 月 25 日，公司控股子公司 SFMOTORS 拟将位于美国印第安纳州的 EVAP 工厂（原 AMG 民用工厂）以 1.45 亿美元的价格出售给 ELM。2021 年 8 月 24 日，重庆小康工业集团股份有限公司全资子公司潜金融资租赁有限公司注册资本为人民币 100,000 万元，公司拟将潜金注册资本减少至人民币 20,000 万元，再将公司持有的潜金 100% 的股权转让给重庆小康控股有限公司（以下简称“小康控股”），转让价格为人民币 23,436.60 万元。2021 年 9 月 30 日，根据重庆小康工业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“小

康股份”）出具的与类金融业务相关承诺，拟将子公司重庆金康赛力斯汽车销售有限公司持有的参股公司重庆新能源汽车融资租赁有限公司（以下简称“新能融”）33%股权（以下简称“标的股权”）转让给重庆小康控股有限公司（以下简称“小康控股”），股权转让价格将不高于标的股权对应净资产值。2023年9月26日，赛力斯集团股份有限公司（以下简称“公司”）全资子公司东风小康汽车有限公司（以下简称“东风小康”）及其全资子公司重庆瑞驰汽车实业有限公司（以下简称“瑞驰电动”）与江西赣锋锂业集团股份有限公司（以下简称“赣锋锂业”）拟签订投资协议，赣锋锂业以现金人民币10亿元认购瑞驰电动新增注册资本1亿元。本次增资完成后，赣锋锂业持有瑞驰电动33.33%股权，公司持有瑞驰电动66.67%股权，瑞驰电动仍为公司控股子公司。2024年4月30日，公司发布发行股份购买资产预案，公司拟收购龙盛新能源100%股权。2024年7月4日，公司公告召开第五届董事会第十三次会议，审议通过了《关于购买资产的议案》。为进一步深化双方合作关系，助力公司把AITO问界打造为世界级新豪华汽车领先品牌，公司控股子公司赛力斯汽车有限公司（以下简称“赛力斯汽车”）拟使用自筹资金25亿元收购华为技术有限公司及其关联方（以下简称“华为”）持有的已注册或申请中的919项问界、AITO、AITO AUTO、AITO SELECT等系列文字和图形商标，以及44项汽车外观设计专利。2024年7月29日，赛力斯集团股份有限公司（以下简称“公司”）发布了《关于筹划对外投资的提示性公告》，公司拟与深圳引望智能技术有限公司（以下简称“引望”或“标的公司”）及其股东协商投资入股事宜，共同支持引望成为世界一流的汽车智能驾驶系统及部件产业领导者。2024年8月10日，赛力斯集团股份有限公司（以下简称“公司”）公告拟收购控股子公司赛力斯汽车有限公司（以下简称“赛力斯汽车”）少数股东重庆金新股权投资基金合伙企业（有限

合伙) (以下简称“金新基金”) 持有的赛力斯汽车 19.355% 股权 (以下简称“本次交易”), 交易金额约为 13.29 亿元。

综合来说, 赛力斯的业务领域很聚焦, 公司在 2020 年 4 月 21 日完成逆向混改后, 相当长时间内公司的资产整合力度不大, 主要是出售了美国工厂、剥离了金融业务、子公司引入外部投资人, 公司在 2024 年以来连续进行多次大额资产收购, 资产整合步伐明显加快, 这与公司在 2020 年到 2023 年聚焦内部资源与业务整合, 持续推进产品研发爬坡有关, 2024 年以来, 随着新能源汽车领域的竞争进入白热化, 且公司的内生发展能力得到验证、国有资本东风集团与其它资本方的磨合已经极为充分, 公司加快了扩张发展步伐。

3.5 逆向混改后的研发投入

研发是公司在激烈的竞争中生存与发展的基础, 根据公司年报数据, 2020 年公司的研发支出为 18.21 亿元, 其中, 资本化研发支出 11.01 亿元, 费用化研发支出 7.19 亿元, 公司研发人员数量为 1882 人。

2021 年公司的研发支出为 19.49 亿元, 其中, 资本化研发支出 14.56 亿元, 费用化研发支出 4.93 亿元, 公司研发人员数量为 3019 人。

2022 年公司的研发支出为 31.06 亿元, 其中, 资本化研发支出 26.09 亿元, 费用化研发支出 4.97 亿元, 公司研发人员数量为 4178 人。

2023 年公司的研发支出为 44.38 亿元, 其中, 资本化研发支出 38.18 亿元, 费用化研发支出 6.20 亿元, 公司研发人员数量为 4955 人。2023 年, 公司研发投入 44.38 亿元, 占营业收入 12.38%, 同比增长 42.90%。据中汽信科统计, 在 2023 年汽车发明专利公开量

榜单中，公司公开专利数量为 1,244 件，同比增长达到 407.76%，增速排名自主整车企业第一。

公司在完成逆向混改后，研发投入明显加大，公司的研发投入从 2020 年的 18.21 亿元增加到 2023 年的 44.38 亿元，研发人员数量从 2020 年的 1882 人增加到 2023 年的 4955 人，在 4 年内均实现了 100% 以上的累计增长。且公司在汽车电动化领域取得了一系列的技术成果，奠定了强大的市场竞争力，成为民营企业逆向混改，实现跨越式发展的典范，公司市值在 2024 年底突破 2000 亿元，正式迈入崭新的发展阶段。

综合以上论述，总结赛力斯的逆向混改及之后的资产整合过程发展时间脉络，汇总如下表所示：

表 1 赛力斯逆向混改及资产整合关键事件时间表

日期	事件简述
2018 年 11 月 16 日	公司与东风汽车集团签署了附生效条件的《发行股份购买资产协议》，东风小康 50% 股权的交易价格为 48.3 亿元，发行价格为 14.54 元/股。
2019 年 7 月 23 日	小康股份向证监会申请撤回该资产交易申请文件，计划对重组方案进行调整。
2019 年 9 月 11 日	小康股份前两大股东小康控股、渝安工业向东风汽车分别转让所持有的 6.10%、0.79% 股权，东风汽车集团股份以现金作为对价合计支付 7.8 亿元。
2019 年 10 月 29 日	公司董事会、公司监事会同意东风集团提名的公司董事、监事候选人各一人，小康股份距离正式成为逆向混改企业，只待证监会正式批复。
2020 年 4 月 2 日	证监会并购重组委员会批准，小康股份以发行价格 11.76 元/股购买价值 38.5 亿元的东风小康 50% 股权，并加以相关业绩承诺。

日期	事件简述
2020年4月21日	小康股份发布关于发行股份购买资产暨关联交易之发行结果暨股本变动的公告，东风汽车集团持股数量为327,380,952股，持股比例为25.83%，标志着公司逆向混改正式完成。
2021年3月25日	公司控股子公司SFMOTORS拟将位于美国印第安纳州的EVAP工厂（原AMG民用工厂）以1.45亿美元的价格出售给ELM。
2021年8月24日	重庆小康工业集团股份有限公司全资子公司潜金融资租赁有限公司注册资本为人民币100,000万元，公司拟将潜金注册资本减少至人民币20,000万元，再将公司持有的潜金100%的股权转让给重庆小康控股有限公司（以下简称“小康控股”），转让价格为人民币23,436.60万元。
2021年9月30日	根据重庆小康工业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“小康股份”）出具的与类金融业务相关承诺，拟将子公司重庆金康赛力斯汽车销售有限公司持有的参股公司重庆新能源汽车融资租赁有限公司（以下简称“新能融”）33%股权（以下简称“标的股权”）转让给重庆小康控股有限公司（以下简称“小康控股”），股权转让价格将不高于标的股权对应净资产值。
2023年9月26日	赛力斯集团股份有限公司（以下简称“公司”）全资子公司东风小康汽车有限公司（以下简称“东风小康”）及其全资子公司重庆瑞驰汽车实业有限公司（以下简称“瑞驰电动”）与江西赣锋锂业集团股份有限公司（以下简称“赣锋锂业”）拟签订投资协议，赣锋锂业以现金人民币10亿元认购瑞驰电动新增注册资本1亿元。本次增资完成后，赣锋锂业持有瑞驰电动33.33%股权，公司持有瑞驰电动66.67%股权，瑞驰电动仍为公司控股子公司。
2024年4月30日	公司发布发行股份购买资产预案，公司拟收购龙盛新能源100%股权。

日期	事件简述
2024年7月4日	公司公告召开第五届董事会第十三次会议，审议通过了《关于购买资产的议案》。为进一步深化双方合作关系，助力公司把AITO问界打造为世界级新豪华汽车领先品牌，公司控股子公司赛力斯汽车有限公司（以下简称“赛力斯汽车”）拟使用自筹资金25亿元收购华为技术有限公司及其关联方（以下简称“华为”）持有的已注册或申请中的919项问界、AITO、AITO AUTO、AITO SELECT等系列文字和图形商标，以及44项汽车外观设计专利。
2024年7月29日	赛力斯集团股份有限公司（以下简称“公司”）发布了《关于筹划对外投资的提示性公告》，公司拟与深圳引望智能技术有限公司（以下简称“引望”或“标的公司”）及其股东协商投资入股事宜，共同支持引望成为世界一流的汽车智能驾驶系统及部件产业领导者。
2024年8月10日	，赛力斯集团股份有限公司（以下简称“公司”）公告拟收购控股子公司赛力斯汽车有限公司（以下简称“赛力斯汽车”）少数股东重庆金新股权投资合伙企业(有限合伙)（以下简称“金新基金”）持有的赛力斯汽车19.355%股权（以下简称“本次交易”），交易金额约为13.29亿元。

注：根据上市公司公告整理

四、研究假设

本文将民营企业的逆向混合所有制改革分为：国有资本入股、国有资本参与企业资产整合这两个重大过程。通过实证分析逆向混合所有制改革及资产整合前后经营指标的变化与股价变化等，研究混合所有制改革给民营上市公司经营带来的影响，形成具备理论基础的民营企业进行混合所有制改革的有效方法，对后续的民营企业进行逆向混合所有制改革实操提供参考。

4.1 逆向混改的经济后果

受国内外经济环境、产业政策和市场制度体系等各种因素的影响，民营企业为顺应时代发展趋势而调整公司股权结构。相对于大中型国有资本实体，民营企业普遍面临融资难、融资贵、市场门槛高、技术和人才匮乏等约束，民营企业引进国有资本有助于解决经营上面临困局。首先，民营资本在扩张的过程中常常受限于自有资本短缺，渴望获得外部资本的支持。但我国目前的融资市场以银行间接融资为主，民营企业的信贷信用评估等级相对于类似国有企业低，导致民营企业获得银行信贷支持的难度更大，且贷款利率偏高，引入国有资本进行逆向混改后，提升了公司的信用等级，借助国有资本的信用背书，逆向混改企业更容易获得银行授信，有助于企业缓解信贷难、信贷贵问题。其次，国有资本入股民营企业体现国家产业发展战略布局，在高科技产业，如芯片等产业领域，民营企业具有较强的竞争力，国家对高科技等产业进行布局时，高科技民营企业引入国有资本有助于形成产业协同效应，更好实现国家产业战略。再次，民营企业引入国有资本股东后，以国有资本股东为纽带，构建政企沟通渠道，发展政府关系，弥补市场制度不完善背景下的民营企业利益保护机制。最后，全球产业格局不断变化，对我国产业布局提出挑战，在国家产业政策的

推动下，民营资本与国有资本通过产业融合实现产业布局优化。民营资本与国有资本在资源、市场地位及管理上优势互补，有利于混改企业实现效率最优化。

企业进行逆向混改产生一系列的后果，最终目标之一是提高企业的财务绩效，特别是归母净利润。按交易所上市公司管理制度规定，若上市公司连续三年净利润亏损则按上市规则强制要求退市，上市公司面临保持公司持续盈利的压力。

（1）负面效应

逆向混改往往并不能在短期内显著提升上市公司的归母净利润。

首先，民营企业引入国有资本进行逆向混合所有制改革增加雇员成本。曾庆生和陈信元（2006）在研究国有企业时发现国有企业的超额雇员现象显著。国有资本在某种程度上代表政府意志，中国的国有企业需要承担很多社会责任，经济利润并非其唯一追求。国有资本入股后，迫使企业承担更重的雇员责任，导致雇员支出增加，增加了企业的管理成本，同等条件下减少了企业的净利润。

其次，民营企业引入国有资本进行逆向混合所有制改革增加代理成本，降低经营效率。李寿喜（2007）研究发现国有产权企业的代理成本更高。国有股东与民营股东的利益诉求难以保持一致，由于国有资本的管理者为职业经理人，难以对国有股权的代理人进行有效的监督，且国有企业的激励强度普遍不足，国有资本入股民营公司进行混改后，容易滋生腐败，反而加剧了民营企业的代理成本，降低经营效率，导致企业的净利润下滑。

再次，民营企业引入国有资本进行逆向混合所有制改革增加政府资源错配。韩剑和郑秋玲（2014）研究指出政府干预导致地区资源错配。中国的经济模式是政府深度参与调节经济的社会主义市场经济体制，政府借助政府补助等方式实现资源的重新分配，但政府配

置资源的效率往往是低效的。国有资本投资作为执行政府意志的重要手段，国有资本入股后，公司相对更容易获得政府补助，削弱了企业进行市场化竞争的动力，加剧市场的逆向选择过程，在获取补助后，也容易产生管理层的道德风险。另外，国有资本参与民营企业混改时，由于国有资本缺乏相关的人才储备与管理经验，很多时候并未完全取得公司的控制权，难以倾斜最优质的资源，导致混改后的民营企业获得的资源不足，并没有真正意义上提升公司经营业绩，反而因为种种弊端导致企业的净利润下滑。

最后，民营企业引入国有资本进行逆向混合所有制改革助涨管理者惰性。白景坤（2008）研究指出国企改革中的体制惰性是市场机制不能发挥作用，影响企业经营效率的主要原因。国有企业在政府的干预下普遍存在过度投资的情况，国有资本入股民营企业进行混改后，迫使民营企业短期内大量投资新项目，挤压了公司的长期投资规划空间，且政府驱动的投资项目，其投资回报率往往较低，政府干预降低了管理层寻找长期高回报投资机会的积极性。

综合以上分析，借用之前学者对于国有资本弊端的研究结论，本文从国有资本入股民营企业实现逆向混改后，提高雇员成本、经营效率、政府资源错配程度以及管理者惰性角度进行对降低企业净利润的机制分析。以赛力斯为例，2020年4月21日，赛力斯的逆向混改正式完成，2020年04月28日，赛力斯正式发布2019年年度报告，公司2019年扣除非经常性损益后的归母净利润为-8.84亿元。在紧随其后的2020-2023年，公司的扣除非经常性损益后的归母净利润分别为：-23.08亿元、-27.93亿元、-42.96亿元、-48.17亿元，公司在完成逆向混改后的连续3个财务年度均大幅度亏损。从财务指标角度推断，逆

向混改很可能导致公司在未来三年以内的扣除非经常性损益后归母净利润降低，而不是提高。

（2）正面效应

逆向混改优化了企业股权结构、改善公司治理机制，为提升企业净利润奠定了基础。

资源整合角度看，国有企业拥有丰富的产业资源、政策支持、资金与融资优势以及强大的信用与品牌背书；民营企业则具备灵活的市场应变能力、创新活力和高效的决策机制。逆向混改促使双方资源深度融合，实现优势互补。国有资本注入民营企业后，企业得到更稳定的资金支持，缓解融资难题，降低财务成本，为业务拓展和技术研发提供坚实的资金保障，进而扩大生产规模，提升市场份额，带动销售收入增长，提升净利润。

优化治理机制角度看，逆向混改有助于将国有企业规范的治理模式引入民营企业。国有企业，特别是央企已经建立起成熟的现代公司治理制度，拥有完善的风险管理体系、内部控制制度，能帮助民营企业完善内部管理流程，减少经营风险。同时，国有资本参与民营企业决策，使企业决策更加科学、稳健，避免盲目投资和短视行为，提高了资产运营效率，提升企业净利润。

助力企业开拓市场角度看。国有企业在政府采购、大型项目合作等领域拥有独特优势，通过逆向混改，民营企业可以借助国有企业的渠道进入更广阔的市场，增加营业收入，提升净利润。

总之，逆向混改从资源整合、优化治理和助力市场拓展等多个维度为提升民营企业净利润创造有利条件。所以，逆向混改对公司净利润的影响关系非常复杂，还需要更多案例积淀才能总结与揭示出本质规律。但是，结合赛力斯案例体现出来的特点，赛力斯是民营

企业引入国有资本混改的最成功的经典案例，赛力斯在 2020-2023 年的涨幅分别为：51.86%、253.55%、-33.03%、91.30%，公司的股价表现并没有因为公司净利润巨幅亏损而萎靡，投资人对公司的发展前景抱有极为乐观的期待，公司是这段时间内 A 股市场中的明星公司。所以，本文同时验证以下研究假设：

H1a: 同等条件下，民营上市公司进行逆向混改显著增加其当年扣非归母净利润。

H1b: 同等条件下，民营上市公司进行逆向混改显著降低其当年扣非归母净利润。

4.2 企业特征因素与资产整合

根据《公司法》第四十条规定，持股比例在 10%以上的股东享有多项权利，可以对公司经营决策构成重大影响，国有股东在入股民营企业实现逆向混改后，奠定了按照国有资本意图整合民营企业资产的基础。国有资本角度，国有资本在深度介入改善公司治理结构，提升公司治理水平的同时，通过导入各项资源改善公司基本面，实现国有资产的保值增值。民营企业角度，民营企业推动进行逆向混改可以解决自身发展困境、与国有资本的产业资源实现资源互补，提升企业综合实力与运营效率、完善公司治理结构、顺应政策号召获取政府支持等。无论民营企业及国有资本源于何种动因推动逆向混改，混改后由具有优势资源禀赋的国有资本主导或者参与进行资产整合都是进一步实现逆向混改最终目标的重要手段，逆向混改的最终本质是国有资本与民营企业形成深度绑定的合作关系，借助民营上市公司平台实现资产整合，逆向混改完成只是国有资本获取相对话语权的第一步，是资产整合的序曲。从现实利益角度出发，当民营企业陷入经营困境时，借助逆向混改引入国有资本实现纾困，纾困过程中往往伴随着企业的资产整合，即置出或者出售低效资产而置入或者买入优质资产，从公司质量角度观察发现，进行逆向混改的民营企业往往面临着各种各

样的经营问题，迫使实控人释放部分公司控制权，如产业竞争环境的恶化、公司自身财务状况的恶化等，公司的资产质量往往不高或者有下滑趋势，国有资本入股实现逆向混改可以协助上市公司维持正常运营，确保就业稳定，承担了一定的社会责任。当民营企业与国有资本通过市场化方式合作，而非政府促成合作时，国有资本的产业资源或者其它资源往往与民营企业密切相关，方便形成产业链上的业务协同效应，借助逆向混改实现 $1+1>2$ 的效果，产业协同促进了双方的合作共赢，实现产业协同的过程即是民营企业与国有资本进行资产整合的过程。国有资本，特别是央企无论是在产业资源还是在金融资源上均更占优势，且具备市场化运作能力，国有资本推动企业资产整合，特别是收购国有股东的同类优质资产，在实现国有资产证券化的同时，进一步提高国有资本对上市民营公司的控制权，国有资本新增了资本运作平台，有利于国有资本借助资本市场快速做大做强相关产业。也可以在一定程度上释放民营企业被市场忽视的内在价值，实现国资与民营企业共同利益的最大化。国有资本，特别是央企入股民营企业进行逆向混改，入股并不是其最终目的，在初步取得对民营企业的控制权后，国有资本在上市平台内进行资产整合，提升上市公司的内在股权价值，协助央企完成产业布局，确保国家的产业安全，也同时实现国有资产保值增值才是其根本目标。央企参与逆向混改，在接续进行资产整合的过程中，能够带来诸多益处。逆向混改后进行资产整合的必然性来自于以下利益动机：

(1) 国有资本保值增值的考核要求。《中华人民共和国企业国有资产法》规定，履行出资人职责的机构对企业国有资产的保值增值情况进行监管，该法第五条明确规定，本法所称国家出资企业，是指国家出资的国有独资企业、国有独资公司，以及国有资本控股公司、国有资本参股公司。国企作为国家出资企业，有责任确保国有资产保值增值。《企业国

有资产监督管理暂行条例》明确规定，国有资产监督管理机构对所出资企业的企业负责人进行经营业绩考核，督促企业实现国有资产保值增值，防止国有资产流失。实现国有资本的保值增值是国有资本对内部投资决策人的基本考核要求，国有资本深度介入民营上市公司后，若上市公司的整体市场价值出现下降，将导致国有资本的投资损失，内部投资决策人的经营指标不达标，影响其内部晋升与福利待遇等个人切身利益，相关责任人有强烈的推动改善公司基本面的动力，而通过整合公司资产，提升公司经营效率进而推升公司市场价值是国有资本与民营企业共同的利益诉求。

（2）央企具备产业资源优势，实现资源互补（程新生，2004）。央企的产业资源更丰富，参与民营企业逆向混改的央企一般是产业对口的相关单位，相对于地方国企，随着近些年央企资产的不间断归并与整合，对口央企的产业资产规模庞大，且很多行业的央企的优质资产证券化率并不高，入股民营企业后，央企在相关产业内整合资源，上市民营企业与央企体系内的产业资产进行资源互补，并通过注入优质资产，可以实现央企对民营企业的进一步控制。分别从两方出发，央企在逆向混改初步获取公司控制权后，注入同业资源，可以实现资产证券化，民营上市公司获得优质资产则提升了业务规模与资产质量，促进央企与民营企业两方双赢。另外，注入同业资产扩充了资产规模，实现了规模经济，降低了单位成本、提高了技术开发能力和生产效率，促进企业的长期发展。再次，通过市场化手段接手民营企业的不盈利资产，借助央企的产业资源与管理经验，孵化与培育该资产的新生动力，盘活这部分资产，实现由劣质资产到优良资产的转变，并在时机合适时再次注入到上市公司，保护了中小投资者的利益。另外，央企协助上市公司开拓销售资源，优化其产业结构，寻求更优势的赛道，促进营业收入增速提升。以上种种合作既满足了外部小股东对于公司

短期盈利的要求，也满足了民营企业大股东与国有资本的产业孵化与公司长远发展要求，促进各利益方多赢。央企在产业资源上相对于地方国企更具优势，实现资源互补的空间更大，产业资产运作的空间也更大。

（3）央企的现代化管理优势，实现管理协同。央企定向输出管理经验，民营上市公司管理效率得到提升，业务协同效应提升央企资产整合动力。协同理论（synergetics）从管理协同的角度解释央企进行资产整合的动机，央企拥有高效率的管理队伍，其管理能力超过了一般民营上市公司对管理技能的要求，央企通过入股民营企业进行逆向混改，管理资源得以输出，实现管理协同。央企的治理结构更完善，企业的运营效率明显优于地方国企，央企参与民营上市公司逆向混改，更能促进企业营业收入及财务运行质量提升。在经历过残酷的汰弱留强的内部竞争后，目前仍在市场化运营的央企集团均是经过市场化运作考验的超大型集团公司，已经建立起完善的现代公司治理机制与职业经理人制度，央企的整体管理水平明显高于同类民营企业，央企入股民营企业，在初步掌握对企业的控制权后，对企业进行管理赋能，实现管理协同，促进企业管理能力提升，理顺企业管理，借助管理协同能力实现企业经营效率提升，增加企业价值，促进国有资本保值增值。地方国有企业也在国资委等政府部门的监督下初步建立了现代企业制度，但是，地方国资吸纳人才的能力有限，且地方国企承担的地方经济发展政策包袱更重，制约了其构建起市场化企业管理机制的能力，央企的行政级别更高，受当地政府的管辖与干预更少，可以更有效发挥市场化资源配置能力，企业的管理能力更强。

（4）央企的信用、融资与商业优势。民营上市公司由于面临融资约束，难以获得实惠的贷款，但又迫于资金紧张压力，需借助高成本短期借款以缓解资金紧张状况。央企的企

业属性为国有，在商业业务与资金融通上具有明显的信用优势，央企通过逆向混改入股民营企业后，为民营企业提供信用背书，增强了外部对企业的信心，企业的信用等级得到提升，降低了公司的融资成本。同时，银行对公司的授信额度加大，缓解了民营企业普遍面临的融资约束难题，获得更多贷款及融资。民营上市公司通过逆向混改获得融资便利后合理运用融资，提升公司发展速度及财务运营质量。另外，央企入股民营企业实现逆向混改后，增强了公司的商业信用，公司在产业链内的地位得到提升，在与产业链上下游合作时，合作商更注重与公司建立长期合作关系，公司面临的外部商业环境得到改善。债务成本上，由于信用背书，公司的信用评级上升，融资成本下降，企业的融资压力得以舒缓。债务期限上，获得更多优质的长期借贷，缓解其经营资金压力，长期借贷占比上升，替换掉短期高成本债务，融资成本进一步下降。融资成本的降低与债务结构的优化提升企业资产腾挪的空间，逆向混改成功的企业进行资产整合的概率进一步变高。

还是以赛力斯为例，央企东风集团参与赛力斯逆向混改，逆向混改完成后不足 1 年，公司马上启动资产整合。赛力斯 2020-2023 年的资产负债率分别为 78.61%、75.86%、79.16%、85.95%，公司的资产负债率明显高于同行业其它公司的平均水平，公司急需借助资产整合引入外部资源或者整合内部资产以实现降低债压力的目标。另外，公司 2020~2023 年前十大股东持股比例分别为：81.86%、73.27%、62.68%、59.47%，前 10 大股东的持股集中度较高，面临着明显的大股东独大公司治理结构缺陷，需要东风集团平衡各方利益，提升公司治理水平。为此，验证以下假设：

H2: 央企参与的逆向混改，混改完成后接续进行资产整合的概率更高。

4.3 逆向混改后资产整合的经济后果

民营企业在国有资本入股进行逆向混改后，提高了雇员成本、政府资源错配以及管理者惰性，降低了经营效率。引入国有资本非但未能有效促进民营企业净利润提升，反而降低了民营企业的扣非归母净利润，且这个过程一直延续到混改完成后的资产整合阶段，国有资本入股改善民营企业的基本面是一项长期而系统的复杂工程，需要持续不断推动资本运作与资产整合才能实现最终目标。

(1) 负面效应

首先，扭亏等经营业绩压力迫使公司进行资本运作，但盈利能力短期内难以提升。企业的净利润持续下滑给参与逆向混改的国有资本带来巨大的业绩压力，国有资本具有强烈的动力继续推动公司进行资产整合，以扭转公司经营的不利局面。在表象上看到逆向混改的公司进行资产整合后，以 **Roa** 为代表的企业财务数据依然显著变差。

其次，进行资产整合的逆向混改公司的股价存在超越市场指数收益率的超额收益，助推公司进行资产整合以迎合市场偏好，以维持股价高估的状态，但短期难以对公司盈利能力做出实质性改善。股价变化代表投资者对上市公司发展前景的认可程度，虽然该指标不属于上市公司的经营指标，但是股价变化往往影响上市公司的经营决策，对公司的发展战略产生深远影响。实力雄厚的国有资本通过逆向混改入股民营上市公司会对其赋能，给市场带来积极信号，给投资者信心。同时，因逆向混改带来外部资源，提升资产注入预期，市场赋予民营上市公司更高的价值，推动各方持续进行资产整合以维持公司市场价值。

再次以赛力斯为例，完成混改后，在 2021 年 3 月 25 日，公司公告将控股子公司 **SFMOTORS** 拟将位于美国印第安纳州的 **EVAP** 工厂（原 **AMG** 民用工厂）以 1.45 亿美元

的价格出售给 ELM，公司首次启动资产整合，根据公司 2022 年年报，SFMOTORS 已于美国当地时间 2022 年 11 月 30 日收到本次出售 EVAP 工厂的全部交易款项，本次交易完成交割。在 2022 年，公司虽然正式完成 2021 年签订的资产出售计划，但是赛力斯 2022 年的 Roa 为-13.2%，相对于 2021 年的-9.03%出现了一定程度的下滑。

(2) 正面效应

企业资产整合通过优化资源配置、降低成本、拓展市场和实现协同效应等多方面有力地促进提升 Roa。

资产整合优化资源配置，使企业资产得到更高效利用。企业将分散在不同部门、效率低下的生产设备集中整合，重新规划生产布局，实现规模化生产，降低了单位生产成本，增加产品利润空间，提升 Roa。

资产整合直接降低成本，提升 Roa。通过整合采购资源，企业能够增强议价能力，降低原材料和零部件的采购成本。同时，精简重复的业务流程和组织架构，减少人员冗余和管理费用，提升 Roa。

资产整合协助拓展市场。企业借助资产整合实现优势互补，拓展产品线和市场份额。拥有强大技术研发能力的企业与具备广泛销售渠道的企业进行资产整合，研发企业能够借助销售企业的渠道将新产品快速推向市场，扩大市场覆盖范围，提升 Roa。

资产整合实现协同效应，提升企业 Roa。企业内部各业务单元之间通过整合后，实现信息共享、技术交流和资源协同，提高创新能力和运营效率，提升 Roa。

为此，本文同时验证以下研究假设：

H3a: 同等条件下，逆向混改企业进行资产整合后，显著降低其当年 Roa。

H3b: 同等条件下，逆向混改企业进行资产整合后，显著提升其当年 **Roa**。

(1) 逆向混改企业进行资产整合对研发强度的负面影响效应

首先，资产整合是企业外生发展的重要渠道，而企业加强研发则是内生增长的方式，企业的资源有限，逆向混改企业在推进企业向更好阶段发展的过程中，很难同时兼顾这两条路，外生发展与内生增长同时做得好的企业屈指可数，两者体现出相互替代性。逆向混改后，企业进行资产整合在大多数情况下表现为资产并购，企业选择外延扩张发展之路时，往往会忽视内生增长，研发投入比例相应降低。

其次，企业完成逆向混改后，企业的治理结构面临调整与优化，各方股东的利益诉求存在不一致的地方，需要长期博弈以达到利益平衡，在此发展阶段中，公司的经营往往处于相对无序状态，难以制定统一的长期发展规划，企业往往更关注于短期业绩，而忽视对长期发展动力的培育，企业的研发投入在短期难以在财务上看到效果，因而，在企业进行资产整合后，企业的业务发展与公司治理依然处于磨合期，企业有意识的降低其研发强度。

最后，国有企业的代理成本和管理者惰性都大于民营企业，国有企业的职业经理人具有更注重自身利益而忽视公司利益的动机，当国有企业入股民营企业后，民营企业的研发方向受到外部代理人的干预，代理人有动力调整研发方向，使之更符合自身利益，而企业研发方向调整的过程中，企业研发投入的持续性变低，体现为研发强度的阶段性降低。而在管理者惰性的驱使下，管理层不愿意承担研发失败带来的惩罚性后果，因而在企业的研发投入上采取更为保守的做法，企业的研发强度进一步降低。

依然以赛力斯为例，赛力斯 2021 年的研发支出/营业收入比例为 11.66%，2022 年的研发支出/营业收入比例为 9.11%，资产整合后，公司的研发强度确实出现了下滑。

(2) 逆向混改企业进行资产整合对研发强度的正面影响效应

资产整合从资源优化配置、提升研发能力以及创新激励等方面改善企业研发效率，促进企业增加研发投入。

资产整合深度优化企业的研发资源。企业的研发资源通常分散于各个部门，资产整合可以把分散的研发资金、设备、人力等资源汇聚起来，实现集中调配与高效运用。各子公司在研发环节存在部分重复投入的情况。通过资产整合，集团统一规划研发预算，将资金重点投向具有核心竞争力的研发项目；对闲置或利用率低的研发设备进行重新调配，避免重复购置；同时，根据不同研发人员的专业特长，组建跨部门研发团队，充分发挥人才优势，大幅提高研发资源利用效率，增强扩大研发投入强度的信心。

提升研发能力。一方面，企业借助整合引入外部优质研发资产。比如，通过并购拥有先进技术和研发团队的企业，快速获取关键技术和创新理念，缩短研发周期，推出更具竞争力的产品。另一方面，资产整合能够促进企业内部各业务单元之间的协同研发。不同业务板块在研发过程中相互交流、共享知识，产生协同效应，增强整体研发能力，助力企业加大研发投入。

资产整合营造良好的创新激励环境。当企业进行资产整合时，对组织架构和业务流程进行优化，建立更合理的激励机制。在新的机制下，研发人员的成果与个人利益紧密挂钩，激发创新积极性。而且，整合后的企业往往会营造出更具包容性和创新性的企业文化，鼓励员工大胆尝试新想法、新方法，为研发创新提供了肥沃的土壤。

综合以上论述，本文验证以下研究假设：

H4a: 同等条件下，逆向混改的企业进行资产整合后，其研发强度显著变低。

H4b: 同等条件下，逆向混改的企业进行资产整合后，其研发强度显著增加。

五、研究设计

本章介绍本文的研究变量、研究思路和研究模型，为实证检验研究假设提供基础，研究思路中，重点介绍研究样本筛选逻辑，研究模型部分则重点介绍验证研究假设所使用的数学模型。

5.1 研究对象

截至 2024 年 3 月 17 日，A 股上市公司共有 5355 家，其中，国有控股上市公司共 1410 家。在国有控股公司中，央企控股公司共 459 家，占比 32.55%，非央企的地方国有控股公司共 951 家，占比 67.45%。这些地方国企的总市值为 169882.70 亿，平均市值 178.64 亿。而民营企业共 3408 家，总市值 294218.68 亿，平均市值 86.36 亿。

本次研究的对象为 A 股中所有进行逆向混合所有制改革的民营公司。以年度报告数据统计国有股东合计持股比例大于等于 10% 作为民营企业逆向混改成功的标志，从逆向混改的时间分布看，民营企业逆向混改主要发生在 2018 年年报披露之后，每年至少有 20 起以上民营企业逆向混改案例。

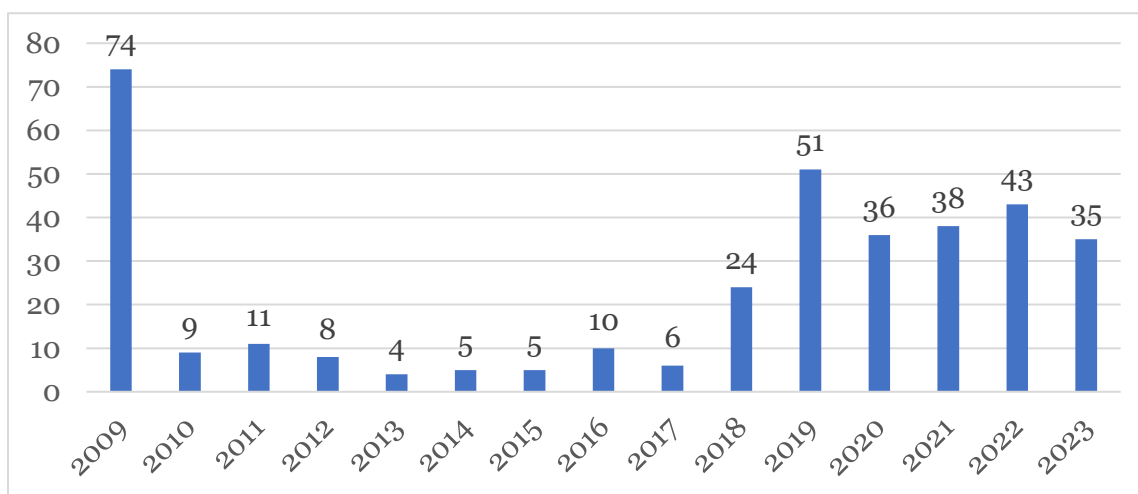


图 1 逆向混改公司年度分布

采用申万宏源（2021）一级行业分类标准对逆向混改企业进行行业分布统计，机械设备、医药生物、基础化工、电力设备、电子、建筑装饰这六个行业的逆向混改公司样本均大于或等于 20 家。钢铁、石油石化、轻工制造、通信、煤炭行业的逆向混改企业数量最少。

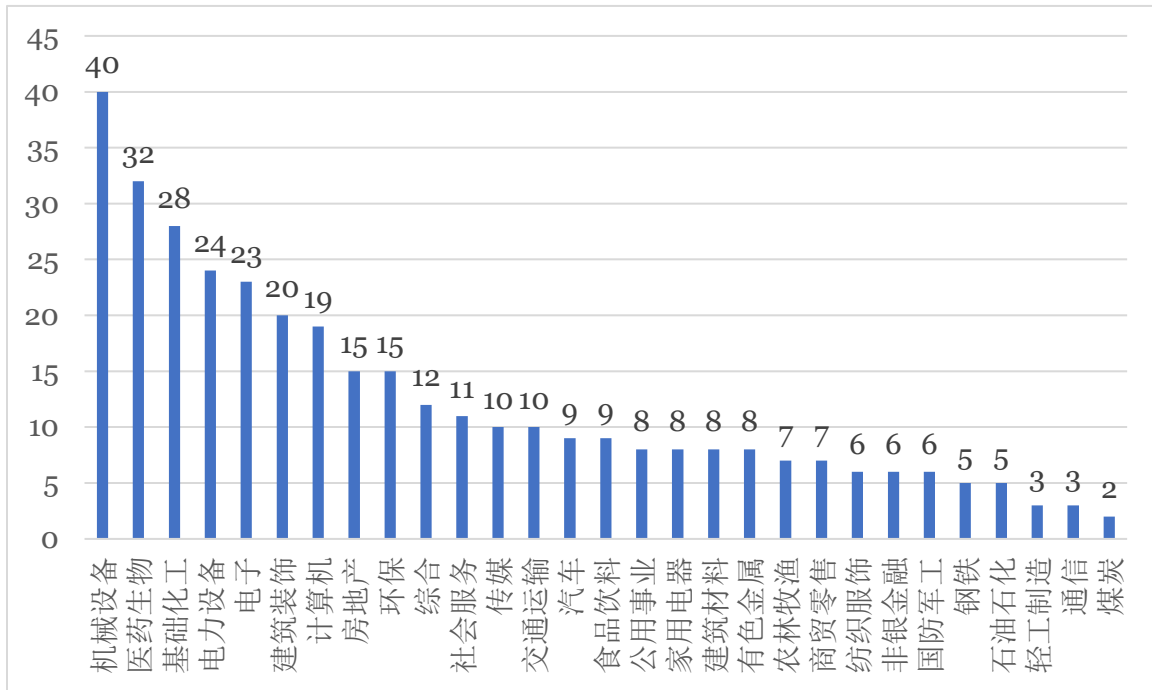


图 2 逆向混改企业行业分布

对 359 家逆向混改民营企业年报发布确认逆向混改完成当天的市值进行统计，市值规模集中在 10 亿到 300 亿元之间，其中，10 亿~50 亿市值的公司分布最为密集，这些公司均是一些中小盘公司，中小市值规模的民营企业进行逆向混改占据大多数情况。

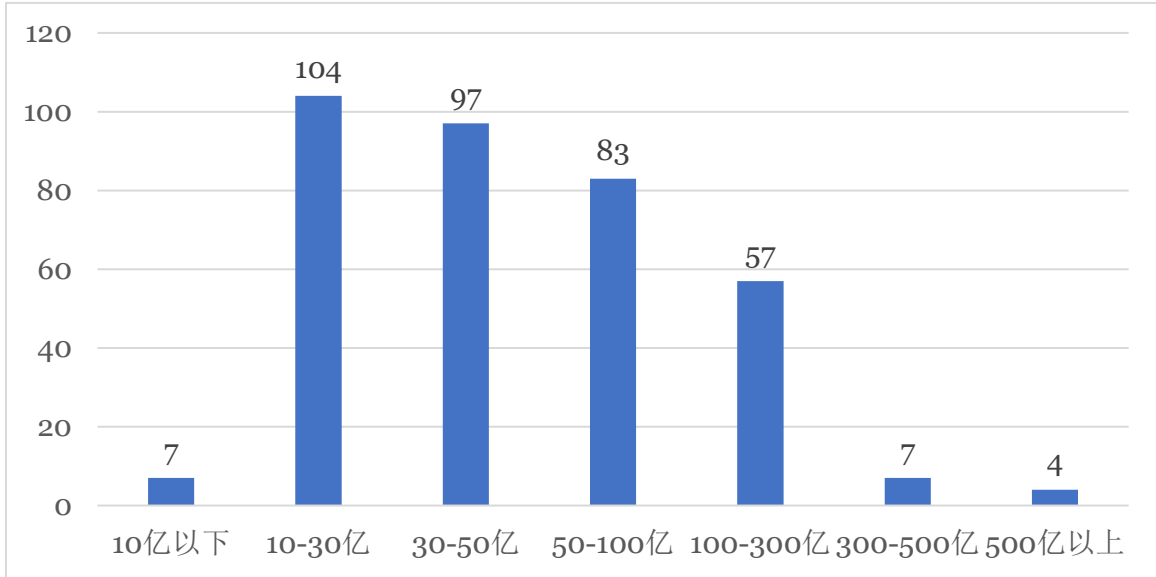


图 3 逆向混改企业市值分布

本次研究中，确定研究对象及分析过程分为几步。首先，了解逆向混合所有制改革的背景，进行变量搜集，试图分析各民营上市公司逆向混合所有制改革中的典型特征及要素，为后续与经营指标一同进行建模分析打下基础。其次，基于公开渠道搜集相关数据，并验证数据的可靠性，数据指标从上市公司披露的年报以及 Wind 等第三方服务商整理的上市公司信息中获得。财务变量的选择原则是在进行逆向混改前后，除了逆向混改因素外，其他可能对民营上市公司的经营产生重大影响的因素。

样本确定步骤为：（1）找到所有 A 股上市公司的年度报告前 10 大股东；（2）计算前 10 大股东中，不同类型股东的持股占比；（3）计算国有股东的持股比例，若截止 2023 年底国有股东持股比例 $\geq 10\%$ ，且企业曾经或者现在仍然是民营企业；（4）确定企业 2023 年底时国有股东持股比例在 10% 及以上后，具体从哪一个财务年度开始，国有股东持股比例在 10% 及以上；（5）找到上述样本内所有公告发生过资产整合事件的上市公司，找到资产整合事件的公告日、完成日，分别以公告日、完成日为标准，筛选所有的资产整合事件，

并提取相应特征数据，即要求民营企业在进行逆向混改后，国有股东持股比例在 10%及以上后，分析再次接续进行的资产整合事件。

5.2 变量定义

1. 扣除非经常性损益后的归母净利润（Netprofitex）

参考肖正等（2022）的研究，扣非归母净利润反映公司每年的经营状况，是公司所有者与投资者对公司进行价值评估时极为关注的财务指标，本文进行营业收入调整，以实现不同公司可比，计算公式为：扣除非经常性损益后的归母净利润 / 营业收入，本文将其作为关键因变量。

2. 销售收入（OR）

肖正等（2022）、郝阳和龚六堂（2017）在进行逆向混改的影响后果研究时加入公司规模变量，本文中，以销售收入反映逆向混改的规模因素影响。销售收入反映民营企业的销售能力，从此指标的对比分析中可以验证国有资本加入是否促进民营企业销售额提升。对销售收入进行对数化处理，即销售收入= $\ln(1+\text{营业收入})$ 。

3. 盈利能力（Roa）

参考郝阳和龚六堂（2017）的研究，民营上市公司的 Roa 指标代表其资产盈利能力。Roa 的计算方式为：净利润*2 / (期初总资产+期末总资产)。

4. 营运资本周转率（Captialturn）

营运资本周转率反映公司的营运能力。

5. 收益质量（OI2edt）

计算公式为：经营活动净收益/利润总额。

6. 现金流量 (Ocf2or)

计算公式为：经营活动产生的现金流量净额/营业收入。

7. 偿债能力 (Ocf2interest)

取现金流量利息保障倍数作为偿债能力的代表。

8. 资产负债率 (Debt2a)

参考肖正等 (2022)、郝阳和龚六堂 (2017) 的研究，资产负债率反映资本结构，资产负债率是衡量民营上市公司偿还债务能力的重要因素，此指标可以联合其他指标一同研判民营上市公司逆向混改获得融资便利后是否进行合理的融资、融资是否合理运用，从而提升公司发展速度。

9. 银行贷款占比(Debt1)

参考李淑娟和张靖翌 (2023) 的研究，银行贷款是上市公司非常重要的融资渠道，相对于资本市场直接融资，银行贷款是债务融资，需要还本付息，银行贷款的审批速度快，融资成本相对于股权融资更低。银行贷款占总资产之比越高，公司的债务负担越重。除银行贷款以外，上市公司还可以通过发行公司债等其它渠道融资，银行贷款占比指标既可以作为负债率指标，也可以部分反映公司的债务结构。

10. 长期借款占比(Debt2)

参考李淑娟和张靖翌 (2023) 的研究，研究短期债务与长期债务相对占比是研究民营上市公司的债务组成情况。未经历逆向混改前，民营上市公司由于融资约束难以获得实惠的贷款，但又迫于资金压力，需要短期借款以缓解资金紧张状况，国资逆向混改后，其

融资压力得以舒缓，获得更多优质长期借贷，债务结构发生改变。Debt2a 的计算公式为：期末负债总额 / 资产总额。

11. 债务成本率(Interest)

参考李淑娟和张靖翌（2023）的研究，债务成本率是公司财务费用率的另一种体现，公司的债务融资成本越高，公司的财务费用率越高，同等条件下，公司的盈利能力越差。

12. 前十大股东持股比例（Holder）

参考肖正等（2022）的研究，前十大股东持股比例反映公司的股权分布状况。

13. 是否央企（Csoe）

参考李文贵等（2017）的研究，判断参与逆向混改的国有资本是否是央企，若是央企，则 Csoe=1，若是地方国有资本，则 Csoe=0。

14. 成长能力（Yoyor）

参考董艳和刘佩忠（2021）的研究，用营业收入同比增长率指标反映成长能力。

15. 人均创收（Orpp）

参考肖正等（2022）的研究，人均创收反映公司的劳动密集程度，需进行对数化处理，Orpp的计算公式为： $\ln(1+\text{营业收入}/\text{员工数量})$ 。

16. 市净率（M2B）

计算公式为：公司市值/公司净资产。

17. 是否是高新技术企业（Gxjs）

企业是否获得高新技术企业认证，若获得了该认证，则变量值等于1，否则为0。

18. 上市年龄（Listage）

参考董艳和刘佩忠（2021）的研究，上市年龄表示公司自上市日到2024年底的持续时间，取2024-上市年份的计算数值。

19. 经营效率（Cost）

参考肖正等（2022）的研究，成本角度出发的经营效率计算公式为：（销售费用+管理费用）/主营业务收入。

20. 政府补助（Subsidy）

参考肖正等（2022）的研究，变量定义为政府补助金额的对数值。

21. 新增投资（Invest）

参考步丹璐和文彩虹(2013)的研究，新增投资为：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额的自然对数。

22. 研发强度（Stren）

参考肖正等（2022）的研究，研发强度定义为：研发投入/营业收入。

23. 公司雇员（Emp）

参考肖正等（2022）的研究，变量取值为年报中披露的公司员工数量。

24. 资产密集度（PPE）

参考刘慧龙等（2010）的研究，资产密集度以年末固定资产/资产总额指标反映。

25. 劳动密集程度（Labor）

参考肖正等（2022）的研究，使用员工人数/营业总收入反映劳动密集程度。

26. 地域制度环境（Region）

参考肖正等（2022）的研究，根据樊纲指数的中位数，超过中位数的地区取值为1，否则取值为0。

27. 行业垄断程度（HHI）

参考肖正等（2022）的研究，行业内企业营业收入的HHI指数（Herfindahl-Hirschman Index）取中位数，超过中位数的行业取值为1，否则取值为0。

28. 资产整合特征

由于样本数量很少，国内尚没有研究文献研究这个问题，资产整合特征为根据数据可得性提取的变量，数据披露完整，能反映资产整合差异的变量做到可取尽取。资产整合特征是民营企业完成逆向混改后，接续进行资产整合过程中，伴随资产整合过程的一系列特征。这些特征变量在第八章的8.2节进一步研究中使用，并不是本文的研究重点。其中，若资产整合发生在公司本身及公司控股或者参股的公司，定义整合关系变量Relation=1，若资产整合发生在公司股东或者其他关联方层面，则Relation=0；如果公司是买方，则Prole =1，其他条件下，Prole =0；如果资产整合是股权交易，则Utype =1，若资产整合是资产交易，则Utype =0；若资产整合是利益相关方关联交易，则Reptran =1，否则Reptran =0；若被整合资产的控制权发生变更，则Contchg =1，否则Contchg =0；若资产整合体现为资产购买，则Restruct =1，若是资产出售或者其他，则Restruct=0；Tradeva表示并购资产的价值，对资产价值的评估值取对数；若资产整合的交易币种是人民币，则Crecncy=1，其他情况下Crecncy=0；Cash表示支付的现金数量，同样是对现金金额取对数；如果资产整合的目的是行业整合，则Meraim =1，若资本整合是其他目的，如资本运作、获取资质等，则Meraim =0；如果资产整合是在境内进行，则Location =1，若是境外并购或者出境并购，则Location

=0；如果公司在逆向混改完成后三年内进行非公开发行募集资金，则Offering =1，否则Offering=0。如果收购方式是协议收购，则Mergway=1，其他情况下，Mergway=0。协议收购是收购者在证券交易所之外以协商的方式与被收购公司的股东签订收购其股份的协议，从而达到控制该上市公司的目的。要约收购(即狭义的上市公司收购)，是指通过证券交易所的买卖交易使收购者持有目标公司股份达到法定比例（《证券法》规定该比例为30%），若继续增持股份，必须依法向目标公司所有股东发出全面收购要约。与协议收购相比，要约收购要经过较多的环节，操作程序比较繁杂，收购方的收购成本较高。而且一般情况下要约收购都是实质性资产重组，非市场化因素的影响小，有利于改善资产重组的整体质量，促进重组行为的规范化和市场化运作。而吸收合并是指在两个或两个以上的公司合并中，其中一个公司因吸收了其他公司而成为存续公司的合并形式。

表 2 变量定义明细表

指标名	中文名称	计算公式	单位
Netprofitex	扣除非经常性损益后的 归母净利润	取自公司年度利润表，扣除非经常性 损益后的归母净利润 / 营业收入	1
Yoyor	成长能力或者营业收入 同比增长率	当年营业收入/去年营业收入-1	1
OR	营业收入	$\ln(1 + \text{营业收入})$	元
OI2edt	收益质量	经营活动净收益/利润总额	1
Holder	前十大股东持股比例	前十大股东持股比例合计	%
Listage	上市年龄	2024-上市年份	1
Gxjs	是否是高新技术企业	是，1；否，0	1
Roa	盈利能力	息税前利润*2 / (期初总资产+期末总 资产)*100%	1

指标名	中文名称	计算公式	单位
Ocf2or	现金流量	经营活动产生的现金流量净额/营业总收入	1
Debt2a	资本结构	资产负债率	1
Cost	经营效率	(销售费用+管理费用)/主营业务收入	1
Subsidy	政府补助	ln(政府补助)	元
Invest	新增投资	ln(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额)	亿元
Stren	研发强度	研发投入/营业收入	1
Orpp	人均创收	ln(1+营业收入/员工总数)	元/人
Emp	公司雇员	年报中披露的公司员工数量	人
PPE	资产密集度	年末固定资产/资产总额	1
Labor	劳动密集程度	员工人数/营业总收入	人/元
Region	地域制度环境	根据樊纲指数的中位数, 超过中位数的地区取值为1, 否则取值为0	1
HHI	行业垄断程度	行业内企业营业收入的HHI指数取中位数, 超过中位数的行业取值为1, 否则取值为0	1
Debt1	银行贷款占比	(短期借款+长期借款)/总资产	1
Debt2	长期借款占比	长期借款/(短期借款+长期借款)	1
Interest	债务成本率	财务费用/(短期借款+长期借款)	1
Cash	现金交易额	ln(现金交易额)	元

指标名	中文名称	计算公式	单位
Relation	整合关系	若资产整合发生在公司本身及公司控股或者参股的公司，定义整合关系变量 Relation=1 ，若资产整合发生在公司股东或者其他关联方层面，则 Relation=0	1
Prole	整合方向	如果公司是买方，则 Prole =1 ，其他条件下， Prole =0	1
Utype	整合类型	如果资产整合是股权交易，则为 Utype =1 ，若资产整合是资产交易，则 Utype =0	1
Reptran	关联交易	若资产整合是利益相关方关联交易，则 Reptran =1 ，否则 Reptran =0	1
Contchg	整合资产控制权	若被整合资产的控制权发生变更，则 Contchg =1 ，否则 Contchg =0	1
Restruct	资产属性	若资产整合体现为资产购买，则 Restruct =1 ，若是资产出售或者其他，则 Restruct=0	1
Tradeva	整合资产价值	ln（资产价值的评估值）	元
Crency	交易币种	若资产整合的交易币种是人民币，则 Crency=1 ，其他情况为 Crency=0	1
Meraim	资产整合目的	如果资产整合的目的是行业整合，则 Meraim =1 ，若资本整合是其他目的，如资本运作、获取资质等，则 Meraim =0	1

指标名	中文名称	计算公式	单位
Location	整合资产地域	如果资产整合是在境内，则 Location =1，若是境外并购或者出境并购，则 Location =0	1
Mergway	整合方式	如果收购方式是协议收购，则 Mergway=1，其他情况下，Mergway=0	1
Offering	非公开发行募资	如果公司在逆向混改完成后三年内进行非公开发行募集资金，则 Offering =1，否则 Offering=0	1

5.3 相关性分析

逆向混改经济后果主要变量相关系数表结果显示，变量之间的相关系数不高。变量之间的相关系数绝对值均小于0.4。

表 3 逆向混改经济后果主要变量相关系数表

	Netprofitex	OR	OI2edt	Debt2a	Csoe	Holder
Netprofitex	1.000					
OR	0.083***	1.000				
OI2edt	0.054***	0.045**	1.000			
Debt2a	-0.017	-0.157***	-0.013	1.000		
Csoe	0.013	-0.046**	0.001	-0.010	1.000	
Holder	0.057***	0.049***	0.050***	0.021	-0.054***	1.000
Listage	-0.035*	-0.069***	-0.059***	0.102***	0.186***	-0.308***
Gxjs	0.014	-0.033*	0.032*	-0.032*	-0.114***	0.050***
Ocf2or	0.001	0.122***	0.000	-0.038**	0.006	0.021

	Netprofitex	OR	OI2edt	Debt2a	Csoe	Holder
Yoyor	0.005	-0.021	-0.123***	-0.004	0.024	-0.020
	Listage	Gxjs	Ocf2or	Yoyor		
Listage	1.000					
Gxjs	-0.250***	1.000				
Ocf2or	-0.022	0.007	1.000			
Yoyor	0.042**	-0.016	0.004	1.000		

注：*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

同理，在企业特征与资产整合的研究中，变量的相关系数绝对值都低于0.3，变量相关性对回归结果的影响很小。

表 4 企业特征与资产整合研究主要变量相关系数表

	Treat	Roa	Debt2a	Yoyor	Orpp
Treat	1.000				
Roa	0.020	1.000			
Debt2a	0.124**	0.045	1.000		
Yoyor	0.042	-0.026	0.054	1.000	
Orpp	-0.079	-0.162***	0.000	0.111**	1.000
OR	0.072	-0.122**	0.077	-0.038	0.230***
Gxjs	0.003	-0.018	-0.095*	-0.027	0.045
Holder	0.162***	-0.046	0.079	0.131**	-0.132**
Csoe	0.157***	-0.008	0.027	-0.018	0.013
	OR	Gxjs	Holder	Csoe	
OR	1.000				

	Treat	Roa	Debt2a	Yoyor	Orpp
Gxjs	0.061	1.000			
Holder	-0.087*	-0.051	1.000		
Csoe	0.061	-0.131**	0.142***	1.000	

注：*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

同理，逆向混改后资产整合的经济后果分析中，主要变量的相关系数的绝对值均小于 0.3，变量相关性对回归结果的影响也很小。

表 5 逆向混改后资产整合的经济后果分析主要变量相关系数表

	Roa	Leadroa	Stren	Orpp	OR	Debt2a	Holder
Roa	1.000						
Leadroa	-0.033*	1.000					
Stren	-0.225***	-0.054***	1.000				
Orpp	0.021	0.020	-0.041**	1.000			
OR	0.017	0.005	-0.037**	0.171***	1.000		
Debt2a	-0.073***	-0.243***	-0.017	-0.011	-0.006	1.000	
Holder	0.008	-0.047***	-0.105***	0.010	0.066***	0.183***	1.000
Csoe	0.005	0.007	-0.011	-0.008	-0.018	-0.003	0.076***

注：*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

5.4 计量模型

5.4.1 逆向混改的经济后果

5.4.1.1 基准模型

董艳和刘佩忠(2021)在研究中加入的变量为：成长能力(Yoyor)、上市年龄(Listage)等，肖正等(2022)在进行类似问题研究时还用了变量：前十大股东持股比例(Holder)，

本文在之前研究的基础上，增加销售收入（OR）、收益质量（OI2edt）、是否央企（Csoe）、是否是高新技术企业（Gxjs）、资产负债率（Debt2a）、现金流量（Ocf2or）合计6个变量。其中，是否央企（Csoe）、是否是高新技术企业（Gxjs）、上市年龄（Listage）为特征变量，其余增加的变量均为财务指标变量。

构建模型时，使用的数据时间区段为逆向混改完成年份的前后三年，本文以年报披露的国有股东持股比例确认企业是否完成逆向混改，确认完成逆向混改的那一年，Post变量取值为1。截至2023年财报期，合计有359家公司完成了逆向混改，以完成混改当年对应的申万宏源（2021）二级行业分类内的所有公司中，总资产与逆向混改企业最接近，且当年没有进行逆向混改的那个公司为对照公司。部分公司进行逆向混改的时间距离2023年财报期远远超过10年，剔除2009年之前完成逆向混改的公司样本，剩余可用于分析的逆向混改公司样本数量为301家，连同匹配到的对照组公司，共计公司数量为602家，理论观察点数量为3612个。部分公司在最近三年推动逆向混改，尚没有2023年年报期之后的数据，部分公司在部分年份的指标披露不全，剔除这部分样本后，剩余有效样本2855个。构建如下模型：

$$\begin{aligned} \text{Netprofitex}_{i,x} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{Post} + \beta_2 \text{Treat} + \beta_3 \text{Post} * \text{Treat} + \beta_4 \text{OR}_{i,t} + \beta_5 \text{OI2edt}_{i,t} + \\ & \beta_6 \text{Debt2a}_{i,t} + \beta_7 \text{Csoe}_{i,t} + \beta_8 \text{Holder}_{i,t} + \beta_9 \text{Listage}_{i,t} + \beta_{10} \text{Gxjs}_{i,t} + \beta_{11} \text{Ocf2or}_{i,t} + \\ & \beta_{12} \text{Yoyor}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

其中，Netprofitex_{i,x}表示企业的扣除非经常性损益后的归母净利润，Netprofitex_{i,x}分别取四个不同的时间值，分别对应模型1取当年（T年）、模型2取次年（T+1年）、模型3取后年（T+2年）、模型4取以上三年（T~T+2年）扣非归母净利润的平均值。

模型 1 为基准模型，模型 2~模型 4 用于进行因变量层面的稳健性检验，以进一步支撑论证逆向混改对公司扣非归母净利润的影响。由于需要使用 T+2 年的数据，所以 T 最多取值到 2021 年。

5.4.1.2 稳健性检验

稳健性检验中，回归的自变量不变，但是调整因变量取值方法。模型 1 为历史纵向模型，基于个股历史净利润趋势估算 T+1 年预期净利润，并与 T+1 年实际扣非归母净利润相减，得到 T+1 年预期净利润的差。具体而言，因变量为 T+1 年公司扣非归母净利润与 T-2 年到 T 年合计三年的扣非归母净利润 (Net Profit) 均值的差值，即： $Delta_NP_{i,T+1} = NP_{i,T+1} - (NP_{i,T-2} + NP_{i,T-1} + NP_{i,T})/3$

模型 2 为 T+1 年的横向估算模型，基于 T+1 年个股所处申万宏源二级行业（2021 年分类标准）内其它公司的年末总市值、年末总市值/净资产、营业收入同比变化率、资产负债率进行排序，并计算每个公司在以上四个指标上的等权重加权排序序号，以序号小于并最接近该公司的公司在 T+1 年的扣非归母净利润作为目标公司 T+1 年扣非归母净利润的估算值。

模型 3 为面板估算模型，筛选数据点完整的公司年份观察样本，以公司的扣非归母净利润为因变量，以公司的年末总市值、年末总市值/净资产、营业收入同比变化率、资产负债率为四个自变量，构建面板模型估算目标公司 T+1 年的扣非归母净利润。即构建如下模型：

$$Netprofitex_{i,T+1} = \alpha_0 + \beta_1 \text{总市值}_{i,T} + \beta_2 \text{总市值/净资产}_{i,T} + \beta_3 \text{营业收入同比变化率}_{i,T} + \beta_4 \text{资产负债率}_{i,T} + \varepsilon_{i,T}$$

除此以外，还将估算区间拆分成 2009 至 2015、2016 至 2021 总共两个时间段，以研究逆向混改的动态经济后果。2022-2023 年的数据作为取三年（T~T+2 年）净利润均值的缓冲样本数据。

5.4.1.3 机制检验

在机制检验中，分别从超额雇员机制、经营效率机制、政府补助机制、管理者惰性这四个可能的作用机制角度验证形成逆向混改经济后果的机制。

首先，在检验超额雇员机制的过程中，参考刘慧龙等（2010）的做法，分年度估算公司雇员的短缺或者冗余情况，得到超额雇员变量 *Exemp*，并以此变量为中介变量进行 Sobel 中介效应检验。

超额雇员用 *Exemp* 表示，参考刘慧龙等（2010）的做法，分年度估算公司雇员的短缺或者冗余情况，构建如下估算模型：

$$Emp_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Mvalue_{i,t} + \beta_2 Debt2a_{i,t} + \beta_3 Roa_{i,t} + \beta_4 Oryoy_{i,t} + \beta_5 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

模型估计的残差项 $\varepsilon_{i,t}$ 即为 *Exemp*，若残差大于 0，则表示公司当年的雇员冗余，若残差小于 0，则公司当年雇员短缺。

得到 *Exemp_{i,t}* 变量后构建如下 Sobel 模型：

$$Exemp_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Post + \beta_2 Treat + \beta_3 Post * Treat + \beta_4 OR_{i,t} + \beta_5 OI2edt_{i,t} + \beta_6 Debt2a_{i,t} + \beta_7 Csoe_{i,t} + \beta_8 Holder_{i,t} + \beta_9 Listage_{i,t} + \beta_{10} Gxjs_{i,t} + \beta_{11} Ocf2or_{i,t} + \beta_{12} Yoyor_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$Netprofitex_{i,t} = \alpha_0 + \gamma Exemp_{i,t} + \beta_1 Post + \beta_2 Treat + \beta_3 Post * Treat + \beta_4 OR_{i,t} + \beta_5 OI2edt_{i,t} + \beta_6 Debt2a_{i,t} + \beta_7 Csoe_{i,t} + \beta_8 Holder_{i,t} + \beta_9 Listage_{i,t} + \beta_{10} Gxjs_{i,t} + \beta_{11} Ocf2or_{i,t} + \beta_{12} Yoyor_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

经营效率机制、政府补助机制、管理者惰性 Sobel 模型的原理类似。另外，还将样本根据劳动密集程度、行业垄断程度、地域制度环境三个角度分组进行异质性检验，回归原理同上文类似。

5.4.2 企业特征因素与资产整合

5.4.2.1 基准模型

359 个逆向混改的公司中，有效公司样本数量为 358 个，1 个公司样本由于在时间段内长期停牌，在计算财务指标时价格失真导致指标失真，将其作为无效样本。基于有效样本公司在资产整合预案发布日之前的最新年度报告披露数据构建 Probit 模型，以研究公司未来进行资产整合的概率，构建如下模型：

$$Prob(\text{是否进行资产整合}_{i,t}) = \alpha_0 + \beta_1 Csoe_{i,t} + \beta_2 Roa_{i,t} + \beta_3 Debt2a_{i,t} + \beta_4 Yoyor_{i,t} + \beta_5 OR_{i,t} + \beta_6 Gxjs_{i,t} + \beta_7 Holder_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

在稳健性分析中，进行有序 Probit 回归，构建如下模型：

$$Prob(\text{进行资产整合的时间类别}_{i,t}) = \alpha_0 + \beta_1 Csoe_{i,t} + \beta_2 Roa_{i,t} + \beta_3 Debt2a_{i,t} + \beta_4 Yoyor_{i,t} + \beta_5 OR_{i,t} + \beta_6 Gxjs_{i,t} + \beta_7 Holder_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

另外，还将样本根据劳动密集程度、行业垄断程度、地域制度环境三个角度分组进行异质性检验，回归原理同上文类似。

5.4.3 逆向混改后资产整合的经济后果

5.4.3.1 DID分析

从会计回报率、研发强度、产出效率三个角度进行面板DID分析，以研究逆向混改企业资产整合行为的净影响。在总共359个进行逆向混改的公司中，截至2023年底披露进行资产整合（Treat=1）的公司有278家，只有81家公司没有披露进行过资产整合。也就是说，77.44%的上市公司在国有资本入股完成逆向混改后，公告进行资产收购、资产置入或者资产出售与资产置出。国有资本入股完成逆向混改后，公司启动资产整合运作的比例超过3/4，剩余未启动资产整合的逆向混改公司，也有相当比例的公司条件成熟后会陆续启动资本运作，国有资本入股后，最终启动各种类型资本运作的公司占比应至少在80%以上。

DID 分析的思路与之前类似，根据资产整合完成公告前最新的年报总资产在申万宏源二级行业（2021 年分类标准）内匹配相应的对照上市公司，这些公司都能找到对照公司，处理组与对照组公司总数量为 556 家。根据资产整合完成前后 3 年这个区段提取上市公司的年度数据，总计 6 年数据，理论的总观察数目为 3336 个，去除部分时间较近的资产整合导致的数据缺失影响后，本文观察点数目为 3217 个。在之前模型的基础上，根据本节的研究问题确认研究模型，以会计回报率模型为例，构建如下模型：

$$Ro_{i,x} = \alpha_0 + \beta_1 Post + \beta_2 Treat + \beta_3 Post * Treat + \beta_4 OR_{i,t} + \beta_5 Debt2a_{i,t} + \beta_6 Holder_{i,t} + \beta_7 Csoe_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

本文分别对自变量对当年及次年会计回报率(Roa)的影响进行分析，故而， $Ro_{i,x}$ 分别为： $Ro_{i,t}$ 、 $Ro_{i,t+1}$ 。同理，对研发强度、产出效果的研究模型类似。

5.4.3.2 进一步研究

截至 2023 年底，总共有 359 个进行逆向混改的公司，进一步进行资产整合的公司有 278 家，仅有 81 家公司没有披露进行过资产整合。本节对进行资产整合的子样本进行分析，以研究同样是进行了资产整合的公司，不同资产整合特征是否对公司财务绩效的影响存在显著差异。由于部分公司的资产整合行为特征信息缺失值较多，在这一章节中删除这部分公司样本，最终有效公司样本为 247 个。

从成长能力、盈利能力、运营能力、资本结构、现金流量、收益质量、偿债能力角度构建模型，以成长能力为例，构建的模型如下所示：

$$\begin{aligned}
 Yoyor_i = & \alpha_0 + \beta_1 Relation_i + \beta_2 Prole_i + \beta_3 Utype_i + \beta_4 Reptran_i + \beta_5 Contchg_i + \\
 & \beta_6 Restruct_i + \beta_7 Mergway_i + \beta_8 Tradeva_i + \beta_9 Crenncy_i + \beta_{10} Cash_i + \beta_{11} Meraim_i + \\
 & \beta_{12} Location_i + \beta_{13} L.Yoyor_i + \beta_{14} Orpp_i + \beta_{15} Mvalue_i + \beta_{16} M2B_i + \beta_{17} OR_i + \\
 & \beta_{18} Csoe_i + \beta_{19} Holder_i + \beta_{20} Offering_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}$$

资产整合对于股价收益率、债务期限结构与融资成本的影响模型类似。

六、逆向混改的经济后果

民营企业引入国有企业进行逆向混合所有制改革，部分企业的控股股东或实际控制人发生变更，另一部分企业的实际控制人虽然出让了一定比例的企业股权，国有股东持股比例达到10%或以上，但国有股东持股比例依旧低于民营控股股东（实际控制人），控股股东并没有发生性质变更。由于推动民营企业进行逆向混改的时间并不长，截至2023年年底，5000多家上市公司中进行逆向混改的民营企业数量不算多，故而，本文并不区分与细化研究民营企业控股权是否发生变更及其影响这一问题。中国政府对国有资本投资的隐性考核要求是国有资本要实现增值保持，即不能在账面上存在已实现亏损，避免因年度财务审计而曝出国有资产流失问题，国有资本投资的特殊约束决定国有资本在入股民营企业时会进行充分评估与论证，形成投资决策的过程非常谨慎，国有企业持股比例达到10%及以上后，国有资本具有调动各项资源促进企业实现更好发展的强烈意愿。本文将民营企业引入国有股东，且国有股东的合计持股比例在10%及以上的公司定义为进行逆向混改的公司。以10%作为分界比例的原因在于，根据《公司法》第四十条规定，持股比例在10%以上的股东对公司的经营决策享有多项权利，对公司具有重大影响，具体表现在：（1）召开临时会议或者在特殊情况下召集并主持股东会议，并且可以提出解散公司；（2）代表十分之一以上表决权的股东，三分之一以上的董事，监事会或者不设监事会的公司的监事提议召开临时会议的，应当召开临时会议；（3）董事会或者执行董事不能履行或者不履行召集股东会会议职责的，由监事会或者不设监事会的公司的监事召集和主持；监事会或者监事不召集和主持的，代表十分之一以上表决权的股东可以自行召集和主持；（4）公司经营管理发生严重困

难，继续存续会使股东利益受到重大损失，通过其他途径不能解决的，持有公司全部股东表决权百分之十以上的股东，可以请求人民法院解散公司。

样本选择上做如下约定：首先，要求公司在 2023 年底还未退市，确保样本具有可比性；其次，计算 10 大股东中，不同类型股东的占比，在民营企业样本中，找到截至 2023 年年报期，国有股东持股总比例大于等于 10% 的公司样本，合计有 359 家；再次，以逆向混改企业持股比例在 10% 及以上的最早时间作为分界线，在此年报发布日之前，则 $Post=0$ ，在此时间及之后，则 $Post=1$ ；最后，企业通过持续的经营活动创造利润，实现自我良性循环发展是混改参与各方的最终目的之一，故而，以财报期扣除非经常性损益后的归母净利润为核心因变量，使用营业收入调整因变量量纲，实现不同公司可比。

本文并不对国有资本入股民营企业的比例进行进一步分析的原因在于两点，首先，国有资本入股民营企业很多时候是循序渐进的，且很可能已经释放过类似信号，市场有充分预期，入股比例差异的经济含义并不明晰。另外，民营企业的股本结构会因为回购注销、增发、股权激励等发生被动变更，导致国有资本的持股比例被动发生变更，若不对这部分数据进行处理，则持股比例差异研究的结论存在误导性，但处理这部分数据时，剔除各种因素的被动影响面临非常多的数据处理细节。故而，本文主要以 DID 分析为基准，可以避免数据误差对研究结论的影响，研究分析结果相对可靠。

6.1 基准模型

模型1回归结果显示，民营企业进行逆向混改后，上市公司的扣非归母净利润不断没有得到提升，反而有所下降，这意味着逆向混改并没有改善上市公司的扣非归母净利润。这与国有资本参与民营企业混改的初衷看似不一致。出现这种现象的原因在于，民营企业的

逆向混改不是以国有资本的正式进入作为结束，而恰好是作为开始，国有资本正式进入后，逆向混改的重头戏正式拉开序幕，绝大多数企业在逆向混改完成后会进行资产整合，本文还会继续研究逆向混改及其后一系列资产整合行为的经济后果。

模型2将因变量的取值年限调整为逆向混改完成次年，逆向混改对次年的扣非归母净利润造成在P值5%水平显著的负向影响。同理，模型3，模型4也得出类似结论，以上模型2~模型4可以在一定程度上克服逆向因果关系对分析结果的影响，进一步增强模型1的研究结论。

表 6 逆向混改的经济后果

	模型1	模型2	模型3	模型4
Netprofitex	当年(T年)	次年(T+1年)	后年(T+2年)	三年平均 (T~T+2年)
Post	-1.206 (-1.56)	-1.311 (-1.47)	0.787 (0.89)	-0.577 (-0.99)
Treat	-1.358* (-1.85)	-1.681** (-1.99)	-0.728 (-0.87)	-1.256** (-2.27)
c.Post#c.Treat	-1.120*** (-3.13)	-1.322** (-2.36)	-0.781*** (-2.69)	-1.054*** (-2.74)
OR	0.781*** (4.68)	0.587*** (3.05)	0.255 (1.34)	0.541*** (4.28)
OI2edt	0.002** (2.53)	0.002*** (2.59)	0.001* (1.79)	0.002*** (3.33)
Debt2a	0.011 (0.12)	0.019 (0.18)	-0.000 (-0.00)	0.010 (0.14)
Csoe	1.436	1.354	1.101	1.297*

	模型1	模型2	模型3	模型4
Netprofitex	当年(T年)	次年(T+1年)	后年(T+2年)	三年平均 (T~T+2年)
	(1.62)	(1.33)	(1.09)	(1.94)
Holder	0.037**	0.027	0.029	0.031**
	(2.20)	(1.39)	(1.46)	(2.41)
Listage	-0.034	-0.006	0.020	-0.007
	(-1.09)	(-0.15)	(0.57)	(-0.27)
Gxjs	0.579	0.382	0.185	0.382
	(0.73)	(0.42)	(0.20)	(0.64)
Ocf2or	0.001	0.001	0.002	0.001
	(0.71)	(1.05)	(1.49)	(1.60)
Yoyor	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0.82)	(0.64)	(0.43)	(0.90)
Constant	-16.509***	-11.724***	-6.230	-11.488***
	(-4.30)	(-2.65)	(-1.42)	(-3.96)
N	2,855	2,855	2,855	2,855
R2a	0.013	0.006	0.001	0.015

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

6.2 稳健性检验

对逆向混改造成的经济后果进行稳健性检验，以进一步排除变量之间的其它可能关系对因果关系的干扰，进而进一步明确逆向混改对公司扣非归母净利润的影响。模型中，因

变量对应的取值年份为自变量（T年）对应年份的次年（T+1年），以更好反映变量之间的因果关系。

回归结果显示，交互项 **c.Post#c.Treat** 变得不再显著，表明逆向混改并没有扭转公司净利润下滑的趋势。

表 7 逆向混改的经济后果稳健性检验

	模型1	模型2	模型3
Netprofitex	纵向估算变动	横向估算变动	面板估算变动
Post	-0.389 (-0.45)	-1.239 (-1.52)	-0.324 (-0.94)
Treat	-0.680 (-0.83)	-1.057 (-1.36)	-0.589* (-1.80)
c.Post#c.Treat	0.719 (0.65)	0.904 (0.86)	-0.214 (-0.48)
OR	-0.486*** (-2.60)	1.057*** (5.97)	1.383*** (18.55)
OI2edt	0.001 (1.18)	0.001* (1.79)	0.000 (1.26)
Debt2a	-0.027 (-0.26)	0.044 (0.45)	0.084** (2.04)
Csoe	0.256 (0.26)	1.097 (1.17)	0.761* (1.93)
Holder	-0.011 (-0.56)	0.035* (1.92)	0.042*** (5.54)
Listage	0.008 (0.22)	-0.023 (-0.68)	0.017 (1.24)

	模型1	模型2	模型3
Netprofitex	纵向估算变动	横向估算变动	面板估算变动
Gxjs	-0.194 (-0.22)	0.450 (0.54)	0.699** (1.98)
Ocf2or	0.001 (0.71)	0.000 (0.30)	0.000 (0.44)
Yoyor	0.000 (0.30)	0.000 (0.30)	0.000 (0.13)
Constant	11.125*** (2.59)	-21.949*** (-5.39)	-30.089*** (-17.57)
N	2,855	2,855	2,855
R2a	-0.001	0.014	0.130

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

之前研究发现，在本文的研究时间段内，逆向混改对公司扣非归母净利润造成显著负向影响。本节将本文的研究时间段进行拆分，以研究变量之间关系的动态效应。在之前的分析时间段中，因为要用到T+2年的扣非归母净利润，所以，年份变量T的取值范围是2009年到2021年。在本小节的研究中，将以上时间段分成两部分，第一部分为2009年到2015年，合计包含7个自然年度，第二部分为2016年到2021年，合计包含6个自然年度。

回归结果表明，两个时间段内，模型的总体回归结果差异很大，2016-2021年时间段内，c.Post#c.Treat变量的回归系数绝对值整体更大，这与2009-2015年的整体经济形势更好，而2016-2021年的经济形势明显变差，逆向混改或者是公司经营形势下滑对公司的负面影响更大有关。

表 8 逆向混改的动态经济后果

	2009-2015年			2016-2021年		
	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8	模型9
Netprofi	纵向估算	横向估算变	面板估算变	纵向估算	横向估算变	面板估算变
tex	变动	动	动	变动	动	动
Post	0.157 (0.55)	0.495* (1.93)	0.303 (1.23)	-0.614 (-0.45)	-2.265* (-1.76)	-0.753 (-1.48)
Treat	-0.135 (-0.50)	-0.244 (-1.00)	-0.198 (-0.85)	-1.078 (-0.82)	-0.723 (-0.58)	-0.550 (-1.12)
c.Post#c	-0.008***	-0.197***	-0.369***	-1.098***	-1.157***	-0.112***
.Treat						
	(-3.02)	(-3.59)	(-4.16)	(-2.63)	(-2.70)	(-3.17)
OR	-0.076 (-1.15)	0.546*** (9.20)	0.545*** (9.61)	-1.318*** (-3.57)	2.250*** (6.49)	2.467*** (17.92)
OI2edt	0.000 (0.46)	0.001*** (3.82)	0.000 (1.37)	0.001 (1.01)	0.001 (1.08)	0.000 (0.89)
Debt2a	-0.010 (-0.45)	0.021 (1.06)	0.030 (1.59)	5.978*** (2.70)	-11.132*** (-5.36)	-6.796*** (-8.24)
Csoe	0.078 (0.30)	-0.060 (-0.26)	-0.186 (-0.84)	0.584 (0.28)	2.499 (1.26)	2.205*** (2.80)
Holder	0.005 (0.84)	0.028*** (4.99)	0.018*** (3.41)	-0.016 (-0.52)	0.016 (0.53)	0.050*** (4.19)
Listage	0.009 (0.51)	0.000 (0.02)	-0.020 (-1.26)	0.030 (0.44)	-0.082 (-1.29)	-0.010 (-0.39)
Gxjs	-0.112 (-0.23)	0.627 (1.45)	0.400 (0.97)	-0.327 (-0.27)	0.236 (0.21)	0.854* (1.91)

	2009-2015年			2016-2021年		
	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8	模型9
Netprofitex	纵向估算 变动	横向估算变 动	面板估算变 动	纵向估算 变动	横向估算变 动	面板估算变 动
Ocf2or	0.001*** (3.27)	-0.000 (-0.44)	-0.000 (-0.48)	-0.005 (-0.43)	-0.006 (-0.55)	0.008** (2.01)
Yoyor	0.000 (0.37)	-0.000 (-0.03)	-0.000 (-0.02)	0.000 (0.24)	0.001 (0.51)	0.000 (0.42)
Constant	1.504 (1.00)	-12.096*** (-8.99)	-11.008*** (-8.57)	26.512*** (3.47)	-40.429*** (-5.64)	-50.217*** (-17.63)
N	1,053	1,053	1,053	1,802	1,802	1,802
R2a	0.001	0.146	0.127	0.004	0.036	0.191

注 括号内是稳健t值: *** 表示在 1%水平上显著; ** 表示在 5%水平上显著; *表示在 10%水平上显著

在基准模型中, **Treat**变量仅反映企业是否进行逆向混改, 该变量并没有反映国有资本入股比例, 本节中将**Treat**变量调整为反映国有资本入股比例的**PCT**变量, 可以看出, **c.Post#c.PCT**依然显著负相关, 证实国有资本入股比例差异并不改变逆向混改的经济影响后果的结论。

表 9 逆向混改的经济后果-2

	模型1	模型2	模型3	模型4
Netprofitex	当年(T年)	次年(T+1年)	后年(T+2年)	三年平均 (T~T+2年)
Post	-0.599	-1.097	-0.088	-0.595

	模型1	模型2	模型3	模型4
Netprofitex	当年(T年)	次年(T+1年)	后年(T+2年)	三年平均 (T~T+2年)
	(-0.84)	(-1.34)	(-0.11)	(-1.11)
PCT	-0.000	0.007	0.021	0.009
	(-0.02)	(0.28)	(0.81)	(0.55)
c.Post#c.PCT	-0.002***	-0.002***	-0.001*	-0.002***
	(-2.59)	(-2.66)	(-1.86)	(-3.43)
OR	0.828***	0.622***	0.260	0.570***
	(4.92)	(3.20)	(1.35)	(4.48)
OI2edt	0.002	0.018	0.000	0.007
	(0.08)	(0.52)	(0.00)	(0.30)
Debt2a	0.006	0.016	-0.008	0.005
	(0.07)	(0.15)	(-0.08)	(0.07)
Csoe	1.098	0.923	0.687	0.902
	(1.28)	(0.93)	(0.70)	(1.39)
Holder	0.039**	0.023	0.023	0.028**
	(2.18)	(1.11)	(1.12)	(2.09)
Listage	-0.026	-0.007	0.022	-0.004
	(-0.81)	(-0.20)	(0.58)	(-0.17)
Gxjs	0.549	0.347	0.161	0.352
	(0.69)	(0.38)	(0.18)	(0.59)
Ocf2or	0.001	0.001	0.002	0.001*
	(0.77)	(1.13)	(1.56)	(1.70)
Yoyor	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0.80)	(0.62)	(0.37)	(0.86)

	模型1	模型2	模型3	模型4
Netprofitex	当年(T年)	次年(T+1年)	后年(T+2年)	三年平均 (T~T+2年)
Constant	-18.481*** (-4.84)	-13.168*** (-2.98)	-6.566 (-1.50)	-12.738*** (-4.41)
N	2,855	2,855	2,855	2,855
R2a	0.012	0.005	0.000	0.013

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

6.3 机制检验

在机制检验中，分别从超额雇员机制、经营效率机制、政府补助机制、管理者惰性这四个可能的作用机制角度验证形成逆向混改经济后果的机制。

首先，在检验超额雇员机制的过程中，参考刘慧龙等（2010）的做法，分年度估算公司雇员的短缺或者冗余情况，得到超额雇员变量Exemp，并以此变量为中介变量进行Sobel中介效应检验，Sobel P值在1%水平显著，中介效应成立。

模型1结果表明，逆向混改导致公司的超额雇员增加，人力成本增加，进而导致公司的扣非归母净利润降低。这与国有企业履行保就业社会职责，运作效率低下密切相关。

表 10 超额雇员机制检验

	模型1	模型2
	Exemp	Netprofitex
Post	-0.129** (-2.36)	-0.542 (-0.93)
Treat	-0.049 (-0.94)	-1.243** (-2.24)
c.Post#c.Treat	0.047*** (2.68)	-0.566*** (-2.76)
Exemp		-0.269*** (-3.34)
OR	0.129*** (10.95)	0.506*** (3.93)
OI2edt	-0.000 (-0.30)	0.002*** (3.34)
Debt2a	0.012* (1.80)	0.007 (0.10)
Csoe	-0.074 (-1.18)	1.317** (1.97)
Holder	-0.003** (-2.25)	0.032** (2.47)
Listage	0.005** (2.44)	-0.008 (-0.33)
Gxjs	0.018 (0.32)	0.377 (0.63)
Ocf2or	-0.000	0.001

	模型1	模型2
	Exemp	Netprofitex
	(-0.43)	(1.61)
Yoyor	0.000	0.000
	(0.29)	(0.90)
Constant	-2.546***	-10.803***
	(-9.39)	(-3.67)
N	2,855	2,855
R2a	0.053	0.015

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

经营效率为销售费用及管理费用之和占主营业务收入的比例。经营效率机制检验中，Sobel P值为0.53，中介效应未通过显著性检验。国有资本介入民营企业导致企业净利润下降的过程中，虽然国有资本强迫民营企业超额雇佣员工，增加了公司的运营成本。但是，并没有足够的证据表明国有资本深度介入后会推高销售费用与管理费用总和。国有企业的预算管理更严格，国有企业深度介入民营企业后，一方面迫于社会影响压力，强迫企业超额雇佣员工，另一个方面，对企业的销售费用支出管控更为严格，控制总成本支出，两者相互抵消，销售费用及管理费用之和占主营业务收入的比例增加并不明显。

表 11 经营效率机制检验

	(1)	(2)
	Cost	Netprofitex
Post	12.670	-0.579
	(0.23)	(-0.99)

	(1)	(2)
	Cost	Netprofitex
Treat	3.966	-1.256**
	(0.08)	(-2.27)
c.Post#c.Treat	-54.862	-0.564
	(-0.78)	(-0.75)
Cost		0.000
		(0.91)
OR	-103.993***	0.560***
	(-8.72)	(4.37)
OI2edt	0.001	0.002***
	(0.02)	(3.33)
Debt2a	-3.906	0.011
	(-0.59)	(0.15)
Csoe	-61.213	1.308*
	(-0.97)	(1.95)
Holder	1.298	0.031**
	(1.07)	(2.39)
Listage	3.554	-0.007
	(1.58)	(-0.30)
Gxjs	-34.048	0.388
	(-0.60)	(0.65)
Ocf2or	-1.758***	0.002*
	(-24.09)	(1.83)
Yoyor	-0.019	0.000
	(-0.65)	(0.91)

	(1)	(2)
	Cost	Netprofitex
Constant	2,131.112***	-11.874***
	(7.78)	(-4.05)
N	2,855	2,855
R2a	0.949	0.015

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

政府补助机制检验中，Sobel P值为0.18，中介效应也未通过显著性检验。国有资本介入民营企业后，可以带来相应的政府资源，有助于企业申请政府补助。国有资本参与民营企业的混改，带来政府补助的提升在10%水平显著，但是短期内并未发挥显著改善民营企业扣非后归母净利润的积极作用。国有资本介入民营企业，对公司进行改造提升是一个系统性且繁杂的工程，需持续进行资本运作才能达到预期效果。

表 12 政府补助机制检验

	(1)	(2)
	Subsidy	Netprofitex
Post	1.756***	-0.533
	(6.27)	(-0.91)
Treat	-0.611**	-1.271**
	(-2.30)	(-2.29)
c.Post#c.Treat	0.598*	-0.568
	(1.66)	(-0.76)
Subsidy		0.025
		(0.64)

	(1)	(2)
	Subsidy	Netprofitex
OR	1.600*** (26.38)	0.581*** (4.12)
OI2edt	-0.001*** (-3.79)	0.001*** (3.28)
Debt2a	-0.007 (-0.19)	0.010 (0.14)
Csoe	-0.571* (-1.78)	1.283* (1.92)
Holder	-0.048*** (-7.82)	0.030** (2.29)
Listage	-0.292*** (-25.47)	-0.014 (-0.52)
Gxjs	0.891*** (3.10)	0.404 (0.67)
Ocf2or	-0.000 (-0.37)	0.001 (1.60)
Yoyor	-0.000 (-1.43)	0.000 (0.89)
Constant	-13.064*** (-9.37)	-11.818*** (-4.01)
N	2,854	2,854
R2a	0.398	0.015

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

参考步丹璐和文彩虹(2013)的研究,以“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”与“处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金”之差的自然对数反映企业的新增投资情况。管理者惰性机制检验中, Sobel P值为0.03, 中介效应在P值5%水平显著。国有资本深度介入民营企业后, 由于国有企业决策效率缓慢, 提升了管理者惰性, 企业的长期新增投资显著降低, 降低了企业的扣非归母净利润。

表 13 管理者惰性机制检验

	(1)	(2)
	Invest	Netprofitex
Post	-0.223 (-0.46)	-0.528 (-0.92)
Treat	-0.786* (-1.71)	-1.085** (-1.99)
c.Post#c.Treat	-0.173*** (-4.28)	-0.591 (-0.80)
Invest		0.217*** (9.78)
OR	2.514*** (23.93)	-0.004 (-0.03)
OI2edt	-0.005*** (-13.41)	0.003*** (5.67)
Debt2a	0.179*** (3.08)	-0.029 (-0.42)
Csoe	1.340** (2.41)	1.006 (1.53)

	(1)	(2)
	Invest	Netprofitex
Holder	0.070***	0.016
	(6.50)	(1.25)
Listage	0.073***	-0.022
	(3.66)	(-0.95)
Gxjs	0.245	0.329
	(0.49)	(0.56)
Ocf2or	0.000	0.001
	(0.26)	(1.58)
Yoyor	0.000	0.000
	(1.29)	(0.68)
Constant	-54.419***	0.324
	(-22.55)	(0.10)
N	2,855	2,855
R2a	0.228	0.047

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

综合以上四个机制检验的结果可知，超额雇员机制、经营效率机制、政府补助机制、管理者惰性这四个可能的作用机制中，仅超额雇员机制与管理者惰性机制成立，而经营效率机制、政府补助机制不成立。机制检验结果充分反映当前国有资本参与民营企业逆向混合所有制改革的现状，即国有资本入股民营企业后，显著推升企业的超额雇员、助涨企业的管理者惰性，在加下来的民营上市公司改革推进进程中，需努力避免以上国有资本的体制弊端。

6.4 异质性检验

为进一步克服遗漏变量给分析结果带来影响，本节从劳动密集程度、行业垄断程度、地域制度环境三个角度进行异质性检验。

从劳动密集程度角度看，不论公司的劳动密集程度如何，逆向混改均显著降低公司的扣非后归母净利润。

表 14 劳动密集程度异质性检验

	(1)	(2)
	劳动密集程度低	劳动密集程度高
	Netprofitex	Netprofitex
Post	-0.471 (-0.77)	-0.408 (-0.43)
Treat	-0.627 (-1.14)	-0.247 (-0.26)
c.Post#c.Treat	-0.539*** (-3.70)	-0.449*** (-4.36)
OR	-0.026 (-0.17)	1.070*** (4.54)
OI2edt	0.001* (1.75)	0.006*** (4.12)
Debt2a	-0.021 (-0.41)	-5.403*** (-4.40)
Csoe	0.677 (1.04)	1.635 (1.41)
Holder	0.016	0.024

	(1)	(2)
	劳动密集程度低	劳动密集程度高
	Netprofitex	Netprofitex
	(1.22)	(1.13)
Listage	0.002 (0.08)	0.019 (0.48)
Gxjs	0.652 (1.09)	-0.407 (-0.40)
Ocf2or	0.001 (1.35)	-0.002 (-0.23)
Yoyor	0.000 (0.51)	0.000 (0.32)
Constant	0.272 (0.08)	-20.617*** (-3.92)
N	1,424	1,431
R2a	-0.002	0.087

注：括号内是稳健 t 值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

从行业垄断程度角度看，不论行业垄断程度如何，逆向混改均显著降低公司的扣非后归母净利润。逆向混改对行业垄断程度低的上市公司影响更大，行业垄断程度低的民营上市公司，其面临的市场竞争更激烈，国有资本介入对公司扣非后归母净利润的影响更大。

表 15 行业垄断程度异质性检验

	(1)	(2)
	行业垄断程度低	行业垄断程度高
	Netprofitex	Netprofitex
Post	-1.089	0.089
	(-1.03)	(0.21)
Post	-0.771	-1.214***
	(-0.76)	(-3.07)
c.Post#c. Post	-0.868***	-0.171***
	(-3.63)	(-3.33)
OR	0.587**	0.518***
	(2.37)	(6.01)
OI2edt	0.007***	0.001***
	(3.64)	(3.45)
Debt2a	-3.385***	0.032
	(-2.78)	(0.91)
Csoe	1.900	0.602
	(1.40)	(1.40)
Holder	0.037	0.010
	(1.56)	(1.05)
Listage	-0.002	0.042**
	(-0.05)	(2.49)
Gxjs	-0.400	0.765*
	(-0.38)	(1.74)
Ocf2or	0.001	-0.000
	(0.42)	(-0.07)

	(1)	(2)
	行业垄断程度低	行业垄断程度高
	Netprofitex	Netprofitex
Yoyor	0.000	0.000
	(0.49)	(1.00)
Constant	-11.284**	-11.177***
	(-1.97)	(-5.72)
N	1,430	1,425
R2a	0.022	0.055

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

从地域制度环境角度看，逆向混改对制度环境差地域的上市公司的影响更大。制度环境好地域的民营上市公司，市场机制更有效，公司市场化运作的环境与能力更好，能一定程度上克服逆向混改的负面影响，国有资本介入对公司扣非后归母净利润的总体负面影响相对小。而在制度环境不好地域的上市公司，逆向混改对公司扣非后归母净利润的影响更明显，这些地域的上市公司的制度环境差，在国有资本加入后，国有资本的弊端影响公司的市场化运作，但由于这些区域的市场化运作氛围本来就很差，负面效应被进一步放大。

表 16 地域制度环境异质性检验

	(1)	(2)
	制度环境差	制度环境好
	Netprofitex	Netprofitex
Post	1.521	-0.948
	(1.50)	(-1.46)

	(1)	(2)
	制度环境差	制度环境好
	Netprofitex	Netprofitex
Treat	-0.042 (-0.04)	-1.224** (-1.98)
c.Post#c.Treat	-1.735*** (-3.28)	-0.840*** (-3.01)
OR	1.283*** (5.36)	0.454*** (3.22)
OI2edt	0.004*** (3.00)	0.001*** (2.84)
Debt2a	0.100** (2.00)	-0.976** (-2.56)
Csoe	-0.862 (-0.82)	1.434* (1.88)
Holder	-0.030 (-1.16)	0.036** (2.53)
Listage	0.084* (1.73)	-0.011 (-0.41)
Gxjs	2.222 (0.68)	0.312 (0.50)
Ocf2or	0.001 (1.62)	0.000 (0.00)
Yoyor	0.001 (0.45)	0.000 (0.79)
Constant	-25.550***	-9.361***

	(1)	(2)
	制度环境差	制度环境好
	Netprofitex	Netprofitex
	(-4.68)	(-2.91)
N	352	2,503
R2a	0.121	0.016

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

综合以上分析，从劳动密集程度、行业垄断程度、地域制度环境三个角度进行异质性检验，逆向混改的影响后果均不存在异质性差异。

6.5 进一步分析

逆向混改可以分为政府主导型和企业主动型，相比政府主导型，企业主动型往往是企业陷入困境，需要国有资本纾困，这类混改可能会给企业带来更好业绩。而区分这两类混改动机则存在很大的难度。很多时候，企业进行逆向混改既是企业主动，也是政府从中撮合，多方共同努力推动的，难以通过公开数据获取企业明确且真实的动机。一种简单的近似做法是认为在进行逆向混改的企业中，当企业的业绩更差时，企业主动推动的动力更足，因而可以近似认为以公司的净利润为标准，将政府主导型与企业主动型逆向混改进行区分。所以，定义Profit_His变量为所有样本过去两年净利润/营业收入的平均值，并根据该值按升序排列，将样本分成两组，若过去两年净利润率的平均值位于前50%，则Profit_His=0，若过去两年净利润率的平均值位于后50%，即净利润率更高的那一组，则Profit_His=1。

回归结果显示,过去两年净利润表现好的公司,在当年及次年的归母扣非净利润更高,相反,过去两年净利润表现差的公司,在当年及次年的归母扣非净利润更差,上市公司的净利润体现出很强的延续性,且这种延续性与逆向混改无关。

表 17 不同利润条件下的逆向混改经济后果

	模型1	模型2	模型3	模型4
Netprofitex	当年(T年)	次年(T+1年)	后年(T+2年)	三年平均 (T~T+2年)
Post	-1.183 (-1.54)	-1.292 (-1.46)	0.789 (0.89)	-0.562 (-0.97)
Treat	-0.892 (-1.22)	-1.274 (-1.50)	-0.596 (-0.71)	-0.920* (-1.66)
Profit_His	3.365*** (5.39)	2.939*** (4.07)	0.840 (1.17)	2.381*** (5.04)
c.Post#c.Treat	-1.791 (-1.63)	-1.894 (-1.49)	-0.953 (-0.75)	-0.911 (-1.10)
c.Post#c.Treat #c. Profit_His	-1.349 (-1.30)	-1.149 (-0.96)	0.398 (0.33)	-0.700 (-0.89)
OR	0.952*** (5.64)	0.737*** (3.77)	0.307 (1.58)	0.665*** (5.21)
OI2edt	0.001** (2.03)	0.002** (2.20)	0.001* (1.65)	0.001*** (2.85)
Debt2a	0.049 (0.53)	0.052 (0.49)	0.014 (0.13)	0.039 (0.55)
Csoe	0.872	0.858	0.904	0.878

	模型1	模型2	模型3	模型4
Netprofitex	当年(T年)	次年(T+1年)	后年(T+2年)	三年平均 (T~T+2年)
	(0.98)	(0.84)	(0.89)	(1.31)
Holder	0.024	0.016	0.024	0.021*
	(1.43)	(0.81)	(1.21)	(1.65)
Listage	0.009	0.032	0.034	0.025
	(0.27)	(0.86)	(0.92)	(1.03)
Gxjs	0.071	-0.063	0.036	0.015
	(0.09)	(-0.07)	(0.04)	(0.02)
Ocf2or	0.001	0.001	0.002	0.001
	(0.54)	(0.91)	(1.44)	(1.43)
Yoyor	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0.92)	(0.71)	(0.47)	(1.00)
Constant	-22.015***	-16.541***	-7.777*	-15.444***
	(-5.59)	(-3.63)	(-1.72)	(-5.18)
N	2,855	2,855	2,855	2,855
R2a	0.023	0.012	0.002	0.025

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

七、企业特征因素与资产整合

在确定研究样本这个问题上，使用公司年度报告进行统计，以公司国有持股比例首次超过或等于10%作为观察时点，有359家民营上市公司的国有持股比例等于或超过10%。之后，使用这些样本公司在资产整合预案发布日之前最新年度报告披露的数据构建Probit模型，以研究公司未来进行资产整合的概率，1个样本由于在时间段内长期停牌，在计算财务指标如市净率（M2B）时，价格失真导致指标失真，为确保模型有效，将这个公司剔除，剩余有效公司样本数量为358个。

7.1 基准模型

模型1结果显示，资产负债率（Debt2a）、前十大股东持股比例（Holder）、是否央企（Csoe）这三个变量均在P值5%水平正向显著。资产负债率（Debt2a）高，前十大股东持股比例（Holder）高，央企参与（Csoe）逆向混改的公司，在完成逆向混改后，在未来的某个时间点更可能进行资产整合。模型2为模型1的边际效应回归结果，仅存在回归系数数值大小差异，回归系数的显著性与系数方向均未发生变化。

表 18 资产整合 Probit 概率模型

	模型1	模型2
	是否进行资产整合	边际效应
Csoe	0.742** (2.36)	0.204** (2.39)
Roa	-0.000 (-0.05)	-0.000 (-0.05)
Debt2a	0.008** (2.34)	0.002** (2.40)
Yoyor	0.001 (0.55)	0.000 (0.55)
OR	0.010 (0.22)	0.003 (0.22)
Gxjs	0.158 (0.77)	0.044 (0.77)
Holder	0.018** (2.39)	0.005** (2.43)
Constant	-6.173*** (-2.61)	
N	358	358
Pseudo R2	0.105	

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

7.2 资产整合时间分析

以国有资本披露持股比例超过 10%这一披露日作为逆向混改完成日，不同公司逆向混改完成日到资产整合预案发布日的间隔时间长度存在差异。本节以民营企业披露年度财务报告显示国有资本持股比例超过或等于 10%的公告日为基点日期，计算公司在之后首次披

露进行资产整合的持续时间跨度，并对该时间跨度以年为单位进行分类，得到资产整合年份序号变量。若时间间隔在 1 年及以内，则为 1，若大于 1 年且小于等于 2 年，则为 2，若大于 2 年且小于等于 3 年，则为 3，若大于 3 年且小于等于 4 年，则为 4，若大于 4 年或者一直未进行资产整合，则为 5。

模型 1 结果表明，前十大股东持股比例（Holder）越高、央企参与（Csoe）的逆向混改，在公司完成逆向混改后，启动资产整合的时间间隔显著更短。前十大股东持股比例高，国有资本入股后，各股东的博弈时间缩短，同时，前十大股东持股比例高，表明公司借助引入国有资本谋求转型的诉求更强，更容易促使公司进行资产整合。最后，央企参与逆向混改时，由于央企体系内掌握众多产业（实体）资源，央企的治理体系更为现代化，市场化运作更为规范，更利于调动各项内部资源整合公司业务，特别是棘手的大股东破产等业务，由于企业破产法律流程冗长，涉及多项复杂业务时，需要央企提供财务、法律、政府关系、产业资源、专业人才、整合经验、管理经验等一系列配套资源完成公司整合，央企入股民营企业后，资源更多，管理经验更丰富，人才更多，启动资产整合的时间显著缩短。

以上分析中，公司进行资产整合的标准为首次公告日，当资产整合的规模很大时，上市公司需强制披露整合信息，若资产整合的规模很小，达不到强制披露标准，部分公司根据实际情况进行自愿性披露，对于这 358 家公司，提高资产整合事件的认定标准，以资产整合标的价值（或金额）占公司总资产的比例达到 1%为条件，得到模型 2 结果。模型 2 的结果与模型 1 结果类似，表明有序 Probit 回归的结果较为稳健。

表 19 有序 Probit 回归结果

	模型1	模型2
	全部披露	剔除部分自愿披露
	资产整合年份序号	资产整合年份序号
Csoe	-0.526*** (-2.93)	-0.505*** (-2.83)
Roa	-0.002 (-1.46)	-0.002 (-1.46)
Debt2a	-0.002 (-1.14)	-0.002 (-1.05)
Yoyor	-0.001 (-1.23)	-0.001 (-1.24)
OR	-0.037 (-1.31)	-0.038 (-1.36)
Gxjs	-0.156 (-0.92)	-0.096 (-0.71)
Holder	-0.014*** (-2.88)	-0.014*** (-2.85)
cut1	-4.950*** (-2.97)	-4.799*** (-2.90)
cut2	-4.134** (-2.48)	-3.984** (-2.41)
cut3	-3.882** (-2.33)	-3.733** (-2.26)
cut4	-3.743** (-2.25)	-3.594** (-2.17)

	模型1	模型2
	全部披露	剔除部分自愿披露
	资产整合年份序号	资产整合年份序号
N	358	358

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著。

7.3 异质性检验

与上一章同步，为进一步克服遗漏变量给分析结果带来影响，本节同样从劳动密集程度、行业垄断程度、地域制度环境三个角度进行异质性检验。是否进行资产整合变量以 **Treat** 表示，若公司逆向混改完成后进行资产整合，则 **Treat=1**，若公司逆向混改完成后一直未进行资产整合，则 **Treat=0**。采用分组进行 **Probit** 回归的方式进行异质性检验。

之前分析发现，央企参与民营企业混改后，接续进行资产整合的概率高，且资产整合启动时间距离逆向混改完成的时间更短。从劳动密集程度这个角度研究异质性，发现央企对于劳动密集程度高的企业进行资产整合的概率更高，原因在于这类企业的竞争力弱，资产整合的难度更小，更容易形成资产整合方案。

表 20 劳动密集程度异质性检验

	(1)	(2)
	劳动密集程度低	劳动密集程度高
	Treat	Treat
Csoe	0.766 (1.39)	0.896* (1.87)
Roa	-0.001 (-0.05)	-0.021** (-2.26)
Debt2a	0.005 (1.06)	0.014** (2.23)
Yoyor	0.007* (1.72)	-0.000 (-0.10)
OR	0.027 (0.41)	-0.190 (-1.39)
Gxjs	0.205 (0.63)	0.405 (1.27)
Holder	0.024** (2.16)	0.000 (0.03)
Constant	-2.602 (-0.57)	-11.182*** (-2.59)
N	179	179

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

从行业垄断程度这个角度研究异质性，发现央企对于行业垄断程度高的企业进行资产整合的概率更高，原因在于行业的参与者更少，央企的资源更集中，央企深入介入行业内企业后，更容易形成资产整合方案。

表 21 行业垄断程度异质性检验

	(1)	(2)
	行业垄断程度低	行业垄断程度高
	Treat	Treat
Csoe	0.357 (0.79)	1.034** (2.01)
Roa	-0.012 (-0.92)	-0.001 (-0.55)
Debt2a	0.002 (0.52)	0.011** (2.15)
Yoyor	0.003 (1.17)	0.000 (0.29)
OR	0.100 (0.82)	-0.010 (-0.16)
Gxjs	0.360 (1.31)	0.291 (0.73)
Holder	0.019* (1.67)	0.009 (0.92)
Constant	-11.857*** (-3.14)	-0.948 (-0.28)
N	176	182

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

从地域制度环境这个角度研究异质性，发现央企对于地域制度环境好地域的企业进行资产整合的概率更高，原因在于这些公司的市场化意识更强，公司规范化运作氛围更强，央企的管理流程规范，央企深入介入行业内企业后，可以基于市场化原则制定资产整合方案，更容易形成各方均可接受的、可行的资产整合方案。

表 22 地域制度环境异质性检验

	(1)	(2)
	制度环境差	制度环境好
	Treat	Treat
Csoe	-0.063 (-0.09)	0.940** (2.47)
Roa	-0.025 (-0.54)	0.000 (0.06)
Debt2a	0.001 (0.07)	0.008** (2.36)
Yoyor	-0.001 (-0.07)	0.001 (0.63)
OR	-0.058 (-0.29)	0.045 (0.80)
Gxjs	-0.061 (-0.07)	0.314 (1.38)
Holder	0.049 (1.63)	0.013* (1.65)
Constant	-0.445 (-0.08)	-8.088*** (-2.93)
N	50	308

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

综合以上研究，逆向混改公司的劳动密集程度高、行业垄断程度高、所处地域的制度环境好时，央企参与的逆向混改，接续进行资产整合的概率更高。

八、逆向混改后资产整合的经济后果

民营企业引入国有股东进行逆向混改后，引入的混改股东给公司带来一系列变化，外界普遍关注公司的经营成果，在之前的研究中发现，在公司完成逆向混改后，公司的扣非归母净利润显著下滑，国有股东参与民营企业逆向混改的良性促进作用还未在财务指标上得到体现，被混改的企业大概率还会接续推进资产整合，以提升公司经营质量，实现公司基本面的改善。以逆向混改公司为样本，将逆向混改后的资产整合行为作为研究对象，研究公司完成混改后的资产整合行为产生的一系列经济后果，更深入理解民营企业进行逆向混改过程的不同阶段对公司造成的不同影响。资产整合包括资产注入与资产置出等，由于目前阶段进行逆向混改的公司样本量不大，本章不再对样本进行下钻筛选，而是将资产注入或者资产置出作为资产整合行为的买卖特征变量，以尽量保留足够多的回归样本。

8.1 DID 分析

本节从会计回报率、研发强度、产出效率三个角度进行面板DID分析，以研究逆向混改企业资产整合行为的净影响。与以逆向混改完成作为分析逆向混改后果的分界点逻辑类似，以资产整合行为完成作为资产整合行为的分界点，企业在完成资产整合后，消除了业务重点与经营方向的不确定性，持续经营状态得以确定，人事安排基本实现稳定。本章中的资产整合行为指公司在完成逆向混改后首次公告披露完成资产收购、资产注入或者资产出售与资产置出行为。部分资产整合行为的资产标的金额未达到交易所规定的强制披露要求，当公司认为该资产交易很重要时，公司也会进行披露。本文上一章中，对这两个资产整合行为选择标准进行了验证，验证结果发现资产整合筛选标准对分析结论的影响不大。

本章以全部资产整合公告为资产整合行为的认定标准，不再汇报对资产整合公告进行筛选后的分析结果。

8.1.1 会计回报率

民营企业进行逆向混合所有制改革后（国有资本入股比例超过10%），以紧随之后可能发生的首次资产整合行为为研究对象，通过DID模型分析资产整合的经济影响。本节研究资产整合对Roa的影响，Post变量记录公司的时间状态，选择资产整合前后各三年总共6年的数据。整合发生年及之后的两年的Post=1，资产整合之前三年的Post=0。Treat样本为根据每个进行资产整合的样本匹配对照样本，选择同年同行业内总资产最相近的公司为对照样本，形成对照组，对照组的Treat=0。为更严谨的论证变量之间的因果关系，除了使用当年Roa作为因变量外，还将次年Roa作为因变量，两个因变量进行结果对照分析。

模型1、模型2结果均显示，c.Post#c.Treat项不显著，民营企业在国有资本入股进行逆向混改，且资本运作进行到资产整合阶段后，以Roa为代表的企业财务数据并没有受到显著影响。国有资本入股改善民营企业的基本面，是一项长期而系统的复杂工程，还需要持续不断推动资本运作与资产整合，才能实现改善Roa的目标。

表 23 资产整合对 Roa 的影响

	模型1	模型2
	当年Roa	次年Roa
Post	-0.010 (-1.28)	-0.018 (-1.62)
Treat	0.002 (0.31)	0.008 (0.93)

c.Post#c.Treat	-0.126 (-1.29)	-0.059 (-1.35)
OR	0.000 (0.92)	0.000 (0.30)
Debt2a	-0.004*** (-4.21)	-0.020*** (-13.81)
Holder	0.000 (1.16)	-0.000 (-0.19)
Csoe	0.002 (0.23)	0.004 (0.37)
Constant	0.038*** (5.64)	0.046*** (5.03)
N	3,217	3,217
R2a	0.005	0.058

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

8.1.2 研发强度

以研发投入占比反映企业的研发强度，并作为因变量。从回归结果可以看出，逆向混改企业进行资产整合后，其研发强度反而在p值1%水平更小。逆向混改企业进行资产整合后，研发投入强度明显降低，且前十大股东持股比例越高，下降越明显。在逆向混改企业资产整合的过程中，国有资本对研发的重视度普遍不足。在逆向混改企业资产整合的过程中，企业的人事关系、业务关系存在很大的变动可能性，国有资本对资本投入持有更谨慎的态度，降低了逆向混改企业的研发投入。公司梳理清晰业务关系、人事关系后，经营逐

步进入崭新发展阶段，应会重新重视加大研发投入。

表 24 资产整合对研发强度的影响

	模型1
	Stren
Post	0.006 (0.70)
Treat	-0.003 (-0.43)
c.Post#c.Treat	-0.057*** (-3.24)
OR	-0.000* (-1.76)
Debt2a	0.000 (0.07)
Holder	-0.001*** (-5.75)
Csoe	-0.001 (-0.20)
Constant	0.078*** (10.94)
N	3,217
R2a	0.010

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

8.1.3 产出效率

完成逆向混改的企业进行资产整合后，人均产出的提升并不显著。资产整合的一个重要目标是提高企业的经营效率，而人均产出是经营效率的重要体现，表明从资产整合到人均产出提升在一年以内难以看到明显效果，需要经历一个缓慢提升的过程。赛力斯 2021 年员工人数为 13526 人，人均产出为 123.60 万元，到 2022 年，员工人数增长为 16777 人，人均产出为 203.28 万元，人均产出有所提高。从当前阶段整个逆向混改的样本看，以上效应不具备统计显著性。

表 25 资产整合对人均产出的影响

	模型1
	Orpp
Post	0.007** (2.21)
Treat	-0.002 (-0.99)
c.Post#c.Treat	0.062 (1.22)
OR	0.000*** (9.71)
Debt2a	-0.000 (-0.70)
Holder	0.000 (0.04)
Csoe	-0.001 (-0.32)

Constant	0.015*** (5.76)
N	3,217
R2a	0.029

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

8.2 进一步研究

本节进一步研究资产整合特征与财务绩效的关系。在之前的DID分析中，已经从会计回报率、研发强度、产出效率的角度分析了完成逆向混改的企业进行资产整合的净影响。截至2023年底，359个进行逆向混改的公司中进一步进行资产整合的公司有278家，仅有81家公司没有披露进行资产整合。本节对进行资产整合的子样本进行分析，以研究同样是进行资产整合的公司，不同的资产整合特征是否对公司财务绩效的影响存在显著差异。由于部分公司的资产整合行为特征信息缺失值较多，在这一章节中删除这部分公司样本，最终有效公司样本为247个。

8.2.1 成长性与财务运营质量

变量分为两类，一类是之前定义的资产整合特征，另一类为公司其它财务特征。以公司完成资产整合时间点前的最后一份年度财务报告作为时间基点，研究公司财务特征差异及与之对应的资产整合特征对财务绩效的影响。

首先，从成长性与财务运营质量角度切入，成长性以营业收入增速（Yoyor）为代表，财务运营质量包括：盈利能力、营运能力、收益质量、现金流量、偿债能力、资本结构6个维度。其中，盈利能力的测量指标为总资产收益率，以Roa表示；营运能力为营运资本周转

率，以Captialturn表示；收益质量为经营活动净收益/利润总额，以OI2edt表示；现金流量为经营活动产生的现金流量净额/营业收入，以Ocftoor表示；偿债能力为现金流量利息保障倍数，以Ocftointerest表示；资产负债率反映资本结构，以Debt2a表示。

模型 1 到模型 7 的整体结果表明，逆向混改企业的成长性与财务运营质量与资产整合特征的关系很弱，与逆向混改企业自身财务状况的相关性稍强，特别是营业收入（OR）与各个指标具备显著关系的比例稍高，但营业收入（OR）与各个指标关系显著的总体比例依然不高，不同类型逆向混改公司的资产整合，其对公司财务绩效的影响具有明显的异质性，需要具体问题具体分析。

表 26 资产整合的成长性与财务运营质量经济后果

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7
	成长能力	盈利能力	运营能力	资本结构	现金流量	收益质量	偿债能力
	Yoyor	Roa	Captialturn	Debt2a	Ocf2or	OI2edt	Ocftointerest
Relation	-2.286 (-0.75)	1.267 (0.37)	1.288 (0.48)	-0.164 (-0.79)	40.315 (0.38)	0.081 (0.11)	-0.112 (-0.36)
Prole	-0.573 (-0.29)	3.194 (1.46)	1.552 (0.90)	-0.157 (-1.17)	15.429 (0.23)	0.774 (1.56)	0.316 (1.57)
Utype	1.553 (0.55)	-5.690* (-1.82)	3.771 (1.54)	-0.165 (-0.86)	-66.098 (-0.68)	-0.012 (-0.02)	0.449 (1.57)
Reptran	-0.878 (-0.40)	0.182 (0.07)	-1.758 (-0.91)	-0.003 (-0.02)	-9.649 (-0.13)	-0.764 (-1.38)	-0.044 (-0.19)
Contchg	0.959 (0.65)	1.300 (0.79)	-0.004 (-0.00)	0.056 (0.56)	45.003 (0.89)	-0.505 (-1.36)	-0.217 (-1.44)
Restruct	2.265 (0.91)	-2.547 (-0.92)	-2.033 (-0.94)	-0.207 (-1.23)	8.400 (0.10)	-0.701 (-1.12)	-0.170 (-0.67)

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7
	成长能力	盈利能力	运营能力	资本结构	现金流量	收益质量	偿债能力
	Yoyor	Roa	Captialturn	Debt2a	Ocf2or	OI2edt	Ocftointerest
Mergway	-0.777 (-0.51)	0.758 (0.45)	-1.091 (-0.82)	0.262** (2.52)	91.420* (1.74)	0.801** (2.09)	0.024 (0.16)
Tradeva	-0.000 (-0.11)	-0.000 (-0.59)	0.000** (2.09)	0.000 (1.15)	0.001 (0.54)	0.000 (1.31)	0.000 (0.23)
Crency	1.002 (0.51)	0.436 (0.20)	1.382 (0.80)	-0.031 (-0.23)	-150.530** (-2.22)	-0.647 (-1.31)	0.074 (0.37)
Cash	0.000 (1.26)	0.000 (0.36)	-0.000** (-2.47)	-0.000 (-0.86)	-0.001 (-0.65)	-0.000 (-1.31)	0.000 (0.04)
Meraim	-1.736 (-0.99)	4.513** (2.32)	1.065 (0.70)	0.080 (0.67)	-60.680 (-1.01)	0.595 (1.35)	-0.203 (-1.14)
Location	0.580 (0.15)	-0.391 (-0.09)	0.052 (0.02)	0.534** (2.00)	35.517 (0.26)	0.529 (0.54)	-0.276 (-0.69)
L.Yoyor	-0.009 (-0.87)	0.016 (1.43)	-0.005 (-0.62)	-0.001* (-1.91)	-0.425 (-1.24)	0.003 (1.12)	-0.001 (-0.59)

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7
	成长能力	盈利能力	运营能力	资本结构	现金流量	收益质量	偿债能力
	Yoyor	Roa	Captialturn	Debt2a	Ocf2or	OI2edt	Ocftointerest
Orpp	-0.465 (-1.13)	0.212 (0.46)	0.856** (2.39)	0.013 (0.46)	6.658 (0.47)	0.094 (0.91)	0.022 (0.52)
M2B	-0.004 (-0.38)	0.005 (0.48)	-0.005 (-0.57)	0.000 (0.02)	-0.167 (-0.49)	0.001 (0.35)	0.000 (0.19)
OR	-1.699*** (-7.13)	-0.435 (-1.65)	0.391* (1.89)	-0.008 (-0.47)	-27.058*** (-3.31)	-0.210*** (-3.53)	-0.031 (-1.30)
Csoe	2.365 (1.23)	0.724 (0.34)	0.083 (0.05)	0.028 (0.22)	-22.618 (-0.34)	-0.647 (-1.35)	-0.036 (-0.19)
Holder	-0.041 (-0.70)	-0.009 (-0.14)	-0.020 (-0.40)	0.013*** (3.19)	-0.050 (-0.03)	-0.003 (-0.20)	-0.002 (-0.42)
Offering	4.499*** (2.80)	1.592 (0.90)	1.892 (1.36)	0.000 (0.00)	-48.442 (-0.88)	-0.952** (-2.38)	-0.064 (-0.39)
Constant	13.022* (1.69)	5.719 (0.67)	-13.711** (-2.04)	3.167*** (6.06)	116.569 (0.44)	-1.532 (-0.79)	1.013 (1.29)

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7
	成长能力	盈利能力	运营能力	资本结构	现金流量	收益质量	偿债能力
	Yoyor	Roa	Captialturn	Debt2a	Ocf2or	OI2edt	Ocftointerest
N	247	247	247	247	247	247	247
R2a	0.252	0.033	0.029	0.081	0.012	0.061	-0.001

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

8.2.2 股价收益率

民营上市公司逆向混改完成后接续进行资产整合的过程中，股价变化代表投资者对民营上市公司资产整合后发展前景的认可程度，虽然该指标不属于民营上市公司的经营指标，但是股价变化往往影响民营上市公司的经营决策，对公司的发展战略产生深远影响。部分民营上市公司或其股东会将上市公司股票抵押以获取一定的贷款，因此股价平稳上涨对其至关重要，否则将面临巨大的爆仓风险，间接影响上市公司的日常运作。国有资本通过混合所有制改革进入民营上市公司，可以通过其强大的信用背书能力，保障民营上市公司股价相对于其它公司有一定的超额收益表现。

本节研究公司逆向混改完成后资产整合过程中的股价表现，由于短期的事件影响具有很强的不确定性，本文聚焦于对中长期股价的影响。此时，股价收益率在某种程度上与公司的基本面的预期变化直接相关。选取两个关键时间点，分别是资产整合预案发布日与资产整合完成公告日，并分别以此日期为T日，向后延续一年，计算未来一年的股价相对于沪深300指数的累计超额收益率，每个公司得到两个收益率值。**Return1**表示资产整合完成后一年，公司股价相对于沪深300指数的累计超额收益率，而**Return2**则表示整合预案发布日之后一年，公司股价相对于沪深300指数的累计超额收益率。

首先，资产整合特征类变量中，仅整合目标（**Meraim**）变量在模型1中正向显著，如果资产整合的目的是行业整合，则**Meraim=1**，故而，若逆向混改企业的资产整合是在行业内进行时，整合完成后未来一年公司的股价超额收益率显著。其余所有的财务指标与特征指标对于预测整合完成后一年的超额收益率都不显著。

在资产整合预案发布时，负债率更高、营业收入更小、央企参与逆向混改的企业，该公司发布预案时，股价在未来1年的表现更好。负债率高的公司面临资金短缺困境，倒逼公司进行资产整合，营业收入更小的企业，壳价值更高，可以通过资产整合提升发展速度，央企参与的逆向混改，由于央企具备广泛的产业资源和金融资源，资产整合的动力与实力更足，总体来说，具有这类特点的公司，其逆向混改后进行资产整合的预期更强，股价表现出显著的超额收益率。

表 27 资产整合对股价收益率的影响

	模型1	模型2
	整合完成1年超额收益率Return1	预案发布1年超额收益率Return2
Relation	2,728.327 (0.73)	579.754 (0.17)
Prole	-1,627.581 (-0.67)	-1,488.618 (-0.67)
Utype	-296.225 (-0.08)	-360.050 (-0.11)
Reptran	-917.772 (-0.34)	-599.008 (-0.24)
Contchg	1,684.321 (0.92)	1,563.903 (0.94)
Restruct	-2,609.112 (-0.85)	2,124.678 (0.76)
Mergway	1,419.273 (0.75)	-2,119.410 (-1.22)

	模型1	模型2
	整合完成1年超额收益率Return1	预案发布1年超额收益率Return2
Tradeva	-0.005 (-0.07)	-0.021 (-0.33)
Crency	1,914.327 (0.79)	2,205.648 (0.99)
Cash	-0.009 (-0.13)	0.026 (0.41)
Meraim	3,700.451* (1.69)	-1,622.576 (-0.81)
Location	1,647.598 (0.34)	-1,524.405 (-0.34)
Roa	-59.544 (-0.80)	-1.672 (-0.02)
Debt2a	-635.065 (-0.52)	2,382.042** (2.15)
L.Yoyor	4.159 (0.34)	1.589 (0.14)
Orpp	-352.254 (-0.70)	-316.486 (-0.68)
M2B	-6.252 (-0.51)	-1.037 (-0.09)
OR	-40.710 (-0.14)	-1,710.082*** (-6.37)
Csoe	-921.952 (-0.39)	4,415.537** (2.06)

	模型1	模型2
	整合完成1年超额收益率Return1	预案发布1年超额收益率Return2
Holder	110.470 (1.52)	-101.526 (-1.53)
Offering	-1,209.664 (-0.61)	3,271.660* (1.82)
Constant	-1,367.197 (-0.13)	5,523.799 (0.59)
N	247	247
R2a	-0.048	0.159

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

8.2.3 债务期限结构与融资成本

公司进行逆向混改，改变了公司的股东结构，在国有股东超过10%的股权持股比例加持下，民营企业的外部信用得到修复，公司的融资约束得到缓解，融资条件更优，体现在债务结构的优化与融资成本的直接下降。长期负债的资金稳定性更强，且融资成本更低，在保持总体债务不变且现金流足够覆盖债务偿付与日常经营的流动性需求后，公司的长期债务占比提升有利于降低公司的融资成本。本节中，基于公司资产整合完成后披露的首份年度财务报告中的数值计算公司的融资情况。银行贷款占比（Debt1）反映公司获得银行信用支持的程度，使用（短期借款+长期借款）/总资产进行计算，长期借款占比（Debt2）反映公司借款中长期借款的相对比例，使用长期借款/（短期借款+长期借款）进行计算，Interest为公司的债务成本率，使用财务费用/（短期借款+长期借款）进行计算。需要重点说明的

是，年度财务报告数据为时间点切片数据，很多流量数据的变动信息并未详细披露，通过以上指标均只能初步估算债务期限结构和融资成本，与公司的实际情况可能存在一定误差。

模型1结果显示，资产整合特征上，当资产整合为协议收购（Mergway）、人民币交易（Crency）时，银行贷款占比更小。协议收购是上市公司资产整合中最常见的收购方式，除此以外，还包括要约收购和吸收合并等形式。公司在按一般性常规进行资产收购、且支付币种为人民币时，主要使用自有现金进行支付，不会新增人民币贷款，银行贷款占比并没有提高，这与公司进行资产收购时的相关监管规定相符合，为了保障贷款的安全性，我国法律规定商业银行贷款禁止投入股权领域。财务特征指标在之前的研究中进行过详细的分析，此处不再论述研究发现。

在模型2与模型3中，当因变量为长期借款占比（Debt2）、债务成本率（Interest）时，公司的资产整合特征都不显著。公司的长期借款能力、融资成本与资产整合的各项特征没有显著关系。个别财务指标有一定的显著性，在之前已经有所分析，在此不再重复论述。

表 28 资产整合对债务期限结构与融资成本的影响

	模型1 Debt1	模型2 Debt2	模型3 Interest
Relation	0.337 (1.45)	0.053 (0.65)	0.403 (0.30)
Prole	-0.159 (-1.05)	0.006 (0.11)	0.349 (0.40)
Utype	0.302 (1.40)	-0.001 (-0.02)	0.070 (0.06)
Reptran	-0.077 (-0.46)	-0.010 (-0.18)	0.250 (0.26)
Contchg	-0.020 (-0.18)	0.005 (0.14)	0.608 (0.93)
Restruct	0.206 (1.08)	0.029 (0.42)	0.074 (0.07)
Mergway	-0.226* (-1.92)	0.003 (0.08)	-0.614 (-0.90)
Tradeva	-0.000 (-0.32)	-0.000 (-0.51)	-0.000 (-0.20)
Crency	-0.248* (-1.65)	-0.042 (-0.79)	-0.166 (-0.19)
Cash	0.000 (0.02)	0.000 (0.91)	0.000 (0.21)
Meraim	0.148 (1.10)	0.044 (0.91)	0.163 (0.21)
Location	-0.095 (-0.31)	0.033 (0.30)	-0.161 (-0.09)
Roa	0.029*** (6.42)	-0.002 (-1.03)	-0.010 (-0.39)

	模型1 Debt1	模型2 Debt2	模型3 Interest
Debt2a	0.747*** (9.99)	0.054** (2.03)	0.689 (1.59)
L.Yoyor	-0.001 (-1.19)	-0.000 (-0.98)	-0.001 (-0.12)
Orpp	0.020 (0.64)	0.002 (0.18)	-0.114 (-0.63)
M2B	-0.001** (-2.00)	0.000 (1.29)	-0.001 (-0.13)
OR	-0.128*** (-7.04)	0.001 (0.20)	0.043 (0.40)
Csoe	-0.051 (-0.35)	0.062 (1.21)	0.344 (0.41)
Holder	0.009** (2.07)	-0.000 (-0.24)	0.012 (0.46)
Offering	-0.225* (-1.85)	0.051 (1.18)	0.154 (0.22)
Constant	-2.889*** (-4.57)	-0.196 (-0.88)	-2.474 (-0.67)
N	247	247	247
R2a	0.473	-0.006	-0.066

注：括号内是稳健t值；*** 表示在 1%水平上显著；** 表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著

九、研究结论

9.1 主要结论

本文以民营上市公司的逆向混合所有制改革为核心，对企业推动资本运作，实现国有资本入股比例达到 10%及以上、逆向混改企业在国有资本入股成功后的接续资本运作过程进行深度剖析。以逆向混合所有制改革对企业经营指标带来的净影响、企业的特征因素与资产整合的关系、资产整合特征及其影响后果这三个问题为中心，分析逆向混合所有制改革给民营上市公司经营带来的作用，形成具备理论基础的民营企业逆向混合所有制改革后果经验证据，对民营企业持续推进逆向混合所有制改革提供参考。通过对本文主要问题的研究，主要有以下发现：

（1）逆向混改的经济后果

民营企业进行逆向混改后，上市公司的扣非归母净利润显著降低。

（2）企业特征因素与资产整合

资产负债率（Debt2a）高，前十大股东持股比例（Holder）高，央企参与（Csoe）逆向混改的公司，在完成逆向混改后，在未来的某个时间点更可能进行资产整合。前十大股东持股比例（Holder）高、央企参与（Csoe）的逆向混改，在公司完成逆向混改后，公司启动资产整合的时间显著更短。逆向混改公司的劳动密集程度高、行业垄断程度高、所处地域的制度环境好，央企参与后，进行资产整合的概率更高。

（3）资产整合的经济后果

民营企业在国有资本入股进行逆向混改，资本运作进行到资产整合阶段后，以 Roa 为代表的企业财务数据并没有受到显著影响。国有资本入股改善民营企业的基本面，是一项

长期而系统的复杂工程，还需要持续不断推动资本运作与资产整合，才能实现最终目标。

逆向混改企业进行资产整合后，研发投入强度明显降低，且前十大股东持股比例越高，下降越明显。完成逆向混改的企业进行资产整合后，人均产出的提升并不显著。

逆向混改企业的成长性与财务运营质量与资产整合特征的关系很弱，与逆向混改企业自身财务状况的相关性稍强。若逆向混改企业的资产整合是在行业内进行时，整合完成后未来一年公司的股价超额收益率显著。在资产整合预案发布时，负债率更高、营业收入更小、央企参与的企业，其股价在未来 1 年的表现更好。当资产整合为协议收购（Mergway）、人民币交易（Creny）时，银行贷款占比更小。当因变量为长期借款占比（Debt2）、债务成本率（Interest）时，公司的资产整合特征都不显著。

9.2 现实启示

优秀民营企业的优势在于效率与市场化，而国企的优势在于资源与信用。在当前发展阶段，民营企业与国有资本相互合作、相互改造与借力已经成为资本市场改革与发展的新趋势。国有资本参与逆向混改，有利于发挥民营企业的经营效率优势、市场化机制。企业进行逆向混改后，充分发挥民营资本及国有资本各自的优势，努力避免各自短板，构建合理的公司治理结构，各参与方在不断摸索与实践。逆向混改企业的股东包括国有股东及非国有股东等多种成分，股权结构复杂，各股权方的利益诉求未必完全统一，制定重大决策所受的制衡很大，需要在各股东方之间寻求利益共同点，构建合适的公司治理结构，并增强企业治理的独立性、决策的科学性与合理性，制度建设成为完善这类企业治理的核心，并在此基础上优化混改企业的经营效率。

深入推动实施民营企业的混合所有制改革，提升企业活力与效率，进一步完善中国特色现代公司治理和市场化运营机制，并健全中国特色现代企业制度，加强董事会、外部董事等治理机构建设，提升上市公司治理水平。逆向混合所有制改革有利于协助民营企业主体破解融资难、融资贵的融资约束老大难问题，借助国有资本的商业信用改善公司的市场地位，并顺应国家的产业规划与战略布局，如国有资本通过参股高科技类公司，实现国家的科技发展目标等战略意图。

从我国逆向混改实践看，民营企业混改涉及的行业广泛，国有资本对运营模式进行改革后，重点布局这些领域，逆向混改不仅是民营企业的发展策略，也契合国有资本推动国家产业布局、实现国有资本保值增值的目标。与国有资本占主导地位不同，民营资本在逆向混改完成后的企业中一般仍占主导地位。同时，参与各方对混改的目标与诉求存在差异，推进逆向混改也面临着诸多矛盾与约束，需创新企业治理制度。首先，民营资本进行混改的目标之一是扩大市场机会、增加融资便利度、提升企业利润，国有资本需承担社会责任，评估社会效益，而社会效益是民营资本普遍不太重视的，国有资本参与混改后，提出追求社会效率的诉求时，可能影响民营资本的利益。不同所有权性质资本方的目标具有多元化与差异化的特征，在逆向混改的企业中，需要找寻各方的共同利益，实现利益追求上的求同存异，并努力在各方利益中取得平衡，民营企业或者国有企业普遍推行的治理制度对于逆向混改企业未必完全适用，需要进行公司治理理论与实践上的创新，新形势下的民营企业逆向混改之风对每一个参与逆向混改企业的治理结构和决策机制提出更高要求，这是逆向混改能否取得成功的重要决定因素之一。

9.3 政策建议

国有资本参与民营企业逆向混改面临的重大政策障碍在于各地政府对于国有资产保值增值的监管要求，并为此出台了一系列投资监管与指导文件，这些指导精神在一定程度上可以遏制职业经理人在使用国有资本进行投资时的代理人问题，但是，非市场化因素也极大限制了国有资本参与民营上市公司资本运作的方式与空间。在接下来的政策制定与执行过程中，应不断根据资本市场的发展制定切实可行的政策方针，在引导、鼓励与规范国有资本参与民营企业逆向混改的过程中，不断积累监管经验，并能根据经济形势发展，进行政策预判，壮大逆向混改企业的实力，促进经济实现良性循环。

9.4 缺陷与不足

截至 2023 年底，有 359 家民营上市公司进行逆向混改，相对于 3000 多家民营企业样本，完成逆向混改的企业占比并不高，支撑变量相互关系的数据量普遍不足，研究结论的可靠性还需要根据逆向混改的推进进展不断进行跟踪，并根据最新的样本数据进行研究结论更新。另外，民营企业进行逆向混改前后涉及非常多的资本运作过程，本文以混改完成、资产整合完成这两个关键节点为重点进行研究，研究的角度有限，并没有实现对逆向混改及之后一系列资本运作的立体多角度分析，对逆向混改问题研究的完整性还有提升空间。

参考文献

- [1] Firth M. Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1980, 94(2): 235-260.
- [2] Haken, H., Graham, R.: Synergetik - die Lehre vom Zusammenwirken. Umschau 6, 191–195 (1971)
- [3] Meckling W H, Jensen M C. Theory of the Firm[J]. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 1976.
- [4] Meeks G, Whittington G. Directors' pay, growth and profitability[J]. The Journal of industrial economics, 1975: 1-14.
- [5] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The journal of finance, 1997, 52(2): 737-783.
- [6] 白列湖.协同论与管理协同理论[J].甘肃社会科学,2007,(05):228-230.DOI:10.15891/j.cnki.cn62-1093/c.2007.05.065.
- [7] 白景坤.论国企改革中的体制惰性及其控制[J].理论与改革,2008,(02):57-60.
- [8] 步丹璐,文彩虹.高管薪酬粘性增加了企业投资吗?[J].财经研究,2013,39(06):63-72.DOI:10.16538/j.cnki.jfe.2013.06.006.
- [9] 曹满丹,甘志华,程隽.逆向混改对民营企业非效率投资的影响分析——基于公司治理视角[J].吉林工商学院学报,2024,40(05):58-66.DOI:10.19520/j.cnki.issn1674-3288.2024.05.014.
- [10] 陈晓芳,成杨.国有资本参股能改善民营企业 ESG 表现吗[J].财会月刊,2024,45(05):66-73.DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2024.05.010.
- [11] 陈其安,王雯,周红军,等.国有股权、政府隐性担保与国有企业银行贷款[J].系统管理学报,2022,31(03):577-588.
- [12] 程新生.公司治理、内部控制、组织结构互动关系研究[J].会计研究,2004,(04):14-18+97.
- [13] 邓晓钰.“逆向混改”能够降低民营企业债务融资成本吗? [J].商业观察,2024,10(20):107-113.

- [14] 丁浩. 反向混改背景下民营企业引入国有资本的动因及效果研究[D].浙江财经大学,2024.DOI:10.27766/d.cnki.gzjcj.2022.000388.
- [15] 董艳,刘佩忠.国有注资对民营企业绩效的影响——基于中国工业企业研究[J].经济学(季刊),2021,21(06):1925-1948.DOI:10.13821/j.cnki.ceq.2021.06.03.
- [16] 范苗苗. 镇海股份引入国有资本的财务绩效研究[D].景德镇陶瓷大学,2024.DOI:10.27191/d.cnki.gjdtc.2023.000090.
- [17] 高冰莹,张伟华,范慧敏.国有资本参股能抑制民营企业股价崩盘风险吗? [J].中国软科学,2024(01):139-150.
- [18] 韩剑,郑秋玲.政府干预如何导致地区资源错配——基于行业内和行业间错配的分解[J].中国工业经济,2014,(11):69-81.
- [19] 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.
- [20] 姜富伟,丁慧,张芷宁等.混合所有制改革与民营企业精准扶贫——基于资源互补和监督制衡的视角[J/OL].经济管理:1-19[2024-03-25].<https://doi.org/10.19616/j.cnki.bmj.2024.02.005>.
- [21] 李繁.逆向混改、市场竞争地位与关键审计事项[J].全国流通经济,2023,(20):173-176.DOI:10.16834/j.cnki.issn1009-5292.2023.20.041.
- [22] 李寿喜.产权、代理成本和代理效率[J].经济研究,2007,(01):102-113.
- [23] 李华民,兰雅婷,向海凌.国有资本参股能否赋能民营企业高质量发展? [J].南开经济研究,2023(12):199-217.DOI:10.14116/j.nkes.2023.12.011.
- [24] 李淑娟,张靖翌.“逆向混改”对民营企业债务融资成本的影响[J].新疆财经大学学报,2023,(03):48-59.DOI:10.16713/j.cnki.65-1269/c.2023.03.005.
- [25] 李文贵,余明桂,钟慧洁.央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效[J].管理世界,2017,(08):123-135+153.DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2017.08.012.
- [26] 李文贵,邵毅平.产业政策与民营企业国有化[J].金融研究,2016,(09):177-192.
- [27] 梁上坤,陈冬华.大股东会侵犯管理层利益吗?——来自资金占用与管理层人员变更的经验证据[J].金融研究,2015,(03):192-206.

- [28] 刘胜,阮靖恩,陈秀英.“反向混改”与民营企业数字化转型:国有资本参股视角[J].广东财经大学学报,2024,39(01):100-113.
- [29] 刘少波.控制权收益悖论与超控制权收益——对大股东侵害小股东利益的一个新的理论解释[J].经济研究,2007,(02):85-96.
- [30] 刘笑霞,李明辉.反向混改与民营企业避税[J].现代经济探讨,2024(02):67-81.DOI:10.13891/j.cnki.mer.2024.02.002.
- [31] 刘慧龙,张敏,王亚平等.政治关联、薪酬激励与员工配置效率[J].经济研究,2010,45(09):109-121+136.
- [32] 刘宁,张洪烈.宜控还是宜参?国有股权与民营企业二元创新:逆向混改视角[J].科技进步与对策,2022,39(18):77-87.
- [33] 龙志玮.股权质押背景下国资纾困民营企业的绩效研究[D].江西师范大学,2023.DOI:10.27178/d.cnki.gjxsu.2023.001044.
- [34] 牛彪,王建新,于翔.逆向混改、容错机制与民营企业数字化转型[J].经济体制改革,2023,(06):108-116.
- [35] 潘开灵,白列湖.管理协同机制研究[J].系统科学学报,2006,(01):45-48.
- [36] 冉茂盛,钟海燕,文守逊等.大股东控制影响上市公司投资效率的路径研究[J].中国管理科学,2010,18(04):165-172.DOI:10.16381/j.cnki.issn1003-207x.2010.04.008.
- [37] 任广乾,赵梦洁,李俊超.逆向混改何以影响民营企业韧性——基于董事关系网络的视角[J].财经科学,2023,(05):92-110.
- [38] 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.
- [39] 孙永祥.所有权、融资结构与公司治理机制[J].经济研究,2001,(01):45-53.
- [40] 田苗:《民企逆向混改对企业绩效的影响研究》,《河北企业》.2023(12), 79-80
- [41] 田可欣.混改背景下民营企业引入国有资本的经济效果研究[D].贵州财经大学,2023.DOI:10.27731/d.cnki.ggzczj.2023.000711.

- [42] 田利军,刘熙.混合所有制、内部控制与产权保护[J].重庆大学学报(社会科学版),2019,25(05):84-97.
- [43] 王玉:《“逆向混改”研究综述与展望》,《中小企业管理与科技》.2023(19), 37-39
- [44] 王玉龙,孟琰婷,彭健.国资参股与民营企业共同富裕——基于劳动收入份额的视角[J/OL].财会月刊:1-10[2024-03-25]
- [45] 吴崇,顾丹,张佳奇.“逆向混改”如何影响战略性新兴产业民企绿色创新?——基于代表性产业比较分析的视角[J].技术经济,2024,43(03):51-63.
- [46] 吴秋生,独正元.混合所有制改革程度、政府隐性担保与国企过度负债[J].经济管理,2019,41(08):162-177.DOI:10.19616/j.cnki.bmj.2019.08.010.
- [47] 谢军,杜玲.国有资本参股能抑制民营企业违规吗[J].财会月刊,2023,44(15):146-152.DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2023.15.020.
- [48] 徐莉萍,辛宇,陈工孟.股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J].经济研究,2006,(01):90-100.
- [49] 徐二明,王智慧.我国上市公司治理结构与战略绩效的相关性研究[J].南开管理评论,2000,(04):4-14.
- [50] 杨淑娥,王映美.大股东控制权私有收益影响因素研究——基于股权特征和董事会特征的实证研究[J].经济与管理研究,2008,(03):30-35.
- [51] 姚梅洁,宋增基,张宗益.制度负外部性与市场主体的应对——来自中国民营企业的经验证据[J].管理世界,2019,35(11):158-173.DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2019.0155.
- [52] 赵诗琦.民营企业引入国有资本的动因及效果分析[D].江西财经大学,2024.DOI:10.27175/d.cnki.gjxcu.2023.001562.
- [53] 曾秋根,于晓琪.国有资本参股与民营企业创新持续性[J].国际商务财会,2024(04):11-18.
- [54] 曾敏.国有资本参股对民营企业研发创新的影响及其作用机制研究[J].经济学家,2023(12):66-76.DOI:10.16158/j.cnki.51-1312/f.2023.12.017.
- [55] 曾庆生,陈信元.国家控股、超额雇员与劳动力成本[J].经济研究,2006,(05):74-86.

[56] 周婷婷. WT 公司逆向混改动因及其效应研究[D].重庆理工大学,2023.DOI:10.27753/d.cnki.gcqgx.2023.000857.