

宏观伴读系列 (23): 民营企业“反向混改”研究

报告发布日期

2024 年 06 月 07 日

证券分析师

陈至奕 021-63325888*6044
chenzhiyi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860519090001
香港证监会牌照: BUK982

孙国翔 sunguoxiang@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860523080009

相关报告

宏观伴读系列 (22): 省会首位度研究 2024-05-29
宏观伴读系列 (21): 网络社群与消费行为 2024-05-29

研究结论

- 过去几年的 A 股上市公司中,“反向混改”(民营企业引入国有资本)的案例并不少见,一般都能带来信心的提振,且我们判断伴随着央企更深度参与战略新兴行业,今后这类情形可能还会增加。和“正向混改”一样,有相当多的文献探讨“反向混改”给企业创新水平、绩效表现带来的影响,其中蕴含各种作用机制:
- 国资入股在一定程度上能够加强对民营大股东和管理层机会主义行为的监督和约束,抑制激进性会计行为、提高会计信息质量**,同时,反向混改带来了政府隐性担保,促进企业外部融资和业务获取,使企业未来发生财务困境的可能性大大降低,导致审计师通过对财务报表出具非标意见来应对可能风险的动力会下降。刘笑霞、李明辉(2023)的“民营企业‘反向混改’与审计意见”一文利用 2008-2020 年 A 股非金融类民营上市公司数据,以前十大股东中国有股东的持股比例及其是否超过 10%度量反向混改,发现反向混改可以显著降低公司收到非标审计意见的可能。此外,公司信息不对称程度高、所在地区法治环境差、事务所的客户重要性低的情况下,这种效应越明显。
- “反向混改”也可能优化民营企业的经营行为**, 窦炜、王世豪、石佳鑫(2023)的“‘反向混改’能促进民营企业数字化转型吗”一文同样以沪深 A 股民营上市公司为研究对象,构建数字化转型特殊关键词词库并在企业年报中对这些资料进行分词、提取,以衡量其数字化转型的水平,验证了“反向混改”对民营企业数字化转型的促进作用。且作者认为,企业数字化转型包括“底层技术”和“实践应用”两个维度,随着网络购物等线上消费的流行,越来越多的民营上市公司涉足电子商务领域,这是一种以市场开拓和业务增长为导向进行的数字化转型,但相对而言,底层技术维度的数字化(如云计算、区块链等)更有利于核心竞争力的发展,研究发现,“反向混改”对民营企业“底层技术”维度的促进作用明显大于“实践应用”维度。
- 融资行为的角度,何德旭、曾敏、张硕楠(2022)的“国有资本参股如何影响民营企业?——基于债务融资视角的研究”同样采用沪深两市 A 股民营上市公司 2004—2019 年间的数据库,实证检验国有资本参股是否以及如何影响民营企业的债务融资。作者发现,国有资本参股可以显著降低民营企业的债务融资成本,扩大债务融资规模。从机制来看,**国有资本参股通过提升民营企业的社会地位、减轻民营企业面临的“统计偏见”、优化民营企业的信息质量以及降低民营企业的“股东—债权人”代理问题等渠道,多管齐下地改善了其债务融资。**
- 赵彦锋、王桂祯、胡著伟(2023)的“国有股权能促进民营企业‘脱虚向实’吗?”提出,国有股权既有可能弱化民营企业金融化的“蓄水池”预防性动机,也会通过治理效应减弱民营企业金融化的“投资替代”逐利行为,从而起到促进民营企业“脱虚向实”的作用。**通过定义“脱虚向实”(实体投资率增加,金融投资率下降、实体投资率增加值高于金融投资率增加值以及实体投资率下降值低于金融投资率下降值三种情况),作者验证发现,治理效应是国有股权促进企业“脱虚向实”的主要影响机制,即,国有股权参股通过降低第二类代理成本(控制公司资产的大股东和提供资金的小股东之间的冲突)、提高分析师关注度的渠道促进参股民营企业“脱虚向实”,同时其资源效应在“脱虚向实”中并未发挥作用。此外,内外部环境对国有股权与民营企业“脱虚向实”具有调节影响,即在内部控制质量低、市场化程度高的环境中,国有股权的促进作用更显著。**

风险提示

- 引用的学术研究、计量模型所需假设与现实存在偏差的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。