

# 国有资本参股对民营企业债务融资能力的影响

## ——基于对公司债务融资能力的研究

袁 瑞

苏州科技大学商学院, 江苏 苏州

收稿日期: 2023年11月27日; 录用日期: 2023年12月6日; 发布日期: 2024年1月16日

### 摘 要

民营企业的“融资难”已经成为其可持续发展的一个瓶颈,而在面对新冠疫情这样的突发事件时,这个问题尤为突出。本文主要以企业债务融资能力为切入点,主要从社会声誉、信息质量、政府支持三个层面探讨了国有资本参股的“反向混改”是否以及如何影响民营企业。研究发现:国有资本参股民营企业,可以显著提高后者的债务融资能力。同时,经过一系列内生性及稳健性检验后,上述结论依然成立。进一步的机制分析发现:国有资本参股民营企业后,会通过提升民营企业的社会声誉、提高信息质量、获得更多政府支持,进而改善了其债务融资。如此为“反向混改”中如何解决民营企业发展的瓶颈“融资难”以及如何更好地引入国有资本提供了参考方案,对于发展混合所有制改革的可行性和必要性提供了一定的经验证据。

### 关键词

混合所有制改革, 反向混改, 国有资本, 债务融资

# The Influence of State-Owned Capital's Equity Participation on the Debt Financing Ability of Private Enterprises

## —Based on the Research of Corporate Debt Financing Ability

Rui Yuan

School of Business, Suzhou University of Science and Technology, Suzhou Jiangsu

Received: Nov. 27<sup>th</sup>, 2023; accepted: Dec. 6<sup>th</sup>, 2023; published: Jan. 16<sup>th</sup>, 2024

文章引用: 袁瑞. 国有资本参股对民营企业债务融资能力的影响[J]. 金融, 2024, 14(1): 132-152.

DOI: 10.12677/fin.2024.141017

## Abstract

The “difficulty in financing” of private enterprises has become a bottleneck for their sustainable development, and this problem is particularly acute in the face of emergencies such as the COVID-19 pandemic. This paper mainly takes the debt financing ability of enterprises as the entry point, and mainly discusses whether and how the “reverse mixed reform” of state-owned capital equity participation affects private enterprises from three aspects: social reputation, information quality and government support. The results show that: the state-owned capital shares in private enterprises, can significantly improve the latter’s debt financing ability. Meanwhile, after a series of endogeneity and robustness tests, the above conclusions are still valid. Further mechanism analysis shows that: after state-owned capital shares in private enterprises, it can improve their debt financing through enhancing their social reputation, improving information quality and obtaining more government support. This provides a reference scheme for how to solve the bottleneck of private enterprise development “financing difficulties” and how to better introduce state-owned capital in the “reverse mixed ownership reform”, and provides some empirical evidence for the feasibility and necessity of developing mixed ownership reform.

## Keywords

Mixed-Ownership Reform, Reverse Mixed Reform, State Capital, Debt Financing

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

在中国的基本经济制度中，始终强调“以公有制为主体，多种所有制经济并存”，并倡导通过混合所有制改革来促进国有资本的做大做强。然而，这一改革不应只关注国有资本的发展，还应通过“混合所有制改革”为民营企业带来实际利益。这种改革有助于民营企业有效应对突发事件风险，推动产业结构升级，实现“国民共进”的目标。

通过引入国有资本并改变民营企业的股权结构，可以促进不同股东之间的互动和协同，提高企业的综合竞争力和发展潜力。国有资本的参与改变了民营企业的所有权格局，为企业注入了新的资源和管理经验，同时也为各股东提供了共同发展的机会。

通过充分利用不同股东的优势和资源，民营企业可以获得更广泛的学习和合作机会，提升企业的创新能力、市场竞争力和可持续发展能力。因此，改变股权结构是一种重要的改革举措，有助于推动企业的发展 and 实现共同繁荣。

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出发展“混合所有制经济”，实现民营与国有经济的协同发展。党和政府对混合所有制经济的发展前景充满信心，并给予政策支持。混合所有制经济可以从宏观和微观角度进行分析。

在新冠疫情背景下，企业需要外部融资来支持生产经营活动。根据优序融资理论和MM理论，债务融资是企业最常用的融资方式。国有资本进入民营企业可以提高民营企业的债务融资能力，但具体影响的机制需要进一步探讨。另外，反向混改可以提高民营企业的债务融资能力，并可能对公司的绩效产生

积极作用。同时，随着绿色金融的发展，国有资本的参股是否对绿色转型的发展带来一定的成效也是值得探讨的问题。本文利用 2004~2021 年沪深 A 股上市公司的十大股东数据和其他数据进行匹配，以实证检验上述问题。

本文的研究贡献主要体现在：对于“混合所有制改革”中的“反向混改”在理论上进行了相应的补充；其次研究对国有资本参股给民营企业带来的影响，主要从民营企业的发展瓶颈——融资问题的角度切入，结论是其对民营企业的外部融资能力有所提高，体现出“反向混改”不只是两者的混合，国有资本的参与确实给民营企业带来了切实的利益，达到了“改”的效果；最后也对国有资本参股与绿色转型的关系进行研究，这与国家所提出的“碳达峰”战略相一致，并为国家战略的顺利实施提供了理论基础。

本文余下部分的结构主要包括七个部分，安排如下：第二部分是国内外相关文献进行综述，通过对已有研究的回顾和总结，为本文的研究提供理论和实证基础；第三部分详细叙述了本文所采用的理论框架，并提出了相应的假设，这有助于明确研究的目的和研究问题；第四部分介绍了研究设计的具体内容，包括样本选取的方法、模型构建的步骤以及变量定义的标准，这些都是保证研究的可靠性和有效性的重要环节；第五部分给出了实证过程和结果，通过对数据的分析和统计推断，验证了假设并得出相应的结论；第六部分对国有资本参股对民营企业债务融资能力的机制进行检验；第七部分介绍研究结论，同时对“反向混改”给出政策建议；最后是列出参考文献。

## 2. 文献综述

通过翻阅已有文献，发现虽然自 2018 年开始，“混合所有制”迅速成为了中国经济学和金融学研究的热点，之前也有许多国外学者致力于研究相关主题，但大多是着眼于国有企业引入非国有资本所产生的积极影响[1] [2]。根据哈特(1995)；施莱费尔、维什尼(1994)；詹森、梅克林(1976)的研究，他们提出了一种解决国有企业所面临的政策性负担以及提高高管薪酬契约有效性的方法，即引入非国有股东。这一举措旨在解决企业内部存在的双重委托代理问题，并最终改善公司的经营状况和业绩[3] [4]。相关的研究为混合所有制改革提供了经验证据和政策优化方向。

混合所有制改革是指在国有企业中引入非国有股东，以改善企业的经营效率和竞争力。研究表明，这种改革措施可以有效地提高国有企业的经营状况，并解决代理问题所带来的负面影响。引入非国有股东是一种有效的方法，可以改善国有企业的经营状况和业绩，并解决代理问题[5] [6]。混合所有制改革在这一方面具有巨大的潜力，并需要进一步的研究和政策优化来更好地实施和推进这一改革。通过引入非国有股东，国有企业可以更好地适应市场经济的要求，提高效率和竞争力，从而为经济的可持续发展做出积极贡献。

然而，“反向混改”的研究却是寥寥无几，仅有几篇文献讨论过国有资本参股民营企业所带来的经济后果。显然，这与国家的“混合所有制改革”的“双向混改”战略部署是不相符合的，即“反向混改”并未受到学术界同等的重视。因此，当今亟待解答的问题是，国有资本参股如何影响民营企业的债务融资能力，以及在提高债务融资能力的基础上，对企业带来何种收益。

关于债务融资能力，已有文献证明较强的债务融资能力有助于企业应对融资约束[7] [8]和改善公司的内部治理问题，尤其是中小企业[9] [10]。但张跃龙等从信息不对称和代理冲突的角度阐释企业债务融资对投资效率的作用有限，甚至会因债务融资能力的增强放松了企业的资金约束，助长了企业的过度投资。但是国有资本的参股往往能解决信息不对称和代理冲突的问题[11]，使得企业既解决“融资难”的问题，又能对资金合理配置。同时，关于债务融资能力的测度，已有文献以债务融资规模和债务融资期限为指标。因为关于企业的债务融资能力，主要是看其长期债务的情况。

对于如何增强企业的债务融资能力，已有文献往往从政策效应[12] [13]和内部治理效应进行分析，但

总体而言，更多的文献往往是以单因素为切入点，研究其是否可以改善民营企业的债务融资，而未从根源上进行深入透彻的分析，即民营企业为什么难以获得债务融资。在没能够回答“为什么”之前，研究“怎么办”恐怕只会是片面的。即仅仅从外部环境和公司内部治理分析对民营企业债务融资能力的影响是远远不够的，因为外部政策对民营企业的影响是多样的，各个企业的内部治理也有较大差异。所以需要从多个方面对其进行深入探讨，才能对如何真正提高民营企业的债务融资能力有明确的方向。

有鉴于此，本文将深入辨析到底是怎么样的因素导致了民营企业的融资困境，不仅从看得见的规则进行入手，还会深入研究一些隐性因素，同时会结合当下的政策和方针进行进一步研究，即在经济进入新发展阶段时，“反向混改”是否能产生预期的效果，在此基础上探究“反向混改”的国资参股可能给民营企业带来的积极影响，为顺利推进“混合所有制改革”做出了相应的理论补充。

### 3. 理论分析及研究假设

在1976年，经济学家哈耶克提出了一个经典观点，将规则分为两种形式：阐明的规则和未阐明的规则。阐明的规则指的是以明确的、成文的形式存在的规则，例如法律、法规和制度等。这些规则通常可以被清晰地表达和解释，人们可以遵循它们来规范行为。

然而，哈耶克也指出了另一种类型的规则，即未阐明的规则。这些规则无法用语言明确表达，它们是通过长期的历史实践和文化的沉淀而形成的。这些未阐明的规则潜藏在人们的潜意识中，指导着他们的行为方式和决策。尽管无法以明确的方式描述，但这些规则在社会生活中起着重要的作用，并对个体和社会行为产生影响。

这种规则的分析对于理解社会行为和文化的演变具有重要意义。它提醒我们，社会不仅仅是由明确的规则所构成，还存在许多潜在的、隐含的规则影响着人们的行动和决策。这些未阐明的规则是人们共同的信念、价值观和行为模式的产物，它们对社会秩序和稳定起着重要作用。

而中国自建设社会主义市场经济体制开始，就已经有了明确的要求，即以公有制为主体，国有资本在市场经济中占主体地位。对应到民营企业，可以发现，金融机构对民营企业普遍存在信贷歧视，同时地方政府的财政支持也更倾向于国有企业。这些虽然未明文规定，但确实是普遍现象。并且，在进行大型和重点项目建设时，也更愿意招标国有企业，而民营企业很难因此而获得充足的外部融资。这一方面固然存在大众对国有资本的信任，对民营企业存在长久以来的“偏见”；另一方面是因为国有资本释放的信息质量高，因为其一举一动都受到外界关注，使得投资者更偏好于“看得见的信息”。所以如果民营企业引入国有资本，会大大提高其社会地位，同时可以使得民营企业获得更多的政府的支持，更重要的是，通过引入国有资本，会使得民营企业获得更多的外界的关注，会促使其不断提高发布的信息质量，有助于其债务融资的提升。综上可提出下列假设：

假设 H1：国有资本参股民营企业，可以显著提升后者的债务融资能力。

#### 3.1. 国有资本参股，民营企业社会地位提升

大量研究证实了民营企业存在普遍的融资约束，较之国有企业，民营企业获得的资金更少、成本更高。许多研究表明，这种现象是由政府主导资金分配所导致的。

然而，自2004年开始，商业银行实施了股份制改革和公开上市的措施，这使它们成为了独立运营、自担风险、自负盈亏的市场主体。通过股份制改革，商业银行的所有权结构发生了变化，私人股东可以参与银行的股份持有，并参与银行的经营决策。而通过公开上市，商业银行的股份可以在资本市场进行交易，增加了银行的融资渠道和透明度。

需要指出的是，将国有企业获得信贷资源的唯一原因归结为政府控制并不完全符合实际情况。尽管



政府在国有企业的信贷获取过程中扮演重要角色，但市场因素同样发挥着重要作用。商业银行在决定向企业提供信贷时，会考虑企业的信用状况、盈利能力、市场前景等因素，而非仅仅受到政府指导或干预。此外，商业银行也会根据市场的需求和竞争状况来制定信贷政策，以获得更好的经济效益。

总而言之，商业银行通过股份制改革和公开上市成功实现了市场导向的转变，成为了独立运营、自担风险、自负盈亏的市场主体。因此，国有企业获得信贷资源并非完全由政府控制，市场因素也在信贷决策中发挥着重要的作用。

国有企业相对于民营企业在获得信贷资源方面具有优势。这一优势可以归因于多个因素。首先，国有企业的投资者是国家，而民营企业的投资者主要是自然人，国家作为国有企业的投资者拥有更大的资源和财力支持。其次，国有企业享有较高的社会地位和声誉，其经营和财务状况常常受到政府的关注和支持，这为它们获得信贷资源提供了一定的保障。最后，由于国有企业在经营历史和规模上的稳定性较高，其信用风险相对较低，这使得债权人更倾向于向国有企业提供资金支持。

综上所述，国有企业相对于民营企业更容易获得债权人提供的信贷资源。这种差异性主要源于国有企业投资者身份的特殊性、其享有的高社会地位和声誉以及较低的信用风险。这种优势使国有企业能够更容易地获得资金支持，从而促进其业务发展和扩张。

这种偏向国有企业的倾向可能是由债权人和社会公众自发形成的一种意识。他们可能普遍认为国有企业具有更高的社会地位和声誉，相对而言风险更小，因此更愿意将资金提供给这些企业。这种行为准则可能对债权人的决策产生重要影响，甚至超过明确规则的影响。

这一现象表明，经济决策往往受到多个维度和因素的影响，而非仅仅考虑纯粹的经济利益。就像熊彼特所说：“没有什么是纯粹经济的，其他维度永远存在，且往往更为重要。”

债权人和社会公众的信任和认同对于企业获得信贷资源具有重要意义。即使在明确的法律规定下，国有企业仍然有更大的机会获得资金支持，这与人们对国有企业地位和声誉的普遍认同有关。据已有文献显示，中小商业银行进入市场后，更倾向于向国有企业(尤其是央企)发放贷款，而非向五大国有商业银行发放。研究表明，在中小商业银行进入市场的第一年，当民营企业获得国有资本的参股后，出现了明显的变化。这意味着企业的性质由纯粹的民营企业转变为国有和民营混合的企业。

这一变化为我们提供了一定程度的经验证据，支持了这样的假设：当国有资本参与到民营企业中时，企业的社会地位和声誉会显著提升。国有资本的参股使得企业获得了与国有企业相似的身份认同，并享有与国有企业相近的社会地位。这可以带来许多好处，如提高企业在市场上的形象和信誉，增强与合作伙伴、债权人和消费者的合作意愿。

通过民营企业获得国有资本参股，企业在市场中的地位得到提升，不仅仅是经济层面的改变，更是在社会认同和社会地位方面的改变。这种混合所有制的结构改变有助于提升企业的形象和信任度，这将极大地增强了用债务融资的能力。综上可以提出下列假设：

假设 H2：国有资本参股民营企业，可以通过提高其社会地位和声誉，从而增强企业的债务融资能力。

### 3.2. 国有资本参股，民营企业信息质量提高

企业融资限制的主要原因是企业与贷款机构之间存在信息不对称。信息不对称意味着企业对自身的内部情况、风险状况等了解更为深入，而贷款机构却无法获得同等程度的信息。这种信息不对称可能导致贷款机构因为无法准确评估企业的信用状况而拒绝提供贷款。

然而，企业社会责任可以被看作是一种替代机制，通过向银行传递有利信息，缓解企业与银行之间的信息不对称和逆向选择问题。企业社会责任指的是企业在经营活动中关注社会、环境和利益相关方的利益，承担起相应的责任。通过企业社会责任的实践，企业可以增加与贷款机构的互信，减少信息不对

称，降低贷款机构因逆向选择而拒绝提供贷款的风险。银行可以更加确信企业在贷款过程中的可靠性和潜在的回报，从而提供更多的融资机会。这有助于消除企业在信贷方面的歧视，提高企业获得融资的机会和条件。

总之，注重承担社会责任的企业出于长期发展的考虑，会提供更加透明和可靠的财务报告来满足相关利益者的需求，从而减少信息不对称的程度。

政府资本参与民营企业股权可以增强其信息透明度和披露信息的质量。重要事件会在资本市场上引起媒体关注，而媒体的监督作用有助于促使公司改正违规行为并提升整体治理水平。媒体的曝光和报道可以引起公众和投资者的关注，迫使公司及时采取行动来解决问题，以维护声誉和信任。

此外，混合所有制改革吸引了更多分析师的关注，他们能够提供更强的信息解读能力和非公开信息的挖掘。分析师通过对公司的深入研究和分析，可以为投资者提供更准确的判断和决策依据，从而促进公司治理的改善。分析师的关注度提高了公司信息的透明度和质量，有助于提升投资者的信心。

相比民营企业，国有企业受到政府多个部门的监管，其制度规范性更为严格。当国有资本参与到民营企业中时，国有资本能够积极参与公司治理，并提升制度规范性和内部控制质量。国有资本的介入有助于加强对企业的监督和管理，提高信息披露的质量和透明度，从而增加投资者对企业的信任和认可度。

综上所述，媒体追踪报道和分析师的关注对于监督公司行为和改善公司治理起着重要作用。同时，混合所有制改革和国有资本参与能够提升公司的制度规范性、内部控制质量和信息质量。这些因素共同推动了企业治理水平的提高，促进了资本市场的健康发展和投资者的保护。由此可以提出下列假设：

假设 H3：国有资本参股民营企业，可以通过提高其信息质量，从而增强企业的债务融资能力。

### 3.3. 国有资本参股，民营企业获得更多政府支持

虽然现在强调需要对国有企业和非国有企业平等对待，但从今年的中央经济工作会议可以看出，国家在“混合所有制改革”中，依旧强调国有资本的主体地位，需要做强、做优、做大国有资本。

而国有资本参股民营企业，可以使民营企业获得更多的财政支持，具体原因有：一方面，当国有资本进入民营企业时，民营企业可以与国家的重点建设项目进行衔接，同时地方政府为了其能够顺利完成，也会加大重点项目的扶持力度，从而民营企业可以获得更多的政府补贴；另一方面，在许多现行政策前，国有企业具有优先选择权，而其中不乏在突发事件中的财政扶持政策，从而会使得民营企业缓解资金链紧张的难题，从而能够进行正常的经营生产。综上可以提出下列假设：

假设 H4：国有资本参股民营企业，可以通过获得更多的政府支持，从而增强企业的债务融资能力。

## 4. 研究设计

### 4.1. 样本选择及数据收集

中国共产党第十六届三中全会提出了“大力发展混合所有制经济”的重要战略目标，其中国有资本参股成为经济改革的重要方向。为了研究国有资本参股对民营企业的影响，本研究选择了 2004~2021 年在上海和深圳证券交易所 A 股市场上市的公司年度数据作为初始样本。

这一样本选择是基于对经济改革中国有资本参股的重要性的认识，旨在深入探究国有资本参股对民营企业的具体影响。通过分析这些年度数据，研究可以揭示国有资本参股对民营企业的债务融资期限、规模和公司价值等方面的影响程度，从而为混合所有制经济的发展和优化提供重要的理论和实证支持。

因此，本研究选取了 2004~2021 年在上海和深圳证券交易所 A 股市场上市的公司年度数据作为初始样本，以探究国有资本参股对民营企业的影响，为混合所有制经济的推进提供有益的参考和建议。

为确保数据的可靠性和一致性，研究进行了多项处理。首先，保留了民营控股股东样本，以便研究

重点放在国有资本参股的影响上。其次，剔除了出现控制权变更的样本，以减少外部因素对研究结果的干扰。此外，为了保证样本的代表性，研究还剔除了金融行业样本，因为金融行业存在特殊的监管和业务模式。同时，剔除了缺失主要变量数据的样本，以确保数据的完整性和准确性。此外，对于连续变量，进行了极端值处理，以排除异常值的影响。

研究所使用的股东性质数据来自上市公司年报，债务融资风险数据来自 RESSET 数据库，其他数据来源于 CSMAR 数据库。这些数据来源广泛，并具有较高的可信度，为研究提供了可靠的基础。

通过对数据样本的处理和准备，为后续的研究工作提供了可靠的数据基础，以便深入探讨国有资本参股对民营企业的影响，并对混合所有制经济的发展提供有力的实证支持。

## 4.2. 回归模型

为检验国有资本参股对于民营企业债务融资的影响，参照绝大部分混改文献，本文构建控制年份和行业的固定效应模型(1)，这项研究的样本包括了民营企业在上市时有国有资本参股的情况，以及上市后国有资本新参股的情况。通过对这些情况进行深入研究，可以探讨国有资本参股的作用，并为当前的“反向混改”政策提供借鉴和参考。

本研究的焦点是探究国有资本参股对民营企业的影响及其可行性。通过分析数据样本，可以揭示国有资本参股对民营企业在战略意义、治理结构和经营绩效等方面的影响。

通过对国有资本参股的研究，可以更好地理解其对民营企业的影响机制，包括如何改变企业的战略定位、对治理结构带来的变化以及对经营绩效的影响。这一研究将帮助我们深入了解国有资本参股对民营企业的战略选择和经营决策产生的影响，从而为相关政策的制定和实施提供有力的理论和实证支持。

通过对不同情境下的数据样本进行详细分析，我们可以更全面地了解国有资本参股对民营企业的影响程度和效果。这对于理解国有资本参股的效果以及混合所有制经济的发展路径具有重要意义。

在稳健性检验阶段，研究将采用纯粹的国有资本新参股观测值作为对照组，以提高研究结论的针对性和可信度。这样可以更好地地区分国有资本参股的影响效应，并避免其他因素的混淆。这种研究设计将有助于准确评估国有资本参股对民营企业的影响，为相关决策提供科学依据。并采用工具变量检验国有资本新进入的动态影响。模型(1)具体如下：

$$\text{Debt}(\text{Maturity})_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dsoe} + \beta_2 \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

为衡量企业的债务融资能力，本文决定从债务融资规模和债务融资期限两个方面进行研究。本研究的被解释变量包括企业在第  $t + 1$  期的债务融资规模(Debt)和债务融资期限(Maturity)。为了衡量债务融资规模，采用了长期借款占总资产的比重作为指标(Debt)。而债务融资期限则使用长期借款占总借款的比重来进行衡量(Maturity)。

通过使用长期借款占总资产比重来度量债务融资规模，可以了解企业在特定期间内债务融资的规模大小。这一指标能够反映出企业在资本结构中债务的占比，从而揭示企业债务融资的规模状况。

同时，使用长期借款占总借款的比重来衡量债务融资期限，可以提供关于企业债务偿还期限结构的信息。这一指标反映了长期借款在企业债务中所占的比例，进而反映出企业债务的期限特征。

综上所述，本研究采用长期借款占总资产比重来衡量企业的债务融资规模，并使用长期借款占总借款比重来衡量债务融资期限。这些指标将有助于我们分析企业的债务融资状况和期限结构，从而深入了解企业的资本结构和债务管理情况。

本文的主要的解释变量为是否存在国有大股东 Dsoe 以及国有股东的累计持股比例 Soeshare。对于大股东的定义，本文采用了持股 5% 的阈值，根据中国证监会有关股东持股披露的规定进行设定，并参考了

巴拉斯等人在 2013 年的研究。此外，本文将国有股东累计持股比例设定为 Soeshare，并将其作为连续变量进行分析。控制变量包括公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、盈利能力(ROA)、成长性(Growth)、企业年龄(FirmAge)。为了避免内生性问题，本文对自变量和控制变量中的负债率进行一期滞后处理。最后，控制了年度和行业的固定效应。具体的变量定义见表 1。

**Table 1.** Variable definitions

**表 1.** 变量定义

	变量名	变量含义	度量方式
被解释变量	Debt	债务融资规模	长期借款/总资产
	Maturity	债务融资期限	长期借款/总借款
解释变量	Dsoe	是否存在国有大股东	国有第一大股东的持股比例达到 5%，取值为 1，不存在国有股东取值为 0
	Soeshare	国有股东持股比例	国有股东累计持股比例
控制变量	Size	公司规模	总资产的自然对数
	Lev	杠杆率	总负债/总资产
	ROA	总资产收益率	净利润/总资产
	Growth	成长性	主营业务收入增长率
	FirmAge	企业年龄	成立年限的对数值

## 5. 实证结果与分析

### 5.1. 描述性统计

表 2 为主要变量的描述性统计。在样本中，有 20.10% 的数据显示存在国有大股东(持股 5% 以上)的情况。这意味着国有资本作为大股东参股民营企业的比例并不是很高。

对于债务融资规模(Debt)，我们计算得到其平均值为 0.062，最小值为 0，最大值为 0.846。这表明在债务融资规模上，企业之间存在一定的差异，其数值呈现一定的分布范围。

而对于债务融资期限(Maturity)，我们计算得到其平均值为 0.114，最小值为 0，最大值为 0.904。同样地，企业之间在债务融资期限上也存在一定的差异，其数值呈现一定的分布范围。

综上所述，通过对样本数据的分析，我们发现国有资本作为大股东参股民营企业的比例并不高。此外，企业在债务融资规模和期限上存在一定的差异，呈现一定的分布范围。这些结果为后续的研究提供了数据基础，并揭示了企业在债务融资方面的多样性和特征。此外，累计持股比例均值为 15.40%，表示国有资本参股的比例还是比较低。具体结果见表 2。

**Table 2.** Descriptive statistics of the main variables

**表 2.** 主要变量的描述性统计

变量名称	变量符号	平均值	标准差	最小值	最大值	样本数
债务融资规模	Debt	0.062	0.089	0.000	0.846	29,809
债务融资期限	Maturity	0.114	0.149	0.000	0.904	29,809
是否国资持股 5%	Dsoe	0.205	0.404	0.000	1.000	37,900



续表

国有股东持股比例	Soeshare	0.154	0.308	0.000	1.000	37,900
公司规模	Size	22.103	1.288	19.236	26.430	37,900
杠杆率	Lev	0.445	0.204	0.027	0.991	37,900
盈利能力	ROA	0.037	0.067	-0.398	0.254	37,900
成长性	Growth	0.183	0.435	-0.737	4.330	37,900
企业年龄	FirmAge	2.815	0.379	0.693	3.611	37,900

## 5.2. 回归结果与分析

**Table 3.** State-owned capital equity participation and debt financing of private enterprises

**表 3.** 国有资本参股与民营企业债务融资

	(1)	(2)
	Debt	Maturity
Dsoe	0.005* (2.22)	0.056** (2.98)
Soeshare	0.129 (1.45)	0.002 (0.12)
Size	0.009*** (22.53)	0.051*** (31.95)
Lev	0.141*** (53.10)	0.005 (0.42)
ROA	-0.020** (-2.62)	0.185*** (6.01)
Growth	0.005*** (5.47)	0.011** (2.91)
FirmAge	-0.003* (-2.06)	0.003 (0.48)
_cons	-0.196*** (-22.57)	-0.836*** (-23.71)
Year FE	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes
N	29,809	29,809
R <sup>2</sup>	0.359	0.257

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著，括号内为经过异方差处理的 t 统计量。

为检验国有资本参股对民营企业债务融资能力的影响，本文对模型(1)进行回归估计。第(1)列对于探究国有资本参股对债务融资规模的影响，Dsoe 和 Soeshare 变量的回归系数在 5%和 1%的置信水平下呈显著正相关。根据回归分析的结果，我们发现国有资本参股对债务融资期限有显著正向影响。具体来说，

国有资本的参与可以提高企业的债务融资能力,表现为获得更多的债务融资规模和更长的债务融资期限。

此外,回归分析中的  $Dsoe$  和  $Soeshare$  变量的回归系数在 1% 的置信水平下呈现显著正相关。这意味着国有资本参股对债务融资期限具有积极影响,支持了假设 H1。

综上所述,国有资本的参与在提高企业的债务融资能力方面发挥了积极的作用,表现为增加债务融资规模和延长债务融资期限。这一结论为理解国有资本参股对企业债务融资的影响提供了实证证据。具体结果见表 3。

### 5.3. 稳健性检验

#### 5.3.1. 选择特定的对照组以及缩小样本范围

在研究国有资本参股对民营企业债务融资的影响时,一个重要的考虑因素为是否存在自选择问题。自选择问题指的是企业自主选择是否让国有资本参股,这可能与债务融资有关。

因为企业在决定是否让国有资本参股时可能考虑到自身的债务融资需求或债务融资能力,所以在观察到国有资本参股与债务融资之间的关系时,不能简单地将其解释为因果关系。

因此,在研究国有资本参股对民营企业债务融资的影响时,需要考虑到这种自选择问题,并采用适当的方法来控制潜在的内生性偏误,以确保所得到的结论具有准确性和可靠性。

同样,国有资本也可能会选择进入财务状况较好或者其他条件较优的民营企业,为了解决内生性问题,本研究采用了白重恩等人提出的方法。研究将处理组设定为 2017 年至 2018 年期间国有资本新参股的民营企业,而对照组则为 2019 年国有资本新参股的民营企业。

通过将这两组进行比较,研究能够更好地控制内生性偏误。因为处理组和对照组都是在不同的时间段内发生国有资本参股的民营企业,可以观察到相对独立的变化,并从中得出关于国有资本参股对民营企业的影响的结论。

通过这种比较方法,能够更准确地评估国有资本参股对民营企业的影响,并排除其他可能导致观察结果的混杂因素。这有助于提高研究结论的可靠性和有效性,并为我们对国有资本参股对民营企业的影响提供更深入的理解。

在 2017 年的工作报告中,政府提出了“做强、做优、做大国有资本”的口号,这为过去的改革方针做了很好的补充,并强调了进一步加强国有资本的重要性。同时,“反向混改”政策也逐渐引起各方的重视,这一政策鼓励国有资本参股民营企业,为企业发展提供了新的机遇。

然而,需要注意的是,国有资本新参股民营企业的情况可能在 2017 年前后存在相当的差异。这可能是由于政策调整、经济环境变化或其他因素所致。因此,在研究设计中需要考虑这些差异,并采取相应的措施来确保研究结果的可靠性和有效性。

尽管采用这样的研究设计可能导致样本量的减少,但它有助于满足统计意义上的同质性要求。通过关注在相似时间段内进行国有资本新参股的企业,研究可以更准确地评估政策对民营企业的影响,并提供更可靠的研究结论。这种研究设计的优势在于能够减少混杂因素的影响,增强研究的内部有效性,从而为我们对国有资本参股对民营企业的影响提供更准确的认知。

根据研究结果,可以得出以下结论:国有资本参股对民营企业的债务融资风险具有显著的降低作用。表 4 的列(2)和列(4)的  $R^2$  值较高,这表明采用这样的研究设计更有效地排除了其他混杂因素的干扰。

国有资本参股对民营企业的积极影响主要体现在降低债务融资风险方面。通过国有资本的参与,民营企业可以获得更稳定和更有利的债务融资条件,从而降低了财务风险和偿债压力。这意味着国有资本的介入可以提供信号,向市场传递出企业财务状况的可靠性和可持续性,进而增强债权人对企业的信任度,降低了债务融资的风险。

研究设计的优点在于能够更准确地检验国有资本参股对民营企业的影响，并排除了其他可能影响结果的干扰因素。通过控制其他混杂因素，研究可以更可靠地验证国有资本参股对民营企业债务融资风险的降低作用。这样的研究结果对于企业决策者和政策制定者提供了有益的参考，强调了国有资本参股的积极意义以及政府在促进民营企业发展和降低其融资风险方面的作用。回归结果见表 4。

**Table 4.** Taking the subsequent state-owned private enterprises as the control group  
**表 4.** 以后续的国资参股的民营企业作为对照组

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Debt	Maturity	Debt	Maturity
Dsoe	0.009*** (3.23)	0.019*** (3.98)		
Soeshare			0.012*** (3.04)	0.026*** (3.82)
Size	0.005*** (6.83)	0.006*** (4.69)	0.005*** (6.84)	0.006*** (4.71)
Lev	0.144*** (25.36)	0.040*** (3.97)	0.144*** (25.39)	0.041*** (3.99)
ROA	0.007 (-0.49)	-0.020 (-0.77)	-0.007 (-0.50)	-0.020 (-0.78)
Growth	0.007*** (2.76)	0.011** (2.56)	0.006*** (2.73)	0.011** (2.52)
FirmAge	0.001 (0.44)	0.004 (0.81)	0.001 (0.43)	0.004 (0.79)
_cons	-0.121*** (-7.45)	-0.041 (-1.38)	-0.121*** (-7.45)	-0.041 (-1.38)
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	8068	8068	8068	8068
R <sup>2</sup>	0.330	0.264	0.330	0.264

注：\*\*\*和\*\*分别表示在 1% 和 5% 水平上显著，括号内为经过异方差处理的 t 统计量。

### 5.3.2. 工具变量两阶段回归

本研究为解决内生性问题，采用了工具变量方法。工具变量方法在两阶段回归估计中发挥了作用。

通过使用工具变量方法，本研究能够更准确地估计变量之间的因果关系。内生性问题可能导致变量之间的相关性被其他潜在因素所混淆，从而影响了因果关系的准确性。工具变量的引入可以帮助解决这一问题，通过利用与被解释变量相关但与内生变量无关的工具变量，有效地分离出内生性引起的估计偏差，从而得到更可靠的因果效应估计。

在工具变量方法中，通常采用两阶段回归来估计因果效应。在第一阶段，利用工具变量与内生变量之间的关系，估计内生变量的预测值。在第二阶段，将预测值作为控制变量，进行回归分析来估计因果

效应。

对此，本文将可能产生内生性的解释变量滞后一阶作为工具变量，其逻辑在于：民营企业存在国有资本参股，其在市场的社会地位会有相应的提升，因此民营企业越有可能得到更多的融资机会。本研究的关键点主要包括以下几个方面：

首先，国有资本参股对当地企业的债务融资能力没有直接影响。研究发现，国有资本参股并不直接促进当地企业的债务融资能力的提升。

其次，通过采用工具变量方法进行分析，研究得出的结论更具有稳健性和可信度。工具变量的第一阶段结果表明，工具变量与理论预期一致并且显著为正，证实了工具变量的有效性。这意味着工具变量能够在一定程度上代表国有资本参股对债务融资能力的影响。

最后，工具变量的第二阶段结果进一步支持了本文的结论。在第二阶段回归中，Dsoe 和 Soeshare 这两个指标的系数在 1% 的显著水平上为正，这进一步证实了国有资本参股对债务融资能力具有正向影响的结论的稳健性。

综上所述，尽管国有资本参股对当地企业的债务融资能力没有直接影响，但通过工具变量分析，本研究得出了稳健的结论，即国有资本参股对债务融资能力具有正向影响。这意味着国有资本的参股对于当地企业在债务融资方面起到了一定的间接推动作用。回归结果见表 5。

**Table 5.** Test of instrumental variables

**表 5.** 工具变量检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Debt	Maturity	Debt	Maturity
Dsoe	0.021*** (10.83)	0.035*** (10.48)		
Soeshare			0.028*** (11.20)	0.047*** (11.02)
Size	0.013*** (22.99)	0.022*** (22.66)	0.013*** (22.96)	0.022*** (22.62)
Lev	0.167*** (38.92)	0.117*** (15.66)	0.167*** (39.07)	0.117*** (15.76)
ROA	-0.020* (-1.66)	-0.049** (-2.35)	-0.019 (-1.55)	-0.047** (-2.25)
Growth	0.007*** (4.18)	0.011*** (4.12)	0.007*** (4.12)	0.011*** (4.06)
FirmAge	0.005** (2.36)	0.010** (2.56)	0.006*** (2.79)	0.012*** (3.04)
_cons	-0.327*** (-27.54)	-0.470*** (-22.82)	-0.330*** (-27.70)	-0.475*** (-23.01)
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	16,889	16,889	16,889	16,889
R <sup>2</sup>	0.202	0.091	0.202	0.092

注：\*\*\*和\*\*分别表示在 1% 和 5% 水平上显著，括号内为经过异方差处理的 t 统计量。



### 5.3.3. 更换解释变量

在主要的检验中，本文采用国有股东 Dsoe (持股比例为 5%)以及国有股东的累计持股比例 Soeshare 作为解释变量。在稳健性检验中，本文重新定义了解释变量 Dsoe50 (前十大股东持股比例超过 50%)，若存在则取 1，否则取 0，并计算了第一大股东集团的持股比例 Soelargest，然后使用这些新的解释变量重新对模型(1)进行回归。除了系数的显著性有所上升外，其他结论保持不变。具体结果见表 6。

**Table 6.** Changing explanatory variables

**表 6.** 更换解释变量

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Debt	Maturity	Debt	Maturity
Dsoe50	0.010*** (3.92)	0.022*** (4.63)		
Soelargest			0.016*** (2.86)	0.038*** (3.75)
Size	0.005*** (6.71)	0.006*** (4.58)	0.005*** (6.80)	0.006*** (4.62)
Lev	0.144*** (25.39)	0.041*** (3.99)	0.144*** (25.45)	0.041*** (4.05)
ROA	-0.006 (-0.45)	-0.019 (-0.73)	-0.007 (-0.51)	-0.021 (-0.79)
Growth	0.006*** (2.74)	0.011** (2.53)	0.006*** (2.72)	0.011** (2.50)
FirmAge	0.001 (0.41)	0.004 (0.77)	0.001 (0.53)	0.005 (0.91)
_cons	-0.119*** (-7.34)	-0.037 (-1.26)	-0.121*** (-7.46)	-0.040 (-1.35)
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	8068	8068	8068	8068
R <sup>2</sup>	0.331	0.204	0.330	0.204

注：\*\*\*和\*\*分别表示在 1%和 5%水平上显著，括号内为经过异方差处理的 t 统计量。

## 6. 机制检验

根据前文的研究结果，我们可以得出以下几点：

之前的研究表明国有资本参股对民营企业的债务融资期限和规模具有积极的影响。这意味着国有资本的参股能够帮助民营企业获得更长期的债务融资和更大规模的债务融资。

然而，现在的关键问题是进一步探究国有资本参股的具体作用机制是什么。尽管我们已经确定了国有资本参股对债务融资有积极影响的关系，但我们还需要深入研究，了解这种影响是如何产生的、涉及哪些具体机制和因素。

因此，为了更好地理解国有资本参股对民营企业债务融资的作用机制，需要进行进一步的研究和深入的分析。这可能包括探讨国有资本的资源优势如何影响债务融资、国有资本参股对民营企业信誉和风险评级的影响等方面。通过深入研究，我们可以更全面地了解国有资本参股对债务融资的具体作用机制，为相关政策和实践提供更有针对性的建议和指导。在理论分析中，本文从社会声誉的提升、信息质量的改善和政府资源支持进行检验，因为这些是国有资本参股带给民营企业最显著的作用。

### 6.1. 提升社会声誉

在意识认知理论框架下，政府参股能够提高民营企业的社会形象，进而改善其债务融资情况。这意味着民营企业在获得国有资本的参股后，其社会形象的提升有助于减少债务融资中的流动性占用情况，并相应地减小应收账款的规模。

社会形象被认为是影响债务融资的重要因素，然而如何准确地衡量主观认知中的社会形象仍然存在研究难题。在本文中，为了检验政府参股对民营企业社会形象与债务融资之间的关系，研究采用了应收账款项目作为衡量社会形象的指标。

因此，研究结果表明，当民营企业的社会形象得到提升时，其债务融资中的流动性占用情况减少，应收账款的规模也相应减小。这说明政府参股对于改善民营企业的债务融资状况具有积极的作用。这一结论为理解政府参股对民营企业的影响提供了重要的证据，并为相关政策和实践提供了指导。然而，需要进一步深入研究，以探讨更精确的社会形象衡量方法和深入理解政府参股对民营企业债务融资的作用机制。

为了实现这个目标，本文重新对模型(1)进行回归，以应收账款/总资产(Rcv)作为被解释变量，并将结果呈现在表7中。表7的第一和第二列表明，Dsoe和Soeshare的系数均为负数，且在至少1%的显著水平下具有显著性。这表明国有资本参股明显降低了民营企业的应收账款规模，扭转了流动性被占用的劣势局面，从而验证了“提高社会声誉”的机制，即验证了假设H2。回归结果见表7。

**Table 7.** Test of the “promotion status” mechanism  
**表 7.** “提升地位”机制检验

	(1)	(2)
	Rcv	Rcv
Dose	-0.238*** (-36.60)	
Soeshare		-0.125*** (-36.77)
Size	-0.020*** (-37.97)	-0.020*** (-38.60)
Lev	0.127*** (31.60)	0.107*** (28.07)
ROA	0.033*** (2.98)	0.033*** (2.93)
Growth	0.007*** (4.69)	0.006*** (4.63)

续表

FirmAge	-0.019*** (-12.25)	-0.018*** (-11.82)
_cons	0.549*** (48.58)	0.563*** (49.97)
Year FE	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes
N	8068	8068
R <sup>2</sup>	0.291	0.288

注：\*\*\*表示在 1% 水平上显著，括号内为经过异方差处理的 t 统计量。

## 6.2. 提升信息质量

关于信息质量，已有文献提出了成熟的度量方式，作为“明示知识”的一种，本研究借鉴了黎来芳等人(2018)的方法，采用会计盈余作为衡量信息质量的指标[10]。为了估计盈余操纵程度，研究使用修正琼斯模型来计算操纵性应计项目(DisAcc)，并取其绝对值(AbsDA)作为衡量盈余操纵程度的指标。较高的绝对值表示公司盈余操纵可能性较高，表明信息质量较差。

本文将信息质量(AbsDA)作为被解释变量，并在控制变量中考虑了与公司治理相关的因素，如股权制衡(Balance1)和两职合一(Dual)等。通过这样的研究设计，可以进一步探究公司治理因素对信息质量的影响，并深入理解盈余操纵和信息质量之间的关系。

因此，通过采用 AbsDA 作为信息质量的衡量指标，本研究能够提供关于公司治理因素对信息质量的影响的研究结果，并进一步增进对盈余操纵和信息质量之间关系的认识。这一研究对于理解公司财务报告的质量和公司治理的重要性具有重要意义，并为相关决策和实践提供了指导。因此，对模型(1)进行重新回归。表 8 的列(1)和列(2)都显示，Dsoe 和 Soeshare 的系数均为负，并且显著性水平至少为 5%，这表明国有资本参股对于提高民营企业的信息质量起到了积极作用，从而验证了假设 H3。结果详见表 8。

**Table 8.** Inspection of “improving information quality” mechanism

**表 8.** “提升信息质量”机制检验

	(1) AbsDA	(2) AbsDA
Dsoe	-0.003** (-2.48)	
Soeshare		-0.003** (-2.12)
Size	-0.004*** (-10.36)	-0.004*** (-10.39)
Lev	0.012*** (3.93)	0.012*** (3.91)
ROA	-0.148*** (-11.39)	-0.148*** (-11.39)

续表

Growth	0.020*** (12.91)	0.020*** (12.91)
FirmAge	0.002 (1.44)	0.002 (1.37)
Balance1	0.004*** (3.57)	0.004*** (3.57)
Dual	0.002*** (3.35)	0.002*** (3.35)
_cons	0.140*** (15.16)	0.141*** (15.24)
Year FE	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes
N	37,894	37,894
R <sup>2</sup>	0.096	0.095

注：\*\*\*和\*\*分别表示在 1% 和 5% 水平上显著，括号内为经过异方差处理的 t 统计量。

### 6.3. 获得更多政府支持

关于政府支持，作为“未阐明的规则”，主要研究政府对企业的财政补贴力度。本文借鉴宋建等(2022)使用(政府补贴 + 1)取自然对数来衡量政府支持力度 Sub，其值越高，表明民营企业受到的地方财政支持力度越大。将其作为被解释变量，对模型(1)进行回归。表 9 显示，列(1)显示系数为正，同时在 1% 水平下显著，这意味着国有资本参股对于民营企业获得更多的政府支持起到了积极的作用，从而验证了假设 H4。结果见表 9。

**Table 9.** Mechanism test of “obtaining more government support”

**表 9.** “获得更多政府支持” 机制检验

	(1)	(2)
	Sub	Sub
Dsoe	0.322*** (3.50)	
Soeshare		0.001** (0.03)
Size	0.743*** (67.38)	0.736*** (63.82)
Lev	0.173* (2.41)	0.185** (2.49)
ROA	2.248*** (11.09)	2.244*** (9.99)



续表

Growth	-0.100*** (-3.97)	-0.100*** (-3.97)
FirmAge	-0.250*** (-7.05)	-0.250*** (-7.05)
_cons	-0.460 (-1.86)	-0.460 (-1.86)
Year FE	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes
N	23,539	23,539
R <sup>2</sup>	0.376	0.375

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著，括号内为经过异方差处理的 t 统计量。

## 7. 进一步研究

本部分将探讨主要检验中涉及的其他重要问题，例如，国有资本参股是否能进一步推动企业绩效提升，从而使得债务融资能力的提升，对企业自身产生积极的影响？同时，国有资本参股是否有利于绿色金融体系的构建，即是否能对重污染企业的融资能力有所提高，从而实现绿色转型？

### 7.1. 债务融资产生的积极影响进一步推动公司绩效的提升

国有资本参与民营企业的股权投资可以增加后者的债务融资期限并扩大债务融资规模。那么，国有资本参股是否可以通过改善债务融资进而进一步提升后者的公司价值？为了回答这个问题，本文构建了模型(2)、(3)以检验国有资本参股对公司价值的影响。在这些模型中，公司价值是被解释变量，本文采用 TobinQ 作为公司价值的度量方法。TobinQ 等于股票市值加上负债总额除以总资产，其他变量与模型(1)相同。

$$\text{TobinQ}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dsoe}_{i,t} + \beta_2 \text{Dsoe}_{i,t} \times \text{Debt}_{i,t} + \beta_3 \text{Debt}_{i,t} + \beta \text{Controls}_{i,t} + \lambda_k + \lambda_t + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{TobinQ}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dsoe}_{i,t} + \beta_2 \text{Dsoe}_{i,t} \times \text{Maturity}_{i,t} + \beta_3 \text{Maturity}_{i,t} + \beta \text{Controls}_{i,t} + \lambda_k + \lambda_t + \varepsilon \quad (3)$$

回归结果见表 9。表 9 的列(1)和列(3)显示，交互项 Dsoe × Debt、Soeshare × Debt 的系数显著为正，说明国有资本参股通过扩大债务融资规模提升了民营企业的公司价值。同样，列(2)和列(4)的交互项系数显著为正(虽然相关系数不是很大)，国有资本参股在提升民营企业的债务融资期限方面起到了显著作用。通过国有资本的参与，企业能够获得更长的债务融资期限，从而提高了债务融资的灵活性和可持续性。这一发现表明，国有资本参股对债务融资期限的提升具有重要的影响。

此外，国有资本参股还通过增加债务融资期限来提升民营企业的公司价值。通过扩大债务融资规模和延长债务融资期限，国有资本的参与为企业创造了更多的价值机会，提高了企业的市场地位和竞争力。这说明国有资本参股对民营企业的公司价值产生了显著的积极影响。

综上所述，国有资本参股通过扩大债务融资规模和增加债务融资期限对民营企业的公司价值产生了积极的影响。这一研究结果强调了国有资本参股对企业债务融资策略和价值创造能力的重要性，为企业决策和战略制定提供了有益的参考。回归结果见表 10。

**Table 10.** State-owned capital equity participation, debt financing and corporate value  
**表 10.** 国有资本参股、债务融资与公司价值

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TobinQ	TobinQ	TobinQ	TobinQ
Dsoe	-0.156*** (-11.39)	-0.147*** (-10.58)		
Soeshare			-0.203*** (-12.01)	-0.194*** (-11.28)
Dsoe×Debt	0.773*** (8.38)			
Dsoe × Maturity		0.367*** (6.47)		
Soeshare × Debt			1.003*** (8.92)	
Soeshare × Maturity				0.495*** (7.14)
Debt	-0.654*** (-8.33)		-0.653*** (-8.41)	
Maturity		-0.353*** (-7.49)		-0.358*** (-7.68)
Size	-0.326*** (-52.42)	-0.327*** (-52.26)	-0.326*** (-52.28)	-0.327*** (-52.13)
Lev	0.093** (2.11)	0.062 (1.47)	0.092** (2.07)	0.061 (1.44)
ROA	3.184*** (21.17)	3.182*** (21.16)	3.175*** (21.10)	3.174*** (21.09)
Growth	0.020 (1.23)	0.020 (1.27)	0.021 (1.27)	0.021 (1.30)
FirmAge	0.268*** (16.90)	0.268*** (16.93)	0.265*** (16.76)	0.266*** (16.80)
_cons	8.228*** (63.79)	8.249*** (63.79)	8.229*** (63.79)	8.252*** (63.81)
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	29,977	29,977	29,977	29,977
R <sup>2</sup>	0.377	0.376	0.377	0.376

注：\*\*\*和\*\*分别表示在 1%和 5%水平上显著，括号内为经过异方差处理的 t 统计量。

## 7.2. 对重污染企业的融资能力有所提高

现今由于绿色发展的要求，使得许多的重污染企业的债务融资能力有所下降，企业虽然想要进行绿色化转型，但有着耗能高、污染高、碳排放强度高的特点，治理难度较大。

但如果国有资本参股，首先可以获得更多的政府的支持，得到更多的资源，从而提高其债务融资能力；其次国有资本的参股，可以对产业进行把关，设置环保等级落实产业评级标准，同时可以提升企业环境的精细化管理，加强企业污染治理，推进产业绿色低碳转型，提高信息质量，从而提高自身的债务融资能力；最后可以和国家重点项目或试点进行接轨，开展零排放、二氧化碳大规模捕集等活动，鼓励绿色技术创新，引领绿色消费，从而提高债务融资能力。

本文参考绿色信贷实施的分类标准将样本分为重污染企业组和绿色企业组，本文使用这些子样本对模型(1)进行重新回归。列(2)显示，在重污染企业中，国有资本参股显著扩大了债务融资规模，而列(1)显示，在绿色企业中，国有资本参股对债务融资规模没有显著影响；此外，列(2)中 Dsoe 的系数比列(1)中的更为显著，意味着在经济意义上，国有资本参股对重污染技术企业债务融资规模的影响较之绿色企业也要大得多；统计意义上，二者的组间系数差异同样在 1% 水平下显著。列(4)比列(3)的结果更为显著，且组间系数差异在 1% 水平下比债务融资规模更大，说明国有资本参股可以显著延长重污染企业的债务融资期限。总体而言，分组检验结果基本符合预期。结果见表 11。

**Table 11.** State-owned capital equity participation, debt financing and corporate value  
**表 11.** 国有资本参股、债务融资与公司价值

	(1)	(2)	(3)	(4)
	绿色企业	重污染企业	绿色企业	重污染企业
	Debt	Debt	Maturity	Maturity
Dsoe	0.009** (2.12)	0.033*** (4.88)	0.014** (1.93)	0.033*** (3.03)
Constant	0.051*** (82.07)	0.068*** (55.76)	0.096*** (88.57)	0.129*** (65.03)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	19,642	10,167	2016	5989
R <sup>2</sup>	0.004	0.036	0.003	0.028
组间系数检验		0.006***		0.168***

注：\*\*\*和\*\*分别表示在 1% 和 5% 水平上显著，括号内为经过异方差处理的 t 统计量。

## 8. 结论与政策启示

本研究选取了 2004 年至 2021 年期间中国 A 股民营上市公司作为样本，得出了以下结论：首先，国有资本参股对民营企业的影响主要表现在增加债务融资期限和规模方面。这意味着国有资本的参与能够帮助民营企业获得更长期的债务融资，并扩大其债务融资规模。国有资本参股能够缓解民营企业在融资过程中面临的融资难和融资贵问题。通过国有资本的参与，民营企业能够更轻松地获取所需的融资，并且融资成本相对较低。

其次，国有资本参股改善了民营企业的债务融资情况，主要通过提升企业的社会声誉、优化信息质量以及获得政府支持等渠道实现。这些因素有助于增强民营企业在债务融资市场中的信誉和可信度，从而提高了它们的融资能力。

最后，国有资本参股扩大了民营企业的债务融资规模并延长了债务融资期限，进而提高了企业的整体价值。这说明国有资本的参与对于民营企业的发展具有重要的推动作用。

国有资本参股还有助于保护民营企业的所有者权益，包括国有和民营股东。通过国有资本的参与，民营企业能够获得政府的支持和保护，确保其所有者权益得到维护。国有资本参股可以显著提高重污染企业的债务融资能力，从而更好地推动绿色化转型。

本文的研究具有如下启示：

第一，研究发现，“反向混改”制度有望成为适应文化、国情和理论的模式。国有资本和民营资本之间的发展不是零和博弈，通过良好的制度设计可以实现“国民共进”的和谐发展。良好的制度必须符合人们的观念，低成本且高效运作，而人们的观念很大程度上源自历史和文化。

中国文化和国情下，人们普遍认同国家享有更高的权威、地位和声誉，并将其内化为经济活动的行为准则和依据。在没有正式的制度框架之前，民营企业通过非正式的方式如建立“政治关联”来增强声誉、缓解市场摩擦，甚至走向灰色和非法领域。

“反向混改”作为正式制度对于民营企业群体具有更广泛、确定和积极的影响，取代了单个企业的“政治关联”方式。国有资本和民营资本具有不同的优势，它们的结合有望实现优势互补。从多个角度来看，“反向混改”有望成为符合文化、国情和理论的适应性制度。

本研究表明，“反向混改”具有适应性，能够促进国有资本与民营资本的和谐发展，解决“国进民退”思维，并为中国经济提供良好的制度框架。通过良好的制度设计，国有资本参股民营企业可以提升声誉、改善信息质量、获得政府支持，并通过优势互补实现公司发展和所有者权益的保护。此外，考虑到中国的文化和国情，正式的“反向混改”制度相比于非正式的“政治关联”对于民营企业群体的影响更为广泛、确定和积极。因此，综合多个因素，将“反向混改”视为适应性制度是有合理性的。

第二，有序推进“存量国有资产监管”和重视“增量国有资本布局”是国资改革的重要方向。国资改革政策涵盖推进国有资产监管机构职能转变、改革国有资本授权经营体制、推动国有资本优化配置和集中统一监管等方面。这些政策可以进一步归纳为“存量国有资产的监管”和“增量国有资本的布局”两个方面。

在国资改革中，除了关注对现有国有资产的监管，还应重视对新增国有资本的布局。这意味着需要推进国有资产监管机构职能的转变，改革国有资本的经营授权体制，优化国有资本的配置，并集中统一监管经营性国有资产。因此，在国资改革中，应同等重视存量国有资产的监管和增量国有资本的布局，以实现更好的国有资本管理与运营。这一结论强调了国资改革中两个方面的重要性，为相关决策者提供了指导，以确保国有资本的有效管理和优化配置。

第三，需要在推进“反向混改”的进程中，与其他扶持政策相互联动。在进行绿色化转型时，实施的政策不能太过单一，也需要通过引入国有资本，从而调整股权结构，实现精细化管理。这样方能提高自身的债务融资能力，从而为自身的绿色化转型提供足够的资金支持。同样，在疫情背景下，国家对企业实施“减税降费”政策，同时实行宽松的货币政策，同样也需要引入外部资本，实现股权多元化，从而提高企业治理水平。

## 参考文献

- [1] 蔡贵龙, 柳建华, 马新啸. 非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J]. 管理世界, 2018, 34(5): 137-149.



- 
- [2] 张辉, 黄昊, 闫强明. 混合所有制改革、政策性负担与国有企业绩效——基于 1999-2007 年工业企业数据库的实证研究[J]. 经济学家, 2016(9): 32-41.
- [3] 罗进辉. “国进民退”: 好消息还是坏消息[J]. 金融研究, 2013(5): 99-113.
- [4] 白重恩, 路江涌, 陶志刚. 国有企业改制效果的实证研究[J]. 经济研究, 2006(8): 4-13+69.
- [5] 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, 52(3): 122-135.
- [6] 李嘉欣. 国企混改对企业融资能力的影响[D]: [硕士学位论文]. 长春: 吉林大学, 2022.
- [7] 姜付秀, 石贝贝, 马云飙. 信息发布者的财务经历与企业融资约束[J]. 经济研究, 2016, 51(6): 83-97.
- [8] 姚耀军, 董钢锋. 中小企业融资约束缓解: 金融发展水平重要抑或金融结构重要?——来自中小企业板上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2015(4): 148-161.
- [9] 何德旭, 曾敏, 张硕楠. 国有资本参股如何影响民营企业?——基于债务融资视角的研究[J]. 管理世界, 2022, 38(11): 189-207.
- [10] 黎来芳, 张伟华, 陆琪睿. 会计信息质量对民营企业债务融资方式的影响研究——基于货币政策的视角[J]. 会计研究, 2018(4): 66-72.
- [11] 李广子, 刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. 金融研究, 2009(12): 137-150.
- [12] 成杨, 黄玉菁, 黄文才, 夏文蕾. 企业精准扶贫与债务融资能力[J]. 财会通讯, 2022(11): 68-73.
- [13] 杨蓉, 朱杰. 区域创新政策对企业债务融资能力的影响[J]. 中南民族大学学报(人文社会科学版), 2022, 42(2): 135-142+186-187.