

国有资本参股与民营企业战略选择

吕志军 王贞洁

(中国海洋大学 管理学院/中国企业营运资金管理研究中心, 山东 青岛 266100)

摘要:本文以2010—2020年A股民营上市公司为样本,实证检验国有资本参股对民营企业战略选择的影响。研究表明,国有资本参股能够提高民营企业战略激进度。机制检验发现,国有资本参股通过发挥“资金保障”和“共同保险”机制提高民营企业战略激进度。进一步分析发现,当民营企业所在地区金融发展水平较低、法律制度环境较差以及面临的经济政策不确定性较高时,国有资本参股对民营企业战略激进度的提升作用更大。经济后果分析发现,通过提高战略激进度,国有资本参股能够进一步提升民营企业价值,且不会导致企业违规行为增加。这表明国有资本参股民营企业既能促进国有资本做强做优做大,又能推动民营企业高质量发展。

关键词:逆向混改;战略选择;民营企业;国有资本;战略激进度

中图分类号:F276.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2024)04-0029-14

一、引言

改革开放40多年来,民营企业在我国经济发展中的地位愈发重要。2018年,习近平总书记在民营企业座谈会上指出民营经济具有“五六七八九”的特征,即民营经济贡献了中国经济50%以上的税收,60%以上的国内生产总值,70%以上的技术创新成果,80%以上的城镇劳动就业,90%以上的企业数量^①。在需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力下,如何发挥好民营企业的重要作用对经济发展至关重要。为了深化国资国企改革并推动民营经济健康高质量发展,党的十八届三中全会提出“积极发展混合所有制经济”。混合所有制经济在微观层面上主要表现为国有和非国有股东共同存在于企业当中,形成国有、集体以及非公有资本交叉持股的股权结构形式^[1]。现有研究主要关注国有企业引入民营资本的“正向混改”,随着“逆向混改”的不断推进,学者们逐渐开始重视国有资本参股民营企业的经济后果^{[2][3]}。

收稿日期:2023-06-08

基金项目:国家自然科学基金面上项目“资本效率及财务风险信息扭曲与多层次资本错配研究”(72072166);教育部人文社科基金项目“数字化赋能制造业企业低碳转型的机制、效应与对策研究”(22YJC630204);山东省自然科学基金项目“产品经营和资本经营之间的资本错配:成因、经济后果和化解对策”(ZR2020MG032);中央高校基本科研业务费专项“国资监管体制改革对国有企业环境治理的赋能效应研究”(202461079)

作者简介:吕志军(1994—),女,江苏连云港人,中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心博士生;王贞洁(1982—),女,山东青岛人,中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心教授,本文通讯作者。

民营企业的高质量发展不仅体现在某一具体的行为决策上,更取决于企业整体的战略选择。作为战略管理理论的核心要素,战略选择关乎企业全局性、长期性的资源配置,决定了企业的经营目标、发展方向和行动计划^[4]。而战略激进度则体现了企业在进行战略选择时的业务扩张倾向和风险承担能力,对企业的长远发展乃至产业结构转型具有重要影响^[5]。战略激进度越高,企业越愿意加强产品研发和市场开拓力度;战略激进度越低,企业越倾向于追求稳定的经营环境和熟悉的经营领域^[5]。理论上,企业战略的激进程度会受到内外部资源、制度、环境等多重因素的影响,这其中股东无疑是影响企业战略选择的重要一环^[6]。“逆向混改”改变了民营企业原有的股东结构,推动异质性股权相互融合,企业的资源禀赋、经营效率、风险偏好等均发生了改变。为了适应这些变化,提高发展质量,企业的战略选择也会做出相应调整。那么,国有资本参股究竟会如何影响民营企业的战略选择?其中的作用机制是怎样的?又会产生怎样的经济后果?这些问题仍未得到解答。鉴于此,本文以2010—2020年A股民营上市公司为样本,对上述问题展开实证研究。

本文的研究可能具有以下边际贡献。第一,从微观层面探讨了政府与市场的关系,厘清了在“逆向混改”过程中国有资本所发挥的作用机制。经典理论大多从宏观层面探讨政府干预和自由市场的关系,形成了不同的理论主张。本文将研究视角转向微观企业,剖析在“逆向混改”过程中,国有资本会对民营企业产生何种影响,并从“互补”和“制约”正反两个角度构建理论分析框架,提出了提供资金保障、发挥共同保险作用、增加政策性负担等多个潜在机制,全面分析并验证国有资本影响民营企业的作用机理,有助于更好地理顺政府和市场的关系。第二,从股权结构的角度拓宽了企业战略选择影响因素的相关研究。在研究企业战略选择时,多数文献聚焦于企业战略选择的经济后果,少部分研究企业战略选择影响因素的文献也侧重于关注制度、环境等外部因素,对企业内部因素的探讨相对匮乏^[6]。本文从企业内部最基本的制度安排,即股权结构出发,探讨国有资本参股引起的民营企业股权结构改变,会如何影响民营企业的战略选择,补充了企业战略选择的影响因素研究。第三,从战略选择的视角揭示了“逆向混改”影响民营企业的深层原因和内在逻辑。现有文献在研究“逆向混改”的经济后果时大多聚焦于其对企业具体行为的影响,忽视了对企业整体层面战略选择的关注。本文弥补了这一研究缺憾,使得“逆向混改”领域的研究思路更加完善,研究逻辑更加严谨,同时也为“逆向混改”的政策效果提供了新的经验证据。

二、文献综述

(一)国有资本参股民营企业的动因及经济后果研究

现有文献对国有资本参股民营企业的研究主要从动因和经济后果两方面展开。动因方面,由于资本市场不完善以及银企之间信息不对称,民营企业普遍存在不同程度的融资约束。而国有股东具有天然的资源优势,这使得民营企业可能出于融资需求而引入国有股东^[1]。与获取资源的动机不同,部分学者认为民营企业进行“逆向混改”的原因在于寻求产权保护,进而克服制度负外部性的不利影响^[7]。此外,也有学者从政府角度展开研究,认为政府出于促进就业、推动经济增长以及增强对核心领域控制权等目的而参股民营企业^[8]。

经济后果方面,现有文献主要聚焦于政治关联和公司治理等视角。一方面,国有股东的加入使民营企业拥有了一定的政治背景,提高了民营企业的声誉,使民营企业融资难、融资贵的问题得到缓解^[1]。融资约束的缓解能够促使民营企业加大研发投入,提升经营绩效^[9]。另一方面,部分学者认为国有资本参股民营企业能够发挥监督治理作用,缓解股东与经理人以及大股东与中小股东之间的代理问题,从而提高民营企业的战略风险承担水平和社保遵从度^{[10][11]},减少现金无谓耗散并降低企业金融化水平^[12]。与之相反,也有学者认为国有资本参股可能会提高管理者惰性,进而加剧代理问题,降低企业生产效率^[13]。

(二)企业战略选择及其影响因素研究

企业战略是企业为了寻求长期发展,根据环境的变化,依托自身资源和实力,对经营目标和执行

手段进行自上而下的整体性规划^[14]。在公司战略的众多划分方式中,Miles等(1978)的划分方式最具代表性^[5]。他们将公司战略按照激进程度的高低分为三类,依次为进攻型战略、分析型战略和防御型战略。其中,进攻型企业的战略偏好较为激进,这类企业具有较高的创新意愿,乐于探索并发现新产品和新市场,以此来培育核心竞争力,扩大市场份额。防御型企业则更为谨慎,它们通常偏好熟悉的经营领域,更加关注如何在现有产品的基础上降低成本、提高效率并优化服务,以此来维持已有的市场份额,而对开发新产品、新市场缺乏兴趣。分析型企业的特点介于进攻型和防御型企业之间。

企业在进行战略选择时,既会受到内部条件的影响,也会受到外在环境的影响。内部条件方面,部分学者认为内部资源充足以及风险偏好较高的企业更愿意采用相对激进的战略^[15]。外在环境方面,现有文献发现,来自资本市场的卖空压力会导致企业的战略激进度降低^[6],营商环境的优化可以降低企业战略差异度^[16],而受到产业政策支持的企业由于资金负担降低,战略激进度会显著提高^[17]。

(三)文献述评

通过梳理相关文献可以发现,现有文献在研究“逆向混改”的经济后果时,大多关注“逆向混改”对企业创新、金融化、社保遵从等企业具体行为的影响,对关乎长远发展的企业整体层面的战略选择关注不足,仅有李鑫等(2022)研究了国有资本参股对民营企业战略风险承担的影响^[10],但其主要是基于高管激励与机会主义行为的视角,没有考虑管理层之外的影响因素。而国有股东的加入无疑会对民营企业的资源条件、政策压力以及风险偏好等内外部因素产生一系列影响,进而改变民营企业的战略选择。基于此,本文从企业战略选择的角度对国有资本参股如何影响民营企业展开研究,并关注企业战略决策背后的逻辑链条,全面深入地探讨其中的作用机制。

三、理论分析与研究假设

公司战略不存在绝对的好坏之分,重要的是能够与企业的内部条件和外在环境相适应^[6]。较高的战略激进度可以提高企业的创新能力和竞争优势,但同时也需要更多的资金支持,并承担更大的失败风险。当研发成功时,企业能获得爆发式增长,然而一旦研发失败,企业也会承受巨大损失。战略激进度较低的企业产品和服务相对稳定,业务流程更加成熟规范,业绩通常更加平稳,但这也让企业在一定程度上丧失了实现成长的可能性,不利于企业的长远发展^[5]。因此,企业在选择战略时需要综合考虑自身的资源和能力,做出在当前条件下最有利于企业高质量发展的战略选择。

(一)国有资本参股的“资金保障”机制

已有研究表明,相较于国有企业,民营企业普遍面临着不同程度的信贷歧视,表现为更高的融资成本、更少的融资规模以及更多的抵押资产。而战略激进度较高的企业以创新为导向,产品研发和市场开拓均需要占用大量资金,对企业的融资能力提出了更高的要求,导致民营企业战略激进度的提高受到一定限制。

国有资本参股能够缓解民营企业面临的融资约束。首先,国有股东入驻之后,民营企业的债务融资能力将得到提升。由于债权人只对本金和利息具有优先求偿权,而对经营利润没有剩余索取权,因此债权人通常具有风险规避属性^[18]。相对于民营企业,国有企业的最终控制人为国家和地方政府,社会地位较高,违约风险较低,具有更高的信用等级和更好的声誉。银行等金融机构为确保贷出资金能够按期收回,会将信贷资金向国有企业倾斜,而对民营企业设置更高的融资门槛。当国有资本参股民营企业之后,企业的股权性质由纯粹的民营变成国有与民营的混合,社会地位和声誉显著提升,其信贷融资困难的问题也有望得到改善^[1]。

其次,国有资本参股能够提高民营企业的股权融资能力。金融摩擦理论指出,信息不对称是交易成本增加的主要原因。我国金融监管不够完善,资本市场有效性不足,投资者与企业之间存在着较为严重的信息不对称,加上许多民营企业成立时间短、规模小,存在较大的经营不确定性,导致民营企业的股权融资成本较高。一方面,国有资本参股能够向投资者传递积极的信号,表明该民营企业拥有良

好的资质,投资者通过这一信号将该企业与其他民营企业区分开来,愿意持有该公司股票。另一方面,国有资本参股作为资本市场的大事件,无疑会给企业带来更多的分析师关注和新闻媒体报道。分析师是连接投资者和企业的专业信息中介,具有更强的信息挖掘、处理和解读能力,新闻媒体的报道也让企业得到更多曝光,提升了信息传播的质量与效率^[19]。此外,国有资本参股之后,民营企业会受到来自国资、审计、财政等部门的监督,国有股东也会积极参与民营企业的日常管理,这使得民营企业的信息披露质量提升,融资能力增强。

最后,让渡部分股权给国有股东,可以促使民营企业建立起良好的政企关系,有利于民营企业准确把握政策导向,减轻民营企业的税收负担,帮助民营企业获得更多的税收优惠和政府补贴,在一定程度上缓解了民营企业的资金压力^[20]。出于上述原因,国有股东具备的资源优势有利于企业扩张,能够为民营企业采取较为激进的战略举措提供资金保障。

(二)国有资本参股的“共同保险”机制

一方面,国有资本参股能够保护民营企业的创新成果。虽然我国已经建立了一套与知识产权保护相关的法律体系,但由于立法时间不长,法律实践基础薄弱,在具体的法律执行层面仍然存在一定缺陷^[7]。根据外部性理论,当企业经济活动带来的私人收益小于社会收益,即具有外部正效应时,会造成相关经济活动的私人供给不足。研发创新便是具有明显正外部性的活动。为了提高市场竞争优势,战略激进度较高的企业会开展更多的创新活动,需要投入大量的人力、物力和财力,花费动辄几年甚至数十年的时间。然而信息的外溢和扩散让企业的研发成果很容易被其他竞争对手模仿和抄袭,虽然理论上企业可以诉诸法律手段来维护自身权益,但在实际生活中,专利权纠纷往往需要花费很长时间取证审理,维权难度大、成本高,即使维权成功,也很难挽回损失,导致许多企业创新动力不足。当正式的产权保护机制不完善、司法体系难以保障企业创新成果不受侵害时,相关的经济纠纷往往需要政府解决,即政治关联成为重要的替代性机制^[21]。国有资本参股为民营企业建立起的政治关联有效地保护了民营企业的合法权益,为民营企业高质量发展创造了良好的软环境,进而保障民营企业激进战略的执行。

另一方面,国有资本参股增加了与民营企业共担风险的主体。战略激进度较高的企业会积极探索新的市场机遇,而探索新市场往往具有较高的不确定性,一旦失败,不仅会让企业蒙受巨大损失,还可能导致企业现有市场份额被竞争对手瓜分。当企业的股东构成较为单一时,所有的经营风险都由单一股东承担,导致企业的风险偏好降低,求稳动机增强。为了保护股东利益,企业不得不放弃那些高风险的扩张型业务,战略选择变得相对保守。国有资本参股为民营企业引进了其他股东,可以与现有股东共同承担风险,提高企业风险承担能力^[22]。同时,不同于其他性质的股东,国有股东是一个相对可靠的风险共担者。当企业陷入财务困境时,出于对共同利益和国有资产的保护,政府相关部门可能会在必要时刻施以援手,帮助企业走出困境。这对民营企业来说无疑是一剂“强心针”,提高了民营企业管理层开发新业务、开拓新市场的信心,从而激励民营企业实施更加激进的战略举措^[23]。

(三)国有资本参股的“政策负担”机制

尽管国有资本参股能够为民营企业提供资金保障和共同保险,让民营企业有能力选择更为激进的战略举措,但国有股东的存在也可能为民营企业带来更多的政策性负担,进而降低民营企业的战略激进度。

股份制改革之后,国有企业虽然已经建立了现代企业制度,但“政企不分”问题的存在可能会降低企业制度的执行效率,并限制国有企业的发展活力^[24]。与民营企业追求利润最大化的目标不同,政府的目标是多元化的,不仅要考虑经济目标,还需要兼顾社会目标。例如,政府除了需要发展经济,还需要扩大就业,保障民生^[25]。国有企业的管理人员是由政府选派和任免的,需要接受政府的监督和考核。为了完成考核指标,实现政治晋升,国有企业的管理层通常愿意承担更多的政策性负担。例如,国有企业可能为了提高就业率而雇佣超过自身最佳需求量的员工,或者为了实现社会目标而提供更多的慈善捐赠。以冗余雇员和超额捐赠为主要形式的政策性负担提高了企业的人力成本和管理成

本,降低了企业的经营效率,同时也挤占了企业发展壮大所需的资金,导致企业难以按照自身发展的最优化运转^[8]。不仅如此,为了完成政府摊派的政策性负担,管理层不得不对经营的稳定性提出更高的要求^[26]。政策压力导致企业的风险规避程度提高,管理层更倾向于选择稳健的投资策略,企业的战略激进程度被进一步削弱。

综上所述,国有资本参股对民营企业战略选择的影响存在不同的可能性,需要实证检验,因此,本文提出如下竞争性假设。

假设H1a:国有资本参股能够提高民营企业的战略激进程度;

假设H1b:国有资本参股能够降低民营企业的战略激进程度。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取 2010—2020 年 A 股民营上市公司为初始样本,并进行以下数据处理:(1)剔除由国有企业股份转让后成为民营企业的样本;(2)剔除金融类企业;(3)剔除被 ST 企业;(4)剔除数据缺失样本;(5)剔除资不抵债样本;(6)对连续变量进行上下 1% 缩尾处理。最终得到 6646 个样本观测值。本文的数据来自 CSMAR、Wind 以及 CNRDS 数据库。

(二)变量说明

1.被解释变量:企业战略激进程度(Strategy)。参考孟庆斌等(2019)、Higgins 等(2015)的研究^{[6][27]},选取以下六个维度度量企业的战略激进程度:(1)企业的创新倾向,采用研发支出除以营业收入度量;(2)企业的市场扩张倾向,采用销售费用与管理费用之和除以营业收入度量;(3)企业的成长性,采用营业收入增长率度量;(4)企业的生产效率,采用员工数量除以营业收入度量;(5)企业组织结构的稳定性,采用员工数量的标准差度量;(6)企业的资本密度,采用固定资产除以总资产度量。然后,将上述指标按照行业年度的大小平均分为五组,并根据分组进行赋值。其中,前五个变量中数值最小的组赋值为 1,数值最大的组赋值为 5;最后一个变量与此相反,数值最大的组赋值为 1,数值最小的组赋值为 5。最后,将六个指标的得分相加求和,得到企业当年的战略激进程度得分。该指标得分越高表明企业战略激进程度越高,反之表明企业的战略越保守。

2.解释变量:国有资本参股(Soe)。参考罗宏和秦际栋(2019)、于瑶和祁怀锦(2022)的做法^{[9][28]},本文选取三个解释变量来全面评价国有资本参股对民营企业战略选择的影响,分别为是否存在国有股东(Soe1)、国有股东持股比例(Soe2)和股权制衡度(Soe3)。具体定义为:当前十大股东中存在国有股东时,Soe1 取 1,否则取 0;国有股东持股比例(Soe2)定义为前十大股东中,国有股东持股比例之和;股权制衡度(Soe3)定义为前十大股东中,国有股东持股比例之和与非国有股东持股比例之和的比值。控制变量的选取以及具体的变量定义见表 1。

表 1 变量定义与说明

| 变量类型 | 变量名称 | 变量简称 | 变量定义 |
|-------|----------|----------|---------------------------------|
| 被解释变量 | 企业战略激进程度 | Strategy | 企业战略激进程度得分 |
| 解释变量 | 是否存在国有股东 | Soe1 | 前十大股东中存在国有股东时取 1,否则取 0 |
| | 国有股东持股比例 | Soe2 | 前十大股东中国有股东持股比例之和 |
| | 股权制衡度 | Soe3 | 前十大股东中国有股东持股比例之和与非国有股东持股比例之和的比值 |
| 控制变量 | 企业规模 | Size | 年末总资产的自然对数 |
| | 企业年龄 | Age | 公司成立年限加 1 取自然对数 |
| | 资产负债率 | Lev | 总负债除以总资产 |
| | 现金比率 | Cash | 现金资产除以总资产 |
| | 盈利能力 | Roa | 净利润除以总资产 |
| | 股权集中度 | First | 第一大股东持股数量除以总股数 |
| | 管理层持股比例 | Mhold | 管理层持股数量除以总股数 |
| | 独立董事占比 | Indep | 独立董事人数除以董事会总人数 |

(三)模型设定

为检验国有资本参股对民营企业战略选择的影响,本文构建如下模型:

$$\text{Strategy}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{Soe}_{i,t} + \beta_2 \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中,下标 i 和 t 分别表示企业和年份。被解释变量 Strategy 为企业战略激进度的衡量指标;解释变量 Soe 为国有资本参股的相关变量,包含 Soe1 、 Soe2 和 Soe3 三个变量; Controls 为控制变量; Year 和 Ind 分别为年份固定效应和行业固定效应; ϵ 为误差项。

五、实证结果分析

(一)描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果见表 2。 Strategy 的最小值为 6.000,最大值为 30.000,标准差为 3.906,表明不同企业的战略激进度之间存在较大差异。 Soe1 的均值为 0.547,表明样本中有过半数的观测值存在国有资本参股的情况。 Soe2 的均值为 2.160,最大值为 22.110,即本文的样本企业前十大股东中国有资本持股比例的均值为 2.16%,最大值为 22.11%,表明国有股东已然成为部分民营企业的重要参股力量。 Soe3 的中位数为 0.012,最大值为 0.658,表明不同企业国有股权与民营股权的制衡度不尽相同。其他控制变量的结果与已有文献保持一致,不再赘述。

表 2 主要变量描述性统计

| 变量 | 观测值 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 中位数 | 最大值 |
|----------|------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Strategy | 6646 | 18.139 | 3.906 | 6.000 | 18.000 | 30.000 |
| Soe1 | 6646 | 0.547 | 0.498 | 0.000 | 1.000 | 1.000 |
| Soe2 | 6646 | 2.160 | 3.884 | 0.000 | 0.700 | 22.110 |
| Soe3 | 6646 | 0.052 | 0.107 | 0.000 | 0.012 | 0.658 |
| Size | 6646 | 22.102 | 0.981 | 20.174 | 22.021 | 25.105 |
| Age | 6646 | 2.196 | 0.455 | 1.386 | 2.197 | 3.258 |
| Lev | 6646 | 0.385 | 0.176 | 0.057 | 0.382 | 0.803 |
| Cash | 6646 | 0.163 | 0.105 | 0.021 | 0.137 | 0.544 |
| Roa | 6646 | 0.034 | 0.077 | -0.368 | 0.039 | 0.211 |
| First | 6646 | 0.296 | 0.124 | 0.084 | 0.279 | 0.647 |
| Mhold | 6646 | 0.157 | 0.184 | 0.000 | 0.062 | 0.646 |
| Indep | 6646 | 0.387 | 0.107 | 0.000 | 0.375 | 0.636 |

(二)基准回归分析

为了探究国有资本参股如何影响民营企业战略选择,本文对模型(1)进行回归估计,回归结果见表 3 所示。表 3 的结果显示, Soe1 、 Soe2 和 Soe3 三个解释变量的回归系数均在 1%的水平上显著为正,表明无论使用是否存在国有股东、国有股东持股比例抑或股权制衡度作为解释变量,国有资本参股均能够对民营企业的战略激进度产生提升作用,假设 $H1a$ 得证。其主要原因在于:一方面,国有资本参股增强了民营企业的融资能力,缓解了民营企业的资金压力,为民营企业采取较为激进的战略举措提供资金保障;另一方面,国有资本参股为民营企业建立起政治关联,增加了可靠的风险共担者,增强了民营企业提高战略激进度的信心。从经济意义的角度分析,存在国有股东的民营企业比不存在国有股东的民营企业战略激进度提高了 5.8% ($0.457 \times 0.498 / 3.906 = 0.058$);前十大股东中国有股东持股比例每增加 1%,民营企业的战略激进度提高 6.2% ($0.062 \times 3.884 / 3.906 = 0.062$);前十大股东中国有股东与民营股东持股之比每增加 1%,民营企业的战略激进度提高 5.7% ($2.077 \times 0.107 / 3.906 = 0.057$)。也就是说,国有资本参股对民营企业战略激进度的影响具有显著的经济意义。

表 3

国有资本参股与民营企业战略选择

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | Strategy | Strategy | Strategy |
| Soe1 | 0.457 *** (3.029) | | |
| Soe2 | | 0.062 *** (2.989) | |
| Soe3 | | | 2.077 *** (2.714) |
| Controls | Yes | Yes | Yes |
| Year/Ind FE | Yes | Yes | Yes |
| N | 6646 | 6646 | 6646 |
| Adj-R ² | 0.064 | 0.064 | 0.064 |

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著；括号内是t值；标准误经过企业聚类调整。限于篇幅，控制变量的回归结果未列示，留存备索。下表同。

(三)稳健性检验

1.变量替换。考虑到解释变量定义不同会对回归结果产生影响，本文变换对解释变量的定义。参考何德旭等(2022)的研究^[1]，分别使用持股5%和10%的阈值设定国有大股东虚拟变量；参考李鑫等(2022)的研究^[10]，剔除四大资产管理公司，仅保留财政部、国资委等政府部门以及其他国有企业法人主体，并设定国有资本参股虚拟变量。回归结果显示，采用其他方式定义解释变量不改变本文的结论。

2.Heckman 两阶段模型。在研究国有资本参股对民营企业的影响时，可能会面临样本自选择的问题，即国有资本在选择参股民营企业时并非随机的，而是具有某种偏向性。例如，国有股东正是因为观察到某些民营企业的战略较为激进，具有较强的开拓创新能力，未来很可能做大做强，才选择持股该民营企业，而并非由于国有资本参股才导致民营企业战略激进度提高。为了缓解样本自选择带来的内生性问题，本文使用 Heckman 两阶段法进行处理。具体地，第一阶段的基本特征变量与上文的控制变量相同，除此之外，本文还选取地区经济发展水平(GDP)作为外生变量。地区经济发展水平采用地区生产总值取自然对数衡量。已有研究表明，所在地区的经济发展会影响民营企业国有化，但一般不会直接影响企业的战略选择，能够满足独立性和排他性假定^[23]。第二阶段的结果显示国有资本参股的三个解释变量均显著为正，表明考虑了样本自选择问题后，国有资本参股仍然能够显著提高民营企业的战略激进度。

3.倾向得分匹配—双重差分法(PSM-DID)。由于不同民营企业引进国有股东的时间不同，为了进一步缓解内生性问题，本文以国有股东“从无到有”的变化作为外生冲击，比较国有股东“从无到有”对民营企业战略选择的影响。具体地，以样本期间国有股东“从无到有”的民营企业样本作为处理组，以始终不存在国有资本参股的民营企业样本作为控制组。同时，为了降低处理组和控制组之间的差异，本文还使用1:3最近邻匹配的方法为处理组样本匹配控制组样本。在此基础上，构建了模型(2)：

$$\text{Strategy}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{DID}_{i,t} + \beta_2 \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(2)中，DID代表民营企业*i*在*t*年是否存在国有股东。此外，为提高模型估计效率，此处要求企业在国有资本参股前后分别至少有两年的观测值。回归结果显示，DID的回归系数在1%的水平上显著为正，表明使用PSM-DID的方法后，本文的结论依然成立。

4.滞后一期解释变量。考虑到本文还可能存在国有资本参股与民营企业战略激进度之间互为因果的内生性问题，本文将解释变量Soe1、Soe2和Soe3分别滞后一期，重新回归。结果表明，考虑了反向因果的内生性问题后，本文研究结论依然成立。

5.改变样本区间。2017年的政府工作报告首次明确提出要“做强、做优、做大国有资本”，为“逆向混改”奠定了明确的政策基调。因此，为了更好地考察政策效果，明确在国家大力倡导的背景下，国

有资本参股所发挥的作用,本文将样本区间更改为 2017—2020 年。回归结果表明,改变样本区间不会影响本文结论。

6.更改回归模型。由于被解释变量企业战略选择是一个有序变量,本文改用 Ologit 模型对研究假设重新进行检验。回归结果显示,在改变回归模型之后,本文结论保持不变。

上述稳健性检验结果均与基准回归结果保持一致,限于篇幅未报告回归结果,留存备索。

(四)机制检验

接下来,本文进一步探究国有资本参股影响民营企业战略选择的具体机制。按照理论分析部分的阐述逻辑,国有资本参股可能通过发挥“资金保障”和“共同保险”机制来提高民营企业战略激进度。因此,本文借鉴江艇(2022)对中介效应的检验思路^[29],着重验证这两条作用路径的存在性。

1.“资金保障”机制。激进的战略通常需要大量的资金支持,仅仅依靠企业内部资金难以得到满足,而民营企业长期面临融资难、融资贵的问题,在战略选择上会受到一定限制。国有资本参股一方面能够提高民营企业的声誉,提振潜在投资者和债权人的信心,缓解民营企业的融资约束,为民营企业开展研发创新、市场开拓等进攻型业务提供资金保障。另一方面,国有股东的加入为民营企业建立了政治关联,有助于民营企业准确把握政策导向,获得更多的税收优惠和政府补贴,进一步缓解民营企业的资金压力。因此,为了检验国有资本参股的“资金保障”机制,本文选取 KZ 指数(KZ)来衡量企业面临的融资约束,采用企业获得的政府补助占营业收入的比例来衡量政府补助水平(Sub),采用企业的名义税率与实际税率之差来衡量税收优惠水平(Tax),进而验证国有资本参股的“资金保障”机制。回归结果如表 4 所示。表 4 列(1)—(3)的结果显示,国有资本参股(Soe1、Soe2、Soe3)能够显著降低民营企业面临的融资约束。表 4 列(4)—(6)的结果显示,国有资本参股(Soe1、Soe2、Soe3)能够显著提高民营企业获得的政府补助。表 4 列(7)—(9)的结果显示,国有资本参股(Soe1、Soe2、Soe3)能够显著提高民营企业的税收优惠。以上结果表明,国有资本参股能够发挥“资金保障”机制,缓解民营企业面临的资金压力,为民营企业战略激进度的提升提供资金支持。

2.“共同保险”机制。激进的战略虽然能给企业带来高成长和高收益,但潜在的高风险同样不容忽视。当企业的股东构成较为单一时,所有风险均由单一股东承担,导致企业风险承担能力不强,战略选择相对保守。国有股东注资为民营企业引进了可靠的异质性股东,既能够通过政治关联保护企业的研发成果,又能够为企业提供隐性担保,增强企业信心,提高民营企业的风险承担能力。因此,本文分别设置政治关联(Policy)虚拟变量和风险承担水平(Risk)变量,以验证国有资本参股能否通过建立政治关联并提高风险承担水平来发挥“共同保险”机制。具体地,如果企业董事长或总经理曾经或当前在中央和各级地方政府、法院、检察院任职,或担任各级人大代表以及政协委员,则 Policy 取值为 1,否则取 0;企业的风险承担水平使用企业过去三年的盈利波动性来衡量。回归结果如表 5 所示,列(1)—(3)的结果显示,国有资本参股(Soe1、Soe2、Soe3)能够显著提高民营企业的政治关联。列(4)—(6)的结果显示,国有资本参股(Soe1、Soe2、Soe3)能够显著提高民营企业的风险承担能力。以上回归结果表明,国有资本参股能够加强民营企业政治关联、提高民营企业风险承担能力,进而增强民营企业实施激进战略的信心。

3.“政策负担”机制。虽然上文证实了国有资本参股的“资金保障”机制和“共同保险”机制,但不能完全排除“政策负担”机制存在的可能性。本文的结果还存在这样一种可能,即国有资本参股既能够发挥“资金保障”机制和“共同保险”机制来提高民营企业战略激进度,同时也能够通过增加政策性负担来降低民营企业战略激进度,但由于“资金保障”机制和“共同保险”机制所发挥的作用更大,两者对战略激进度的提升作用超过了“政策负担”机制对战略激进度的抑制作用,使得总体上呈现正向提升作用。因此,为了确定“政策负担”机制是否存在,本文选取企业冗余雇员(Labor)以及超额捐赠(Donate)作为“政策负担”机制的代理变量,检验国有资本参股是否会提高民营企业的冗余雇员水平和超额捐赠水平,进而加剧政策性负担。其中,冗余雇员(Labor)参考蔡明荣和王毅航(2022)的研究^[26],使用员工数量实际值与拟合值之间的残差来衡量;使用企业慈善捐赠金额与行业慈善捐赠金

额均值的比值来衡量企业的超额捐赠。回归结果列于表 6。结果显示,无论是采用冗余雇员(Labor)还是超额捐赠(Donate)作为被解释变量,国有资本参股(Soe1、Soe2、Soe3)的回归系数均不显著,表明国有资本参股并未显著增加民营企业的政策性负担,“政策负担”机制未被实证结果证实。

表 4 “资金保障”机制检验

| 变量 | 融资约束 | | | 政府补助 | | | 税收优惠 | | |
|--------------------|------------------------|------------------------|------------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) |
| | KZ | KZ | KZ | Sub | Sub | Sub | Tax | Tax | Tax |
| Soe1 | -0.282 *** (-7.937) | | | 0.142 ** (2.225) | | | 0.012 *** (2.791) | | |
| Soe2 | | -0.022 *** (-3.563) | | | 0.029 *** (3.269) | | | 0.001 ** (2.362) | |
| Soe3 | | | -0.753 *** (-3.144) | | | 1.058 *** (3.374) | | | 0.047 ** (2.330) |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year/Ind FE | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 6646 | 6646 | 6646 | 6646 | 6646 | 6646 | 6608 | 6608 | 6608 |
| Adj-R ² | 0.335 | 0.328 | 0.327 | 0.110 | 0.113 | 0.113 | 0.059 | 0.059 | 0.059 |

表 5 “共同保险”机制检验

| 变量 | 政治关联 | | | 风险承担 | | |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| | Policy | Policy | Policy | Risk | Risk | Risk |
| Soe1 | 0.915 *** (8.119) | | | 0.011 *** (6.212) | | |
| Soe2 | | 0.064 *** (4.728) | | | 0.001 *** (3.467) | |
| Soe3 | | | 2.202 *** (4.259) | | | 0.031 *** (3.425) |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year/Ind FE | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 6641 | 6641 | 6641 | 6646 | 6646 | 6646 |
| Adj-R ² | 0.072 | 0.054 | 0.053 | 0.027 | 0.020 | 0.021 |

表 6 “政策负担”机制检验

| 变量 | 冗余雇员 | | | 超额捐赠 | | |
|--------------------|------------------|------------------|-------------------|--------------------|------------------|------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| | Labor | Labor | Labor | Donate | Donate | Donate |
| Soe1 | 1.147 (0.316) | | | -0.008 (-0.063) | | |
| Soe2 | | 0.526 (0.600) | | | 0.014 (0.590) | |
| Soe3 | | | 22.340 (0.645) | | | 0.780 (0.900) |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year/Ind FE | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 6646 | 6646 | 6646 | 6646 | 6646 | 6646 |
| Adj-R ² | 0.115 | 0.115 | 0.115 | 0.047 | 0.047 | 0.047 |

六、进一步分析

(一)异质性分析

1.地区金融发展水平。充足的资金和便利的融资渠道是企业提高战略激进度的必要保障,而地区金融发展水平是影响企业融资能力的重要因素。当企业所在地区金融发展水平较高、竞争程度较为激烈时,为了争夺优质客户、提高经营业绩,银行等金融机构会主动放松贷款条件,提高企业的融资可得性。而当公司所在地区金融发展水平较差时,由于具有垄断优势,金融机构在客户的选择上会更加挑剔,偏好具有良好声誉的国有企业,对民营企业会更加惜贷,导致民营企业在进行战略选择时会受到更大限制。此时,国有资本参股对民营企业融资能力的提升空间更大,对其战略激进度也将会产生更大的影响。因此,本文预计,在金融发展水平较差的地区,国有资本参股对民营企业战略激进度的提升作用更加显著。本文选取地区银行业竞争程度来衡量企业所在地区的金融发展水平。参考李明明和刘海明(2022)的做法,使用企业所在城市当年各家银行分支机构数量的赫芬达尔指数来表示银行业竞争程度^[30],并将全样本按照该指数的中位数分为高低两组。该指数越低,表明银行业竞争越激烈,金融发展水平越高;反之,表明金融发展水平越低。回归结果如表7所示,在企业所在地区金融发展水平较低的组中,国有资本参股能够显著提高民营企业的战略激进度,而在企业所在地区金融发展水平较高的组中,Soe1、Soe2和Soe3的回归系数虽然均为正,但均不显著。这意味着在金融发展水平较差的地区,民营企业面临更为严重的信贷歧视,国有股东能够发挥更大的作用。

2.地区法律制度环境。研发创新等激进型活动具有正外部性,容易被其他企业模仿抄袭,尤其当企业所在地区法律制度不完善、产权保护力度欠缺时,企业很难通过法律手段维护权益,导致企业开展此类活动的热情不高。此时,相比于那些法律制度完善地区的企业,所在地区法律制度不完善的企业更需要通过国有资本参与与政府建立政治关联,为民营企业营造适宜创新的外部环境,维护企业自身权益不受侵犯。因此,本文预计,在法律制度环境较差的地区,国有资本参股对民营企业战略激进度的提升作用更加显著。本文使用樊纲等构建的市场化指数中的“市场中介组织发育和法律制度环境评分”作为企业所在地区法律制度环境的代理变量,并将全样本按照该指标的中位数分为高低两组,分别代入模型(1)进行回归,回归结果见表8。结果显示,当企业所在地区法律制度环境较差时,国有资本参股(Soe1、Soe2、Soe3)的回归系数更大且显著性水平更高,表明在法律制度环境较差的地区,国有股东发挥作用的空間更大,更有能力为民营企业保驾护航,进而提高民营企业战略激进度。

3.经济政策不确定性。作为重要的微观经济主体,企业行为决策会受到经济政策的影响。平稳可预期的经济政策是企业合理安排资金、选择最佳经营发展战略的外部基础,此时企业的相关决策主要基于市场需求,较少担忧外部政策的影响。而当宏观经济政策频繁变化时,企业难以提前预知相关政策的内容和时间,未来经营发展面临着较高的不确定性。经营风险的上升导致企业在进行相关决策时会变得更加谨慎,战略选择也会相对保守。面对经济政策不确定性较高的风险,一方面,国有资本参股能够提振民营企业信心,提高民营企业的风险承担能力;另一方面,凭借与政府建立的政治关联,民营企业能够更好地把握政策的变化方向,降低政策不确定性预期的影响。因此,本文预计,当经济政策不确定性较高时,国有资本参股对民营企业战略激进度的提升作用更加显著。本文选取Huang和Luk(2020)编制的中国经济政策不确定性指数作为分组变量^[31],将全样本按照该指数中位数的大小分为两组,分别代入模型(1)进行回归,回归结果见表9。结果显示,无论在经济政策不确定性较高还是较低的时期,国有资本参股均能够提高民营企业的战略激进度,且经济政策不确定性越高,提升作用越强。组间系数检验的结果显示,除了以Soe2作为解释变量时,组间系数差异不显著外,另外两组的组间系数差异检验均显著。总体而言,分组检验结果基本符合预期,表明国有股东的存在增强了民营企业的信心,并且越是在宏观政策环境波动较大的时期,国有股东越能够发挥“定心丸”的作用,让民营企业能够专注于自身发展。

表 7

地区金融发展水平的异质性分析结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|--------------------|----------------------|------------------|----------------------|------------------|----------------------|------------------|
| | 低 | 高 | 低 | 高 | 低 | 高 |
| | Strategy | Strategy | Strategy | Strategy | Strategy | Strategy |
| Soe1 | 0.698 *** (3.221) | 0.192 (0.944) | | | | |
| Soe2 | | | 0.092 *** (2.793) | 0.031 (1.244) | | |
| Soe3 | | | | | 3.149 *** (2.665) | 1.015 (1.084) |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year/Ind FE | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 3302 | 3314 | 3302 | 3314 | 3302 | 3314 |
| Adj-R ² | 0.087 | 0.052 | 0.087 | 0.053 | 0.087 | 0.053 |
| 组间系数差异 p 值 | 0.000 *** | | 0.000 *** | | 0.000 *** | |

表 8

地区法律制度环境的异质性分析结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|--------------------|---------------------|---------------------|----------------------|------------------|----------------------|------------------|
| | 低 | 高 | 低 | 高 | 低 | 高 |
| | Strategy | Strategy | Strategy | Strategy | Strategy | Strategy |
| Soe1 | 0.508 ** (2.567) | 0.420 ** (2.065) | | | | |
| Soe2 | | | 0.087 *** (3.418) | 0.033 (1.136) | | |
| Soe3 | | | | | 3.132 *** (3.507) | 0.748 (0.673) |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year/Ind FE | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 3363 | 3283 | 3363 | 3283 | 3363 | 3283 |
| Adj-R ² | 0.081 | 0.060 | 0.085 | 0.058 | 0.085 | 0.057 |
| 组间系数差异 p 值 | 0.096 * | | 0.000 *** | | 0.000 *** | |

表 9

经济政策不确定性的异质性分析结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|--------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| | 高 | 低 | 高 | 低 | 高 | 低 |
| | Strategy | Strategy | Strategy | Strategy | Strategy | Strategy |
| Soe1 | 0.552 *** (3.348) | 0.373 ** (2.181) | | | | |
| Soe2 | | | 0.068 *** (3.236) | 0.057 ** (2.427) | | |
| Soe3 | | | | | 2.399 *** (3.140) | 1.810 ** (2.063) |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year/Ind FE | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 3288 | 3358 | 3288 | 3358 | 3288 | 3358 |
| Adj-R ² | 0.061 | 0.063 | 0.061 | 0.064 | 0.060 | 0.063 |
| 组间系数差异 p 值 | 0.023 ** | | 0.174 | | 0.082 * | |

(二)经济后果分析

上文的研究证实国有资本参股能够提高民营企业的战略激进度,接下来,本文进一步探讨民营企业战略激进度提高之后,会产生怎样的经济后果。通常认为,激进的战略能够提高企业的创新能力,增强企业的核心竞争力,进而提高企业价值。但也有文献认为战略激进度越高,企业的违规倾向越严重^[14]。因此,为了全面评价民营企业战略激进度提升之后的经济后果,本文构建了模型(3),从正反两个方面考察国有资本参股对民营企业的企业价值(TQ)和违规行为(Fraud)的影响。

$$TQ_{i,t+1}/\text{Fraud}_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 \text{Soe}_{i,t} + \beta_2 \text{Strategy}_{i,t} + \beta_3 \text{Strategy}_{i,t} \times \text{Soe}_{i,t} + \beta_4 \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型(3)中,企业价值使用上市公司未来一期的托宾 Q 值衡量,违规行为使用上市公司未来一期因违反相关证券法律法规而受到证监会、交易所等处罚的数量衡量。此外,将企业战略激进度按照得分的中位数分为高低两组,当企业战略激进度高于中位数时,Strategy 取 1,当企业战略激进度低于中位数时,Strategy 取 0。表 10 列(1)一(3)的结果显示,Strategy×Soe1、Strategy×Soe2 和 Strategy×Soe3 的回归系数均显著为正,表明国有资本参股能够通过提高企业战略激进度进而提高民营企业价值。表 10 列(4)一(6)的结果显示,Strategy×Soe1、Strategy×Soe2 和 Strategy×Soe3 的回归系数均不显著,表明国有资本参股不会导致企业违规行为上升,排除了战略激进度提高可能会加剧企业违规倾向的担忧。

表 10 经济后果检验

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|
| | TQ | TQ | TQ | Fraud | Fraud | Fraud |
| Strategy×Soe1 | 0.197 ** (2.190) | | | 0.059 (0.951) | | |
| Strategy×Soe2 | | 0.019 * (1.786) | | | 0.007 (0.833) | |
| Strategy×Soe3 | | | 0.742 * (1.957) | | | 0.267 (1.024) |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year/Ind FE | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 4992 | 4992 | 4992 | 4992 | 4992 | 4992 |
| Adj-R ² | 0.340 | 0.344 | 0.343 | 0.058 | 0.056 | 0.057 |

七、研究结论与政策启示

鼓励国有资本投资入股民营企业,通过国有资本激发民营企业发展活力,促进各类资本取长补短、相互促进、共同发展是新时代国企改革的重点工作。本文以 2010—2020 年 A 股民营上市公司为样本,研究国有资本参股对民营企业战略选择的影响,并得到以下结论:第一,国有资本参股能够提高民营企业的战略激进度;第二,国有资本参股通过“资金保障”机制保障企业实施激进战略的资金需求,通过“共同保险”机制建立政治关联、提高企业风险承担能力,进而提高民营企业的战略激进度;第三,国有资本参股对民营企业战略激进度的提升作用在地区金融发展水平较低、地区法律制度环境较差、经济政策不确定性较高时更加显著;第四,国有资本参股能够进一步提高民营企业价值,且不会导致企业违规行为增加,表明国有资本参股民营企业能够促进异质性股东取长补短,推动民营企业实现高质量发展。

根据本文的研究结论,提出以下政策启示。第一,积极稳妥地推进混合所有制改革,既要重视国有企业引入非国有资本的“正向混改”模式,也不能忽视国有资本参股民营企业的“逆向混改”模式,通过“双向混改”探索形成国民融合发展的新生态。之前的混合所有制改革主要以“正向混改”为主,主张国有经济应该让位于民营经济,不干涉民营企业的发展。然而,本文的研究发现,国有资本参股能

够优化民营企业的发展环境,增强民营企业的发展信心,提高民营企业的战略激进度。因此,通过完善的制度设计,“逆向混改”完全可以成为促进各类资本取长补短、共同发展的有效实现方式。第二,国有资本应当适时参股民营企业,为民营企业经营发展提供资源支持和制度保障。尤其是当民营企业面临较差的金融、法律等外部环境时,国有资本更应主动发挥其在资源、信誉等方面的优势,通过出资入股的方式降低民营企业面临的所有制歧视,激发民营企业开拓进取的战略意愿,在助力民营企业发展壮大的同时强化和放大国有资本功能,促使国有经济与民营经济合作共赢,引领经济发展新常态。第三,民营企业应该充分把握混合所有制改革的机遇,积极引进国有股东,构建“亲”“清”政企关系,在此基础上做出更有利于长远发展的战略选择。民营企业可以通过引进国有股东弥补自身资源劣势,提高企业风险承担能力,充分激发企业的发展活力,不断开拓创新,培育核心竞争能力,进而实现企业自身乃至民营经济的高质量发展。

注释:

①数据来源于中国政府网:https://www.gov.cn/gongbao/content/2018/content_5341047.htm。

参考文献:

- [1] 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(11):189—207.
- [2] 何瑛,汤贤正,侯粲然. 非国有股东参与治理与国有企业并购绩效——基于“双向混改”情境的研究[J]. 中南财经政法大学学报,2022(5):3—17.
- [3] Chen, F., Huyghebaert, N., Lin, S., et al. Do Multiple Large Shareholders Reduce Agency Problems in State-controlled Listed Firms? Evidence from China[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2019, 57(10):1—21.
- [4] 邢斐,陈诗英,蔡嘉瑶. 企业集团、产业生命周期与战略选择[J]. 中国工业经济,2022(6):174—192.
- [5] Miles, R. E., Snow, C. C., Meyer, A. D., et al. Organizational Strategy, Structure and Process[J]. Academy of Management Review, 1978, 3(3): 546—562.
- [6] 孟庆斌,李昕宇,张修平. 卖空机制、资本市场压力与公司战略选择[J]. 中国工业经济,2019(8):155—173.
- [7] 李文贵,余明桂. 产权保护与民营企业国有化[J]. 经济学(季刊),2017(4):1341—1366.
- [8] Huang, Z., Li, L., Ma, G. The Reversal of Privatization in China: A Political Economy Perspective[J]. Journal of Corporate Finance, 2021, 71(10):102—115.
- [9] 罗宏,秦际栋. 国有股权参股对家族企业创新投入的影响[J]. 中国工业经济,2019(7):174—192.
- [10] 李鑫,郭飞,周丹,徐琼. 国有资本介入与民营企业战略风险承担——基于高管激励与机会主义行为视角[J]. 证券市场导报,2022(10):14—25.
- [11] 汪圣国,高岭,黄永颖. 国有股东持股能提高民营企业的社保遵从度吗? [J]. 经济管理,2022(7):42—58.
- [12] 钱爱民,吴春天,朱大鹏. 民营企业混合所有制能促进实体经济“脱虚返实”吗[J]. 南开管理评论,2023(1):134—147.
- [13] 肖正,翟胜宝,张静. 引入国有资本能够化解民营企业僵尸化风险吗?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济管理,2022(2):36—56.
- [14] 孟庆斌,李昕宇,蔡欣园. 公司战略影响公司违规行为吗[J]. 南开管理评论,2018(3):116—129.
- [15] 刘刚,于晓东. 高管类型与企业战略选择的匹配——基于行业生命周期与企业能力生命周期协同的视角[J]. 中国工业经济,2015(10):115—130.
- [16] 王鑫怡,卢强. 营商环境与企业战略差异度:因时而变抑或静观其变[J]. 财会月刊,2023(18):146—152.
- [17] 张焰朝,孙光国,陈思阳. 产业政策、资源配置与企业战略激进度[J]. 宏观经济研究,2021(6):17—33.
- [18] 陈汉文,周中胜. 内部控制质量与企业债务融资成本[J]. 南开管理评论,2014(3):103—111.
- [19] 张纯,吕伟. 信息披露、市场关注与融资约束[J]. 会计研究,2007(11):32—38.
- [20] 李青原,吴立扬,蔡贵龙. 非控股国有股权与民营企业税收负担[J]. 管理科学,2022(4):99—111.
- [21] 余明桂,潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界,2008(8):9—21.
- [22] He, J., Mao, X., Rui, O. M., et al. Business Groups in China[J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 22(5):166—192.
- [23] 余汉,杨中仑,宋增基. 国有股权能够为民营企业带来好处吗?——基于中国上市公司的实证研究[J]. 财经

研究,2017(4):109—119.

[24] 肖土盛,孙瑞琦.国有资本投资运营公司改革试点效果评估——基于企业绩效的视角[J]. 经济管理,2021(8):5—22.

[25] 刘春,孙亮. 政策性负担、市场化改革与国企部分民营化后的业绩滑坡[J]. 财经研究,2013(1):71—81.

[26] 蔡明荣,王毅航. 混合所有制改革、政策性负担与国企技术效率——来自高新技术企业的证据[J]. 产业经济研究,2022(2):85—98.

[27] Higgins, D., Omer, T. C., Phillips, J. D. The Influence of a Firm's Business Strategy on its Tax Aggressiveness[J]. Contemporary Accounting Research, 2015, 32(2):674—702.

[28] 于瑶,祁怀锦. 混合所有制与民营经济健康发展——基于企业违规视角的研究[J]. 财经研究,2022(3):33—47.

[29] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济,2022(5):100—120.

[30] 李明明,刘海明. 银行业竞争对企业投融资期限错配的影响研究[J]. 国际金融研究,2022(7):68—76.

[31] Huang, Y., Luk, P. Measuring Economic Policy Uncertainty in China[J]. China Economic Review, 2020, 59(4):1—18.

State-owned Capital Participation and the Strategic Choice of Private Enterprises

LV Zhijun WANG Zhenjie

(School of Management/China Business Working Capital Management Research Center,
Ocean University of China, Qingdao 266100, China)

Abstract: This paper takes A-share private listed companies from 2010 to 2020 as the research sample, and empirically tests the influence of state-owned capital participation on the strategic choice of private enterprises. The research shows that the state-owned capital participation can increase the strategic radicalization of private enterprises. The mechanism test shows that the state-owned capital participation can increase the strategic radicalization of private enterprises by exerting the "fund guarantee" and the "co-insurance" mechanism. Further analysis shows that when the regional financial development level is low, the regional legal system environment is poor, and the economic policy uncertainty is high, the state-owned capital participation has a more significant effect on the improvement of the strategic radicalization of private enterprises. The analysis of economic consequences shows that by improving the strategic radicalization, the state-owned capital participation can further enhance the value of private enterprises, and will not increase the violations of enterprises, indicating that the state-owned capital participation in private enterprises can not only enhance the strength, quality, and size of the state-owned capital, but also promote the high-quality development of private enterprises.

Key words: Reverse Mixed-ownership Reform; Strategic Choice; Private Enterprises; State-owned Capital; Strategic Radicalization

(责任编辑:胡浩志)