

# 国有股权参股如何影响民营企业信用评级

张 娆, 杨小伟

(南京农业大学 金融学院, 江苏 南京 210095)

**[摘 要]** 民营经济是推进中国式现代化的生力军, 民营企业信用评级不高是亟待解决的问题。混合所有制改革是利用不同股权的融合放大国有资本功能进而促进经济发展的重要举措, 以民营企业参与混合所有制改革视角进行研究发现: 国有股权参股能显著提升民营企业信用评级。影响机制检验发现, 国有股权参股通过缓解融资约束和降低经营风险, 提升民营企业信用评级。进一步研究发现, 在管理层代理成本、国有股权制衡度、行业竞争程度及经济政策不确定性更高时, 国有股权参股对民营企业信用评级的提升作用更有效。研究表明混合所有制改革承载着巨大制度红利, 有助于实现民营企业健康持续发展, 对国有资本和民营企业具有“1+1>2”效应, 对混改政策实施效应和民营企业是否引入国有股权有重要决策参考意义。

**[关键词]** 国有股权参股; 民营企业; 信用评级; 混合所有制改革; 国有企业; 股权改革

**[中图分类号]** F061.5    **[文献标志码]** A    **[文章编号]** 1004-4833(2023)05-0108-11

## 一、引言

混合所有制改革采取不同股权间的交叉持股方式, 达到国有股权和民营股权<sup>①</sup>的有效融合, 为国有企业和民营企业实现优势互补奠定基础, 是我国经济转向高质量发展的重要举措。混合所有制改革是双向的, 既包括国有企业引入民营企业等股权进行混合所有制改革, 也包括国有股权参股民营企业<sup>[1]</sup>。后者在 2015 年 9 月国务院印发的《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》中得到明确, 既“鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业”, 进而为国有股权入股民营企业的领域和方式指明了方向及实现路径<sup>[2]</sup>。

“民营经济是推进中国式现代化的生力军”<sup>②</sup>, 民营企业具有灵活性、高效性和敢于创新的优势<sup>[3]</sup>。2023 年 7 月 19 日下发的《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》明确指出, 支持民营企业在债券市场融资, “聚焦民企融资需求, 因企施策拓宽民企债券融资渠道”<sup>③</sup>。但民营企业信用评级不高, 导致其在债券市场融资受限却是不争的事实。国有企业信用评价相对较高, 且与政府的关系使其具有很强的融资优势及经营风险相对较低。与此同时, 国有企业深受政府干预带来的沉重政策负担影响。那么, 国有股权参股是提升还是降低民营企业信用评级? 两者间深层次的作用机制是什么? 国有股权参股与民营企业信用评级的关系在不同情境下如何表现? 这些都值得研究。

基于上述疑问, 本文利用 2010—2022 年我国沪深 A 股民营企业为研究对象进行探究, 结果发现: 国有股权参股能显著提升民营企业的信用评级, 该结论经两阶段工具变量法、倾向得分匹配法、替换解释变量和被解释变量、更换估计模型及考虑新冠疫情影响等多种内生性检验和稳健性测试后均保持不变。影响机制检验发现, 国有股权参股能显著缓解民营企业面临的融资约束困境和经营风险, 进而有助于提高其信用评级。进一步研究发现, 国有股权参股对民营企业信用评级的提升作用在管理层代理成本、国有股权制衡度、行业竞争程度及经济政策不确定性程度更高时影响效果更有效。

与以往研究相比, 本文的贡献有如下几个方面:

**[收稿日期]** 2022-09-21

**[基金项目]** 国家社会科学基金项目(18BGL085); 江苏高校“青蓝工程”(2022—2025); 江苏省高校社科联发展专项(22GSB-008); 南京农业大学金融学院学科建设专项和“深入贯彻学习党的二十大精神”(ZDXM202204)

**[作者简介]** 张娆(1977—), 女, 辽宁抚顺人, 南京农业大学金融学院教授, 博士生导师, 从事资本市场财务与会计、公司金融等研究, E-mail: zr@njau.edu.cn; 杨小伟(1992—), 男, 河南洛阳人, 南京农业大学金融学院博士研究生, 从事制度环境、公司治理与公司金融研究。

① 本文将非国有性质股权统称为民营股权, 在我国情形下比较合理, 虽然对民营企业没有明确定义, 但官方文件也频繁使用, 如 2019 年 12 月, 国务院下发的《中共中央国务院关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》, 也使用了民营企业。

② 《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》。

③ 《深交所支持企业用好“央地合作增信”模式实现首单民企蓝色科技创新债券成功发行》。

首先,本文研究是对国有股权参股民营企业经济后果的拓展。已有关于混合所有制改革的研究主要聚焦于国有企业混改,而对国有股权参股民营企业混改的研究相对较少。本文从企业信用评级视角出发,考察国有股权参股民营企业的经济后果,不仅为国家混改政策影响企业信用评级提供了证据,还从民营企业引入国有股权的视角对混改经济后果进行拓展,为民营企业积极引入国有股权促进其发展具有重要启示作用。其次,本文研究是从企业产权混改视角对企业信用评级影响因素进行补充。已有关于企业信用评级影响因素主要来自企业层面和评级机构层面。虽然林晚发等<sup>[4]</sup>考察了股权性质对企业信用评级的影响,但仅通过控制权将企业分为国有企业和非国有企业进行考察,一方面没有考虑国有企业产权中存在民营股权成分,另一方面也没有考虑民营企业股权中存在国有股权成分。而本文深入其中,考察国有股权参股对民营企业信用评级的影响,不仅从个体企业多种股权共存视角将林晚发等<sup>[4]</sup>研究进行了拓展,还从民营企业发展面临的现实问题出发,探索其寻求提升信用评级的途径。再次,本文将企业内部因素(管理层代理成本和国有股权制衡度)和外部因素(行业竞争程度和经济政策不确定性)纳入国有股权参股与民营企业信用评级的分析框架,对两者关系的调节作用进行考察,研究结论不仅丰富了本文的研究内容,也为民营企业面临不同内外部负面情形时可以通过引入国有股权缓解对其信用评级带来的影响提供了证据支持。最后,本文对融资约束和经营风险在国有股权参股影响民营企业信用评级中的作用机制进行验证,进一步解读国有股权参股提升民营企业信用评级的实现路径,有利于深入理解评级机构作出评价时的决策参考因素。

本文后续部分的结构安排如下:第二部分是文献回顾与研究假设;第三部分是研究设计;第四部分是实证结果与分析;第五部分是影响机制检验;第六部分是进一步研究;第七部分是研究结论与启示。

## 二、文献回顾与研究假设

### (一)文献回顾

本文研究相关的文献主要包括国有股权参股民营企业的经济后果和企业信用评级影响因素。

围绕国有股权参股民营企业的经济后果,现有研究主要从企业融资、投资、企业价值及公司治理角度展开。首先,从企业融资角度看:宋增基等<sup>[5]</sup>认为国有股权参股对民营企业银行贷款的金额和期限均有正向作用效果。何德旭等<sup>[6]</sup>也得出相似结论,认为国有股权参股对民营企业债务融资成本有降低作用,对债务融资规模却有扩大作用。姚梅洁等<sup>[7]</sup>认为国有股权参股能为民营企业带来融资好处外,还能给其带来行业准入红利。其次,从企业投资角度看:罗宏和秦际栋<sup>[1]</sup>认为国有股权参股对家族企业的研发创新投入具有显著正向影响。钱爱民等<sup>[2]</sup>认为国有股权参股对民营企业的金融资产投资具有显著降低作用。Inoue 等<sup>[8]</sup>认为巴西政府通过其开发银行持有上市企业少量股权,这些股权对企业的资产回报率和资金受限企业的资本支出具有积极影响。再次,从企业价值角度看:Wu<sup>[9]</sup>利用中国台湾数据研究认为,非控股国有股权与企业价值呈非线性关系。而 Liao 和 Young<sup>[10]</sup>利用我国数据进行研究,认为私有化后的民营企业中保留少量的国有股权有利于提高民营企业的托宾 Q 值。郝阳和龚六堂<sup>[11]</sup>也认为国有股权参股对民营企业的绩效有提高作用。最后,从公司治理角度看:孙亮和刘春<sup>[3]</sup>认为国有股权参股对民营企业的向下盈余管理程度有抑制作用。

企业信用评级影响因素受到学者们的关注,从企业层面和评级机构层面进行了较为丰富的探讨。从企业层面看。首先,企业行为是影响信用评级的重要因素。如 Caton 等<sup>[12]</sup>研究发现,激进的盈余管理与更低的债券首发信用评级有关,而 Alissa 等<sup>[13]</sup>研究则发现,当公司的信用评级低于(高于)预期评级时,公司会使用增加收入(减少收入)这类盈余管理活动,使其信用评级向预期评级迈进。其次,企业特征也是信用评级的重要影响因素。如林晚发等<sup>[4]</sup>研究发现,国有产权性质有利于企业获得更高水平的信用评级。常莹莹和曾泉<sup>[14]</sup>研究发现,企业环境信息透明度越高,其获得高主体信用评级的概率越高。最后,有学者从公司治理入手对企业信用评级影响因素进行了探讨。如 Ashbaugh-Skaifea 等<sup>[15]</sup>研究发现,董事会治理对信用评级有显著的影响。Driss 等<sup>[16]</sup>、刘星等<sup>[17]</sup>研究发现,较大的长期机构股权、较多的分析师跟踪人数与较高的信用评级相关。

从评级机构层面看:首先,评级机构的行业竞争会对信用评级造成影响,评级机构行业竞争的加剧与更低质量的信用评级有关<sup>[18]</sup>。其次,评级机构行业监管政策也是影响企业信用评级的重要因素,Behr 等<sup>[19]</sup>研究表明,1975 年美国证券交易委员会(SEC)通过提高评级行业的进入壁垒和对信用评级依赖的规定,使得被选定的评级机构增强了市场力量,导致了信用评级的膨胀。最后,评级机构的付费模式也会对企业信用评级产生影

响<sup>[20-21]</sup>,投资人付费模式下的企业信用评级更低<sup>[21]</sup>。

从以上研究结论可以看出,学界对企业信用评级的影响因素已经从多个角度进行了探究,但尚未有学者基于混合所有制改革背景,探讨国有股权参股对民营企业信用评级的影响。研究该问题不仅可以为中央政策实施效果从企业信用评级视角提供证据,还能够对民营企业信用评级的影响因素从股权混改维度提供理论框架。

## (二) 研究假设

民营企业具有灵活性、高效性和敢于创新的优势<sup>[3]</sup>,但民营企业面临融资约束困境<sup>[5]</sup>和较强的经营风险<sup>[22]</sup>也是不争的事实。究其原因,不仅包括民营企业成立时间一般较短<sup>[5]</sup>,经营规模相对较小<sup>[23]</sup>,内部机制不够健全<sup>[5]</sup>,较难获取政府资源支持<sup>[1]</sup>,也有民营企业能够进入的行业通常是政府管制程度低、行业进入壁垒少、产权保护方面仍有不足等原因<sup>[22]</sup>。民营企业的上述困难会对其信用评级产生不利影响<sup>[4]</sup>。

国务院“鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业”,为民营企业发展带来新机遇<sup>[2]</sup>。具体表现为:第一,国有股权参股有利于缓解民营企业的融资约束问题。国有股权参股民营企业一方面向外界传递了积极的信号<sup>[2,7]</sup>,国有股权参股的民营企业得到政府认可,经营发展未来可期,降低了民营企业与银行等贷款方的信息不对称<sup>[23]</sup>程度,而且其国有股权成分降低了债权人对民营企业贷款偿还的风险预期,有利于民营企业获得担保条件或利率优惠,使其在贷款金额、期限和成本方面获得好处<sup>[5-6]</sup>。另一方面,国有股权参股使得民营企业股权中存在国有股,通过与政府建立联系<sup>[5,23]</sup>,有利于民营企业从政府获得补助、税收优惠等资源支持。总之,国有股权参股较大程度增强了民营企业获得外部资源的能力,降低了民营企业的融资约束程度<sup>[11]</sup>。融资约束作为一项重要指标,不仅反映了企业的财务状况,如偿债能力,还对其经营可持续性有重大影响,是评级机构作出评级决策时需要考虑的重要因素之一。国有股权参股缓解了民营企业的融资约束,有利于其获得更高的信用评级。

第二,国有股权参股在较大程度可以降低民营企业面临的经营风险。首先,国家在关系国计民生的关键行业设置了高进入壁垒,如能源、通讯、铁路等<sup>[2]</sup>,这些行业往往具备高额垄断利润,但基本向国有股权倾斜,限制了民营企业的进入。国有股权参股使得民营企业具备国资背景,降低了部分关键行业对其产权的要求<sup>[2]</sup>,使其进入部分关键行业<sup>[1,3,7]</sup>,稳定民营企业的利润增长,降低了民营企业的经营风险。其次,国有企业具有较为完善的公司治理机制,民营企业引入国有股权,可以移植国有企业的公司治理机制,对其组织架构进行重构<sup>[2,24]</sup>,有效避免民营企业在内部控制、商业信用方面的不足。另外,国有股权的入驻会增强外界对民营企业的关注<sup>[1]</sup>,向外界传递出正面信息,增强供应链中其他企业对国有股权参股的民营企业的信任程度,巩固国有股权参股的民营企业在供应链中的稳定性,有利于降低经营风险。再次,国有股权参股不丧失民营企业经营效率和激励机制优势。民营企业具备灵活性、高效性和敢于创新的优势<sup>[3]</sup>,对其高管和员工的激励措施也较为丰富。由于国有股权并未实现控制,这对民营企业保持该优势留有空间。因此国有股权参股的民营企业不仅可以充分利用国有股权给其带来的制度红利<sup>[7]</sup>,还可以保留已有优势,使其经营风险大为降低。经营风险越低,评级机构对企业的信用评级越高<sup>[13]</sup>,国有股权参股越有利于提升民营企业的信用评级。

国有股权参股也可能会降低民营企业的信用评级,表现在:第一,国有股权参股缩短了政府与民营企业之间的距离,使政府有更低的成本和更强的动机干预民营企业发展<sup>[22,25]</sup>。地方政府承担着发展本地区经济的重要职能,同时具有保就业、保社会稳定等职责<sup>[22]</sup>,政府通过国有股权参股民营企业,能降低与民营企业之间的交易成本,更理所当然地将经济发展和社会职责分摊至国有股权参股的民营企业,这可能损害民营企业的灵活性和高效性优势<sup>[3]</sup>,降低民营企业的经营业绩和增加其经营风险,进而负向影响民营企业的信用评级。第二,政府或国有出资方是理性经济人,同样会考虑成本和收益问题。国有股权参股能使民营企业便于获取外部资源<sup>[5,6-7]</sup>和进入高壁垒的垄断性行业<sup>[2]</sup>,作为交换政府有很强的动机将本地区的基础设施建设和就业增长目标等分摊至国有股权参股的民营企业,这与民营企业的经营目标相违背,会增加民营企业的冗员负担,损害民营企业的经营效率,增加其经营困境可能性,进而会降低民营企业的信用评级。

基于以上分析,本文认为国有股权参股可能产生“帮助之手”,缓解民营企业的融资困境和降低其经营风险,进而提高民营企业的信用评级,也可能因“政策负担”降低民营企业的经营灵活性和高效性,增加其经营风险,进而降低民营企业的信用评级。因此,本文提出如下备择假设 H1a 和假设 H1b。

假设 1a: 国有股权参股有利于提升民营企业信用评级;

假设 1b: 国有股权参股会降低民营企业信用评级。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

本文以 2010—2022 年沪深 A 股民营上市企业为研究对象。研究样本通过以下步骤筛选获取:(1)从国泰安数据库(CSMAR)下载 2010 至 2022 年所有债券发行主体的信用评级等相关数据,将发债主体名称与上市企业名称进行匹配。(2)由于上市企业在某年度可能存在多个主体信用评级,本文仅保留与评级日期上一年度最近的一个信用评级数据,以使评级数据与年报财务数据最相关。(3)剔除金融类上市企业。(4)剔除 ST、\*ST 类上市企业。(5)剔除变量数据缺失的样本。最终本文得到 372 家公司/年样本数据。本文数据来源于 CSMAR 数据库。为避免极端值对回归结果的影响,对所有连续变量在两端 1% 处进行缩尾处理。

#### (二) 变量定义与研究模型

##### 1. 主要变量定义

**被解释变量:**民营企业信用评级(*Credit*)。本文采用发债企业的主体信用评级作为被解释变量,根据中国人民银行《信用评级要素、标识及含义》对企业信用等级分类及要求,借鉴常莹莹和曾泉<sup>[14]</sup>、Ashbaugh-Skaife 等<sup>[15]</sup>、Alali 等<sup>[26]</sup>的量化方法对民营企业信用等级依次赋值,具体地,将 AAA 类等级赋值为 5,AA 类(AA+、AA、AA-)等级赋值为 4,A 类(A+、A、A-)等级赋值为 3,BBB 类(BBB+、BBB、BBB-)等级赋值为 2,BB 类(BB+、BB、BB-)等级赋值为 1,CCC 类(CCC+、CCC、CCC-)等级及之下等级均赋值为 0。

**解释变量:**国有股权参股(*Mix*)。本文借鉴钱爱民等<sup>[2]</sup>、马连福等<sup>[27]</sup>的研究,首先从数据库获取所有民营上市企业前十大股东的持股比例及股权性质,其次剔除国有股权持股比例等于 0 和超过 50% 的企业,计算前十大股东中国有股权持股比例的占比( $\times 100$ ),最后剔除前十大股东中国有股权占比超过 50% 的企业,增强国有股权是参股而非实际控制的可能性,经过上述操作后可得国有股权参股的衡量指标(*Mix*)。

**控制变量:**借鉴已有研究<sup>[16-17,20,28-31]</sup>,本文选取的控制变量有:企业规模(*Size*),期末资产总额的自然对数;资产负债率(*Lev*),期末负债总额与总资产的比值;流动比率(*Ldbl*),流动资产与流动负债的比值;固定资产比值(*Ppe*),固定资产除以期末总资产;总资产周转率(*Tta*),营业收入净额与资产总额期初期末均值之比;现金比率(*Cash*),经营活动现金流量净额与资产总额的比值;账面市值比(*MB*),资产总额与市值之比;利息保障倍数(*Intercover*),营业利润加上财务费用与财务费用之比;盈余管理(*DA*),构建计算可操纵盈余的回归模型,按行业、年度进行回归,利用回归残差来衡量;第一大股东持股比例(*TOP1*);高管持股比例(*Exshr*);机构投资者持股比例(*Inst*);两职兼任(*Dual*),虚拟变量,董事长兼任总经理,赋值 *Dual* 为 1,否则为 0;独立董事比例(*Idp*),独立董事与董事人数之比;“四大”审计(*BIG4*),虚拟变量,年度财务报表由“四大”会计师事务所审计的赋值为 1,否则为 0;信用评级的付费方式(*PayStl*),中债资信评估有限责任公司年度内评级次数占比。同时,本文控制行业效应和年度效应的影响。主要变量的定义见表 1。

##### 2. 研究模型

为检验假设,本文参考常莹莹和曾泉<sup>[14]</sup>、Bhandari 和 Golden<sup>[29]</sup>的研究,构建模型(1),考虑到被解释变量民营企业信用评级是序数变量,本文采用 ordered logit 模型(Ologit)进行回归。

$$Credit = \beta_0 + \beta_1 Mix + \beta_i Controls + \xi \tag{1}$$

表 1 主要变量定义表

变量类型	变量名	变量定义
被解释变量	<i>Credit</i>	民营企业信用评级,具体衡量方式见上文
解释变量	<i>Mix</i>	国有股权参股,民营企业前十大股东中国有股与前十大股东持股之比
控制变量	<i>Size</i>	期末资产总额的自然对数
	<i>Lev</i>	期末负债总额与总资产的比值
	<i>Ldbl</i>	流动资产与流动负债的比值
	<i>Ppe</i>	固定资产除以期末总资产
	<i>Tta</i>	营业收入净额与资产总额均值之比
	<i>Cash</i>	经营活动现金流量净额与资产总额的比值
	<i>MB</i>	资产总额与市值之比
	<i>Intercover</i>	(营业利润 + 财务费用)/财务费用
	<i>DA</i>	盈余管理,构建可操纵盈余的回归模型,按行业、年度进行回归,用回归残差来衡量
	<i>TOP1</i>	第一大股东持股比例
	<i>Exshr</i>	高管持股比例之和
	<i>Inst</i>	机构投资者持股比例之和
	<i>Dual</i>	虚拟变量,董事长兼任总经理,赋值 <i>Dual</i> 为 1,否则赋值为 0
	<i>Idp</i>	独立董事与董事人数之比
<i>BIG4</i>	虚拟变量,年度财务报表由“四大”会计师事务所审计的赋值为 1,否则赋值为 0	
<i>PayStl</i>	中债资信评估有限责任公司年度内评级次数占比	
<i>Industry</i>	行业虚拟变量,根据中国证监会(2012 版)《上市公司行业分类指引》分类	
<i>Year</i>	年度虚拟变量	

模型(1)中, *Credit* 为被解释变量民营企业信用评级, *Mix* 为解释变量国有股权参股, *Controls* 为系列控制变量。ξ 为残差项, 代表企业特殊的个体效应。假设检验是将全样本数据代入模型(1)回归, 如果 *Mix* 的回归系数 β<sub>1</sub> 显著为正, 说明国有股权参股可以显著提升民营企业的信用评级, 反之, 如果 *Mix* 的回归系数 β<sub>1</sub> 显著为负, 说明国有股权参股会降低民营企业的信用评级。本文所有回归均采取了异方差稳健的标准误调整 (*Robust*), 被解释变量为 *t* + 1 期数据, 解释变量及控制变量为 *t* 期数据, 避免了反向因果关系对本文研究结论的影响。

#### 四、实证结果与分析

##### (一) 描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。民营企业信用评级 (*Credit*) 的平均值为 4.223, 根据相关定义可得, 本文样本企业的信用评级平均而言达到 AA 类等级, 与常莹莹和曾泉<sup>[14]</sup>的结果一致。国有股权参股 (*Mix*) 的平均值为 18.610, 75 分位数为 32.940, 说明样本企业前十大股东中国有股权占比相对较低, 大部分样本企业中国有股权占比尚未达到 1/3, 相较于民营股权, 国有股权尚处于相对弱势地位。其他变量的统计结果均在合理范围之内, 此处不再赘述。

##### (二) 假设检验

表 3 第(1)列为国有股权参股与民营企业信用评级的回归结果。第(1)列 *Mix* 的回归系数为 0.050, 在 1% 水平显著为正, 说明国有股权参股可以显著提升民营企业的信用评级, 该结果验证了假设 1a 的合理性, 即国有股权参股能缓解民营企业的融资困境和经营风险, 使得民营企业的债券违约风险更低, 因而对民营企业信用评级具有正向提升作用。该结果也具有较强的经济效应, 即民营企业的前十大股东中国有股权占比每提高 1%, 其信用等级提升的概率大约为 5%<sup>①</sup>。

##### (三) 稳健性测试

###### 1. 内生性问题

本文采用两阶段回归的工具变量法 (*2SLS*) 和倾向得分匹配法 (*PSM*) 缓解研究过程中可能存在的内生性问题。

首先, 本文利用两阶段回归的工具变量法 (*2SLS*) 降低遗漏控制变量对本文结果的影响。考虑到国有股权参股受民营企业所在行业、年度、省份经济发展状况的影响, 本文借鉴谢德仁等<sup>[32]</sup>的思想, 以民营企业所在行业、年度、省份国有股权参股比例的均值作为工具变量 (*IV*), 进行 *2SLS* 回归。以 *IV* 作为工具变量是合理的, 因为该均值与单个民营企业中的国有股权参股比例相关, 而民营企业个体信用评级不会影响到该均值, 使得 *IV* 满足相关性和外生性要求。表 3 第(2)列为第一阶段的回归结果, *IV* 在 1% 水平下显著为正, 模型回归结果显示 *F* 值为 66.90, 远大于 10, 拒绝了弱工具变量假设, 说明工具变量选取合理。将第一阶段回归后预测的国有股权参股的拟合值 (*IV\_Mix*) 代替国有股权参股的真实值代入模型(1)中回归, 结果列示于表 3 第(3)列。可以看出 *IV\_Mix* 在 10% 的水平显著为正, 说明在考虑了遗漏控制变量的影响后, 国有股权参股可以显著提升民营企业信用评级的结论不变。

其次, 为增强说明本文假设检验结论是由国有股权参股而非其他因素驱动, 从而提高了民营企业的信用评级, 本文采用 *PSM* 模型处理。具体步骤为: 设置虚拟变量 *Mix\_dum*, 将国有股权持股比例大于 0 的企业定义为处

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	p25	p50	p75	标准差	最小值	最大值
<i>Credit</i>	372	4.223	4.000	4.000	5.000	0.531	0.000	5.000
<i>Mix</i>	372	18.610	4.055	14.150	32.940	15.610	0.223	43.750
<i>Size</i>	372	23.780	22.770	23.620	24.640	1.362	20.910	27.360
<i>Lev</i>	372	0.559	0.447	0.576	0.681	0.160	0.166	0.875
<i>Ldbl</i>	372	1.395	0.769	1.180	1.633	1.009	0.272	7.022
<i>Ppe</i>	372	0.279	0.097	0.250	0.438	0.203	0.002	0.739
<i>Tta</i>	372	0.688	0.290	0.536	0.849	0.558	0.085	2.812
<i>Cash</i>	372	0.048	0.013	0.054	0.085	0.057	-0.147	0.221
<i>MB</i>	372	3.850	2.674	3.567	4.630	1.698	1.288	13.620
<i>Intercover</i>	372	5.202	1.570	2.953	6.356	26.330	-160.600	174.300
<i>DA</i>	372	0.045	0.014	0.030	0.058	0.049	0.000	0.365
<i>TOP1</i>	372	0.307	0.216	0.290	0.376	0.134	0.086	0.767
<i>Exshr</i>	372	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000	0.006
<i>Inst</i>	372	0.104	0.033	0.086	0.154	0.084	0.000	0.392
<i>Dual</i>	372	0.175	0.000	0.000	0.000	0.380	0.000	1.000
<i>Idp</i>	372	0.417	0.375	0.375	0.429	0.069	0.353	0.667
<i>BIG4</i>	372	0.140	0.000	0.000	0.000	0.347	0.000	1.000
<i>PayStl</i>	372	0.061	0.000	0.000	0.000	0.139	0.000	0.750

①本文也尝试仅保留国有股权持股比例超过 1/3 的样本进行回归, 来避免回归结果可能发生的逆转效应, 回归结果显示: *Mix* 的回归系数仍在 1% 水平显著为正, 但样本量仅有 19 个, 未实现收敛, 因此结果未汇报。

理组,赋值  $Mix\_dum = 1$ ,将前十大股东中国有股权未持股的企业赋值  $Mix\_dum = 0$ ,利用模型(1)中的控制变量,进行最邻近距离 1:1 无放回的方式进行 logit 回归,为处理组企业匹配对照组企业。这样做的好处是尽可能的过滤可观测因素差异对回归结果的影响,仅考察国有股权是否参股两组样本之间差异的净效应。PSM 匹配前后各控制变量的平衡测试结果(未列示,有需要可向作者索取)显示,各控制变量间差异的  $t$  值检验均未达到显著性水平,说明经过 PSM 处理后处理组和对照组在可观测因素范围内不存在显著差异。匹配后两组样本间均值偏差 ( $MeanBias$ ) 和中位数偏差 ( $MedBias$ ) 分别为 3.8% 和 2.6%,均小于 5%,说明经过匹配后两组样本企业拟合程度较好。仅保留匹配上的 738 个样本,以  $Mix\_dum$  为解释变量,重新代入模型(1)中回归,结果如表 3 第(4)列所示。 $Mix\_dum$  在 1% 水平显著为正,说明降低可观测因素的影响后,相较于国有股权未参股的企业,国有股权参股能显著提高民营企业的信用评级,排除了其他因素驱动的替代解释,为假设 1a 的成立提供了重要证据补充。

### 2. 替换解释变量

首先,借鉴钱爱民等<sup>[2]</sup>的研究,本文以民营企业前十大股东中国有股权持股比例之和 ( $Mix\_1$ ) 作为解释变量,重新代入模型(1)中回归,结果列示于表 4 第(1)列。其次,考虑外资持股和非国有基金持股的影响,剔除前十大股东中外资和非国有基金持股比例之和,重新计算前十大股东中国有股权持股比例的占比 ( $Mix\_2$ ),用  $Mix\_2$  代替  $Mix$  作为解释变量代入模型(1)中回归,结果如表 4 第(2)列所示。 $Mix\_1$  和  $Mix\_2$  的回归系数分别为 0.097、0.051,均在 1% 水平达到显著,表明替换解释变量的度量方式,并考虑外资和非国有基金持股的干扰后,国有股权参股可以显著提升民营企业信用评级的结论不变。

### 3. 替换被解释变量

首先,借鉴常莹莹和曾泉<sup>[14]</sup>的研究,本文将被解释变量设置为虚拟变量  $Credit\_1$ ,若企业主体信用评级为 AAA,赋值  $Credit\_1 = 1$ ,否则赋值  $Credit\_1 = 0$ ,将样本数据代入模型(1)中进行 logit 回归,结果如表 4 第(3)列所示。其次,借鉴 Dong 等<sup>[33]</sup>的研究,本文以民营企业信用评级的自然对数 ( $Credit\_2$ ) 作为被解释变量重新进行回归,结果如表 4 第(4)列所示。表 4 第(3)列和第(4)列中  $Mix$  的回归系数均为正,且在 1% 水平显著,表明替换了被解释变量的度量方式后,国有股权参股可以显著提升民营企业信用评级的结论保持不变。

### 4. 更换估计模型

借鉴 Alissa 等<sup>[13]</sup>的研究,本文使用 ordered probit 模型 (Oprobit) 进行回归,回归结果如表 4 第(5)列所示。 $Mix$  的回归系数为正,且在 1% 水平显著,说明在考虑了估计模型的影响后,国有股权参股可以提升民营企业信用评级的结论依然成立。

表 3 假设检验与内生性问题测试结果

变量	(1) <i>Credit</i>	(2) <i>Mix</i>	(3) <i>Credit</i>	(4) <i>Credit</i>
<i>Mix</i>	0.050 *** (3.183)			
<i>IV</i>		0.960 *** (56.334)		
<i>IV_Mix</i>			0.047 * (1.893)	
<i>Mix_dum</i>				0.996 *** (3.121)
<i>Size</i>	3.830 *** (5.242)	0.247 (0.750)	3.522 *** (5.819)	3.332 *** (7.034)
<i>Lev</i>	-1.820 *** (-4.120)	-0.048 (-0.127)	-1.700 *** (-3.844)	-1.425 *** (-5.144)
<i>Ldbl</i>	0.085 (0.408)	0.023 (0.093)	0.062 (0.335)	0.189 (1.261)
<i>Ppe</i>	-3.219 ** (-2.432)	7.632 *** (3.119)	-2.737 ** (-2.249)	-1.475 (-1.640)
<i>Tta</i>	0.403 (0.615)	0.203 (0.283)	0.284 (0.540)	-0.053 (-0.193)
<i>Cash</i>	0.818 (0.207)	-6.185 (-1.131)	0.798 (0.208)	3.895 (1.408)
<i>MB</i>	-0.178 (-1.019)	0.285 (1.384)	-0.136 (-0.758)	-0.032 (-0.363)
<i>Intercov</i>	-0.003 (-0.487)	-0.001 (-0.158)	-0.002 (-0.248)	-0.002 (-0.366)
<i>DA</i>	-1.419 (-0.399)	2.652 (0.585)	-1.212 (-0.371)	-3.349 (-1.300)
<i>Top1</i>	0.024 (1.384)	-0.083 *** (-3.028)	0.004 (0.219)	0.028 *** (2.717)
<i>Exshr</i>	-1.541 (-0.543)	-3.560 (-1.111)	-1.949 (-0.670)	-0.564 (-0.365)
<i>Inst</i>	-0.011 (-0.532)	-0.045 (-1.292)	-0.019 (-0.950)	-0.009 (-0.577)
<i>Dual</i>	-0.190 (-0.377)	1.029 (1.195)	-0.576 (-1.044)	-0.438 (-1.266)
<i>Idp</i>	-2.271 (-0.804)	-8.247 * (-1.671)	-2.167 (-0.842)	-4.074 ** (-2.239)
<i>Big4</i>	0.324 (0.440)	-1.456 (-1.267)	0.466 (0.523)	0.707 (1.437)
<i>PayStl</i>	0.661 (0.300)	1.994 (0.922)	1.317 (0.653)	1.259 (0.866)
<i>Constant</i>		-2.585 (-0.341)		
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	372	372	372	738
<i>Adj./Pseudo R<sup>2</sup></i>	0.651	0.900	0.636	0.618

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平,第(2)列括号内数值为  $t$  值,其他为  $z$  值。

5. 考虑新冠疫情的影响

新冠疫情的突然暴发和迅速传播给我国各行业公司造成重大影响,导致公司业绩大幅波动,股价下跌,大量企业陷入现金流困境,部分行业的领军企业濒临破产边缘<sup>[34]</sup>,这显然会提高民营企业债务违约风险,进而影响民营企业的信用评级。此时,民营企业中的国有股权能向市场传递出积极信号,政府会给予国有股权参股的民营企业更多帮扶,国有股权参股也便于民营企业从银行等金融机构获得贷款资金,使其渡过难关。因此,本文借

助新冠疫情事件为国有股权参股能产生“帮助之手”正向影响民营企业信用评级,而非“政策负担”等会损害民营企业信用评级提供补充证据。本文仅保留 2019 年之后的样本数据代入模型(1)中回归,结果列示于表 4 第(6)列。*Mix* 的回归系数在 5% 水平显著为正,为假设 1a 的合理性提供了重要支撑证据。

五、影响机制检验

前文假设检验及稳健性测试结果均表明:国有股权参股能显著提高民营企业的信用评级,而假设推演过程中,本文认为国有股权参股可以通过缓解民营企业的融资约束、降低其经营风险,进而提升民营企业的信用评级。本节将对两者关系间的作用路径进行考察。

由于温忠麟等<sup>[35]</sup>的中介效应研究方法可能存在估计偏误<sup>[36]</sup>,且本文欲检验的国有股权参股对机制变量的影响采用的回归模型(OLS 和 Logit 模型)与 Ologit 模型存在显著差异,使得采用温忠麟等<sup>[35]</sup>的中介效应研究方法会加剧估计偏误可能性。因此借鉴何德旭等<sup>[6]</sup>、祝继高和梁晓琴<sup>[36]</sup>、Chen 等<sup>[37]</sup>的研究方法,设置如下模型(2),仅检验国有股权参股对机制变量(*Ecovar*)的影响。由于《中国人民银行信用评级管理指导意见》明确规定,评级机构需考虑企业的财务和经营状况<sup>①</sup>,使得机制变量融资约束和经营风险应是评级机构决策时的重要参考因素,因此两者对民营企业信用评级的影响在时空和逻辑上均比较接近<sup>[38]</sup>,说明本文采用该方法具有较强的合理性<sup>②</sup>。

$$Ecovar = \beta_0 + \beta_1 Mix + \beta_i Controls + \xi \tag{2}$$

(一) 融资约束的影响机制检验

关于融资约束的衡量,已有研究中广泛使用的是 *KZ* 指数、*WW* 指数和 *SA* 指数。*KZ* 指数和 *WW* 指数测算所使用的指标存在较强的内生性问题,使得测算结果可能存在偏误,而 Hadlock 和 Pierce<sup>[39]</sup> 构建的 *SA* 指数测算所使用的企业规模和年龄具有很强的外生性<sup>[40]</sup>,测算结果准确度高,故本文使用 *SA* 指数来衡量民营企业的融资约束程度。*SA* 指数的具体计算方式为: $SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 -$

$0.040 \times Age$ ,其中 *Size* 为企业本期末资产总额取自然对数,*Age* 为企业上市年限取自然对数。*SA* 为反向指标,其

表 4 其他稳健性检验结果

变量	(1) <i>Credit</i>	(2) <i>Credit</i>	(3) <i>Credit_1</i>	(4) <i>Credit_2</i>	(5) <i>Credit</i>	(6) <i>Credit</i>
<i>Mix_1</i>	0.097 *** (3.505)					
<i>Mix_2</i>		0.051 *** (3.149)				
<i>Mix</i>			0.083 *** (3.699)	0.050 *** (3.183)	0.025 *** (3.974)	0.132 ** (2.257)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	372	349	372	372	372	61
Pseudo R <sup>2</sup>	0.665	0.637	0.815	0.651	0.580	0.657

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平,括号中内数值为 z 值。

表 5 影响机制检验结果

变量	(1) <i>SA</i>	(2) <i>Risk</i>	(3) <i>Monopoly</i>	(4) <i>Roa</i>	(5) <i>DD_Merton</i>
<i>Mix</i>	-0.002 ** (-2.040)	-0.001 * (-1.654)	0.046 ** (2.468)	0.000 * (1.754)	-0.022 * (-1.796)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	372	332	366	372	372
Adj. /Pseudo R <sup>2</sup>	0.503	0.229	0.480	0.550	0.527

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平,第(3)列括号中数值为 z 值,其他列括号中数值为 t 值。

①2006 年 3 月,中国人民银行下发《中国人民银行信用评级管理指导意见》中“六、信用评级机构要依据国家有关法律、行政法规、政策,按照中国人民银行对信用评级要素、标识及含义的要求(见附件),在对债务人主体的财务状况、风险管理、经营能力、盈利能力等整体信用状况进行分析的基础上,对债务的违约可能性及清偿程度进行综合判断,并以简单、直观的符号表示信用等级。”其中提到的债务人主体的财务状况、风险管理、经营能力、盈利能力等,本文将之概括为财务和经营状况。

②本文也补充进行了第三步检验,即分别将融资约束、经营风险与国有股权参股同时放入模型(1)中回归,回归系数的符号和显著性与预期相符,留存备索。

值越小,说明企业面临的融资约束程度越低。将样本数据代入模型(2)中回归,结果如表5第(1)列所示。*Mix*的回归系数为-0.002,在5%水平达到显著,说明国有企业参股可以显著缓解民营企业面临的融资约束困境,进而有助于提升其信用评级。

(二)经营风险的影响机制检验

企业经营风险(*Risk*),为承担风险需消耗企业资源<sup>[41]</sup>。经营风险过高对资源困乏的民营企业而言可能是雪上加霜,因此降低经营风险对提高民营企业信用评级显得至关重要。借鉴谭劲松等<sup>[42]</sup>的研究,本文使用营业收入与行业年度营业收入均值的离差率衡量企业经营风险(*Risk*)。具体而言,首先计算样本企业与行业年度营业收入均值的离差率,然后计算近5年各样本企业离差率的标准差,标准差越小,说明企业经营风险越低。将样本数据代入模型(2)中回归,结果如表5第(2)列所示。*Mix*的回归系数为-0.001,在10%水平显著为负,说明国有股权参股能显著降低民营企业的经营风险,从而正向影响民营企业的信用评级。

除此之外,本文还补充了如下检验,首先,借鉴罗党论和赵聪<sup>[43]</sup>关于高壁垒行业的定义,设置虚拟变量*Monopoly*,如果民营企业经营领域处于高壁垒行业,赋值*Monopoly* = 1,否则赋值*Monopoly* = 0。显然,高壁垒行业内企业数量少,经营风险低,有利于民营企业获取更高的信用评级。因此,以*Monopoly*为被解释变量代入模型(2)进行logit回归,结果如表5第(3)列所示。*Mix*的回归系数为0.046,在5%水平显著为正,说明国有股权参股使民营企业获得更多的政府关照和帮衬,有助于民营企业进入高壁垒行业经营,降低其经营风险。其次,借鉴顾小龙等<sup>[44]</sup>的研究,本文以总资产报酬率(*Roa*)衡量企业的盈利能力,企业盈利能力越强,经营风险越低。将样本数据代入模型(2)中回归,结果如表5第(4)列所示。*Mix*的回归系数为0.0002<sup>①</sup>,在10%水平显著为正,说明国有股权参股能显著提高民营企业的盈利能力,降低其经营风险。最后,借鉴翟淑萍等<sup>[45]</sup>的研究,以Merton DD模型估计企业债务违约风险(*DD\_Merton*),将样本数据代入模型(2)中回归,结果如表7第(5)列所示。*Mix*的回归系数为-0.022,在10%水平显著为负,说明国有股权参股能显著降低民营企业的债务违约风险,从而显著提升其信用评级。

六、进一步研究

本节将从内部因素下的管理层代理成本、国有股权制衡度和外部因素下的行业竞争程度、经济政策不确定性等角度,对国有股权参股影响民营企业信用评级的调节作用进行考察,以期对两者关系间的作用机制提供更多补充证据。

1. 管理层代理成本

管理层代理成本高,其有更强的动机去操纵盈余,加剧企业与外界的信息不对称,使得企业面临更强的融资约束问题<sup>[46]</sup>,会对民营企业的信用评级产生显著负面影响。国有股权参股后,在民营企业中移植国有企业的公司治理机制,对其组织架构进行重构<sup>[2,24]</sup>,有利于缓解民营企业的管理层代理问题。因此,本文预期管理层代理成本越高,国有股权参股对民营企业信用评级的提升作用越有效。借鉴潘越等<sup>[47]</sup>的研究,用管理费用率衡量管理层代理成本(*Expense*)高低,将*Expense*及*Expense*和*Mix*的交乘项(*Mix* × *Expense*)放入模型(1)中回归,结果如表6第(1)列所示。*Mix* × *Expense*的回归系数为0.033,

表6 进一步研究的检验结果

变量	(1) <i>Credit</i>	(2) <i>Credit</i>	(3) <i>Credit</i>	(4) <i>Credit</i>
<i>Mix</i>	0.056 *** (3.317)	0.014 (0.760)	0.074 *** (3.589)	-0.078 (-1.601)
<i>Expense</i>	-0.093 (-0.296)			
<i>Mix</i> × <i>Expense</i>	0.033 *** (2.827)			
<i>Shrhfd</i> <sub>10</sub>		2.777 (0.454)		
<i>Mix</i> × <i>Shrhfd</i> <sub>10</sub>		0.284 * (1.891)		
<i>HHI</i>			6.079 (1.052)	
<i>Mix</i> × <i>HHI</i>			-0.329 ** (-2.083)	
<i>EPU</i>				-0.006 (-1.599)
<i>Mix</i> × <i>EPU</i>				0.000 *** (3.473)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	372	372	372	311
Pseudo R <sup>2</sup>	0.661	0.657	0.660	0.760

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平,括号中数值为 z 值。

①表5中仅保留三位小数。



在 1% 水平显著为正,说明民营企业管理层代理成本越高,国有股权参股对其信用等级的提升作用越有效,与预期相符。

## 2. 国有股权制衡度

民营企业控股人更强的掏空动机<sup>[48]</sup>,控股股东掏空会严重损害民营企业资源可使用性,提高民营企业的经营风险。研究认为股权制衡能产生较好的公司治理效应<sup>[49]</sup>,有效抑制控股股东的掏空行为<sup>[48]</sup>,因此本文预期国有股权参股对民营企业信用等级的提升作用随国有股权制衡度的提高而增强。借鉴曹越等<sup>[50]</sup>的研究,构建前十大股东持股比例的赫芬达尔指数( $Shrhfd_{10}$ )衡量国有股权制衡程度,将  $Shrhfd_{10}$  及  $Shrhfd_{10}$  和  $Mix$  的交乘项( $Mix \times Shrhfd_{10}$ )放入模型(1)中回归,结果如表 6 第(2)列所示。 $Mix \times Shrhfd_{10}$  的回归系数为 0.284,在 10% 水平显著为正,说明随国有股权制衡度的提高,国有股权参股对民营企业信用等级的提升作用越有效。

## 3. 行业竞争程度

行业竞争程度高,说明行业内企业数量多,在资源和利润空间一定的情况下,企业数量越多,分摊至单一企业的份额越少。因此,行业竞争程度越高,民营企业面临的融资约束程度和经营困境越严重。国有股权参股能有效降低民营企业面临的融资困境<sup>[5-7]</sup>和增强民营企业在市场中的竞争力<sup>[2]</sup>,从而缓解行业竞争程度高对其信用等级的负面影响。故本文预期国有股权参股对民营企业信用等级的提升作用在行业竞争程度高的企业中更有效。借鉴陈良银等<sup>[51]</sup>的研究,以行业内各企业营业收入占行业营业收入总和比例的平方和构建赫芬达尔指数( $HHI$ ),衡量行业竞争程度。将  $HHI$  及  $HHI$  和  $Mix$  的交乘项( $Mix \times HHI$ )放入模型(1)中回归,结果如表 6 第(3)列所示。 $Mix \times HHI$  的回归系数为 -0.329,在 5% 水平显著为负,说明国有股权参股对民营企业信用等级的提升作用在行业竞争程度高时更有效,与预期相符。

## 4. 经济政策不确定性

经济政策不确定性会抑制银行等为民营企业贷款的意愿或提高其贷款成本,加剧民营企业面临的融资约束困境<sup>[52]</sup>。同时,经济政策不确定性增大了民营企业所处外部环境的变化程度,加大了民营企业的经营风险<sup>[53]</sup>。国有股权参股使民营企业拥有国资背景,并向外界传递出其有政府隐性担保的积极信号<sup>[2]</sup>,能降低银行等金融机构对民营企业贷款偿还违约的风险预期,提高国有股权参股的民营企业获得外部资源的可能性。而国有股权参股也使得民营企业能进入高壁垒行业<sup>[2]</sup>,缓和外部环境变化带来的冲击,降低其经营风险。因此,本文预期随着经济政策不确定性的提高,国有股权参股对民营企业信用等级的提升作用越有效。借鉴 Baker 等<sup>[54]</sup>构建的中国经济政策不确定性指数<sup>①</sup>衡量民营企业所处年度的经济政策不确定性,即以某年度经济政策不确定性指数的均值反映该年度的经济政策不确定性( $EPU$ )。将  $EPU$  及  $EPU$  和  $Mix$  的交乘项( $Mix \times EPU$ )放入模型(1)中回归,结果如表 6 第(4)列所示。 $Mix \times EPU$  的回归系数为 0.0004<sup>②</sup>,在 1% 水平显著为正,与预期相符。

## 七、研究结论与启示

推动混合所有制改革促进企业健康持续发展是实现我国经济结构转型的重要举措。民营企业是推动我国经济发展的重要支柱,探讨国有股权参股民营企业的经济效应至关重要。本文利用 2010—2022 年沪深 A 股非金融民营企业为研究考察对象,以企业信用评级为切入点,从国有股权参股可能产生的“帮助之手”和“政策负担”两个方向进行推演,实证考察国有股权参股如何影响民营企业信用评级后发现:国有股权参股可以显著提高民营企业的信用评级,该结论经多种方法进行内生性检验和稳健性测试后均保持不变。基于影响机制的检验发现,国有股权参股发挥的“帮助之手”,能缓解民营企业的融资困境和降低其经营风险,进而有助于提升民营企业信用评级;进一步研究考察企业内外部因素的调节作用发现,在管理层代理成本、国有股权制衡度、行业竞争程度和经济政策不确定性更高时,国有股权参股对民营企业信用等级的提升作用更有效。

本研究具有较强的理论贡献,不仅表现在以企业信用评级为研究视角可以为国有股权参股民营企业的经济后果提供经验证据,而且能够立足经济发展新阶段为继续推进混合所有制改革,特别是民营企业“反向混改”提

①中国经济政策不确定性数据来源网址为:<http://www.policyuncertainty.com/>。

②表 8 中仅保留三位小数。

供理论支撑。除此之外,本文构建理论框架研究国有股权参股对民营企业信用评级的影响,还能对企业信用评级影响因素的文献进行丰富和补充。

本研究的实践价值和政策启示:首先,融资难、融资贵,经营不确定性高一直是阻碍民营企业健康发展的羁绊。政府应持续有效推进混合所有制改革,促进国有资本投资民营企业,缓解民营企业融资约束问题,降低民营企业经营风险,对提升民营企业信用评级,促使其健康持续发展、实现我国经济结构转型具有重要意义。其次,国有股权参股民营企业可以实现“1 + 1 > 2”效应。对国有出资者而言,以低于控制权的资本投资入股民营企业,“有利于放大国有资本功能”,实现“1 + 1 > 2”效应。对引入非控股国有股权的民营企业而言,既能享受国有股权带来的制度红利,又能保留灵活性、高效性和创新性优势,达到两者互补、促进双方高质量发展的作用。最后,本研究基于内外部因素的调节作用检验结果,为民营企业根据自身特征和外部经营状况有效借助国有股权参股来提升其信用评级,帮助其实现长足、健康稳定发展具有重要启示意义。

#### 参考文献:

- [1] 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.
- [2] 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.
- [3] 孙亮,刘春. 民营企业因何引入国有股东? ——来自向下调整盈余的证据[J]. 财经研究,2021(8):109-122.
- [4] 林晚发,王雅炯,幸丽霞. 企业定性信息与债券信用评级:基于股权性质的分析[J]. 中国软科学,2020(4):123-131.
- [5] 宋增基,冯莉茗,谭兴民. 国有股权、民营企业参股与企业融资便利性——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.
- [6] 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.
- [7] 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(11):158-173.
- [8] Inoue C F K V, Lazzarini S G, Musacchio A. Leviathan as a minority shareholder: Firm-level implications of state equity purchases[J]. Academy of Management Journal,2013,56(6):1775-1801.
- [9] Wu H L. Can minority state ownership influence firm value? Universal and contingency views of its governance effects[J]. Journal of Business Research, 2011,64(8):839-845.
- [10] Liao J, Young M. The impact of residual government ownership in privatized firms: New evidence from china[J]. Emerging Markets Review,2012,13(3):338-351.
- [11] 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.
- [12] Caton G L, Chiyachantana C N, Chua C T, et al. Earnings management surrounding seasoned bond offerings: Do managers mislead ratings agencies and the bond market? [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2011,46(3):687-708.
- [13] Alissa W, Ivs B B, Koharki K, et al. Firms' use of accounting discretion to influence their credit ratings[J]. Journal of Accounting and Economics,2013,55(2-3):129-147.
- [14] 常莹莹,曾泉. 环境信息透明度与企业信用评级——基于债券评级市场的经验证据[J]. 金融研究,2019(5):132-151.
- [15] Ashbaugh-Skaife H, Collins D W, Lafond R. The effects of corporate governance on firms' credit ratings[J]. Journal of Accounting and Economics,2006,42(1-2):203-243.
- [16] Driss H, Drobetz W, Ghoul S E, et al. Institutional investment horizons, corporate governance, and credit ratings: International evidence[J]. Journal of Corporate Finance,2021,67(C):1-26.
- [17] 刘星,张智慧,杨羚璇. 分析师跟踪会影响企业主体信用评级吗? ——基于我国信用债市场的经验证据[J]. 财贸研究,2021(1):69-82.
- [18] Becker B, Milbourn T. How did increased competition affect credit ratings? [J]. Journal of Financial Economics,2011,101(3):493-514.
- [19] Behr P, Kisgen D J, Taillard J P. Did government regulations lead to inflated credit ratings? [J]. Management Science,2018,64(3):1034-1054.
- [20] 林晚发,何剑波,周畅,等. “投资者付费”模式对“发行人付费”模式评级的影响:基于中债资信评级的实验证据[J]. 会计研究,2017(9):62-68+97.
- [21] 吴育辉,翟玲玲,张润楠,等. “投资人付费”VS.“发行人付费”:谁的信用评级质量更高? [J]. 金融研究,2020(1):130-149.
- [22] 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.
- [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] Grosman A, Okhmatovskiy I, Wright M. State control and corporate governance in transition economies: 25 years on from 1989[J]. Corporate Governance: An International Review,2016,24(3):200-221.
- [25] Shleifer A, Vishny R W. Politicians and firms[J]. Quarterly Journal of Economics,1994,109(4):995-1026.
- [26] Alali F, Anandarajan A, Jiang W. The effect of corporate governance on firm's credit ratings: Further evidence using governance score in the United States [J]. Accounting and Finance,2012,52(2):291-312.
- [27] 马连福,王丽丽,张琦. 混合所有制的优序选择:市场的逻辑[J]. 中国工业经济,2015(7):5-20.

- [28] Bae K H, Kang J K, Wang J. Does increased competition affect credit ratings? A reexamination of the effect of Fitch's market share on credit ratings in the corporate bond market[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2015, 50(5): 1011 - 1035.
- [29] Bhandari A, Golden J. CEO political preference and credit ratings[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 68(8): 1 - 24.
- [30] 林晚发, 刘颖斐, 杨琴. 高管财务经历与企业信用评级: 基于盈余管理的视角[J]. *管理科学*, 2019(4): 3 - 16.
- [31] 黄小琳, 朱松, 陈关亭. 债券违约对涉事信用评级机构的影响——基于中国信用债市场违约事件的分析[J]. *金融研究*, 2017(3): 130 - 144.
- [32] 谢德仁, 廖珂, 郑登津. 控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择[J]. *会计研究*, 2017(3): 30 - 38 + 94.
- [33] Dong Y, Hou Q, Ni C. Implicit government guarantees and credit ratings[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 69(6): 1 - 23.
- [34] 单宇, 许晖, 周连喜, 等. 数智赋能: 危机情境下组织韧性如何形成? ——基于林清轩转危为机的探索性案例研究[J]. *管理世界*, 2021(3): 84 - 104 + 7.
- [35] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用[J]. *心理学报*, 2004(5): 614 - 620.
- [36] 祝继高, 梁晓琴. 企业标准化建设与成本弹性研究——来自中国A股制造业上市公司的证据[J]. *经济研究*, 2022(12): 31 - 50.
- [37] Chen Y, Fan Z Y, Gu X M, et al. Arrival of young talent the send-down movement and rural education in China[J]. *American Economic Review*, 2020, 110(11): 3393 - 3430.
- [38] 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.
- [39] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909 - 1940.
- [40] 卢盛峰, 陈思霞. 政府偏袒缓解了企业融资约束吗? ——来自中国的准自然实验[J]. *管理世界*, 2017(5): 51 - 65 + 187 - 188.
- [41] 张尧, 路继业, 姬东骅. 产业政策能否促进企业风险承担? [J]. *会计研究*, 2019(7): 3 - 11.
- [42] 谭劲松, 冯飞鹏, 徐伟航. 产业政策与企业研发投入[J]. *会计研究*, 2017(10): 58 - 64 + 97.
- [43] 罗党论, 赵聪. 什么影响了企业对行业壁垒的突破——基于中国上市公司的经验证据[J]. *南开管理评论*, 2013(6): 95 - 105.
- [44] 顾小龙, 施燕平, 辛宇. 风险承担与公司债券融资成本: 基于信用等级的策略调整视角[J]. *财经研究*, 2017(10): 134 - 145.
- [45] 翟淑萍, 韩贤, 张晓琳, 等. 数字金融能降低企业债务违约风险吗[J]. *会计研究*, 2022(2): 117 - 131.
- [46] 李文文, 黄世忠. 关系股东与融资约束——基于系族集团的经验证据[J]. *会计研究*, 2020(2): 74 - 89.
- [47] 潘越, 翁若宇, 纪翔阁, 等. 宗族文化与家族企业治理的血缘情结[J]. *管理世界*, 2019(7): 116 - 135 + 203 - 204.
- [48] 曹越, 孙丽. 国有控制权转让对内部控制质量的影响: 监督还是掏空? [J]. *会计研究*, 2021(10): 126 - 151.
- [49] 祁怀锦, 于瑶, 刘艳霞. 混合股权制衡度与真实盈余管理行为[J]. *审计与经济研究*, 2020(5): 63 - 74.
- [50] 曹越, 孙丽, 郭天泉, 等. “国企混改”与内部控制质量: 来自上市国企的经验证据[J]. *会计研究*, 2020(8): 144 - 158.
- [51] 陈良银, 黄俊, 陈信元. 混合所有制改革提高了国有企业内部薪酬差距吗[J]. *南开管理评论*, 2021(5): 150 - 162.
- [52] 张洪辉, 平帆, 章琳一. 经济政策不确定性与内部人寻租: 来自内部人交易超额收益的证据[J]. *会计研究*, 2020(6): 147 - 157.
- [53] 褚剑, 秦璇, 方军雄. 经济政策不确定性与审计决策——基于审计收费的证据[J]. *会计研究*, 2018(12): 85 - 91.
- [54] Baker S R, Bloom N, Davis S J. Measuring economic policy uncertainty[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4): 1593 - 1636.

[责任编辑: 杨志辉]

## How State-Owned Equity Participation Affects the Credit Rating of Private Enterprises

ZHANG Rao, YANG Xiaowei

(School of Finance, Nanjing University of Agriculture, Nanjing 210095, China)

**Abstract:** The private economy is a new force to promote Chinese path to modernization, and the low credit rating of private enterprises is an urgent problem to be solved. The mixed ownership reform is an important measure to leverage the integration of different equity interests to amplify the function of state-owned capital and promote economic development. From the perspective of private enterprises participating in the mixed ownership reform, this study finds that state-owned equity participation can significantly improve the credit rating of private enterprises. The impact mechanism test finds that state-owned equity participation enhances the credit rating of private enterprises by alleviating financing constraints and reducing operational risks. Further research finds that when the agency cost of management, the balance of state-owned equity, industry competition, and economic policy uncertainty are higher, state-owned equity participation has a more effective effect on improving the credit rating of private enterprises. This study indicates that the reform of mixed ownership carries huge institutional dividends and helps to achieve the healthy and sustainable development of private enterprises. It has a “1 + 1 > 2” effect on state-owned capital and private enterprises, and has important decision-making reference significance for the implementation effect of mixed ownership policies and whether private enterprises should introduce state-owned equity.

**Key Words:** state-owned equity participation; private enterprises; credit rating; mixed-ownership reform; SOEs; equity reform