

# 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

文/何德旭 曾敏 张硕楠

### 引言

在连续多年的高速发展过后，中国经济进入“新常态”阶段，新形势下全面性的深化改革势在必行。全面深化改革的重点是经济体制改革，核心在于处理好政府与市场的关系。关于二者的关系，经典理论已有诸多讨论，如凯恩斯主义、新古典主义、发展型国家理论等。然而这些理论均是基于不同历史时期的西方经验或东亚经验所提出的模式标准，难以从根本上分析解释中国本土的经济实践。中国的文化是“法家”与“儒家”的平衡，具体到经济上，体现为国家与市场的平衡——国家允许市场存在和发挥作用，同时，市场需要接受国家的主导。在这样一个大背景下，市场繁衍出三个类别的资本——国家资本、民间资本以及介于二者之间的中间资本。对于中国这么一个幅员辽阔的国家而言，三类资本经济结构是适配政治、社会、文化的一个现实选择。

有鉴于此，在既有的政治经济结构框架下，面对“新常态”的新形势，如何进一步做优做活国有经济和民营经济，对于构建更具活力和效益的微观市场主体具有重大意义。为此，党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出“积极发展混合所有制经济”，“混合所有制”就此在短短数年间迅速成为中国经济学和金融学的研究热点。现有混改文献在取得丰硕成果的同时，却也存在一个突出的问题：几乎所有研究都集中于国有企业引入民营资本这一方向，却对混改的另一条主线——国有资本进入民营企业——关注甚少。按照《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》做出的部署，混改是个“双向”进入的过程，国有企业不仅要“引进来”，国有资本还得“走出去”。市场形象地将国有资本“走出去”称之为“反向混改”。

那么“反向混改”到底会给民营企业带来怎样的影响？具体研究视角上，“融资难”“融资贵”一直是民营企业面临的首要难题，既有文献多侧重于研究哪一类因素可以改善民营企业的债

务融资，而对其为什么难以获得债务融资缺乏深入透彻的分析。没能够回答“为什么”之前，研究“怎么办”恐怕只会片面。在为数不多的研究中，张文魁指出，债务中性在实践中很难落地，竞争中性没有能够转化为可以得到实施的条例；但遗憾的是，他没有从学理上进一步探究其中的深层次原因。有鉴于此，本文将深入辨析究竟是怎样的因素导致了民营企业的融资困境，债务融资“竞争中性”政策为何会存在“应然性”和“实然性”之间的差异，并在此基础上探究“反向混改”的国资参股可能给民营企业带来的积极影响。

本文的研究具有以下边际贡献：

第一，在微观层面探讨了政府的积极作用，并从“互补”和“制衡”的双重视角构建了“反向混改”的理论分析框架。本文理论推演并实证检验了政府参股民营企业不仅可以提升后者的社会地位，减轻其面临的“统计偏见”，还可以改善其信息质量以及降低其风险承担，以此探究政府在微观企业中的积极作用，并构建起“反向混改”的理论分析框架。较之已有研究消极地认为国有股东参股民营企业是“国进民退”，或民营企业引入国有股东是为对抗“制度负外部性”的不得已而为之，或仅强调国有股东参股所带来的“资源效应”等，本文存在不同的研究视角。

第二，丰富了股权结构领域的理论研究，并以“异质性股东优势互补”的普适理论讲述了“反向混改”的中国故事。关于股权结构的现有研究更多侧重于“股东关系模式”，如股权分散结构下的“股东—经理人”、股权集中结构下的“大股东—小股东”、“多个大股东”股权结构下的“互相制衡”或“合谋共赢”等，本文将股权结构领域的理论研究从“股东关系模式”拓展至“股东之间的异质性”。与之相关的一个话题是：在国际社会上，中国如何才能使用外界听得懂的理论更好地阐述自身独特的经济发展模式？本文尝试将国有股东对于民营企业的影响归纳为“异质性股东的优势互补”，以期通过这种标识性概念的提炼，使用股权结构这种更加普适的理论对

外更好地讲述“混改所有制改革”的中国故事。

第三,较为系统地分析了民营企业“融资难”“融资贵”的主观、客观因素。已有文献大都从金融结构因素等“显性”视角(“阐明的规则”)分析民营企业的融资困境,几乎没有研究深入探讨过文化等“隐性”因素的影响(“未阐明的规则”),同时也极少有研究辨析过民营企业自身存在的不足。本文较为系统地分析了民营企业融资困境的主观、客观因素;只有在分析明白“为什么”之后,才可能有的放矢地找到“怎么办”的根本对策。

### 理论分析与研究假设

哈耶克把规则分为“阐明的规则”(articulated rules)和“未阐明的规则”(unarticulated rules),前者指的是以成文形式存在的规则,后者指的是未用语言表达出的、在长期的历史实践中经由文化沉淀下来的默示行为模式。他明确指出,人们的行为从来就不仅仅考虑已知的某种情况和相应的后果之间的因果关系,其更大程度上受到默示规则的影响,因而“未阐明的规则”优于“阐明的规则”。这一观点在其他理论中亦有类似的表述,熊彼特在《经济发展理论》的开篇就指出,社会进程是密不可分的整体,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。具体到金融机构的放贷行为中,其不仅会考虑“阐明的规则”,包括贷款企业的财务状况、信息质量、风险承担水平等,还可能受到“未阐明的规则”的影响。为此,本文将分别讨论“未阐明的规则”以及“阐明的规则”下,国有资本参股对于民营企业的影响。

(一)国有资本参股、社会地位与民营企业债务融资

国有企业的出资人是国家,较之民营企业的出资人为自然人,前者拥有更高的社会地位和声誉、更低的信用风险,债权人因此更倾向于将资金资源配给国有企业。从制度经济学的角度来分析,在人类社会的互动过程中,通过先存的心智观念(preexisting mental constructs)——意识、认知、观念等——进行信息处理和环境识别,继而演化出旨在简化处理过程,交易费用最小化的规则和制度。具体到债权人融出资金的行为上,由于国有企业的股东是国家,因而债权人和社会公众会自发形成一种意识,认为国有企业的地位和声誉更高、风险更小,继而对其进行偏向性的支持。这种行事准则虽“未阐明”,但对于债权人的影响甚至可能高过其他“阐明的规则”。有鉴于此,当民

营企业获得国有资本的参股后,企业的性质由纯民营转变为国有和民营相混合,其社会地位和声誉将得到大幅提升,信贷歧视的局面有望随之改善。

(二)国有资本参股、“统计偏见”与民营企业债务融资

民营企业还可能面临“统计偏见”问题。当某个民营企业需要对外融资,而债权人对该企业又不甚了解时,往往会根据民营企业的群体特征(规模小、风险高)来判断某个具体企业,这种“统计偏见”造成民营企业整体上难以获得优质的债务资源。当民营企业获得国有资本参股后,“统计偏见”有望得以改善,因为获得国有资本参股的民营企业一定在某些方面具备相应的优势,从中传递出的“信号效应”有助于解决债权人无法区分“谁是好的借款者”这一问题。

(三)国有资本参股、信息质量与民营企业债务融资

除主观上的地位认知和“统计偏见”外,许多民营企业在客观上也存在不少问题,不仅表现在财务报表混乱,为避税或获得外部融资甚至设置“几本账”,而且对于非财务信息的披露也非常少。国有资本参股民营企业能够提升后者的信息质量,可能的渠道在于:第一,引发媒体跟踪,带来监督效应;第二,吸引分析师跟踪,促进公司治理改善;第三,参与公司治理,提升制度规范性和内部控制质量。

(四)国有资本参股、“股东—债权人”代理问题与民营企业债务融资

为追求剩余索取权最大化,股东有动机改变原有债权资金的用途,转投更高风险与收益的项目;由于信息不对称以及契约不完全,债权人无法有效约束这种“资产替代”行为,由此构成“股东—债权人”代理问题。国有资本参股民营企业在一定程度上有助于缓解“股东—债权人”代理问题。一方面,从企业的风险承担来看,与民营企业纯粹逐利的目标不同,国有企业对于利益相关者的关注更多,更倾向于选择稳健的投资策略,具有更低的风险承担水平。另一方面,从企业管理者的风险承担来看,国有企业管理者的职业生涯在一个相对封闭的体制内,决策更加谨慎,出现莽撞冒进投资的概率更低。因此,当国有资本参股民营企业后,国有企业的稳健风格与民营企业的激进风格将在企业文化层面进行积极融合,从而有效降低企业的风险承担水平,缓解“股东—债权人”代理问题。

综上,本文提出假设:国有资本参股民营企业,有助于降低企业的债务融资成本以及扩大企

业的债务融资规模。

## 结论与政策启示

本文以2004—2019年中国A股民营上市公司为研究样本,基于债务融资视角,实证检验了国有资本参股的“反向混改”是否以及如何影响民营企业,得到如下主要结论:(1)国有资本参股可以显著降低企业的债务融资成本,扩大企业的债务融资规模,从而有效缓解民营企业的“融资难”“融资贵”困境。(2)从“未阐明的规则”和“阐明的规则”两个层面进行的作用机制分析显示,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。这意味着,国有资本参股对于民营企业的影响,绝不仅仅是简单带上“红帽子”,更是声誉加持、信号效应发送、公司治理改善等综合效用的呈现。本文将上述效用学理化地提炼为“异质性股东的优势互补”,如此不仅可以对内构建“反向混改”的理论分析框架,而且对外可以采用股权结构这种更加普适的理论更好地讲述“混合所有制改革”的中国故事。(3)在中小企业以及高新技术企业中,国有资本参股对于降低企业债务融资成本、扩大企业债务融资规模的作用更加显著,这不仅再次验证了作用机制中提升社会地位、降低信息不对称等渠道是有效的,而且对“国有经济布局优化”提供了相应的政策启示。(4)国有资本参股通过扩大民营企业的债务融资规模继而提升了其公司价值,从而有力保障了包括国有股东和民营股东在内的所有者权益,有效实现了两种所有制资本“1+1>2”的协同效应。

本文的研究具有如下启示:

第一,“反向混改”有望成为契合文化、国情、理论的适应性制度。本文的研究结果显示,国有经济与民营经济的发展绝非“国进民退”或“国退民进”的零和博弈,通过良好的制度设计,完全有可能实现“国民共进”的和谐发展。由诸子百家完成的文化奠基塑造了中国几千年来稳定的政治经济体系——经济内嵌于国家之中,市场处于国家主导之下,人们自发地认为国家拥有更高的权威、地位和声誉,并将其内化为经济活动的行为准则和依据。即便没有出现“反向混改”这样的正式制度,民营企业同样会通过建立“政治关联”等非正式制度来进行声誉的加持、市场

摩擦的平滑等,甚至走向“寻租”等灰色及非法地带。进一步地,单个企业的“政治关联”仅是企业家个人成为人大代表或政协委员,或与政府官员建立私人关系等,这种“政治关联”可能因企业家之间的个人社会活动能力不同而存在差异,并且可能由于官员的职位变动而存在相应的不确定性;而“反向混改”嵌入到了民营企业的股权结构中,这种关系较之“政治关联”,对于整个民营企业群体的影响更为普遍和确定,并且具有跨区域和跨期的可信度,因而具有更加积极的影响。除声誉、社会地位等“未阐明”的因素外,就国有资本和民营资本其他“阐明”的属性而言,民营资本具有与生俱来的市场化基因、高效的运营效率,而国有资本拥有规范的制度流程以及强大的风险管控能力等,二者的混合同样有望实现优势互补。因此,从多个角度来分析,“反向混改”都有望成为契合文化、国情、理论的适应性制度。

第二,在有序推进“存量国有资产监管”的同时,加强重视“增量国有资本布局”。国资改革的政策主要涉及“存量国有资产的监管”和“增量国有资本的布局”两个方面,近年来二者的改革进展步伐略显缓慢,本文认为可以以“增量国有资本的布局”为抓手重点突破,理由在于:(1)对于存量国有资产监管模式的改变,涉及既得利益者的利益,改革阻力较大,容易陷入僵局;而增量国有资本的布局阻力相对较小,更易于推进,以投资促改革更有可能成为循序渐进的良方。(2)通过优化增量国有资本的布局,不仅可以实现其与民营资本的“取长补短,相互促进,共同发展”,而且可以借助于一定比例参股的杠杆效应,放大国有资本的功能,提高国有资本的覆盖面,以此助力实现国有资本配置效率和影响力的双提升。

第三,国有经济布局优化——曾经的“抓大放小”思路是否依然适用于目前的“反向混改”?1995年,针对当时国有企业大面积亏损和经营困难的问题,出于收缩战线的考虑,政府提出“抓大放小”策略,而今国有经济改革进入“发展混合所有制经济”的新阶段,曾经的“抓大放小”思路是否依然适用?本文认为在这个阶段,分类改革的标准不能再简单以规模为依据,应以行业和成长性为分类标准,无论规模大小,但凡发展潜力大、成长性高的高新技术、战略性新兴产业等都应当成为国有资本进入的目标范畴。<sup>⑤</sup>

〔何德旭系中国社会科学院大学商学院教授、中国社会科学院财经战略研究院研究员,曾敏(通讯作者)系中国社会科学院财经战略研究院博士后,张硕楠系浙江财经大学金融学院讲师;摘自《管理世界》2022年第11期〕