

# 国有资本参股与民营企业金融风险防范\*

## ——股价崩盘风险视角的实证研究

王彩萍<sup>1,2,3</sup> 黄建烨<sup>1</sup> 黄志宏<sup>4</sup> 姜彦君<sup>2</sup>

(1. 中山大学国际金融学院,广东 珠海 519082;

2. 中山大学高级金融研究院,广东 广州 510275;

3. 中山大学企业研究院,广东 广州 510275;

4. 清华大学五道口金融学院,北京 100083)



**内容提要:**如何防范和化解金融风险是近年来政府和学界关注的重点议题。国有资本作为经济社会发展的“稳定器”,其参股民营企业能否有助于金融风险防范有待进一步检验。本文从股价崩盘风险的视角对此问题展开研究发现,国有资本参股显著抑制了民营企业的股价崩盘风险。机制检验表明,国有资本参股通过约束控股股东掏空行为、提高企业风险规避程度和改善信息不透明度,从而降低股价崩盘风险。进一步研究发现,国有资本对股价崩盘风险的抑制作用在公司治理机制较差、管理层风险规避倾向较低以及外部监督力度较弱的民营企业中更显著。同时,不同参与度、来源地和行政层级的国有资本对民营企业股价崩盘风险呈现出差异化影响。本文厘清了国有资本参股对民营企业股价崩盘风险的影响机理,对进一步完善国有资本功能、促进资本市场平稳发展和完善国家金融治理体系具有重要意义。

**关键词:**国有资本参股 民营企业 金融风险防范 股价崩盘风险

**中图分类号:**F270 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)08—0060—16

## 一、引言

防范和化解金融风险是实现高质量发展必须跨越的重大关口。民营企业是我国经济社会发展的重要支撑力量,在促进增长、推动创新和保障民生等方面发挥着不可替代的作用,做好民营企业的防范化解金融风险工作至关重要。然而,近年来在复杂多变的国际国内形势影响下,民营企业发展面临众多风险和挑战,长期积累的问题逐步显现。例如,在2018年资本市场出现流动性危机的时候,共有63家民营上市公司发布了关于公司股东质押股份出现平仓风险的公告<sup>①</sup>,部分公司大股东的股权质押遭遇强制平仓,对公司股价和股权稳定性造成极大影响。面对危机,部分民营上市

收稿日期:2022-02-25

\* 基金项目:国家自然科学基金重点项目“国有资本并购重组理论、机制与模式研究”(72132010);广东省自然科学基金项目“混合所有制改革对国有企业创新的影响研究”(2019A1515011394)。

作者简介:王彩萍,女,教授,博士,研究领域是并购重组、公司金融,电子邮箱:wangcp@mail.sysu.edu.cn;黄建烨,男,博士研究生,研究领域是并购重组、公司金融,电子邮箱:huangjy378@mail2.sysu.edu.cn;黄志宏,男,博士后,研究领域是并购重组、公司金融,电子邮箱:huangzh5@mail2.sysu.edu.cn;姜彦君,男,博士研究生,研究领域是并购重组、公司金融,电子邮箱:jiangyj26@mail2.sysu.edu.cn。通讯作者:黄志宏。

①根据万得(Wind)数据库披露的公司公告整理计算所得。

公司采取主动引入国有资本背景股东或者向其出让控制权的方式以寻求自救<sup>①</sup>。国有资本的进入  
在短期内有利于企业补充流动资金,缓解质押平仓风险,是在危机爆发后化解金融风险的有效策略  
(金碚和刘戒骄,2009<sup>[1]</sup>;Boubakri 等,2013<sup>[2]</sup>)。然而,随着近年来我国混合所有制改革的不断推  
进,国有资本参股民营企业的现象越来越普遍(Bai 等,2021)<sup>[3]</sup>,相对于事后的救助,国有资本参股  
能否在事前就起到防范金融风险的作用尚缺乏深入的研究。

本文拟从股价崩盘风险的视角切入,探讨国有资本参股对防范民营企业金融风险的影响。股  
价崩盘现象指的是当公司内部人长期隐瞒的坏消息突然暴露市场中时,公司股价会遭遇猛烈冲  
击从而暴跌(Jin 和 Myers,2006)<sup>[4]</sup>,委托代理问题、信息透明度等是影响股价崩盘风险的主要因素  
(Hutton 等,2009<sup>[5]</sup>;Kim 等,2021<sup>[6]</sup>)。在错综复杂的金融系统中,单只股票的股价崩盘不但会损  
害投资者利益,而且还可能传染其他股票引发连环崩盘现象,进而造成投资者群体性恐慌和整个  
股票市场崩溃(Hong 和 Stein,2003<sup>[7]</sup>;彭俞超等,2018<sup>[8]</sup>),最终可能诱发系统性金融风险(徐飞等,  
2019)<sup>[9]</sup>。因此,有效防止股价崩盘和保障金融市场稳定,是防范化解金融风险的题中应有之义。国  
有资本和国有企业是我国经济社会发展的“稳定器”,其往往承担着除经济责任外的社会多重责任,不  
会因为追逐经济利益而过度放大企业风险,也具有较高的风险规避意识(Khaw 等,2016)<sup>[10]</sup>和财务信  
息质量要求(Wang 和 Claiborne,2008)<sup>[11]</sup>。那么,随着国有资本入股民营企业,其能否有助于降低民  
营企业股价崩盘风险?其内在的作用机制是什么?为此,本文基于 2007—2021 年沪深 A 股民营上市  
公司数据对上述问题展开实证探究,以期为民营企业金融风险防范提供新的思路和经验参考。

本文的贡献在于:第一,本文基于混合所有制改革的背景,探究国有资本参股如何影响民营企  
业股价崩盘风险,为探索股价崩盘风险的影响因素和治理路径研究提供新的视角。第二,本文结合  
国有资本特性,从治理效应、风险规避效应和信息效应揭示国有资本参股对于民营企业股价崩盘风  
险防范的作用,进一步丰富了国有资本参股对民营企业的经济后果和作用机制的研究。第三,本文  
基于股价崩盘风险视角探讨国有资本的金融风险治理功能,不仅能拓展和深化对国有资本功能的  
理解,还为促进股票市场平稳健康发展、完善国家金融治理体系提供新的解题思路。

## 二、文献回顾与研究假设

### 1. 国有资本参股民营企业的脉络、动因和经济后果

国有资本参股民营企业并非是我国独有的经济现象。19 世纪初,在政府干预经济理论的指引  
下,西方各国政府通过国家干预来促进政治统一和快速工业化,诸如比利时、德国和意大利等国  
家在发展初期便出现“国有化”的现象。20 世纪上半叶,一战造成的社会动荡和 1929 年全球经济危  
机带来的大萧条,导致自由市场调节机制的缺陷被诟病,西方国家掀起了大规模国有化的浪潮。随  
着二战后全球经济的快速复苏,国有经济规模扩大,国有化企业低效率、亏损严重的弊端也逐渐暴  
露,财政压力不断增大。到了 20 世纪 70 年代,在新自由主义思潮推动下,西方国家掀起了私有化  
的浪潮,国有化的趋势走向衰落。然而,在 2008 年金融危机期间,为防止危机蔓延,稳定资本市场,  
诸多西方国家又再次采取国有化措施救助濒临倒闭的产业和企业(金碚和刘戒骄,2009)<sup>[1]</sup>。可  
见,西方国家的大规模国有化主要发生在战争或经济危机时期,一旦战争或危机结束,国有经济就  
会大大收缩。国有企业在抵御危机影响方面独具优势,使得西方国家将国有化视作渡过经济、政  
治危机的重要手段(Boubakri 等,2013)<sup>[2]</sup>。

我国国有资本参股民营企业是在混合所有制改革背景下的新现象。1997 年党的十五大首次  
提出“公有制为主体、多种所有制经济共同发展”的基本经济制度,并明确了混合所有制的概念。

① 周琳. 民企引入新股东不应“扣帽子”[N]. 北京:经济日报,2018-9-26。

2013年党的十八届三中全会强调“积极发展混合所有制经济”,开启了新一轮混合所有制改革进程。2015年中共中央、国务院发布的《关于深化国有企业改革的指导意见》中提出“鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业”,更为国有资本参股民营企业指明了发展方向。随着混合所有制改革的推进,国有资本参股民营企业已逐渐成为普遍的经济现象(Bai等,2021)<sup>[3]</sup>。根据国泰安数据库(CSMAR)统计,国有资本参股的民营上市公司从2007年的189家,增长到2020年底的1010家,至此以后,国有资本参股的民营上市公司占有所有民营上市公司的比重始终保持在36%以上。

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,可以归纳为“政府主导型”和“企业主动型”。从政府的角度来看,一方面,为了保障就业和推动经济增长,政府有意愿也有能力影响企业的经营决策,以增强对核心行业和关键领域的控制力,但由于直接影响民营企业决策的成本较高,因此会通过国有资本投资的方式参股民营企业以降低成本(Huang等,2021)<sup>[12]</sup>;另一方面,政府具有维持市场稳定的职责,由于国有企业在抵御危机影响、事后救助方面具有比较优势,因而在经济危机期间,政府会推动国有资本参股民营企业,对濒临倒闭的产业或企业进行救助(金碚和刘戒骄,2009)<sup>[1]</sup>。从民营企业的角度来看,我国经济处于转型阶段,民营企业发展面临着一些现实困难与不确定性,因此民营企业会通过引入国有资本的方式加强对私有产权的保护(李文贵和余明桂,2017)<sup>[13]</sup>。此外,由于金融市场体系不完善、银企双方信息不对称等原因,民营企业普遍面临融资难、融资贵的问题,而引入国有资本类似于获得政府隐形担保,进而增加信贷资源获取的便利性(宋增基等,2014)<sup>[14]</sup>。

经济后果方面,学者们主要从政治关联和公司治理的视角开展相关研究。从政治关联的角度来看,一方面,国有资本可以发挥资源支持效应,帮助民营企业获得更多信贷资源,从而缓解融资约束(姚梅洁等,2019)<sup>[15]</sup>、促进创新投入(罗宏和秦际栋,2019)<sup>[16]</sup>和提升经营绩效(郝阳和龚六堂,2017)<sup>[17]</sup>;另一方面,国有资本伴随的政策负担也会增加员工冗余、管理费用和人力成本(Huang等,2021)<sup>[12]</sup>,从而降低生产效率和盈利水平(董艳和刘佩忠,2021)<sup>[18]</sup>。从公司治理的角度来看,部分文献认为国有资本可以发挥监督治理效应,缓解大股东与小股东间的代理问题,从而减少现金耗散和金融化投资(钱爱民等,2021<sup>[19]</sup>;曾敏等,2022<sup>[20]</sup>)。但也有文献认为国有股东存在复杂多层的代理关系,缺乏有效的激励和监督机制,反而可能会加剧委托代理问题(肖正等,2022)<sup>[21]</sup>。

通过文献梳理发现,第一,虽然国有资本参股民营企业可以作为政府在危机发生之后产业救助、复苏经济的重要手段,但是其能否发挥事前防范金融风险的作用尚未得到系统性研究。第二,现有文献对于国有资本参股民营企业的效果褒贬不一,尤其在公司治理方面的结论存在较大差异,其原因可能在于忽略了国有资本不同于其他资本的特性,相关研究有待进一步深化。第三,现有文献对国有资本参股如何影响民营企业行为的探讨主要侧重在政治关联视角,对公司治理视角例如财务信息质量、管理者决策等方面的研究不足。因此,本文结合国有资本特性,研究国有资本参股对民营企业公司治理、风险规避程度、信息环境以及未来股价崩盘风险的影响,以期进一步充实国有资本参股民营企业的相关研究。

## 2. 国有资本参股民营企业与股价崩盘风险

股价崩盘风险的研究主要从诱因和影响因素两方面展开。诱因方面,管理层出于维持自身职位和报酬(Andreou等,2017)<sup>[22]</sup>、增加期权价值(Kim和Zhang,2016)<sup>[23]</sup>等动机,通常会对外界隐藏公司坏消息,但当坏消息长时间累积超过某个阈值时,坏消息会瞬间暴露在市场之中,对公司股价形成猛烈冲击并导致股价崩盘(Jin和Myers,2006)<sup>[4]</sup>。循此思路,学者们发现,信息透明度是影响股价崩盘风险的重要因素,并从财务报告透明度(Kim和Zhang,2014)<sup>[24]</sup>、盈余管理(Hutton等,2009)<sup>[5]</sup>、会计稳健性(Kim和Zhang,2016)<sup>[23]</sup>等方面提供了证据。委托代理成本也是导致股价崩盘风险的重要原因,部分文献从股权结构如机构投资者和大股东(Callen和Fang,2013<sup>[25]</sup>;王化成

等,2015<sup>[26]</sup>)、宗教传统(曾爱民和魏志华,2017)<sup>[27]</sup>、控股股东股权质押(杨松令等,2020)<sup>[28]</sup>等角度进行了验证。同时,企业风险规避程度对股价崩盘风险也具有一定影响,少量文献从工会(Kim等,2021)<sup>[6]</sup>、高管性别(李小荣和刘行,2012)<sup>[29]</sup>等方面对此展开了探讨。基于股东治理的视角,股权制衡是抑制股份崩盘的重要手段。

股权制衡是抑制股价崩盘风险的有效治理途径(Callen和Fang,2013)<sup>[25]</sup>,但前提是需要股东同时具备监督意愿与监督能力。国有资本的特性提升了其股东监督治理的意愿和能力。首先,国有资本股东与其他股东在目标偏好和决策模式方面存在异质性,其投资参股除了要促进国有资产保值增值以外,更追求投资回报能对社会整体福利产生正外部性(Khaw等,2016)<sup>[10]</sup>,决策行为也较稳健保守(Boubakri等,2013)<sup>[2]</sup>。因此,国有股东参股之后有较强动机监督民营企业控股股东和管理层的私利行为和过度风险行为,以防止国有资产利益被侵占或投资决策背离价值最大化目标。其次,国有资本面临更多的关注和监督。政府作为国有资本的最终出资人,往往具备更多的市场信息优势,从而提升国有资本的监督能力(Hope等,2022)<sup>[30]</sup>。同时,根据《企业国有资产监督管理暂行条例》《关于中央企业加强参股管理有关事项的通知》等文件,国有资产管理部門依据其参股比例,拥有对所参股企业治理的参与或对国有权益定期清查等权利,由此进一步提升了国有资本股东的监督能力。

根据国有资本的特性,国有资本参股可以通过约束控股股东掏空行为、提高管理层风险规避程度和改善信息不透明度三个方面影响民营企业股价崩盘风险。

首先,国有资本参股可以约束民营企业控股股东的掏空行为,弱化控股股东为了掩盖掏空行为而隐瞒坏消息的动机,从而抑制股价崩盘风险。根据委托代理理论,现代企业中不仅存在由两权分离所导致的股东-经理人代理问题,还存在由于一股独大而引起大股东侵占中小股东利益的掏空效应(Johnson等,2000)<sup>[31]</sup>。控股股东往往会通过占用上市公司资金、关联交易等方式实现一己私利,同时,为了掩盖自身掠夺投资者收益的行为,通常会进行信息操纵隐藏对自身不利的消息,致使坏消息持续发酵,最终导致股价崩盘(王化成等,2015)<sup>[26]</sup>。国有资本参股能够形成有效的多元股权制衡结构和监督机制,出于维持国有资产保值增值的目的,国有资本股东有较强的动机和能力监督控股股东操纵公司利润、隐藏坏消息的行为,从而防止股价崩盘,避免国有资产损失。钱爱民等(2021)<sup>[19]</sup>发现,国有资本参股后会降低民营企业大股东侵占小股东利益的倾向,进而减少金融化投资。

其次,国有资本参股可以提高民营企业决策的稳健性,避免不必要的高风险投资支出,降低投资失败的可能性,从根源上杜绝坏消息的产生,进而缓解股价崩盘风险。现有研究发现高风险项目增加了坏消息产生的概率,放大了股价崩盘风险(Kim等,2021)<sup>[6]</sup>。本文认为,国有资本追求的是相对稳定的保值增值目标,并且更加重视企业项目风险对社会的外部影响,因此不会因为追逐经济利益而过度放大企业风险,倾向于实施科学审慎、稳健保守的投资决策(Khaw等,2016)<sup>[10]</sup>。基于这一分析逻辑,本文认为,国有资本参股后会提高民营企业高风险投资项目相关议案通过的难度,抑制由于管理层过度自信等因素导致的高风险行为,进而减少因为投资失败导致公司亏损等坏消息产生的可能性。Boubakri等(2013)<sup>[2]</sup>根据57个国家的民营化公司数据发现,国有资本持股比例与风险承担水平负相关。Xie等(2019)<sup>[32]</sup>发现,民营化公司的国有资本持股比例越高,企业政策更为稳健保守,股票收益率更加平稳。

最后,国有资本参股可以促进民营企业改善信息环境,使得坏消息难以藏匿和累积,进而降低股价崩盘风险。股价崩盘风险可归咎于信息环境不透明给予了管理层操纵消息的空间(Jin和Myers,2006)<sup>[4]</sup>,而国有资本参股有助于改善民营企业的信息不透明度。一方面,国有资本参股之后,民营企业将面临改善信息环境的内在压力。为避免控股股东或管理层自利行为对国有资本利益的侵占以及虚假披露而产生的政治、声誉成本,国有股东必将加强对民营企业信息披露的监督,降低企业信息不透明度。另一方面,国有资本参股之后,民营企业还将面临改善信息环境的外在压

力。十八届三中全会之后,我国国有资产监管进入以“管资本”为主的全面深化改革时期,国有资产损失和监督工作责任追究机制不断强化。同时,我国国有资本和国有企业长期高度的社会关注度,也增加了参股企业完善信息披露的外部压力。总之,民营企业引入国有资本后,内外部监督压力和关注度的提高会增强市场投资者对管理层信息操纵的识别概率,提高企业维持低质量信息的成本,迫使企业自身改进内部治理水平,提高信息透明度。

因此,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>:国有资本参股能够抑制民营企业的股价崩盘风险。

### 三、研究设计

#### 1. 样本和数据说明

本文以2007—2021年沪深A股民营上市公司为研究样本。为缓解反向因果干扰,实证分析需要使用滞后一年的解释变量,因此,解释变量样本区间为2007—2020年,股价崩盘风险样本区间为2008—2021年。上市公司实际控制人、股东信息、股票交易数据和财务数据均来自国泰安(CSMAR)数据库,国有股东的注册地址、终极控制人等信息根据股东名称通过企查查手工查询所得。本文对研究样本进行预处理:剔除金融、房地产行业 and ST类公司样本;剔除关键变量数据缺失样本;剔除前十大股东持股比例总和大于100%、单个国有股东持股比例大于50%、资产负债率大于1或小于0的样本;剔除每年股票交易不超过30周的样本。经处理,最后获得16025个观测值。本文对所有变量进行首尾1%缩尾处理。

#### 2. 变量定义和选取

(1)国有资本参股水平(*State*)。参考既有文献(姚梅洁等,2019<sup>[15]</sup>;钱爱民等,2021<sup>[19]</sup>),本文将股东性质为“国有法人”或“国家”的股东定义为国有资本股东,最终采用两个变量定义国有资本参股水平:一是国有资本持股比例(*Shr\_State*),即前十大股东中国有股东持股比例之和;二是股权制衡度(*Shr\_Balance*),即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。

(2)股价崩盘风险(*CrashRisk*)。参考Hutton等(2009)<sup>[5]</sup>、Kim和Zhang(2016)<sup>[23]</sup>的研究,采用两个基于股票周收益率的指标来度量股价崩盘风险。首先,对式(1)进行回归计算股票的周特质收益率:

$$R_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,j-2} + \beta_2 R_{m,j-1} + \beta_3 R_{m,j} + \beta_4 R_{m,j+1} + \beta_5 R_{m,j+2} + \varepsilon_{i,j} \quad (1)$$

其中, $R_{i,j}$ 为股票*i*第*j*周的个股收益率, $R_{m,j}$ 为第*j*周经流通市值加权的市场收益率。根据式(1)回归的残差 $\varepsilon_{i,j}$ 计算股票*i*第*j*周的特质收益率, $w_{i,j} = \ln(1 + \varepsilon_{i,j})$ 。

然后,基于特质收益率 $w_{i,j}$ 构建负收益偏态系数(*Ncskew*)和收益波动比率(*Duvol*):

$$Ncskew_{i,t} = - [n(n-1)^{3/2} \sum w_{i,j}^3] / [(n-1)(n-2) (\sum w_{i,j}^2)^{3/2}] \quad (2)$$

$$Duvol_{i,t} = \log \{ [(n_{up} - 1) \sum_{down} w_{i,j}^2] / [(n_{down} - 1) \sum_{up} w_{i,j}^2] \} \quad (3)$$

其中, $n$ 为股票*i*在当年交易的周数, $n_{up}$ ( $n_{down}$ )是当年特质收益率 $w_{i,j}$ 高于(低于)年均收益率的周数。*Ncskew*值和*Duvol*值越大,股价崩盘风险越高。

(3)控制变量。参考既有研究(Chen等,2001<sup>[33]</sup>;Kim和Zhang,2016<sup>[23]</sup>;彭俞超等,2018<sup>[8]</sup>),本文实证模型中将纳入以下四类控制变量:一是基本特征控制变量,包括:企业规模(*Size*),Piotroski等(2015)<sup>[34]</sup>认为,大规模企业具有多样化的业务和丰富的信息资源,股票价格暴跌可能性较低;上市时间(*Age*),经营年限较长的企业具备更强的风险抵御能力,股价崩盘风险较低(Cao等,2016)<sup>[35]</sup>。二是财务特征控制变量,包括:资产负债率(*Lev*),财务杠杆与股价崩盘风险负相关,因为具备较强债务融资能力的企业通常经营较稳定,不容易发生股价崩盘(Hutton等,2009)<sup>[5]</sup>;市值账面比(*MB*),市盈率较高的公司更有可能出现泡沫,因此更容易经历股价崩盘(Chen等,

2001)<sup>[33]</sup>;资产回报率(*Roa*),Kim 等(2021)<sup>[6]</sup>认为,经营绩效与股价崩盘风险负相关,而 Hutton 等(2009)<sup>[5]</sup>认为,经营绩效与股价崩盘风险正相关,因为经营业绩有可能是盈余操纵的表现;经营性现金流(*Cashflow*),经营性现金流量反映了主营业务的现金收支状况,良好的现金回收能力可以提高企业应对突发危机的能力,有利于防范股价崩盘风险(Andreou 等,2021)<sup>[36]</sup>。三是治理水平控制变量,包括:第一大股东持股比例(*Top1*),王化成等(2015)<sup>[26]</sup>发现,大股东持股可以发挥监督治理效应,有助于降低公司股价崩盘风险;两职合一(*Dual*),Mamun 等(2020)<sup>[37]</sup>发现,如果董事长和总理由一人兼任,则容易造成管理层权力过大并弱化董事会监督职能,为管理层提供了向投资者隐瞒坏消息的手段和环境,导致更高的股价崩盘风险;是否聘请国内十大审计师事务所(*Big10*),Yeung 和 Lento(2018)<sup>[38]</sup>发现,高质量审计有助于防止和发现有争议的会计操作,识别重大错误和违规行为并及时披露坏消息,从而降低股价崩盘风险。四是股票市场特征控制变量,包括:股票换手率(*Turnover*),股票换手率反映了投资者之间的意见分歧,与未来股价崩盘风险正相关(Hong 和 Stein,2003)<sup>[7]</sup>,但是,股票换手率也反映股票流动性,股票流动性的提高会增加股价信息含量(Holmstrom 和 Tirole,1993)<sup>[39]</sup>,从而降低股价崩盘风险;股票收益率(*Ret*),过去收益率高的股票可能意味着泡沫正在形成,当泡沫破裂时便会引起股价的大幅下跌(Chen 等,2001)<sup>[33]</sup>;股票波动率(*Sigma*),股票收益波动较大的公司发生股价崩盘的可能性更高(Chen 等,2001)<sup>[33]</sup>。

本文变量定义和说明如表 1 所示。

表 1 主要变量定义及说明

变量类别	变量名称	变量符号	变量定义及说明	
被解释变量	负收益偏态系数	<i>Ncskew</i>	计算方法见式(2)。数值越大,股价崩盘风险越高	
	收益波动比率	<i>Duol</i>	计算方法见式(3)。数值越大,股价崩盘风险越高	
解释变量	国有资本持股比例	<i>Shr_State</i>	前十大股东中国有股东持股比例之和	
	股权制衡度	<i>Shr_Balance</i>	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	基本特征	企业规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
		企业年龄	<i>Age</i>	当年减去企业上市年份加 1 后的自然对数
	财务特征	资产负债率	<i>Lev</i>	总负债与总资产之比
		市值账面比	<i>MB</i>	流通市值与股东权益账面价值之比
		资产回报率	<i>Roa</i>	净利润与总资产之比
		经营性现金流	<i>Cashflow</i>	经营活动产生的现金流量净额与总资产之比
	治理水平	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	前十大股东中第一大股东持股比例
		两职合一	<i>Dual</i>	若董事长和总理由一人兼任,取值为 1,否则为 0
		是否聘请国内十大审计师事务所	<i>Big10</i>	若公司聘请的审计师来自国内十大事务所,取值为 1,否则为 0
	市场特征	股票换手率	<i>Turnover</i>	股票日换手率的年度均值
		股票收益率	<i>Ret</i>	周股票特质收益率的年度均值
		股票波动率	<i>Sigma</i>	周股票特质收益率的年度标准差

### 3. 模型设定

为研究国有资本参股对民营企业股价崩盘风险的影响,本文设计如下回归模型:

$$CrashRisk_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 State_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \theta \sum Year + \delta \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $CrashRisk_{i,t+1}$ 为企业  $i$  在第  $t+1$  年的股价崩盘风险,以负收益偏态系数(*Ncskew*)和收益波动比率(*Duol*)衡量。 $State_{i,t}$ 为企业  $i$  在  $t$  年的国有资本参股水平,以国有资本持股比例(*Shr\_*

*State*) 和股权制衡度 (*Shr\_Balance*) 衡量。  $Controls_{i,t}$  为表 1 所示的一系列控制变量。此外,模型还控制年份 (*Year*) 和行业 (*Industry*) 固定效应。  $\varepsilon_{i,t}$  为模型的误差项。

## 四、实证结果分析

### 1. 描述性统计和相关系数分析

全样本描述性统计(表 2)表明, *Ncskew* (*Duval*) 均值为  $-0.251$  ( $-0.162$ ), 标准差为  $0.711$  ( $0.477$ ), 表明企业间的股价崩盘风险差异较大。 *Shr\_State* 和 *Shr\_Balance* 均值分别为  $0.024$  和  $0.061$ , 标准差分别为  $0.054$  和  $0.153$ , 表明民营企业中的国有资本参股水平总体上并不高, 但企业间的国有资本参股水平差异较大。分组统计结果显示, 相比不存在国有资本参股的企业, 在股价崩盘风险方面, 存在国有资本参股企业的 *Ncskew* 和 *Duval* 较低; 控制变量方面, 存在国有资本参股企业的 *Size*、*Age*、*Lev*、*MB*、*Roa*、*Cashflow* 和 *Ret* 显著较高, *Top1*、*Dual*、*Big10* 和 *Sigma* 显著较低。

表 2 主要变量描述性统计

变量	全样本			<i>Shr_State</i> = 0		<i>Shr_State</i> > 0		T 检验
	观测值	均值	标准差	观测值	均值	观测值	均值	
<i>Ncskew</i>	16025	-0.251	0.711	8766	-0.249	7259	-0.254	0.471
<i>Duval</i>	16025	-0.162	0.477	8766	-0.156	7259	-0.17	1.917*
<i>Shr_State</i>	16025	0.024	0.054	8766	0	7259	0.053	-72.046***
<i>Shr_Balance</i>	16025	0.061	0.153	8766	0	7259	0.134	-61.534***
<i>Size</i>	16025	21.778	1.016	8766	21.564	7259	22.036	-30.073***
<i>Age</i>	16025	1.81	0.768	8766	1.607	7259	2.055	-38.408***
<i>Lev</i>	16025	0.372	0.186	8766	0.357	7259	0.391	-11.656***
<i>MB</i>	16025	2.171	1.313	8766	2.084	7259	2.276	-9.214***
<i>Roa</i>	16025	0.05	0.065	8766	0.048	7259	0.052	-4.255***
<i>Cashflow</i>	16025	0.051	0.068	8766	0.047	7259	0.055	-7.77***
<i>Top1</i>	16025	0.32	0.138	8766	0.327	7259	0.312	6.539***
<i>Dual</i>	16025	0.368	0.482	8766	0.387	7259	0.346	5.449***
<i>Big10</i>	16025	0.554	0.497	8766	0.57	7259	0.534	4.56***
<i>Turnover</i>	16025	1.786	1.202	8766	1.795	7259	1.775	1.028
<i>Ret</i>	16025	-0.015	0.013	8766	-0.016	7259	-0.015	-6.413**
<i>Sigma</i>	16025	0.052	0.02	8766	0.053	7259	0.051	7.306***

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下同

相关性分析结果<sup>①</sup>显示, *Ncskew* 和 *Duval* 均分别与 *Shr\_State* 和 *Shr\_Balance* 显著负相关, 初步表明国有资本参股可以降低民营企业股价崩盘风险。变量间的相关性系数绝对值最大值为  $0.596$ , 变量间不存在严重的多重共线性问题。

### 2. 基准回归结果

本文对国有资本参股与民营企业股价崩盘风险的关系进行检验, 回归结果如表 3 所示。第(1)列~第(4)列在控制了所有控制变量和年份、行业固定效应之后, *Shr\_State* 和 *Shr\_Balance* 系数均显著为负, 且至少都通过了 5% 的显著性水平检验。这意味着, 无论从持股比例还是股权制衡度来看, 国有资本参股能有效降低民营企业未来的股价崩盘风险, 结果支持了假设  $H_1$ 。此外, 其他控制变量系数与 Kim 和 Zhang(2016)<sup>[23]</sup>、彭俞超等(2018)<sup>[8]</sup> 的发现基本一致。 *Size*、*Age*、*Roa*、*Big10*、

① 受篇幅所限, 相关性分析结果未列示, 备案。

Top1 和 Turnover 系数显著为负,表明规模较大、经营经验较丰富、企业绩效较好、聘请高质量审计、大股东持股比例和换手率较高的企业,其股价崩盘可能性较低。MB、Ret 和 Sigma 系数显著为正,说明成长性股票、股票收益率和波动率较高的民营企业股价崩盘风险较高。

表 3 国有资本参股与民营企业股价崩盘风险

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Ncskew</i>	<i>Duvol</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duvol</i>
<i>Shr_State</i>	-0.294 *** (0.099)	-0.168 ** (0.068)		
<i>Shr_Balance</i>			-0.111 *** (0.035)	-0.066 *** (0.024)
<i>Size</i>	-0.016 ** (0.008)	-0.033 *** (0.005)	-0.016 ** (0.008)	-0.032 *** (0.005)
<i>Age</i>	-0.061 *** (0.010)	-0.040 *** (0.006)	-0.060 *** (0.010)	-0.040 *** (0.006)
<i>Lev</i>	-0.002 (0.039)	-0.007 (0.026)	-0.002 (0.039)	-0.007 (0.026)
<i>MB</i>	0.039 *** (0.005)	0.018 *** (0.003)	0.039 *** (0.005)	0.018 *** (0.003)
<i>Roa</i>	-0.250 ** (0.112)	-0.232 *** (0.073)	-0.252 ** (0.112)	-0.233 *** (0.073)
<i>Cashflow</i>	0.038 (0.089)	0.000 (0.060)	0.040 (0.089)	0.002 (0.060)
<i>Top1</i>	-0.151 *** (0.043)	-0.110 *** (0.029)	-0.157 *** (0.043)	-0.114 *** (0.029)
<i>Dual</i>	0.003 (0.011)	0.002 (0.008)	0.003 (0.011)	0.002 (0.008)
<i>Big10</i>	-0.025 ** (0.011)	-0.017 ** (0.008)	-0.025 ** (0.011)	-0.017 ** (0.008)
<i>Turnover</i>	-0.039 *** (0.007)	-0.035 *** (0.004)	-0.039 *** (0.007)	-0.035 *** (0.004)
<i>Ret</i>	30.536 *** (1.985)	18.254 *** (1.307)	30.497 *** (1.985)	18.230 *** (1.307)
<i>Sigma</i>	11.972 *** (1.338)	7.052 *** (0.882)	11.928 *** (1.339)	7.025 *** (0.882)
年份/行业固定效应	是	是	是	是
常数项	0.221 (0.174)	0.638 *** (0.118)	0.222 (0.174)	0.638 *** (0.118)
观测值	16025	16025	16025	16025
R <sup>2</sup>	0.095	0.101	0.095	0.101

注:括号为稳健标准误,下同

### 3. 内生性检验<sup>①</sup>

(1) 倾向得分匹配。国有资本的进入可能由参股对象某些可观测的特征因素决定。为此,本文采用倾向得分匹配法缓解由可测变量导致的自选择问题,将当年存在国有资本参股的企业定义为处理组,反之定义为控制组,选取基准模型的控制变量作为协变量,采用 1:1 最近邻匹配逐期筛

① 受篇幅所限,内生性检验结果未列示,备案。

选出与处理组相似的控制组样本。平衡性检验结果表明,匹配后两组样本的特征变量无显著差异,且倾向得分值分布较为接近。基于匹配样本回归的结果显示, $Shr\_State$ 和 $Shr\_Balance$ 系数显著为负,研究结论不变。

(2)处理效应模型。国有资本进入还可能由民营企业某些不可观测的因素决定。为此,本文采用处理效应模型缓解由不可测变量导致的自选择问题。第一阶段,构建是否存在国有资本参股的选择模型,并根据回归残差计算逆米尔斯比率( $Lambda$ )。第二阶段,将 $Lambda$ 加入基准模型中重新回归。第二阶段回归结果显示, $Lambda$ 系数不显著,表明样本不存在显著的自选择问题, $Shr\_State$ 和 $Shr\_Balance$ 系数显著为负,研究结论依然不变。

(3)工具变量回归。为缓解反向因果问题,本文选取上年度该公司同一地区和行业的平均国有资本持股比例( $IV\_Shr\_State$ )和平均股权制衡度( $IV\_Shr\_Balance$ ),分别作为 $Shr\_State$ 和 $Shr\_Balance$ 对应的工具变量。工具变量回归结果显示, $Shr\_State$ 和 $Shr\_Balance$ 系数显著为负,且通过了弱工具变量和识别不足检验,表明研究结论依然稳健。

(4)双重差分。为进一步缓解遗漏变量导致的内生性问题,本文以国有资本参股状态“从无到有”的变更为外生冲击,比较国有资本参股状态“从无到有”前后民营企业股价崩盘风险的差异。具体以样本期间存在国有资本参股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,构建多时点双重差分模型:

$$CrashRisk_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Treat_i \times After_t + \gamma Controls_{i,t} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, $After$ 是时间虚拟变量,对于存在国有资本参股当年及之后的年份, $After$ 取1,否则取0。 $Treat$ 为处理组虚拟变量,对于处理组样本, $Treat$ 取1,否则取0。同时,模型控制个体固定效应 $\mu_i$ 和年份固定效应 $\delta_t$ 。此外,为提高模型估计效率,本文要求国有资本参股前后至少各有两年观测值。回归结果显示,交互项 $Treat \times After$ 系数显著为负,并且平行趋势检验结果显示,国有资本“从无到有”前两组间的股价崩盘风险趋势无明显差异。总之,双重差分回归的结果强化了本文的研究结论,即国有资本参股能有效抑制民营企业股价崩盘风险。

#### 4. 稳健性检验<sup>①</sup>

(1)替换股价崩盘风险指标。参考Kim和Zhang(2016)<sup>[23]</sup>,本文采用股价崩盘虚拟变量( $Crash\_Dum$ )作为稳健性指标。如果公司某一周特质收益率低于年度均值以下3.2个标准差,则定义该周为股价崩盘周。当公司年度内至少经历过一次股价崩盘周时, $Crash\_Dum$ 取值为1,否则为0。采用 $Crash\_Dum$ 作为被解释变量的回归结果表明,研究结论依然成立。

(2)替换国有资本参股水平指标。借鉴刘运国等(2016)<sup>[40]</sup>,本文采用国有股东委派董监高比例( $Djg\_State$ ),即国有股东委派的董监高人数与民营企业董事会、监事会和管理层人数总和的比值来衡量国有资本参股水平。回归结果显示, $Djg\_State$ 系数显著为负,表明研究结论稳健。

(3)其他稳健性检验。为缓解不可测非时变因素的影响,本文对被解释变量和所有解释变量均取3阶差分,构建Change模型,结果显示,国有资本参股比例的变化显著降低了股价崩盘风险的变化,本文结论依然得到支持。进一步,为了避免行业随时间变化的因素干扰,本文控制行业和年份的交互效应,研究结论没有改变。此外,本文剔除2008年、2009年和2015年的样本,以排除金融危机和重大股灾的影响,研究结论依然稳健。

## 五、作用机制分析

如理论分析部分所述,国有资本参股不仅会约束控股股东掏空行为,削弱隐藏坏消息动机,还

<sup>①</sup> 受篇幅所限,稳健性检验结果未列示,备案。

会提高民营企业风险规避程度,减少坏消息产生,同时改善信息环境,降低隐瞒坏消息的可能性,最终降低民营企业股价崩盘风险。本文使用中介效应模型分别检验上述机制是否成立。

### 1. 治理效应机制

资金占用是控股股东掏空中小股东利益的主要手段,其在财务报表上主要表现为其他应收款。为检验国有资本参股降低民营企业股价崩盘风险的治理效应机制,本文采用其他应收款与总资产的比值(*Tunneling*)来度量资金占用程度,从而衡量控股股东掏空行为。*Tunneling* 值越大,表示控股股东掏空行为越严重。表 4 第(1)列和第(4)列显示,*Shr\_State* 和 *Shr\_Balance* 系数显著为负,表明国有资本参股可以约束控股股东的掏空行为。第(2)列、第(3)列、第(5)列和第(6)列中介变量 *Tunneling* 系数显著为正,说明掏空在国有资本参股与民营企业股价崩盘风险之间存在部分中介效应,同时,Sobel 检验的 Z 统计量均通过 1% 显著性水平检验,进一步验证中介效应显著存在。可见,国有资本参股确实可以发挥治理效应,约束控股股东掏空行为,削弱内部人隐瞒坏消息的动机,从而降低民营企业股价崩盘风险。

表 4 国有资本参股、治理效应与民营企业股价崩盘风险

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Tunneling</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>	<i>Tunneling</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>
<i>Shr_State</i>	-0.022 *** (0.003)	-0.277 *** (0.099)	-0.157 ** (0.068)			
<i>Shr_Balance</i>				-0.008 *** (0.001)	-0.106 *** (0.035)	-0.063 *** (0.024)
<i>Tunneling</i>		0.744 *** (0.257)	0.483 *** (0.173)		0.741 *** (0.257)	0.480 *** (0.174)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	16025	16025	16025	16025	16025	16025
R <sup>2</sup>	0.141	0.096	0.102	0.141	0.096	0.102
Sobel Z 值	—	-2.726	-2.661	—	-2.716	-2.648
Sobel P 值	—	0.006	0.007	—	0.006	0.008

### 2. 风险规避效应机制

为检验国有资本参股降低民营企业股价崩盘风险的风险规避效应机制,本文参考 Boubakri 等 (2013)<sup>[2]</sup>,以企业观测时段内经行业均值调整后的 *Roa* 的标准差来衡量民营企业风险承担水平。具体而言,首先,为了消除行业特征的影响,将企业当年的 *Roa* 减去所在行业的 *Roa* 均值。然后,以前三年为一个观测时段,测算出企业在观测时段内经行业调整后的 *Roa* 的标准差,记作 *Risk*。风险承担水平 *Risk* 越高,说明风险规避程度越低。表 5 第(1)列和第(4)列显示,*Shr\_State* 和 *Shr\_Balance* 系数显著为负,表明国有资本参股可以显著提高民营企业风险规避程度。第(2)列、第(3)列、第(5)列和第(6)列显示,中介变量 *Risk* 系数显著为正,说明风险规避发挥了部分中介效应。Sobel 检验结果显示,*Shr\_State* 回归的 Z 统计量分别为 -2.073 ( $P=0.038$ ) 和 -1.556 ( $P=0.118$ ), *Shr\_Balance* 回归的 Z 统计量分别为 -1.854 ( $P=0.063$ ) 和 -1.461 ( $P=0.144$ ),总体上说明中介效应显著存在。这表明国有资本参股确实可以发挥风险规避效应,减少因投资高风险项目失败而产生的坏消息,进而降低民营企业股价崩盘风险。

表 5 国有资本参股、风险规避效应与民营企业股价崩盘风险

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Risk</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>	<i>Risk</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>
<i>Shr_State</i>	-0.013 *** (0.005)	-0.287 *** (0.099)	-0.165 ** (0.068)			
<i>Shr_Balance</i>				-0.004 ** (0.002)	-0.109 *** (0.035)	-0.066 *** (0.024)
<i>Risk</i>		0.555 *** (0.181)	0.217 * (0.119)		0.556 *** (0.181)	0.217 * (0.119)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	16025	16025	16025	16025	16025	16025
R <sup>2</sup>	0.187	0.096	0.101	0.187	0.096	0.101
<i>Sobel Z</i> 值	—	-2.073	-1.556	—	-1.854	-1.461
<i>Sobel P</i> 值	—	0.038	0.118	—	0.063	0.144

### 3. 信息效应机制

为检验国有资本参股降低民营企业股价崩盘风险的信息效应机制,本文借鉴 Hutton 等(2009)<sup>[5]</sup>,采用公司前三年的可操控性应计利润绝对值之和度量信息不透明度(*Opaque*),可操控性应计利润通过修正 Jones 模型(Dechow 等,1995)<sup>[41]</sup>测算得到。*Opaque* 值越大,信息不透明度越高。表 6 第(1)列和第(4)列显示,*Shr\_State* 和 *Shr\_Balance* 系数显著为负,表明国有资本参股可以显著改善信息不透明度,第(2)列、第(3)列、第(5)列和第(6)列显示,中介变量 *Opaque* 系数显著为正,说明信息不透明度发挥了部分中介效应,并且通过了 Sobel 检验。以上结果表明,国有资本参股确实能发挥信息效应,阻止坏消息隐瞒和囤积,进而降低民营企业股价崩盘风险。

表 6 国有资本参股、信息效应与民营企业股价崩盘风险

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Opaque</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>	<i>Opaque</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>
<i>Shr_State</i>	-0.144 *** (0.017)	-0.267 *** (0.099)	-0.154 ** (0.068)			
<i>Shr_Balance</i>				-0.061 *** (0.006)	-0.100 *** (0.035)	-0.061 ** (0.024)
<i>Opaque</i>		0.185 *** (0.048)	0.092 *** (0.032)		0.183 *** (0.048)	0.091 *** (0.032)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	16025	16025	16025	16025	16025	16025
R <sup>2</sup>	0.123	0.096	0.102	0.125	0.096	0.102
<i>Sobel Z</i> 值	—	-3.515	-2.726	—	-3.574	-2.727
<i>Sobel P</i> 值	—	0.000	0.006	—	0.000	0.006

## 六、进一步研究<sup>①</sup>

### 1. 基于民营企业特征的异质性分析

(1) 公司治理机制。国有资本参股对于股价崩盘风险的作用效果可能会受到企业自身公司治理机制的影响。研究发现,在投资者保护较差的地区,控股股东侵害中小股东的私利行为较难受到外部监督(La Porta 等,1999)<sup>[42]</sup>。同时,董事会开会频率较低的公司,其内部管理与监督制度比较松散(Carcello 等,2002)<sup>[43]</sup>,控股股东的私利行为难以受到约束。本文使用樊纲等(2011)<sup>[44]</sup>研究中各省份“中介组织发育和法律得分”度量投资者保护程度,得分越低则公司外部治理机制越差;同时,采用董事会开会频率衡量公司内部治理机制。首先,按行业和年份分别计算出投资者保护程度和董事会开会频率的中位数,然后,根据是否大于中位数进行分样本回归。回归结果显示,*Shr\_State* 和 *Shr\_Balance* 系数在投资者保护程度和董事会开会频率较低的样本中显著为负,而在投资者保护程度和董事会开会频率较高的样本中不显著。这一结果表明,国有资本参股对民营企业股价崩盘风险的影响主要体现在公司治理机制较差的民营企业中,同时也验证了国有资本参股的治理效应存在。

(2) 管理层特征。管理层是企业产生和掩盖坏消息的决策主体,企业股价崩盘会受到管理层特征如年龄、任期等因素的影响。关于管理层年龄,Barker 和 Mueller(2002)<sup>[45]</sup>发现,随着年龄增长,管理者风险承担能力有所降低,更倾向于投资风险低的保守项目。关于管理层任期,管理者权力理论认为,任期较长的管理者具备较大权力和牢固地位,而为了维持稳定私利,在选择投资项目时会表现出较高的风险规避倾向(Chen 和 Zheng,2014)<sup>[46]</sup>。如果国有资本参股通过风险规避效应影响民营企业股价崩盘风险,则该效果应该在管理层平均年龄较低和任期较短的企业中更明显。首先,按行业和年份分别计算出管理层平均年龄和管理层平均任期的中位数,再根据是否大于中位数进行分样本回归。回归结果显示,*Shr\_State* 和 *Shr\_Balance* 系数在管理层平均年龄较低和平均任期较短的样本中显著为负,而在管理层平均年龄较高和平均任期较长的样本中不显著,这一结果验证了国有资本的风险规避效应存在。

(3) 外部监督力度。当外部监督力度较为薄弱时,投资者难以了解企业内部信息,管理层隐藏坏消息的行为难以受到约束。为避免股价崩盘发生,此时国有股东更有动机加强对管理层行为的监督,提高企业信息透明度。因此,国有资本参股对民营企业股价崩盘风险的抑制作用在外部监督力度不足的企业中应该更加明显,而在外部监督力度较强的企业中比较有限。基于此,本文采用分析师关注度和研报关注度衡量外部监督力度,其中,分析师关注度采用一年内公司被分析师跟踪分析的人数度量,研报关注度采用一年内公司被研究报告跟踪分析的份数度量。若企业当年分析师关注度或研报关注度越高,表明外部监督力度越强。首先,按行业和年份分别计算出分析师关注度和研报关注度的中位数,再根据是否大于中位数进行分样本回归。回归结果显示,*Shr\_State* 和 *Shr\_Balance* 在分析师或研报关注度较低的样本中显著为负,而在分析师关注度或研报关注度较高的样本中不显著,表明国有资本对民营企业股价崩盘风险的抑制作用在外部监督力度较弱的样本中更明显,同时验证了国有资本参股的信息效应存在。

### 2. 基于国有资本特征的异质性分析

(1) 参与程度。异质性股权的参与程度不同,其话语权和监督作用也会有所不同。异质性股权若想对企业发挥实质作用,还得要深度参与到企业经营决策之中(刘运国等,2016)<sup>[40]</sup>。因此,当国有资本持股比例较高时,其对民营企业风险决策和治理监督的影响更强,对股价崩盘风险的作用可能更显著。本文按照持股情况设置国有资本参与程度虚拟变量:当国有资本持股比例之和分别

<sup>①</sup> 相关表格未列示,备索。

超过5%、10%、20%、30%时, $Shr\_State5$ 、 $Shr\_State10$ 、 $Shr\_State20$ 、 $Shr\_Stat30$ 依次取值为1,否则为0。分别用上述虚拟变量作为解释变量,回归结果显示, $Shr\_State5$ 、 $Shr\_State10$ 、 $Shr\_State20$ 、 $Shr\_Stat30$ 系数均显著为负,同时系数绝对值依次增大,表明随着参与程度的逐步提高,国有资本参股对股价崩盘风险的作用也逐步增强。

(2)来源地和行政层级。国有资本参股对民营企业的作用,还有可能受股东与参股对象间距离以及国有资本主体行政层级的影响。首先,当参股双方位于同一地区时,沟通交流更便捷,监督成本更低,国有股东则更愿意参与企业经营决策,民营企业的控股股东掏空、财务信息操纵和高风险投资决策等行为会受到更强的约束和监督。其次,国有资本可根据其来源主体的行政层级分为地方和中央两类。相对而言,来源于地方的国有资本主体,持股层级较少,并且在地理距离上更接近被投资企业,便于参股双方相互交流,从而提升其对民营企业的监督效率和效果(Yang等,2021)<sup>[47]</sup>。因此,相比来源于异地和行政层级较高的国有资本,来源于本地和行政层级较低的国有资本参股对民营企业股价崩盘风险的抑制作用可能更明显。为此,本文按照参股双方所在省份区分国有资本的来源地,若民营企业当年所有国有股东中至少存在一家与该民营企业来源于同一省份,则定义为本地参股组,否则定义为异地参股组。按照国有资本最终实际控制人信息定义其行政层级,若民营企业当年所有的国有股东中至少存在一家中央企业,则将国有资本行政层级定义为中央,否则定义为地方。回归结果表明,来源地为本地以及行政层级为地方的国有资本参股对民营企业股价崩盘风险抑制作用更显著。

## 七、研究结论与政策建议

### 1. 研究结论

随着我国混合所有制改革的全面深化和不断推进,国有资本参股民营企业已成为普遍的经济现象。基于我国防范化解金融风险的宏观背景,本文从股价崩盘风险的视角切入,探索国有资本参股能否成为民营企业风险防范的有效途径。研究发现:第一,国有资本参股能有效降低民营企业股价崩盘风险,证实了国有资本的“稳定器”功能,为国有资本参股的经济后果提供了积极证据。第二,机制检验发现,国有资本参股通过约束掏空行为、提高风险规避程度和改善信息环境降低民营企业股价崩盘风险,不仅为国有股东具有治理效应的观点提供了新的证据,同时还从风险规避和信息透明度的视角拓展了国有资本参股对民营企业行为的作用机制。第三,进一步发现国有资本参股对民营企业股价崩盘风险的作用在治理机制薄弱、管理层风险规避倾向低以及外部监督力度不足的企业中更显著;更高参与度、来源于本地和更低行政层级的国有资本对民营企业股价崩盘风险的作用更明显,这表明国有资本参股风险防范作用的发挥依赖于不同的情境和条件。

### 2. 政策建议

本文研究结论具有重要的政策启示。第一,继续深入推动混合所有制改革,提高国有资本和民营企业的融合度和“取长补短”。本文证实了国有资本参股有助于民营企业防范股价崩盘风险,实现不同所有制资本取长补短、相互促进、共同发展的初衷,验证了混合所有制改革的前瞻性和科学性。因此,首先建议政府应当积极引导民营企业发展混合所有制,可通过设立混改专项基金等方式,提高民营企业参与混改的意愿。同时完善相关配套制度建设,充分保障国有资本参与民营企业治理的合法性、正当性,发挥国有资本在经济运行中的“稳定器”作用,引导非公有制经济健康发展。其次,在复杂多变的国际国内经济形势下,防范化解金融风险对当前国家金融治理体系提出了新的挑战。政府可以将以国有资本为主体的混合所有制改革纳入国家金融治理体系的政策范畴,充分利用国有资本功能,将其作为实现防控金融风险目标的有力抓手。

第二,民营企业在引入国有资本时应当重视参股主体的差异性。本文发现不同参与度、来源地

和行政级别的国有资本参股对民营企业股价崩盘风险呈现出差异化影响,同时国有股东委派董监高的方式也能起到有效治理效果。基于此,民营企业在引入国有资本时,一方面可重点关注本地和方国有股东,这有利于参股双方建立良好的沟通互动机制和监督机制,减少混改过程中的交易成本,从而最大化混改效果;另一方面,在引入国有资本参股过程中,不能仅仅停留在简单的持股数量,应以深度混改为目标,关注国有资本比例的有效配置,并鼓励国有股东根据规定向参股企业委派董事高管,确保国有股东在重大决策中的话语权。

第三,推动完善民营企业内部控制、风险预警和信息披露制度建设。委托代理、风险规避程度和信息环境是影响股价崩盘风险的重要因素。首先,对于民营企业而言,应在引入国有资本的同时深化改革,重视并充分发挥不同性质股东的积极作用,推进公司治理机制建设完善,加强董事会建设和优化管理层股权激励机制,提高企业内部控制质量和监督效率;不断加强底线思维和风险意识,将全面风险管理融入企业管理和业务流程中,健全风险管理体系;还应重视增强信息披露的真实性、完整性和及时性,充分披露有利于投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息,提高财务报告信息质量。其次,对于监管部门而言,则应当加大投资者保护力度,拓宽中小股东的“发声”渠道,保护中小股东的合法权益;并加强对上市公司风险管理的监督管理,指导建立全面风险管理制度,提高上市公司的金融风险防范意识;以及完善分行业信息披露标准等制度建设,增强企业信息披露的针对性和有效性。

#### 参考文献

- [1] 金碚,刘戒骄. 西方国家应对金融危机的国有化措施分析[J]. 北京:经济研究,2009,(11):38-46.
- [2] Boubakri, N., J. Cosset, and W. Saffar. The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-taking: Evidence from Privatization [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108, (3): 641-658.
- [3] Bai, C., C. Hsieh, Z. M. Song, and X. Wang. Special Deals from Special Investor: The Rise of State-connected Private Owners in China [R]. NBER Working Paper, 2021.
- [4] Jin, L., and S. Myers. R<sup>2</sup> around the World: New Theory and New Tests [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79, (2): 257-292.
- [5] Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian. Opaque Financial Reports, R<sup>2</sup>, and Crash Risk [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94, (1): 67-86.
- [6] Kim, J., E. X. Zhang, and K. Zhong. Does Unionization Affect the Manager-Shareholder Conflict? Evidence from Firm-specific Stock Price Crash Risk [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 69: 101991.
- [7] Hong, H., and J. C. Stein. Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes [J]. *Review of Financial Studies*, 2003, 16, (2): 487-525.
- [8] 彭俞超,倪晓然,沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 北京:经济研究,2018,(10):50-66.
- [9] 徐飞,花冯涛,李强谊. 投资者理性预期、流动性约束与股价崩盘传染研究[J]. 北京:金融研究,2019,(6):169-187.
- [10] Khaw, K. L., J. Liao, D. Tripe, and U. Wongchoti. Gender Diversity, State Control, and Corporate Risk-taking: Evidence from China [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2016, 39: 141-158.
- [11] Wang, K., S. O., and M. C. Claiborne. Determinants and Consequences of Voluntary Disclosure in An Emerging Market: Evidence from China [J]. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 2008, 17, (1): 14-30.
- [12] Huang, Z., L. Li, G. Ma, and J. Qian. The Reversal of Privatization in China: A Political Economy Perspective [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 71: 102115.
- [13] 李文贵,余明桂. 产权保护与民营企业国有化[J]. 北京:经济学(季刊),2017,(4):1341-1366.
- [14] 宋增基,冯莉茗,谭兴民. 国有股权、民营企业参参与企业融资便利性——来自中国民营控股上市公司的经验证据[J]. 北京:金融研究,2014,(12):133-147.
- [15] 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]. 北京:管理世界,2019,(11):158-173.
- [16] 罗宏,秦际栋. 国有股权参股对家族企业创新投入的影响[J]. 北京:中国工业经济,2019,(7):174-192.
- [17] 郝阳,龚六堂. 国有、民营混合参股与公司绩效改进[J]. 北京:经济研究,2017,(3):122-135.

- [18]董艳,刘佩忠.国有注资对民营企业绩效的影响——基于中国工业企业研究[J].北京:经济学(季刊),2021,(6):1925-1948.
- [19]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/OL].天津:南开管理评论,https://kns.cnki.net/kcms/detail/12.1288.f.20211201.0858.002.htm,2021-12-05.
- [20]曾敏,李常青,李宇坤.国有资本参股何以影响民营企业现金持有?——基于合作优势和竞争制衡的双重视角[J].北京:经济管理,2022,(4):134-152.
- [21]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].北京:经济管理,2022,(2):36-56.
- [22]Andreou,P.C.,C.Louca,and A.P.Petrou.CEO Age and Stock Price Crash Risk[J].Review of Finance,2017,21,(3):1287-1325.
- [23]Kim,J.,and L.Zhang.Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk:Firm-level Evidence[J].Contemporary Accounting Research,2016,33,(1):412-441.
- [24]Kim,J.,and L.Zhang.Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk:Evidence from Implied Volatility Smirks[J].Contemporary Accounting Research,2014,31,(3):851-875.
- [25]Callen,J.L.,and X.Fang.Institutional Investor Stability and Crash Risk:Monitoring Versus Short-termism?[J].Journal of Banking & Finance,2013,37,(8):3047-3063.
- [26]王化成,曹丰,叶康涛.监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险[J].北京:管理世界,2015,(2):45-57.
- [27]曾爱民,魏志华.宗教传统影响股价崩盘风险吗?——基于“信息披露”和“管理自律”的双重视角[J].北京:经济管理,2017,(11):134-148.
- [28]杨松令,张秋月,刘梦伟和石倩倩.控股股东股权质押“同群效应”与股价崩盘风险[J].北京:经济管理,2020,(12):94-112.
- [29]李小荣,刘行.CEO vs CFO:性别与股价崩盘风险[J].北京:世界经济,2012,(12):102-129.
- [30]Hope,O.,S.Jiang,and D.Vyas.Government Transparency and Firm-level Operational Efficiency[J].Journal of Business Finance & Accounting,2022,49,(5):752-777.
- [31]Johnson,S.,R.La Porta,F.Lopez-De-Silanes,and A.Shleifer.Tunneling[J].American Economic Review,2000,90,(2):22-27.
- [32]Xie,F.,H.D.Anderson,J.Chi,and J.Liao.Does Residual State Ownership Increase Stock Return Volatility? Evidence from China's Secondary Privatization[J].Journal of Banking & Finance,2019,100:234-251.
- [33]Chen,J.,H.Hong,and J.C.Stein.Forecasting Crashes:Trading Volume,Past Returns,and Conditional Skewness in Stock Prices[J].Journal of Financial Economics,2001,61,(3):345-381.
- [34]Piotroski,J.D.,T.J.Wong,and T.Zhang.Political Incentives to Suppress Negative Information:Evidence from Chinese Listed Firms[J].Journal of Accounting Research,2015,53,(2):405-459.
- [35]Cao,C.,C.Xia,and K.C.Chan.Social Trust and Stock Price Crash Risk:Evidence from China[J].International Review of Economics & Finance,2016,46:148-165.
- [36]Andreou,C.K.,P.C.Andreou,and N.Lambertides.Financial Distress Risk and Stock Price Crashes[J].Journal of Corporate Finance,2021,67:101870.
- [37]Mamun,M.A.,B.Balachandran,and H.N.Duong.Powerful CEOs and Stock Price Crash Risk[J].Journal of Corporate Finance,2020,62:101582.
- [38]Yeung,W.H.,and C.Lento.Ownership Structure,Audit Quality,Board Structure,and Stock Price Crash Risk:Evidence from China[J].Global Finance Journal,2018,37:1-24.
- [39]Holmstrom,B.,and J.Tirole.Market Liquidity and Performance Monitoring[J].Journal of Political Economy,1993,101,(4):678-709.
- [40]刘运国,郑巧,蔡贵龙.非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J].北京:会计研究,2016,(11):61-68.
- [41]Dechow,P.M.,R.G.Sloan,and A.P.Hutton.Detecting Earnings Management[J].Accounting Review,1995,70,(2):193-225.
- [42]La Porta,R.,F.Lopez-De-Silanes,and A.Shleifer.Corporate Ownership Around the World[J].The Journal of Finance,1999,54,(2):471-517.
- [43]Carcello,J.V.,D.R.Hermanson,T.L.Neal,and R.A.Jr.Riley.Board Characteristics and Audit Fees[J].Contemporary Accounting Research,2002,19,(3):365-384.
- [44]樊纲,王小鲁,马光荣.中国市场化进程对经济增长的贡献[J].北京:经济研究,2011,(9):4-16.
- [45]Barker,V.L.,and G.C.Mueller.CEO Characteristics and Firm R&D Spending[J].Management Science,2002,48,(6):711-820.
- [46]Chen,D.,and Y.Zheng.CEO Tenure and Risk-taking[J].Global Business and Finance Review,2014,19,(1):1-27.
- [47]Yang,B.,Z.Song,and Y.Feng.Institutional Environment,State Ownership and Family Business Succession:Evidence from China[J].Asia-Pacific Journal of Financial Studies,2021,50,(5):527-555.

# State-owned Capital Shareholder and Private Enterprises' Financial Risks Prevention: An Empirical Study from the Perspective of Stock Price Crash Risk

WANG Cai-ping<sup>1,2,3</sup>, HUANG Jian-ye<sup>1</sup>, HUANG Zhi-hong<sup>4</sup>, JIANG Yan-jun<sup>2</sup>

(1. International School of Business & Finance, Sun Yat-sen University, Zhuhai, Guangdong, 519082, China;

2. Advanced Institute of Finance, Sun Yat-sen University, Guangzhou, Guangdong, 510275, China;

3. Institute of Enterprise Research, Sun Yat-sen University, Guangzhou, Guangdong, 510275, China;

4. PBC School of Finance, Tsinghua University, Beijing, 100083, China)

**Abstract:** As the comprehensive deepening and continuous advancement of China's mixed-ownership reform, the state-owned capital's participation in private enterprises' shareholding structure has become a common phenomenon. However, the existing literature is still insufficient to study its economic consequences, and a unified view has not yet been formed. Under the macro-background of China's preventing and resolving financial risks, this study explores whether state-owned capital shareholder can help private enterprises to prevent their financial risks. Specifically, this study is investigated from the perspective of firms' stock price crash risk.

Based on the data of China's private listed companies from 2007 to 2021, this study finds the following results: Firstly, state-owned capital shareholder can effectively reduce the future stock price crash risk of private companies. Secondly, the mechanism analysis finds that the state-owned capital shareholder reduces private firms' stock price crash risk by reducing the tunnel behavior of controlling shareholders, increasing the degree of risk aversion and improving information transparency. It is further found that the effect of state-owned capital shareholder on stock price crash risk is more significant in enterprises with weak governance mechanisms, low management risk aversion tendency, and insufficient external supervision. As state-owned capital shareholder being with the higher shareholding ratio and coming from the local or lower administrative levels, its effect on firms' stock price crash risk will become more significant.

The contributions of this study are as follows: Firstly, under the background of China's mixed ownership reform, this study explores how state-owned capital in share structure suppresses the stock price crash risk of private enterprises. This study develops a new perspective for the researches on the influencing factors of stock price crash risk. Secondly, different from the general impacts of state-owned capital on private firms' financing constraints, technological innovation or other behaviors from the perspective of political connection, this study analyzes the characteristics of state-owned capital in further and firstly, and then reveals its effects on private firms' stock price crash risk from the governance effect, risk aversion effect and information effect. This enriches the academic research on mixed ownership reform. Thirdly, state-owned capital is looked as the "stabilizer" of economic and social development in generally. In this study, state-owned capital is introduced to the research framework of stock price crash risk, which not only deepens the understanding of the function of state-owned capital, but also provides guidance on how to improve the construction of the financial market and national financial governance system.

**Key Words:** state-owned capital shareholder; private enterprise; financial risk prevention; stock price crash risk

**JEL Classification:** G30, G32, G34

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2022.08.004

(责任编辑:李先军)