“逆向混改”能否纾解民营企业融资困境？
——基于银行间市场债券发行数据的证据

谢晓芬

摘　要　民营经济是推动我国全面建成社会主义现代化强国的重要力量，纾解其融资困境已成为产业升级和经济高质量发展的关键。本文以2018—2024年银行间市场民营企业公开发行的债券为样本，实证检验了国资参股的“逆向混改”对民营企业债务融资的影响。研究发现，“逆向混改”显著优化了民营企业的债券融资环境，具体表现为融资可得性提高与融资成本降低，且该积极效应随国资参股比例的提高而增强。尤为关键的是，此效应在非上市及中小型民营企业中表现更为突出。机制研究表明，“逆向混改”通过资源效应与治理效应双重路径发挥积极作用。本研究不仅为“逆向混改”缓解民企融资提供了微观证据，更深化了混合所有制“国民共进”的理论内涵，对完善多层次资本市场融资体系具有政策启示意义。

关键词　逆向混改　国资参股　民营企业　债券融资

一、引言

作为推动全面深化改革的重要抓手，混合所有制改革在优化资源配置、助推经济发展方面发挥着至关重要的作用。2013年，党的十八届三中全会首次明确提出“积极发展混合所有制经济”，并将其作为基本经济制度的重要实现形式。随着经济结构调整和产业转型升级加速，相较于传统的国有企业引入民营资本的“正向混改”不同，国有资本以参股方式进入民营企业的“逆向混改”逐步成为新趋势（李青原 等，2022；翟淑萍 等，2023）。尤其是在2015年，国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，明确指出“鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业”，为民营企业发展混合所有制指明了实践路径。党的二十大报告更明确地提出要深化国资国企改革，促进各种所有制经济优势互补、共同发展，为“国民共进”进一步提供了政策支持。

长期以来，我国融资制度以政府导向型的间接融资为主，商业银行贷款是间接融资的主要形式（宋增基 等，2014），而银行信贷普遍存在“所有制歧视”与“规模歧视”（郭娜，2013），导致金融资源大多流向国有企业，民营企业则深陷“融资难”“融资贵”困境（刘惠好和焦文妞，2022）。随着我国进入高质量发展阶段，引入国有资本成为民营企业缓解自身融资压力的重要途径之一（刘琦和李聪颖，2025）。近年来，“逆向混改”模式的实践逐渐增多，引发了各界对混合所有制模式下民营企业融资的关注。已有文献研究发

谢晓芬，汉口银行股份有限公司高级业务经理。本文系个人观点，不代表供职机构意见。

现，“逆向混改”能提高民营企业的融资便利性（宋增基 等，2014），缓解企业融资约束（董小红 等，2021），降低债务融资成本（何德旭 等，2022），扩大融资规模（刘琦和李聪颖，2025），并减少投融资期限错配（王建新 等，2024），进而影响民营企业投资效率（刘惠好和焦文妞，2022），提升民营企业的经营业绩（余汉等，2017）。然而，现有关于“逆向混改”的研究普遍采用我国 A 股民营上市公司为样本，而对占比超 90%、面临更严重融资约束的非上市群体，以及更受融资歧视的中小型企业关注不足，致使难以有效识别“逆向混改”对纾解民营企业融资困境的整体效应。

在此基础上，本文创新性地利用银行间市场民营企业公开发行的债券数据，凭借其覆盖大量非上市民营企业主体的优势，有效填补了现有研究的样本空白，实证检验了“逆向混改”对民营企业债务融资的多重影响，并从资源效应和治理效应双重视角分析其内在机制，为缓解民营企业融资困境提供了切实可行的市场化路径。

二、理论分析和研究假设

（一）“逆向混改”的资源效应机制

民营企业长期面临“融资难”“融资贵”的发展瓶颈，这一困境在很大程度上源于所有制差异导致的信贷资源配置失衡（郭娜，2013）。相比之下，国有企业凭借其与政府的天然联系，在融资渠道和资源获取方面具有显著优势（李文贵和邵毅平，2016）。民营企业通过“逆向混改”引入国有股东，相当于与政府建立了一种“共生关系”（宋增基 等，2014），将有效缓解民营企业融资困境。

一方面，从信号传递视角看，“逆向混改”形成一种重要的声誉机制。通过“逆向混改”，国有股东凭借其更高的社会地位、声誉及更低的信用风险（曾敏 等，2022），向市场传递了民营企业获得体制支持及其自身实力的信号，并在制度层面为民营企业提供了声誉担保（宋增基 等，2014；Ding et al.，2021）。这将显著提升外部投资者的认可度，并增强企业的融资能力。另一方面，“逆向混改”能够在一定程度上消除民营企业因所有制壁垒而长期遭受的信贷歧视（王建新 等，2024），实质性地提升民营企业的稳定性和偿付能力，弱化投资者和债权人因所有制属性而产生的风险溢价要求，从而显著纾解民营企业的融资约束并提升其债务融资可得性（董小红 等，2021；刘琦和李聪颖，2025）。进一步地，从产业链结构看，我国经济呈现出“上游以国有企业为主导、下游以民营企业为主导”的特征（陈金至 等，2023），这种上下游主体间的结构互补性为资源整合创造了条件。“逆向混改”能促进国有资本与民营企业在产业链上实现资源互补与协同（张竞文 等，2024），进一步优化企业的资源配置效率与经营稳定性。这一过程同样有助于缓解企业的融资约束，提升企业获取金融资源的能力。

（二）“逆向混改”的治理效应机制

现代企业的运行建立在所有权与经营权相互分离的基础上，由此产生了委托 - 代理关系（侯青川 等，2017）。民营企业普遍存在的股权集中情况，多为个人控股或家族控股，这种股权结构虽然能够提高所有者与管理者利益的一致性，但容易产生并增强大股东侵占小股东利益的能力和

动机，从而提高企业第二类代理成本（何德旭 等，2022；刘惠好和焦文妞，2022）。这会造成企业财产损失，也会提高投资者和债权人的风险溢价，从而增加企业融资成本（侯青川 等，2017；姜付秀 等，2017）。

民营企业引入国有股东后，异质性股东不仅可以发挥“制衡”效应，更可以起到“互补”效果（曾敏 等，2022），其协同治理能够在相互监督与制衡中，保障企业专业化发展方向的正确性（蔡贵龙 等，2018）。一方面，“逆向混改”可破解民营企业“一股独大”问题，提升股权制衡度（刘琦和李聪颖，2025）；同时，异质性股东的存在会使利益相关者之间的博弈更加充分和全面，提升企业决策的科学性和严谨性，从而降低企业代理成本、改善民企融资约束（董小红 等，2021）。另一方面，国有资本参股民营企业也会发挥一定程度的监督治理效应（汪圣国 等，2022），有利于形成多元化的股权治理结构，加强对民营企业生产经营活动的监督和干预（王建新 等，2024）、降低民营企业的违规倾向（于瑶和祁怀锦，2022），进而优化企业治理水平，缓解民营企业融资困境。

基于上述分析，提出本文研究假设。

H1：“逆向混改”有助于民营企业提升债券融资的可得性并降低融资成本。

三、研究设计

（一）样本与数据来源

本文选取 2018—2024 年银行间市场民营企业公开发行的债券数据，该时段完整覆盖经济周期波动与混合所有制政策改革深化期，具有显著的时效价值。剔除关键变量缺失样本后，最终获得 2 175 只有效债券数据。本文数据源自 Wind 数据库、iFinD 数据库、企业年报及企业债券发行公告。

（二）变量定义与模型设定

为了实证检验“逆向混改”对民营企业债务融资的影响，在模型构建方面，参考相关文献（何德旭 等，2022；王建新 等，2024；陆悦宁和石桂峰，2025），采用普通最小二乘法（OLS）进行回归分析。模型（1）是检验国资参股对民营企业债券融资可得性和融资成本的影响，模型（2）是进一步检验国资参股比例对民营企业融资的影响。具体回归模型如下：

$$Interest_{it}(Mult_{it})=\beta_0+\beta_1 Dsoe_{it}+\beta_2 Controls_{it}+\varepsilon \quad (1)$$

$$Interest_{it}(Mult_{it})=\beta_0+\beta_1 Dsoe\text{–}prop_{it}+\beta_2 Controls_{it}+\varepsilon \quad (2)$$

被解释变量为债券发行利差（*Interest*）和债券全场认购倍数（*Mult*）。参考黄本鑫和任云霄（2024），将债券发行利率减去同期限国债到期收益率作为债券发行利差，用于衡量企业债券融资成本。债券全场认购倍数为债券实际认购总金额与发行金额的比例，倍数越大，反映市场对发行人信用及融资方案的认可度越高，亦可体现企业债务融资的可得性越强。

解释变量为“逆向混改”测度指标。参考已有研究（于瑶和祁怀锦，2022；陆悦宁和石桂峰，2025），采用国有参股情况进行测度，包括民营企业是否存在国资参股（*Dsoe*）以及国资参股比例（*Dsoe-prop*）两个指标。具体地，在公司前十大股东中，如果含有国资背景的股东 *Dsoe* 取值为 1，否则为 0；国资参股比例（*Dsoe-prop*）是指在前十大股东中，国有股东合计持股比例。

控制变量（*Controls*）包括企业特征变量和债券发行变量。企业特征变量为总资产规模（*Scale*）、企业成立年龄（*Age*）、资产负债率（*Lev*）、总资产收益率（*ROA*），第一大股东持股比例（*Top*1）。债券发行变量为债券发行规模（*Size*）、发行期限（*Term*）以及债券是否存在担保（*Credit*）。具体变量定义详见表 1。[①]

主要变量的描述性统计如表 2 所示。可以看出，在 2 175 个样本数据中，存在国资参股的占比 25.20%，且国资参股比例均值为 1.867，标准差为 5.746，表明不同民营企业的国资参股情况差异较大。债券发行利差均值 2.335%，标准差 1.507，属于合理范围。另外，从民营企业是否上市来看，样本中非上市公司发行的债券占据主导地位，占比达 68.55%；从民营企业的资产规模来看，大型企业构成样本主体，占比 97.10%；中小型企业样本相对较少，占比 2.90%。

四、实证结果分析

（一）总体回归结果

本文首先讨论“逆向混改”对民营企业债务融资的可得性和融资成本的影响，采用模型（1）和模型（2）进行回归，结果如表 3 所示。列（1）、列（2）结果显示，国资参股（*Dsoe*）与民营企业债券全场认购倍数（*Mult*）在 5% 水平上显著正相关，与债券融资成本（*Interest*）在 1% 水平上显著负相关。进一步地，列（3）和列（4）将核心解释变量替换为国资参股比例（*Dsoe–prop*），上述统计显著且方向一致的关系依然稳健成立。

上述结果表明，“逆向混改”有效提振了投资人对民营企业债券的认购热情与认可度，进而改善了企业的债务融资可得性并压低了融资成本。更重要的是，国资参股比例越高，这一积极效应越强，呈现出明显的边际增强效应。

（二）异质性分析

鉴于非上市及中小型民营企业通常面临更为严峻的融资约束，为深入考察“逆向混改”对民营企业债务融资影响的异质性，本文依据企业上市属性与规模差异，构建“上市公司 vs 非上市公司”以及“大型企业 vs 中小型企业”的分组样本进行对比分析，具体检验结果如下。

1. 上市公司 vs 非上市公司

基于民营企业上市属性差异进行分组回归，采用模型（2）检验“逆向混改”对民企融资影响在企业属性层面的异质性效应，回归结果如表 4 所示。列（1）与列（2）结果显示，无论是在上市公司样本还是非上市公司样本中，国资参股比例（*Dsoe–prop*）均对债务融资成本（*Interest*）产生显著的负向影响，系数均在统计上显著。然而，两组样本的系数存在明显差异，非上市公司样本的系数绝对值显著大于上市公司样本。这表明，“逆向混改”对非上市民营企业融资成本的降低效应强于上市公司群体，即国资参股为更受融资约束的非上市民企带来了更大程度的融资成本下降。

2. 大型企业 vs 中小型企业

为进一步分析企业规模层面的异质性效应，本文依据民营企业资产规模差异进行分组回归，采用模型（2）检验“逆向混

① 表1~6，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

改”对民营企业融资的影响，回归结果如表 4 所示。列（3）、列（4）结果显示，无论是大型企业样本还是中小型企业样本，*Dsoe_prop* 与 *Interest* 均在 1% 水平上显著为负，但值得注意的是，中小型企业样本中 *Dsoe–prop* 系数的绝对值要显著大于大型企业样本系数。这表明，“逆向混改”对中小型企业债务融资成本的降低效应显著强于大型企业，揭示了国资参股在缓解中小型民营企业融资困境中的关键作用。

五、机制检验

前文已实证检验了“逆向混改”对民营企业融资成本的降低效应。那么，该效应产生的原因是什么呢？在理论分析部分，本文阐述了国资参股对民营企业融资的影响可能来源于资源效应和治理效应。若存在资源效应，那么由于国有股东的声誉加持和可能的体制“背书”，能够消除部分融资歧视，进而影响企业的融资成本。若存在治理效应，那么由于国有股东能够对民营控股股东形成有效制衡和监督，能降低第二类代理成本，并提高民营企业的内部治理能力，进而使企业的融资困境得到有效缓解。基于此，本文尝试从社会声誉提升和融资约束缓解角度，检验“逆向混改”的资源效应；从代理成本降低和治理水平优化视角，检验“逆向混改”的治理效应。

（一）机制检验：“逆向混改”的资源效应

本文借鉴已有研究，选取社会声誉和融资约束两个代理变量测度“逆向混改”的资源效应。首先，借鉴何德旭 等（2022）研究，采用应收账款 / 总资产测度民营企业的社会声誉（*RCV*），企业地位越高，话语权将更大，*RCV* 值将越小。其次，借鉴 Hadlock & Pierce（2010）、鞠晓生 等（2013）研究，选取 *SA* 指数作为融资约束的衡量指标。目前，融资约束主要有三种测度方法，包括 *KZ* 指数、*WW* 指数和 *SA* 指数。*SA* 指数不含有内生性特征的融资变量，计算方便且相对稳定，同时本文使用了大量非上市公司样本，企业财务数据获取有限，*KZ* 指数和 *WW* 指数较难完整计算。*SA* 指数具体计算公式为：

$$SA=-0.737\times Scale+0.043\times Scale^2-0.04\times Age \quad (3)$$

其中，*Scale* 为民企资产规模的自然对数，*Age* 为企业的成立年限。本文对 *SA* 指数进行了取绝对值的处理，其值越大，企业所受的融资约束越大。

一是为实证检验社会声誉提升机制，本文将 *RCV* 作为被解释变量对模型（1）和模型（2）进行回归，回归结果如表 5 列（1）、列（2）所示。结果显示，*Dsoe*、*Dsoe-prop* 与 *RCV* 的回归系数为负，且 *Dsoe-prop* 的系数在 1% 的水平上显著。这说明“逆向混改”显著降低了民营企业的应收账款规模，扭转了流动性被占用的弱势局面，“社会声誉提升”的机制得到验证。

二是为实证检验融资约束缓解作用，本文将 *SA* 指数作为被解释变量对模型（1）和模型（2）进行回归，为保证回归结果不存在多重共线性等问题，控制变量去掉了 *Scale* 和 *Age*，回归结果如表 5 列（3）、列（4）所示。结果显示，*Dsoe*、*Dsoe-prop* 与 *SA* 指数显著负相关，说明“逆向混改”显著缓解了民营企业的融资约束，验证了国资参股的资源效应机制对民营企业融资成本降低的有效性。

（二）机制检验：“逆向混改”的治理效应

本文借鉴已有研究以及考虑到非上市公司的数据可获得性，选取两个公司治理水平的代理变量进行测度“逆向混改”的治理效应。**一是**借鉴侯青川 等（2017）、董小红 等（2021）的研究，选取“关联交易 / 期初总资产（*RPT*）”衡量控股股东的“掏空”行为，关联交易按照采用年度商品交易类和提供或接受劳务两项关联交易之和进行计算，将 *RPT* 作为公司治理水平的代理变量，理论上而言，控股股东的“掏空”行为越少，公司治理水平就越高。**二是**借鉴张会丽和陆正飞（2012）、方红星和金玉娜（2013）、周茜 等（2020）、甘志霞等（2024）的研究方法，运用主成分分析，从监督、决策多方面构造综合性指标来度量公司治理水平。具体指标包括：独立董事比例（*Outratio*）与董事会规模（*Board*）、第一大股东持股比例（*Top*1）、股权集中程度（*Cstr*2，第二至第十大股东持股平方和的对数）、董事长与总经理是否两职合一（*Dual*，两职合一取 1，否则取 0）、是否上市（*List*，上市取值 1，否则取 0）。从这 6 个指标中提取出主成分得分，本文将第一主成分作为反映公司治理水平的综合指数（*PC*1），指数越高，代表公司治理水平越高。

本文将 *RPT* 和 *PC*1 分别作为被解释变量对模型（1）和模型（2）进行回归，回归结果如表 6 所示。表 6 列（1）~ 列（4）显示，*Dsoe*、*Dsoe-prop* 与 *RPT* 在 1% 的水平上显著负相关，与 *PC*1 在 1% 的水平上显著正相关。这说明通过国资股东的监督与制衡作用，“逆向混改”显著抑制了控股股东的“掏空”行为，切实优化了公司治理水平，进而验证了国资参股的治理效应机制对民营企业融资成本降低的有效性。

六、研究结论与政策启示

本文以 2018—2024 年银行间市场民营企业公开发行的债券为样本，凭借其覆盖大量非上市民营企业主体的优势，有效填补了现有研究的样本空白，实证检验了国资参股的“逆向混改”对民营企业债务融资的多重影响，从混合所有制视角，为缓解民营企业融资困境提供了经验证据。研究发现：①“逆向混改”显著优化了民营企业的债券融资状况，具体表现为融资可得性提升与融资成本有效降低，且该效应随国资参股比例的提高而增强，有效缓解民营企业“融资难”“融资贵”困境。②“逆向混改”对融资成本的降低作用在非上市公司和中小型民营企业中尤为显著，呈现鲜明的“雪中送炭”特征，凸显了该政策对民营企业薄弱环节的精准支持价值。③机制检验表明，“逆向混改”通过资源效应（提升社会声誉、缓解融资约束）与治理效应（降低代理成本、优化治理水平）双重机制的协同作用，显著改善了民营企业的债务融资困境。

基于上述研究结论，本文的政策启示主要有以下两点。**一是**优化股权结构，释放协同倍增效应。混合所有制改革的核心在于实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。国资参股民营企业的“逆向混改”，不仅要充分释放国有资本的资源禀赋与治理效能，还要切实保障民营控股股东的治理话语权，从而实现不同所有制资本“1+1>2”的协同效应，着力提升“混”的质量与“改”的成效，为构建“国民共

进”的现代经济体系奠定坚实的微观企业基础。

二是深化逆向混改，赋能民企创新发展。扎实落实促进民营经济发展的政策措施，是当前民营经济发展的工作重点，要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用。政策层面应积极引导并规范国资国企，以市场化方式参股优质但面临融资约束的非上市、中小型民营企业，特别是产业链关键环节和战略性新兴领域的企业，以增强产业协同并激发市场活力。[N] ①

学术编辑：卢超群

Can 'Reverse Mixed–Ownership Reform' Mitigate Financing Constraints of Private Firms? Evidence from Interbank Bond Market Data

XIE Xiaofen

(Hankou Bank Co., Ltd.)

Abstract The private sector serves as a vital force in advancing China's comprehensive construction of a modern socialist powerhouse. Resolving the sector's financing constraints has taken on a pivotal role in industrial upgrading and high-quality economic development. This study employs a sample of publicly issued bonds offered by private enterprises in the interbank market from 2018 to 2024 and empirically examines the impact of 'reverse mixed-ownership reform' on the debt financing of private firms. The findings of the study reveal that such reforms significantly enhance bond financing conditions for private enterprises. This is accomplished through improved financing accessibility and reduced financing costs, with these positive effects gaining strength as the state ownership proportion increases. Crucially, this effect is more pronounced in non-listed and small-to-medium-sized private enterprises. Mechanistic analysis reveals that the 'reverse mixed-ownership reform' exerts its positive influence through dual pathways of resource and governance effects. This research not only provides micro-level evidence of how this approach alleviates financing challenges for private firms but also enriches the theoretical framework of 'collaborative state-private development' in mixed-ownership reforms, offering policy insights for improving multi-tiered capital market financing systems.

Keywords Reverse Mixed-Ownership Reform, State Capital Equity Participation, Private Enterprises, Bond Financing

JEL Classification G32 G28 G38

① 参考文献[1]~[28]，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。