国有股权参股对民营企业运营韧性的影响研究

曹文婷
湖南科技大学，中国·湖南 湘潭 411201

摘要：国有股权参股作为“逆向混改”的重要形式，能否及如何提升民营企业运营韧性成为不容忽视的现实命题。本文以 2013—2024 年 A 股民营上市公司为样本，实证检验国有股权参股对民营企业运营韧性的影响及作用机制。研究发现国有股权参股通过“资源支持”与“风险分担”双重路径提升运营韧性，且该效应在行业竞争激烈、经济政策不确定性低及融资约束小的企业中更强。研究为优化混改路径、增强民企抗风险能力提供了经验证据。
关键词：国有股权参股；运营韧性；民营企业；资源支持；风险分担

The Impact of State-Owned Equity Participation on the Operational Resilience of Private Enterprises

Cao Wenting
Hunan University of Science and Technology, China Hunan Xiangtan 411201

Abstract: As an important form of "reverse mixed-ownership reform," whether and how state-owned equity participation can enhance the operational resilience of private enterprises is an urgent practical question. Using a sample of Chinese A-share private listed firms from 2013 to 2024, this paper empirically examines the impact and mechanisms of state-owned equity participation on private enterprises' operational resilience. The findings reveal that state-owned equity participation enhances operational resilience through dual pathways—namely, "resource support" and "risk-sharing." Furthermore, the resilience-enhancing effect is found to be stronger in firms facing intense industry competition, lower economic policy uncertainty, and fewer financial constraints. This study provides empirical evidence for optimizing the design of mixed-ownership reform and strengthening private firms' ability to withstand risks.
Keywords: State-owned equity participation; Operational resilience; Private enterprises; Resource support; Risk-sharing

0 引言

在外部冲击日益常态化与复杂化当下，“运营韧性”已成为企业可持续发展的重要支撑，也因此受到越来越多的关注。与此同时，中国正以混合所有制改革为深化经济体制改革的重要突破口，党的二十大报告进一步强调“两个毫不动摇”，《中央企业混合所有制改革操作指引》等文件亦为国有资本进入民营企业提供了明确的政策依据。然而，既有研究多聚焦于政府补贴、数字化等单一因素，对国有股权参股如何影响企业运营韧性缺乏系统性探讨，特别是在“抵御—恢复—适应”这一完整链条中的传导机制尚未得到充分揭示[1-6]。基于此，本文以 2013—2024 年中国 A 股民营上市公司为研究对象，构建“国有股权参股—资源获取与抗风险能力—运营韧性”的理论框架，实证检验国有股权参股对民营企业运营韧性的影响及其作用机制，为“反向混改”的精准施策提供理论依据。

1 理论分析与研究假设

1.1 国有股权参股与民营企业韧性

国有股权参股是指国有资本以入股形式参与非国有企业经营，是混合所有制改革的重要落地举措之一，企业运营韧性则强调企业面对内外部冲击时维持业务连续性并快速恢复的动态能力[7]。现实中，民营企业受制于资产规模、信用等级以及制度性歧视等因素，在获取资源和承担风险两方面都存在明显短板，国有资本入股后，一方面能够带来资金和政策层面的支持，另一方面也能推动企业内部决策与风控机制的改善，从而在整体上增强企业的抗冲击能力和恢复弹性。据此，本文提出以下假设：

H1：国有股权参股能够提升民营企业的运营韧性。

1.2 国有股权参股、资源支持与运营韧性

国有股权参股能够为民营企业提供应对冲击的关键资源缓冲。具体而言，国有资本的进入会向外界释放一种积

极信号，有利于降低银企之间的信息不对称程度，从而改善企业的信贷获取条件[8]。同时，国有股权还充当企业与政府之间的制度接口，能够提高企业在政府资源分配中的可见度，使其在面临外部冲击时更易获得财政补贴、税费减免等政策支持，有助于稳定企业供应链、维持生产连续性，为企业抵御外部不利冲击并实现后续恢复提供了重要的外部支撑。据此，本文提出以下假设：

H2：国有股权参股通过“资源支持”效应提升了民营企业的运营韧性。

1.3 国有股权参股、风险分担与运营韧性

国有股权参股之所以能够提升民营企业的运营韧性，还在于它具备风险分担功能[9]。民营企业受限于规模与信用水平，战略决策往往趋于保守，引入国有资本后，能够有效分担企业经营风险，降低管理层对不确定性损失的顾虑，强化风险抵御能力，进一步提升企业开展长期投资与创新活动的意愿。这种“风险分担”效应不仅提升了企业短期内的风险承担水平，也有助于其逐步积累应对未来变化的动态能力。据此，本文提出以下假设：

H3：国有股权参股通过“风险分担”效应提升了民营企业运营韧性。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

本文选取 2013-2024 年中国 A 股民营上市公司为研究样本。剔除 ST、*ST、PT 类上市公司，变量严重缺失样本和单一样本观测值，对关键连续变量实施 1% 的缩尾处理，最终得到了 25356 个有效观测值。本研究数据及来源于国泰安（CSMAR）数据库。

2.2 变量定义

（1）被解释变量

民营企业运营韧性（*OR*）。参考 Li 等的做法，本文用单位生产成本的营业收入 (*ORPPC*) 的变化来衡量企业运营韧性。

（2）解释变量

国有股权参股 (*State*)。参考赵彦锋等的做法，本文分别使用民营企业是否存在国有股权参股 (*StateDum*) 、国有股权参股比例 (*Staterate*) 作为解释变量。

（3）控制变量

参考陈国华等的研究，控制企业规模 (*Size*)、企业年龄 (*Age*)、资产收益率 (*ROA*)、资产负债率 (*Lev*) 、托宾 Q(*TobinQ*)、经营净现金流（*CFO*）、成长性 (*Growth*)、董事独立性 (*Indep*)、两职合一 (*Dual*) 、股权集中度 (*Top10*) 等变量。具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业运营韧性	*OR*	单位生产成本的营业收入变化
解释变量	国有股权参股	*StateDum*	存在国有股权参股取值为 1，否则取 0
		Staterate	国有股权持股数量 / 总股本
控制变量	企业规模	*Size*	Ln(总资产)
	企业年龄	*Age*	Ln(当年年份 − 公司成立年份 +1)
	资产收益率	*ROA*	净利润 / 总资产
	资产负债率	*Lev*	总负债 / 总资产
	托宾 Q	*TobinQ*	(股票总市值 + 债务账面值)/ 总资产账面价值
	经营净现金流	*CFO*	经营活动产生的现金流量净额 / 总资产
	成长性	*Growth*	(当年营业收入 − 上年营业收入) / 上年营业收入
	董事独立性	*Indep*	独立董事人数 / 董事人数
	两职合一	*Dual*	董事长和总经理两职合一时取 1，否则为 0
	股权集中度	*Top10*	前十大股东持股数量 / 总股数

2.3 模型设定

为检验研究假设，本文构建回归模型（1）：

$$OR_{it}=\beta_0+\beta_1 State_{it}+\beta_2 \Sigma Controls_{it}+Ind_i+Year_t+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，i、t 分别表示公司，年份，OR_{it} 表示企业运营韧性，$State_{it}$ 表示国有股权参股，$Controls_{it}$ 代表控制变量，Ind_i、$Year_t$ 分别代表行业和年份固定效应，ε_{it} 为误差项。

2.4 描述性统计

描述性统计如表 2 所示。其中，民营企业运营韧性（*OR*）的均值为 0.973，最大值为 1.392，最小值为 0.575，标准差为 0.100，表明不同民营企业的运营韧性水平较为集中，整体分布相对均衡。

表 2 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
OR	25356	0.973	0.100	0.575	1.392
StateDum	25356	0.073	0.260	0.000	1.000
Staterate	25356	0.002	0.010	0.000	0.079
Size	25356	21.967	1.040	19.984	25.255
Age	25356	2.955	0.310	2.079	3.584
ROA	25356	0.036	0.067	−0.272	0.206
Lev	25356	0.376	0.188	0.051	0.852
TobinQ	25356	2.139	1.310	0.906	8.690
CFO	25356	0.050	0.066	−0.147	0.246
Growth	25356	0.241	0.575	−0.684	3.544
Indep	25356	0.367	0.053	0.250	0.500
Dual	25356	0.410	0.492	0.000	1.000
Top10	25356	57.765	15.041	22.090	88.570

3 实证结果分析

3.1 基准回归结果

表 3 为基准回归分析的结果。结果显示 *StateDum* 与 *Staterate* 的回归系数分别为 0.017 和 0.368，且均在 1% 水

平上显著。这表明，国有股权参股显著提升了民营企业运营韧性，且参股比例越高，提升效应越强，假设 H1 得到验证。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	OR	*OR*	*OR*	*OR*
StateDum	0.009***		0.017***	
	(2.744)		(5.213)	
Staterate		0.251***		0.368***
		(3.177)		(5.216)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/ Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	0.972***	0.972***	1.087***	1.085***
	(1347.783)	(1341.358)	(53.119)	(53.168)
N	25356	25356	25356	25356
adj.R^2	0.031	0.031	0.274	0.273

注：***，**，* 分别表示统计量在 1%，5%，10% 的水平上显著；括号内为 t 值；下表同。

3.2 稳健性检验

本文从 3 个方面进行了稳健性检验：一是更换因变量测量方式，以观测时段内 4 年经行业和与年度均值调整后的 ROA 波动性作为运营韧性替代指标（*OR2*），*OR2* 数值越小表明韧性越强；二是将因变量滞后一期；三是剔除 2020 年样本以排除极端事件干扰。回归结果如表 4 所示，结果均显著，结论不变。

表 4 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	OR2	*OR2*	*L.OR*	*L.OR*	*OR*	*OR*
StateDum	−0.132***		0.018***		0.022***	
	(−4.963)		(5.753)		(9.097)	
Staterate		−1.654**		0.281***		0.486***
		(−2.161)		(3.377)		(7.638)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	−2.030***	−2.002***	0.668***	0.662***	1.274***	1.273***
	(−7.709)	(−7.606)	(10.010)	(9.924)	(25.717)	(25.686)
Year/ Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	25335	25335	20681	20681	23244	23244
adj. R^2	0.133	0.132	0.179	0.178	0.418	0.417

3.3 内生性处理

为缓解潜在的内生性问题，本文构建多期双重差分（DID）模型来缓解。模型设定如式（2）所示。

$$OR_{it}=\beta_0+\beta_1(Treat_i\times Post_t)+\gamma X_{i,t}+\mu_i+\lambda_t+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中，$Treat_i\times Post_t$ 为核心解释变量，$X_{i,t}$ 为控制变量，μ_i 与 λ_t 分别为个体和时间固定效应。回归结果如表 5 所示，回归系数为 0.0155，在 1% 水平上显著为正，表明在国有股权参股对民营企业运营韧性的正向促进作用依然成立，与基准回归结论一致，进一步验证了本文核心假设的稳健性。

表 5 DID 检验结果

变量	*OR*	变量	*OR*
Treat×Post	0.0155***	*Growth*	0.0028*
	(0.0020)		(0.0014)
Size	−0.0099***	*Indep*	−0.0095
	(0.0009)		(0.0126)
Age	0.0196***	*Dual*	−0.0042***
	(0.0027)		(0.0014)
ROA	0.7852***	*Top10*	−0.0862***
	(0.0177)		(0.0051)
Lev	0.1245***	*_cons*	1.1092***
	(0.0055)		(0.0208)
TobinQ	−0.0016**	个体 / 时间	Yes
	(0.0007)	固定效应	Yes
CFO	0.0785***	*N*	25356
	(0.0121)	*adj. R^2*	0.2836

4 进一步分析

4.1 机制检验

基于前文理论分析，本文认为国有股权参股主要依托“资源支持”与“风险分担”两条传导路径，并构建了模型（3）来验证上述影响路径。

$$Mediator_{i,t}=\beta_0+\beta_1 State_{i,t}+\beta_2 Controls_{i,t}+Ind_i+Year_t+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

表 6 为机制检验结果。其中，列（2）（3）为资源支持效应的机制检验结果，结果显示 *Staterate* 与 *StateDum* 的系数均显著为正，表明国有股权参股显著提升了政府补贴与银行贷款规模。结合已有文献二者对运营韧性具有正向促进作用[10]，由此推断“资源支持”效应成立，H2 得证。列（4）为风险分担效应机制检验结果。*StateDum* 与 *Staterate* 的回归系数分别为 0.136 和 1.655，均显著为正，表明国有股权参股显著提升了民营企业的风险承担水平—

表 6 机制检验结果

变量	(1)		(2)		(3)		(4)	
	OR		*Resource-acquisition channel*				*Risk-sharing channel*	
			Subsidy		*Loan*		*Risk*	
StateDum	0.017***		0.001**		0.012***		0.136***	
	(5.213)		(2.144)		(3.032)		(5.005)	
Staterate		0.368***		0.031**		0.260***		1.655**
		(5.216)		(2.003)		(2.644)		(2.215)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	1.087***	1.085***	0.024***	0.024***	0.014	0.012	Yes	Yes
	(53.119)	(53.168)	(5.576)	(5.562)	(0.352)	(0.305)	Yes	Yes
N	25356	25356	13279	13279	20834	20834	25336	25336
adj. R^2	0.274	0.273	0.219	0.219	0.346	0.346	0.131	0.130

表 7 异质性分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	高竞争组	低竞争组	EPU 低	EPU 高	FC 低	FC 高
Staterate	0.330***	0.222	0.437***	0.242***	0.367***	0.218**
	(0.058)	(0.173)	(0.096)	(0.065)	(0.083)	(0.095)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	1.051***	1.138***	1.087***	1.084***	1.144***	1.068***
	(0.020)	(0.040)	(0.029)	(0.023)	(0.028)	(0.044)
N	22207	3146	9702	15654	12673	12683
adj.R2	0.424	0.382	0.276	0.284	0.301	0.276
系数差异 P 值	0.000***		0.000***		0.000***	

短期经营波动增大，但长期适应与转型恢复能力得到强化，进而系统性提升运营韧性。由此，“风险分担”效应成立，H3 得证。

综合上述机制检验结果，国有股权参股主要通过“资源支持”与“风险分担”双重机制提升民营企业运营韧性，本文的理论传导机制得以验证。

4.2 异质性分析

本文从行业竞争度、经济政策不确定性（EPU）以及融资约束三个维度进行异质性分析。分别以 HHI、EPU 指数及 FC 指数的年度行业中位数为界进行分组。结果如表 7 所示，三个维度的组间差异均在 1% 水平上显著，表明国有股权参股对民营企业韧性提升效应在行业竞争度高、经济政策不确定性低以及融资约束较小的企业中更为突出。

5 结论与启示

研究发现：（1）国有股权参股显著提升民营企业运营韧性，该结论经过稳健性及内生性检验后依然成立。（2）国有股权参股通过“资源支持”与“风险分担”双重路径提升运营韧性。（3）国有股权参股的韧性提升效应在行业竞争激烈、经济政策不确定性较低以及融资约束较低的情境下更为突出。

政策建议：（1）民营企业可考虑适度引入国有股权，借助其资源对接与风险分担能力增强自身韧性。（2）构建内外协同的韧性支持体系。企业需完善内部治理机制以提升对外部支持的吸收效率，政府则应着力稳定政策预期、优化营商环境。（3）持续推进“反向混改”，鼓励国有资本与民营资本优势互补、协同发展。

参考文献：

[1] 刘书含. (2024). 政府补贴、数字化转型与民营企业运营韧性. 经济管理，46(2), 98-113.

[2] 陈国华，李琛，赵恬婧等. 数字化转型对企业韧性的影响效应及作用机制[J]. 江苏海洋大学学报 (人文社会科学版)，2024,22(02):97-109.

[3] 王筱依，张彤进. 数字金融如何重塑企业运营韧性？——来自中国上市公司的证据[J]. 金融发展研究，2025(09):32-42.

[4] 陈其安，王雯，周红军等. 国有股权、政府隐性担保与国有企业银行贷款[J]. 系统管理学报，2022,31(03):577-588.

[5] 钱爱民，张晨宇，步丹璐. (2021).国有资本参股与民营企业税收规避.税务研究，(7),85-91.

[6] 许志勇. (2025). 股权结构与企业抗风险能力：基于中国民营企业的实证研究[J]. 会计研究，(1),68-81.

[7] Li, Y., Wu, J., & Zhao, X. (2023). Breaking out of the pandemic: How can firms match internal competence with external resources to shape operational resilience? *Journal of Operations Management*, 69(3), 384-403.

[8] 戴亦一，陈冠霖，潘健平. 独立董事辞职、政治关系与公司治理缺陷[J]. 会计研究，2014(11):16-23+96.

[9] 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，2021,37(03):84-104+7.

[10] LiuW ,XiaoH ,XieR, et al.Does government ownership help make private firms greener? Evidence from an emerging market[J].*Business Strategy and the Environment*,2024,33(7):6368-6386.

作者简介：曹文婷（2006-），女，汉族，湖南娄底人，硕士研究生在读，研究方向：公司治理。