

分类号 F23/711
U D C _____

密级 公开
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 非国有股东治理对国企债务违约风险的
影响研究

研究生姓名: 王昱俨

指导教师姓名、职称: 孔陇 教授

学科、专业名称: 会计学

研究方向: 管理会计理论与方法

提交日期: 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈文的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王昱峰 签字日期： 2022.06.06

导师签名： 孔庆 签字日期： 2022.06.09

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 王昱峰 签字日期： 2022.06.06

导师签名： 孔庆 签字日期： 2022.06.09

**Research on the influence of
non-state-owned shareholder governance
on debt default risk of state-owned
enterprise contract insurance**

Candidate : Wang Yuyan

Supervisor: Kong Long

摘要

“十四五”时期，我国经济转向高质量发展阶段，经济建设也迈向新征程。国有企业在立足“两个大局”的出发点上，其发展质量和经营存续关系到整个国家的经济社会发展。在此过程中，国有企业因其自身的产权特征和一定的政治关联，相较于民营企业在债务融资方面具有独特的优势，这会在一定程度上降低国企的债务融资成本，进而导致国有企业的负债水平较高。从宏观角度来看，过高的债务水平可能会增加国企破产风险和股价崩盘风险，带来整个国民经济和金融市场的不稳定；从微观角度来看，对于国企自身而言，债务负担过重会使企业陷入财务困境，进而影响其自身保值增值和未来发展水平。

自十八届三中全会以来，我国在积极推进“混合所有制经济改革”的道路上不断探索前进。企业风险防范是管理会计领域中一项至关重要的环节。在“混改”的背景下，通过引入非国有股东进行治理，改善国企股权结构和资本结构，优化激励机制，突出企业主业，提高企业效率和盈利能力进而激发企业市场活力，这在一定程度上可以缓解我国国企现存产能过剩、负债水平高和债务违约风险大等问题。

本文以2014年-2020年我国沪深A股上市公司为研究样本，通过构建多元回归模型，深入研究了非国有股东治理对国有企业债务违约风险的影响，并基于委托代理理论对上述影响机制进行了直接检验，从内部控制质量和预算软约束两个视角对作用机理进行了间接检验，进而对研究结论进行稳健性检验。研究结论表明：国有企业通过引入非国有股东治理能够降低债务违约的风险；通过路径研究发现，内部控制质量是非国有股东治理影响国企债务违约风险的内部机理，预算软约束是非国有股东治理影响国企债务违约风险的外部机制。同时根据研究结论提出以下政策建议：第一，立足时代背景，进一步深化国企改革；第二，非国有股东要权责结合，形成高质量的“混”和“改”发展合力；第三，通过非国有股东治理提高内部控制质量，更好融合市场发展；第四，政府应减少对国企的干预，硬化预算软约束，充分发挥市场机制。

关键词：非国有股东治理 国企债务违约风险 内部控制质量 预算软约束

Abstract

During the 14th Five-Year Plan period, China's economy turned into a stage of high-quality development and embarked on a new journey of economic development. Based on the "two overall situation", the development quality and operation survival of state-owned enterprises (SOEs) are related to the economic and social development of the whole country. In this process, state-owned enterprises have unique advantages in debt financing compared with private enterprises due to their property rights characteristics and certain political connections, which will reduce the debt financing cost of SOEs to a certain extent, which may lead to a higher debt level of SOEs. From the macro point of view, excessive debt level may increase the risk of bankruptcy of state-owned enterprises and stock price crash, and bring instability to the whole national economy and financial market. From the micro point of view, for state-owned enterprises themselves, excessive debt burden will cause enterprises to fall into financial difficulties, and then affect their own value preservation and increase and future development level.

Since the third Plenary Session of the 18th CPC Central Committee, China has been actively promoting the "mixed ownership economic reform". Enterprise risk prevention is a crucial link in the field of management accounting. Under the background of "mixed reform",

non-state-owned shareholders are introduced for governance, the ownership structure and capital structure of state-owned enterprises are improved, the incentive mechanism is optimized, the main business of enterprises is highlighted, the efficiency and profitability of enterprises are improved, and the market vitality of enterprises is stimulated. To some extent, this can alleviate the existing problems of overcapacity, high debt level and debt default risk of China's state-owned enterprises.

This paper takes Shanghai and Shenzhen A-share listed companies in China from 2014 to 2020 as research samples. By constructing multiple regression model, this paper deeply studies the influence of non-state-owned shareholder governance on the debt default risk of state-owned enterprises. Based on principal-agent theory, this paper directly tests the above influencing mechanism and indirectly tests the mechanism from the perspectives of internal control quality and budget soft constraint. The results were tested for robustness. The results show that the introduction of non-state-owned shareholder governance can reduce the risk of debt default; Through path research, it is found that internal control quality is the internal mechanism of non-state-owned shareholder governance affecting SOEs debt default risk, and budget soft constraint is the external mechanism of non-state-owned shareholder governance affecting SOEs debt default risk. At the same time, according to the research conclusions, the following policy suggestions are put

forward: first, based on the background of The Times, further deepen the reform of state-owned enterprises; Second, the rights and responsibilities of non-state-owned shareholders should be combined to form high-quality development forces for "mixing" and "reforming". Third, improve the quality of internal control through governance of non-state-owned shareholders and better integrate market development; Fourth, the government should reduce intervention in state-owned enterprises, harden soft budget constraints, and give full play to the market mechanism.

Key words: Non-state-owned shareholder governance;Debt default risk of state-owned enterprises;Internal control quality;Soft budget constraint

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的及意义	2
1.2.1 研究目的	2
1.2.2 研究意义	3
1.3 研究内容及框架	4
1.3.1 研究内容	4
1.3.2 研究框架	5
1.4 研究方法	6
1.5 可能的创新之处	7
2 文献综述	8
2.1 非国有股东治理效应	8
2.1.1 股权结构维度	8
2.1.2 高层治理结构维度	9
2.2 债务违约风险相关研究	10
2.2.1 债务违约风险概念界定	10
2.2.2 债务违约风险的影响因素	12
2.2.3 债务违约风险的预测模型	13
2.2.4 债务违约的经济后果	15
2.3 文献述评及展望	16
3 理论基础与研究假设	17
3.1 理论基础	17
3.1.1 委托代理理论	17
3.1.2 产权理论	18

3.1.3 政府干预理论	17
3.2 研究假设	19
3.2.1 非国有股东治理与债务违约风险	19
3.2.2 渠道机制分析	20
4. 研究设计	23
4.1 样本选择及数据来源	23
4.2 变量说明	23
4.2.1 被解释变量	23
4.2.2 解释变量	24
4.2.3 中介变量	25
4.2.4 控制变量	25
4.3 模型设计	27
4.3.1 非国有股东治理与国企债务违约风险的回归模型	27
4.3.2 渠道机制检验回归模型	28
5 实证检验与结果	29
5.1 描述性统计分析	29
5.2 相关性分析	30
5.3 多元回归分析	32
5.3.1 非国有股东治理与国企债务违约风险的多元回归	32
5.3.2 渠道机制中介效应检验	33
5.4 稳健性检验	38
5.4.1 替换变量检验	38
5.4.2 滞后一期检验	39
6 研究结论及政策建议	41
6.1 研究结论	41
6.2 政策建议	41
6.3 研究不足及展望	43
6.3.1 测量方法的局限	43

6.3.2 研究样本的局限	43
参考文献	44
后 记	51

1 绪论

1.1 研究背景

混合所有制改革是我国深化改革过程中的一项重要举措。对于混合所有制经济改革，我国已经形成了以十八届三中全会颁布的《关于全面深化改革若干问题的决定》为主要统领文件，辅之以 35 个相关文件的“1+N”国企改革顶层设计政策方案体系。这保证了国企改革的目标性、系统性和协调性。在国企改革的进程中，通过企业交叉持股、企业资本相互融合、股权多元化、资源要素多渠道流动等形式的混合经济式改革已成为大势所趋。把握好混合制改革的方向，因企施策，促进各类资本优势得以互补，使各类企业在全社会层面携手共同发展。针对国企改革，一要完成产权改革，从国有独资向多元化迈进；二要改善经营方式，从行政化向市场化迈进；三要提高公平竞争能力，从政府担保向政企分开，提高竞争力迈进。通过国企混改和发展混和所有制经济，让国有企业、民营企业、混合所有制企业共同构成的多种所有制经济，共同助力支撑中国经济发展。

作为国企改革的突破口，不断稳妥分层分类深化混合所有制改革成为当务之急。在此过程中国有企业要深化改革、进行深层次全方位转换、完善自身的治理机制，就要让非国有股东在改革进程中积极发挥自身作用。股权结构固然能体现非国有股东参与混改的一定效果，但单从这一个维度出发进行分析就显得单薄且不充分，而董事会由股东大会选举产生，反映公司股权结构并影响着企业重要决策，因此董事会对于非国有股东发挥治理效应有着重要的意义。基于此，本文将基于股权结构和高层治理结构两个层面，对非国有股东参与国企治理效应进行分析，并进一步对其可能会对国企债务违约风险产生的影响效应进行检验。

2013 年以来，随着金融危机带来的冲击逐渐褪去，全球展现出明显的复苏态势，我国在利率市场化加速推进的大背景下加大了市场监管，债券市场进入了快速发展的阶段。我国债券市场极速发展不断扩容，债券市场中的信用风险水平也在不断扩大。2014 年我国爆发了第一起债券实质性违约事件——“11 超日债”，这也意味着我国的债券违约风险从潜在风险开始不断向外凸显，债券违约事件的频发也会引起债券市场各主体的恐慌和担忧。2015 年以来我国央企也在逐渐打破刚性兑付，无法及时偿还债券本金及利息，爆发出相当规模的债务违约事件。

在此之后，以东特钢为代表地方性的国企也开始暴露风险，诸多企业发生了债务违约事件，一些企业甚至走上了破产重组的道路。究其原因，在国企频发债务违约事件的背后，更多凸显出的是国企中存在的经营发展问题。国企中由于长期缺乏市场化的约束，加之存在双重代理问题，使其呈现出发展“大而欠优”、治理“跑冒滴漏”，内部“一股独大”、外部“僵尸企业”的现象，实际控制人风险及公司治理问题成为其发展的桎梏，导致国企缺乏市场活力，改革进程与公平竞争制度协调性不高，经营效率低下，为发生债务违约的提供了爆发的窗口。过去在国企信仰加持之下，市场在评估国企信用风险时，给予外部支持过高的权重，往往忽略国有企业经营方面存在的问题，没有形成对国企经营行为的市场化约束，也是国企债务风险积累的原因。打破信仰，回归企业基本面，不仅仅是投资机构防范信用风险的需要，也是重建市场秩序、提高国企竞争力的必经之路。

那么，在混合所有制改革背景下，通过让非国有性质的股东参与治理，当非国有股东通过所有权和表决权落实到国企的经营决策中时，是否有效的改善国企原有的“一股独大”现象，提高企业的内部质量，在一定程度上“撒开”政府的手，硬化预算软约束，从而通过其“用手投票”的监督和治理机制降低国企的债务违约风险？因此，非国有股东治理能否有效缓解国企中的债务违约风险就是本文亟待深入探讨的问题。

1.2 研究目的及意义

1.2.1 研究目的

本文的研究对象为2014-2020我国国有性质的沪深A股上市公司，通过借鉴和参考国内外学者的已有研究，采用理论与实证相结合的方法，重点探讨以下问题：第一，非国有股东治理是否能够缓解国企的债务违约风险？第二，从企业内部角度出发，内部控制质量能否在非国有股东治理与国企债务违约风险之间起中介作用；第三，从企业外部角度出发，预算软约束能否在非国有股东治理与国企债务违约风险之间起中介作用。通过对以上问题的深入研究，为探索国企债务违约风险的成因、以及如何通过混合所有制改革缓解国企债务违约风险提供更多经验证据，同时也对新时代背景下我国国有企业如何通过适应市场化机制和改善公司治理、提高自身的发展能力和水平具有一定的启示意义。

1.2.2 研究意义

(1) 理论意义

第一，本文对非国有股东治理效果进行了进一步的拓展研究。目前学术界的现有研究主要是基于混改背景下，探讨非国有资本进入国企后对公司治理水平、业绩水平、会计信息质量、薪酬敏感性、研发投入、以及经济绩效等方面的研究，却鲜有研究非国有股东治理对国企债务违约风险之间的关系，本文以混合所有制改革背景为依托，着重研究非国有股东治理与国企债务违约风险之间的关系；第二，丰富和补充了国企债务违约风险的研究内容。目前关于债务违约风险的影响因素研究主要集中于内外部两个方面，虽然研究结果较为丰富，却鲜有立足于产权性质视角，基于非国有股东治理层面的研究。本文以混合所有制改革背景，从非国有股东这一特殊利益主体出发，讨论非国有股东通过改变国有企业的股权结构及高层治理，引入非国有股东后国有企业能否借助这些股东的治理能力缓解债务违约风险，这也充实了对于我国国企债务违约风险的研究。第三，从传导机制上看，本文从内部（内部控制质量）和外部（预算软约束）两个角度深入探讨非国有股东治理对国企债务违约风险的影响，进一步丰富了关于国企债务违约风险的研究。

(2) 现实意义

首先，国企混改是我国经济改革的大势所趋，本文研究混改背景下的非国有股东对国企债务违约风险的影响，符合我国的改革方向和时代背景，具有一定的实际意义；其次，近年来我国对国企进行大刀阔斧的改革，究其原因是国企在长期发展过程中存在各种弊端，不符合我国经济高质量发展的要求。在此背景下，国企债务违约事件频发，容易引发债券市场和投资者的惶恐。因此本文研究该选题也有利于强调深化改革的重要性，并提醒企业防范自身风险，改善内部治理，提高经营能力；最后，国家提倡国企要融入市场，在国际国内双循环中发挥重要作用，这就要求国企要作为一个独立市场自主运行，放开政府的手，放大国有资本的优势，不断提高国际竞争力，培养孕育出一批拥有国际化水准的企业。本文为本文所研究的通过硬化预算软约束来缓解国企债务水平这一路径提供了现实依据。

1.3 研究内容及框架

1.3.1 研究内容

本研究根据文章逻辑脉络和具体内容,将分为六个部分进行论述,具体如下:

第一部分:引言。对本研究的政策背景和选题依据进行阐述,对研究方法和研究内容进行简述,对研究结论和建议进行总结;

第二部分:文献回顾与评述。主要对国内外关于非国有股东治理效应、债务违约风险影响因素和预测模型,以及债务违约的经济后果相关的研究文献进行回顾和梳理,加之对文献的述评,试图评析现有研究的范围和深度,并为本文的研究找寻切入点;

第三部分:理论分析与研究假设。对非国有股东治理与国企债务违约风险的关系,并从内外部两个视角探讨内部控制质量与预算软约束在其中的中介作用;

第四部分:研究设计。说明样本选择依据及来源,根据已有文献为各变量选取符合本文研究的指标,并构建相应模型;

第五部分:实证结果及分析。根据检验结果对非国有股东治理和国企债务违约风险二者的关系进行实证分析,并进一步检验内部控制质量与预算软约束是否在其中起到中介作用;

第六部分:研究结论及建议。根据前文所得出的实证结果进行总结研究结论,并根据结论提出符合我国实际情况的合理有效的政策建议,本文中的研究方法和样本选取可能存在局限和不足,本文最后对此做出展望,希望未来的相关研究得以解决。

1.3.2 研究框架

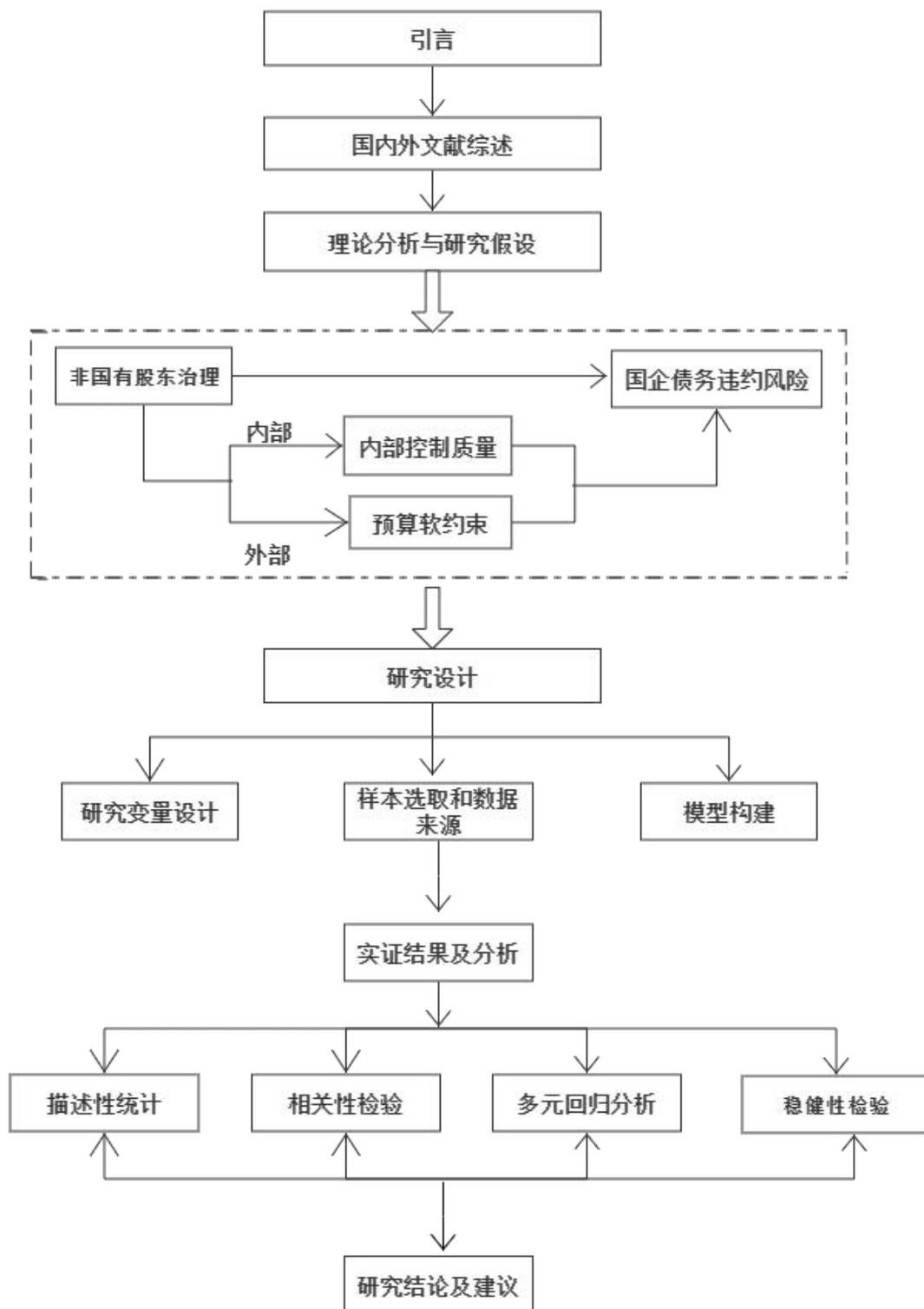


图 1.1 研究框架

1.4 研究方法

本研究所采用的方法主要有规范研究和实证研究，并在此过程中以定性分析和定量分析结合的方式进行。本文的研究思路是“理论分析-提出研究假设-采用适当实证检验-得出结论-提出对策建议”五步骤逐步展开。具体来说：

第一，在理论分析部分，采用规范研究的方法，通过对已有文献的梳理并以此为基础，探讨非国有股东治理与国企债务违约之间可能存在的相关关系，并深入探讨内部控制质量和预算软约束两个变量在其中的作用机制；

第二，在提出研究假设部分，根据理论分析的基础，尝试提出符合逻辑脉络的研究假设，并在基础假设的基础上，进一步分析可能存在的路径渠道；

第三，在实证检验部分，利用定性和定量的方法，采用统计分析的研究方法，运用适当的数据处理方法和统计软件，对已收集的样本进行数据检验，并据此得出得以量化分析的实证检验结果

第四，在得出结论部分，根据实证检验结果分析提出假设的合理性，并根据此概括本研究的研究结果；

第五，在对策建议部分，提出基于研究结论的具体政策建议，为本研究所提及的相关主体提出切实可行的措施意见。

在规范研究部分，通过对国内外相关文献的收集和整理，较为系统地梳理了混合所有制改革背景下，非国有股东治理和债务违约风险的研究现状。其中，在非国有股东治理方面，分别对股权结构维度和高层治理维度两方面的治理效应进行相关阐述；在债务违约风险方面，主要从债务违约风险的影响因素、预测模型和经济后果三个方面进行阐述；最后基于文献综述进行述评，引出本文的研究内容。

在实证研究部分，本文主要根据以往研究，对样本进行了常规如描述性统计等相关数据处理方法。具体而言，首先进行数据的整体观察，即进行描述性统计；再进行相关性分析，观察变量间的相关性；然后采用回归方法检验研究假设，得出结论所需要的回归结果；本研究中主要采取了 OLS 回归和二元 Logistic 回归两种回归模型进行变量间的检验；最后将替换变量和将变量滞后一期的方法相结合进行稳健性检验。

1.5 可能的创新之处

一是基于混改背景，丰富了非国有股东治理效应的相关研究，此前对于混改下非国有股东治理效应的经济后果研究主要集中于高管薪酬敏感性、风险承担、企业创新和公司绩效等方面，但是，已有研究中缺少非国有股东治理对国企债务违约风险的细致分析。本文则以国有企业信用债违约潜在风险的研究为起点，试图阐述厘清引入非国有股东对国企债务违约风险的影响路径及机制。

二是丰富了我国现阶段可能缓解我国国企债务违约风险的相关研究。目前关于债务违约风险的影响因素研究方向主要在宏观层面的经济环境和经济政策以及微观企业中的管理层特征、企业社会责任、一体化程度等方面。且相关研究都集中于民营企业，对于国企改革背景下的国企债务违约研究相比较比较少。本文则基于国企混改这一视角，探究非国有股东是否能够成为抑制国企债务违约风险的一个因素。

三是本文以内部控制质量和预算软约束作为中介变量，寻找非国有股东治理影响国企债务违约风险的新路径，进一步充实了委托代理理论，为降低国有企业债务违约风险的途径提供了理论依据，也为国企混改中非国有股东治理提供了经验支持。

四是本研究立足于时代背景和政策支持，具有实际意义和政策启发。不但从抑制企业债务违约风险的角度证明了国企混改的重要性和有效性，而且对国企完善内部治理体系、打破政府刚性兑付，提高债务防范意识，迈进高质量发展进程，为我国经济提供重要保障等方面提供了正向的参考。

2 文献综述

2.1 非国有股东治理效应

国务院 2015 年发布的《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》中指出“鼓励非国有资本参与国有企业”，“鼓励发展非公有资本控股国企”。混改中通过引入非国有资本，在一定程度上能在企业内部形成制衡机制和监督效应。通过引入非国有性质股东，能够改变国企单一控股的局面，有效监督管理管理层的行为，发挥治理作用，从而缓解国企长期以来存在的代理问题。在此过程中，非国有股东权利是否得以实现以及如何实现至关重要，甚至将直接影响混改成效。蔡贵龙等（2018）、逯东等（2019）学者相继指出，能够最直接体现混改的实现方式就是引入有“话语权”的非国有股东，“话语权”主要来自于持股比例和董事会决策参与权利两个方面，且只有该“话语权”具有实质性的影响，非国有股东才会身体力行积极参与到混改过程中。这意味着非国有股东不仅要占企业一定的持股比例，还要在董事会层面能够直接参与企业的经营管理活动，具有投票权才能发挥非国有股东的治理效应。因此，朱磊（2019）就提出，非国有股东治理要得以真正实现，就要让“混”股权和“改”治理相辅相成，才能打破国企改革只“混”不“改”的固有僵局。

本文基于国企混改背景，将依次从非国有股东持股的股权结构维度和非国有股东参与高层治理维度进行相关文献的梳理和回顾，进而寻找本研究的切入点，对于本文的研究具有启示和借鉴意义。

2.1.1 股权结构维度

在混改的过程中，我国学者对于非国有股东的持股比例的相关研究起步较早，内容也比较丰富。主要集中于非国有股东的持股比例对企业投资效率、资本成本、创新研发投入，企业绩效等方面的影响研究。在对投资效率的影响方面，2021 年王倩等学者研究表明只有提高非国有股东的深入性才能提高企业投资效率，而不同性质股东持股种类较多时，就会产生一定的利益冲突，反而会降低企业的投资效率。对企业资本成本的影响方面，汪平等（2016）指出随着非国有股东持股比例的上升，企业的股权资本会有所上升，而债券资本会有所下降。邹颖等（2020）以十年间的国有企业为样本，研究发现非国有股东的持股比例与对国有企业的股

权资本成本会产生影响，该种影响是一种“区间效应”，即二者之间呈倒“U”关系，且这种关系只存在于竞争性国企中。对创新研发投入的影响方面，李文贵等（2015）提出当非国有股东持有较高的股份时，能够显著提供企业的创新活动，其原因在于非国有股权对企业创新的促进作用主要源于经理人观（即非国有股东在进入国企中会积极完善管理监督职能和激励机制），从而减少管理层的机会主义行为和道德风险。李小青等（2020）基于董事会配置的调节作用，研究发现国有企业股权多样性越丰富，股权制衡度越高，企业的创新绩效就越好。在非国有股东对企业财务绩效的影响方面，国内外多位学者都提出民营参股会提高国企绩效（Megginson et al, 1994; Bortolotti et al, 2002; Maw, 2002; 胡一帆等, 2006）。马连福等（2015）从混合主体的深入性角度切入，发现 30%-40%的比例区间是非国有股东持股最为恰当的范围，可能会形成利益团体制约国有股东的行政地位，促使企业资源要素多样化，进一步满足外部环境的合规性，进而改善企业生产绩效。陈璇雪等（2018）基于企业生命周期理论研究发现，对于成熟阶段的企业而言，应该将股权多样化保持在一个适度区间，增加非国有股东的持股比例对企业绩效会有所提升。对高管薪酬业绩敏感度的影响方面，郝阳等（2017）研究发现，民营参股股东由于没有太多政治关联，加之其逐利的天性，加入国有企业后更有动机去加强国企管理层的薪酬业绩敏感性。陈晓珊等（2019）构架了一个委托代理框架，在此基础上基于寡头市场模型，其研究结果也发现了民营化对国企管理层薪酬业绩敏感性的影响作用，且只有当非国有股东手中的股份达到 75%以上时，这一影响才会呈正相关。

2.1.2 高层治理结构维度

目前对于非国有股东的治理效应相关研究已不再集中于股权结构一个方面，相关研究都表明非国有股东不仅可以通过持股比例对国企的经营绩效产生影响，还可以通过非国有股东向董事会监事会委派董事或高管来影响，从经济人逐利的角度出发，在高层治理层面发挥非国有股东的监督治理效应，真正做到“改”治理。

非国有股东高层治理对国企的影响研究范围较为宽泛，且相关研究内容也在不断延伸创新。刘运国等（2016）在研究混合所有制改革程度中以非国有股东委派董监高作为指标，研究表明非国有股东在高层治理维度对国企的内部控制质量

有显著的提升作用。曾诗韵等（2017）认为非国有股东向高管层面委派高管这一行为，改善企业的内控质量，进而提高企业的会计信息质量。谢海洋等（2018）以六年的上市公司样本为依据，研究发现非国有股东委派董监高能够在其股权结构对提升财务业绩的过程中起到部分中介的作用。蔡贵龙等（2018）发现仅从改善非国有股东股权结构角度出发无法对高管薪酬的敏感性产生显著影响，而委派高管则可以产生显著影响。洪正等（2019）基于内部代理成本的角度，研究发现非国有股东可以通过高层治理提高企业效率，进而提升国企的企业分红水平。张任之（2019）研究了非国有股东通过委派董事积极参与公司治理会抑制国企中高管腐败的行为，且这种影响在地方性国企中的作用更为显著。马勇等（2020）研究发现非国有股东往管理层委派董事能够降低企业并购中产生的政治和代理成本，进而提高企业并购绩效。蔡贵龙等（2021）研究发现国有企业由于委托代理链条长、所有者缺位等问题，内部控制人可能会存在更多投机行为而通过财务重述来补救，而非国有股东委派董事这一行为能够显著降低上市公司财务重述的概率。我国国有经济要实现高质量发展，就要通过降低企业的资产负债率，债转股、调整产业结构和硬化预算软约束等措施对国企“去杠杆”。陈艳利等（2021）研究发现非国有股东从股权结构维度难以对国企杠杆率产生影响，而委派董事则可以通过降低第二类代理成本，提升企业内源融资能力，从而降低国企的杠杆率。

2.2 债务违约风险相关研究

2.2.1 债务违约风险概念界定

债务契约是债权人和债务人之间就资金的使用情况所拟定的协议，其中规定了二者对应的权利和义务，具有一定的法律效力。债务契约中包含债权人和债务人事先约定的一系列条款。如我国在2016年由交易商协会发布了《投资人保护条例范例》，其中就设定了保护债权人利益的三大基本条款。这些条款的设计就是为了限制资金的使用范围、避免债务人的逆向选择和道德风险，从而更好的保护债权人的权益。

当企业经营不善，内部现金流出现问题，但很快能够完成相应的支付义务，或者单纯因为技术性与管理性的问题而导致无法按照契约偿还债务，上述的保护条款就会被触发，从而产生技术性违约。但是当企业的经营情况每况愈下，偿债

能力恶化,企业的流动性不足等原因导致债权人到当期无法足额偿还债务和履行相关的支付义务,甚至通过各种手段蓄意逃废债而触发债务契约条款,这时真正的债务违约就发生了,也就是实质性违约。目前我国对于债务违约的研究也都是集中于案例分析的实质性债务违约。

目前学术界关于债务违约的定义不尽相同,我国《合同法》中从债务人是否合法合规履行债券合同的角度对“违约”进行了定义,该定义范围很广,但缺乏对债券违约的相关界定。《新巴塞尔协议》中对于债务违约的定义也更为详尽,其中有着很多限制性条款对债务人进行约束,如采取追索措施和限制逾期天数等条例。我国中国人民银行在国际标准的基础上也对债务违约风险做出更多适合我国经济社会发展的界定和解释。除此之外,国内外各信用评级机构对债务违约风险也有自己的定义,国际上以穆迪、标普和惠誉为代表,这三个机构均提出发生不利于债权人的债务置换属于违约;国内以中债资信、鹏元资信和联合资信为代表,这三家机构在对违约的定义中也都考虑了债务置换或债务重组的情况,但目前只有中信资信将违反特殊投资者保护条例的情形纳入了债务违约的概念界定中。综上,目前国际和国内对于债务违约的定义都不尽相同,不同的主体从自身的法律环境和制度环境出发都给出了不同的概念界定。但总的来说,总结出来比较一致的对于债务违约的定义包括(1)债务人不能按照履约合同所规定的条款及时足额偿还相应的债券本金及相应的利息;(2)债权人由于企业破产、清算或停业而导致的无法及时足额偿还债券的本金及利息;(3)企业发生债务置换或债券重组会对债权人带来不利影响的,也被纳入债务违约的范畴。

关于债务违约风险概念的界定,主要从狭义和广义两个层面去界定。狭义上的债务违约风险是指债务人由于企业经营不善,资金流动性差等原因而导致的无力偿还到期债务的潜在可能性。债务违约风险越大,发生债务违约这一事实的概率就越大,企业就越可能走向破产清算或者债务重组的道路。广义上的债务违约风险指的是在企业债务已经出现危机,但未被曝光之前,即未发生实质性违约之前,管理层担心债务违约事件的发生,为了避免潜在债务违约风险可能带来的其他经济后果,对企业财务状况进行正向的盈余调整管理,从而提升企业整体的非系统性风险水平(Franz et al, 2014)。本文对债务违约风险的研究主要是基于前者的界定,即企业内部发生债务危机的潜在可能性,该可能性越大,企业越有

可能发生实质性的债务违约。

2.2.2 债务违约风险的影响因素

(1) 外部影响因素

债务违约风险可能会因为外部环境的变化而随之发生改变，外部环境多变且受到多种因素的影响，包括国际、地区和国家的经济形势状况、一个国家或地区的货币政策和财政政策、行业的整体状况等，外部环境的波动会在一定程度上提高或抑制企业的债务风险。Haejmand Michi (2015) 研究发现商业周期会对企业的债务违约产生影响，且相较于经营状况好的企业，盈利能力差和信用评级低的企业所面临的债务违约风险会更高。Jeon (2015) 同样发现商业周期会影响企业的宏观杠杆率。除了商业周期这一影响因素之外，还有资本市场开放水平、环境不确定性、贷款利率的变化以及企业所承担的社会破产成本等因素的影响。张庆君等 (2020) 基于沪港通的经验证据，研究发现开放资本市场能够在股票流动性和债务违约风险之间起调节作用。张靖等 (2018) 研究发现环境的不确定性会加剧企业的债务违约风险。李亚超等 (2020) 研究发现宏观经济处于下行态势时，由于消费市场的萧条和消费者需求意愿的降低，从而导致企业收益具有滞后性，进而提高企业的债务违约风险。吴锡皓等 (2022) 研究发现中央人民银行通过遏制“短贷长投”的现象，放开贷款利率的下限，则会显著降低企业债务违约风险。陈德球等 (2013) 通过研究发现一家所承担的社会破产成本的大小会对企业的债务违约产生影响，即政府处于稳定社会和保障就业等目的会对企业提供相应的保护措施，而金融机构也会在此契机下放宽对企业的融资约束，进而即使是破产风险高的企业也能在政府的担保下获得银行的资金支持，这样宽松的信贷约束水平会加剧企业的债务违约风险。

(2) 内部影响因素

对于影响债务违约风险的内部因素研究，目前主要集中于管理层治理和企业的债务结构两个层面。就管理层治理层面而言，Wei Ting 在 2011 年的相关研究中表明，中国的企业希望能够通过引进高层次的管理人才来提高经营业绩，从而降低企业中的债务违约风险。由此看来，管理层的治理对于企业内部的债务违约是能够起到一定作用的。郭靖等 (2021) 研究发现管理层的激进战略会影响企业的债务违约风险，其主要通过投资效率和资产金融性负债率两条路径来检验这一

影响路径。何瑛等（2020）研究发现 CFO 权力越大，企业债务违约风险越低，其原因是权力越大的 CFO 越能够通过降低业绩的波动性和缓解企业的融资约束等方面去降低违约风险。潘克勤（2009）研究发现，企业实际控制人具有政治身份或者政治身份级别与企业债务违约风险之间呈负相关关系，即实际控制人身上越具有政治属性，出于维护自身声誉和保持政治关联等方面的因素，企业的债务违约风险越低。吴晓晖等（2022）研究发现管理层会通过机构投资者“分心”弱化监督效应，隐藏企业真实的杠杆率水平，进而提高企业外源融资的水平，进一步加剧债务违约的潜在风险。李萌等（2020）研究发现越高的内部控制质量对债务违约风险的抑制效果更明显，且这种抑制效果在民营企业中更为显著。冯艳丽等（2016）研究表明管理层积极履行企业社会责任可以通过提高企业的经营业绩进而降低债务违约的风险。就企业的债务结构层面而言，Stephen et al.（2011）认为企业中适度的债务水平可以提高企业的经营绩效，但过高的负债水平将不利于企业的长期稳定发展。邓路等（2020）选取会计稳健性作为代理成本的替代变量进行中介机制检验，研究表明金融化“蓄水池”效应能够降低融资成本，优化融资结构进而提高会计稳健性，降低企业发生债务违约风险的可能性。钱金娥（2021）研究表明提升股票回购行为能够提升企业资金流动性和缓解融资约束，通过企业自身的经营机制在一定程度上缓解债券违约。陆正飞等（2015）通过划分产权性质研究发现，国企短期内发生债务违约风险的概率更大，也更有可能会过度负债。

2.2.3 债务违约风险的预测模型

目前国内外对于债务违约风险的预测模型研究较多，且模型的种类也较多，本文主要对以下几种方法进行展开论述。

Bernardete(2012)提出了 SVM+（支持向量机）模型，该模型将财务预警看作高维数据分类问题，通过纳入多种财务和非财务指标，使整个指标体系形成一个多维空间，在一定程度上解决了原来模型无法解决的多维问题。SVM 模型对样本的分类精准，得出的结果事件全向最优解，适用于有限样本的情况，其对上市公司财务预警的预测结果更为精准，其发展前景十分广阔。目前相关研究已衍生出了 SBM（包络分析法）-SVM 模型（张志烁等，2021）、PCA（主成分分析法）-SVM 模型（李贺等，2006）、PSO（粒子群算法）-SVM 模型（张金贵，2015）、

DEA（数据包络分析法）-SVM 模型（冉茂盛，2009）、FA（因子分析法）-SVM 模型等。这对企业的财务预警和债券违约风险度量的相关研究提供了丰富的技术支持手段。

KMV 模型也是债务违约风险的一种度量方法，其在学术界中被得以广泛使用。KMV 模型基于现代期权定价理论，将企业中的股权抽象看成一份欧式看涨期权，若资产大于负债，则可执行该期权合约；若负债大于资产，则认为有放弃该合约的可能性，即将这种可能性看作是企业的违约概率。KMV 模型的具体测算方法是，首先利用 Black-Scholes 期权定价模型和 Merton 债券定价模型计算公司资产价值和资产价值波动性，再利用既有公式计算出违约距离，进而可以根据违约距离的大小映射出企业的债务违约率。KMV 模型起源于美国较为成熟的资本市场，对于信用债违约的相关度量研究很广泛，是一种具有前瞻性的债券违约度量方法。该模型还可以及时利用前沿及时的市场信息和企业财务信息为企业信用提供预判。但我国的金融体系尚不完善，且股权市场信息具有不对称性，不能合理反映股票风险和收益的相关关系。因此我国目前对于 KMV 模型都是基于修正后或与其他模型结合起来再进行运用的。

1968 年美国学者 Edward Altman 首次提出了多元判别法来预测企业的破产风险。他构建了由 5 个财务指标为主变量、并对每个财务指标赋予不同加权系数的多变量线性模型——Zscore。该模型规定了企业发生财务危机的临界值，通过该临界值区间的界定就能判断企业经营状况的好坏。这种多变量的线性模型克服了传统的单一元模型的弊端，能够在一定程度上客观多角度反映企业的财务状况，也提高了模型预测的准确性。且 Zscore 模型的适用性也很强，在不同的经济环境或不同的行业，学者都可以适当便捷地修正该模型，使其契合当前的研究背景和现状。如我国学者张玲（2000）以中国实际营运上市公司为样本，在原本 Zscore 模型的基础上构建出一个与财务信用风险预警模型。运迪等（2014）选取 22 个行业为样本，结合主成分分析法改进了信用风险量化分析模型，测算出了可以判定风险的 Z 值。裴潇等（2015）基于我国房地产行业的实际情况，通过计算分析，在原始 Z 值的基础上提出了适合我国房地产行业的财务风险新模型，为其找寻到了新的临界值。由此可见，Zscore 值具有很强的适应性，且该模型更适合用于测算企业内部潜在的债务违约风险。

除了上述的债务违约风险预测模型，目前学术界还存在 BP（神经网络）模型，Credit Risk+模型，Logistic 回归模型等多种测算风险方法，这些模型对于债务违约风险的预测都有其使用的范围和场景，而且随着统计手段的发展，相信未来也发展出更多更有效的方法去准确预测企业中存在的债务违约风险。

2.2.4 债务违约的经济后果

目前国内外对于债务违约的经济后果研究主要集中于三个方面：对债权人的影响、对企业自身的影响和对市场的影响。其中，在对债务人的影响上，企业如果存在较高的债务违约风险，债权人就会干预参与获得企业控制权。一方面，债权人会与债务人之间进行重组协商，提高债券利率，增加限制条款（Beneish and Press, 1993），从而加强债务人的偿债负担，提高融资约束水平（Chava and Roberts, 2008）。另一方面，债权人会干预企业的内部治理。如减少资本性的投资支出（Chava and Roberts, 2007）、降低 CEO 的薪酬水平（Balsam et al, 2017）、加强对企业盈余管理水平的监督（李诗瑶，2020）、减少企业的并购行为和缩减研发投入等以防范风险（Nini et al, 2012）。债权人干预行为的目的是提高企业的财务水平，是企业资源得以合理配置，从而防范企业的债务违约潜在风险。在对企业自身的影响上，债务违约事件可能会减少企业的创新活动，这种影响可能会产生溢出效应，甚至影响行业内其他企业的创新活动（张玮倩和方军雄，2017、2019）。而袁业虎等（2020）学者相关研究说明预期性的债务违约高的企业会抑制企业避税行为，以防止引起债权人和政府的过度关注。而往往承担企业社会责任和政府带来的政策性负担过重的企业，在出现债务违约风险的时候更容易获得政府的补助，且这种支持更多地出现国有企业（狄灵瑜和步丹璐，2019）。企业潜在债务违约风险过高的话，管理层可能会出现道德风险问题，如选择性采用会使企业利润表现为正的会计政策（Defond et al, 1994），从而提升企业的整体风险（Fargher et al, 2001）。在对市场的影响上，债务违约会引发股东由于信息不对称而产生的股票波动（Gao et al, 2017；谭春枝等，2020）。李诗瑶（2019）研究发现债务违约风险在一定程度上会加剧股票崩盘风险。上市公司的债务违约事件也会影响市场上审计师的选择，如增加审计投入，出具非标审计意见等（文雯等，2020）。秦璇和方军雄（2019）以债券违约事件曝光作为时间窗口，研究表明在违约事件曝光之后，企业会进行负面的盈余管理以保持财务困境的“客观

性”，从而获取债权人的和解机会和保全曝光后的企业声誉。

2.3 文献述评及展望

本文根据已有研究分别对非国有股东治理和债务违约进行了相关文献的整理和回顾，文献综述的内容包括非国有股东治理效应和债务违约相关研究。

通过对非国有股东治理的相关文献梳理发现，国有企业混合所有制改革是中国社会独有的经济现象，国外对此的研究较少，而国内学者对于国企混改的研究主要集中与其独有的经济后果。针对非国有股东治理效应的研究，从股权结构维度来看，已有文献主要集中于非国有股东持股对国企的正向效应；从高层治理维度上看，更多的研究表明非国有股东对国企的正面影响不能仅从持股比例层面来反映，更需要关注其对国企的高层治理，只有两手都抓住，才能对国有企业改革产生更有深度和广度的影响。混合所有制改革的成效能激发国企活力，真正提高企业竞争力，提升公司价值。本文也正是基于这一点，从股权结构和高层治理两个角度去衡量非国有股东治理对国企债务违约风险的影响，混合所有制改革这一项政策为本文的研究提供了背景支持。

关于债务违约的风险研究，前文就违约风险的定义、债务违约的影响因素、债务违约风险的测度方式和债务违约的经济后果四个方面进行了梳理和回顾。在梳理债务违约风险的影响因素中所提及的企业中高层治理会影响债务水平。本文正是基于这一点，从我国特有的混改政策背景入手，选择国有企业为样本进行研究非国有股东治理是否会对国企债务违约风险有所缓解。

综上所述，国有企业因独有的产权特性和政治关联，使其在债务融资约束和政府隐性担保上相较民营企业有更宽松的限制，因而更有可能过度负债，产生债务违约的风险。加之近年来我国市场上国有企业发生债务违约的事件只增不减，这对于国有企业的债务违约的研究更有意义。而在国家深入推进混合所有制改革的时代背景下，通过将国企股权多元化改革与积极完善内部治理结构结合起来，能够有效提高国企的经营效率，破解发展困境。但目前非国有股东治理对于如何影响国企债务违约这一问题的研究还比较匮乏，究竟非国有股东能否对国企的债务违约风险起到抑制作用就是本文要研究的问题。

3 理论基础与研究假设

3.1 理论基础

3.1.1 委托代理理论

委托代理理论是根据契约理论发展起来的,是指一方主体根据契约制定或者雇佣另一方主体为其提供某种服务,在此同时前者会给后者赋予一定的决策权,并根据后者的履约情况给予一定的报酬和激励。该理论最早来源于制度经济学范畴,现如今委托代理理论已成为企业治理中的重要理论,该理论的核心是由于控制权和经营权的分离而产生的股东与其他利益相关者的矛盾。

目前学术界一般认为企业中存在两种代理问题,一方面,委托人追求自身资本保值增值,追求自身利益最大化,代理人的逐利动机可能会引发其做出一些委托人和企业的行为,这就造成委托人和代理人之间的信息不对称,从而产生第一类代理问题;另一方面,在股权集中的企业,大股东因其对企业占有更大的控制权和决策权,会做出一些损害中小股东的行为,如侵占中小股东的利益,从而产生第二类代理问题。这一类代理问题更容易出现在股权集中度高的国有企业中。

我国国企长期以来存在“一股独大”的现象,且委托代理模式一直为人民作为所有人委托国家作为代理人行使国企的管理权,而国家代理人又会以委托人的身份雇佣专职经理人管理企业,在这样的双重代理问题下,国企更容易产生寻租行为和腐败行为。因此为国企引入非国有性质的股东,能够有效的缓解上述的代理问题,在一定程度上解决“一股独大”和“内部人控制”问题,降低代理成本。

3.1.2 产权理论

产权理论指的是企业内部的产权结构归属安排,包括一个企业中投资人的地位、持股人的身份和所占股份比例,以及股东在企业中是否具有绝对的控制权和话语权。现代企业出现经营权和所有权相分离的问题,这使得其产权结构变得相对复杂起来,产权结构的安排会决定企业的治理结构,从而可能会导致一系列的公司治理层面问题。在我国,国有企业是较为独特的产权性质,相较于民营企业,国企的产权属性边际模糊,权力更是集中于大股东的手中,企业内部缺乏明确的激励机制和监督效应,很容易出现内部人控制和“一股独大”的现象。这与现代

企业所要求的权责分明，企业价值最大化的目标相违背，也缺乏市场活力和竞争力。国家利用产权改革这项举措，就是将国企的产权结构进行优化，做出更为合理的结构规划和设计，让多方主体和资本参与到国企中去，在市场上形成多元化的经营主体，相互制衡和激励，这将有利于国企的高质量发展，也有助于提高国企防范化解债务违约风险的能力。

3.1.3 政府干预理论

政府对市场的干预理论早从亚当·斯密在 18 世纪时就已有相关论述。他认为市场是需要自由竞争的，而经济能否良好发展正是建立在这种有效的自由及公正背景下的。政府只是只“看不见的手”，它的职能只存在于维护国家安全稳定，保障人民生命财产，政府的干预不用放置于自由竞争的市场机制中。但这只“看不见的手”如果一直不作为，放任市场自流，也会产生资源配置不均衡，贫富差距过大等问题。因此，凯恩斯在上世纪 30 年代的经济危机之后指出，政府应该利用政策，尤其是财政政策去干预经济，以此来保障就业，合理配置社会中的各种资源。

改革开放四十多年来，我国经济发展取得长效且瞩目的成效，但这其中也不乏政府的干预。自 1978 年十一届三中全会提出财政分权改革后，使我国的经济体制从计划经济开始真正向自由开放的社会主义市场经济转变。这项重大改革在极大的发展地方经济的同时，也带来了地方经济发展的差异。部分地方政府出于保护地方产业的动机，会对地方性的国有企业进行政策性的干预，这也使得有些地方国企在政府得隐性保护下，企业运行效率低下，经营业绩差，甚至出现“僵尸企业”。现行国家大力推行国企改革，有利于建立更加高效稳健的经济体系，推动给我国供给侧结构性改革，以需求为导向，合理配置社会资源提高企业运行效率和市场活力，提升企业内部治理能力和创新研发水平，打造新时代的新国企，这将对我国实现高质量发展有重要意义。

混合所有制改革在一定程度上也能够减少政府对地方国企的干预，逐渐放开政府的“手”，让国企在市场中提高自身的竞争力，让各种生产要素在市场公平使用，充分发挥市场在资源配置中的主导位置。混改的健康发展也将对进一步完善和巩固我国的基本经济制度具有重要意义。

3.2 研究假设

3.2.1 非国有股东治理与债务违约风险

企业中的债务违约风险主要来自于两方面：其一，从微观层面看，宏观经济是企业赖以生存发展的大背景和依托，金融环境波动、环境不确定性和国家的货币或财政政策都会造成微观层面企业中的债务结构出现变化，从而造成一定的违约风险。其二，从微观层面看，企业中的管理层行为会影响债务违约风险的大小，如资源配置不适当、要素分配不均等原因，都是管理层治理效率低下的表现，而这种分配不均又会造成企业内部财务指标的恶化、投融资决策不当和战略选择不当等行为，会使企业陷入财务危机和债务违约的困境。

国有企业除了可能有上述的原因会造成债务违约风险增长的同时，还可能会因为其独有的产权性质和政治关联，从以下两个方面增加风险。第一，我国国有企业长期存在代理问题且情况较民营企业更为严重。我国国企由于存在双重代理关系，因此会有长期产权不清、所有者缺位等现象。同时，又由于第二类代理问题的存在，国企中“一股独大”的现象也较为严重，第二层代理人成为国企的内部实际控制人，出于利己主义，为了获得更多的利益和政府、媒体的关注，从而出现过度投资、在职消费和构建商业帝国等大量损害股东利益的短视行为。这些行为会掏空企业的资本，影响企业的正常经营，提高杠杆率，破坏资产负债关系，进而提高企业的债务违约风险。第二，国有企业中存在政府隐性担保和非市场化机制。政府对国有企业的干预一直存在，尤其是在地方国企中这种现象更为明显。当国有企业陷入债务危机时，政府会出面帮助解决提供资金支持；信贷机构也会因为其产权性质和政府的隐形担保为国企提供更多的信贷资金，这样的行为会使国企不会有很强的动机去控制企业的负债水平防止可能带来的财务危机，甚至造成过度靠外源债务融资，使企业债务结构严重不均衡。同时国有企业中存在非市场化机制，如内部控制人实则为“上级任命制”，因此承担更多的政策性负担，并且政府可能会将财政缺口收支转移到部分国企上，一些专项资金也可能从“拨款”转为“贷款”，这种强制性的债务在一定程度上也会提高国企的杠杆率，从而进一步加大债务违约的风险。

国有企业混改是政府突破国企发展桎梏和提高国企竞争力的重要改革方式

和核心环节，在国企中引入非国有性质的资本，为企业引入非国有性质的资本，其目的在于为企业注入多元化的活力，使企业中的资源在市场中得以盘活发挥有效且充分的效果。在引入非国有股东的同时，也能使股权形式得以改变，发挥非国有股东的治理能力，对国企进行本质上的改变和管理，改变传统“一股独大”的局面，打破非市场化机制的约束，切实增强国企的市场活力。

那么，非国有股东是通过怎样的方式突破国企先天的缺陷和瓶颈，对国企债务违约风险产生影响的呢？

一方面，从内部角度看，引入非国有股东可以在国企中起到制衡作用。引入具有“话语权”的非国有性质股东，在国企的股权结构上可以打破原来的“内部控制人”局面，使股权不再集中于少数人手中，这在一定程度上可以抑制大股东对其他利益相关者的利益侵占，从而对国企内部形成一定的制衡效应。非国有股东还可以对国企高管形成约束效应。国企中存在“准官员型”的高管，其利用自身职权，在企业中不作为，对企业的经营效率关注度不高，甚至进行盈余操控等非法行为。非国有股东基于“经济人”的理性思维和公平参加市场竞争的理念，会完善国企的内部控制和治理机制，增强企业的经营水平，抑制高管的过激行为，从而提高企业整体的负债理性，提高风险防范的意识，降低债务违约的风险，让国有企业真正成为市场化进程中的“竞争者”。

另一方面，从外部角度看，非国有股东可以在国企中起到监督作用。债务违约通常来源于治理层的过度融资或管理不善，非国有股东的加入一来可以基于自身的逐利天性积极监督管理层是否存在在职消费、为迎合某些利益相关者而采取的投资过激行为和履职尽责等情况；二来可以通过委派董事到高层中参与治理，在行动上监督国企内部的各项活动，这将有效改善代理问题带来的信息不对称，从而在源头上控制管理层的行为使不理性的财务活动少发生或不发生，这使得国企的负债水平偏离性大大减低，从而缓解国企债务违约的风险。

因此，基于此，本文提出如下假设：

H1：非国有股东治理有助于降低国有企业的债务违约风险。

3.2.2 渠道机制分析

国企通过引入非国有股东将通过内外两个路径影响债务违约风险：第一，引入非国有股东会改善企业的内部控制质量，进而改善公司的治理能力，缓解债务

违约风险；第二，国有企业身上往往背负着政策性负担和过多的政府干预，政府也会为其提供很多的隐性的拿包并放宽融资约束条件，异质股东的参与会降低政府的干预，提高企业自身的经营水平，发展内源融资，优化融资结构，这也有利于降债务违约的风险。

(1) 非国有股东治理、内部控制质量与国企债务违约风险

企业的内部控制质量主要通过五个要素去衡量，国企引入非国有股东能够改善内部控制质量的原因在于：其一，非国有股东的加入能够改善治理结构，防范高层的道德风险，注重企业文化，培养竞争意识，从而改善企业的内部环境；其二，从经济人逐利的角度出发，非国有股东有动机去评估企业中存在的各项风险以维护自身的财产权益，进而抑制企业中存在的过度投资行为；其三，非国有股东为了资本保全会采取一些措施去控制企业中存在的风险，如监督企业采购、计量和收发等财务活动，或者管理者的行为是否会侵占他人的利益等，这将更好的保护企业和自身财产，将企业风险控制在可承受的范围之内；其四，非国有股东的参与可以改善企业内部的信息不对称问题，是企业的内外部、上下层之间得以有效的沟通交流；其五，非国有股东对企业内部的股东和高层都能起到一定的制衡作用，形成有效约束，从而更好地监督内部，及时发现内部控制缺陷，提升内部控制质量。

基于以上五点分析，非国有股东能够从各方面提高国企地内部控制质量，而具有良好控制质量地企业，非系统性风险也会越低。加之混改中要求国企需要提高自身竞争力，增强抗风险的能力，要具有“自主经营、自负盈亏”的风险意识，这也迫使国有企业要通过提高内部控制风险去积极评估和防范风险。因此，综上所述，非国有股东可能会通过提高内部控制质量去管控债务违约风险。

基于此，本文提出如下假设：

H2:在其他条件一定的情况下，内部控制质量作为内部因素在非国有股东治理与国企债务违约风险之间起中介作用。

(2) 非国有股东治理、预算软约束与国企债务违约风险

对于国企而言，不存在预算软约束的企业会发展的更好（张辉等，2016）。非国有股东治理能够从两方面去改善预算软约束。第一，国企混改能够减轻国有企业的政策性负担，进而硬化预算软约束。国有企业身上担负着相较于民营企业

而言更为沉重的政策性负担，而引入非国有股东，国企所承担的政策性负担会减少，预算软约束的“支持体”也会减少，企业中的经济活动不再受制于外部牵制，主要依靠内部资源的自我约束，使预算软约束得以硬化。第二，混改强调的多产权与国资委的“管资本”职能相适应。国资委的监管职能从“管企业”转变到“管资本”，这意味着政府要放开行政手段，更加注重经济手段，让政企分开，促使国企减少对政府的依赖，自主经营，自负盈亏。混改中引入非国有资本也正是为了使国企和社会其他资本共担风险，这与国资委“管资本”的监管手段不谋而合，这将有利于克服行政化手段所带来的不足并改善国企中的预算软约束现象。

预算软约束现象在一定程度上不利于国有企业的发展，从融资约束条件上看，预算软约束的存在使银行等金融机构会放宽对国企的融资条件，给其更宽松的约束水平和更长的债券期限，在政府的担保下，国企也会更着眼于依赖外部债务融资，从而导致其存在高于其他企业的高负债率和杠杆率，这也大大增加了其债务违约的风险。从管理层治理的层面上看，预算软约束的存在会使企业管理层过度依赖于政府的补贴和救助，从而纵容其产生道德风险，侵害企业利益；或者盲目积极扩大企业无规模提升自身声誉，造成投资效率低下，产能过剩，导致企业资源的无效配置，经营效益恶化，甚至出现僵尸企业，这些行为都会导致企业的风险加剧，其中就包括本文所研究的债务违约风险。一旦硬化预算约束，国有企业的“融资优化异化”现象就会得以改善，企业便不会再过度依赖外源债务融资渠道，内源性权益融资会增加，这将优化企业的融资结构，分散由外部融资所带来的债务负担，降低债务违约风险。

综上，国有企业引入非国有股东这一举措，不但可以降低国企的政策性负担，而且与国资委“管资本”的改革方向相适配，这意味着政府的“手”逐渐放开，硬化预算约束，让国企着眼于内部融资，让管理层注重内部治理水平，进而从源头上遏制债务发生违约的风险。

基于此，本文提出如下假设：

H3: 在其他条件一定的情况下，预算软约束作为外部因素在非国有股东治理与国企债务违约风险起中介作用。

4. 研究设计

4.1 样本选择及数据来源

本文选取了 2014-2020 年我国沪深 A 股国有性质（按“实际控制人性质”进行筛选）的上市公司作为研究样本，同时参考已有研究，对样本进行如下筛选：

（1）剔除带有金融行业性质的上市公司，原因在于该行业在公司性质、经营方式和适用会计准则等方面与其他行业不具有可比性；（2）剔除 ST 和 *ST 带有退市预警风险上市公司，原因在于虽然本文研究内容为债务违约风险，但该类公司或已发生实质性违约事件，或处于非正常经营状态，财务数据不可靠；（3）剔除本文所需变量中存在缺失情况的样本；（4）剔除数据异常值的影响，本文研究对连续变量进行缩尾处理。研究以 2014 年为起点，原因在于 2013 年，中共十八届三中全会通过混改的重大决定，再次之后混改全面展开。本文研究所用数据来自于 CSMAR、CNRDS、国家统计局网和企业财务年报等。实证分析过程主要通过 stata16.0 和 Spss 统计软件完成。

4.2 变量说明

4.2.1 被解释变量

本文参考前人 Altman（1968）、张玲（2000）和徐玉德（2011）的研究，选用 Zscore 值来衡量我国国有企业的债务违约风险水平。该值所代表的经济意义是，测算出的数值越大，代表该企业的经营效果更为稳健，则债务违约风险也越小。测算方式如下：

$$Zscore = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.99X_5$$

其中 X_1 =净流动资金/总资产

X_2 =留存收益/总资产

X_3 =息税前利润/总资产

X_4 =优先股市价/总负债=股本*股本/总负债

X_5 =销售收入/总资产

X_1 代表了企业中资金的变现能力。净流动资金大，代表企业的流动资产多，企业中对于短期负债和债券的偿债能力也会越好。因而其信用水平也会相应较高，

该项资金在总资产中所占的比重会影响企业中债务违约风险的大小。

X2 代表了企业的获利能力，该指标越高，企业累计获利能力就越强，收益累计水平越高，获利水平也会带动企业的偿债能力，产生财务风险的可能性也就越小。

X3 代表了企业的总体水平的获利能力。该指标评价的是企业投入和产出的效率，该比例越大，意味着能带动偿债的能力也越强。

X4 代表了企业的偿债能力，选择股票价值是因为其在上市公司中比账面净资产更能及时反映市场对企业价值的判断，市值增长越快，权益就越高，则企业的偿债能力就越强。

X5 代表了企业中的营运能力，反映总资产的周转率，总资产周转越快，企业的资产管理效率越高，则债务违约率就越小。

以上指标中加权系数最大的是 X3，说明企业中最重要的是获利能力，进一步也说明了当权益资本增加之后，企业会更多考虑内源融资，从而减少债务融资，降低债务违约的风险。

此外，本文为保证结果的可信度，选取了虚拟变量 Default 对债务违约风险进行再度衡量。Default 所代表的含义为：根据企业年报披露判断企业当期是否发生过债务仲裁或债务诉讼事件，是取 1，否取 0。选取该指标的原因在于当企业中债务人触犯与债权人所签订的债务契约时，债权人通常会采取进行债务仲裁或诉讼的法律手段以维护自身的相关利益。因此该 Default 可以体现债务违约的风险。

4.2.2 解释变量

本文参考蔡贵龙（2018）对非国有股东相关研究的做法，基于股权结构和高层治理两个维度，对非国有股东治理的效果和程度进行衡量。在股权结构的衡量上，选取国有企业中前十大股东中非国有股东持股比例之和（SHD_NONSOE）；在高层治理结构的衡量上，选取非国有股东委派董事会人数与董事会总人数之比（D_NONSOE）。进一步细化参考程敏英等（2013）做法，若国企为自然人股东，则自然人担任董事即认为委派一名董事；若国企为法人股东，则该企业董事在该法人股东单位任职即认为委派董事。

4.2.3 中介变量

(1) 内部控制质量

本文选取迪博内部控制信息披露指数（IC）作为中介变量——内部控制质量的代理变量。在中介变量内部控制质量的代理变量的选取上，本文参考了众多学者的研究，选取迪博内部控制质量指数（IC）进行衡量。该指数从内控五要素全方位刻画了企业的内部控制水平，已被学术界广泛认可，具有较强的说服力和权威性。

(2) 预算软约束

本文借鉴林毅夫（2004）、倪志良（2019）等对预算软约束的相关研究，采用以下方式测算国企中的预算软约束水平。该测算方式的依据是，对于同一行业的企业而言，所面临的债务水平和负债结构应该相差不大，因此用企业中的利息支出与总负债水平的比例去衡量一个企业的债务水平。但是对于国企来说，因其存在一定程度的预算软约束，故其该比例应低于民营企业的平均值，即利息支出会低于其余企业。

$$\text{Soft_budget}_{irt} = \frac{\text{ind_int_exp}_t}{\text{ind_debt}_t} - \frac{\text{int_exp}_{irt}}{\text{debt}_{irt}}$$

式中， soft_budget_{irt} 即企业中的预算软约束水平， ind_int_exp_t 为该企业所处行业的民营企业的当期平均利息支出，同样的， ind_debt_t 为该企业所处行业的当期民营企业的平均负债水平， int_exp_{irt} 为该国企的当期利息支出， debt_{irt} 为该国企的当期负债水平。

4.2.4 控制变量

在控制变量的选取上参考了王化成（2019）、孙健（2016）、郑登津等（2016）、王彦超等（2016）等学者的研究，并结合本文研究的特点，选择了如下控制变量：

(1) 公司规模

本文选取公司规模水平（Size）作为控制变量。对于企业而言，规模越大，其可利用内部沉淀资金对抗风险的可能性就越大。因此企业规模会影响企业中的债务结构和成本。

(2) 资产负债率

本文选取资产负债率（LEV）作为控制变量。LEV 指标反映一个企业的偿债

能力，该指标越大，意味着负债水平越高，但从另一个层面看，该指标也意味着企业的信用水平较高，某些企业可能由于自身信用或政府支持等原因拥有较高的资产负债水平。

(3) 盈利能力

本文选取企业的盈利能力（ROA）作为控制变量。ROA 即资产负债率，是企业中一个核心的财务指标，反映了一个企业的获利能力。获利能力强的企业偿债能力也会较高，进而影响企业的债务违约风险。

(4) 现金流量

本文选取当期经营活动的现金流状况（CF）作为控制变量。现金流越充沛，表明企业现金流动性高，偿债能力强，但如果现金流超出企业正常经营范围，则可能意味着企业的投资力度不足，对于现金的使用不够有效率，这都会影响企业的债务水平。

(5) 存货与应收账款规模

本文选取企业的存货与应收账款规模（Inventory）作为控制变量。该指标可以反映企业的经营活动的效率。如果该指标过大，则表明企业中的存货的应收账款占比过多，则企业创造现金流的能力差，相应的债务水平也会提高。

(6) 无形资产

本文选取企业无形资产状况（Intangible）作为控制变量。企业中的有形资产变现能力相较于无形资产要好一些，因此，如若无形资产占比过高，则可能造成其价值的不确定性变高，无形资产过多的企业偿债能力也会更弱。

(7) 流动比率

本文选取流动比率（Current）作为控制变量。流动资产高的企业偿债能力也会更高，但流动资产过多也会影响企业的投资水平，因此流动比率能够反映偿债能力，影响债务水平。

(8) 公司成长能力

本文选取企业的成长能力（Growth）作为控制变量。营业收入增长率代表了企业的成长能力的水平。一般而言，营业水平增长快的企业发展潜力大，但这也分情况看，企业的极速扩张也会带来营业收入的快速增长，对于债权人而言，因从各方面去考量一家企业的风险水平。

(9) 行业、年份变量

基于不同年份和行业的影响，本文基于以往既有研究，控制行业（Ind）和年份（Year）两个哑变量。

表 4.1 为变量定义及说明：

表 4.1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	度量方法
被解释变量	国企债务违约风险	Zscore	Altman (1968) Z值模型
		Default	企业当年是否发生债务仲裁或诉讼，发生取值1，否则取值0。
解释变量	非国有股东治理	<i>SHD_NONSOE</i>	公司前十大股东中全部非国有股东持股比例之和
		<i>D_NONSOE</i>	公司非国有股东委派董事人数占公司董事会总人数的比例
中介变量	内部控制质量	IC	迪博内部控制信息披露指数
	预算软约束	Soft_budget	$\text{Soft_budget}_{it} = \frac{\text{ind_int_exp}_t}{\text{ind_debt}_t} - \frac{\text{int_exp}_{it}}{\text{debt}_{it}}$
控制变量	公司规模	Size	Ln（公司期末总资产）
	资产负债率	LEV	当期期末总负债/总资产
	盈利能力	ROA	当期净利润/总资产
	现金流量	CF	经营活动产生的现金流量净额/资产总额
	存货与应收账款规模	Inventroy	（当期存货+应收账款）/总资产
	无形资产	Intangible	当期无形资产/总资产
	流动比率	Current	当期流动资产/流动负债
	公司成长能力	Growth	当期营业收入增长率
	行业	Ind	行业哑变量
	年份	Year	年份哑变量

4.3 模型设计

4.3.1 非国有股东治理与国企债务违约风险的回归模型

为了检验非国有股东治理与国企债务违约风险之间的关系，本文构建如下回归模型：

$$\text{Zscore (Default)} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{NONSOE} + \sum \text{Controls} + \text{Ind} + \text{Year} + \varepsilon \quad (1)$$

模型 (1) 中, NONSOE 代表 SHD_NONSOE 和 D_NONSOE 两个代理变量, 而被解释变量也由 Zscore 和 Default 两个代理变量去刻画。

4.3.2 渠道机制检验回归模型

根据 H2 中内部控制质量中介效应的假设, 本文借鉴以往研究, 基于回归模型 (1), 构建中介效应模型 (2) 和 (3)。

$$\text{IC} = \beta_0 + \beta_1 \text{NONSOE} + \sum \text{Controls} + \text{Ind} + \text{Year} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{Zscore(Default)} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{NONSOE} + \gamma_2 \text{IC} + \sum \text{Controls} + \text{Ind} + \text{Year} + \varepsilon \quad (3)$$

为进一步考察内部控制质量在非国有股东治理与国企债务违约风险之间的中介效应, 在模型 (1) 的基础上, 借鉴温忠麟 (2014) 的研究, 构建中介效应模型 (2) 和 (3) 以检验假设 2。首先对模型 (2) 进行回归, 如果系数 β_1 显著, 说明非国有股东治理会影响内部控制质量, 进入下一步检验; 进一步对模型 (3) 进行回归, 如果系数 γ_1 显著, 并且 γ_2 显著, 说明非国有股东治理对国企债务违约的影响至少一部分是通过内部控制质量实现的, 即存在着部分中介效应。而在模型 (3) 中, 如果 γ_1 不显著, 说明非国有股东治理对国企债务违约风险的影响过程中, 内部控制质量扮演了完全中介的作用。

根据 H3 中的预算软约束中介效应假设, 本文基于回归模型 (1), 根据既有的研究, 构建了中介效应模型 (4) 和 (5), 其检验方式与模型 (2) 和 (3) 相同。

$$\text{Soft_budget} = \delta_0 + \delta_1 \text{NONSOE} + \sum \text{Controls} + \text{Ind} + \text{Year} + \varepsilon \quad (4)$$

$$\text{Score(Default)} = \mu_0 + \mu_1 \text{NONSOE} + \mu_2 \text{Soft_budget} + \sum \text{Controls} + \text{Ind} + \text{Year} + \varepsilon \quad (5)$$

5 实证检验与结果

5.1 描述性统计分析

本文对国有企业上市公司剔除后的全样本进行描述性统计，共计 9525 个样本量，具体内容如表 5.1 所示。解释变量违约风险连续变量 Zscore 的最大值和最小值分别是 12.743 和 -0.482，这说明我国国有企业中的债务违约风险存在较大的差异，该指标越大，债务违约风险越小，而表 Zscore 的中均值和中位数都接近于最小值，这说明目前我国国企中的债务违约风险总体偏高。而虚拟变量 Default 均值是 0.016，说明我国企业平均面临的债务诉讼概率为 1.6%。

解释变量非国有股东中，股权结构维度的代理变量 SHD_NONSOE 平均值为 13.1%，这说明目前我国国企中非国有股东持股比例平均占比为 13.1%。在我国《公司法》中有相关规定，对于股份制公司而言，当股东的股份持有份额占比超过企业总股本的十分之一时，无论是单独持股还是合并持股，当该股东发出相关请求时，公司都应该予以重视，并在规定时间内召开临时股东大会。13.1%的比例说明非国有股东已逐渐拥有了“用手投票”的权利，非国有股东持股比例在增加，也说明我国国企混改有成效。高层治理维度代理变量 D_NONSOE 比例均值为 2.4%，最大值为 38.5%，最小值为 0，说明现阶段非国有股东向国企中委派董事会人数占比不多，还需进一步提升。其余控制变量的具体情况均在下表所示，各平均值与中位数相差不大，则表明各控制变量的数值基本呈正态分布，符合要求。内部控制质量较为平均，但整体而言国企的内控质量偏低；预算软约束的差别较大，最大值和最小值为 5.038 和 -0.328；国企规模整体偏大，资产负债率最大能达到 80%以上，整体水平在 50%左右，这说明我国国有企业的债务水平整体偏高，盈利能力最小值为负数，最大值也不超过 20%，也说明国企盈利能力偏低。

表 5.1 变量描述性统计

variable	N	mean	sd	min	P50	max
Zscore	9525	2.742	2.129	-0.482	2.124	12.743
Default	9525	0.016	0.133	0.000	0.000	1.000
SHD_NONSOE	9525	0.131	0.123	0.009	0.090	0.626
D_NONSOE	9525	0.024	0.066	0.000	0.000	0.385
IC	9525	6.529	0.136	5.824	6.515	6.721
Soft_budget	9525	0.068	0.658	-0.328	0.072	5.038
Size	9525	22.749	1.379	19.971	22.310	26.953
LEV	9525	0.513	0.212	0.095	0.518	0.862
ROA	9525	0.041	0.052	-0.162	0.038	0.188
CF	9525	5.034	6.303	2.464	7.867	12.543
Inventroy	9525	0.357	0.170	0.017	0.184	0.734
Intangible	9525	0.021	0.035	0.000	0.008	0.541
Current	9525	1.638	1.078	0.310	1.157	10.324
Growth	9525	0.156	0.441	-0.514	0.006	3.087

5.2 相关性分析

本文对于变量间的相关性分析结果如表 5.2 所示，从表中可以看出，非国有股东治理变量 SHD_NONSOE 和 D_NONSOE 与 Zscore 呈正相关关系，与被解释变量的另一个代理变量 Default 呈负相关关系。这说明非国有股东治理程度越高，债务违约风险越小。这一关系会在下一步的回归分析中加以验证。

控制变量中，公司规模 SIZE 与 Zscore 负相关，说明公司规模越大，债务违约风险越高。资产负债率 LEV 与 Zscore 显著负相关，说明企业财务杠杆越高，企业中的债务违约风险也会越高。存货与应收账款占比 Inventroy 与债务违约风险 Zscore 显著正相关，说明企业中存货流动性越差，债务违约风险越高。盈利能力 ROA 和公司成长性 Growth 与债务违约风险显著正相关，说明具有较好发展趋势企业债务违约风险也偏小。

表 5.2 变量 Person 相关性分析

	Zscore	Default	SHD_NONSOE	D_NONSOE	IC	Soft_budget	Size	LEV	ROA	CF	Inventroy	Intangible	Current	Growth
Zscore	1													
Default	-0.051***	1												
SHD_NONSOE	0.018**	-0.024***	1											
D_NONSOE	0.103***	-0.030***	0.017*	1										
IC	0.045***	0.067***	0.055***	-0.245***	1									
Soft_budget	0.273***	-0.020**	0.069***	-0.217***	0.496***	1								
Size	-0.084***	-0.029***	-0.013	0.066***	0.042***	0.009	1							
LEV	-0.289***	-0.009	0.009	-0.047***	0.182***	0.481***	0.031***	1						
ROA	0.084***	-0.038***	0.029***	0.119***	0.045***	-0.079***	0.031***	0.005	1					
CF	0.023**	-0.001	0.082***	-0.147***	0.242***	0.225***	-0.071***	0.091***	-0.021**	1				
Inventroy	-0.008	-0.009	0.041***	-0.149***	0.308***	0.091***	-0.018**	-0.007	0.031***	0.118***	1			
Intangible	-0.094***	-0.007	-0.105***	0.135***	-0.242***	-0.230***	0.083***	-0.063***	0.022**	-0.308***	-0.081***	1		
Current	-0.203***	0.028***	-0.022**	0.122***	0.040***	-0.279***	0.193***	-0.075***	0.211***	-0.038***	0.043***	0.046***	1	
Growth	0.150***	-0.059***	-0.046***	0.006	0.334***	-0.052***	0.143***	0.030***	0.127***	-0.081***	0.120***	0.099***	0.376***	1

注：表中的***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

5.3 多元回归分析

5.3.1 非国有股东治理与国企债务违约风险的多元回归

本文针对被解释变量债务违约风险中定性变量 zscore 采取 OLS 回归，对定性变量 Default 采取二元 logistic 回归，回归结果如表 5.3 所示。表 5.3 非国有股东治理与债务违约风险的回归结果显示：在控制其他影响因素后，非国有股东治理与债务违约风险 Zscore 呈正相关，与 Default 都呈负相关关系且都在 1% 的水平上显著，说明企业引入非国有股东治理，能降低企业债务违约的风险，假设 1 验证通过。对于其他控制变量，可以看出公司规模、资产负债率、存货与应收账款占比、无形资产规模与国企债务违约风险显著负相关，与既有研究相符。而国有企业盈利能力越好、现金流周转速度越快、公司成长能力越好，则企业债务违约风险越低，这与现有的研究结果相吻合。

表 5.3 非国有股东治理与国企债务违约风险的回归结果

Variables	Zscore	Default
	(1)	(2)
SHD_NONSOE	0.063*** (2.78)	-0.059*** (-3.85)
D_NONSOE	0.336*** (5.66)	-0.062*** (-9.34)
Size	-0.044*** (-3.07)	0.011*** (6.61)
Lev	-1.275*** (-17.34)	1.629*** (20.82)
ROA	5.826*** (7.30)	-0.069*** (-3.59)
CF	0.120*** (8.33)	0.457*** (3.27)
Inventroy	-7.253*** (-58.36)	0.142*** (5.96)
Intangible	-0.024* (-1.92)	-0.078 (-1.45)
Current	0.196*** (7.95)	0.053*** (11.63)

续表 5.3

Growth	0.181***	0.071***
	(3.84)	(3.67)
Year	控制	控制
Ind	控制	控制
Constant	3.299***	2.829***
	(10.83)	(27.25)
N	9525	9525
Adjust_R ²	0.386	
Wald		367.84***

注：表中的***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。Adjust_R²表示调整的 R²，N 表示样本量。Wald 表示二元 logistic 检验中的卡方值。下表同。

5.3.2 渠道机制中介效应检验

(1) 内部控制中介效应检验

表 5.4 报告了非国有股东治理与国有企业内部控制质量的多元回归分析结果。由模型(3)发现，SHD_NONSOE 与 IC 的系数为正，但不显著；而在模型(4)中 D_NONSOE 与 IC 的系数呈正相关且显著，这说明非国有股东仅从持有股权层面难以提高企业的内控质量，而应从高层治理维度深入进行控制活动。

表 5.4 非国有股东治理与内部控制质量回归结果

Variables	IC	IC
	(3)	(4)
SHD_NONSOE	3.418	
	(1.32)	
D_NONSOE		3.820**
		(2.14)
Size	0.719***	0.767***
	(4.83)	(5.18)
Lev	-2.492***	-2.503***
	(-2.64)	(-2.65)
ROA	3.87	3.756
	(1.28)	(1.24)
CF	-0.481	0.457***
	(-0.68)	(3.27)
Inventroy	-0.671	-0.458
	(-1.10)	(-0.64)

续表 5.4

Intangible	-2.450*** (-2.61)	-0.518 (-0.88)
Current	0.037 (0.46)	1.053*** (11.63)
Growth	-0.183** (-2.47)	-2.428*** (-2.58)
Year	控制	控制
Ind	控制	控制
Constant	12.62*** (3.81)	11.50*** (3.48)
N	9525	9525
Adjust_R ²	0.308	0.251

关于内部控制质量的中介效应回归结果如表 5.5 的列 (5) 和列 (6) 所示。可以看出内部控制质量 IC 与国有企业债务违约风险 Zscore 显著正相关, 与 Default 显著负相关。这与上文中回归 (1) 的相关性一致。将这三者纳入同一模型后, 内部控制质量 IC 与国有企业债务违约风险 Zscore 显著正相关与 Default 显著负相关, 并且非国有股东委派高管的董事比例 (D_NONSOE) 显著为正, 但 SHD_NONSOE 仍然不显著, 这说明非国有股东在治理层面在高层治理层面对国企债务违约风险的影响过程中, 内部控制质量这一中介变量的加入是显著的, 且为部分中介效应, 即非国有股东治理能够通过委派高管改善企业的内部控制质量, 进而可以降低国企债务违约风险。

表 5.5 内部控制质量的中介效应

Variables	Zscore	Default
	(5)	(6)
SHD_NONSOE	2.837	-1.647
	(1.26)	(-1.54)
D_NONSOE	0.044***	-0.020**
	(3.00)	(-2.53)
IC	0.054***	-0.061**
	(2.86)	(-2.00)
Size	-0.043***	-0.104**
	(-3.07)	(-2.02)
Lev	-1.507***	-0.048***
	(-17.34)	(-3.34)
ROA	4.502***	-0.177
	(46.59)	(-1.44)
CF	-0.131***	4.505***
	(-4.18)	(46.61)
Inventroy	-6.358***	-0.129***
	(-47.67)	(-4.10)
Intangible	-0.056*	-7.250***
	(-1.74)	(-58.34)
Current	-0.184**	-0.028*
	(-2.05)	(-1.70)
Growth	-0.192***	-0.197***
	(-4.83)	(-8.02)
Year	控制	控制
Ind	控制	控制
Constant	3.293***	7.887***
	(10.83)	(15.48)
N	9525	9525
Adjust_R ²	0.386	
Wald		241.11***

(2) 预算软约束中介效应检验

表 5.6 显示了非国有股东治理对国有企业预算软约束的回归结果,在控制了相关变量的影响后,SHD_NONSOE 与 D_NONSOE 的回归系数显著为负($\theta_1 = -0.131$, $\theta_2 = -0.145$),表明非国有股东治理对预算软约束的确具有显著的负向影响,这说明混合所有制改革在一定程度上确实可以改善国企内部的预算软约束现象。且

治理层面对预算软约束的系数（-0.145）大于股权结构对预算软约束的系数（-0.131），这说明非国有股东更有可能通过参与企业治理改善国企中的预算软约束现象。

表 5.6 非国有股东治理与预算软约束回归结果

Variables	Soft_budget	Soft_budget
	(7)	(8)
SHD_NONSOE	-0.131*	
	(-1.85)	
D_NONSOE		-0.145**
		(-2.04)
Size	-0.033***	-0.347***
	(-5.51)	(-2.93)
Lev	0.245***	0.503***
	(7.51)	(4.45)
ROA	0.009***	0.392**
	(3.00)	(1.84)
CF	-0.018	-0.457*
	(-0.45)	(-1.92)
Inventroy	-0.161***	-0.458**
	(-3.97)	(-2.13)
Intangible	-0.084***	-0.018**
	(-8.40)	(-2.28)
Current	0.217	0.382
	(0.62)	(0.63)
Growth	0.076	0.201
	(0.71)	(0.98)
Year	控制	控制
Ind	控制	控制
Constant	2.562***	2.506***
	(17.45)	(13.48)
N	9525	9525
Adjust_R ²	0.109	0.108

在表5.7中，预算软约束与债务违约风险Zscore的回归系数显著为负（ $\lambda_1 = -0.059$, $p < 0.05$ ），与Default的回归系数显著为正（ $\lambda_2 = 0.021$, $p < 0.05$ ），表明预算软约束对国有企业债务违约风险具有正向影响。这说明预算软约束在非国有股东治理影响国有企业债务违约风险的过程中起着部分中介的作用，假设H3得到验证。

5.7 预算软约束的中介效应

Variables	Zscore	Default
	(9)	(10)
SHD_NONSOE	0.033**	-0.035***
	(2.17)	(-2.94)
D_NONSOE	0.264***	-0.053***
	(3.69)	(-4.83)
Soft_budget	-0.059**	0.021**
	(-2.51)	(2.49)
Size	0.007***	-0.013***
	(10.15)	(-7.16)
Lev	-0.080***	0.007***
	(-20.67)	(10.23)
ROA	0.001**	-0.077***
	(2.12)	(-19.85)
CF	-0.038***	0.001**
	(-8.14)	(2.36)
Inventroy	0.025***	-0.039**
	(5.25)	(-2.24)
Intangible	0.014***	0.025***
	(12.12)	(5.27)
Current	0.288***	0.013***
	(6.48)	(11.09)
Growth	-0.045***	0.148***
	(-3.54)	(3.60)
Year	控制	控制
Ind	控制	控制
Constant	-0.356***	-0.333***
	(-19.86)	(-18.65)
N	9525	9525
Adjust_R ²	0.288	
Wald		238.97***

5.4 稳健性检验

5.4.1 替换变量检验

本文首先采取替换变量的方法对实证结果进行稳健性检验，主要参考以往学者刘运国等（2016）的做法，重新选取解释变量的度量方式进行检验。主要方法是：在股权结构层面，采取国企中第一大非国有股东的持股占比衡量，替代之前的 SHD_NONSOE，这里用 SHD_NONSOE1TH 表示；在委派高管参与公司治理层面，采取非国有股东委任人员到董监高（董事会、监事会和高管层）的人数占总人数的比例进行衡量，替代前文中的 D_NONSOE，这里用 DJG_NONSOE 表示。所需数据依然从各企业的年报披露中手工收集。所用回归模型依旧使用前文所提出的回归模型，替换变量后的回归结果见表 5.8，可以看出研究结果依旧与前文相匹配。

表5.8 稳健性检验：替换解释变量样本

Variables	H1		H2			H3		
	Zscore	Default	IC	Zscore	Default	Soft_budget	Zscore	Default
SHD_NONSOE1th	0.011*** (2.70)	-0.046* (-1.71)	0.017 (1.47)	0.010*** (2.63)	-0.042** (-2.37)	-0.308** (-2.27)	0.008** (2.34)	-0.037* (-1.86)
DJG_NONSOE	0.015** (2.18)	-0.042*** (-3.09)	0.012** (2.43)	0.012* (1.84)	-0.038** (-2.01)	-0.275*** (-2.72)	0.012** (2.18)	-0.040** (-2.01)
IC				0.015*** (3.88)	-0.045* (-1.67)			
Soft_budget							-0.296*** (-2.61)	0.027* (1.84)
Size	0.010*** (6.83)	4.512*** (54.03)	-0.071*** (-9.02)	0.011*** (6.61)	0.003 (0.24)	0.281*** (13.38)	-0.048*** (-19.13)	-0.047*** (-3.38)
Lev	-0.103*** (-11.84)	-0.124*** (-4.20)	0.145*** (3.70)	-0.106*** (-11.25)	-0.142** (-2.16)	0.012** (1.99)	-0.033** (-2.15)	4.509*** (53.99)
ROA	0.204*** (2.76)	-0.019* (-1.82)	-0.139* (-1.94)	0.106*** (11.25)	1.307*** (4.48)	-1.667*** (-20.84)	0.026*** (4.92)	-0.121*** (-4.11)
CF	0.014*** (5.38)	-7.227*** (-59.25)	0.000*** (3.61)	0.056** (2.50)	0.005 (0.43)	0.070*** (3.60)	0.025*** (12.80)	-0.017 (-1.58)
Inventroy	0.027** (2.11)	-0.201*** (-8.15)	-0.023 (-0.38)	0.019 (0.71)	-0.128*** (-5.58)	0.456*** (3.26)	0.026 (1.15)	-7.225*** (-59.23)
Intangible	0.040*** (3.64)	-1.562*** (-7.29)	0.077*** (6.92)	0.015*** (5.42)	-0.161*** (-4.87)	0.142*** (5.96)	-0.018*** (-3.94)	-0.203*** (-8.22)

续表 5.8

Current	-0.03 (-1.23)	-0.177*** (-3.52)	0.001 (0.09)	-0.191*** (-3.35)	-0.128*** (-5.85)	-0.007 (-1.42)	0.358*** (9.03)	-1.520*** (-7.11)
Growth	0.001 (1.08)	-0.340*** (-3.20)	-0.125*** (-6.50)	0.002** (2.08)	-0.044*** (-3.93)	0.053*** (11.59)	-0.073*** (-7.93)	-0.183*** (-3.65)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	-0.430*** (-10.40)	3.238*** (11.14)	0.769*** (5.37)	-0.462*** (-10.41)	3.436*** (10.35)	0.297*** (9.28)	-0.428*** (-11.21)	3.346*** (10.83)
N	9525	9525	9525	9525	9525	9525	9525	9525
Adjust_R ²	0.380		0.284	0.130		0.189	0.256	
Wald		232.78***			241.11***			238.97***

5.4.2 滞后一期检验

本文的研究可能存在潜在内生性问题，因变量与自变量之间可能存在反向因果关系，即国有企业债务违约风险高可能是由于引入了非国有性质的股东进行了治理，这有可能会产生内生性问题，因而可能对本文的研究结论产生一定的影响，因此采用滞后一期自变量的方式对此进行稳健性的再检验，使其结果有信服力。回归结果如表 5.9 所示，结果仍然支持前文主要研究结论。

表 5.9 稳健性检验：滞后一期检验

Variables	H1	H2		H3	
	Zscore	IC	Zscore	Soft_budget	Zscore
SHD_NONSOE	0.023** (2.36)	0.038 (0.20)	0.020** (2.57)	-0.079** (-2.15)	0.008* (1.81)
D_NONSOE	0.434** (2.06)	0.013** (2.10)	0.386** (1.98)	-0.057** (-2.09)	0.341* (1.94)
IC			0.026** (2.55)		
Soft_budget					-0.566** (-2.03)
Size	0.063 (0.51)	-0.063*** (-14.53)	0.009 (0.08)	-0.026*** (-4.89)	0.024** (2.47)
Lev	-0.110** (-2.04)	-0.014 (-0.49)	-0.113** (-2.05)	-0.015*** (-10.88)	-0.014*** (-3.62)
ROA	-0.025* (-1.76)	0.027*** (4.58)	-0.016* (-1.67)	0.006 (0.34)	0.025 (0.73)

续表5.9

CF	0.148 (0.97)	-0.112*** (-3.72)	0.125 (0.92)	0.018*** (4.54)	0.065*** (6.06)
Inventroy	0.474** (2.10)	0.094 (0.29)	0.457** (2.10)	-0.011 (-1.61)	-0.060*** (-5.13)
Intangible	-0.056** (-2.04)	0.052*** (6.20)	-0.028 (-1.08)	-0.04 (-1.00)	-0.01 (-0.17)
Current	-0.014 (-0.42)	-0.022*** (-3.03)	-0.013 (-0.47)	0.018*** (4.54)	0.065*** (6.06)
Growth	0.065 (0.50)	-0.085*** (-4.40)	0.034 (0.43)	-0.037*** (-3.26)	-0.017 (-1.37)
Constant	-0.084 (-0.31)	0.941*** (10.37)	-0.003 (-0.01)	0.268*** (7.55)	0.502 (0.72)
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制
N	8194	8194	8194	8194	8194
Adjust_R2	0.039	0.171	0.048	0.016	0.147

6 研究结论及展望

6.1 研究结论

本文以2014—2020年沪深A股国有上市公司为研究样本，通过手工收集企业年报中披露的非国有股东委派人员数量和持股比例等数据，从非国有股东持股比例结构和参与高层治理结构两个维度测量非国有股东治理这一指标，以Zscore值和国有企业当年是否发生债务仲裁或诉讼两个层面衡量债务违约风险，实证分析非国有股东治理程度对国企债务违约风险的影响及内部控制质量和预算软约束两个角度对两者关系的中介作用。研究结论如下：

（1）非国有股东治理能够缓解国企的债务违约风险。国企债务违约风险加大的原因是国有企业自身产权性质和管理层非理性过度融资行为造成的结果，也表现出国有企业中所存在严重的代理问题。本文研究结果表明，不论是从持股比例的股权结构维度，还是委派高管到管理层参与治理维度，非国有股东治理都能够在不同程度上显著降低国企的债务违约风险。

（2）从内部层面来说，内部控制质量在非国有股东和国企的债务违约风险中起部分中介作用，但这一效应只在高层委派高管参与治理这一维度上显著，在持股比例维度上并不显著。这说明非国有股东通过委派高管参与公司治理，加大了治理的深度，使自身话语权能够得以提升，从而真正改善企业内部控制质量进而缓解国企债务违约风险。

（3）从外部层面来说，预算软约束在非国有股东和国企债务违约风险中起部分中介作用，这一效应无论是从非国有股东持股比例维度，还是委派高管参与治理维度都是显著的，但后者的显著效应更甚于前者。这说明在国有企业中引入非国有股东，能够有效改善国企中存在的预算软约束现象，打破刚性兑付，使国企融资约束得以加强，融资次序得以优化，进而提高企业债务水平和负债理性，缓解国企中的债务违约风险。

6.2 政策建议

本文将基于以上对于非国有股东与国企债务违约风险的相关研究结论，提出符合我国时代背景和实际情况的政策建议。

第一，立足时代背景，进一步深化国企改革，让非国有股东在国企内部形成

长效机制。混改过程中在国企中引入非国有性质的股东，能够加强国企的公司治理能力，在一定程度上缓解由代理问题带来的“内部人控制”和“一股独大”等问题。也能够发挥监督和制衡效应，基于经济人逐利天性，切实关注企业经营绩效问题，强化国有企业自主经营和自由竞争的意识，为国有企业增添活力，这也降低了政府的干预程度，让“准官员制”不再盛行于国企，打破国企经理人和政府代理人基于政府关联下长期存在的非市场化关系。非国有股东的治理，能够提高企业的负责理性，关注管理层的行为，降低企业因治理水平不足而可能引发的债务违约风险，让国企得以健康稳健发展，为国民经济的发展保驾护航。

第二，提高非国有股东在高层治理维度的“话语权”，形成高质量“混”和“改”发展合力。相较于仅增加股权比例行为的股权结构改革，通过优化国企的高层治理结构更能有效缓解债务违约风险。这就要求企业进行混改时，不能仅仅停留在股权结构层面，而应将目光更着眼于治理层面。因此，混改中所要求的引入非国有性质的股东，要在注入非国有资本的同时，让非国有股东真正参与到企业的经营活动决策中，提高其在企业中的地位和话语权。国有企业应妥善处理非国有股东委派到董监高中管理人员与原本国有股东及其管理层之间的权责关系，真正让“混”股权和“改”治理落到实处，形成国企高质量发展合力。

第三，国有企业应通过非国有股东治理提高内控质量，改善经营效益，更好融合市场发展。对于国有企业而言，为了防止各种系统和非系统性风险，以保持自身经营稳健性，企业中的管理层应加强内部控制这项机制建设，合理评估风险，积极稳妥采取适当控制手段，完善企业内部控制体系建设，严格把控企业中是否存在道德风险或滋生腐败等行为。保证企业合法合规运营，制定合理有效的规章制度，提高投融资决策的能力，保障债权人和投资者的权益，从而确保国企健康有活力发展，将债务违约风险降到最低。

第四，政府应减少对国企的干预，硬化预算软约束，充分发挥市场机制。在混合所有制改革的过程中，政府需要摆正在国企中的位置，减少不必要和非效率的预算软约束。国企应该逐渐摆脱政府所提供的隐性担保，提高自己市场竞争力，在市场机制中充分发挥自身实力。

6.3 研究不足及展望

6.3.1 测量方法的局限

根据本文前文文献综述部分所述,目前学术界中有众多对债务违约风险的测量方式。本文中采用了 Altman 的 Zscore 值这一连续变量和是否发生债务诉讼或仲裁这一虚拟变量进行度量,其测度方式虽参考了众多学者的相关研究,但在资本市场日渐发展的同时,这两种方式也显得有些简单。希望未来的研究可以利用多种资本市场理论,完善和创新债务违约风险的度量方式,创立符合中国经济社会的债务违约风险率数据库,以便于上市公司得以随时关注自身财务风险,也有利于相关学者的后续研究。

本文所参考的非国有股东治理的测量方式,无论是从股权结构层面还是高层治理结构层面都是混改背景下学者不断创新的结果,从客观上看,这一测量方式在很大程度上能够反映非国有股东在国有企业的参与程度;但从主观上讲,非国有股东的治理效应更应体现在是否在企业中拥有话语权、是否真正解决国企的“内部人控制问题”等具体情况当中。

6.3.2 研究样本的局限

本文研究对象为国有上市企业,但混合所有制改革所覆盖的面是我国所有企业,因此本文针对我国的非上市国企未予考虑,尤其是我国非上市国企中存在更多代理问题和财务信息披露不透明不规范等问题,其产生债务违约风险的概率可能会更高。那么本文所得出的结论在非上市企业样本中是否同样适用,是否会存在差异,这或许是后续研究亟待扩展讨论的问题。

参考文献

- [1]Altman E I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy[J]. The Journal of Finance, 1968, 23 (4) : 589-609.
- [2]Duygun M, Ladley D. Challenges to global financial stability: Interconnections, credit risk, business cycle and the role of market participants[J]. Journal of Banking & Finance, 2020, 112: 105735.
- [3]Daniels K and Ramirez G G,Information, Credit Risk, Lender Specialization and Loan Pricing:Evidence from the DIP Financing Market[J],Journal of Financial Services Research,2008, 34(1):35-59.
- [4] Defond M L and Jiambalvo J,Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals[J].Journal of Accounting and Economics,1994, 17(1-2):145-176.
- [5]Deangelo, H.,L. Deangelo, and T.M.Whited. Capital Structure Dynamics and Transitory Debt[J].Journal of Financial Economics, 2011,99,(2): 235—261.
- [6]Megginson,W.L.al.The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms:An International Empirical Analysis[J].The Journal of Finance,1994,49(2):403-452.
- [7]Beneish M D and Press E, Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants[J].The Accounting Review, 1993,68(2):233-257.
- [8]Zhang Z.,Bank Interventions and Trade Credit: Evidence from Debt Covenant Violations[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2019,54(5):2179-2207.
- [9]Griffin P A, Lont D H, and Mcclune K,Insightful Insiders? Insider Trading and Stock Return around Debt Covenant Violation Disclosures[J].Abacus, 2014,50(2):117-145.
- [10]Gao Y, Khan M, and Tan L,Further Evidence on Consequences of Debt Covenant Violations[J].Social Science Electronic Publishing.2017,
- [11]Guo, Jun,Huang,Pingsun,and Zhang, Yan,Do debt covenant violations serve as a risk factor of ineffective internalcontrol?[J].Review of Quantitative Finance &

- Accounting, 2018.
- [12] Ferrando, Annalisa and Wolski, Marcin, "Investment of Financially Distressed Firms: the Role of Trade Credit [J]. EIB Working Paper, 2018(04).
- [13] Fargher N L, Wilkins M S and Holder-Webb L M, Initial Technical Violations of Debt Covenants and Changes in Firm Risk [J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2001, 28(3-4): 465-480.
- [14] Haejun Jeon, Michi Nishihara, The effects of business cycle and debt maturity on a firm's investment and default decisions [J]. International Review of Economics & Finance, 2015(7): 326-351.
- [15] Beaver, W. Financial Ratios as Predictors of Failure [J]. Supplement to Journal of Accounting Research, 1966: 71-111.
- [16] Boateng, A., and W. Huang. Multiple Large Shareholders, Excess Leverage and Tunneling: Evidence from an Emerging Market [J]. Corporate Governance An International Review, 2017, 25, (1) : 58-74.
- [17] Denis, D.J., and S.B. McKeon. Debt Financing and Financial Flexibility Evidence from Proactive Leverage Increases [J]. Review of Financial Studies, 2012, 25, (6) : 1897-1929.
- [18] 周业安, 余晨阳, 杨小静, 全婷. 国有企业的债务问题研究 [J]. 经济理论与经济管理, 2017 (06) : 81-95.
- [19] 黄群慧. 改革开放 40 年中国的产业发展与工业化进程 [J]. 中国工业经济, 2018 (09) : 5-23.
- [20] 周娜, 鲍晓娟. 国企混合所有制改革轨迹与现实例证 [J]. 改革, 2017 (02) : 77-87.
- [21] 逯东, 黄丹, 杨丹. 国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率 [J]. 管理世界, 2019, 35 (06) : 119-141.
- [22] 蔡贵龙, 郑国坚, 马新啸, 卢锐. 国有企业的政府放权意愿与混合所有制改革 [J]. 经济研究, 2018, 53 (09) : 99-115.
- [23] 陈德球, 刘经纬, 董志勇. 社会破产成本、企业债务违约与信贷资金配置效率 [J]. 金融研究, 2013 (11) : 68-81.

- [24]王靖宇,张宏亮.产品市场竞争与企业投资效率:一项准自然实验[J].财经研究,2019,45(10):125-137.
- [25]温忠麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J].心理科学进展,2014,22(05):731-745.
- [26]汪平,邹颖,兰京.异质股东的资本成本差异研究——兼论混合所有制改革的财务基础[J].中国工业经济,2015(09):129-144.
- [27]张靖,肖翔,李晓月.环境不确定性、企业社会责任与债务违约风险——基于中国A股上市公司的经验研究[J].经济经纬,2018(9):136-142.
- [28]廖冠民,沈红波.国有企业的政策性负担:动因、后果及治理[J].中国工业经济,2014(06):96-108.
- [29]刘小玄,杜君.国有企业的扩张行为:动机及效应[J].南方经济,2018(12):1-16.
- [30]马克和,洪蕴.我国地方政府隐性债务及风险研究评述[J].经济研究参考,2020(21):98-110.
- [31]李萌,王近.内部控制质量与企业债务违约风险[J].国际金融研究,2020(08):77-86.
- [32]杨洁,张茗,刘运材.碳信息披露如何影响债务融资成本——基于债务违约风险的中介效应研究[J].北京理工大学学报(社会科学版),2020,22(04):28-38.
- [33]罗小伟,梁晨.我国企业债券违约的特征趋势、融资特点及风险处置机制研究[J].金融发展研究,2020(04):44-53.
- [34]何德旭,王学凯.地方政府债务违约风险降低了吗?——基于31个省区市的研究[J].财政研究,2020(02):9-26.
- [35]秦璇,方军雄.债务违约曝光前后企业盈余管理行为研究——基于债务风险管理视角的实证检验[J].中国经济问题,2019(06):119-134.
- [36]李祥云,刘松.债务杠杆与地方政府债务违约风险关系研究[J].当代财经,2019(11):25-35.
- [37]孟庆斌,侯粲然,鲁冰.企业创新与违约风险[J].世界经济,2019,42(10):169-192.

- [38]张玮倩,方军雄. 债务违约溢出效应对企业创新投资的影响研究[J]. 证券市场导报, 2019(09):31-40.
- [39]樊霞,陈娅,张巧玲. 经济政策不确定性、政府隐性担保与企业创新持续性[J]. 管理学报, 2020, 17(09):1347-1354.
- [40]王叙果,沈红波,钟霖佳. 政府隐性担保、债券违约与国企信用债利差[J]. 财贸经济, 2019, 40(12):65-78.
- [41]吴秋生,独正元. 混合所有制改革程度、政府隐性担保与国企过度负债[J]. 经济管理, 2019, 41(08):162-177.
- [42]纪洋,王旭,谭语嫣,黄益平. 经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化[J]. 经济学(季刊), 2018, 17(02):449-470.
- [43]汪伟立. 政府隐性担保与降低债券风险溢价——基于我国城投债的实证研究[J]. 宏观经济研究, 2017(11):51-59.
- [44]谢海洋,吕振伟,曹少鹏. 非国有股东参与治理与全要素生产率——基于国企混合所有制改革的实证检验[J]. 金融学季刊, 2020, 14(04):155-184.
- [45]蔡贵龙,卢锐,马新啸. 非国有股东委派董事与国有上市公司财务重述[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2021, 61(01):185-195.
- [46]狄灵瑜,步丹璐. 非国有股东参股与国有企业金融化——基于混合所有制改革的制度背景[J]. 山西财经大学学报, 2021, 43(03):96-111.
- [47]向东,余玉苗. 国有企业引入非国有资本对投资效率的影响[J]. 经济管理, 2020, 42(01):25-41.
- [48]吴琳芳,吕振伟,曹少鹏,刘双. 非国有股东参与治理与国企过度投资[J]. 会计之友, 2019(24):153-158.
- [49]祁怀锦,李晖,刘艳霞. 政府治理、国有企业混合所有制改革与资本配置效率[J]. 改革, 2019(07):40-51.
- [50]谢海洋,曹少鹏. 非国有股东能抑制国有企业的过度投资水平吗?——来自国有竞争类上市公司的经验证据[J]. 会计论坛, 2018, 17(02):19-38.
- [51]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]. 会计研究, 2016(11):61-68+96.
- [52]曹越,孙丽,郭天泉,蒋华玲. “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(08):144-158.
- [53] 卢建词, 姜广省. 混合所有制与国有企业现金股利分配[J]. 经济管理, 2018, 40(02):5-20.
- [54] 杨治, 路江涌, 陶志刚. 政治庇护与改制: 中国集体企业改制研究[J]. 北京: 经济研究, 2007(5):104-114.
- [55] 潘红波, 余明桂. 支持之手、掠夺之手与异地并购[J]. 北京: 经济研究, 2011(9):108-120.
- [56] 黄速建. 中国国有企业混合所有制改革研究[J]. 北京: 经济管理, 2014(7):1-10.
- [57] 郑志刚, 李东旭, 许荣, 林仁韬, 赵锡军. 国企高管的政治晋升与形象工程——基于 N 省 A 公司的案例研究[J]. 北京: 管理世界, 2012(10):146-156.
- [58] 白重恩, 路江涌, 陶志刚. 国有企业改制效果的实证研究[J]. 北京: 经济研究, 2006(8):4-13.
- [59] 肖泽忠, 邹宏. 中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好[J]. 经济研究, 2008(06):119-134+144.
- [60] 陈晓珊, 刘洪铎. 混合所有制企业的民营化程度如何影响高管薪酬-业绩敏感性?[J]. 商业经济与管理, 2019(01):49-61+73.
- [61] 郝云宏, 汪茜. 混合所有制企业股权制衡机制研究——基于“鄂武商控制权之争”的案例解析[J]. 中国工业经济, 2015(03):148-160.
- [62] 洪正, 袁齐. 非国有股东治理与国企分红——兼论混合所有制改革[J]. 商业研究, 2019(01):39-48.
- [63] 卢佳瑄, 万寿义. 混合所有制改革能缓解债务融资错配吗——来自中国制造业上市公司的微观证据[J]. 山西财经大学学报, 2021, 43(05):88-101.
- [64] 马连福, 王丽丽, 张琦. 混合所有制的优序选择: 市场的逻辑[J]. 北京: 中国工业经济, 2015(7):5-20.
- [65] 吴万宗, 宗大伟. 何种混合所有制结构效率更高——中国工业企业数据的实证检验与分析[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2016(3):15-25.
- [66] 沈红波, 华凌昊, 郎宁. 地方国有企业的投融资期限错配: 成因与治理[J]. 财贸经济, 2019, 40(01):70-82.

- [67]钟昀珈,张晨宇,陈德球. 国企民营化与企业创新效率:促进还是抑制? [J]. 财经研究, 2016(7):4-15.
- [68]倪志良,高正斌,张开志. 政策性负担与国有企业杠杆率:预算软约束的中介效应[J]. 产经评论, 2019, 10(03):102-114.
- [69]魏明海,蔡贵龙,柳建华. 中国国有上市公司分类治理研究[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2017(4):175-192.
- [70]吴有昌. 国有企业内部人控制问题的成因及对策[J]. 改革, 1995(4):73-78.
- [71]曾诗韵,蔡贵龙,程敏英. 非国有股东能改善会计信息质量吗?——来自竞争性国有上市公司的经验证据[J]. 会计与经济研究, 2017(4):28-44.
- [72]陈林,唐杨柳. 混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究[J]. 经济学家, 2014(11):13-23.
- [73]黄文雅. 金融环境、预算软约束与企业投资效率[J]. 财会通讯, 2020(06):67-71.
- [74]郑志刚,牟天琦,黄继承. 存在退市风险公司的救助困境与资本市场的“预算软约束”[J]. 世界经济, 2020, 43(03):142-166.
- [75]李文贵,余明桂. 民营化企业的股权结构与企业创新[J]. 管理世界, 2015(04):112-125.
- [76]张辉,黄昊,闫强明. 混合所有制改革、政策性负担与国有企业绩效——基于1999—2007年工业企业数据库的实证研究[J]. 经济学家, 2016(09):32-41.
- [77]綦好东,郭骏超,朱炜. 国有企业混合所有制改革:动力、阻力与实现路径[J]. 管理世界, 2017(10):8-19.
- [78]郑志刚. 国企公司治理与混合所有制改革的逻辑和路径[J]. 证券市场导报, 2015(06):4-12.
- [79]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, 52(03):122-135.
- [80]祁怀锦,刘艳霞,王文涛. 国有企业混合所有制改革效应评估及其实现路径[J]. 改革, 2018(09):66-80.
- [81]罗朝阳,李雪松. 金融周期、全要素生产率与债券违约[J]. 经济管理, 2020, 42(02):5-22.

- [82]张靖,肖翔,李晓月.环境不确定性、企业社会责任与债务违约风险——基于中国A股上市公司的经验研究[J].经济经纬,2018,35(05):136-142.
- [83]李亚超,鲍晓静.一体化程度、宏观经济波动与企业债务违约[J].现代财经(天津财经大学学报),2020,40(08):73-87.
- [84]李诗瑶.上市公司债务违约风险与股价崩盘风险[J].江西社会科学,2019,39(07):42-53.
- [85]孟宪春,张屹山,张鹤,冯叶.预算软约束、宏观杠杆率与全要素生产率[J].管理世界,2020,36(08):50-65.

后 记

予忆此研究生涯，乃负笈求学，尊师长，结友人，欢欢喜喜，和光同尘，与云卷舒，学海泛舟，故而放任吾之自流乎，师长常责备矣。然则三载匆匆，行文至此，学业即终，师长折柳，友人再会，何不舍乎？

若夫时光荏苒，萱台椿庭，白鬓如霜，敬谢不敏；严师如父，兢兢业业，桃李不言；同窗良友，管鲍之交，以诚相待。深忆恩情，则有落实思树，饮流怀源，感恩戴德，再登高楼，感极而泣者矣。

至若春去夏至，诸事俱安，功业得定，文章著毕，疾疫消退，河清海晏，元元本本，而或同窗齐聚，共侃明朝，鲲鹏北海，凤舞朝阳，踏步青云，好景在望也！回首恍惚，则有书途漫漫，来路茫茫，俱怀满志，其雄赳赳是也！

嗟夫！予常探求学者之心，或不同于常人，何哉？不为苟活，不为世抛，居围城之内则笑举子，处围城之外则怀故人，是进也忧，退也忧，然则何日得终乎？吾必乎“得适势之时而进，得适势之时而退”乎！噫，学无边，世事缤纷，皆为吾师！