

“救急”还是“救优”：多元目标下国资控股基金的“扶持之手”

——以纾困基金为例

曾文¹，阴慧芳¹，张克雷¹

(1.上海财经大学 会计学院)

摘要：近年来，随着国资监管由“管资产”到“管资本”的推进，国有资本以市场化程度更高、投资方式更加灵活多样的各类政府控股型基金的形式出现。本文手工收集整理了2018年—2020年纾困基金纾困民营上市公司的相关数据，对纾困基金选择支持对象的影响因素进行分析。研究发现：首先，纾困基金在选择纾困对象时，兼顾了疏解民营上市股权质押风险、实现经济效益与社会效益的多元目标。具体来说，民营上市公司股权质押比例越高、股权质押风险越大，越可能获得纾困基金支持，即“救急”。在此基础上，纾困基金更倾向于支持财务绩效更好与ESG表现更优的民营上市公司，以平衡经济效益与社会效益，即“救优”。其次，在不同市场环境、行业环境与企业经营环境中，纾困基金挑选支持对象时对经济效益与社会效益的权衡有所不同。本文首次识别了国资控股基金可以从“挑选赢家”这一事前机制发挥作用，并试图在经济与社会效益中寻求平衡，体现了国有资本在全面落实可持续发展目标中的重要作用，对如何发挥国有资本优化资源配置作用、实现国资民企良性互动提供了重要启示。

关键词：纾困基金；股权质押风险；可持续发展

中图分类号：F271;F832.51 **文献标识码：**A

一、引言

在金融市场与监督制度有待完善的发展中国家，政府干预能够在一定程度上纠正市场失灵，实现稀缺资源优化配置（Arrow, 1972; Cordes, 1997; Frye 和 Shleifer, 1997）。在中国经济发展进程中，国有资本运作与政府补助作为解决市场失灵、实现战略目标、维护社会稳定、促进经济健康发展的宏观调控手段，对资本市场以及上市公司产生了重要的影响。然而，总体而言，政府干预的结果是带来市场总福利的增加还是对市场机制产生扭曲仍然存在一定争议（Barwick 等, 2019; Bai 等, 2020）。党的二十大报告强调了深化国资国企改革、做优做大国有资本在实现经济高质量发展中的重要作用，随着国资监管由“管资产”到“管资本”的推进，国资运作更加强调了实现国资增值保值与发挥公共职能的多元目标，在此背景下，国有资本以市场化程度更高、投资方式更加灵活多样的各类政府控股型基金的形式出现（陈少强等, 2017; 丛菲菲等, 2019; 宫义飞等, 2021），并在资本市场上引起广泛关注。

2018年下半年，中国经济运行下行压力显著增大，股市出现大幅波动，民营上市公司普遍面临股权质押比例过高带来的控制权转移、强制平仓等风险，国有资本纾困基金应时而生。截至2020年，各地方国资委牵头设立了总规模超过4000亿元的纾困基金，同时撬动各类社会资本，旨在帮助民企化解短期危机、防止经营风险进一步扩大、稳定地区就业与经济

发展、形成良性地区商业循环。与此同时，提高国资证券化率、实现国有资本保值增值、发展壮大国有经济也是纾困基金的重要目标。由此可见，纾困基金运作兼具社会与经济目标，是以“管资产到管资本”为指引、以化解民营企业短期流动性危机为短期目标、以促进国资民企良性互动为长期目标、全国范围内的由各地国资委直接牵头的、将政府纾困与撬动社会资本相结合的一次国资集体行动。

目前仅有少量文献讨论了纾困基金的实际效果，发现纾困基金通过推动股权制衡、缓解代理冲突、完善公司治理、提高投资效率等机制，显著提升了上市公司的市场价值（周孝华与王诗意;2022;毛捷与管星华,2022）。然而，除了通过上述事后（*ex post*）机制发挥作用，在市场机制不完善的情况下，有效的政府补贴或救助要求政府在事前（*ex ante*）做出正确的决定，即“挑选赢家”（Schwartz 和 Clements, 1999）。在中国特定的制度环境背景下，不同情境下的国有资本运作仍然受到很多因素的影响。已有文献发现，国家战略目标（谢莉娟等,2021;曾嵘和唐松,2023）、政府竞争（步丹璐等,2018）、政治关联（杜勇和陈建英,2016）与企业寻租（许罡等,2012）等非市场因素均会影响企业获得政府补助。国资纾困基金能否以更加市场化的标准，选择合适的、优质的对象进行扶持与帮助，是其发挥预期的正面效果的重要前提与基础，却鲜有文献对以纾困基金为代表的新型国资如何在事前选择支持对象进行探究。本文试图从从事前（*ex ante*）挑选支持对象的角度打开国资运作的“黑箱”，探讨国资如何通过事前挑选这一路径实现社会与经济多元目标的兼顾与权衡。

本文手工收集整理了 2018 年—2020 年纾困基金纾困民营上市公司的相关数据，从国有资本兼顾经济与社会目标的角度出发，对纾困基金选择支持对象的影响因素进行分析。主要结果如下：首先，纾困基金在选择纾困对象时，兼顾了疏解民营上市股权质押风险、实现经济效益与社会效益的多元目标。具体来说，民营上市公司股权质押比例越高、股权质押风险越大，越可能获得纾困基金支持，即“救急”。在此基础上，纾困基金更倾向于支持财务绩效更好与 ESG 表现更优的民营上市公司，以平衡经济效益与社会效益，即“救优”。其次，本文发现在不同市场环境、行业环境与企业环境中，纾困基金挑选支持对象时对经济效益与社会效益的权衡有所不同。在政商关系健康指数与市场化程度较高的地区，纾困基金挑选支持对象时更加看重社会效益，即民营上市公司的 ESG 表现的影响更加明显；而在政商关系健康指数与市场化程度较低的地区，纾困基金更加看重经济效益，即民营上市公司财务绩效的影响更加明显。此外，在重点支持行业中，纾困基金更加看重社会效益，与之对应，在非支持行业中，纾困基金更倾向于对民营上市公司财务绩效进行甄选考量。最后，面对陷入财务困境的民营上市公司，纾困基金挑选支持对象时更加看重其财务绩效，而面对非财务困境公司，纾困基金则更加看重其社会表现。总体来说，本文的研究发现支持了纾困基金运作兼顾社会效益与经济效益，并在不同情境下有不同权衡，说明以纾困基金为代表的政府控股型基金可以通过“挑选赢家”这一事前机制实现高效运作。

相对于现有研究，本文的主要贡献如下：（1）本文丰富了有关政府干预与政府补助的相关文献。已有有关国有资本或政府补助如何挑选扶持对象时，主要分为“战略目标观”与“政治关系观”两种观点（谢莉娟等,2021;曾嵘和唐松,2023a;潘越等,2009;余明桂和潘红波,2008）。本文通过研究纾困基金这一国有资本的新运作方式，发现国有资本发挥“扶

持之手”时，将会通过挑选急需救助且优质的扶持对象以实现社会与经济等多元目标的兼顾与平衡，“救急”且“救优”。（2）本文丰富了有关政府控股型基金运作实际效果的相关文献。已有相关研究主要发现国资控股型基金可以通过推动股权制衡、缓解代理冲突、完善公司治理、提高投资效率、缓解融资困境等事后机制达到提高企业价值、促进企业创新等正面经济后果（周孝华与王诗意,2022;毛捷与管星华,2022;丛菲菲等,2019;宫义飞等,2021）。本文首次从事前角度出发，发现国资控股型基金也将通过“挑选赢家”这一同样重要的事前机制，以实现社会与经济目标的多元平衡。（3）本文研究发现，以国资纾困基金为代表的政府控股型基金在中国经济发展的新时期，将通过挑选优质民营企业进行救助与扶持兼顾与平衡社会目标与经济目标，实现了国有资本与民营经济良性互动，也体现了国有资本在全面落实可持续发展目标中的重要作用。

本文后续安排如下：第二部分为文献回顾与假说提出，第三部分为研究设计，第四部分将对实证检验的结果进行汇报与讨论，第五部分为进一步分析，最后一部分为本文得出的结论。

二、文献回顾与假说提出

已有研究针对什么样的企业更容易获得国有资本或政府补助等“扶持之手”这一问题展开了丰富的讨论，主要可以分为“战略目标观”与“政治关系观”。“战略目标观”下，我国国有资本投资的重要特征之一是向事关国计民生的重要行业和关键领域集中（谢莉娟等,2021），例如，各级政府为实现保障就业这一社会目标，会为某些企业的终身雇佣合约提供隐形担保；在重大突发事件中，为了稳定供应链，国有企业可以为供应链上的民营企业提供融资支持（曾增和唐松,2023a;曾增和唐松,2023b）。“政治关系观”则认为政治关系作为一种非正式制度可以在金融发展较落后、法治水平较低和产权保护不强的制度条件下发挥替代作用。具体而言，具有政治关联属性的民营企业，在处于财务困境时更容易获取政府补助（潘越等,2009），也可以更加便利、以更低的成本获取外部融资以缓解融资约束（陈运森和朱松,2009;张兆国等,2011;罗党论和甄丽明,2008;余明桂和潘红波,2008）。有关政府干预的经济后果，已有文献发现，一方面，政府补助可以发挥促进企业研发创新（陈红等,2019）、帮助企业缓解股价崩盘风险（滕飞等,2020）等积极作用，但是另一方面，制度安排、市场环境的诸多不完善可能会扭曲政府干预动机，出现政府错误配置资源、降低生产效率的情况（Restuccia 和 Rogerson,2008;Hsieh 和 Klenow,2009）。例如，高额的政府补助会明显加大企业陷入僵尸困境的风险（饶静和万良勇,2018），市场化程度较低地区的 IPO 公司获得的政府补助越多，会计绩效与市场业绩也越差（王克敏等,2015）。

与上述国家通过政府支持与补助对市场进行干预以实现扶持创新产业发展、稳定社会就业等社会目标不同，近年来，随着国资监管由“管资产”到“管资本”的推进，在“做大做强国有资本”的政策引领下，国资运作更加强调了实现国资增值保值与发挥公共职能的多元目标。在此背景下，本文认为国有资本挑选支持标的将兼顾社会目标与经济目标，兼顾“救急”与“救优”原则，从“挑选赢家”这一重要的事前机制，实现经济社会可持续发展与国有资本高效配置的多元目标。

首先，以纾困基金为代表的国有资本运作一般具有一定的针对性，纾困基金是在市场整

体下行导致股票质押强制平仓,继而可能引发资本市场系统性危机的特殊背景之下的救助之举,其直接目标在于解除上市公司的股权质押风险,因此,解决民营企业股权质押风险、维护资本市场稳定是其首要目标,体现了纾困基金的“救急”原则。然而,在考虑民营企业股权质押风险的同时,纾困基金同样可能在社会与经济多元目标的指引下挑选优质民营企业作为支持对象,体现为“救优”原则。一方面,研究表明,CSR表现较好的企业在获得政府采购合约时具有更高的竞争力(Flammer, 2018)。国有资本作为助推国家“可持续发展”理念与实现“双碳目标”的重要先行者,国有资本运作具有其固有的社会目标属性,除降低民营企业流动性风险外,纾困基金在挑选纾困对象时,对在稳定就业、环境保护等方面表现较好的民企,更可能表现出支持偏好;另一方面,与政府救助等政府直接补助等不同,在“管资本”指引下的国资纾困基金以基金方式开展,投资主体更加多样,投资方式更加灵活,并且撬动了大量社会资本共同参与,相对而言要求更高的资本回报率,因此,对财务绩效较好、发展潜力较大的民企,纾困基金同样可能表现出更强的偏好。综上所述,在缓解民营企业股权质押风险这一首要目标的前提下,纾困基金同时面临推动企业与经济可持续发展、实现国有资本保值增值的社会与经济多元目标,因此,纾困基金在挑选纾困对象时,除考虑民企股权质押风险以实现“救急”外,也将对企业的社会表现与财务表现进行考虑,以实现“救优”。因此,本文提出假说1与假说2:

假说1:民营企业股权质押比例越高,越可能获得纾困基金支持。

假说2:在考虑股权质押比例的前提下,民营企业的社会表现与财务表现越好,越可能获得纾困基金支持。

三、 研究设计

1. 样本选择

2018年,我国民营上市公司普遍面临股票市场波动、股权质押比例过高带来的短期流动性风险,全国各省份国资委应中央号召陆续设立纾困基金开展民企纾困工作,这是一次各地国有资本在短时间内进行高频次投资的集体行动,为讨论国有资本践行影响力投资理念提供了研究场景,因此,本文的研究样本为2018年—2020年的民营上市公司。本文手工搜集整理了纾困基金与民营上市公司的相关数据,纾困事件数据由Choice数据库“上市公司驰援一览”为起点,首先通过企查查等网站判断纾困方的最终控制人,保留了最终控制人为国资委、财政部、人民政府的纾困事件。其次,通过“上市公司驰援一览”中提供的被纾困公司代码、纾困时间、纾困合作方等信息查阅巨潮网民营上市公司公告,手工搜集并整理纾困合约的具体内容。本文将同一公司、同一公告日中发布的纾困行为整合为一次纾困事件,最终获得2018年至2020年间321个纾困事件,其中2018年纾困事件合计120次,2019年纾困事件合计163次,2020年纾困事件合计38次。为了从公司层面进行分析,本文将纾困事件按照公司一年度进行汇总,如果民营上市公司一年中至少披露一次纾困事件,则视为当年被纾困基金纾困。

从CSMAR民营上市公司数据库中,剔除金融行业和控制变量缺失的样本后,本文共计获得2018年—2020年民营上市公司6347个公司一年度观测值,其中被国资纾困的共有212个公司一年度观测值。本文使用的民营企业其他相关数据来自国泰安(CSMAR)数据库、

Wind 数据库和同花顺 (iFinD) 数据库。为了降低异常值的影响,本文对主要连续变量进行了上下 1%水平的 Winsorize 处理。

2. 回归模型

本文主要构建如下的 Logit 模型来考察纾困基金选择纾困对象的影响因素:

$$\begin{aligned} \text{Logit}(\text{Bailout}_{t+1} = 1) &= \beta_0 + \beta_1 \text{Pled}_t + \beta_2 \text{Economical}_t + \beta_3 \text{Social}_t + \beta_4 \text{Economical}_t \times \text{Pled}_t \\ &+ \beta_5 \text{Social}_t \times \text{Pled}_t + \beta_6 \text{Controls}_t + \text{Year} + \text{Ind} + \text{Province} \\ &+ \varepsilon \quad (1) \end{aligned}$$

其中,被解释变量 *Bailout* 为公司是否被纾困基金纾困,主要解释变量为民营上市公司财务绩效考量因素 (*Economical*) 和社会绩效考量因素 (*Social*) 及其与股权质押情况 (*Pled*) 的交乘项。本文使用财务绩效、社会绩效与股权质押情况的交乘项作为主要关注变量的合理性在于,由于纾困基金主要目标为纾解民营上市公司股权质押风险,国有资本在挑选纾困对象时首要考虑因素应该为上市公司股权质押比例,即“救急”,在此基础上,纾困基金才能在经济与社会双重目标下对民营企业进行挑选,即“救优”。因此,如果本文研究结论发现,在模型 (1) 中, β_4 与 β_5 回归系数显著为正,则说明纾困基金选择支持对象时,不仅考虑了股权质押风险这一首要目标,还对民营企业财务绩效与社会绩效进行考虑,以实现国有资本的多元目标兼顾与平衡。本文使用净资产回报率 (*ROE*) 衡量企业财务绩效,使用华证 ESG 评级¹ (*ESGRating*) 衡量企业社会绩效。有关控制变量的选取,参照已有文献 (周孝华和王诗意, 2022), 本文选取企业规模 (*Size*)、资产负债率 (*Lev*)、企业上市年龄 (*Age*)、现金流水水平 (*Cash*)、专利数量 (*Patent*)、董事会规模 (*BSize*)、第一大股东持股 (*Top1*)、独立董事比例 (*Indep*)、高管政治关联 (*PC*) 以及省份 GDP 增长率 (*Dgdp*) 作为公司层面的控制变量。此外,本文还控制了行业、年度、省份固定效应。详细变量的定义如表 1 所示。

表 1 变量定义及计算方法

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	是否被纾困	<i>Bailout</i>	若上市公司下一年被国资纾困,则取 1,否则取 0
解释变量	股权质押比例	<i>Pled</i>	上市公司当年报告期末股权质押比例%
	财务绩效	<i>ROE</i>	上市公司净资产回报率
	社会绩效	<i>ESGRating</i>	上市公司华证 ESG 评级,该指标包含 C、CC、CCC、B、BB、BBB、A、AA 共 8 个等级,将上市公司 ESG 等级从低到高分别赋值为 1 至 8
	资产规模	<i>Size</i>	上市公司总资产取自然对数
控制变量	资产负债率	<i>Lev</i>	上市公司负债总额/总资产
	公司年龄	<i>Age</i>	上市公司成立年数
	现金持有	<i>Cash</i>	上市公司经营活动现金流净额/总资产
	创新水平	<i>Patent</i>	上市公司当年获得的发明专利数量取自然对数

¹ 本文采用华证指数推出的 ESG 评价指标 (*ESGRating*) 来描述中国上市公司 ESG 的发展概况。该评价指标结合国际 ESG 核心要义和中国特色发展编制而成,其体系构建符合我国本土化的指标体系,并由 14 个主题 26 个关键指标构成。本文选用华证 ESG 评级数据作为衡量企业 ESG 优势的核心指标,数据来自 Wind 资讯金融终端。目前该指标已得到业界和学术界的认可和应用 (Lin 等, 2021)。

董事会规模	<i>BSize</i>	上市公司董事会人数取自然对数
股权集中度	<i>Top1</i>	上市公司第一大股东持股比例
董事会独立性	<i>Indep</i>	上市公司董事会中独立董事占比
政治关联	<i>PC</i>	上市公司董事长或总经理是否有在中央及地方各级政府、人大、政协等部门任职经历，是则取值为 1；否则取值为 0
省份经济增长	<i>Dgdp</i>	上市公司所在省份当年相对于上一年的 GDP 增长率

四、实证检验

1. 描述性统计

表 2 对被纾困公司的行业分布进行了统计，整体来看，纾困基金主要覆盖了制造业、信息传输、软件和信息技术服务业、建筑业、批发和零售业、水利、环境和公共设施管理业与文化、体育和娱乐业等多个行业的民营上市公司，其中制造业企业居多。纾困基金纾困对象所在行业的前三名均与计算机、通信等信息技术相关，符合国有资本纾困基金向科技属性企业倾斜的宗旨。本文主要变量的描述性统计分析见表 3。*Bailout* 变量平均值为 0.033，被纾困的公司-年度观测值约占总样本的 3%。上市公司报告期末股权质押比例 (*Pled*) 在样本观测期内平均值为 19.483%，最大值为 63.44%，标准差为 16.195%，说明样本内各民营企业普遍面临股权质押风险，但质押风险的程度存在较大的差异。财务绩效与社会绩效方面，*ROE* 最小值为-1.304，最大值为 0.369，标准差为 0.21，而上市公司 ESG 评级得分平均值为 4.042，标准差为 1.195，表明样本内民营上市公司的财务绩效与社会绩效表现差异较大，纾困基金在选择支持对象时，确实面临“挑选赢家”的难题以实现缓解股权质押风险、并实现社会绩效与财务绩效的多元目标。表 4 的相关性分析结果表明，模型中各变量间的相关系数在合理范围内，绝对值普遍较小，不存在严重多重共线性问题影响模型结果的准确性。

表 2 被纾困公司行业分布

行业代码	行业名称	公司-年度	所占比例
C3	计算机、通信和其他电子设备制造业	51	24.06%
I	软件和信息技术服务业	26	12.26%
C3	专用设备制造业	15	7.08%
C2	化学原料及化学制品制造业	13	6.13%
I	互联网和相关服务	11	5.19%
C2	医药制造业	10	4.72%
C3	电气机械及器材制造业	10	4.72%
C3	通用设备制造业	9	4.25%
E	建筑装饰和其他建筑业	7	3.30%
C4	仪器仪表制造业	6	2.83%
E	土木工程建筑业	5	2.36%
N	生态保护和环境治理业	5	2.36%
C2	印刷和记录媒介复制业	4	1.89%
C2	橡胶和塑料制品业	4	1.89%
C3	非金属矿物制品业	4	1.89%
R	广播、电视、电影和影视录音制作业	3	1.42%
F	批发业	3	1.42%

C3	汽车制造业	3	1.42%
C1	农副食品加工业	2	0.94%
C2	化学纤维制造业	2	0.94%
C2	家具制造业	2	0.94%
B	开采辅助活动	2	0.94%
C2	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	2	0.94%
C3	有色金属冶炼及压延加工业	2	0.94%
C1	食品制造业	2	0.94%
M	专业技术服务业	1	0.47%
C4	其他制造业	1	0.47%
L	商务服务业	1	0.47%
R	新闻和出版业	1	0.47%
B	煤炭开采和洗选业	1	0.47%
C2	石油加工、炼焦及核燃料加工业	1	0.47%
L	租赁业	1	0.47%
C3	铁路、船舶、航空航天和其它运输设备制造业	1	0.47%
H	餐饮业	1	0.47%

表 3 描述性统计

Variable	N	Mean	p50	SD	Min	Max
<i>Bailout</i>	6,347	0.033	0.000	0.180	0.000	1.000
<i>Pled</i>	6,347	19.483	17.900	16.195	0.000	63.440
<i>ROE</i>	6,347	0.042	0.074	0.210	-1.304	0.369
<i>ESGRating</i>	6,347	4.042	4.000	1.195	1.000	8.000
<i>Size</i>	6,347	21.923	21.812	1.098	19.780	25.398
<i>Lev</i>	6,347	0.387	0.374	0.192	0.059	0.894
<i>Age</i>	6,347	7.583	7.000	6.707	0.000	25.000
<i>Cash</i>	6,347	0.168	0.137	0.114	0.016	0.583
<i>Patent</i>	6,347	0.750	0.693	0.950	0.000	3.932
<i>BSize</i>	6,347	2.194	2.303	0.165	1.792	2.565
<i>Top1</i>	6,347	0.314	0.298	0.130	0.090	0.672
<i>Indep</i>	6,347	0.335	0.299	0.240	0.000	0.866
<i>PC</i>	6,347	0.296	0.000	0.456	0.000	1.000
<i>Dgdp</i>	6,347	2.182	1.666	4.157	-14.592	15.120

表 4 相关系数矩阵

	<i>Bailout</i>	<i>Pled</i>	<i>ROE</i>	<i>ESGRating</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Age</i>	<i>Cash</i>	<i>Patent</i>	<i>BSize</i>	<i>Top1</i>	<i>Indep</i>	<i>PC</i>	<i>Dgdp</i>
<i>Bailout</i>		0.14*	-0.04*	-0.05*	0.04*	0.05*	-0.00	-0.02	0.07*	-0.01	-0.04*	-0.05*	0.03*	0.01
<i>Pled</i>	0.13*		-0.23*	-0.29*	0.21*	0.29*	0.26*	-0.18*	-0.13*	-0.04*	0.02*	0.08*	0.08*	-0.04*
<i>ROE</i>	-0.03*	-0.18*		0.24*	0.08*	-0.10*	-0.24*	0.20*	0.09*	0.02*	0.21*	0.14*	-0.03*	0.02
<i>ESGRating</i>	-0.04*	-0.29*	0.22*		0.05*	-0.13*	-0.21*	0.13*	0.17*	-0.01	0.06*	-0.02*	0.04*	0.00
<i>Size</i>	0.03*	0.21*	0.07*	0.09*		0.46*	0.46*	-0.16*	0.05*	0.17*	-0.02	0.31*	0.08*	-0.03*
<i>Lev</i>	0.05*	0.28*	-0.23*	-0.15*	0.46*		0.29*	-0.24*	-0.05*	0.06*	-0.04*	0.15*	0.06*	0.02*
<i>Age</i>	-0.03*	0.24*	-0.13*	-0.21*	0.40*	0.30*		-0.18*	-0.13*	0.08*	-0.24*	0.16*	0.04*	-0.02
<i>Cash</i>	-0.03*	-0.17*	0.14*	0.11*	-0.18*	-0.27*	-0.14*		0.05*	-0.00	0.08*	0.01	-0.05*	0.06*
<i>Patent</i>	0.07*	-0.13*	0.08*	0.17*	0.11*	-0.03*	-0.15*	0.03*		0.02	0.00	-0.07*	0.02	0.06*
<i>BSize</i>	-0.01	-0.04*	0.03*	-0.00	0.19*	0.07*	0.09*	-0.01	0.03*		-0.08*	0.13*	0.02	-0.03*
<i>Top1</i>	-0.03*	0.06*	0.15*	0.07*	0.02	-0.03*	-0.18*	0.07*	-0.01	-0.06*		0.28*	0.01	-0.04*
<i>Indep</i>	-0.06*	0.11*	0.08*	-0.01	0.33*	0.14*	0.20*	0.01	-0.04*	0.13*	0.34*		0.04*	-0.06*
<i>PC</i>	0.03*	0.08*	-0.00	0.05*	0.08*	0.06*	0.01	-0.07*	0.02	0.02	0.01	0.03*		-0.02*
<i>Dgdp</i>	0.00	-0.04*	0.00	0.02	-0.04*	0.01	-0.05*	0.04*	0.05*	-0.02	-0.03*	-0.05*	-0.02	

注：该矩阵右上部分为各变量的 pearson 相关系数，左下部分为各变量的 spearman 相关系数

2. 基准回归结果

根据前文的理论分析,本文首先对国资纾困是否对民营上市公司的股权质押情况进行考虑进行检验,如表5第(1)列所示,股权质押比例(*Pled*)系数在1%水平上显著为正,即民营上市公司股权质押比例越高,越可能获得纾困基金支持,符合纾困基金疏解企业股权质押风险的首要目标,本文假说1得证。在此基础上,本文纳入了关键解释变量财务绩效变量(*ROE*)、社会绩效变量(*ESGRating*)及其与股权质押比例(*Pled*)的交乘项,考察在股权质押比例之外,纾困基金是否会考虑民营企业的财务与社会表现。表5第(2)列结果表明,股权质押比例与财务表现的交乘项 $Pled \times ROE$ 以及股权质押比例与社会表现的交乘项 $Pled \times ESGRating$ 在1%水平显著为正,即在考虑股权质押比例的前提下,财务绩效与社会绩效较好的民营上市公司更可能获得纾困基金支持。进一步的,为保证模型一致性与验证结论稳健性,本文在第(3)列进一步将所有控制变量与股权质押比例进行交乘(Card和Dahl,2011),第(3)列回归结果与第(2)列结果基本一致。控制变量方面,回归结果显示,上市公司成为纾困对象与企业规模(*Size*)、创新水平(*Patent*)显著正相关,与企业年龄(*Age*)、第一大股东持股比例(*Top1*)显著负相关,说明纾困基金更倾向于支持规模较大、创新水平较高、第一大股东持股比例较低的企业,在一定程度上支持了以往文献中发现的“战略目标观”,而与政治关系(*PC*)在统计意义上没有显著关系,说明纾困基金挑选纾困对象的过程并不支持“政治关系观”。综上所述,纾困基金挑选纾困对象时,除了考虑民营上市公司的股权质押比例,也将对其的财务绩效与社会绩效进行考虑。在股权质押比例类似的情况下,民营企业财务表现或社会表现越好,在股权质押比例较高时获得纾困基金支持的概率更高,验证本文假说2,在社会与经济双重目标的指引下,纾困基金在挑选纾困目标时综合考虑了民营上市公司股权质押风险、财务绩效与社会绩效。

表5 纾困基金选择纾困对象的影响因素

	<i>Bailout</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>Pled</i> × <i>ROE</i>		0.044***	0.036**
		(3.18)	(2.27)
<i>Pled</i> × <i>ESGRating</i>		0.013***	0.011***
		(3.40)	(2.77)
<i>Pled</i>	0.047***	-0.006	-0.123
	(9.09)	(-0.36)	(-1.05)
<i>ROE</i>	0.141	-1.405**	-1.023*
	(0.38)	(-2.52)	(-1.65)
<i>ESGRating</i>	-0.141*	-0.541***	-0.464***
	(-1.84)	(-4.15)	(-3.44)
<i>Size</i>	0.273**	0.299***	0.203
	(2.47)	(2.69)	(1.17)
<i>Lev</i>	0.660	0.504	-0.135
	(1.06)	(0.81)	(-0.12)
<i>Age</i>	-0.061***	-0.064***	-0.056
	(-3.39)	(-3.42)	(-1.62)

<i>Cash</i>	-0.445 (-0.51)	-0.412 (-0.47)	-1.567 (-1.32)
<i>Patent</i>	0.290*** (3.24)	0.304*** (3.39)	-0.146 (-0.95)
<i>BSize</i>	0.294 (0.56)	0.290 (0.54)	-0.154 (-0.17)
<i>Top1</i>	-2.006** (-2.41)	-1.861** (-2.19)	-2.976* (-1.88)
<i>Indep</i>	-1.150** (-2.28)	-1.087** (-2.18)	0.011 (0.01)
<i>PC</i>	0.190 (0.97)	0.168 (0.86)	0.231 (0.68)
<i>Dgdp</i>	0.009 (0.29)	0.008 (0.24)	-0.033 (-0.71)
<i>Pled×Size</i>			0.003 (0.57)
<i>Pled×Lev</i>			0.020 (0.70)
<i>Pled×Age</i>			-0.000 (-0.08)
<i>Pled×Cash</i>			0.046 (1.14)
<i>Pled×Patent</i>			0.016*** (3.43)
<i>Pled×BSize</i>			0.014 (0.50)
<i>Pled×Top1</i>			0.022 (0.49)
<i>Pled×Indep</i>			-0.036 (-1.44)
<i>Pled×PC</i>			-0.003 (-0.31)
<i>Pled×Dgdp</i>			0.002 (1.18)
Constant	-9.867*** (-3.79)	-8.795*** (-3.37)	-5.025 (-1.25)
Observations	5,493	5,493	5,493
Year FE	YES	YES	YES
Ind FE	YES	YES	YES
Province FE	YES	YES	YES
Pseudo R-squared	0.218	0.226	0.235

3. 稳健性检验

首先，由于被纾困的民营上市公司占总样本的比例较少，仅占样本数量的 3%，为了缓解稀有事件偏差对本文实证结果的影响，本文采用“补对数—对数”模型（Cloglog）对回归

模型（1）进行估计。表 6 第（1）列的结果表明，考虑稀有事件偏差的影响后，前文发现的民营上市公司财务表现与社会表现因素对国有资本选择纾困对象的影响依然显著，本文实证检验结果具有稳健性。

其次，由于纾困基金的首要目标为缓解民营上市公司股权质押风险，则相对而言，被纾困对象的股权质押比例相对都较高。为避免由此产生的系统性计量偏差，本文仅保留股权质押比例在样本中位数以上的样本对模型（1）进行重新估计，回归结果如表 6 第（2）列所示，在高质押比例样本中， $Pled \times ROE$ 及 $Pled \times ESGRating$ 的回归系数均为正，其中， $Pled \times ROE$ 的回归系数在 5%水平显著为正， $Pled \times ESGRating$ 回归系数在统计意义上接近显著，这在一定程度上验证了本文研究结论的可靠性。

最后，本文以某公司一年中累计获得国资纾困的次数（ $BailoutTimes$ ）替换虚拟变量 $Bailout$ 作为模型（1）的被解释变量，分别进行有序 Logit 回归与零膨胀泊松回归，其中，当某公司未被国资纾困时， $BailoutTimes$ 取 0，一年中被国资纾困一次时， $BailoutTimes$ 取 1，一年中多次被纾困则 $BailoutTimes$ 取 2， $BailoutTimes$ 取值越大，表示国有资本对民营企业纾困的支持力度越大。表 6 第（3）列有序 Logit 回归与第（4）列零膨胀泊松的回归结果与前文研究结论基本一致，再次证明本文的结论具有稳健性。

表 6 稳健性检验

	<i>Bailout</i>	<i>Bailout</i>	<i>BailoutTimes</i>	<i>BailoutTimes</i>
	Cloglog	Sub-sample	Ologit	Zip
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Pled</i> × <i>ROE</i>	0.032** (2.22)	0.063** (2.06)	0.036** (2.26)	0.057** (2.09)
<i>Pled</i> × <i>ESGRating</i>	0.012*** (3.19)	0.013 (1.57)	0.011*** (2.76)	0.006 (1.58)
<i>Pled</i>	-0.103 (-0.97)	-0.115 (-0.51)	-0.095 (-0.79)	0.045 (0.37)
<i>ROE</i>	-0.946* (-1.73)	-2.236** (-2.10)	-0.997 (-1.63)	-1.803* (-1.80)
<i>ESGRating</i>	-0.456*** (-3.71)	-0.552* (-1.96)	-0.461*** (-3.44)	-0.367*** (-2.98)
<i>Size</i>	0.199 (1.23)	0.261 (0.77)	0.204 (1.18)	0.211 (1.16)
<i>Lev</i>	-0.052 (-0.05)	-1.441 (-0.79)	-0.132 (-0.12)	-0.829 (-0.54)
<i>Age</i>	-0.053 (-1.62)	-0.111* (-1.92)	-0.055 (-1.57)	-0.025 (-0.65)
<i>Cash</i>	-1.211 (-1.06)	-0.729 (-0.28)	-1.597 (-1.35)	-2.663* (-1.85)
<i>Patent</i>	-0.112 (-0.77)	-0.380 (-1.30)	-0.109 (-0.69)	0.196 (1.39)
<i>BSize</i>	-0.163 (-0.20)	2.036 (1.17)	-0.031 (-0.03)	0.548 (0.48)

<i>Top1</i>	-2.584*	-3.452	-2.953*	-4.888***
	(-1.73)	(-1.22)	(-1.89)	(-2.99)
<i>Indep</i>	-0.237	0.926	-0.032	0.225
	(-0.30)	(0.56)	(-0.04)	(0.23)
<i>PC</i>	0.181	-0.564	0.245	0.477
	(0.57)	(-0.96)	(0.74)	(1.52)
<i>Dgdp</i>	-0.033	-0.105	-0.032	-0.037
	(-0.78)	(-1.30)	(-0.70)	(-1.00)
<i>Pled×Size</i>	0.002	0.005	0.003	0.000
	(0.49)	(0.52)	(0.52)	(0.00)
<i>Pled×Lev</i>	0.015	0.047	0.019	0.006
	(0.60)	(0.94)	(0.66)	(0.18)
<i>Pled×Age</i>	0.000	0.001	-0.000	-0.001
	(0.02)	(0.78)	(-0.16)	(-1.05)
<i>Pled×Cash</i>	0.025	0.021	0.045	0.082**
	(0.67)	(0.27)	(1.14)	(2.02)
<i>Pled×Patent</i>	0.014***	0.021**	0.016***	0.004
	(3.20)	(2.39)	(3.20)	(1.00)
<i>Pled×BSize</i>	0.012	-0.048	0.006	-0.017
	(0.48)	(-0.96)	(0.21)	(-0.55)
<i>Pled×Top1</i>	0.013	0.060	0.014	0.059
	(0.33)	(0.75)	(0.31)	(1.23)
<i>Pled×Indep</i>	-0.023	-0.058	-0.032	-0.034
	(-1.01)	(-1.21)	(-1.33)	(-1.34)
<i>Pled×PC</i>	-0.001	0.019	-0.004	-0.023**
	(-0.13)	(1.18)	(-0.38)	(-2.43)
<i>Pled×Dgdp</i>	0.002	0.003	0.001	0.001
	(1.22)	(1.12)	(1.08)	(0.76)
Observations	5,493	2,626	6,347	6,347
Year FE	YES	YES	YES	YES
Ind FE	YES	YES	YES	YES
Province FE	YES	YES	YES	YES
Adj/Pseudo R-squared		0.198	0.221	

五、 进一步分析

前文研究结论发现，国资纾困基金在考虑民营上市公司股权质押风险的基础上，将挑选财务绩效与 ESG 表现较好的公司进行扶持，兼顾社会与经济目标。进一步的，本文预期，国有资本的高效率运作需要在不同环境中“因材施教、因地制宜”，因此在社会目标与经济目标间产生不同的偏好与权衡。本文将从市场环境、行业环境与企业经营情况三个方面，对不同情境下国有资本在经济与社会多元目标间的权衡进行讨论。

1. 政商关系与市场化程度

市场环境方面，我国各地区的市场化进展程度很不平衡，在一些省市，市场化已经取得了实质性进展，而在另一些地区，经济中的非市场因素仍然占有重要的地位（樊纲和王小鲁，

2007)。市场化程度有利于避免高政治关联、企业高额寻租成本带来的资源浪费，约束政府权力，提高资源配置效率（于文超和梁平汉,2019）。本文预期，在政商关系健康指数与市场化程度不同的地区，政府动机与信息质量的差异将会导致纾困基金对社会目标与经济目标的不同考量与权衡。在政商关系健康指数较高与市场化程度较高的地区，一方面，从政府角度出发，由于政商关系更“亲”“清”、市场化程度更高时，政府在配置相关资源时更加公平公正，且廉洁度与透明度更高（于文超和梁平汉,2019; 庄旭东和张翼飞,2021），“仓廩实而知礼节”，更倾向于不以单一的财务绩效挑选纾困对象，更加注重有利于企业与地区可持续发展的 ESG 表现等社会目标。另一方面，从信息质量角度出发，市场化是促进信息流动的重要路径（Hayek, 1945），政商关系指数与市场化程度较高的地区要素市场发育与信息环境更好，当地企业 ESG 信息披露等非财务信息的质量也更高，使得政府在挑选扶持对象时有更多的指标以供选择，因此，纾困基金在权衡经济与社会目标时将更多考虑企业 ESG 表现。与之相对，在政商关系健康指数与市场化程度较低时，一方面，政府将更加注重纾困基金的经济回报，另一方面，上市公司的信息环境较差，受市场主体监督的程度较低，ESG 表现等非财务信息的质量相对更低，国资在挑选支持对象时更加依赖上市公司的财务绩效，以降低其监督与验证成本。

本文分别选取中国城市政商关系健康指数（聂辉华等,2019; 赵晓阳和衣长军,2021）与分省份市场化指数（王小鲁等,2020）来衡量地区的政商环境与市场化程度，并按照样本集中位数进行分组，再次对主要结果进行检验。回归结果如表 7 Panel A 所示，在政商关系健康指数与市场化程度较高的地区，除民营上市公司股权质押风险外，良好的社会表现对其成为纾困基金支持对象的影响更加明显；而在政商关系指数与市场化程度较低的地区，较好的财务表现对民营上市公司成为纾困基金支持对象的影响更加明显。

表 7 进一步分析：不同情境下财务与社会绩效的权衡

	<i>Bailout</i>			
	政商关系健康指数		市场化指数	
	较高 (1)	较低 (2)	较高 (3)	较低 (4)
<i>Pled</i> × <i>ROE</i>	0.028 (1.44)	0.066* (1.88)	0.023 (1.34)	0.075** (2.29)
<i>Pled</i> × <i>ESGRating</i>	0.013** (2.31)	0.010 (1.27)	0.015*** (2.88)	0.004 (0.65)
<i>Pled</i>	-0.297* (-1.89)	0.389** (2.17)	-0.258 (-1.62)	0.170 (0.99)
Observations	2,759	2,344	2,582	2,733
Control	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Ind FE	YES	YES	YES	YES
Province FE	YES	YES	YES	YES
Pseudo R-squared	0.250	0.282	0.228	0.249

2. 产业支持行业与非支持行业

行业环境方面，政府的产业支持政策是影响我国企业融资和经济增长的一个重要因素（Chen 等, 2017）。产业政策的支持有利于企业获取中央专项资金及政策优惠，意味着良好的发展前景和潜在利润；此外，在财政分权体制下，地方政府在一定程度上需要“自负盈亏”（Xu, 2011），与此同时，地区产业经济转型与官员政绩考核联系日趋紧密，政策支持产业的地方产值占比被纳入多省份政绩考核体系（王克敏等, 2017）。综上，从企业发展前景以及地方政府业绩考核两方面来看，在纾困基金挑选扶持对象的情境中，国有资本针对产业政策支持行业与非支持行业中的企业可能存在经济目标与社会目标不同的权衡。因此，根据各省份《“十三五”规划纲要》与中央《“十三五”规划纲要》，本文分别以企业是否为省级或国家重点支持行业将样本划分为两组，回归如表 7 Panel B 所示，在省级或国家重点支持的行业中，在股权质押风险之外，民营上市公司的 ESG 表现对其获得纾困基金支持的影响更加明显，而在非支持行业中，民营上市公司的财务绩效对其获得纾困基金支持的影响更加明显。这说明在受重点支持行业中，纾困基金挑选救助目标时更加看重其从长远来看对社会的价值与贡献，更加强调实现社会目标，因此民营上市公司往期的 ESG 表现对其是否成为纾困基金支持对象的影响更加明显。而在非重点支持行业中，纾困基金挑选纾困对象时更加强调经济目标，追求财务绩效的目标占主导地位，因此，民营上市公司财务绩效对其是否成为支持对象的影响更加明显。

表 7 Panel B 按是否重点支持行业分组

	<i>Bailout</i>			
	省级重点支持行业		国家重点支持行业	
	是 (1)	否 (2)	是 (3)	否 (4)
<i>Pled</i> × <i>ROE</i>	0.015 (0.65)	0.057* (1.86)	0.035 (0.65)	0.038** (1.98)
<i>Pled</i> × <i>ESGRating</i>	0.018*** (3.28)	0.004 (0.50)	0.027*** (3.84)	0.006 (1.10)
<i>Pled</i>	0.057 (0.34)	-0.297 (-1.35)	0.157 (0.68)	-0.235 (-1.62)
Observations	3,317	1,733	1,911	3,262
Control	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Ind FE	YES	YES	YES	YES
Province FE	YES	YES	YES	YES
Pseudo R-squared	0.265	0.260	0.307	0.227

3. 企业财务困境

企业经营情况方面，与企业社会表现价值相关的文献表明，利益相关者期望业绩不佳的公司将有限的资源用于公司更重要的责任，即改善经营以及偿付能力，而不是将其用于各种社会活动中（Suchman, 1995）。因此，如果财务业绩表现不佳的公司积极参与亲社会活动，这种行为可能会降低其在利益相关者眼中的务实合法性（Koh 等, 2014），招致利益相关者的惩罚而不是奖励（Wang 和 Qian, 2011）。因此本文认为，纾困基金对于面临财务困境的公司

与持续经营状况良好的公司，在其财务与社会表现的考量上具有系统性差异，对这两类公司的财务与社会表现具有不同的支持偏好。借鉴 Altman（1968）以及郑国坚等（2013）的研究，本文用 Z 指数来度量企业是否陷入财务困境，Z 指数小于 2.67 则代表企业面临财务困境，并对主要结果重新进行分组检验。与上述预测一致，表 7 Panel C 回归结果显示，对于持续经营状况良好的公司，在股权质押风险之外，纾困基金挑选支持对象时更加看重民营上市公司良好的社会表现，而对于面临财务困境的公司，其财务绩效对其获得纾困基金支持的影响更加明显。

表 7 Panel C 按企业是否陷入财务困境分组

	<i>Bailout</i>	
	Z-Score	
	较高 (1)	较低 (2)
<i>Pled</i> × <i>ROE</i>	0.062 (0.93)	0.038** (1.96)
<i>Pled</i> × <i>ESGRating</i>	0.021*** (3.30)	0.004 (0.67)
<i>Pled</i>	-0.113 (-0.66)	-0.106 (-0.55)
Observations	3,023	1,844
Control	YES	YES
Year FE	YES	YES
Ind FE	YES	YES
Province FE	YES	YES
Pseudo R-squared	0.251	0.224

六、 研究结论

在金融市场与监督制度有待完善的发展中国家，如何利用有效的政府干预弥补市场不足、提高资源配置效率一直受到学术界与实务界的广泛关注。本文利用 2018 年国资纾困基金这一国有资本运作新形式，探究了国有资本在挑选扶持对象时对财务绩效与社会绩效的兼顾与权衡，首次从国资控股资金通过“挑选赢家”这一事前机制出发探究政府“扶持之手”如何发挥作用。本文研究发现：首先，纾困基金在选择纾困对象时，兼顾了疏解民营上市股权质押风险、实现经济效益与社会效益的多元目标，结合了“救急”与“救优”两个原则。具体来说，民营上市公司股权质押比例越高、股权质押风险越大，越可能获得纾困基金支持，即“救急”。在此基础上，纾困基金更倾向于支持财务绩效更好与 ESG 表现更优的民营上市公司，以平衡经济效益与社会效益，即“救优”。其次，本文发现在不同市场环境、行业环境与企业环境中，纾困基金挑选支持对象时对财务绩效与社会绩效的权衡有所不同。

本文结论为中国经济发展新常态与可持续发展目标下如何发挥国有资本优化资源配置作用、实现国资民企良性互动提供了重要启示。首先，国资控股型基金要充分发挥其市场化运作的优势，兼顾国有资本的社会属性与经济属性，在实现支持经济社会可持续发展、稳定地区就业环境等社会目标的同时，注重国有资本自身保值增值，兼顾与平衡多元目标。其次，

为了实现国有资本与民营企业良性互动, 国资挑选扶持对象或合作伙伴时, 要对民营企业进行充分了解, 通过一定的事前挑选程序为国有资本发挥独特作用创造条件。最后, 对民营企业而言, 在努力提升经营绩效的同时, 积极履行企业社会责任、践行 ESG 理念将有利于在特殊时期获得政府“扶持之手”援助, 为企业 ESG 行为的必要性与重要性提供了新的经验证据。

参考文献

- [1] 陈少强, 郭骊, 郝紫卉. 政府引导基金演变的逻辑[J]. 中央财经大学学报, 2017(02): 3-13.
- [2] 丛菲菲, 李曜, 谷文臣. 国有创投资本对民营资本的引导效应研究[J]. 财贸经济, 2019, 40(10): 95-110.
- [3] 宫义飞, 张可欣, 徐荣华等. 政府引导基金发挥了“融资造血”功能吗[J]. 会计研究, 2021(04): 89-102.
- [4] 周孝华, 王诗意. 纾困基金是否具有“造血”扶持之效? ——基于民营企业价值的视角[J]. 财经研究, 2022, 48(03): 48-63.
- [5] 毛捷, 管星华. 地方政府纾困政策的效应研究: 来自上市公司的证据[J]. 经济研究, 2022, 57(09): 82-98.
- [6] 谢莉娟, 万长松, 王诗桐. 国有资本与流通效率: 政治经济学视角的中国经验[J]. 世界经济, 2021, 44(04): 3-29.
- [7] 曾增, 唐松. 新冠疫情下国有企业的经济稳定器作用——基于供应链扶持的视角[J]. 经济研究, 2023, 58(03): 78-96.
- [8] 曾增, 唐松. 新冠肺炎疫情下国有企业对民营企业的融资支持作用——基于供应链的视角[J]. 财经研究, 2023, 49(02): 125-137. DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20220814.102.
- [10] 步丹璐, 屠长文, 石翔燕. 政府竞争、股权投资与政府补助[J]. 会计研究, 2018(04): 52-57.
- [11] 杜勇, 陈建英. 政治关联、慈善捐赠与政府补助——来自中国亏损上市公司的经验证据[J]. 财经研究, 2016, 42(05): 4-14.
- [12] 许罡, 朱卫东, 张子余. 财政分权、企业寻租与地方政府补助——来自中国资本市场的经验证据[J]. 财经研究, 2012, 38(12): 120-127.
- [13] 潘越, 戴亦一, 李财喜. 政治关联与财务困境公司的政府补助——来自中国 ST 公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2009, 12(05): 6-17.
- [14] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界, 2008(08): 9-21+39+187.
- [15] 陈运森, 朱松. 政治关系、制度环境与上市公司资本投资[J]. 财经研究, 2009, 35(12): 27-39.
- [16] 张兆国, 曾牧, 刘永丽. 政治关系、债务融资与企业投资行为——来自我国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2011(05): 106-121.
- [17] 罗党论, 甄丽明. 民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2008(12): 164-178.
- [18] 陈红, 张玉, 刘东霞. 政府补助、税收优惠与企业创新绩效——不同生命周期阶段的实证研究[J]. 南开管理评论, 2019, 22(03): 187-200.
- [19] 滕飞, 辛宇, 舒倩等. 股价崩盘风险时的政府“扶持之手”——基于政府补助及产权性质视角的考察[J]. 会计研究, 2020(06): 49-60.
- [20] 饶静, 万良勇. 政府补助、异质性与僵尸企业形成——基于 A 股上市公司的经验证据[J]. 会计研

究, 2018 (03) : 3-11.

[21] 王克敏, 杨国超, 刘静等. IPO 资源争夺、政府补助与公司业绩研究[J]. 管理世界, 2015 (09) : 147-157.

[22] 樊纲, 王小鲁. 中国市场化指数[M]. 北京: 经济科学出版社, 2007.

[23] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省企业经营环境指数 2020 年报告[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2020.

[24] 于文超, 梁平汉. 不确定性、营商环境与民营企业经营活力[J]. 中国工业经济, 2019 (11) : 136-154.

[25] 庄旭东, 张翼飞. 新型政商关系的投资效率治理效应研究——来自中国 A 股市场的经验证据[J]. 证券市场导报, 2021 (12) : 66-76.

[26] 赵晓阳, 衣长军. 国资介入能否抑制实体企业的脱实向虚?——兼论亲清政商关系的调节作用[J]. 经济管理, 2021, 43 (07) : 61-74.

[27] 聂辉华, 韩冬临, 马亮, 张楠迪扬. 中国城市政商关系排行榜 2019[R]. 北京: 中国人民大学国家发展与战略研究院报告, 2020.

[28] 王克敏, 刘静, 李晓溪. 产业政策、政府支持与公司投资效率研究[J]. 管理世界, 2017 (03) : 113-124+145+188.

[29] 郑国坚, 林东杰, 张飞达. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据[J]. 管理世界, 2013 (05) : 157-168.

[30] Altman, E. I. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. The journal of finance 23 (4): 589-609.

[31] Arrow, K. J. 1972. Economic welfare and the allocation of resources for invention. Springer.

[32] Bai, H., S. Ba, W. Huang, and W. Hu. 2020. Expected government support and bank risk-taking: Evidence from China. Finance Research Letters 36: 101328.

[33] Barwick, P. J., M. Kalouptsidi, and N. B. Zahur. 2019. China's industrial policy: An empirical evaluation. National Bureau of Economic Research.

[34] Card, D., and G. B. Dahl. 2011. Family Violence and Football: The Effect of Unexpected Emotional Cues on Violent Behavior. The Quarterly Journal of Economics 126 (1): 103-143.

[35] Chen, D., O. Z. Li, and F. Xin. 2017. Five-year plans, China finance and their consequences. China Journal of Accounting Research 10 (3): 189-230.

[36] Cordes, J. J. 1997. Reconciling normative and positive theories of government. The American Economic Review 87 (2): 169-172.

[37] Flammer, C. 2018. Competing for government procurement contracts: The role of corporate social responsibility. Strategic Management Journal 39 (5): 1299-1324.

[38] Frye, T., and A. Shleifer. 1997. The Invisible Hand and the Grabbing Hand. The American Economic Review 87 (2): 354-358.

[39] Hayek, F. A. 1945. The Use of Knowledge in Society. The American Economic Review 35 (4): 519-530.

[40] Hsieh, C.-T., and P. J. Klenow. 2009. Misallocation and manufacturing TFP in China and India. The Quarterly journal of economics 124 (4): 1403-1448.

[41] Koh, P.-S., C. Qian, and H. Wang. 2014. Firm litigation risk and the insurance value of corporate

social performance. *Strategic Management Journal* 35 (10): 1464–1482.

[42] Lin, Y., X Fu, and X Fu. 2021. Varieties in state capitalism and corporate innovation: Evidence from an emerging economy. *Journal of Corporate Finance* 67: 101919.

[43] Restuccia, D., and R. Rogerson. 2008. Policy distortions and aggregate productivity with heterogeneous establishments. *Review of Economic dynamics* 11 (4): 707–720.

[44] Schwartz, G., and B. Clements. 1999. Government subsidies. *Journal of Economic Surveys* 13 (2): 119–148.

[45] Suchman, M. C. 1995. Managing legitimacy: strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*.

[46] Wang, H., and C. Qian. 2011. Corporate Philanthropy and Corporate Financial Performance: The Roles of Stakeholder Response and Political Access. *Academy of Management Journal* 54 (6): 1159–1181.

[47] Xu, C. 2011. The Fundamental Institutions of China's Reforms and Development. *Journal of Economic Literature* 49 (4): 1076–1151.