

私募股权投资对企业高质量发展的影响： 基于信息不对称的中介效应研究

张少勇^{1,2}, 许志勇^{1,2}, 朱继军¹, 向鑫³, 殷治平¹

(1. 湖北经济学院会计学院, 湖北 武汉 430205;

2. 湖北会计发展研究中心, 湖北 武汉 430205;

3. 武汉工商学院管理学院, 湖北 武汉 430065)

摘要:企业高质量发展是经济高质量发展的关键, 私募股权投资作为耐心资本的代表, 是服务于企业高质量发展的重要推动力。基于 2010—2020 年 A 股上市公司数据, 考察私募股权投资对企业高质量发展的影响、信息不对称的中介效应及其潜在的异质性。研究发现, 私募股权投资促进企业高质量发展水平的提升。比较《私募投资基金监督管理暂行办法》实施前后的效应发现, 政策实施前的正向效应不显著, 政策实施后的正向效应显著。中介效应表明, 信息不对称在私募股权投资促进企业高质量发展中发挥了部分中介效应, 私募股权投资通过削弱信息不对称, 进而推动了企业高质量发展。进一步分析发现, 私募股权投资对企业高质量发展的促进作用在国有企业、制造业企业、创新型企业以及高质量发展战略提出后、私募股权投资总额省份排行榜前五地区的企业更为明显。研究结论为深入理解私募股权投资对企业高质量发展的影响, 提高私募股权投资效率、降低信息不对称以及提升企业高质量发展水平提供经验证据和参考建议。

关键词:私募股权投资; 企业高质量发展; 信息不对称; 创新型企业

中图分类号: F270

文献标识码: A

文章编号: 1005-0566(2024)12-0132-14

Impact of private equity investment on the high-quality development of enterprises: Research on the mediating effect based on information asymmetry

ZHANG Shaoyong^{1,2}, XU Zhiyong^{1,2}, ZHU Jijun¹, XIANG Xin³, YIN Zhiping¹

(1. School of Accounting, Hubei University of Economics, Wuhan 430205, China;

2. Hubei Centre for Accounting Development Research, Wuhan 430205, China;

3. School of Management, Wuhan Technology and Business University, Wuhan 430065, China)

Abstract: the high-quality development of enterprises is the key to high-quality economic development, and private equity investment has become an important driving force for China's industrial development. This paper uses the data of A-share listed companies from 2010 to 2020 to investigate the impact of private equity investment on the high-quality development of enterprises and its information asymmetry mechanism. It is found that before the implementation of the Interim Measures for the Supervision and Administration of Private Investment Funds, the improvement of the high-

收稿日期: 2024-09-01 修回日期: 2024-11-18

基金项目: 国家社会科学基金一般项目“资产结构错配与企业高质量发展的形成机理、作用机制与防控对策研究”(22BGL032)。

作者简介: 张少勇(1990—), 男, 陕西西安人, 湖北经济学院会计学院讲师、博士、硕士生导师, 湖北会计发展研究中心副主任, 研究方向为资本市场与公司财务、公司治理与可持续发展。通信作者: 向鑫。

quality development level of private equity investment enterprises was not significant, and it was significant in the whole sample and the sub-samples after the implementation of the Interim Measures for the Supervision and Administration of Private Investment Funds. Mechanism studies show that information asymmetry plays a part-in-the-middle role in promoting the high-quality development of enterprises by private equity investment, that is, private equity investment promotes the high-quality development of enterprises by weakening information asymmetry. The heterogeneity analysis shows that the role of private equity investment in promoting the high-quality development of enterprises is more obvious in state-owned enterprises, manufacturing industries, innovative enterprises, after the high-quality development strategy is put forward, as well as enterprises in the top five regions of the provincial rankings of the total amount of private equity investment. The research conclusion provides empirical evidence and reference suggestions for in-depth understanding of the impact of private equity investment on the high-quality development of enterprises, improving the efficiency of private equity investment, reducing information asymmetry, and improving the high-quality development level of enterprises.

Key words: private equity investment; high-quality development of enterprises; information asymmetry; innovative enterprise

党的二十届三中全会指出,鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资,更好地发挥政府投资基金作用,发展耐心资本。私募股权投资作为耐心资本的代表,在投早、投小、投长期、投科技,以及助力企业融资上市等方面发挥着不可或缺的作用,是服务于企业高质量发展的重要推动力。党的二十大报告中也明确指出“要加快构建新发展格局,要坚持以推动高质量发展为主题”,高质量发展已成为全面建设社会主义现代化国家的首要任务。私募股权投资当前受到社会各界的广泛关注,私募股权投资是科技创新和产业创新的关键要素保障,是企业高质量发展的重要条件和推动力。数据显示,截至2023年5月,在中国证券投资基金业协会注册的私募基金管理人已达到2.2万家,基金总规模约21万亿元。私募股权投资作为我国科技创新体系中不可或缺的部分,对我国实体企业的创新发展提供了重要的金融支持。2014年8月,中国证券监督管理委员会颁布《私募投资基金监督管理暂行办法》。2023年7月,国务院颁布《私募投资基金监督管理条例》,这是我国私募投资基金行业首部行政法规。我国私募投资基金行业稳步发展,已纳入法治化、规范化的监管轨道,对私募股权投资行业健康发展、防范化解风险具有重要意义。私募股权投资在促进我国产业结构调整、提高社会资源配置、推动多层次资本市场发展等方面正发挥着重要的作用。

企业高质量发展是经济高质量发展的关键,私募股权投资已成为我国产业发展的重要推动力量。我国健全资本市场功能,核心内容是强化资本市场的资源配置功能,继续坚持金融服务实体经济的本质。而发展直接融资可以将风险偏好、期限不同的资金更为精准有效地转化为资本,推进各类要素向最具潜力的领域协同集聚,提升要素质量和配置效率,进而推动我国产业基础高级化、产业链现代化。私募股权投资作为资本市场的发展新动力,不仅拓宽了企业的融资渠道,也降低了企业的融资风险。当前,私募股权投资行业在我国实现了快速发展,私募股权投资成为企业主要投融资工具之一。相较于传统的融资模式,私募股权投资进入企业后会带来以下3个方面的价值:其一,能够缓解被投资企业的融资约束问题;其二,私募股权机构还能利用其专业知识以及丰富的经验参与被投资公司的经营、管理,帮助企业实现快速成长与发展;其三,向外界传递一种信号,表明该企业的经营管理良好、发展前景明朗。

通过梳理相关文献发现,对于私募股权投资经济后果的研究多集中于创新能力、企业绩效、薪酬敏感性等方面。胡妍等^[1]研究发现在一定的研发投入水平下,私募股权基金能显著提升企业的经营绩效。王媛媛等^[2]认为私募股权基金进入对中小企业的经营业绩产生正向影响,推动了企业经营业绩的提升。王晶晶等^[3]发现私募股权投资

的进入能提升高管薪酬敏感性,改善公司治理结构。对企业发展的影响,张永明等^[4]指出私募股权投资对企业发展的正向影响受到企业规模的影响;与成长机会较低的中小企业相比,私募股权投资机构对高成长机会企业的投资不足行为改善更为显著。

此外,根据信息不对称理论,市场经济中信息不对称问题的存在,可能造成信息占有优势一方做“败德行为”和信息占有劣势一方面临交易中的“逆向选择”。因此,信息不对称可能会加大企业融资约束,抑制企业技术创新,降低企业营运能力。而私募股权投资机构作为战略投资者,参与到企业营运的监管中,有助于改善公司治理结构,缓解企业融资约束,提升企业科技创新水平^[5],进而对企业发展产生积极的促进作用。基于委托代理理论的分析框架,信息不对称及代理冲突是影响公司投资效率的重要因素^[6]。但私募股权投资机构可能利用其监督职能、声誉资源和融资关系网络来解决代理问题和信息不对称问题,提高被投资企业投融资效率。

从上述文献中可以发现,关于私募股权投资的问题,相关研究较为充分,但是仍存在以下不足:①部分文献探究了私募股权投资对企业创新、企业价值、企业绩效的影响,尚未有文献将私募股权投资与企业高质量发展纳入研究框架中进行分析;②关于信息不对称的研究主要从机构持股比例的角度对股价延迟进行了研究,鲜有信息不对称在私募股权投资与企业高质量发展之间作为中介效应的研究;③关于企业创新、企业价值、企业绩效相关衡量指标的界定方法较多,无法很好地反映企业实际的高质量发展水平。为此,本文从5个维度构建企业高质量发展综合指标以衡量企业的高质量发展水平。

近年来,我国私募股权投资失败的案例也屡见不鲜。如同创伟业、汇金立方、深创投投资乐视的溃败以及鼎辉资本投资俏江南的失败等。当前我国处于新发展阶段,急需形成新的经济发展动力源。在间接融资模式为主的金融体系下,众多

企业面临融资难、融资贵和融资慢的情况^[7]。而私募股权机构进入企业能够扶持企业发展,解决融资困境,改善企业治理结构,提高企业价值等,其在企业发展中发挥着重要的作用。那么私募股权投资会影响企业高质量发展吗?在相关私募股权投资管理监督办法颁布的情况下,私募股权投资对企业高质量发展的实际效果如何?

二、文献综述与研究假设

(一)私募股权投资与企业高质量发展

私募股权投资作为资本市场的重要推动力量,在企业发展过程中发挥着十分重要的作用。由于企业个体差异性,私募股权投资对企业高质量发展的影响也有所不同。当前我国处在经济高质量发展的转型期,企业的发展受到经济下行压力、融资难和创新不足等问题的影响,同时外部市场竞争激烈,导致企业面临着关键的生存难题。《私募投资基金监督管理条例》的发布,提升了企业直接融资比重,这在一定程度上缓解了企业的融资约束,促进经济发展。另外,这项专门行政法规的制定,使私募投资基金业务活动法治化、规范化,政府监管更加便利,私募投资基金行业发展更健康规范,更好地保护投资者合法权益,进一步发挥服务实体经济、促进科技创新等作用,进而实现企业高质量发展。而企业高质量发展不能仅局限于企业绩效、净利润等财务指标,还需要关注企业的市场竞争力、可持续发展能力、社会责任等方面。

目前,对于私募股权投资的研究大多从创新能力、企业绩效以及企业价值等方面展开,但是学术界对于该方面的研究分为正反两面。

一是私募股权投资的正面影响。很多学者的研究都发现私募股权投资基金积极地介入有助于提升企业绩效。根据监督理论,私募股权投资的进入能够显著提升被投资公司的治理水平,降低代理成本,从而提升被投资公司绩效^[8]。同时,私募股权机构的投资者可以利用参与企业治理活动的机会对企业进行有效的监管,提高企业价值。私募股权投资作为企业融资的重要途径,也会对企业研发、创新产生影响。私募股权投资可以

为公司提供更多的资金和资源,帮助企业进行技术创新和产业升级。私募股权投资者通常具有丰富的经验和专业知识,可以为公司提供有价值的建议和指导,从而推动公司的技术创新进程,取得更多的市场竞争优势。贺玮^[8]通过研究发现,有私募股权投资机构进入的创业板上市公司的创新能力强于无私募股权投资机构进入的上市公司。

二是私募股权投资的负面影响。潘攀等^[9]发现私募股权投资抑制了创业板上市公司现金股利分配。有私募股权机构介入的企业的股票绩效表现得更差^[10]。私募股权机构往往追求短期的高额回报,可能会对被投资企业的长期战略规划和财务政策进行干预,导致企业过于注重短期业绩而忽视了长期发展。此外,私募股权机构的持股和退出策略也可能引发市场的不稳定预期,对企业的股价和市值产生负面影响。

综上所述,本文提出假设 H1a:私募股权投资促进企业高质量发展水平。假设 H1b:私募股权投资抑制企业高质量发展水平。

(二)信息不对称的中介效应

私募股权投资会对信息不对称产生影响。通过对现有文献的梳理发现,信息不对称可能产生“委托代理问题”和“逆向选择问题”。

在委托代理关系中,由于股东与经理人之间存在信息差和目标差,导致两者之间存在道德风险。私募股权机构进入企业需要进行一个全面的、客观的尽职调查。这些调查不仅能够使得投资更加安全,也能帮助企业明确市场定位和发展前景,从而限制和引导经理人的行为,缓解股东与经理人之间存在的信息不对称。在逆向选择中,交易一方对交易另一方的了解不充分,双方处于不平等地位^[11]。私募股权机构进入企业后,会对企业的信息披露进行严格监管以提升披露信息的质量,以保证相关投资者的利益和投资信心^[12],从而解决信息不对称带来的逆向选择问题。

信息不对称的缓解也会对企业高质量发展产生影响。若企业与利益相关者之间所掌握的信息存在差异,那么利益相关者必然要求企业披露相关信息,以了解企业情况,从而降低双方的信息不

对称。同时,信息不对称的降低有利于降低企业的融资成本,提高公司声誉,树立积极的形象,进而提高企业绩效。此外,信息不对称程度的降低能够为企业提供一个透明的信息环境,提升技术和管理信息传递的有效性,提高员工的工作积极性。经理人也可以通过披露的信息持续发现企业的内在潜力,从而保持并提高企业的核心竞争力。创新活动的周期性和风险性说明信息的数量和质量是决定创新活动成败的关键,内外部信息的交流能够帮助管理者做出合理的资源配置^[13]。信息不对称的降低,有助于外部市场获取企业内部决策,监督经理人的行为。此外,2008年我国证监会发布关于上市公司强制披露企业社会责任信息,这不仅增加了企业的社会责任活动,也吸引了更多的投资者^[14]。

综上所述,本文提出假设 H2:信息不对称在私募股权投资对企业高质量发展的影响中存在中介效应。

三、研究设计与样本选择

(一)模型构建与变量定义

为了检验私募股权投资与企业高质量发展之间的关系,以及信息不对称的中介作用,本文构建模型如下:

$$HD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PE_{it} + \alpha_2 Controls_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ASY_{it} = \beta_0 + \beta_1 PE_{it} + \beta_2 Controls_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$HD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 PE_{it} + \gamma_2 ASY_{it} + \gamma_3 Controls_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

式(1)、式(2)、式(3)中, HD_{it} 是企业*i*在*t*年的企业高质量发展综合指标; PE_{it} 是企业*i*在*t*年是否有私募投资者进入,有投资者进入取值为1,否则取值为0; ASY_{it} 是企业*i*在*t*年的信息不对称指标; $Controls_{it}$ 表示控制变量; $\sum Year$ 和 $\sum Industry$ 分别表示年份和行业固定效应。本文的核心解释变量为 PE_{it} ,倘若 α_1 显著且为正,则表示私募股权投资能显著促进企业高质量发展;倘若 α_1 显著且为负,则表示私募股权投资能显著抑制企业高质量

发展。

(1)企业高质量发展(HD)的测算。企业高质量发展是一个中长期的综合性指标,指标的构建应是全面的、科学的。因此,不能仅局限于企业绩效、净利润等财务指标,还需要关注企业的市场竞争力、可持续发展能力、社会责任等方面。本文借鉴黄速建等^[15]、金碚^[16]、张涛^[17]的研究方法,在此基础上结合新发展理念,采用主成分分析法和熵权法,从财务绩效、市场竞争、技术创新、社会责任、制度创新五个方面构建企业高质量发展综合指标。具体步骤如下。

①财务绩效:经过对企业盈利能力、运营能力、偿债能力、发展能力的分析,选取了9个相关指标,分别为销售净利率、净资产收益率、总资产周转率、存货周转率、应收账款周转率、利息保障倍数、现金流动负债比、主营业务收入增长率、净利润增长率。在通过了 KMO 检验和 Bartlett 球形检验后,进行主成分分析选取了4个主成分并且计算主成分得分。

②技术创新:参考段军山等^[18]和冯根福等^[19],选取了4个相关指标,分别为研发经费投入占主营业务收入比、研发人员占员工总人数比重、发明专利申请数、发明专利产出效率。在通过了 KMO 检验和 Bartlett 球形检验后,进行主成分分析选取了2个主成分并且计算主成分得分。

③社会责任:参考贾兴平等^[20]和顾雷雷等^[21]的方法,选取和讯网上上市公司社会责任报告得分,通过权重计算最后得分来衡量企业社会责任。

④市场竞争:参考王若兰等^[22]和周浩等^[23]的方法,选择赫芬达尔—赫希曼指数来衡量企业的市场竞争力。

⑤制度创新:参考薛安伟^[24]的方法,选取管理费用残差来测度制度创新。

⑥企业高质量发展综合指标:采用熵权法对上述5个方面的指标进行标准化,计算各指标权重,最后计算出企业高质量发展综合指标。

(2)私募股权投资(PE)的测度。本文的私募股权投资数据主要通过以下步骤获取。

①参考王会娟等^[25]的方法判断企业是否进行私募股权投资的方法,在上市公司前十大股东的名称中,如果出现“创业投资”和“风险投资”关键词,则界定为有私募股权投资的参与(本文的私募股权投资采用广义的概念),如果没有出现相关关键词,则界定为没有私募股权投资的参与,前10大股东数据来源于 WIND 数据库。

②获取清科数据库中私募股权机构名单,对相关私募股权机构进行对比和确认,进一步增加私募股权投资判定的公正和客观。

(3)信息不对称(ASY)的衡量。通过查阅已有文献发现,对于信息不对称的衡量主要从信息披露的角度展开。如买卖价差、股票异常收益率、股票年周转率等。本文参考 Amihud^[26-27]、Pástor^[28]、宋敏等^[29]和于蔚等^[30]基于我国日频证券交易数据测度信息不对称。相关步骤如下。

①构建流动性比率指标(LR)和非流动性比率指标(ILL)。

$$LR_{it} = -\frac{1}{D_{it}} \sum_{k=1}^{D_{it}} \sqrt{\frac{V_{it}(k)}{|r_{it}(k)|}} \quad (4)$$

$$ILL_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{k=1}^{D_{it}} \sqrt{\frac{|r_{it}(k)|}{V_{it}(k)}} \quad (5)$$

其中, $r_{it}(k)$ 表示*i*企业*t*年*k*个交易日的股票收益率, $V_{it}(k)$ 表示日成交量, D_{it} 表示当年的交易天数。

②构建收益率反转指标(GAM)。

$$GAM_{it} = |\gamma_{it}| \quad (6)$$

$$r_{it}^e(k) = \theta_{it} + \varphi_{it} r_{it}(k-1) + \gamma_{it} V_{it}(k-1) \text{sign}[r_{it}(k-1)] + \varepsilon_{it}(k) \quad (7)$$

$$r_{it}^e(k) = r_{it}(k) - r_{mt}(k) \quad (8)$$

式(6)、式(7)、式(8)中, $r_{it}^e(k)$ 为超额收益率, $r_{mt}(k)$ 为按市值权重加权的市场收益率。 LR 、 ILL 、 GAM 指标越大,表示信息不对称程度越高。

③对上述3个指标进行主成分分析。从分析结果看,选取两个主成分,其累计方差解释率达75%,说明已包含三个原始指标的主要信息,故计算其主成分得分用于衡量信息不对称。

参考张永明等^[7]和谢漾等^[31]的方法,本文控制

了企业规模 (*Size*)、资产负债率 (*LEV*)、托宾 *Q* 值 (*TQa*)、企业成长性 (*Growth*)、上市年限 (*ConYear1*)、机构持股比例 (*IVPER*)、董事会独立性 (*Bdp*)、两职合一 (*Cp*) 以及年份 (*Year*) 和行业 (*Industry*)。具体定义见表 1。

(二) 样本选择与数据来源

本文以 2010—2020 年中国沪深两市 A 股

上市公司为研究样本。上市公司的基本信息、财务数据和综合市场、股票市场日频交易数据来源于 WIND 和 CSMAR 数据库,私募股权机构数据来源于清科数据库。按照已有文献的惯例,本文删除了金融类上市公司、ST 公司、主要变量缺失及异常值样本。最终得到 12 855 个公司的观测值。

表 1 变量定义表

名称	变量	变量定义
企业高质量发展	<i>HD</i>	从财务绩效、市场竞争、技术创新、社会责任、制度创新五个维度,运用主成分分析法和熵权法,构建企业高质量发展指标体系,衡量企业高质量发展。
私募股权投资	<i>PE</i>	私募股权投资者持股,私募股权投资者进入企业时取 1,否则取 0。
信息不对称	<i>ASY</i>	通过计算流动比率指标 (<i>LR</i>)、非流动比率指标 (<i>ILL</i>)、收益率反转指标 (<i>GAM</i>),采用主成分分析法,构建信息不对称 (<i>ASY</i>) 综合指标。
企业规模	<i>Size</i>	年末资产取自然对数
资产负债率	<i>LEV</i>	负债与总资产比率
托宾 <i>Q</i> 值	<i>TQa</i>	企业市价/重置成本
企业成长性	<i>Growth</i>	(营业收入本年本期金额 - 营业收入上年同期金额)/营业收入上年同期金额
上市年限	<i>ConYear1</i>	企业上市至今的年限取自然对数
机构持股比例	<i>IVPER</i>	机构投资者持股占总股本的比值
董事会独立性	<i>Bdp</i>	独立董事占董事会总人数的比值
两职合一	<i>Cp</i>	董事长与总经理由一人担任时取 1,否则取 0。
产权性质	<i>SOE</i>	虚拟变量,国有上市公司取值为 1,非国有上市公司取值为 0。
年份	<i>Year</i>	虚拟变量,确定为该年数据时取值为 1,否则为 0。
行业	<i>Industry</i>	虚拟变量,确定为该行业时取值为 1,否则为 0。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计与相关性分析

表 2 的描述性统计结果表明,企业高质量发展综合指标 (*HD*) 均值为 0.144,中位数为 0.130,说明数据无明显偏态。私募股权投资 (*PE*) 的

均值为 0.205,说明私募股权机构进入企业的数量较少。信息不对称 (*ASY*) 的均值和中位数分别为 -0.027 2 和 0.080,说明数据存在明显的左偏特征。其他控制变量的统计均与以往研究相近。

表 2 主要变量描述性统计结果

变量	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>SD</i>	<i>P25</i>	<i>Median</i>	<i>P75</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>HD</i>	12 855	0.144	0.064 7	0.106	0.130	0.167	0.020 1	0.965
<i>PE</i>	12 855	0.205	0.404	0	0	0	0	1
<i>ASY</i>	12 855	-0.027 2	0.521	-0.234	0.080 0	0.318	-5.598	1.514
<i>Size</i>	12 855	12.94	1.279	12.01	12.73	13.63	9.946	19.27
<i>LEV</i>	12 855	0.406	0.197	0.249	0.400	0.552	0.008 40	0.995
<i>TQa</i>	12 855	2.037	1.315	1.253	1.631	2.333	0.673	21.82
<i>Growth</i>	12 855	0.002 30	0.014 7	0	0.001 20	0.002 80	-0.009 10	0.960
<i>ConYear1</i>	12 855	2.032	0.770	1.386	2.079	2.708	0.693	3.401
<i>IVPER</i>	12 855	0.380	0.234	0.181	0.385	0.564	0	1.407
<i>Bdp</i>	12 855	0.374	0.053 9	0.333	0.333	0.429	0.333	0.800
<i>Cp</i>	12 855	0.273	0.445	0	0	1	0	1

表 3 的相关系数矩阵显示,私募股权投资 (*PE*) 与企业高质量发展 (*HD*) 的相关系数为 0.069 并且通过了 1% 的显著性水平检验,说明私募股权投资显著正相关于企业高质量发展。此外,信息不对称 (*ASY*) 与私募股权投资 (*PE*)、企业

高质量发展 (*HD*) 的相关系数分别为 0.044 和 -0.034,初步判断信息不对称可能会影响私募股权投资与企业高质量发展之间的关系,但信息不对称在两者之间是否为中介变量,需要进一步验证。

表 3 主要研究变量相关性分析表

变量	HD	PE	ASY	Size	LEV	TQa	Growth	ConYear1	IVPER	Bdp	Cp
HD	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
PE	0.069 ***	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—
ASY	-0.034 ***	0.044 ***	1	—	—	—	—	—	—	—	—
Size	-0.050 ***	-0.071 ***	-0.556 ***	1	—	—	—	—	—	—	—
LEV	-0.234 ***	-0.064 ***	-0.158 ***	0.547 ***	1	—	—	—	—	—	—
TQa	0.071 ***	-0.034 ***	-0.231 ***	-0.348 ***	-0.270 ***	1	—	—	—	—	—
Growth	0.006 00	0.019 **	-0.012 0	0.011 0	0.011 0	0.013 0	1	—	—	—	—
ConYear1	-0.211 ***	-0.194 ***	-0.316 ***	0.488 ***	0.405 ***	-0.047 ***	0.006 00	1	—	—	—
IVPER	-0.018 **	-0.048 ***	-0.203 ***	0.430 ***	0.223 ***	0.079 ***	-0.011 0	0.331 ***	1	—	—
Bdp	0.021 **	-0.004 00	-0.040 ***	0.020 **	-0.004 00	0.022 **	0.009 00	-0.023 ***	-0.039 ***	1	—
Cp	0.087 ***	0.095 ***	0.060 ***	-0.185 ***	-0.150 ***	0.062 ***	0.024 ***	-0.238 ***	-0.164 ***	0.101 ***	1

注：* 表示 P<0.10 有统计学意义，** 表示 P<0.05 有统计学意义，*** 表示 P<0.01 有统计学意义。

(二) 私募股权投资对企业高质量发展的影响

2014 年私募投资基金监督管理暂行办法后，私募股权投资受到中国证监会的监管，私募股权投资运作更加规范，吸引了市场上广大企业进行私募股权融资。为了研究此暂行办法实施前后的私募股权投资对企业高质量发展的影响，本文将 2014 年及之前定义为私募投资基金监督管理暂行办法前，2014 年之后定义为私募投资基金监督管理暂行办法后，据此分样本进行检验。

表 4 汇报了私募股权投资对企业高质量发展影响的回归结果。其中，被解释变量为采用主成分分析法和熵权法计算得到的企业高质量发展综合指标。第(1)列为全样本的回归结果，私募股权投资的回归系数为 0.005 4 且在 1% 的水平上显著，表明私募股权投资有助于提高企业高质量发展水平。即假设 H1a 得到验证。第(2)列为私募投资基金监督管理暂行办法后的回归结果，私募股权投资的回归系数为 0.006 3，在 1% 的水平上显著。第(3)列为私募投资基金监督管理暂行办法前的回归结果，私募股权投资回归系数为 0.002 9，但不显著。说明在私募投资基金监督管理暂行办法后，私募股权投资能够显著促进企业高质量发展，而在私募投资基金监督管理暂行办法前，私募股权投资对企业高质量发展的正面影响不显著。可能的原因是：在私募投资基金监督管理暂行办法颁布前，我国的私募股权投资管理还未规范化，导致一些私募股权投资机构只关注眼前的利益，而不重视企业的未来发展和长远利益，无法进一步推进企业高质量发展。而私募投资基金监督管

理暂行办法颁布后，私募股权投资的相关业务得到了完善的管理和监督，能够真正地发挥其融资、管理等方面的功能，更好地服务实体经济。

表 4 基准回归：私募股权投资与企业高质量发展

变量	(1)	(2)	(3)
	全样本	私募办法试行后	私募办法试行前
PE	0.005 4 *** (3.93)	0.006 3 *** (4.38)	0.002 9 (1.03)
Size	0.014 9 *** (17.62)	0.010 8 *** (11.45)	0.022 5 *** (14.69)
LEV	-0.084 7 *** (-25.42)	-0.054 7 *** (-18.62)	-0.128 8 *** (-18.51)
TQa	0.006 3 *** (10.94)	0.004 9 *** (8.45)	0.011 1 *** (7.63)
Growth	0.056 5 *** (3.44)	0.049 2 *** (3.33)	0.149 4 (1.13)
ConYear1	-0.0103 *** (-13.69)	-0.0071 *** (-9.50)	-0.0131 *** (-8.21)
IVPER	0.003 6 (1.60)	-0.005 3 ** (-2.31)	0.014 4 *** (3.17)
Bdp	0.012 4 (1.47)	0.007 9 (0.97)	0.019 7 (1.06)
Cp	0.005 2 *** (4.34)	0.005 4 *** (4.38)	0.004 7 * (1.90)
Cons	-0.054 6 *** (-4.55)	-0.001 0 (-0.08)	-0.139 0 *** (-6.10)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	12 855	8 216	4 639
R ²	0.336	0.283	0.367
adj. R ²	0.334	0.280	0.362

注：* 表示 P<0.10 有统计学意义，** 表示 P<0.05 有统计学意义，*** 表示 P<0.01 有统计学意义。

(三) 信息不对称在私募股权投资与企业高质量发展之间的中介效应

私募股权投资通过信息不对称的中介效应影响企业高质量发展的检验结果如表 5 所示。结果显示：模型 1 首先对私募股权投资(PE)是否会促进企业高质量发展(HD)进行验证，私募股权投资的回归

系数 α_1 为 0.005 4, 在 1% 的水平上显著, 说明私募股权投资与企业高质量发展显著正相关, 私募股权投资能够促进企业高质量发展。即假设 H2 得到验证。模型 2 对私募股权投资 (PE) 是否会降低信息不对称 (ASY) 进行验证, 私募股权投资的回归系数 β_1 为 -0.031 2, 也在 1% 的水平上显著, 且负向影响信息不对称, 说明私募股权投资能够降低信息不对称水平。最后在模型 1 的基础上加入了中介变量 (ASY) 形成模型 3, 验证信息不对称的中介作用, 模型 3 中私募股权投资 (PE) 的系数 γ_1 与信息不对称 (ASY) 的系数 γ_2 分别为 0.004 9 和 -0.015 9, 均在 1% 的水平上显著, 另外系数 γ_1 与 $\beta_1 \times \gamma_2$ 符号方向同为正, 说明信息不对称在私募股权投资影响企业高质量发展中起到了部分中介效应, 即私募股权投资通过降低信息不对称从而推动企业高质量发展。

(四) 内生性检验

1. 工具变量法。考虑到企业可能为了高质量发展而引入私募股权机构, 所以私募股权投资与

企业高质量发展之间可能存在反向因果关系。为了解决可能存在的内生性问题, 本文参考王会娟等^[32]的研究。当企业注册地位于北京、上海、广东、江苏、浙江 5 个省份或直辖市时取 1, 其他地区的企业取 0, 记为 PE1, 作为工具变量进行内生性检验。表 6 第 (1) 列为引入工具变量作为解释变量的第一阶段回归结果; 表 6 第 (2) 列为将私募股权投资拟合值代入第二阶段的回归结果。结果表明, 第二阶段中, 当被解释变量为企业高质量发展时, 采用工具变量估计的私募股权投资系数仍在 1% 的水平上显著为正。此外, 不可识别检验与弱工具变量的检验结果说明, 本文拒绝了“不可识别”原假设, 并且通过了弱工具变量检验。同时, 由于本文仅选择了一个工具变量, 不存在过度识别问题。因此, 私募股权投资对企业高质量发展的研究结论稳健。

表 5 信息不对称的中介效应

变量	(1)	(2)	(3)
	HD	ASY	HD
PE	0.005 4 *** (3.93)	-0.031 2 *** (-4.46)	0.004 9 *** (3.68)
ASY	—	—	-0.015 9 *** (-5.23)
Size	0.014 9 *** (17.62)	-0.346 0 *** (-56.19)	0.009 4 *** (8.98)
LEV	-0.084 7 *** (-25.42)	0.385 8 *** (19.05)	-0.078 6 *** (-22.63)
TQa	0.006 3 *** (10.94)	-0.166 1 *** (-25.12)	0.003 7 *** (5.46)
Growth	0.056 5 *** (3.44)	0.388 6 ** (2.03)	0.062 7 *** (4.10)
ConYear1	-0.010 3 *** (-13.69)	-0.022 2 *** (-4.89)	-0.010 6 *** (-14.24)
IVPER	0.003 6 (1.60)	0.373 8 *** (23.41)	0.009 6 *** (4.10)
Bdp	0.012 4 (1.47)	0.011 9 (0.20)	0.012 6 (1.50)
Cp	0.005 2 *** (4.34)	-0.028 2 *** (-4.26)	0.004 8 *** (4.09)
Cons	-0.054 6 *** (-4.55)	4.318 6 *** (50.45)	0.014 2 (1.00)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	12 855	12 855	12 855
R ²	0.336	0.617	0.342
adj. R ²	0.334	0.616	0.340

注: * 表示 P < 0.10 有统计学意义, ** 表示 P < 0.05 有统计学意义, *** 表示 P < 0.01 有统计学意义。

表 6 工具变量法

变量	第一阶段	第二阶段
	(1)	(2)
	PE	HD
PE	—	0.036 *** (3.68)
PE1	0.105 *** (13.38)	—
Size	-0.003 (-0.85)	0.015 *** (17.65)
LEV	0.025 (1.19)	-0.085 *** (-24.85)
TQa	-0.013 *** (-4.36)	0.007 *** (11.13)
Growth	0.587 * (1.80)	0.039 * (1.71)
Conyear1	-0.093 *** (-15.59)	-0.007 *** (-5.38)
IVPER	0.067 *** (3.92)	0.002 (0.72)
Bdp	-0.138 ** (-2.15)	0.016 * (1.88)
Cp	0.033 *** (3.76)	0.004 *** (3.00)
Cons	0.400 *** (6.54)	-0.067 *** (-5.07)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
Kleibergen-Paap rk LM	—	175.817
Kleibergen-Paap rk Wald F	—	179.126
10% maximal IV SIZE	—	16.38
N	12 855	12 855
R ²	0.074	0.301
adj. R ²	0.071	0.299

注: * 表示 P < 0.10 有统计学意义, ** 表示 P < 0.05 有统计学意义, *** 表示 P < 0.01 有统计学意义。

2. 倾向得分匹配(PSM)。为进一步保证前文估计结果的稳健性,本文采用 PSM 方法控制由于样本选择带来的内生性问题,直接以是否接受私募股权投资分组,并进行近邻 1:1 匹配,为企业寻找得分最接近的企业作为对照样本,最后运用匹配筛选后得到的 4 208 个样本对前文模型重新回归。结果见表 7 所示,信息不对称的部分中介作用仍稳健。

表 7 PSM 内生性检验

变量	(1)	(2)	(3)
	HD	ASY	HD
PE	0.005 7 *** (3.24)	-0.019 2 ** (-2.00)	0.005 3 *** (3.07)
ASY	—	—	-0.025 5 *** (-2.99)
Size	0.017 2 *** (8.33)	-0.350 7 *** (-29.69)	0.008 2 *** (3.46)
LEV	-0.086 6 *** (-13.09)	0.333 5 *** (8.81)	-0.078 0 *** (-11.26)
TQa	0.008 5 *** (6.48)	-0.180 0 *** (-15.01)	0.003 9 ** (2.45)
Growth	0.042 3 *** (2.63)	0.564 0 ** (2.17)	0.056 7 *** (4.22)
ConYear1	-0.011 6 *** (-7.75)	0.000 8 (0.10)	-0.011 6 *** (-7.78)
IVPER	0.0035 (0.76)	0.3608 *** (13.55)	0.0127 *** (2.71)
Bdp	0.012 2 (0.70)	-0.069 1 (-0.54)	0.010 5 (0.59)
Cp	0.006 4 *** (2.73)	-0.025 0 ** (-2.27)	0.005 8 *** (2.66)
Cons	-0.078 6 *** (-2.79)	4.438 1 *** (27.64)	0.034 8 (1.04)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	4 208	4 208	4 208
R ²	0.307	0.633	0.320
adj. R ²	0.301	0.630	0.314

注: * 表示 P<0.10 有统计学意义, ** 表示 P<0.05 有统计学意义, *** 表示 P<0.01 有统计学意义。

(五) 稳健性检验

1. 替换被解释变量。本文将原企业高质量发展综合指标(HD)中财务绩效维度提取的四个主成分运用熵权法计算最后得分,结合其他四个维度(技术创新、社会责任、市场竞争、制度创新),再次运用熵权法计算综合得分,并记为 HD1,重新进行检验,结果见表 8,信息不对称的部分中介效应仍显著成立,结果稳健。

表 8 稳健性检验:替换被解释变量

变量	(1)	(2)	(3)
	HD1	ASY	HD1
PE	0.004 6 *** (3.71)	-0.031 2 *** (-4.46)	0.004 2 *** (3.47)
ASY	—	—	-0.013 9 *** (-5.18)
Size	0.013 8 *** (17.93)	-0.346 0 *** (-56.19)	0.009 0 *** (9.41)
LEV	-0.074 2 *** (-24.14)	0.385 8 *** (19.05)	-0.068 8 *** (-21.54)
TQa	0.005 8 *** (11.10)	-0.166 1 *** (-25.12)	0.003 5 *** (5.72)
Growth	0.190 5 *** (8.04)	0.388 6 ** (2.03)	0.195 9 *** (8.05)
ConYear1	-0.009 4 *** (-13.70)	-0.022 2 *** (-4.89)	-0.009 7 *** (-14.23)
IVPER	0.004 2 ** (1.99)	0.373 8 *** (23.41)	0.009 3 *** (4.35)
Bdp	0.009 1 (1.18)	0.011 9 (0.20)	0.009 3 (1.21)
Cp	0.004 6 *** (4.19)	-0.028 2 *** (-4.26)	0.004 2 *** (3.93)
Cons	-0.042 8 *** (-3.94)	4.318 6 *** (50.45)	0.017 0 (1.31)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	12 855	12 855	12 855
R ²	0.343	0.617	0.349
adj. R ²	0.341	0.616	0.347

注: * 表示 P<0.10 有统计学意义, ** 表示 P<0.05 有统计学意义, *** 表示 P<0.01 有统计学意义。

2. 滞后一期解释变量与控制变量。由于私募股权机构进入企业后可能并不会立刻对企业高质量发展产生影响。因此,本文采用滞后一期的解释变量与控制变量,重新进行检验,结果如表 9 所示。同样,在更换滞后一期指标后,主要变量的结果并未发生实质性变化,信息不对称在私募股权投资影响企业高质量发展中仍起到部分中介作用,结果稳健。

3. Bootstrap 法进行中介效应检验。进一步运用 Bootstrap 法对“私募股权投资—信息不对称—企业高质量发展”这一中介机制进行验证。当 95% 置信区间不包括 0 值的时候,则判定中介或间接效应存在。表 10 的结果显示,在直接效应和间接效应中,95% 百分比置信区间和 95% 偏差矫正的置信区间均不包含 0 值。因此认为信息不对称的间接效应和私募股权投资对企业高质量发展的直接作用均显著成立,证明信息不对称

在私募股权投资与企业高质量发展之间起到了部分中介作用。

表 9 稳健性检验:解释变量与控制变量滞后一期

变量	(1) HD	(2) ASY	(3) HD
<i>L. PE</i>	0.004 4 *** (2.81)	-0.038 0 *** (-4.29)	0.003 7 ** (2.48)
<i>L. ASY</i>	—	—	-0.020 3 *** (-5.98)
<i>L. Size</i>	0.013 3 *** (12.39)	-0.351 4 *** (-42.98)	0.006 5 *** (5.08)
<i>L. LEV</i>	-0.070 9 *** (-17.84)	0.379 4 *** (13.66)	-0.063 0 *** (-15.33)
<i>L. TQa</i>	0.006 6 *** (8.96)	-0.186 2 *** (-22.12)	0.003 4 *** (4.06)
<i>L. Growth</i>	0.019 9 (0.85)	-0.097 0 (-0.36)	0.027 4 (1.12)
<i>L. ConYear1</i>	-0.007 8 *** (-8.15)	-0.015 4 ** (-2.57)	-0.008 4 *** (-8.92)
<i>L. IVPER</i>	0.007 2 *** (2.75)	0.310 1 *** (14.96)	0.014 8 *** (5.67)
<i>L. Bdp</i>	0.019 3 ** (1.96)	-0.005 0 (-0.07)	0.020 1 ** (2.04)
<i>L. Cp</i>	0.005 4 *** (3.71)	-0.043 7 *** (-4.79)	0.004 8 *** (3.43)
<i>Cons</i>	-0.020 6 (-1.38)	4.565 1 *** (40.37)	0.065 2 *** (3.78)
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制
<i>N</i>	8 552	8 552	8 552
<i>R²</i>	0.339	0.588	0.350
<i>adj. R²</i>	0.336	0.586	0.347

表 10 Bootstrap 中介效应检验

变量	系数	95%的置信区间		偏差矫正 95%的置信区间	
		上限	下限	上限	下限
直接效应	0.000 496 6	0.000 878 4	0.000 218 9	0.000 878 4	0.000 218 9
间接效应	0.004 865 7	0.007 853 1	0.002 108 0	0.007 836 2	0.001 666 0

(六)进一步研究

1. 企业特征的异质性检验。私募股权投资对企业高质量发展影响存在企业特征异质性。首先,私募股权投资对企业高质量发展的影响可能在国有企业和非国有企业中存在一定差别。相较于民营企业,国有企业不会轻易出现资金问题,民营企业更容易面临融资约束。因此,私募股权的进入对国企和民企的意义并不相同。同时,国有企业的管理体制和经营模式并不如民营企业灵活,那么私募的介入也很可能为企业带来新的运营和管理方式,会更有助于国有企业的长期成长。

其次,私募股权投资对企业高质量发展的影响也可能在制造业和非制造业中存在一定差别。与其他行业相比,我国制造业体量庞大,涵盖各类型材料和设备的生产制造,上市公司的数量也维持在较高比例。根据中国证券投资基金业协会近几年发布的私募基金统计分析报告来看,制造业的在投金额一直位列前茅。同时,现代制造业的转型升级步伐不断加快,高质量的私募投资对其发展升级会有极大的推动作用。因此,私募股权投资对制造业高质量发展产生的作用可能会较为明显。最后,私募股权投资对创新型企业十分重要。近年来,国家出台了一系列鼓励创新的措施和方案,对创新型企业的扶持很重视。从私募股权投资所担当的角色来看,它解决了创新型企业初创时期的生存问题,为创新型企业中期的资产管理和资产配置提供了一定的支持。同时,私募股权投资的进入也增强了企业的内生发展动力,促进相关产品能够得到更快地落地和推广。因此,私募股权投资可能对创新型企业有更强的促进作用。

根据表 11 中的列(1)和列(2)的回归结果显示,私募股权投资对国企和非国企均有显著的正向影响,说明私募股权投资对企业高质量发展促进作用在不同产权性质的企业均有效,但此正向影响在国有企业中更为明显,说明私募股权投资机构的进入很可能帮助国企创新了运营和管理方式,因此产生了更显著的影响。列(3)和列(4)的结果表明,私募股权投资对制造业企业的高质量发展产生了显著的正向影响,而对非制造业企业的高质量发展产生了不显著的正向影响,说明私募股权投资对制造业转型升级起到的推动作用较为明显。列(5)和列(6)的结果指出,私募股权投资对企业高质量发展的影响在创新型企业与非创新型企业中均为显著的正面影响。但此影响在创新型企业更为明显。其中原因可能是,私募股权投资行业已将投资的重点转向一些新兴产业和战略性新兴产业等方面的创新型企业。

表 11 企业性质异质性

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	国企	非国企	制造业	非制造业	创新型企业	非创新型企业
<i>PE</i>	0.009 3 *** (3.49)	0.003 7 ** (2.34)	0.006 4 *** (4.06)	0.002 3 (0.87)	0.009 8 *** (3.68)	0.003 8 ** (2.43)
<i>Size</i>	0.013 9 *** (15.87)	0.015 9 *** (11.08)	0.015 6 *** (15.96)	0.013 6 *** (8.26)	0.014 8 *** (8.79)	0.015 6 *** (16.31)
<i>LEV</i>	-0.080 5 *** (-14.55)	-0.088 1 *** (-21.17)	-0.079 7 *** (-22.27)	-0.101 8 *** (-13.12)	-0.097 5 *** (-14.44)	-0.076 6 *** (-21.55)
<i>TQa</i>	0.004 8 *** (5.66)	0.007 3 *** (9.96)	0.006 6 *** (11.31)	0.006 0 *** (4.12)	0.006 8 *** (7.39)	0.006 3 *** (8.34)
<i>Growth</i>	0.041 2 *** (3.55)	0.075 9 ** (1.96)	0.078 0 ** (2.41)	0.032 3 ** (2.25)	-0.095 6 (-1.28)	0.063 5 *** (3.56)
<i>ConYear1</i>	-0.011 1 *** (-7.99)	-0.009 4 *** (-9.00)	-0.011 2 *** (-13.51)	-0.008 7 *** (-5.25)	-0.009 8 *** (-5.92)	-0.008 8 *** (-9.90)
<i>IVPER</i>	0.000 8 (0.19)	0.004 9 * (1.81)	0.003 8 (1.55)	0.003 2 (0.61)	0.001 2 (0.30)	0.005 3 ** (1.98)
<i>Bdp</i>	0.001 8 (0.13)	0.019 4 * (1.90)	0.012 1 (1.28)	0.013 2 (0.73)	0.011 2 (0.79)	0.010 2 (0.96)
<i>Cp</i>	0.007 7 *** (3.45)	0.004 3 *** (3.08)	0.005 2 *** (4.05)	0.004 8 (1.59)	0.001 9 (1.05)	0.006 3 *** (4.02)
<i>Cons</i>	-0.039 1 ** (-2.33)	-0.068 2 *** (-3.66)	-0.062 0 *** (-4.76)	-0.029 6 (-1.32)	-0.049 3 * (-1.70)	-0.068 5 *** (-5.08)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	4 530	8 325	9 593	3 262	4 033	8 822
<i>R²</i>	0.328	0.351	0.310	0.382	0.383	0.313
<i>adj. R²</i>	0.322	0.348	0.308	0.376	0.378	0.310
经验 <i>p</i> 值	0.026		0.096		0.020	

注：* 表示 $P < 0.10$ 有统计学意义，** 表示 $P < 0.05$ 有统计学意义，*** 表示 $P < 0.01$ 有统计学意义。

此外,本文采用费舍尔组合检验,对样本进行抽样 500 次,获得“经验 p 值”。通过检验发现,产权性质、制造业和创新型企业异质性分别通过了 5%、1% 和 5% 的显著性水平检验。说明相较于非国有企业,在国有企业中,私募股权投资对企业高质量发展的正向影响更大;相较于非制造业,在制造业中,私募股权投资对企业高质量发展的正向影响更明显;相较于非创新型企业,在创新型企业中,私募股权投资对企业高质量发展的正向影响更大。

2. 高质量发展战略前后的分组检验。私募股权投资对企业高质量发展的影响可能还存在重大政策前后异质性。2017 年党的十九大报告中提出了高质量发展的概念,为破解经济发展瓶颈具有重要意义。为了研究高质量发展战略提出前后,私募股权投资对企业高质量发展的影响,本文将 2017 年及之前定义为高质量发展战略提出前,2017 年之后定义为高质量发展战略提出后,据此

分样本进行检验。

根据表 12,列(1)和列(2)的结果显示,私募股权投资的回归系数分别为 0.005 6、0.005 2,且均在 1% 的水平上显著,私募股权投资对企业高质量发展在高质量发展战略提出前后均产生了显著的正向影响,且高质量发展战略后影响效应更明显。说明私募股权投资对企业高质量发展存在持续的推动作用,高质量发展战略提出推进了私募股权投资对企业高质量发展的积极影响。

3. 私募股权投资总额省份排行榜分组检验。根据 2020 年私募基金统计分析简报,私募股权投资总额省份排行榜前五的省份或直辖市分别为广东、北京、上海、江苏和浙江。在上述地区的企业中,私募股权投资对企业高质量发展的影响是否优于其他地区的企业? 本文将样本进行分组回归,表 13 列(1)为上述五省企业的回归结果,列(2)为其他省份企业的回归结果。回归结果显示,排名前五省份企业的回归系数为 0.005 2 且通过

表 12 高质量发展战略前后异质性

变量	(1)	(2)
	高质量发展战略后	高质量发展战略前
PE	0.005 6 *** (2.98)	0.005 2 *** (2.74)
Size	0.009 6 *** (7.92)	0.018 1 *** (16.12)
LEV	-0.053 4 *** (-17.17)	-0.100 3 *** (-21.41)
TQa	0.007 0 *** (8.87)	0.006 4 *** (8.39)
Growth	0.0936 ** (2.38)	0.0490 ** (2.32)
ConYear1	-0.007 9 *** (-10.08)	-0.010 5 *** (-9.49)
IVPER	-0.002 6 (-0.96)	0.007 4 ** (2.41)
Bdp	0.002 5 (0.26)	0.016 6 (1.39)
Cp	0.005 5 *** (3.34)	0.005 1 *** (3.13)
Cons	0.021 1 (1.41)	-0.084 1 *** (-5.22)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	4 424	8 431
R ²	0.392	0.330
adj. R ²	0.388	0.327

注：*表示 P<0.10 有统计学意义，**表示 P<0.05 有统计学意义，***表示 P<0.01 有统计学意义。

表 13 不同省份异质性

变量	(1)	(2)
	排名前五的省份	其他省份
PE	0.005 2 *** (2.58)	0.004 3 ** (2.32)
Size	0.017 1 *** (10.31)	0.013 1 *** (17.90)
LEV	-0.096 8 *** (-15.60)	-0.075 9 *** (-21.68)
TQa	0.007 7 *** (7.36)	0.005 2 *** (7.98)
Growth	0.080 0 (1.10)	0.056 0 *** (3.28)
ConYear1	-0.009 2 *** (-6.65)	-0.010 6 *** (-12.28)
IVPER	-0.000 6 (-0.15)	0.007 0 ** (2.57)
Bdp	-0.006 4 (-0.45)	0.029 7 *** (2.81)
Cp	0.005 1 ** (2.52)	0.005 1 *** (3.65)
Cons	-0.074 5 *** (-3.22)	-0.047 1 *** (-3.97)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	5 352	7 503
R ²	0.314	0.352
adj. R ²	0.310	0.348

注：*表示 P<0.10 有统计学意义，**表示 P<0.05 有统计学意义，***表示 P<0.01 有统计学意义。

了1%的显著性水平检验;其他省份企业的回归结果也为0.004 3且通过了5%的显著性水平检验;且排名前5省份企业影响效应更明显。说明在上述5个省份的企业中,私募股权投资对企业高质量发展影响效应优于其他省份企业。

五、结论与对策建议

研究发现,私募股权投资促进企业高质量发展水平的提升。比较《私募投资基金监督管理暂行办法》实施前后的效应发现,政策实施前的正向效应不显著,政策实施后的效应正向显著。机制研究发现,信息不对称在私募股权投资促进企业高质量发展中发挥了部分中介效应,私募股权投资通过削弱信息不对称,进而推动了企业高质量发展。本文还进一步从产权性质、制造业与非制造业、创新型企业与非创新型企业、高质量发展战略提出前后和私募股权发达及非发达地区企业等异质性层面研究了私募股权投资对企业高质量发展的影响。研究表明,私募股权机构进入对国有企业、制造企业、创新型企业的高质量发展有更明显的正向促进作用,而对非制造企业的促进作用不显著;私募股权投资对企业高质量发展中的正向影响在高质量发展战略提出的前后均显著,但在高质量发展战略提出后的更为明显,说明政策的提出具有实际的战略意义;在广东、北京、上海、江苏和浙江等私募股权发达的地区的企业相比于其他省份企业,其私募股权投资对企业高质量发展的正面影响更为明显。

基于此,本文提出以下政策建议。

1. 完善私募股权机构的运行和监管,助力企业实现高质量发展。目前我国私募股权机构大多都存在短视行为,进行中长期资金配置的机构较少。其一,应积极引导私募股权机构投资方向从上市公司或成熟型公司转向中小创新型、创业型、成长型公司。进一步增加投资周期并且完善机构资金配置结构,重视企业价值的提升而非投资回报。其二,积极推进中国私募投资基金行业稳步发展,实施政府差异化激励政策。成立私募股权

基金行业的专业人士之间构成的自律组织,可以通过私募股权基金之间的相互制衡来减少信息不对称问题,积极推进中国私募投资基金行业稳步发展。对私募股权基金投资制造业、中小企业、中西部地区及私募股权不发达的地区企业的项目,予以积极的政府差异化激励政策,提升我国实体企业的私募股权直接融资比重。其三,加强私募股权机构的资金运行的管理和监控,落实国务院颁布的《私募投资基金监督管理条例》。强化法治化、规范化的监管,坚守“私募”原则和适当性管理,规范投资审查、投资运营和退出环节,避免过度投资和盲目投资,实现资源的合理配置,更好地服务实体经济发展,推动企业发展的质量变革。

2. 抓住私募股权进入契机,解决信息不对称以提升投资价值。一是抓住私募股权投资进入契机,发挥其强大咨询与资源整合能力。有效减少信息不对称是私募股权投资存在的重要原因。私募股权机构进入企业能够解决相关信息不对称问题,私募股权投资的管理机构通常是由某行业的金融精英和经验、专业知识丰富的人才组成,有着较强的企业投融资、风险管理及相关信息的收集和加工整理能力,能够较大程度的减少企业的信息不对称问题,提升企业的技术创新能力、减少融资约束,提升企业的竞争能力与管理绩效。因此,企业应抓住私募股权基金进入契机,积极响应私募股权机构的进入,合理选择与配置私募股权投资,充分利用私募股权机构的咨询与资源整合能力,提高私募股权投资价值,促进企业高质量发展。二是完善私募股权投资信息披露的会计准则,降低信息不对称问题。完善私募股权投资信息披露的会计准则,使得私募股权投资的信息披露透明且可比较,可以有效地减少因个别私募股权基金高估其投资回报而导致的资本在不同私募股权基金之间的不合理分配问题,降低信息不对称风险,提升私募股权投资配置效率。

3. 创新私募股权投资模式,防范化解金融投资风险。首先,要大力发展私募股权投资,创新私

募股权投资模式。当前我国间接融资主要以银行为主导,但其融资模式对实体企业的支持力度难以达到理想的效果,而私募股权投资能够弥补现有金融体系对部分企业支持不足等问题,为企业发展提供新动能。在高质量发展新时代下,私募股权投资已成为我国实体经济发展的“生力军”,私募股权机构可以加强上市公司信息披露的质量,帮助企业获取机构自身的资源优势,降低信息不对称,激发企业的创新活力及动力,规范企业治理结构,提高企业治理水平和绩效,发挥其重要的基础性和战略性作用。因此,应大力发展私募股权投资,创新私募股权投资“募、投、管、退”的商业模式,投资组合上,加强私募股权投资与政府产业引导基金合作,创新合作机制,进一步降低信息不对称风险,提升企业财务绩效。其次,强化私募股权投资定位,细分行业子基金投资。协同国家区域战略及地方政府产业战略规划,大力私募股权行业子基金投资,推进“专精特新”及战略新兴产业的企业高质量发展。最后,防范私募股权投资的风险,促进企业高质量发展水平的提升。私募股权投资本身而言,其在进行的过程中,会受到很多因素的影响,倘若在信息方面展现为不对称的现象,将会加大企业投资风险。因此,应强化私募股权投资与企业战略的协同,强化精准的数据分析、价值评估,加强企业履行社会责任,防范化解金融投资风险,提升企业高质量发展水平。

参考文献:

- [1] 胡妍,阮坚. 私募股权影响企业绩效的传导路径:基于现金持有、研发投入的视角实证[J]. 金融经济研究, 2017,32(5):107-116.
- [2] 王媛媛,汤春玲,严米,等. 私募股权融资方式对不同生命周期中小企业的成长性研究[J]. 财经理论与实践, 2019,40(6):72-77.
- [3] 王晶晶,刘沛. 私募股权投资、制度环境与股价崩盘风险[J]. 管理评论,2020,32(2):63-75.
- [4] 张永明,潘攀,邓超. 私募股权融资能否缓解中小企业的投资不足[J]. 金融经济研究,2018,33(3):80-92.
- [5] 刘冠辰,李元祯,李萌. 私募股权投资、高管激励与企业创新绩效:基于专利异质性视角的考察[J]. 经济管理,

2022,44(8):116-134.

[6]方红星,林婷.机构投资者实地调研如何影响公司非效率投资:基于代理冲突和信息不对称的机制检验[J].经济管理,2023,45(2):117-134.

[7]张永明,潘攀,邓超.私募股权投资进入对上市公司IPO当年业绩的影响研究[J].管理科学,2018,31(1):149-160.

[8]贺玮.私募股权投资与企业技术创新行为:来自中国创业板市场的证据[J].求索,2015(7):106-109.

[9]潘攀,许志勇,栗立钟.私募股权投资对创业板上市公司现金股利政策研究[J].中国软科学,2019(6):168-175.

[10]WANG C K, WANG K, LU Q. Effects of venture capitalists' participation in listed companies[J]. Journal of banking & finance, 2003, 27(10): 2015-2034.

[11]邢会强.信息不对称的法律规制:民商法与经济法的视角[J].法制与社会发展,2013,19(2):112-119.

[12]戴魁早,黄姿,俞志永.“一带一路”倡议缓解了参与企业的融资约束吗?:基于信息不对称视角的研究[J].中南财经政法大学学报,2021(6):93-104.

[13]蒋艺翹,姚树洁.信息披露质量对企业创新的激励与治理效应研究[J].当代经济科学,2022,44(2):117-128.

[14]BRAMMER S, PAVELIN S. Building a good reputation[J]. European Management Journal,2004, 22(6):704-713.

[15]黄速建,肖红军,王欣.论国有企业高质量发展[J].中国工业经济,2018(10):19-41.

[16]金碚.关于“高质量发展”的经济学研究[J].中国工业经济,2018(4):5-18.

[17]张涛.高质量发展的理论阐释及测度方法研究[J].数量经济技术经济研究,2020,37(5):23-43.

[18]段军山,庄旭东.金融投资行为与企业技术创新:动机分析与经验证据[J].中国工业经济,2021(1):155-173.

[19]冯根福,郑明波,温军,等.究竟哪些因素决定了中国企业的技术创新:基于九大中文经济学权威期刊和A股上市公司数据的再实证[J].中国工业经济,2021(1):17-35.

[20]贾兴平,刘益.外部环境、内部资源与企业社会责任[J].南开管理评论,2014,17(6):13-18,52.

[21]顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇.企业社会责任、融资约束与企业金融化[J].金融研究,2020(2):109-127.

[22]王若兰,刘灿雷.市场竞争、利润分享与企业间工资不平等:来自外资管制政策调整的证据[J].中国工业经济,2019(11):42-59.

[23]周浩,汤丽荣.市场竞争能倒逼企业善待员工吗?:来自制造业企业的微观证据[J].管理世界,2015(11):135-144.

[24]薛安伟.跨国并购对企业管理效率的影响研究:基于倾向得分匹配方法的实证分析[J].国际贸易问题,2018(3):24-36.

[25]王会娟,张然,胡诗阳.私募股权投资与现金股利政策[J].会计研究,2014(10):51-58,97.

[26]AMIHUD Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects[J]. Journal of financial markets, 2002, 5(1): 31-56.

[27]AMIHUD Y, MENDELSON H, LAUTERBACH B. Market microstructure and securities values: evidence from the Tel Aviv Stock Exchange[J]. Journal of financial economics, 1997, 45(3): 365-390.

[28]PASTOR L', STAMBAUGH R F. Liquidity risk and expected stock returns[J]. Journal of political economy, 2003, 111(3): 642-685.

[29]宋敏,周鹏,司海涛.金融科技与企业全要素生产率:“赋能”和信贷配给的视角[J].中国工业经济,2021(4):138-155.

[30]于蔚,汪淼军,金祥荣.政治关联和融资约束:信息效应与资源效应[J].经济研究,2012,47(9):125-139.

[31]谢漾,洪正.私募股权投资能缓解中小企业非效率投资吗:来自中小板、创业板上市公司的经验证据[J].广东财经大学学报,2020,35(4):58-71.

[32]王会娟,张然.私募股权投资与被投资企业高管薪酬契约:基于公司治理视角的研究[J].管理世界,2012(9):156-167.

(本文责编:希文)