

(DOI) 10.19653/j.cnki.dbcjdxxb.2019.06.007

(引用格式) 于洪涛. 企业风险承担、所有权、市场化与倒 U 型绩效[J]. 东北财经大学学报 2019 (6): 47-55.

企业风险承担、所有权、 市场化与倒 U 型绩效

于洪涛

(东北财经大学 经济学院, 辽宁 大连 116025)

〔摘要〕 相关研究多数表明企业风险承担与企业绩效间存在线性关系。本文根据 2007—2016 年 A 股上市公司平衡面板数据, 实证研究发现企业风险承担与企业绩效间存在非线性的倒 U 型关系。本文从企业内部激励机制出发, 通过委托—代理模型分析, 检验企业所有权性质如何影响企业风险承担进而影响企业绩效, 以及市场化程度是否对这种影响有所缓解。检验结果表明民企风险承担更高, 且相比于国企, 民企较高的风险承担提升了企业绩效, 表明经济长期发展需要投资风险性项目。而在市场化程度高的地区, 绩效间的差别被减弱了, 这是由于在市场化程度高的地区民企风险承担对国企形成了参照点效应, 提升了国企风险承担进而提升了企业绩效。本文为国企改革提供新思路, 利用好民企风险承担的参照点效应可以提升企业绩效。

〔关键词〕 企业风险承担; 企业绩效; 企业家精神; 组织成本; 参照点效应

中图分类号: F270 文献标识码: A 文章编号: 1008-4096(2019)06-0047-09

一、引言

企业风险承担是指一种决策行为取向, 反映企业管理层在投资决策中对风险项目的投资态度。风险承担最早可以追溯到企业具有的创新及冒险精神上。张维迎认为 “从最初的纺织、煤炭开始, 到电力、铁路、钢铁、石油、汽车、合成化工、电子技术等新产业的相继出现和发展, 都是由企业家冒险而又合理的行动才得以实现的”^[1], 尤其对产品具有革命性的企业家, 其产品在市场上并不存在, 无法做市场调研, 就更必须进行风险尝试。日本京瓷株式会社名誉会长稻盛和夫也强调了风险承担的重要性 “只有不断地、反复地进行创造性的活动, 企业才能持续成长发展, …… , 而处于变革中心位置的就是企业的领导者”^[2], 鼓励形成 “相信人的无限的可

能性” 的思维方式, 不断向新创造挑战并取得成功。风险承担反映了作为企业发展的原动力的企业家精神。学术界也有相关研究。若存在一个完美市场, 企业应选择所有预期净现值为正的投资项目, 不放弃任何盈利机会以使企业价值及股东财富达到最大化^[3]。风险承担反映企业的投资倾向, 相比于规避风险的企业而言, 高风险承担的企业会选择风险高但预期净现值为正的投资项目, 这无疑有利于提高企业的研发投入及创新热情, 加快企业资本积累, 从而提高社会的资本积累并促进社会的技术进步。李文贵和余明桂^[4]、余明桂等^[5]的实证结果支持了企业风险承担与企业绩效间存在正相关关系。

但企业风险承担与企业绩效是否呈线性关系值得商榷。斯密在《国富论》中也表达过类似

收稿日期: 2019-09-07

基金项目: 国家自然科学基金项目 “特许经营合约中的租金挤占和治理研究” (71272053)

作者简介: 于洪涛 (1988-), 男, 河北秦皇岛人, 博士研究生, 主要从事公司治理研究。E-mail: 499517251@qq.com

©1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

的观点,“……利率不能过高,否则货币将只贷给那些挥霍者和投机商,而不能落入把资本用在有利可图的事业上的人”^[6]。可见企业风险承担应有一定限度,盲目或过多承担风险未必对企业绩效有利,甚至有可能摧毁一个企业。因此,本文试图检验企业风险承担与企业绩效间是否存在非线性的倒 U 型关系,这也是本文丰富已有文献的一点。

国企经营绩效问题一直是理论界关注的焦点,大量文献表明国企经营绩效弱于民企。持产权观的认为这是由于国企受到更多政府干预,承担了更多的社会性职能,且由于国企“所有人”缺位导致其代理问题更为复杂。持竞争观的则认为企业绩效主要取决于企业所处的制度环境,市场的竞争程度才是提升企业绩效的关键。这些不一致的观点必然带来不一致的国企改革政策。在此背景下,本文分析企业风险承担与企业绩效间的关系。

二、文献综述与研究假设

(一) 企业风险承担与企业绩效

风险意味着危险与机会并存。在完全竞争市场中,由于同质性假设市场上既无机会也无风险,企业处于利润为 0 的均衡状态。相反在不完全竞争市场中,由于产品具有了异质性,机会与风险出现,企业通过承担创新的风险而获得利润,这也是企业经营的基本逻辑。虽然过度承担风险可能为企业带来损失,但却没有哪个企业可以不承担风险就获得成功^[7],企业风险承担与企业绩效密切相关。目前关于企业风险承担的文献颇为丰富。Cheng^[8]、Wang^[9]的研究结果表明,董事会规模的扩大会导致企业风险承担的降低。Kim 和 Buchanan^[10]的研究结果表明,企业里董事长和总经理的两职合一程度会降低企业风险承担。Faccio 等^[11]从企业管理者的个人特征出发,发现女性 CEO 与企业风险承担负相关。李文贵和余明桂^[4-5]则发现企业的所有权性质会影响企业风险承担。何威风和刘巍^[12]则发现 EVA 业绩评价制度可以改变央企风险承担。这些文献无疑丰富了企业风险承担的相关研究,然而多集中于影响企业风险承担的因素上。考虑到企业风险承担的初衷就是为了提高企业绩效,企业风险承担与企业绩效间的关系终究是研究的核心问题,我们尝试在这方面丰富相关研究。

具体地,企业面临的风险既包括宏观层面的

经济形势影响也包括微观层面的新产品研发等。对这些不确定因素,在选择投资项目时企业会做出尽可能详细的分析及谨慎的判断,因而投资被认为是企业主要的风险承担。且由于投资决策与当前的资本投入及未来的现金流密切相关,直接关乎到企业的长远发展甚至生死存亡^[13]。因此,现有研究多将企业风险承担看成是一种决策行为取向,反映了企业管理层在投资决策中对风险项目的投资态度。一旦投资失败企业必须付出代价,该承担多少风险就成了企业在投资中必须要考虑的问题。在完美情况下,如果企业将面临的投资机会按照预期净现值排序,那么他选择投资项目的临界点将位于净现值等于 0 处^[15-14]。但现实并不完美,企业管理层的风险偏好也各有不同。李文贵和余明桂^[4-5]的研究结果表明,企业风险承担与企业绩效显著正相关。更多的企业风险承担被看成是一种积极的行为,有利于刺激企业的创新热情,增加企业资本积累,提高企业竞争力从而提高企业绩效。相对于风险规避的企业,风险偏好的企业更容易抓住那些虽然存在风险但预期净现值为正的项目从而获得更多利润。李文贵等的数据显示中国企业风险承担相比国际企业偏低。

另外, Fishburn^[15]和 Fiegenbaum^[16]的研究结果则表明,企业风险承担与绩效显著负相关。这是由于当企业风险承担过高时其投资项目可能超出企业所能控制的范围。Palmer 和 Wiseman^[17]的研究同样得出了负相关的结果,认为由于企业风险承担较高,大的收益波动导致利益相关者的保守策略,从而使企业绩效下降。造成这两种截然相反的结果原因是多方面的,我们认为最主要原因在于企业风险承担与企业绩效间并不是线性关系。适当提高企业风险承担可以提高企业绩效,但当超过一定限度后,如企业所能掌控的临界点后,过多的企业风险承担可能给企业造成负面负担,进而导致企业绩效下降。即两者间呈倒 U 型关系。董保宝和葛宝山^[18]发现在新企业中风险承担与企业绩效间呈倒 U 型关系。我们认为这种关系也存在于上市公司中。

基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 1: 企业风险承担与企业绩效间呈非线性的倒 U 型关系。

(二) 所有权性质的影响

鲜有研究从企业风险承担角度分析比较国企

民企的企业绩效。国企由于除了企业绩效外还承担着其他诸如解决社会就业、维护社会稳定等社会性功能。这导致了两者内部激励机制的不同,在现代企业所有权与控制权相分离的治理结构下,根据詹森、麦克林提出的委托—代理理论,导致管理层更加关注个人利益从而减少企业本应有的企业风险承担。国企风险承担可能低于民企,如果企业风险承担与企业绩效相生相克,那么国企绩效也会因较低的风险承担而更低。

首先在经理人的自我激励方面。由于国企所有者缺位,国企所有权比民企更为分散,代理链条更长,单个股东缺乏监督经理人的动力。国企经理人的任命又通常是委派的。地方政府和中央政府分别拥有地方和中央国企高管人员的任命权^[19],不利于职业经理人市场的形成,同时也减少了一种对经理人行为的有效监督。Fama^[20]通过经理人市场模型得出经理人市场可以以“事后解决”的方式约束经理人行为,缺少这种监督将导致经理人利用职权为个人谋利而损害企业利益。国企高管带有行政色彩,但又不是严格意义上的政府官员,而是兼具了“政治人”和“经理人”的双重身份^[21],且国企高管薪酬普遍受到行政管制^[22],薪酬的激励作用受到限制,这些都不利于国企高管承担风险。媒体对中国建材集团、中国医药集团董事长宋志平的一篇专访提到了同样的问题。他强调民企更具创新精神,企业家意识更强。

其次在委托人对代理人的激励方面。由于绩效目标对国企存在局限性,于是会有其他的效率目标对其进行补充,如某些技术效率、成本效率。“保值增值”是国企改革的重要纲领。在国有资产管理委员会历次下发的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》中规定企业要在业绩考核期初上交考核期内的预期经营业绩。对未完成任期内经营业绩考核目标或连续两年未完成年度经营业绩考核目标的,国有资产管理委员会对相关责任人提出调整建议或予以调整。在这种情况下,代理人出于自身利益更有可能将经营目标放在“保值”上,降低了经理人承担风险的意愿。另外,国企通常还承担着社会性功能,如增加社会就业,维护社会稳定等。这给国企高管的业绩薪酬提供了难度,因为有时很难分清绩效中哪些是经济性的哪些是社会性的,反过来也意味着高管的努力程度可能不会被准确地衡量,从

而降低高管的积极性。社会性职能有时会导致国企的投资是预先被上层选定的,经理人并不能做出选择,甚至这种投资数额巨大,经理人并没有余力去做其他投资。在这种极端情况下,经理人已经不再具有企业家职能,而只是监督维护已有投资顺利进行的管理人。

基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 2a: 相比于民企,国企风险承担更低。

如果假设 2a 成立,我们继续提出如下假设:

假设 2b: 相比于国企,民企较高的风险承担提升了企业绩效。

(三) 市场化程度的影响

我们根据王小鲁等^[23]编制的中国各地区市场化指数报告中的政府与市场关系、非国有经济发展、产品市场发育、要素市场发育、中介组织发育和法律 5 个指标的综合得分来描述市场化程度。这样做的原因在于如果单独用政府与市场关系得分衡量市场化程度可能稍显片面。其余 4 个指标衡量了所在地的产权及契约制度情况。根据新制度经济学的产权理论,产权制度及契约制度是市场化程度的重要判断标准。

市场化程度是否会影响国企风险承担,根据竞争观的观点,市场化程度高意味着更多的资源将由市场调配,国企受到相对更少的政府干预,投资更注重企业绩效,因而有更高的企业风险承担。方军雄^[24]发现在市场化程度高的地区国企民企间资源配置的差异较小。Acemoglu 和 Zilibotti^[25]、李文贵和余明桂^[4-5]的研究结果均表明,在市场化程度高的地区国企风险承担相对更高。但值得注意的是,市场化程度并不会改变国企内部的委托—代理关系,经营效率问题依然存在。试想一个极端情况,如果给定一个市场化程度很高的地区,但企业全是国企,那么他们间的竞争会提高企业风险承担吗?因此,我们转到行为经济学的视角,依据 Hart 和 Moore^[26]将行为因素引入契约分析范式提出的参照点效应,认为契约方需要一个衡量利益得失的基准,这个基准就是同行的契约。龙头民企由于有着相对更低的组织成本,其投资合约容易在同行中形成参照点效应,尤其对“所有人”缺位的国企更是如此。民企大多分布在市场化程度高的地区,有利于为当地的国企提供参照点。而在市场化程度低的地区,国企数量居多,民企似乎不足以形成足够的影响力。

基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 3a: 相比于市场化程度低的地区,在市场化程度高的地区,民企风险承担更容易对国企形成参照点效应。

假设 3b: 高的市场化程度可以缓解国企低的风险承担对企业绩效的影响。

三、研究设计

(一) 研究模型与变量定义

为了检验假设 1,我们加入企业风险承担的平方项 $Risk^2$ 来检验企业风险承担与企业绩效是否存在倒 U 型关系。企业绩效均采用滞后一期的数据,我们设置如下模型:

$$Performance_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Risk_{i,t-1} + \beta_2 Risk_{i,t-1}^2 + \beta_3 X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (1)$$

其中, $Performance$ 为被解释变量,是以股票回报为基础的市场业绩。通常用来衡量企业绩效的指标还有以会计盈余为基础的 ROA 指标,ROA 具备可观测性并且可以反映企业的当期绩效,但我们并没有选用 ROA 作为业绩指标,原因在于 ROA 反映的是企业短期经营绩效;在计算上该指标剔除了未实现收益但包括了未实现损失,不能有效反映企业经营正负两方面的变化;且 ROA 容易受到企业高管的控制,数据可能失真。我们参照了姚颐等^[27]的做法,选用了以股票回报为基础的 Bhar 业绩指标。由于我们要考察企业风险承担与企业绩效间的关系,企业承担风险的后果通常不会在当期绩效中得到体现,而是一个在长期中慢慢体现的过程,因而我们参照企业风险承担的时间跨度,同样按照滚动计算的方法来计算企业绩效。首先计算出经综合上证 A 股年市场回报率调整的当年买入一持有的超额回报率,然后再计算在相应观测时段内的该超额回报率的平均值,以此作为当期企业绩效。另外在回归中我们还选用了托宾 Q 值作为业绩变量,以使结果更为稳健,具体做法仍然是用滚动计算的方法计算托宾 Q 值在相应观测时段内的平均值,以此作为当期企业绩效。

$Risk$ 为解释变量风险承担。已有研究 (John 等^[28]、李文贵和余明桂^[4-5]等) 通常采用企业的盈利波动性来对其进行衡量。借鉴他们的做法,我们也使用企业在每一时段内 ROA 的波动性来衡量企业风险承担。ROA 为企业息税前利润与年末总资产之比,为了剔除行业因素的影响,我们先计算各个行业的平均 ROA,然后用

企业 ROA 减去行业平均 ROA,最后再计算企业在相应观测时段内的经行业调整的 ROA 的标准差,以此来衡量企业相应观测时段内的风险承担,计算公式如下:

$$Risk_{it} = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N \left(ADJ_ROA_{in} - \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N ADJ_ROA_{in} \right)^2} \quad (2)$$

$$ADJ_ROA_{in} = \frac{EBIT_{in}}{ASSETS_{in}} - \frac{1}{X_{nk=1}} \sum_{k=1}^x \frac{EBIT_{kn}}{ASSETS_{kn}} \quad (3)$$

其中, X 为控制变量。根据以往研究,公司治理结构及财务状况会影响公司的投资决策进而影响企业绩效,因而我们选取如下控制变量:

(1) 总经理在董事会任职情况 $Dual$,若总经理同时兼任董事长则取值 2,否则取值 1。(2) 董事会规模 $Dirsize$,取董事会成员人数。(3) 外部董事比例 $Indepen$,取外部董事与董事会人数之比。(4) 第一大股东持股比例 $Firstshare$ 。(5) 企业财务杠杆 Lev ,取企业总负债与总资产之比。(6) 企业规模 $Lsize$,以企业总资产的自然对数衡量。(7) 企业成长性 $Growth$,取主营业务增长率。(8) 宏观经济形势 GDP ,以 GDP 增长率来衡量当年经济形势。同时我们还在各个检验中控制了行业和年度因素。

为检验假设 2a,我们设置如下模型:

$$Risk_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 State + \beta_2 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2a)$$

其中, $State$ 为企业所有权性质,我们根据企业最终控制人性性质来区分。如企业最终控制人为国有资产管理委员会,则将其看做国企,取值 1,如企业最终控制人为民营性质,则将其看做民企,取值 0。由于所有权变更可能导致企业风险承担的改变,为了消除这种影响,我们在选择样本时剔除了在相应观测时段内民营化了的企业。模型 (2a) 中其他变量与模型 (1) 一致。我们主要考察系数 β_1 的情况。李文贵和余明桂^[4]经检验得出相比于民企国企具有显著更低的风险承担,我们认为由于国企具有更高的组织成本,同样认为民企拥有更高的风险承担,因而我们预测系数 β_1 显著为负。

为检验假设 2b,我们设置如下模型:

$$Performance_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Risk_{i,t} + \beta_2 Risk_{i,t-1} \times State + \beta_3 Risk_{i,t-1}^2 + \beta_4 X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (2b)$$

其中,各变量含义与模型 (1) 一致。我们考察企业所有权性质对企业风险承担与企业绩效间关系有何种影响,因而我们主要关注系数 β_2 的情况。过低的企业风险承担可能不利于企业绩

效表现,因而我们预测 β_2 显著为负。

为检验假设3a,我们参照徐细雄和谭瑾^[29]、李维安等^[30]的研究,设置如下模型:

$$\text{Risk}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Reference}_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3a)$$

其中,Reference为参照点,其含义为分年度分行业计算的民企风险承担的平均值。我们将样本区分为市场化程度高组和市场化程度低组,进行分样本回归。预测在市场化程度高组的回归中系数 β_1 显著为正,在市场化程度低组则不显著。

为检验假设3b,我们设置如下模型:

$$\begin{aligned} \text{Performance}_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{Risk}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Risk}_{i,t-1}^2 + \beta_3 \text{Index}_{i,t-1} \\ & + \beta_4 \text{Risk}_{i,t-1} \times \text{State} + \beta_5 \text{Index}_{i,t-1} \times \text{State} + \beta_6 \text{Risk}_{i,t-1} \times \text{Index}_{i,t-1} \\ & + \beta_7 \text{Risk}_{i,t-1} \times \text{State} \times \text{Index}_{i,t-1} + \beta_8 X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \end{aligned} \quad (3b)$$

其中,Index为市场化指数指标。我们根据王小鲁等^[23]编制的中国各地区市场化指数报告,借鉴李文贵和余明桂^[4]的做法,先分年度计算各地区的平均市场化指数,如果企业所在地区的市场化指数高于平均值,则其Index取1,否则取0。模型(3b)中其他变量与模型(2b)中一致。我们主要考察Risk、State、Index三者交乘项系数 β_7 的状况。系数 β_7 所反映的经济含义受Risk及Risk×State的系数影响,若Risk的系数显著为正,且Risk×State的系数显著为负,则表明国企由于相对更低的风险承担而降低了企业绩效,若此时 β_7 的系数显著为正,则表明在市场化程度高的地区上述影响减弱。方军雄^[24]发现在市场化程度高的地区国企民企间配置资源的差异较小,因而我们预测 β_7 显著为正。

(二) 数据来源

以2007—2016年A股上市公司为样本,构建一个平衡面板数据,由于我们采用滚动计算方式计算企业风险承担,计算时需要用到未来期的值,因而最终样本选择区间为2007—2014年。对数据进行以下处理:(1)由于金融行业无论在风险承担还是绩效评价上均有其特殊性,因而将金融行业剔除。(2)剔除在样本选择区间倒闭或间断经营的企业,剔除ST企业。(3)剔除经营信息缺失或数据异常的企业。最终共得到6352个样本,并对连续变量在1%水平上进行winsor处理。

公司治理数据来源于国泰安数据库,股票信息数据来源于WIND数据库,市场化进程数据来源于王小鲁等^[23]编制的中国各地区市场化指数报告。对个别缺失数据手工查询自网络或企业年报。除此之外我们还抽样对比了国泰安和WIND两个数据库的数据,并没有发现不一致。

(三) 描述性统计

表1汇报了整体样本主要变量描述性统计情况。企业绩效Bhar最大值为2.48,最小值为-1.74,表明中国上市公司经营绩效存在较大差异。风险承担Risk的平均值和中位数分别为0.03和0.02,李文贵和余明桂^[4]研究的中国上市公司在1998—2007年企业风险承担均值和中位数分别为0.06和0.03,相比之下中国上市公司在2007—2014年企业风险承担无论在均值上还是中位数上都有所下降。市场化指数Index的均值为0.80,且第一四分位数为1.00,表明省份间市场化程度差异较大,多数省份市场化程度较高。

表1 整体样本主要变量描述性统计

变 量	样本量	最大值	最小值	均 值	第一四分位数	中位数	第三四分位数
Bhar	6 344	2.48	-1.74	0.06	-0.13	0.09	0.19
Risk	6 344	1.83	0.00	0.03	0.01	0.02	0.04
Risk ²	6 344	3.35	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dual	6 344	2.00	1.00	1.14	1.00	1.00	1.00
Dirsize	6 344	18.00	3.00	9.14	8.00	9.00	9.00
Indepen	6 344	0.71	0.09	0.36	0.33	0.33	0.38
Firstshare	6 344	84.11	2.19	36.08	23.50	34.00	47.22
Lev	6 344	12.23	0.01	0.55	0.39	0.54	0.67
Lnsiz	6 344	26.75	16.50	22.04	21.15	21.92	22.83
Growth	6 344	18.07	-25.36	4.02	-0.06	0.10	0.39
GDP	6 344	0.14	0.07	0.09	0.07	0.09	0.09
Index	6 344	1.00	0.00	0.80	1.00	1.00	1.00

表2汇报了分样本主要指标的对比情况。其中,国企样本共3832个,民企样本共2512个。

从业绩指标Bhar来看,无论是均值还是中位数,民企均高于国企。企业风险承担Risk民企同样

高于国企，在均值上尤其明显，表明相对于国企民企更能承担风险。这两项对比结果在直观上表明风险承担有助于提高企业绩效。从市场化程度

指标 Index 来看，两组中位数均为 1.00，但在均值上民企要大于国企，表明相对于国企，民企上市公司更多分布在市场化程度高的地区。

表 2 分样本主要变量描述性统计

	样本数	Bhar		Risk		Index	
		均 值	中位数	均 值	中位数	均 值	中位数
国企	3 832	0.03	0.07	0.02	0.01	0.78	1.00
民企	2 512	0.11	0.14	0.05	0.02	0.83	1.00

四、实证结果分析与稳健性检验

(一) 企业风险承担与企业绩效

表 3 汇报了企业风险承担与企业绩效关系的回归结果。我们采用逐步回归，起初只有解释变

量，然后逐步加入控制变量，最后再控制年度、行业固定效应。其中，列 (1) 为用 Bhar 作为被解释变量的结果，列 (2) 为用托宾 Q 值作为被解释变量的结果。

表 3 企业风险承担与企业绩效回归结果

变 量	被解释变量					
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Risk	0.95 *** (9.66)	25.75 *** (30.49)	0.28 *** (2.90)	14.75 *** (19.48)	0.30 *** (3.04)	13.40 *** (17.45)
Risk ²	-0.64 *** (-6.02)	-12.13 *** (-13.10)	-0.36 *** (-3.53)	-10.81 *** (-13.46)	-0.34 *** (-3.46)	-10.07 *** (-12.92)
行 业	否	否	否	否	是	是
年 度	否	否	否	否	是	是
样本量	6 344	6 344	6 344	6 344	6 344	6 344
R ²	0.01	0.16	0.13	0.37	0.23	0.44

注：* 代表在 10%水平上显著，** 代表在 5%水平上显著，*** 代表在 1%水平上显著；括号内为 t 值。下表同。

表 3 数据显示，无论用何种被解释变量，无论是否控制其他变量，一次项 Risk 的系数均显著为正，二次项 Risk²的系数均显著为负。这表明在期初企业风险承担对企业绩效有正向影响，适当提高企业风险承担有利于企业抓住那些虽然存在风险但预期收益为正的项目，即更能抓住盈利机会从而增加企业绩效，但当企业风险承担达到特定水平后，继续提高企业风险承担会对企业造成不利影响，如过度的投资可能超出企业的控制，或单纯是一种盲目投资，增加了企业风险，从而给企业绩效带来损害。也即企业风险承担与企业绩效间并非是线性关系，而是一种倒 U 型关系。实证结果支持了假设 1。

(二) 所有权性质、企业风险承担与企业绩效

表 4 汇报了假设 2 的回归结果，我们采用逐步加入控制变量的方式来检验。列 (1) 是没有加入任何控制变量的结果，列 (2) 加入了所有控制变量但不控制行业及年度因素的结果，列 (3) 既加入了所有控制变量又控制了行业及年

度因素的结果。模型 (2a) 汇报了假设 2a 的回归结果。我们主要考察 State 的系数情况，无论是否控制行业及年度因素，State 的系数均在 1%水平下显著为负。这表明相比于国企，民企风险承担显著更低。实证结果支持了假设 2a。

模型 (2b) 汇报了假设 2b 的回归结果。从一次项 Risk 及二次项 Risk²的系数来看，企业风险承担与企业绩效间倒 U 型关系并没有发生改变。我们主要考察 Risk×State 的系数情况，无论是否控制行业及年度因素，Risk×State 的系数均在 1%水平下显著为负。这表明相比于民企，国企风险承担对企业绩效的敏感性更低。模型 (2a) 的实证结果得出民企风险承担要更高。这一方面由于国企在激励机制上具有更高的组织成本；另一方面国企承担着更多的诸如维持社会稳定的社会责任，导致在投资决策中国企更倾向于选择保守且稳妥的投资项目，放弃了那些虽然净现值大于 0 但高风险的项目。企业风险承担的意愿受到抑制，影响了企业绩效。实证结果支持了假设 2b。

表4 企业所有权性质与企业风险承担回归结果

变 量	模型 (2a)			模型 (2b)		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
State	-0.01*** (-12.65)	-0.01*** (-5.28)	-0.01*** (-5.26)			
Risk				1.23*** (11.40)	0.44*** (3.98)	0.48*** (4.22)
Risk ²				-0.78*** (-7.16)	-0.43*** (-4.11)	-0.42*** (-4.15)
Risk×State				-0.71*** (-6.21)	-0.33*** (-2.97)	-0.36*** (-3.16)
行业	否	否	是	否	否	是
年度	否	否	是	否	否	是
样本量	6 344	6 344	6 344	6 344	6 344	6 344
R ²	0.02	0.21	0.30	0.02	0.14	0.23

(三) 所有权性质、市场化程度、企业风险承担与企业绩效

表5汇报了假设3的回归结果,列(1)为不控制任何控制变量的结果,列(2)为加入控制变量、两列均控制了行业及年度固定效应的结果。模型(3a)汇报了假设3a的回归结果,在市场化程度高的样本中,Reference均显著为正。在市场化程度低的样本中,列(1)系数显著为正,但加入控制变量后,系数不再显著。这表明在市场化程度高的地区,民企风险承担对国企有明显的参照点效应,而在市场化程度低的地区则

不然。实证结果支持了假设3a。模型(3b)汇报了假设3b的回归结果,企业风险承担与企业绩效间倒U型关系并没有发生改变。我们主要观察Risk×Index×State的系数情况,Risk的系数在1%水平下显著为正,Risk×State的系数在1%水平下显著为负,此时Risk×Index×State的系数在5%水平下显著为正,这表明市场化程度降低了因所有权性质导致的企业风险承担差异对企业绩效的影响,即在市场化程度高的地区,国企民企因风险承担导致的企业绩效间的差异变小。实证结果支持了假设3b。

表5 所有权性质、市场化程度、风险承担与企业绩效回归结果

变 量	模型 (3a)				模型 (3b)	
	市场化程度高		市场化程度低			
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Reference	0.01*** (9.13)	0.01*** (4.98)	0.01*** (3.79)	0.01 (1.58)		
Risk					1.25*** (7.09)	0.80*** (4.49)
Risk ²					-0.66*** (-5.57)	-0.30*** (-2.78)
Risk×State					-0.97*** (-3.91)	-0.90*** (-3.83)
Index					0.04*** (2.94)	0.01 (1.42)
Index×State					-0.04*** (-4.53)	-0.03*** (-3.22)
Risk×Index					-0.26 (-1.32)	-0.56* (-2.88)
Risk×Index×State					0.69** (2.39)	0.86*** (3.22)
行业	是	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是	是
样本量	5 088	5 088	1 256	1 256	6 344	6 344
R ²	0.13	0.31	0.21	0.33	0.02	0.24

在上述检验中,企业规模Lsize的系数值得

我们注意。在3个模型检验中,其系数均在1%

水平下显著为负。这似乎与惯常的“规模越大盈利越大”的印象不符。我们认为原因是在当今时代,信息的高速发展使企业的交易成本大幅减小,大规模不再是企业的“标配”,反而是小而灵的企业更能适应外界环境的变化。

(五) 稳健性检验

首先更改企业风险承担指标。除了企业盈利波动性外,根据 Faccio 等^[14]、Boubakri 等^[29]、李文贵和余明桂^[5]的研究,企业在相应观测时段内 ROA 的最大值最小值之差也被用来衡量企业风险承担。我们用该指标对 3 个模型重新进行回归,表 6 中列(1)汇报了主要变量的回归结果。在 3 个模型回归中, Risk 的系数均在 1% 水平下显著为正, Risk² 的系数均在 1% 水平下显著为负,与假设 1 结果一致。在模型(2)中 Risk×State 的系数在 1% 水平下显著为负,与假设 2b 结果一致。在模型(3)中, Risk×Index×State 的系数在 1% 水平下显著为正,与假设 3b 结果一致。与之前结果没有大的出入,结果稳健。

其次重新选择观测时段。在上文中企业风险承担指标是由 3 年期计算的,根据已有研究,我们选用 4 年期重新计算该指标,并重新进行上述回归,表中列(2)汇报了主要变量的回归结果。在 3 个模型中, Risk 的系数至少在 5% 水平下显著为正, Risk² 的系数至少在 5% 水平下显著为负,与假设 1 的结果一致。在模型(2)中 Risk×State 的系数在 1% 水平下显著为负,与假设 2b 结果一致。在模型(3)中, Risk×Index×State 的系数在 1% 水平下显著为正,与假设 3b 结果一致。与之前结果并没有大的出入,结果稳健。

我们还做了其他稳健性检验。(1)用得分倾向匹配(PSM)方法将民企国企进行匹配,以保证两者更具可比性。(2)用前十大股东持股比例代替第一大股东持股比例。(3)用企业总收入的自然对数代替总资产的自然对数。(4)采用面板回归。结果均未发生显著变化。

表 6 稳健性检验结果

变 量	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Risk	0.09*** (2.60)	0.20** (2.18)	0.15*** (3.61)	0.38*** (3.60)	0.44*** (6.10)	0.60*** (3.84)
Risk ²	-0.01*** (-2.41)	-0.32*** (-3.10)	-0.01*** (-3.22)	-0.41*** (-3.89)	-0.04*** (-5.66)	-0.28*** (-2.47)
Risk×State			-0.32*** (-2.71)	-0.34*** (-3.41)	-1.02*** (-4.31)	-0.77*** (-3.79)
Risk×Index×State					1.00*** (3.78)	0.74*** (3.20)
行业	是	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是	是
样本量	6 344	5 551	6 344	5 551	6 344	5 551
R ²	0.24	0.25	0.24	0.25	0.24	0.26

五、结 论

本文分析了企业风险承担与企业绩效间的关系,实证结果表明两者存在倒 U 型关系,即当企业期初增加风险承担时会显著增加企业绩效,但当达到一定程度时,过多的风险承担反而会成为企业负担,降低企业绩效。进一步我们检验了所有权性质以及市场化程度是否对企业风险承担的作用产生不同影响。实证结果表明民企有更高的风险承担,相比于国企,民企较高的风险承担提升了企业绩效,这表明经济发展需要投资风险性项目。但在市场化程度高的地区,绩效间的差

别被减弱了。这是由于在市场化程度高的地区,民企风险承担会对国企产生参照点效应,提升了国企风险承担进而提升了企业绩效。值得一提的是,我们并没有呼吁企业盲目提高风险承担,只是探讨了其中的机理,企业风险承担与企业绩效间存在倒 U 型关系的实证结果恰恰表明盲目提高企业风险承担会对企业绩效产生负面影响。

对于国企的经营效率问题,有学者从产权观和竞争观提出了不同的看法。民营化并非是国企改革唯一思路,但值得注意的是,提升市场化程度并不会在本质上改变国企的经营结构,且

“完善市场经营环境”在现实操作中也有着模糊性。我们从企业风险承担的视角,认为两者经营效率的差别在于企业风险承担的不同,为此我们提出一个新的思路:在市场化程度高的地区,民企风险承担会对国企产生参照点效应,在一定程度上弥补了国企因“所有人缺位”导致的经营目标不明确的缺陷。如何利用好企业风险承担的参照点效应,能为国企改革提供新的启示。

参考文献:

- [1] 张维迎. 企业家[M]. 上海: 上海人民出版社 2014. 9.
- [2] 稻盛和夫. 领导者的资质[M]. 北京: 机械工业出版社 2018. 19.
- [3] Fama, E. F., Miller, M. H. The Theory of Finance [M]. Dryden: Dryden Press, 1972. 28.
- [4] 李文贵, 余明桂. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J]. 中国工业经济, 2012, (12): 115-127.
- [5] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. 经济研究, 2013, (9): 112-124.
- [6] 亚当·斯密. 国富论[M]. 北京: 中华书局 2012. 318.
- [7] Nakano, M., Nguyen, P. Board Size and Corporate Risk Taking, Further Evidence From Japan [J]. Corporate Governance: An International Review, 2012, 20(4): 369-387.
- [8] Cheng S. Board Size and The Variability of Corporate Performance [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 87(1): 157-176.
- [9] Wang, C. J. Board Size and Firm Risk-Taking [J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2012, 38(4): 519-542.
- [10] Kim, K. H., Buchanan, R. CEO Duality Leadership and Firm Risk-Taking Propensity [J]. Journal of Applied Business Research, 2008, 24(1): 27-41.
- [11] Faccio, M., et al. CEO Gender and Corporate Risk-Taking [J]. Social Science Electronic Publishing, 2014, 14(3): 36-44.
- [12] 何威风, 刘巍. EVA 业绩评价与企业风险承担[J]. 中国软科学, 2017, (6): 99-116.
- [13] 王菁华, 茅宁. 企业风险承担研究述评及展望[J]. 外国经济与管理, 2015, (12): 44-58.
- [14] Faccio, M., Marchica, M., Mura, R., CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation [R]. Working Paper Purdue University, 2012.
- [15] Fishburn, P., C. Mean-Risk Analysis With Risk Associated With Below-Target Returns [J]. American Economic Review, 1977, 67(2): 116-126.
- [16] Fiegenbaum, A. Prospect Theory and The Risk-Return Association: An Empirical Examination In 85 Industries [J]. Journal of Economic Behavior Organization, 1990, 14(2): 187-203.
- [17] Palmer, T. B., Wiseman, R. M. Decoupling Risk-Taking From Income Stream Uncertainty: A Holistic Model of Risk [J]. Strategic Management Journal, 1999, 20(11): 1037-1062.
- [18] 董保宝, 葛宝山. 新企业风险承担与绩效倒 U 型关系及机会能力的中介作用研究[J]. 南开管理评论, 2014, (4): 56-65.
- [19] 刘小玄. 企业边界的重新确定: 分立式的产权重组——大中型国有企业的一种改制模式[J]. 经济研究, 2001, (4): 3-13.
- [20] Fama, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm [J]. Journal of Political Economy, 1980, 80(2): 288-307.
- [21] 王曾, 符国群, 黄丹阳, 等. 国有企业 CEO “政治晋升”与“在职消费”关系研究[J]. 管理世界, 2014, (5): 157-171.
- [22] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究, 2005, (2): 92-101.
- [23] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017. 9-28.
- [24] 方军雄. 所有制、市场化进程与资本配置效率[J]. 管理世界, 2007, (11): 27-35.
- [25] Acemoglu, D., Zilibotti, F. Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth [J]. Journal of Political Economy, 1997, 105(4): 56.
- [26] Hart, O., Moore, J. Contracts as Reference Points [J]. The Quarterly Journal of Economics Review, 2008, 123(1): 1-48.
- [27] 姚颐, 刘志远, 冯程. 央企负责人、货币性薪酬与公司业绩[J]. 南开管理评论, 2013, (6): 123-135.
- [28] John, K., Litov, L., Yeung, B. Corporate Governance and Risk Taking [J]. Journal of Finance, 2008, 63(5): 1679-1728.
- [29] 徐细雄, 谭瑾. 高管薪酬契约、参照点效应及其治理效果: 基于行为经济学的理论解释与经验证据[J]. 南开管理评论, 2014, (4): 36-45.
- [30] 李维安, 刘绪光, 陈靖涵. 经理才能、公司治理与契约参照点——中国上市公司高管薪酬决定因素的理论分析与实证分析[J]. 南开管理评论, 2010, (2): 4-15.

(责任编辑: 韩淑丽)