

最终控制人投资组合与企业风险分担： 转嫁还是共担^{*}

王红建 汤泰劼 刘梓微

内容提要：同一个最终控制人对多家上市公司同时进行控股实际构成一个投资组合，研究其如何影响组合内企业风险分担行为，有助于打开上市公司最终控股人的投资决策“黑箱”。我们研究发现，虽然最终控制人投资组合分散有助于提高组合内企业的风险承担水平，但主要提高了组合内相对重要性更低企业的风险承担水平，且最终控制人在相对重要性更高的公司进行了更多的支持型关联交易与更少的掏空型关联交易，从而证实了控股股东与非控股股东之间的“风险转嫁”假设。进一步检验还发现，最终控制人投资组合内企业多元化程度越高，其投资组合分散程度对企业风险承担的促进作用越明显。本文不仅拓展并深化了投资组合原理在最终控制人控股多家公司这一实践层面的应用，而且揭示了最终控制人在组合内企业中风险分担行为及其“转嫁”机理，对我国未来经济体制改革和多层次资本市场建设与监管均具有重要的启示意义。

关键词：投资组合 风险分担 风险转嫁 投资多元化

作者简介：王红建，南昌大学经济管理学院教授、博士，330031；

汤泰劼，北京大学光华管理学院博士研究生，100871；

刘梓微，奥克兰大学商学院硕士研究生，512026。

中图分类号：F270 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2018)08-0066-15

一、引言

随着我国资本市场与民营经济的快速发展，越来越多的上市公司同时被同一个最终控制人所控制。根据对我国上市公司的统计发现，2004 年有 42 家上市公司存在被同一个最终控制人控股的问题，而在 2014 年该数量已跃升至 114 家。如果将最终控股股东的控股理解为最终控制人对上市公司的一种投资行为，那么同时控制多个上市公司可以表示为最终控制人的一个投资组合，很

^{*} 基金项目：国家自然科学基金项目“政府官员变更与会计政策选择：理论分析与经验证据”（71602069）；第 11 批特别资助“放松利率管制、投融资结构选择与公司价值创造”（2018T110381），第 61 批中国博士后科学基金面上资助“利率市场化、企业财务行为与企业技术创新”（2017M610241）。作者感谢“广州区域低碳经济研究基地”的资助，同时感谢编辑部老师及匿名审稿专家的建议。当然，文责自负。

显然此举有助于分散最终控制人面临的总体风险,并提高其风险承担能力。Faccio等(2011)研究发现大股东多元化会显著提升企业风险承担能力,支持了“风险分散假说”。

当前中国经济正处于转型的特殊历史阶段,相对于西方高度分散的股权结构,我国上市公司股权相对更为集中,企业决策行为也更多取决于最终控制人的行为。然而,现有文献主要基于最终控制人持股比例及持股方式对企业经营决策行为的直接影响展开研究(夏立军、方轶强,2005),较少有权威文献关注最终控制人投资组合如何影响企业风险承担行为。由于国有上市公司的最终控制人多为中央或地方政府,其经营行为强烈依赖于政府的动机(夏立军、陈信元,2007),在面临经营风险时往往难以保持中性(Biais和Perotti,2002),其投资组合形式并非最终控制人自由理性选择的结果。因此,国有企业经营决策行为与民营企业可能存在较大差异。

鉴于此,本文将重点考察对象界定为民营上市公司,试图从最终控制人投资组合视角,探究民营上市公司最终控制人投资组合对组合内企业风险承担水平的影响。具体来说,本文试图回答以下三个问题:第一,最终控制人投资组合分散程度是否提升了组合内企业整体风险承担水平?第二,最终控制人根据投资组合内企业相对重要性的不同,其风险分担水平是否存在显著差异?第三,最终控制人在组合内企业间的风险分担机理是什么?为此,本文选择2004—2014年民营上市公司作为研究样本,对上述问题进行实证检验。检验结果表明:相对于投资组合集中度较高的最终控制人,投资组合分散程度越高,其组合企业的风险承担水平越高,但企业在投资组合中的相对重要性越低时,风险承担水平越高,且最终控制人在相对重要性更高的公司,进行了更多的支持型关联交易与更少的掏空型关联交易。以上研究发现充分证实了最终控股股东向非控股股东的“风险转嫁”行为。

本文研究的理论意义与学术贡献主要体现在以下几个方面。

第一,有助于结合我国上市公司股权高度集中的这一制度特征,将投资组合理论拓展至最终控制人投资领域。Faccio等(2011)基于股权高度分散的美国资本市场,从单一公司的大股东多元化视角研究了其对企业风险承担的作用,从而证实了大股东多元化的“风险分散功能”假说。本文则基于我国资本市场股权高度集中这一特殊背景,从单一最终控制人的投资组合视角,研究最终控制人投资组合对组合内企业风险承担水平及其分担行为的影响,研究发现投资组合分散程度越高,组合中的企业风险承担水平越高。该研究结论不仅验证了投资组合的“风险分散”假说,而且有助于将投资组合理论进一步拓展并深化至最终控制人投资上市公司组合这一领域。

第二,有助于从最终控制人投资组合视角拓展并深化控制权私利与大股东掏空理论。现有研究分别从金字塔结构(Almeida和Daniel,2006;吕长江、肖成民,2006;刘运国、吴小云,2009)、控制权结构(邓路、王化成,2014)及公司治理(高雷等,2006;郑国坚等,2013)等视角进行切入,探讨了控股股东掏空企业的动机、手段及其经济后果。本文则从最终控制人在投资组合内企业间的风险分担行为这一视角,研究发现投资组合中相对重要性越高的公司,其风险承担水平越低,从而证实了控股股东与非控股股东之间的另一种掏空行为,即“风险转嫁”假说。同时还发现最终控制人有动机在组合内相对重要性不同的企业之间进行利益输送,从而不仅将控制权私利理论拓展至最终控制人在投资组合企业间的风险分担行为,而且进一步揭示了最终控制人投资组合的经济后果。

第三,进一步拓展并深化了投资多元化的“风险分散”理论。根据投资组合理论,当投资组合内资产的相关性越低时,其风险分散作用越明显。本文研究发现最终控制人投资组合企业的多元

化程度越高,其同时控股多家公司的“风险分散”作用与“风险转嫁”作用更加明显,从而进一步拓展并深化了投资组合理论。

本文主要结构如下:第一部分是引言;第二部分是理论分析与研究假设;第三部分是样本选择与模型设定;第四部分是研究假设检验与结果分析;第五部分是拓展性检验;第六部分是内生性问题处理与稳健性检验;第七部分是本文研究结论与政策建议。

二、理论分析与研究假设

(一)控股股东投资组合与企业风险承担

风险承担水平综合反映了企业在投资决策过程中对投资项目的选择。过低的风险承担水平意味着企业会更多地放弃 NPV 为正的投资项目,从而不利于企业价值最大化。在均衡市场中,企业风险承担是传递公司未来盈利能力和价值增长能力的重要信号,更高的企业风险承担水平有利于充分利用投资机会,提高企业资本配置效率和价值,但因受制于宏观政策(王永海、刘慧玲,2013;张强等,2013)、投资者异质性(余明桂等,2013)、所有权结构(Faccio 等,2011)以及投资者保护强度(John 等,2008)等因素,不同的企业决策者对待风险的态度是有显著差异的。

受委托代理问题的影响,大量文献主要从现金激励、期权激励以及管理层持股等方面,重点考察管理层激励如何影响企业风险承担水平,研究发现合适的管理层激励能够显著提升企业风险承担水平(Wright 等,2002;Armstrong 和 Vashishtha, 2012)。然而,以上研究结果可能更加适用于股权分散的美国资本市场,对于股权高度集中的中国资本市场,可能更需要重点关注最终控股股东对企业风险承担水平的影响。这是因为受历史、法律及政治制度等因素影响,我国上市公司股权相较于欧美发达国家表现更为集中,相对于管理层而言,最终控制人对我国上市公司经营行为的影响可能更为重要(夏立军、方轶强,2005)。

此外,在投资者保护不足的前提假设下,已有文献已经证明我国上市公司的大股东一方面具有监督作用,能够显著抑制过度投资并加剧投资不足(窦炜等,2011;窦欢等,2014);另一方面,也具有较强动机通过“隧道行为”获得中小股东无法得到的隐性收益(张祥建、徐晋,2005;肖作平、廖理,2007)。因此,公司业绩或公司价值作为系列经营决策的结果,不同产权性质或产权结构安排对其会产生重要影响(夏立军、方轶强,2005)。然而,这些研究主要通过考察控股股东或大股东对单个公司决策及其对公司价值产生的影响,而忽视了同一个实际控制人如何通过影响组合内企业的经营行为并传导至公司价值。

因此,在股权高度集中的中国资本市场,综合反映企业系列经营决策的风险承担行为也必然受到股权结构安排的影响。现有文献证实了国有与民营两类产权性质的企业对风险承担行为存在显著差异。这是因为在国有企业中,所有者缺位和管理层薪酬的行政管制并存,缺乏良好的监督机制和激励机制,致使管理者更倾向于保守,具有更低的风险承担水平(Low, 2009;Kini 和 Williams,2012)。而在民营化后,新的股东可能建立更有效的激励与监督机制(白重恩等,2006),降低管理者投资决策中的保守程度,促使管理者更积极地承担风险,以最大化企业价值和股东财富(余明桂等,2013;李文贵、余明桂,2015)。综上所述,民营企业的风险承担行为更能体现最终控制人自由选择的过程,因此研究对象界定为民营企业。

根据资产组合理论,投资多元化能够降低整体投资风险,从而有助于提高企业对单个投资项目的风险承担水平(张敏、黄继承,2009;Faccio 等,2016;张运来、王储,2014)。任何一个风险中性

或者风险厌恶的投资者,在相同数量财富条件下,其预期效用会随着财务风险的增加而减少,但在市场均衡条件下投资回报与风险承担水平必然呈现对等关系。因此,作为投资者的最终控制人,在控制风险条件下想获得更高的回报,可以通过调整投资组合形式来降低整体投资风险,从而提升单个投资项目的风险承担能力,以实现其投资效用最大化(John 等,2008;Faccio 等,2011)。如果将同一个最终控制人同一年控制的所有上市公司视为一个投资组合,最终控制人通过分散化投资组合使得企业整体能够承担更高风险的投资项目,获得更高的回报率(Faccio 等,2011)。因此,我们预期在其他条件一定的情况下,最终控制人投资组合分散程度越高,其控股企业的风险承担水平越高,表现为风险分散功能。据此,我们提出研究假设 H1。

研究假设 H1:在其他条件一定的情况下,最终控制人投资组合分散程度越高,其控股企业的风险承担水平越高,表现为“风险分散”行为。

(二)最终控制人投资组合的相对重要性与风险承担

同一个最终控制人对多家上市公司同时进行控制时,在整个投资组合内的不同企业对最终控制人的相对重要性是不同的。最终控制人所控制的企业所拥有的资源规模越大,则该企业最终控制人的投资组合中就越重要。根据风险与收益对等原则,假定风险承担水平越高,企业未来回报率越高,在不存在控制权私利与掏空动机的情况下,从最终控制人的利益最大化角度出发,相较于承担较低风险的投资项目,承担高风险的投资项目给最终控制人带来的回报更高,因而边际收益也更大。在完善的公司治理条件下,理性的最终控制人会让投资组合相对重要性更高的公司,承担更高的风险水平,表现为投资组合企业的一种“风险共担”行为。

从投资损失来看,如果相对重要性程度更高的公司承担更多的高风险的投资项目,一旦失败,对最终控制人造成的边际损失更大。因此,综合考虑我国高度集中的股权制度背景与较弱的投资者保护等因素,如果存在控制权私利与掏空动机,那么最终控制人完全可以让投资组合内相对重要性更低的企业承担更高的风险来减少损失,从而将风险转嫁至相对重要性程度更低企业的其他非控股股东,然后通过关联交易从投资组合相对重要性程度更低的公司进行价值转移,以实现利益最大化,表现为相对重要性程度越低的公司风险承担水平越高,从而支持“风险转嫁”假设。基于以上分析,我们提出竞争性研究假设 H2。

研究假设 H2a:其他条件一定,最终控制人投资组合中相对重要性程度越高,其风险水平越大,即表现为“风险共担”行为。

研究假设 H2b:其他条件一定,最终控制人投资组合中相对重要性程度越低,其风险水平越大,即表现为“风险转嫁”行为。

三、样本选择与模型设定

(一)样本选择

本文选择 2004—2014 年所有上市公司为原始研究样本。原始数据主要来源于 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。在进行回归检验之前,我们根据研究需要分别进行如下处理:第一,剔除产权性质不为民营企业的研究样本;第二,剔除金融类企业的研究样本;第三,剔除最终控制人无法判断的研究样本;第四,剔除行业性质无法判断的研究样本;第五,剔除其他变量观测值缺失的研究样本。最终获得了 8860 个公司年度观测值,作为最终回归检验的样本。为了避免异常值对回归结果产生影响,我们对最终回归样本的所有连续变量进行了上下 1% 的 Winsorize 处理。

(二)模型设定与变量定义

为了检验研究假设 H1,我们拟采用如下回归模型:

$$Risktaking_{it} = \beta_0 + \beta_1 Portfolio_{it} + \sum_{i=2}^n \beta_i x_{it} + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

已有文献分别使用了多种方法度量企业风险承担水平或风险水平,其中风险承担水平被认为是企业的一种主动行为,而风险水平更多地被理解作为一种被动行为。本文主要研究最终控制人的组合企业如何分担风险,属于一种主动的风险承担行为。因此,借鉴已有文献(John 等,2008; Faccio 等,2011;李文贵、余明桂,2012;等),分别使用资产收益率(*ROA*)的三年波动率(*Risktaking*)及经行业调整的资产收益率(*ROA*)的三年波动率作为因变量(*Risktaking1*),来表示企业的风险承担水平,其具体计算公式如下:

$$Risktaking_{it} = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{t=1}^N (ROA_{it} - \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N ROA_{it})^2 | N = 3} \tag{2}$$

$$Risktaking1_{it} = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{t=1}^N (ADJ_ROA_{it} - \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N ADJ_ROA_{it})^2 | N = 3} \tag{3}$$

其中,*ADJ_ROA_{it}*为经过行业调整的资产收益率,用以下公式计算:

$$ADJ_ROA_{it} = \frac{EBIT_{it}}{ASSETS_{it}} - \frac{1}{T} \sum_{k=1}^T \frac{EBIT_{kt}}{ASSETS_{kt}} \tag{4}$$

其中,*i*表示投资组合中的公司,*t*表示在观测时段内的年度,*T*代表某行业中企业总数,*k*表示该行业中的第*k*个公司。此外,我们还借鉴陆瑶、胡江燕(2014)的研究,使用基于股票日收益波动率表示企业风险承担来进行稳健性检验。

*Portfolio*表示最终控制人投资组合的分散程度,使用(1 - *Herfindhal_index*)来衡量,其中*Herfindhal_index*为最终控制人投资组合的集中程度,其计算公式为:

$$Herfindhal_index_{i,t,g} = \sum [(VR_{i,t,g} \times MV_{i,t,g}) / \sum (VR_{i,t,g} \times MV_{i,t,g})]^2 \tag{5}$$

其中,*VR_{i,t,g}*表示第*t*年第*g*个投资组合中最终控制人对公司*i*的现金流权比例,*MV_{i,t,g}*表示第*t*年第*g*个投资组合内公司*i*的所有权的市场价值,其中所有权的市场价值 = 流通股股数 × 流通股股价 + 非流通股股数 × 流通股股价来表示。很显然,*Portfolio*越大,则最终控制人投资组合越分散。

*X'*为根据已有研究风险承担的文献,我们设置的系列控制变量,其中,*lnsize*为企业规模,用公司期末总资产取自然对数来衡量;*HHI*为基于营业收入计算的赫芬达尔指数,该值越大,表示产品市场竞争压力越小;*Leverage*为财务杠杆率,定义为总负债与总资产之比;*Growth*为公司成长性,用主营业务收入增长率来衡量;*Dual*为两职合一,当董事长与总经理为同一人时取值为1,否则取值为0。*Stock5_hhi*为前五大股东股权集中度;净资产利润率(*ROE*),定义为净利润与净资产之比;*Tang*为固定资产占比,用固定资产净值与期末总资产之比来衡量,此比率越低,表示闲置资金越少;*CFO*为经营净现金流,即经营活动产生的净现金流与期末总资产之比,变量的具体定义见表1。

为了检验假设 H2,我们设定了以下模型:

$$Risktaking_{kt} = \gamma_0 + \gamma_1 \times Portfolio_share_{kt} + \sum_{k=2}^n \gamma_k X' + \varepsilon_{kt} \tag{6}$$

在式(6)中,Portfolio_share 为最终控制人投资组合相对重要性,使用如下方程进行计算:

$$Portfolio_share_{i,t,g} = (VR_{i,t,g} \times MV_{i,t,g}) / \sum (VR_{i,t,g} \times MV_{i,t,g}) \tag{7}$$

VR_{i,t,g}表示第t年第g个投资组合中最终控制人对公司i的现金流权比例,MV_{i,t,g}表示第t年第g个投资组合中公司i的所有权的市场价值,其中所有权的市场价值=流通股股数×流通股股价+非流通股股数×流通股股价来表示。很显然,Portfolio_share 越大,说明企业在最终控制人的投资组合中的相对重要性越高。

表 1 主要变量的描述性统计

变量类型	变量名称	变量定义
因变量	企业风险承担 (Risktaking)	分别以三年资产利润率 (ROA) 及经行业调整的波动率来表示企业风险承担水平
自变量	最终控制人投资组合分散程度 (Portfolio)	以 (1 - Herfindhal_index) 来衡量,其中 Herfindhal_index 具体计算方法见式(5)
	最终控制人投资组合相对重要性 (Portfolio_share)	其具体计算方法见式(7)
控制变量	公司规模 (lnsize)	期末总资产取自然对数
	产业集中度 (HHI)	基于营业收入计算的赫芬达尔指数
	财务杠杆率 (Leverage)	总负债与总资产之比
	公司成长性 (Growth)	主营业务收入增长率
	两职合一 (Dual)	董事长与总经理为同一人时取值为 1,否则取值为 0
	股权集中度 (Stock5_hhi)	前五大股东股权集中度
	净资产利润率 (ROE)	净利润与净资产之比
	固定资产占比 (Tang)	固定资产净值与期末总资产之比
	经营净现金流 (CFO)	经营活动产生的净现金流与期末总资产之比

四、检验结果分析

(一)样本分布与描述性统计

表2为最终控制人控股2家及以上上市公司样本的年度分布,从中可以发现,2004年只有42家公司构成最终控制人投资组合,总体呈现递增的趋势,到2014年达到114家,增长了近3倍,其中主要控股2家上市公司的占比达到80%。这表明,随着我国资本市场的快速发展,最终控制人同时控制多家上市公司日益成为一种重要的经济现象,因而也是一个非常值得学术界关注的重要问题。

表 2 最终控制人控股 2 家及以上公司样本的年度分布				单位:家			
年份	控股 2 家	超过 2 家	合计	年份	控股 2 家	超过 2 家	合计
2004	30	12	42	2010	60	9	69
2005	36	12	48	2011	74	17	91
2006	36	19	55	2012	86	17	103
2007	48	17	65	2013	94	17	111
2008	46	13	59	2014	90	24	114
2009	50	10	60	合计	650	167	817

资料来源:根据上市公司最终控制人统计整理得来。

表 3 为主要变量的描述性统计特征,因变量企业风险承担水平 *Rishtaking* 的均值为 0.063,中位数为 0.041,标准差为 0.080。自变量为最终控制人投资组合分散程度(*Portfolio*),其均值和中位数分别为 0.051 和 0,该值越大,表示最终控制人投资组合的分散程度越大。最终控制人投资组合相对重要性(*Portfolio_share*),其均值和中位数则分别为 0.937 和 1,且该值越大,表示该公司在最终控制人投资组合内相对越重要。*HHI* 是基于行业收入计算的赫芬达尔指数,平均值为 0.282,表示企业面临的产品市场竞争压力较大,其余变量与已有文献的分布基本一致,未发现显著差异,表明我们的回归样本是可靠的。

表 3 主要变量的描述性统计特征	最大值	最小值	平均值	中位数	25% 分位数	75% 四分位数	标准差	样本数
<i>Rishtaking</i>	0.556	0.004	0.063	0.041	0.024	0.070	0.080	8860
<i>Rishtaking1</i>	0.549	0.004	0.063	0.041	0.024	0.070	0.078	8860
<i>Portfolio</i>	1	0	0.051	0	0	0	0.157	8860
<i>Portfolio_share</i>	1	0.005	0.937	1	1	1	0.197	8860
<i>HHI</i>	0.454	0.201	0.282	0.255	0.225	0.356	0.068	8860
<i>lnsize</i>	24.202	19.777	21.809	21.767	21.214	22.377	0.883	8860
<i>Leverage</i>	2.968	0.033	0.437	0.393	0.217	0.569	0.368	8860
<i>Growth</i>	3.304	-0.421	0.300	0.122	0.018	0.317	0.589	8860
<i>Dual</i>	1	0	0.302	0	0	1	0.459	8860
<i>Stock5_hhi</i>	0.544	0.012	0.157	0.129	0.074	0.214	0.110	8860
<i>ROE</i>	0.872	-0.983	0.069	0.073	0.033	0.117	0.175	8860
<i>Tang</i>	0.641	0.002	0.210	0.184	0.095	0.300	0.148	8860
<i>CFO</i>	0.264	-0.242	0.035	0.037	-0.007	0.082	0.083	8860

(二)研究假设检验与结果分析

表 4 为研究假设 H1,即最终控制人投资组合分散程度与企业风险承担水平之间关系的检验。检验结果显示:在控制了年度、行业 and 个体效应后,最终控制人投资组合分散程度(*Portfolio*)回归系数在两组检验中均显著为正,表明最终控制人投资组合分散程度越高,其控股企业风险承担水平越高,该结果支持了研究假设 H1 的逻辑推断,即表现为最终控制人投资组合越分散越有助于提高组合内企业风险承担水平,证实了投资组合“风险分散”假设。

表 4 最终控制人投资组合分散程度与企业风险承担水平

	(1)	(2)
	因变量: <i>Risktaking</i>	
	<i>Risktaking</i>	<i>Risktaking1</i>
<i>Portfolio</i>	0.026 *** (2.78)	0.018 * (1.93)
<i>Insize</i>	0.001 (0.61)	0.003 (1.40)
<i>HHI</i>	-0.059 ** (-2.31)	-0.018 (-0.72)
<i>Leverage</i>	0.072 *** (17.63)	0.068 *** (16.84)
<i>Growth</i>	0.003 ** (2.00)	0.003 (1.55)
<i>Dual</i>	0.002 (0.62)	0.005 * (1.74)
<i>Stock5_hhi</i>	-0.085 *** (-4.75)	-0.075 *** (-4.22)
<i>ROE</i>	0.015 *** (3.07)	0.009 * (1.79)
<i>CFO</i>	-0.006 (-0.53)	-0.015 (-1.28)
<i>Tang</i>	0.013 (1.14)	0.027 ** (2.44)
<i>_cons</i>	0.030 (0.61)	-0.017 (-0.34)
年度效应	YES	YES
个体效应	YES	YES
行业效应	YES	YES
Within. R ²	0.066	0.063
F Value	25.986	24.470
N	8860	8860

注:表中括号内为经过公司层面 Robust Cluster 之后的 T 值;***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 统计意义上显著。下同。

表 5 则为研究假设 H2,即最终控制人投资组合的相对重要性与企业风险承担水平关系的检验。回归结果显示:第(1)列和第(2)列投资组合的相对重要性(*Portfolio_share*)的回归系数均显著为负,表明企业在最终控制人投资组合内相对重要性程度越低,其企业风险承担水平越高,相反在投资组合内相对重要性越高的公司,其承担风险程度越低,证实了研究假设 H2b 的逻辑推断,揭示了最终控制人在投资组合中的风险分担行为的分布规律,即相对重要性越高,企业风险承担水平越低,即企业风险承担从相对重要性高的公司向相对重要性低的公司进行转嫁,支持了我国上市公司的最终控制股东在组合内企业进行“风险转嫁”的行为。

表 5 最终控制人投资组合相对重要性与企业风险承担水平

	(1)	(2)
	因变量: <i>Risktaking</i>	
	<i>Risktaking</i>	<i>Risktaking1</i>
<i>Portfolio_share</i>	-0.021 *** (-2.64)	-0.022 *** (-2.76)
<i>lnsize</i>	0.002 (0.76)	0.004 (1.57)
<i>HHI</i>	-0.058 ** (-2.30)	-0.018 (-0.69)
<i>Leverage</i>	0.072 *** (17.66)	0.069 *** (16.87)
<i>Growth</i>	0.003 * (1.96)	0.002 (1.51)
<i>Dual</i>	0.002 (0.61)	0.005 * (1.74)
<i>Stock5_hhi</i>	-0.084 *** (-4.74)	-0.075 *** (-4.23)
<i>ROE</i>	0.015 *** (2.98)	0.009 * (1.70)
<i>CFO</i>	-0.006 (-0.53)	-0.015 (-1.29)
<i>Tang</i>	0.013 (1.14)	0.027 ** (2.45)
<i>_cons</i>	0.044 (0.90)	-0.003 (-0.07)
年度效应	YES	YES
个体效应	YES	YES
行业效应	YES	YES
Within. R ²	0.066	0.063
F Value	25.944	24.680
<i>N</i>	8860	8860

五、拓展性检验

为了进一步考察最终控制人投资组合内企业风险分担行为的具体作用机制,我们分别进行了

如下拓展性检验。

第一,表 4 的检验结果表明,最终控制人通过投资组合来分散其投资风险,从而提高了单个组合企业的风险承担能力。然而,根据资产组合理论,投资组合中的个体相关性特征会显著影响组合的风险分散功能的强弱。投资组合企业的个体相关性程度越低,其风险分散功能越强,反之则越弱。具体到最终控制人投资组合的企业来说,如果组合企业来源于不同的行业,即多元化程度更高,其投资组合相关性程度自然更低,因而风险分散能力越强。如果最终控制人的投资组合具有“风险分散”功能,那么投资多元化会放大其“风险分散”功能的推断会被验证。为此,我们使用最终控制人的投资多元化程度来进一步考察最终控制人投资组合的“风险分散”假设,其中我们在计算最终控制人的投资多元化指标时,将投资同一个行业的不同企业的业务进行合并。具体来说,我们首先基于最终控制人投资净资产的分行业占比计算赫芬达尔指数来表示多元化程度,然后按照中位数分组,低于中位数取值为 1,表示多元化程度高,反之取值为 0,表示多元化程度低,具体检验结果见表 6。从表 6 中我们可以发现:多元化程度与投资组合分散程度交互项 $Div(Portfolio)$ 系数显著为正,而多元化与投资组合相对重要性交互项 $Div(Portfolio_share)$ 系数显著为负,该结果说明多元化不仅显著提升投资组合的“风险分散”功能,而且显著促进最终控制人在投资组合企业进行“风险转嫁”的行为,即将企业风险承担分担给相对重要性程度较低的企业,这也从另一个侧面验证了假设 H2b。

表 6 控股多元化、最终控制人投资组合与企业风险分担

	(1)	(2)
	因变量 : <i>Risktaking</i>	
<i>Portfolio</i>	0. 028 (0. 82)	
<i>Portfolio_share</i>		0. 012 (0. 36)
Div	- 0. 203 ** (- 2. 45)	0. 152 * (1. 80)
$Div(Portfolio)$	0. 423 ** (2. 33)	
$Div(Portfolio_share)$		- 0. 327 *** (- 2. 63)
控制变量	控制	控制
Within. R ²	0. 434	0. 434
F Value	251. 216	251. 167
N	8775	8775

第二,根据风险与收益对等的原则,如果最终控制人放弃由投资组合内相对重要性更高的公司承担更高的风险,这不利于其追求利益最大化。然而在股权高度集中的中国,控股股东与非控股股东之间代理问题的存在,致使控股股东具有较强动机从组合内相对重要性更低的公司向相对重要性更高的公司进行利润转移,以实现其整个投资组合的利益最大化。如果最终控制的“风险转嫁”动机成立,那么其在组合内企业利润转移的动机就必然存在。因此,为了验证最终控制人在组合内企业的“风险转嫁”行为是否存在掏空动机,我们使用关联交易 (*Related-party Transactions*) 这一间接指标进行检验。借鉴 Jiang 等(2010)的研究,将关联交易分为掏空型与支持型两类,并使

用总资产进行标准化,除了控制公司基本面变量以外,我们还分别控制了包括独立董事占比(*Indep*)、董事会规模(*lnboard*)及四大审计(*Big4*)等公司治理变量^①,具体检验结果见表7。检验结果显示:控股股东投资组合相对重要性(*Portfolio_share*)系数在掏空型关联交易组中显著为负,而在支持型关联交易组中显著为正,表明控股股东通过关联交易从投资组合中相对重要性更低的公司向投资组合中相对重要性更高的公司进行利益输送,从而进一步佐证了表5的检验结果,即最终控制人在投资组合内企业的“风险转嫁”行为存在掏空动机。

表 7 控股股东投资组合与关联交易类型

	(1)	(2)
	因变量:关联交易	
	掏空型关联交易	支持型关联交易
<i>Portfolio_share</i>	- 0. 047 *** (- 3. 77)	0. 005 ** (2. 10)
控制变量	控制	控制
Within. R ²	0. 092	0. 025
F Value	14. 746	2. 952
N	8860	8860

第三,由于最终控制投资组合本身具有显著的风险分散功能,因此如果能够证明最终控制人投资组合内相对重要性更高企业的风险承担水平显著低于非最终控制人投资组合内的企业,那么“风险转嫁”的逻辑才能得到更进一步证实。为此,为控制样本选择偏差对检验结果的影响,我们在同时控股2家及以上的公司中,将控股股东投资组合内相对最重要的公司与非控股股东投资组合的公司进行1:1的倾向性匹配法(PSM),然后考察控股股东投资组合内相对最重要的公司与非控股股东投资组合公司的风险承担水平的差异。在进行PSM之前,我们设置了虚拟变量*Importance*(控股股东投资组合内相对最重要的公司取值为1,非控股股东投资组合的公司为0),匹配后的具体检验结果见表8。从表8中我们可以发现:*Importance*系数在两组检验中均显著为负,表明最终控制人投资组合内相对重要性更高企业的风险承担水平显著低于非最终控制投资组合内的企业,该结果进一步佐证了控股股东的“风险转嫁”机制。

最后,最终控制人投资组合的“风险分散”和“风险转嫁”功能的经济后果如何,有助于验证其推理逻辑是否成立。因此,为了考察控股股东的风险转嫁行为究竟如何影响组合内企业的回报,我们分别检验了最终控制人的相对重要性如何影响组合内公司的业绩增长(*Growth*)和持有超额收益率(*BHAR*),具体检验结果见表9。从表9中我们可以发现:投资组合分散程度(*Portfolio*)系数在第(1)列中不显著,在第(3)列中显著为正,表明控股股东投资组合的分散程度虽然没有显著促进企业主营营业收入的增长,却显著提高了对公司股票的长期持有回报率,投资组合相对重要性(*Portfolio_share*)系数在第(2)列中显著为负,却在第(4)列中不显著,表明投资控股投资组合中越重要的公司虽然业绩增长更低,但并没有损害其股票的长期持有回报,从而进一步佐证了我们的推理逻辑,即控股股东对非控股股东的“风险转嫁”和“关联交易”机制。

① *Indep* 表示当年独立董事占董事人数之比;*lnboard* 表示董事会人数取自然对数;*Big4* 表示当为四大审计时取值为1。

表 8 控股股东投资组合相对重要性、非控股股东投资组合与风险承担

	(1)	(2)
	因变量: <i>Risk taking</i>	
	<i>Risktaking</i>	<i>Risktaking1</i>
<i>Importance</i>	-0.013 ** (-2.30)	-0.033 ** (-2.44)
控制变量	控制	控制
Within. R ²	0.046	0.037
F Value	3.475	2.489
N	754	754

表 9 控股投资组合、公司业绩增长和长期持有股票回报率

	(1)	(2)	(3)	(4)
	因变量: <i>Growth</i>		因变量: <i>BHAR</i>	
<i>Portfolio</i>	0.034 (0.46)		0.801 *** (2.58)	
<i>Portfolio_share</i>		-0.108 * (-1.66)		0.075 (0.41)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.229	0.229	0.306	0.301
F Value	64.109	64.572	56.677	56.260
N	8860	8860	7311	7311

六、内生性问题处理与稳健性检验

为了尽可能地控制内生性问题对本文结论产生的不利影响,我们分别使用如下两种方法控制最终控制人的投资组合与风险承担两者之间的内生性问题。

第一,由于样本区间内民营企业中最终控制人发生变更较少,且当最终控制人发生变更时本身对企业风险行为会产生显著影响,我们使用 1:1 的倾向性匹配法(PSM)进行匹配后再对研究假设进行检验,以控制潜在的内生性问题以及样本有偏对研究结论的影响。根据检验结果我们可以发现:其检验结果与表 4 和表 5 的检验结果是一致的,即控制内生性和样本选择后,关于最终控制人投资组合的“风险分散”机制和“风险转嫁”机制依然存在。

第二,股权分置改革之后,随着大股东股权流动性的增加,使得大股东可以通过在二级市场自由转让股权来获取回报,同时还有助于改善公司治理,相反在股权分置改革之前,大股东因无法转让股票而更倾向于掏空行为以获取私利(张学勇、廖理,2010;Liu 和 Tian,2011;支晓强等,2014)。因此,股权分置改革不仅改变了控股股东的“风险转嫁”动机,而且通过改善公司治理、抑制企业掏空行为降低了“风险转嫁”行为的潜在收益。此外,外生的股权分置改革也有助于缓解控股股东投资组合与风险承担行为之间可能存在的内生性问题。

因此,我们对股权分置改革前后控股股东投资组合与风险承担之间的关系进行了检验,其中 *Reform* 为根据股权分置改革时间设置的虚拟变量,股权分置改革之后取值为 1,否则取值为 0,然后分别与控股股东投资组合分散程度、投资组合相对重要性进行交乘,以检验股权分置改革前后,控股股东在组合内企业风险分担和转嫁行为的差异。我们发现:在股权分置改革之前,控股股东的“风险转嫁”动机更明显,而随着股权分置改革的推进及公司治理的改善,显著抑制了控股股东进行“风险转嫁”行为,这也表明控制内生性后本研究结论是稳健的。

此外,为了使本文研究结论更加稳健,我们还分别进行了如下稳健性检验。

第一,由于我们在检验最终控制人投资组合分散程度对组合企业风险承担水平的影响时,使用基于资产净利润率(*ROA*)的三年标准差(包括经过行业调整)来度量的企业风险承担水平,因资产净利润率代表一种综合风险承担水平,其无法揭示组合企业具体的经营行为。为了使本文研究结论更加稳健,我们分别从投资与融资两个维度,来检验最终控制人投资组合分散程度对组合企业风险承担水平的影响,其中投资行为主要基于具有高风险的“创新投入”这一视角,而融资则基于“过度负债”。对于过度负债,我们借鉴陆正飞等(2015)的模型进行估算。根据检验结果我们可以发现:无论是以创新活动还是以过度负债表示的风险承担水平,最终控制人投资组合分散程度(*Portfolio*)系数均显著为正,控股股东投资组合相对重要性(*Portfolio_share*)系数均显著为负,与表 4 和表 5 的检验结果一致。

第二,我们还使用基于股票日回报计算的波动率,来度量企业风险承担水平,进行稳健性检验。根据检验结果我们可以发现:投资组合分散程度(*Portfolio*)系数显著为正,而投资组合相对重要性程度(*Portfolio_share*)系数显著为负,与表 4 和表 5 的检验结果一致。

上述系列稳健性检验结果表明,本文关于最终控制人投资组合具有“风险分散”作用以及组合内企业“风险转嫁”机制的研究结论是稳健的。^①

七、结论与建议

随着我国资本市场的快速发展及资本市场规模的日益扩大,由传统投资组合理论所衍生出的同一个最终控制人同时控股多家上市公司,进而对组合内企业的经营行为产生影响的实例不断出现。根据投资组合理论,最终控制人控制的企业越多,其投资组合越分散,此举必然对投资组合的风险承担水平产生影响。然而,已有文献较少从最终控制人投资组合这一视角研究组合企业风险承担行为及其作用机理。本文的研究对于未来进一步发展同一实际控制人控制多家上市公司的相关理论,以及从政府监管视角针对这一现象进行有效监管均具有重要的实际意义。

通过对最终控制人投资组合进行风险承担水平的实证检验我们发现:最终控制人投资组合分散程度越高,控股组合企业风险承担水平越高,且最终控制人投资组合内相对重要性越低,风险承担水平越高,最终控制人在相对重要性更高的公司进行了更多的支持型关联交易与更少的掏空型关联交易,证实了控股股东与非控股股东之间的“风险转嫁”假设。进一步检验还显示:最终控制人投资组合企业的多元化程度越高,其风险分散功能越强,不仅综合风险承担水平显著提升,而且其研发创新活动及过度负债等实体经营风险活动也显著增加。以上研究结论不仅拓展并深化了投资组合原理在最终控制人对多家公司进行控股方面的应用,而且揭示了最终控制人在组合内企业中的风

^① 受文章篇幅所限,以上检验结果不能予以报告,如有需要,请联系作者。

险分担行为及其“转嫁”机理,这为监管层有效监管上市公司中的“一控多”现象提供了理论基础。

本文研究的政策建议主要有以下两个方面。第一,在当前我国经济转型和产业结构调整的关键阶段,如何提升企业风险承担能力以推动企业技术创新具有非常凸显的意义。本文研究表明,增加最终控制人控制公司的数量,提高最终控制人投资组合的分散程度能够显著提升组合企业的风险承担水平。因此,未来在大力发展专业投资者特别是机构投资者对多个上市公司进行控股时,应为资本市场投资者提供多元化的风险分散工具,以提高单个控股股东的风险承受能力,从而实现控股公司风险承担水平的提高。第二,本文研究还表明,控股股东投资组合虽然提高了组合内企业的风险承担水平,但可能会出现“风险转嫁”及由此衍生的关联交易行为,严重损害中小投资者的利益。因此,未来应加强监管与组合内企业交易的信息披露,营造诚信透明的市场环境,防止最终控制人在投资组合企业进行“风险转嫁”与“掏空”行为,以保证投资组合内企业交易的公平性,进而保障中小投资者的合法利益。

参考文献:

1. 白重恩、路江涌、陶志刚:《国有企业改制效果的实证研究》,《经济研究》2006 年第 8 期。
2. 邓路、王化成:《投资者异质信念与定向增发股价长期市场表现》,《会计研究》2014 年第 11 期。
3. 窦欢、张会丽、陆正飞:《企业集团、大股东监督与过度投资》,《管理世界》2014 年第 7 期。
4. 窦炜、刘星、安灵:《股权集中、控制权配置与公司非效率投资行为——兼论大股东的监督抑或合谋?》,《管理科学学报》2011 年第 11 期。
5. 高雷、何少华、黄志忠:《公司治理与掏空》,《经济学(季刊)》2006 年第 3 期。
6. 李文贵、余明桂:《民营化企业的股权结构与企业创新》,《管理世界》2015 年第 4 期。
7. 李文贵、余明桂:《所有权性质、市场化进程与企业风险承担》,《中国工业经济》2012 年第 12 期。
8. 刘运国、吴小云:《终极控制人、金字塔控制与控股股东的“掏空”行为研究》,《管理学报》2009 年第 12 期。
9. 陆瑶、胡江燕:《CEO 与董事间“老乡”关系对我国上市公司风险水平的影响》,《管理世界》2014 年第 3 期。
10. 陆正飞、何捷、窦欢:《谁更过度负债:国有还是非国有企业?》,《经济研究》2015 年第 12 期。
11. 吕长江、肖成民:《民营上市公司所有权安排与掏空行为——基于阳光集团的案例研究》,《管理世界》2006 年第 10 期。
12. 王永海、刘慧玲:《所得税税率变动与公司风险承担——基于我国 A 股上市公司的经验证据》,《会计研究》2013 年第 5 期。
13. 夏立军、陈信元:《市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定》,《经济研究》2007 年第 7 期。
14. 夏立军、方轶强:《政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据》,《经济研究》2005 年第 5 期。
15. 肖作平、廖理:《大股东、债权人保护和公司债务期限结构选择——来自中国上市公司的经验证据》,《管理世界》2007 年第 10 期。
16. 余明桂、李文贵、潘红波:《民营化、产权保护与企业风险承担》,《经济研究》2013 年第 9 期。
17. 张敏、黄继承:《政治关联、多元化与企业风险——来自我国证券市场的经验证据》,《管理世界》2009 年第 7 期。
18. 张强、乔煜峰、张宝:《中国货币政策的银行风险承担渠道存在吗?》,《金融研究》2013 年第 8 期。
19. 张祥建、徐晋:《股权再融资与大股东控制的“隧道效应”——对上市公司股权再融资偏好的再解释》,《管理世界》2005 年第 11 期。
20. 张学勇、廖理:《股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理》,《经济研究》2010 年第 4 期。
21. 张运来、王储:《旅游业上市公司多元化经营能够降低公司风险吗?——基于 2004—2012 年 A 股上市公司数据的实证研究》,《旅游学刊》2014 年第 11 期。
22. 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》,《管理世界》2013 年第 5 期。
23. 支晓强、胡聪慧、童盼:《股权分置改革与上市公司股利政策——基于迎合理论的证据》,《管理世界》2014 年第 3 期。
24. Almeida, H. V., & Daniel, W., A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 6, 2006, pp. 2637 – 2680.

25. Armstrong, C. S. , & Vashishtha, R. , Executive Stock Options, Differential Risk-taking Incentives, and Firm Value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, No. 1, 2012, pp. 70 – 88.
26. Biais, B. , & Perotti, E. , Machiavellian Privatization. *American Economic Review*, Vol. 92, No. 1, 2002, pp. 240 – 258.
27. Faccio, M. , Marchica, M. T. , & Mura, R. , CEO Gender, Corporate Risk-taking, and the Efficiency of Capital Allocation. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 39, No. 8, 2016, pp. 193 – 209.
28. Faccio, M. , Marchica, M. T. , & Mura, R. , Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-taking. *Review of Financial Studies*, No. 11, 2011, pp. 3601 – 3641.
29. Jiang, G. , Lee, C. , & Yue, H. , Tunneling through Intercompany Loans: The China Experience. *Journal of Financial Economics*, Vol. 98, No. 1, 2010, pp. 1 – 20.
30. John, K. , Litov, L. , & Yeung, B. , Corporate Governance and Risk-taking. *The Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4, 2008, pp. 1679 – 1728.
31. Kini, O. , & Williams, R. , Tournament Incentives, Firm Risk, and Corporate Policies. *Journal of Financial Economics*, Vol. 103, No. 2, 2012, pp. 350 – 376.
32. Liu, Q. , & Tian, G. , Controlling Shareholder, Expropriations and Firm's Leverage Decision: Evidence from Chinese Non-tradable Share Reform. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, No. 4, 2011, pp. 782 – 803.
33. Low, A. , Managerial Risk-taking Behavior and Equity-based Compensation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, No. 3, 2009, pp. 470 – 490.
34. Wright, P. , Kroll, M. , & Lado, A. , The Structure of Ownership and Corporate Acquisition Strategies. *Strategic Management Journal*, Vol. 23, No. 1, 2002, pp. 41 – 53.

Ultimate Shareholders' Portfolios and Risk Distribution: Risk Shirking or Risk Sharing?

WANG Hongjian(Nanchang University, 330031)

TANG Taijie(Peking University, 100871)

LIU Ziwei(The University of Auckland, 512026)

Abstract: A number of listed companies controlled by the same ultimate shareholder are regarded as a portfolio, which can diversify risks. It is an issue worth exploring that how the portfolio influences related companies' risk diversification. We find that well diversified portfolios help increase the risk-taking level of the companies concerned; the companies deemed to have less importance in ultimate shareholders' portfolios can undertake riskier projects. This is about risk transfer. The more diversified the portfolio is, the higher value the related company will have. Compared with the less important companies, those with much importance will have higher value. It is consistent with the risk distribution and risk transfer behavior. Further test shows that the more diversified the business of the enterprise within the ultimate controller portfolio is, the greater risk-taking ability it will have. The paper not only broadens and deepens the application of the portfolio theory in the practice of ultimate shareholders controlling a number of companies, but also reveals the mechanism of risk distribution in ultimate shareholders' portfolios and how it influences corporate values. It also has important implications to market reform and construction.

Keywords: Ultimate Shareholders' Portfolios, Risk Sharing, Risk Shirking, Investment Diversification

JEL: G11, G32

责任编辑:诗 华