

国有企业控制权转移对企业风险承担的影响^{*}

张吉鹏 衣长军 李 凝

内容提要:在混合所有制改革中,国有企业控制权转移对企业行为和绩效有着重要的影响。合理的风险承担对促进企业自身成长和宏观经济活力具有积极的意义。本文基于2003—2016年中国A股上市公司数据,构建多时点双重差分模型检验国有企业控制权转移对企业风险承担的影响及其机制。结果发现,国有企业控制权转移显著抑制了企业风险承担;第二类代理问题越严重,国有企业控制权转移对企业风险承担的抑制效应越明显,表明国有企业控制权转移通过控制权私利机制抑制了企业风险承担;进一步的异质性分析表明,股权制衡程度和机构持股比例越高以及地区法治水平和市场化程度越高,国有企业控制权转移对企业风险承担的抑制效应越弱。本文研究为理解国有企业控制权转移的经济效应提供了新的经验证据。优化内外部公司治理环境可以缓解国有企业控制权转移后企业过度规避风险倾向,提高企业风险承担水平。

关键词:国有企业 控制权转移 风险承担 控制权私利

作者简介:张吉鹏,华侨大学经济与金融学院讲师、博士,362021;

衣长军(通讯作者),华侨大学工商管理学院教授、博士,362021;

李 凝,华侨大学经济与金融学院讲师、博士,362021。

中图分类号:F276.1 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2021)08-0130-15

一、引言

党的十九大报告明确指出要“深化国有企业改革,发展混合所有制经济”。在国有企业(以下简称国企)改革的进程中,引入非国有资本从而实现股权结构优化是关键一步。当前混合所有制改革的重点已不再是“要不要引入非国有资本”,而是“引入多大控制程度的非国有资本”以及如何分配终极控制权的问题(陈林等,2019)。关于国企控制权转移如何影响企业行为和绩效,现有研究结论存在较大的分歧:一种观点认为,控制权转移后企业产权更加清晰,政府干预降低,委托代

^{*} 基金项目:2019年中国侨联课题“‘一带一路’背景下中国企业‘走出去’与海外华侨华人经济转型升级双向赋能互动机理、空间布局研究”(19AZQK206);福建省社会科学规划重大项目“完善我省大统战工作格局研究”(FJ2020Z007)。作者感谢匿名评审专家的宝贵意见,文责自负。衣长军电子邮箱:ycjun@hqu.edu.cn。

理问题得到改善,有助于更好地监督管理层(张维迎,1999),从而提升企业效率和绩效(程仲鸣、张鹏,2018);另一种观点认为,当外部制度环境不健全时,满足控制权私利是民营控股股东谋求国企控制权的真实动机(汪恩贤、刘星河,2020),国企控制权转移后非国有控股股东和管理层掏空企业和侵占中小股东利益问题严重(白云霞等,2013),对企业效率和绩效产生负向影响(钟昀珈等,2016)。

风险承担是企业家精神的微观反映(周泽将等,2019),表现为企业在投资决策中对风险投资项目的选择,体现了企业为了未来成长和高额利润愿意为之付出代价的意愿和倾向(Boubakri等,2013),对企业未来业绩成长和宏观经济增长都有着积极的影响。较高风险承担水平意味着企业愿意投资于那些净现值为正的风险项目,有利于企业更好地把握回报率高的投资机会,进而提升微观企业长期发展潜力和宏观经济活力(John等,2008)。适度提高企业风险承担水平,对通过“创造性破坏”来实现产业结构升级,进而实现中国经济高质量发展具有重要意义(周泽将等,2019)。已有文献主要采用财务指标检验国企控制权转移与企业绩效之间的关系,对国企控制权转移如何影响企业风险承担的关注相对较少。在为数不多的文献中,余明桂等(2013)发现国企民营化提高了企业风险承担水平。相比于国企中非国有股权比例的增加,国企控制权转移是更加剧烈的变动,对企业影响更加明显(刘小玄、李利英,2005)。探究国企控制权转移如何影响企业风险承担能对国企控制权转移的经济后果提供新的解释,对于推进混合所有制改革具有重要的现实意义。

从公司治理的角度看,风险承担能够反映企业决策者与股东利益的兼容程度(王美英等,2020)。国企控制权民营化后,控股股东与管理层之间的第一类代理问题得到缓解,对企业资源配置效率产生积极影响。但是,国企控制权转移后,非国有控股股东追求私人利益的第二类代理问题却可能更严重(姜付秀等,2016)。为了追求稳定的控制权私利,非国有控股股东投资策略可能趋向保守(钟昀珈等,2016),进而降低企业风险承担水平。本文基于2003—2016年中国A股上市公司数据,构建多时点双重差分模型检验国企控制权转移对企业风险承担的影响及其机制。研究发现,国企控制权转移显著抑制了企业风险承担。控股股东私利行为越严重,国企控制权转移对企业风险承担的抑制效应越明显,说明国企控制权转移通过控制权私利机制抑制了企业风险承担。异质性分析表明,股权制衡程度和机构持股比例越高(内部治理环境)以及地区法治水平和市场化程度越高(外部治理环境),国企控制权转移对企业风险承担的抑制作用越弱。

本文边际贡献主要体现在以下三个方面。(1)已有文献主要关注国企控制权转移对企业绩效和效率等的影响,关于国企控制权转移如何影响作为微观层面企业家精神反映的风险承担变量,现有文献关注较少,本文丰富了国企控制权转移经济效应的文献。本文发现,国企控制权转移抑制了企业风险承担,这一结论为理解国企控制权转移的经济效应提供了新的经验证据。(2)控制权私利行为是影响企业风险承担的重要因素,本文从控制权私利这一第二类代理问题的视角拓展了国企控制权转移对企业风险承担影响的相关研究,同时也有助于更全面地理解和认识国企控制权转移对企业行为和绩效的影响机制。(3)本文从内外部公司治理环境考察国企控制权转移对企业风险承担影响的异质性,不但丰富了相关文献,其结论也具有政策意义。本文研究发现,股权制衡和机构持股比例的提高以及地区法治和市场化环境的改善可以弱化国企控制权转移对企业风险承担的负向影响。这一研究结论说明,在进行国企控制权民营化的同时需加强制度建设,完善公司内外部治理环境,以弱化国企控制权转移对企业风险承担的抑制效应。

二、文献综述与研究假设

(一) 文献综述

与公司治理有关的因素对企业风险承担有着重要的影响,学者们对此进行了较为丰富的研究。已有研究发现,在高管特征方面,海归高管(宋建波等,2017)、CEO的复合职业经历(何瑛等,2019)等正向影响企业风险承担;在管理层激励方面,股权激励提升了企业风险承担水平(苏坤,2015)。作为公司治理的核心问题之一,学术界高度关注股权结构安排对企业风险承担的影响。大股东有监督管理层规避风险的动机,以日本上市公司为样本的实证研究也表明,股权集中度与企业风险承担水平正相关(Nguyen,2011)。然而,大股东也有追求私有收益的强烈动机,可能通过选择更稳健、风险更低的投资项目来确保私有利益(John等,2008;Mishra,2011)。Koerniadi等(2014)发现,股权制衡促进了企业对高风险、高收益项目的选择。Mishra(2011)以东亚9个经济体企业为样本的研究表明,大股东有动机和能力采取保守的投资策略以获取私有收益,主导股东的存在抑制了企业风险承担,而多个大股东的出现能够缓解主导股东与小股东之间的代理问题,改善内部治理,从而提高企业风险承担水平。冯晓晴和文雯(2020)也发现,多个大股东与中国企业风险承担正相关。

股权性质会对企业风险承担产生重要的影响。国有和非国有企业的不同特征使得两类企业在风险承担方面存在巨大差异(李文贵、余明桂,2012;Boubakri等,2013)。Boubakri等(2013)基于私有化企业的研究发现,国有股权与企业风险承担水平负相关。李文贵和余明桂(2012)发现国有企业具有显著更低的风险承担水平,国家所有权的这种风险承担抑制效应主要存在于中小规模企业。但Zhu和Yang(2016)在以中国银行业为对象的研究中发现,国有股权与风险承担正相关。Lassoued等(2016)、Ho等(2020)也都发现国有股权正向影响企业风险承担水平。张洪辉和章琳一(2016)发现,国有企业的晋升激励对风险承担没有显著性影响。一些学者还检验了中国转型经济下国有企业混合所有制改革对企业风险承担的影响。马宁和姬新龙(2018)发现混合主体的多样化和深入性降低了企业风险承担水平,但王丽丽和陈霞(2020)发现混合所有程度显著提升了企业的风险承担水平。对于混改中国企控制权转移如何影响企业风险承担,已有研究关注相对较少。余明桂等(2013)发现,国有企业在民营化后风险承担水平显著提高,民营化的风险承担效应在产权制度更好的地区更强。与本文研究主题密切相关的文献还包括国企民营化对企业研发创新这一具体风险承担活动影响的研究,这一类文献较为丰富,研究结论分歧也较大。Tan等(2020)、程仲鸣和张鹏(2018)发现民营化激励了企业创新,但钟昀珈等(2016)、余明桂等(2019)、熊家财和唐丹云(2020)均发现民营化抑制了企业创新。

综上,现有文献针对多个大股东、国有股权等静态的股权结构对企业风险承担的影响进行了较为丰富的研究,对于股权结构变动引发的控制权转移如何影响企业风险承担,已有文献关注相对较少。控制权私利是股权结构影响企业风险承担的重要机制(Mishra,2011),但鲜有文献从控制权私利这一角度研究国有股权及其变化如何影响企业风险承担。基于此,本文基于控制权私利的视角检验国企控制权转移对企业风险承担的影响,以期为国企控制权民营化这一特殊混合所有制改革的推行提供有益借鉴。

(二)研究假设

1. 国企控制权转移与企业风险承担

代理问题是企业风险承担决策的重要影响因素,公司治理的核心内容之一就是通过构建激励与监督机制来影响代理人的风险偏好,促使代理人的利益与公司及股东的利益保持一致。与股东与管理层之间的第一类代理相比,在以中国为代表的新兴市场国家中,由于股权高度集中,控股股东通过侵占中小股东利益获取控制权私利的第二类代理问题尤为突出(姜付秀等,2016)。控股股东往往凭借控制权优势与信息优势对上市公司进行“掏空”,引发对中小股东利益的“侵占”,具体包括资金占用、关联交易、利润转移甚至直接窃取与掠夺上市公司资源等机会主义行为。国企控制权民营化后,企业产权更加明晰,企业控股股东更有动力监督和激励管理层,“所有者缺位”这一国有企业的第二类代理问题得到缓解,进而提升企业内部资源配置效率。但是,在新兴加转轨的特定制度环境下,国企控制权转移后,非国有控股股东追求控制权私利的第二类代理问题更为严重(姜付秀等,2016)。控股股东私利行为是影响企业风险承担的重要因素(John等,2008;Mishra,2011)。控股股东私利行为是一种短视行为,不但会掏空企业资源,还会影响企业技术创新等风险承担活动,进而影响企业价值(Mishra,2011;李姝等,2018)。获得控制权的非国有控股股东追求控制权私利的行为会对企业风险承担水平产生影响。

非国有控股股东获得国有企业控制权需要花费大量的资金,往往希望尽快收回投资成本并获利(汤谷良、戴璐,2006)。由于我国资本市场呈现“牛短熊长”的特点,通过提高企业绩效获取分红以及以良好的绩效提升股价后减持获利等常规获利方式在短周期内无法完成,谋取控制权私利成为民营控股股东“理性”的选择(汪恩贤、刘星河,2020)。部分学者发现,在国企混合所有制改革过程中,民营控股股东掏空现象更严重(白云霞等,2013;汪恩贤、刘星河,2020)。获得控制权的非国有控股股东有动机有能力追求控制权私利,从而扭曲公司投资决策(姜付秀等,2016)。国有企业控制权转移对企业风险承担水平可能产生负向影响。首先,高风险项目具有资金投入大和不确定性较高的特点,企业承担风险所产生的现金流波动性将限制民营控股股东追求控制权私利的行为,从而促使其选择保守的投资策略,以获得稳定的控股股东私人收益。当现金流较低时,控股股东可转移的资源变少且转移行为更容易被发现。为了保留公司现金流,控股股东也会避免价值增加的风险性项目(John等,2008;刘志远、高佳旭,2019)。其次,非国有大股东的掏空动机造成其在研发创新等风险承担活动上的短视,抑制其承担风险的意愿,即为了获取短期利益而规避风险,对风险较高、不确定性较大的创新等风险承担投资产生抑制作用。非国有控股股东侵占外部投资者的动机较强,更可能将资源控制在企业内部以方便其掏空,或投资于周期短、风险低的项目,进行长期投资的动力较小。最后,掏空和侵占还会直接减少企业用于技术创新等风险承担行为的资源,对需要长期、稳定且充足内部资金的风险承担活动极为不利,对企业技术创新等风险承担行为产生消极影响。综上,本文认为国企控制权转移后,在非国有控股股东追求私利行为的影响下,企业有较强的动机规避投资风险,最终体现为企业风险承担水平的下降。闫珍丽等(2019)发现,加剧大股东掏空是纵向兼任的高管抑制创新的重要路径。李姝等(2018)发现,非控股股东参与决策的积极性主要通过抑制控股股东的掏空行为促进了企业技术创新。这些文献的研究结论也为上述观点提供了间接的经验证据。基于以上分析,本文提出以下假设。

假设1:国企控制权转移抑制了企业风险承担水平。

2. 内外部公司治理环境的影响

按照前文的理论逻辑,获得国企控制权的非国有控股股东因为追求私利而倾向于降低企业风

险承担水平。依据这一逻辑,如果企业股权制衡较高,其他较大股东可以单独或联合制衡控股股东对企业的掏空和侵占(姜付秀等,2018;沈华玉等,2017),进而弱化国企控制权转移与企业风险承担水平之间的负向关系。股权制衡程度反映了公司其他大股东对第一大股东相互牵制、相互监督、相互制衡的程度(赵国宇、禹薇,2018)。在股权制衡程度高的公司中,如果控股股东实施机会主义行为,与倾向“搭便车”的小股东相比,持股相对较高的其他大股东可能面临较大的损失,更有动机成为积极的监督者(王美英等,2020)。股权制衡可以在一定程度上约束和抑制控股股东侵占公司和其他股东利益的行为。姜付秀等(2018)发现,多个大股东能够监督控股股东谋取私利的行为,降低股价崩盘风险。沈华玉等(2017)发现,当股权制衡比例较低时,控股股东发挥的“隧道效应”更为显著。因此股权制衡有利于抑制控股股东追求私利的机会主义行为,有利于抑制因追求私利导致的过度风险规避,促进企业做出符合公司长远利益的投资决策。非国有控股股东获得国企控制权后具有强烈的为自身谋利的动机,在企业决策上倾向规避风险,股权制衡则有助于缓解国企控制权转移的风险承担抑制效应,促进企业更多投资于那些净现值为正的风险项目。

同理,机构投资者也可能对获得国企控制权的非国有控股股东追求私利行为进行监督,从而缓解国企控制权转移对企业风险承担的负向影响。机构投资者制度是公司治理机制的重要组成部分。与个人投资者相比,机构投资者具备持股数量较多、规模较大和掌握信息优势等特征。机构投资者的利益往往与公司业绩联系在一起,为了获得超额回报,机构投资者本身就具有较强的能力和动机去监督控股股东追求控制权私有收益的行为(Cheng等,2010),减少代理成本。因此,机构投资者有利于抑制非国有控股股东因追求私利而过度规避投资风险的倾向,提高企业风险承担水平。基于以上分析,本文提出以下假设。

假设 2a:股权制衡程度越高,国企控制权转移对企业风险承担水平的抑制效应越小。

假设 2b:机构持股比例越高,国企控制权转移对企业风险承担水平的抑制效应越小。

与股权制衡和机构持股等内部治理机制类似,外部治理能抑制大股东的私利行为,降低大股东从规避风险中获得私人收益的可能性,促进企业提高风险承担水平。外部治理环境是与生产、交换与分配密切相关的经济、政治、社会和法律规则。地理条件的差异以及资源禀赋、经济发展程度的不平衡,导致我国各地区的外部治理环境存在较大差异(李延喜等,2015)。就法治环境而言,虽然各地区执行的法律条款相同,但对具体法律条款执行力度的差异较大,执行效果也不同。在那些法治环境较完善的地区,法律能较好地约束利益侵占行为,控股股东通过资金占用、关联交易等方式获取控制权私有收益的成本较高(谭峻等,2015)。因此,地区法治水平的提升对控股股东能起到监督作用,强有力的投资者保护可以抑制和限制控股股东对中小股东利益的侵占行为,保护投资者利益,促使其采取最大化股东价值的行为(John等,2008),缓解控制权转移对企业风险承担的抑制作用。

企业所在地区的市场化进程代表了相应的制度约束程度和经济发展水平,中国各地区的市场化进程差异明显。市场化程度提高通常能够发挥外部治理效应,一定程度上缓解上市公司和投资者之间的信息不对称,抑制决策者的过度风险规避倾向(何瑛等,2019)。在市场化程度较高的地区,企业面临较强的外部监管机制,这有利于保护中小股东的合法权益。同时,在市场化程度较高的地区,激烈的市场竞争也会进一步弱化控股股东掏空和侵占的动机,弱化国企控制权转移对企业风险承担的负向影响。基于以上分析,本文提出以下假设。

假设 3a:地区法治水平越高,国企控制权转移对企业风险承担水平的抑制效应越小。

假设 3b:地区市场化程度越高,国企控制权转移对企业风险承担水平的抑制效应越小。

三、识别策略与数据

(一) 样本与数据来源

从 2003 年开始,上市公司被要求披露详细实际控制人信息,本文选取 2003—2016 年我国沪、深两市 A 股中实际控制人性质由国有转变为非国有以及实际控制人性质保持国有不变的上市公司作为研究对象。被解释变量企业风险承担需要用到 3 年窗口期数据进行计算,因此本文实际使用的数据为 2003—2018 年。根据 CSMAR 数据库中公司实际控制人性质把上市公司区分为国企和非国企。在进一步剔除了金融类上市公司、发生过国企转移为非国企随后又转移为国企等多次控制权转移的企业、相关财务数据缺失的企业样本后,最终得到 11831 个公司一年度观测值。本文对主要连续变量在 99% 和 1% 分位处进行了 Winsorize 处理,以消除离群值对回归结果可能的影响。所需数据均来源于 CSMAR 数据库。

(二) 识别策略

本文利用多时点双重差分方法识别国企控制权转移对企业风险承担的影响。采用双重差分法能更好地排除干扰因素,较为可靠地识别国企控制权转移与企业风险承担之间的因果关系。由于国企控制权转移存在先后差异,没有统一的时间,是逐渐进行的,参照罗知等(2015)、汪恩贤和刘星河(2020)的做法,本文将控制权转移和未转移的国企分别作为实验组和控制组,构建如下多时点双重差分模型检验国企控制权转移对企业风险承担的影响。

$$Risk_{it} = \alpha + \beta_1 D_{it} + \beta_2 Control_{it} + \gamma_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $Risk$ 为企业风险承担。 D 反映企业在样本期间内是否进行了控制权转移,在控制权转移当年以及转移后各年取值为 1,否则取值为 0;在样本期间内没有进行控制权转移的企业, D 直接设定为 0。 $Control$ 为一组可能影响企业风险承担的控制变量。此外,本文控制了企业固定效应 γ_i 和年份固定效应 η_t 。系数 β_1 则反映了国企控制权转移对企业风险承担的影响。各研究变量的详细定义如下。

被解释变量为企业风险承担($Risk$)。沿袭现有文献的测度方法(John 等,2008;Boubakri 等,2013;余明桂等,2013;何瑛等,2019),本文主要采用观测时段内公司盈利指标(Roa)的波动性来测量公司的风险承担水平。 Roa 使用息税前利润($EBIT$)除以年末总资产($Asset$)来测量。首先用 Roa 减去其行业年度均值得到 $AdjRoa$ (经行业调整后的 Roa),在此基础上,以每三年(t 年至 $t+2$ 年)作为一个观测时段,滚动计算 $AdjRoa$ 的标准差和极差,分别得到 $Risk1$ 和 $Risk2$ 。具体计算方法如下:

$$Risk1 = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{i=1}^T (AdjRoa_{it} - \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T AdjRoa_{it})^2} \quad (2)$$

$$Risk2 = \text{Max}(AdjRoa_{it}, AdjRoa_{it+1}, AdjRoa_{it+2}) - \text{Min}(AdjRoa_{it}, AdjRoa_{it+1}, AdjRoa_{it+2}) \quad (3)$$

解释变量为国企控制权转移 D 。控制权转移这种“深入”的混合所有制改革更能影响企业的效率和长远发展(刘小玄、李利英,2005)。与汪恩贤和刘星河(2020)一致,本文将国企控制权转移定义为企业的实际控制人由国有转化为非国有。

控制变量。参考已有研究企业风险承担影响因素的文献,控制变量包括:(1)企业规模($Size$),

采用资产总额的自然对数来表示;(2)企业年龄(*Age*),用公司成立年限的自然对数来测量;(3)资产负债率(*Lev*),用负债占总资产的比重计算;(4)盈利能力(*Roa*),用公司利润与总资产的比值来测量;(5)企业成长性(*Growth*),用企业收入增长率先来衡量;(6)*TOP1*,即第一大股东持股比例;(7)独立董事比例(*Ind*),即董事会中独立董事人数占比;(8)董事会规模(*Board*),以董事会人数衡量;(9)两职合一(*Duality*),当 CEO 兼任董事长时取 1,否则取 0;(10)高管持股比例(*MHolder*),用高管持股所占的比例来测量。

(三)描述性统计

表 1 列示了描述性统计结果。*D* 的均值为 0.1410,说明大约 14.10% 的公司年份观察值为国企控制权转移当年及之后年份样本。可以看出,*Risk1* 和 *Risk2* 的标准差大于均值,说明不同公司间的风险承担水平存在较大差异。其他变量的取值都在合理范围内。

表 1 描述性统计

变量名称	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>Risk1</i>	0.0360	0.0458	0.0206	0.0017	0.2920
<i>Risk2</i>	0.0682	0.0865	0.0393	0.0032	0.5560
<i>D</i>	0.1410	0.3480	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Size</i>	22.1400	1.3700	21.9500	19.2700	26.2100
<i>Age</i>	2.6160	0.4110	2.7080	0.0000	3.8920
<i>Lev</i>	0.5210	0.2000	0.5310	0.0795	1.0040
<i>Roa</i>	0.0503	0.0606	0.0469	-0.1880	0.2450
<i>Growth</i>	0.0595	0.3080	0.0941	-1.4630	0.7910
<i>TOP1</i>	0.3900	0.1580	0.3800	0.0009	0.9000
<i>Ind</i>	0.3630	0.0542	0.3330	0.0000	0.8000
<i>Board</i>	2.2170	0.2030	2.1970	1.0990	2.9440
<i>Duality</i>	0.1190	0.3240	0.0000	0.0000	1.0000
<i>MHolder</i>	0.0024	0.0177	0.0000	0.0000	0.3990

四、实证结果分析

(一)基准回归结果

表 2 报告了基准回归结果。第(1)列和第(3)列没有加入任何控制变量,*D* 的系数都为负,均在 1% 的水平下显著。第(2)列和第(4)列加入控制变量,结果发现 *D* 的系数在 5% 的水平下显著为负。上述回归结果表明,国企控制权转移显著降低了企业风险承担水平,假设 1 得到验证。

表 2 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Risk1</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk2</i>
<i>D</i>	-0.0183 *** (0.0059)	-0.0117 ** (0.0052)	-0.0349 *** (0.0112)	-0.0225 ** (0.0097)
<i>Size</i>		-0.0082 *** (0.0017)		-0.0155 *** (0.0031)
<i>Age</i>		-0.0029 (0.0056)		-0.0059 (0.0107)
<i>Lev</i>		0.0459 *** (0.0078)		0.0881 *** (0.0148)
<i>Roa</i>		-0.0851 *** (0.0161)		-0.1599 *** (0.0303)
<i>Growth</i>		-0.0089 *** (0.0018)		-0.0170 *** (0.0035)
<i>TOP1</i>		-0.0191 ** (0.0095)		-0.0358 ** (0.0179)
<i>Ind</i>		-0.0010 (0.0139)		-0.0029 (0.0259)
<i>Board</i>		0.0059 (0.0051)		0.0112 (0.0097)
<i>Duality</i>		-0.0003 (0.0020)		-0.0004 (0.0037)
<i>MHolder</i>		0.0204 (0.0984)		0.0471 (0.1836)
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	11831	11831	11831	11831
<i>R</i> ²	0.4063	0.4420	0.4080	0.4441

注:括号内数值为企业层面 Cluster 稳健标准误;***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。使用 Stata 命令 reghdfe 进行面板数据固定效应回归。下同。

(二)平行趋势与动态效应检验

双重差分法有效识别因果关系的基本前提是平行趋势假设成立。如果实验组和控制组在控制权转移前的风险承担倾向就存在实质性差异,对双重差分的估计结果就会造成干扰。参考 Beck 等(2010)的做法,本文使用事件研究法检验平行趋势假设是否满足,同时也可以考察控制权转移对企业风险承担的动态效应。计量模型设定如下:

$$Risk_{it} = \alpha + \beta_{-5}D_{it}^{-5} + \beta_{-4}D_{it}^{-4} + \beta_{-3}D_{it}^{-3} + \beta_{-2}D_{it}^{-2} + \beta_{-1}D_{it}^{-1} + \beta_1D_{it}^{+1} +$$
$$\beta_2D_{it}^{+2} + \beta_3D_{it}^{+3} + \beta_4D_{it}^{+4} + \beta_5D_{it}^{+5} + \gamma_i + \eta_t + \varepsilon_{it}$$

(4)

其中, D_{it}^k 为一组反映国企控制权转移这一事件的虚拟变量。具体地, 企业控制权转移之前的第 j 年及之后第 j 年, D_{it}^{-j} 和 D_{it}^{+j} 分别取值为 1, 否则取值为 0。例如, D_{it}^0 、 D_{it}^{-1} 、 D_{it}^{+1} 分别在企业控制权转移的当年、前一年、后一年取值为 1, 否则取值为 0。为使每年的企业数量保持相对平衡, 本文把国企控制权转移前第 5 年更早的年份归并到转移前第 5 年, 把控制权转移后第 5 年更晚的年份归并到转移后第 5 年。因此, $D_{it}^{\leq -5}$ 取值为 1, 否则取 0; $D_{it}^{\geq +5}$ 取值为 1, 否则取 0。本文将企业控制权转移当年作为基准年份。

图 1 报告了以 $Risk1$ 为被解释变量的平行趋势和动态效应检验结果。参考 Beck 等 (2010) 的做法, 对系数进行了去除系数均值处理。图中圆点表示控制权转移对企业风险承担影响系数的大小, 虚线表示置信区间。可以看出, 控制权转移前实验组和控制组的风险承担趋势没有显著差异, 满足平行趋势假设。控制权转移后各年系数显著为负, 而且稳定, 表明控制权转移显著抑制了企业风险承担。图 2 报告了以 $Risk2$ 为被解释变量的平行趋势和动态效应检验结果。不难看出, 与 $Risk1$ 为被解释变量的检验结果一致。

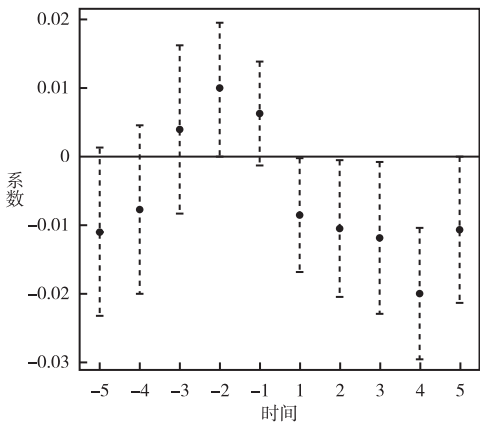


图 1 平行趋势与动态效应检验结果 ($Risk1$)

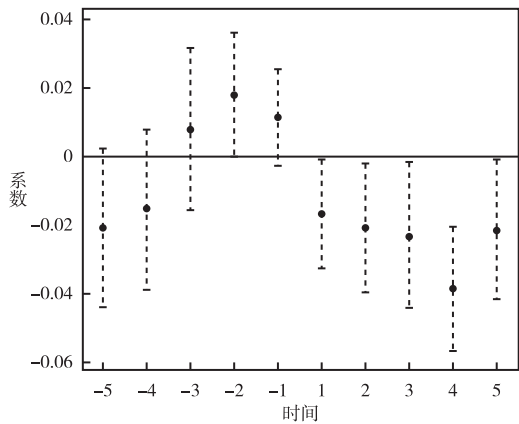


图 2 平行趋势与动态效应检验结果 ($Risk2$)

(三) 稳健性检验

1. 基于倾向得分匹配的双重差分

国企控制权转移可能不是随机事件, 为了保证实验组和控制组的可比较性, 进一步处理内生性问题, 本文采用倾向得分匹配法 (PSM) 改善样本选择偏差问题。以国企控制权是否转移作为被解释变量, 利用方程 (1) 中所包含的全部控制变量作为匹配特征变量进行匹配。表 3 列 (1) 和列 (2) 报告了利用匹配后的样本进行双重差分检验的结果。可以看出, D 的系数依然在 5% 的水平下显著为负, 说明双重差分检验的结果是稳健的。

2. 改变风险承担的衡量方法

上述风险承担水平变量都是使用业绩指标这一结果变量来测量的。参考周泽将等 (2019) 的做法, 本文使用企业创新这一具体的风险承担活动来衡量企业的风险承担水平。具体地, 使用公司申请专利数量 (加 1 取对数值, $Patentapply$) 和公司当年专利申请中被授权的数量 (加 1 取对数

值, *Patentgrant*) 来测量企业创新。从表 3 第 (3)、(4) 列的回归结果不难看出, 国企控制权转移显著抑制了企业创新这一风险承担行为。

表 3		稳健性检验结果		
变量	基于倾向得分匹配的双重差分		改变风险承担的衡量方法	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Patentapply</i>	<i>Patentgrant</i>
<i>D</i>	-0.0109 ** (0.0052)	-0.0209 ** (0.0098)	-0.2657 *** (0.0555)	-0.2174 *** (0.0535)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	10727	10727	11831	11831
<i>R</i> ²	0.4477	0.4497	0.8031	0.7913

五、影响机制检验与异质性分析

(一) 机制检验

本文认为国企控制权转移伴随的控股股东侵占中小股东利益的第二类代理问题是抑制企业风险承担的一个重要原因, 在此基础上提出了假设 1。若这一逻辑成立, 则可以预期, 控股股东私利行为越严重, 国企控制权转移与企业风险承担之间的负向关系将越显著。前文的检验结果表明, 国企控制权转移抑制了企业风险承担。本部分进一步检验国企控制权转移是否通过控制权私利机制抑制了企业风险承担。为了对这一作用机制进行检验, 构建以下方程:

$$Risk_{it} = \alpha + \beta_1 D_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 D_{it} \times R_{it} + \beta_4 Control_{it} + \gamma_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \tag{5}$$

方程(5)中, *R* 为控股股东私利, 其余变量设定与方程(1)一致。

控股股东私利行为往往难以观察、有效界定和测量。已有研究对控股股东私利行为的界定与测量主要包括以下方式: (1) 利用控股股东对上市公司占款来测量; (2) 利用关联交易指标来测量。由于证监会对上市公司控股股东的资金占用行为进行了严格监督与规范, 使得直接的资金占用已难以用来衡量控股股东私利行为。因此借鉴姜付秀等(2015)的方法, 将剔除关联交易中可能存在一定噪音交易类别之后的关联交易之和除以资产总额作为衡量控股股东私利行为的代理变量, 当样本关联交易占比高于年度 - 行业的中位数时取 1, 否则取 0。根据 CSMAR 数据库, 剔除了“17 = 合作项目”、“18 = 许可协议”、“19 = 研究与开发成果”、“20 = 关键管理人员报酬”以及“21 = 其他事项”等可能并非以获取私利为目的而发生的关联交易。

回归结果如表 4 所示。第(1)列国企控制权转移与控股股东私利交互项(*D* × *R*)的回归系数显著为负, 这一检验结果表明控股股东私利行为越严重, 国企控制权转移与企业风险承担水平之间的负向关系越强。这与本文提出的控制权私利机制假说一致, 说明国企控制权转移伴随的掏空

和侵占效应是导致二者负向关系的一个重要因素。第(2)、(3)列分组检验的结果表明,国企控制权转移对企业风险承担的抑制效应只在关联交易占比较高的样本存在,组间系数差异检验的“经验 P 值”也在 1% 的水平下显著,进一步验证了控制权私利机制。表 4 第(4)~(6)列汇报了以 *Risk2* 为被解释变量重复上述检验的回归结果。第(4)列 *D* × *R* 的回归系数显著为负,第(5)列关联交易占比较低样本回归结果显示 *D* 的系数不再显著,组间系数差异检验的“经验 P 值”在 1% 的水平下显著,与以 *Risk1* 为被解释变量的检验结果一致。本文继续用全部关联交易之和除以资产总额来衡量控股股东私利行为进行检验,回归结果一致。

表 4 国企控制权转移、控股股东私利与企业风险承担的回归结果

变量	全样本	关联交易 占比较低	关联交易 占比较高	全样本	关联交易 占比较低	关联交易 占比较高
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Risk1</i>			<i>Risk2</i>		
<i>D</i>	-0.0089 (0.0054)	-0.0078 (0.0067)	-0.0196*** (0.0074)	-0.0173* (0.0102)	-0.0153 (0.0126)	-0.0374*** (0.0141)
<i>R</i>	0.0013 (0.0011)			0.0023 (0.0022)		
<i>D</i> × <i>R</i>	-0.0065* (0.0036)			-0.0120* (0.0069)		
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	11831	5893	5765	11831	5893	5765
<i>R</i> ²	0.4424	0.4444	0.5334	0.4444	0.4478	0.5346
经验 P 值		0.0000***			0.0040***	

注:经验 P 值用于检验组间系数差异的显著性,通过自抽样(Bootstrap)500 次得到。下同。

(二)异质性分析

若国企控制权转移是通过控制权私利机制来抑制企业风险承担,则可以推测,如果股权制衡程度和机构持股比例较高(内部治理环境)、地区法治水平和市场化程度较高(外部治理环境),国企控制权转移对企业风险承担的抑制作用更弱。本文根据上述逻辑提出了假设 2a、2b 和假设 3a、3b,以下部分对这 4 个假设进行检验,以进一步验证本文的核心逻辑。

1. 内部治理环境

借鉴赵国宇和禹薇(2018)的做法,以第二至第十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值来衡量股权制衡程度(*EBD*),利用年度-行业的中位数将样本区分为股权制衡程度较低和股权制衡程度较高两组,在此基础上对国企控制权转移对企业风险承担的影响进行分组检验。表 5 第(1)、(2)列的回归结果显示,对于股权制衡程度较高的样本,*D* 的系数不再显著,组间系数差异检验的“经验 P 值”也在 1% 的水平下显著,表明股权制衡程度越高,国企控制权转移对企业风险

承担水平的抑制效应越小,假设 2a 得到验证。用 *Risk2* 替代 *Risk1* 作为被解释变量的检验结果一致。^①

根据机构投资者持股比例的年度 - 行业中位数,将样本区分为机构投资者持股比例较低和机构投资者持股比例较高两组,在此基础上对国企控制权转移对企业风险承担的影响进行分组检验。表 5 第(3)、(4)列的回归结果显示,对于机构持股比例较高的样本,*D* 的系数不再显著,组间系数差异检验的“经验 P 值”在 1% 的水平下显著。这一检验结果说明,机构持股比例越高,国企控制权转移对企业风险承担水平的抑制效应越小,假设 2b 得到验证。用 *Risk2* 替代 *Risk1* 作为被解释变量的分组检验结果一致。^②

表 5 基于股权制衡程度和机构持股比例的检验				
变量	股权制衡程度较低	股权制衡程度较高	机构持股比例较低	机构持股比例较高
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Risk1</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk1</i>
<i>D</i>	-0.0305 ** (0.0119)	0.0001 (0.0052)	-0.0135 ** (0.0067)	0.0050 (0.0049)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	5916	5759	5810	5680
<i>R</i> ²	0.4993	0.4800	0.4973	0.5027
经验 P 值	0.0000 ***		0.0000 ***	

2. 外部治理环境

参考李延喜等(2015)和何瑛等(2019),本文从地区法律环境和市场化程度两个方面衡量外部治理环境。具体测量方法如下。(1)法治水平。利用王小鲁等(2019)中的“市场中介组织的发育和法治环境”指标来测量企业所在地区法治水平,将样本区分为法治水平较低和法治水平较高两组。(2)市场化程度。根据王小鲁等(2019)的地区市场化指数衡量企业所在地区的市场化程度,将样本区分为市场化程度较低和市场化程度较高两组。^③

表 6 第(1)列法治水平较低地区样本回归结果显示,*D* 的系数负向显著;第(2)列法治水平较高地区样本回归结果显示,*D* 的系数不再显著。同时组间系数差异检验的“经验 P 值”在 1% 的水平下显著。以上结果说明,地区法治水平越高,国企控制权转移对企业风险承担的抑制效应越小,假设 3a 得到验证。以 *Risk2* 为被解释变量的检验结果一致。^④

表 6 第(3)、(4)列报告了根据市场化程度高低进行分组检验的结果。第(3)列市场化程度较低地区样本回归结果显示,*D* 的系数负向显著;第(4)列市场化程度较高地区样本回归结果显示,*D*

① 受篇幅所限,本文未报告具体的回归结果,若有需要可向本文作者索取。
② 受篇幅所限,本文未报告具体的回归结果,若有需要可向本文作者索取。
③ 由于王小鲁等(2019)只提供了 2008—2016 年的“市场中介组织的发育和法治环境”和“市场化指数”数据,2003—2007 年数据用 2008 年数据替代。
④ 受篇幅所限,本文未报告具体的回归结果,若有需要可向本文作者索取。

的系数不再显著。同时组间系数差异检验的“经验 P 值”在 1% 的水平下显著。以上结果说明,地区市场化程度越高,国企控制权转移对企业风险承担的抑制效应越小,假设 3b 得到验证。以 *Risk2* 为被解释变量的检验结果一致。^①

表 6 基于地区法治环境和市场化程度的检验

变量	法治水平较低	法治水平较高	市场化程度较低	市场化程度较高
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Risk1</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk1</i>
<i>D</i>	-0.0171 ** (0.0073)	-0.0014 (0.0061)	-0.0158 ** (0.0068)	0.0008 (0.0070)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	6424	5304	6458	5294
<i>R</i> ²	0.4785	0.4376	0.4637	0.4505
经验 <i>P</i> 值	0.0000 ***		0.0000 ***	

六、结论与建议

本文以 2003—2016 年中国 A 股上市公司作为样本,构建多时点双重差分模型检验国企控制权转移对企业风险承担的影响,主要结论如下。第一,国企控制权转移显著抑制了企业风险承担。第二,国企控制权转移通过控制权私利机制抑制了企业风险承担。控制权私利行为越严重,国企控制权转移对企业风险承担的抑制效应越明显。第三,内部股权制衡、机构持股以及地区法治水平和市场化程度的提高有助于抑制非国有控股股东因追求私利而过度规避投资风险的倾向,缓解国企控制权转移的风险承担抑制效应。

本文研究结论为理解国企控制权转移的经济效应提供了新的经验证据,对于政府推进国企改革的政策启示如下。首先,在国企混合所有制改革中,特别是涉及控制权转移的国企改革中,引入多个大股东,创造制衡的股权结构有利于抑制内部人追求私利动机,提高企业风险承担水平。因此,在股权结构设计时应充分考虑非控股大股东的治理和制衡作用,同时通过健全投资保护制度来优化股东治理环境。其次,积极发挥机构投资者的监督作用,以缓解国企控制权转移对企业风险承担的抑制作用。最后,良好的外部治理环境能抑制大股东的短视或机会主义行为,抑制国企控制权转移对企业风险承担的消极影响。政府应进一步通过完善法治环境、发展市场中介、提高市场化程度来优化企业外部治理环境,为企业的风险承担行为提供制度保障。

参考文献:

1. 白云霞、林秉旋、王亚平、吴联生:《所有权、负债与大股东利益侵占——来自中国控制权转移公司的证据》,《会计研究》

① 受篇幅所限,本文未报告具体的回归结果,若有需要可向本文作者索取。

2013年第4期。

2. 陈林、万攀兵、许莹盈:《混合所有制企业的股权结构与创新行为——基于自然实验与断点回归的实证检验》,《管理世界》2019年第10期。

3. 程仲鸣、张鹏:《民营化、制度质量与企业技术创新》,《投资研究》2018年第1期。

4. 冯晓晴、文雯:《多个大股东与企业风险承担》,《中南财经政法大学学报》2020年第2期。

5. 何瑛、于文蕾、杨棉之:《CEO复合型职业经历、企业风险承担与企业价值》,《中国工业经济》2019年第9期。

6. 姜付秀、肯尼斯·A.金、王运通:《公司治理:西方理论与中国实践》,北京大学出版社2016年版。

7. 姜付秀、蔡欣妮、朱冰:《多个大股东与股价崩盘风险》,《会计研究》2018年第1期。

8. 姜付秀、马云飙、王运通:《退出威胁能抑制控股股东私利行为吗》,《管理世界》2015年第5期。

9. 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。

10. 李姝、翟士运、古朴:《非控股股东参与决策的积极性和企业技术创新》,《中国工业经济》2018年第7期。

11. 李延喜、曾伟强、马壮、陈克兢:《外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率》,《南开管理评论》2015年第1期。

12. 刘小玄、李利英:《企业产权变革的效率分析》,《中国社会科学》2005年第2期。

13. 刘志远、高佳旭:《终极控制人、金字塔结构与企业风险承担》,《管理科学》2019年第6期。

14. 罗知、赵奇伟、严兵:《约束机制和激励机制对国有企业长期投资的影响》,《中国工业经济》2015年第10期。

15. 马宁、姬新龙:《国企混改与企业风险承担:来自沪深上市公司的经验证据》,《广东社会科学》2018年第1期。

16. 沈华玉、吴晓晖、吴世农:《控股股东控制权与股价崩盘风险:“利益协同”还是“隧道”效应?》,《经济管理》2017年第4期。

17. 宋建波、文雯、王德宏:《海归高管能促进企业风险承担吗——来自中国A股上市公司的经验证据》,《财贸经济》2017年第12期。

18. 苏坤:《管理层股权激励、风险承担与资本配置效率》,《管理科学》2015年第3期。

19. 谭峻、李延喜、姜婧、张启奎:《中国外部治理环境与上市公司现金股利政策间关系的实证研究》,《技术经济》2015年第8期。

20. 汤谷良、戴璐:《国有上市公司部分民营化的经济后果——基于“武昌鱼”的案例分析》,《会计研究》2006年第9期。

21. 汪恩贤、刘星河:《国有企业控制权转移与控股股东私利》,《产业经济评论》2020年第3期。

22. 王丽丽、陈霞:《混合所有制改革与企业风险承担》,《天津大学学报(社会科学版)》2020年第6期。

23. 王美英、陈宋生、曾昌礼、曹源:《混合所有制背景下多个大股东与风险承担研究》,《会计研究》2020年第2期。

24. 王小鲁、樊纲、胡李鹏:《中国分省份市场化指数报告(2018)》,社会科学文献出版社2019年版。

25. 熊家财、唐丹云:《国企业营改改制会影响企业创新吗?来自渐进双重差分模型的经验证据》,《宏观质量研究》2020年第3期。

26. 闫珍丽、梁上坤、袁淳:《高管纵向兼任、制度环境与企业创新》,《经济管理》2019年第10期。

27. 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。

28. 余明桂、钟慧洁、范蕊:《民营化、融资约束与企业创新——来自中国工业企业的证据》,《金融研究》2019年第4期。

29. 钟昀珈、张晨宇、陈德球:《国企业营改改制与企业创新效率:促进还是抑制?》,《财经研究》2016年第7期。

30. 张洪辉、章琳一:《产权差异、晋升激励与企业风险承担》,《经济管理》2016年第5期。

31. 张维迎:《企业理论与中国企业改革》,上海人民出版社1999年版。

32. 赵国宇、禹薇:《大股东股权制衡的公司治理效应——来自民营上市公司的证据》,《外国经济与管理》2018年第11期。

33. 周泽将、罗进辉、李雪:《民营企业身份认同与风险承担水平》,《管理世界》2019年第11期。

34. Beck, T., Levine, R., & Levkov, A., Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States. *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 5, 2010, pp. 1637 - 1667.

35. Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W., The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-taking: Evidence from Privatization. *Journal of Financial Economics*, Vol. 108, No. 3, 2013, pp. 641 - 658.

36. Cheng, C. S. A., Huang, H. H., & Li, Y. H., Institutional Monitoring Through Shareholder Litigation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, No. 3, 2010, pp. 356 - 383.

37. Ho, T., Phung, D. N., & Nguyen, Y. N., State Ownership and Corporate Risk-taking: Empirical Evidence in Vietnam. *Australian Economic Papers*, 2020.

38. John, K., Litov, L., & Yeung, B., Corporate Governance and Risk-taking. *The Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4, 2008, pp. 1679 - 1728.

39. Koerniadi, H. , Krishnamurti, C. , Tourani-rad, A. , Corporate Governance and Risk-taking in New Zealand. *Australian Journal of Management*, Vol. 39, No. 2, 2014, pp. 1 – 19.
40. Lassoued, N. , Sassi, H. , & Attia, M. B. R. , The Impact of State and Foreign Ownership on Banking Risk: Evidence from the MENA Countries. *Research in International Business and Finance*, Vol. 36, 2016, pp. 167 – 178.
41. Mishra, D. R. , Multiple Large Shareholders and Corporate Risk Taking: Evidence from East Asia. *Corporate Governance an International Review*, Vol. 19, No. 6, 2011, pp. 507 – 528.
42. Nguyen, P. , Corporate Governance and Risk-taking: Evidence from Japanese Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 19, No. 1, 2011, pp. 278 – 297.
43. Tan, Y. , Tian, X. , Zhang, X. , & Zhao, H. , The Real Effects of Privatization: Evidence from China's Split Share Structure Reform. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 101661.
44. Zhu, W. , & Yang, J. , State Ownership, Cross-border Acquisition, and Risk-taking: Evidence from China's Banking Industry. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 71, No. 3, 2016, pp. 133 – 153.

Controlling Rights Transfer of State-Owned Enterprises and Enterprise Risk-Taking

ZHANG Jipeng, YI Changjun, LI Ning (Huaqiao University, 362021)

Abstract: In the reform of state-owned enterprises (SOEs), whether to carry out privatized property rights reform has been controversial. This paper uses A-share listed companies from 2003 to 2016 as a sample and constructs a generalized difference in differences model to test the effect of controlling rights transfer of SOEs on risk-taking. The results show that controlling rights transfer of SOEs has significantly suppressed risk-taking. Tunneling of major shareholders positively moderated the influence of controlling rights transfer of SOEs and risk-taking. When the degree of equity balance and institutional ownership is higher, law protection level and marketization degree is higher, the negative influence of controlling rights transfer of SOEs on risk-taking is smaller. The empirical results show that non-state-owned controlling shareholders have strong incentives to avoid risks and pursue private interests after controlling rights transfer of SOEs. A better governance environment helps to weaken the negative relationship between controlling rights transfer of SOEs and risk-taking. The conclusions of this paper provide new empirical evidence for understanding the economic consequences of the SOE reform, and have important policy implications for regulators and the government to promote the development of non-state-owned enterprises and the SOE reform by optimizing the corporate governance environment.

Keywords: State-Owned Enterprise, Controlling Rights Transfer, Risk-Taking, Private Benefits of Controlling Shareholder

JEL: D21, G34

责任编辑:原 宏