

国有股权参股对民营企业风险承担水平的影响

——基于上市民营企业的数据研究

牛枫,张刘臻,肖作平

(杭州电子科技大学会计学院,浙江杭州310018)

摘要: 风险承担是企业成功的关键,有助于提高企业的经营绩效与股东财富,但民营企业往往面临着风险承担水平不足的问题,在国家大力发展混合所有制改革的背景下,国有股权参股民营企业能否提高其风险承担水平呢?文章以2014—2019年上市民营企业为研究样本,重点考察国有股权参股是否以及如何影响民营企业的风险承担水平。研究结果表明,国有股权参股能显著提高民营企业的风险承担水平。进一步研究发现,当民营企业所处环境的政策不确定性高、参股国有股权来源于本地时,对风险承担水平的提高效果更为显著。文章的研究结论有助于深化对国有股参股及民营企业风险承担水平问题的理解与认识,为进一步推进混合所有制改革,促进民营企业可持续健康发展提供了新的理论支持与经验证据。

关键词: 国有股权参股;民营企业;风险承担水平

中图分类号: F276.5; F832.51 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2022)09-0072-18
DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2022.09.006

Impact of State-owned Equity Participation on the Risk-taking Level of Private Firms: Based on the Data of Listed Private Enterprises

NIU Feng, ZHANG Liuzhen, XIAO Zuoping

(School of Accounting, Hangzhou Dianzi University, Hangzhou 310018, China)

Abstract: Risk-taking is the key to business success and helps improve business performance and shareholder wealth, but private enterprises often face the problem of insufficient risk-taking level. In the context of the national vigorous development of mixed ownership reform, can state-owned equity participation in private enterprises improve their risk-taking level? Using a sample of listed private firms from 2014-2019, we focus on whether and how state equity participation affects private firms' risk-taking levels. The results of the study indicate that state equity participation can significantly increase the risk-taking level of private firms. Further study finds that the effect on the improvement of risk-taking level is more significant when the policy uncertainty of the environment in which the private firms are located is high and the participation of state-owned equity is locally sourced. The findings of this study help deepen the understanding and knowledge of the issue of state-owned share participation and risk-taking level of private enterprises, and provide new theoretical support and empirical evidence for further promoting mixed ownership reform and sustainable and healthy development of private enterprises.

Key words: state-owned equity participation; private enterprises; risk-taking level

收稿日期: 2022-01-05

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“腐败, 社会网络与权益资本成本”(72072049); 浙江省哲学社会科学新兴(交叉)学科重大课题“新冠疫情背景下数字化助力民营企业纾困的机制和对策研究”(21XXJC03ZD); 浙江省哲学社会科学规划领军人才培养课题“区块链支撑的数字经济高质量发展的关键要素与实现路径研究”(22YJRC05ZD)

作者简介: 牛枫,男,副教授,管理学博士,主要从事公司财务与公司治理研究;张刘臻,女,硕士研究生,主要从事公司财务与公司治理研究;肖作平(通讯作者),男,教授,博士生导师,管理学博士,主要从事公司财务与公司治理研究。

一、引言

党的十九大报告提出,要“发展混合所有制经济,培育具有全球竞争力的世界一流企业”。发展混合所有制经济,不仅包含国有企业引入非国有资本参股,也包含国有资本参股进入非国有企业(罗宏和秦际栋,2019)^[1]。随着混合所有制经济的不断推进,陆续有民营上市公司出于多种因素考虑,引入国资背景的新股东,这也引起了市场对民营企业发展前景的讨论(周琳,2018)^[2]。国有资本入股民营企业一直饱受市场质疑,“国进民退”的争论屡屡出现,国有股权参股民营企业的混合所有制形式,能否助力民营企业的持续健康发展,是一个值得深入探讨的话题(韦浪和宋浩,2020)^[3]。而要想提升企业价值、推动企业可持续发展,风险承担是其中的关键要素(Boubakri等,2013)^[4]。尤其是在现阶段疫情的冲击下,民营企业更是面临着严重的风险承担不足问题。鉴于此,本文从风险承担视角出发,研究国有股权参股对民营企业风险承担水平的影响,并试图厘清国有股权参股对民营企业产生影响的作用机制。

目前国有股权参股带来的一系列积极效应也在被逐渐证实。自中共十八届三中全会提出鼓励发展非公有资本控股的混合所有制企业以来,政府多次发布政策鼓励推进国有资本入股民营企业。市场层面也积极响应,以医药行业为例,2020年康恩贝、佐力药业和九强生物先后引入国有资本。国有企业和各级国资委主动参股,帮助民企引入资本纾困、开展战略合作、提升管理能力。国有资本入股民营企业这一混改形式日益受到各方重视(李慧聪等,2021)^[5]。宋增基等(2014)^[6]发现民营企业常常有意引入或保留部分国有股权,认为国有股权是一种重要的声誉机制,有利于获得更多的银行贷款和更久的贷款期限。陈建林(2015)^[7]通过研究家族企业中的国有股权发现,国有股权与家族所有权对企业绩效存在互补效应,在家族涉入强度较低时,国有股权能显著提升企业绩效。罗宏和秦际栋(2019)^[1]则从创新的角度发现,国有股权能显著促进家族企业的创新投入。Adhikari等(2006)^[8]针对马来西亚上市公司的研究表明,在基于政商关系的经济体中,国有股权的政治关联能够降低企业所缴纳有效税率的水平。

现有文献大多从外部环境和企业自身维度理解企业风险承担,例如,关注宏观经济环境和市场制度(Mclean和Zhao,2014;Jens,2017)^[9-10],企业的自身特点、管理层特征等(Farag和Mallin,2018;顾海峰和翟淋源,2021;胡国柳和胡珺,2017;杜善重和马连福,2022;周泽将等,2019;Faccio等,2016)^[11-16]。而本文是在非公有资本控股的混合所有制政策基础上研究企业风险承担水平,试图在两者之间搭起更加紧密的桥梁。正如前面所指出的那样,国有股权的参与能帮助企业引资纾困、加强管理,因此其对企业的系列经营决策和自身能力会产生一定的影响。而企业风险承担反映了企业追逐高额利润且愿意为其承担风险的倾向(Lumpkin和Dess,1996;宋建波等,2017)^[17-18],这必然会受到国有股权参与的影响。国有股权参股民营企业,一方面,股东参股除了带来直观的财务资本外,股东加入的本身还会承载多种生产要素的资源,并随着公司的发展而出现累积效应。国有股权可以降低银行和其他金融机构的融资约束,从而提高民营企业获得贷款的可能性,资金的充实必然会提高企业的风险承担水平。另一方面,代理理论认为国有股权的“隐形政治关联”还引入政府监督,这会改善公司治理结构,优化企业决策监督系统,从而提高管理层投资决策水平,客观上提高企业自身的风险承担水平。此外,国有股权参股带来的声誉机制也会通过“政治背书”和其资产属性显著提高民营企业的风险承担。

基于以上理论逻辑,本文以国有股权参股为基础,以民营企业的风险承担水平为研究对象,试图推断国有股权参股是否会影响民营企业的风险承担并检验其内在联系。本文利用手工收集的2014年到2019年度沪深A股民营上市公司的数据,发现国有股权参股与民营企业的风险承担水平之间存在正相关关系。该结果对替换解释变量、滞后一期处理、倾向得分匹配等替代测试具有稳健性。同时发现,政策不确定性以及参股股权来源地会对两者之间的正向关系产生一定的影响。

与已有的研究相比,本文可能的主要贡献在于:首先,本研究结合当下局势提供了政策改革对企业能力影响的额外证据。已有文献考察了国有股权参股对企业创新投入(李明敏等,2017;桑凌和李飞,2021;Wang等,2021;Tang等,2021)^[19-22]、企业业绩(Maimunah等,2022;郝阳和龚六堂,2017)^[23-24]以及现金持

有水平(韦浪等,2020;Nguyen和Wang,2021)^[3,25]的影响。与以往研究不同的是,本文研究的企业风险承担水平是企业生存的基础,更是各项经营活动与企业发展的前提。尤其是在当下疫情的强烈冲击下,民营企业的生存与进一步发展显得尤为迫切,因此,研究企业风险承担水平问题具有更加重要的现实价值。

其次,本研究为更好地理解混合所有制下国有股权参股对民营企业的具体影响提供了一个新的视角。本研究利用股权结构的异质性来探讨影响企业风险承担水平的因素,丰富了企业风险承担的研究。在以往的研究中,影响企业风险承担水平的外部因素包括宏观经济环境以及市场机制(黄亮雄等,2021;Otieno,2020;张饶等,2019)^[26-28]等。内部因素包括公司治理(Zhu等,2019;Wang等,2019)^[29-30]和管理层特征(Farag和Mallin,2018;顾海峰和翟淋源,2021;Habib和Hasan,2017)^[11,12,31]等。然而很少有文献从外部股权参与的角度对其进行深入研究。这项研究从中国混合所有制改革的背景出发,以国有股权参股的角度切入,考察这一政策对企业风险承担水平的影响效应,填补了相关文献中的一个关键空白,拓展了企业风险承担领域的研究边界。

最后,关于国有股参股民营企业的政策影响是复杂的。一方面,许多西方国家的研究表明,在过去的几十年里,由于去监管化、全球化以及向私人投资者开放大量经济部门而引发的恶劣竞争,导致国有企业及部门的表现一直在恶化(Bruton等,2015;Grossi等,2015;Reddy等,2016)^[32-34]。另一方面,一些中国的文献表明,国有股权参股可以缓解民营企业融资约束(梁上坤和陈冬华,2017;赵璨等,2019)^[35-36],减少代理问题(朱磊等,2019)^[37],为民营企业带来好处。因此本文以制度作为分析工具,发展出描述中国政策实践的新的概念框架,为国有股权会对民营企业产生积极效用提供了新的证据,也为公司治理领域提供了中国案例。

本文其他部分的结构安排如下:第二部分是在理论分析的基础上提出研究假设;第三部分是研究设计,介绍了样本选择、变量定义及模型设定等;第四部分依次就基本回归、分组回归及稳健性进行了实证分析;第五部分是结论与启示。

二、理论分析与研究假设

企业风险承担是指对能够带来预期收益和未来现金流但充满不确定性的投资项目的分析和选择(Yu等,2013)^[38],反映了企业倾向于投入一定的资源来分析如何抓住市场机会和追求高回报(Lumpkin和Dess,1996)^[17]。高企业风险承担水平可以显著提高企业资本配置效率和企业价值(Faccio等,2016)^[16],有助于企业的创新和可持续发展。资源依赖理论认为,企业承担风险意味着大量的资源消耗,对资源的依赖性很强。如果无法获取足够的资源支持,企业承担风险的活动很难维持,企业在进行投资时会面临较大的资源约束,导致投资效率低下,甚至投资失败(连玉君和苏治,2009)^[39]。企业的风险承担行为所需要的资源包括投资项目、资金、技术、土地、产品销售渠道等方面(张敏等,2015)^[40],因此充足的资源保障是企业进行风险承担的客观基础。

文献中对企业风险承担影响因素的研究主要分为外部因素和内部因素:在影响企业承担风险的外部因素方面,相关文献强调了宏观经济环境和市场或政府等正式机构的重要性。McLean和Zhao(2014)^[9]强调,当宏观经济处于繁荣和增长周期时,外部资本很容易获得,而且由于这种资本伴随高增长预期,企业投资水平往往保持在较高水平。然而在经济衰退期间,信贷政策被削减,企业面临严重的财务约束,导致更保守的投资行为,这与较低的风险承担水平相对应。此外,来自政府选举的政治不确定性也会减少企业投资(Jens,2017)^[10]。内部因素则主要集中在公司治理和管理层特征等方面,Habib和Hasan(2017)^[31]发现,当企业处于引进期和衰退期时,风险行为更多,风险承担水平更高。他们还发现,当机构投资者情绪高涨且资本市场不合理时,外部融资成本较低,管理者更倾向于选择风险投资。Faccio等(2016)^[16]以及Peltomäki等(2015)^[41]的研究表明,女性CEO和年长CEO的风险承担水平较低,这使得企业倾向于选择风险较低的项目。Zhu等(2019)^[29]认为,股权激励可以缩小管理层和股东之间的利益差异,帮助高管克服风险规避行为,进而提高企业的风险承担水平。此外,还有一些学者研究了CEO或企业社会责任和企业社会资本对

企业风险承担的影响。他们认为 CEO 或企业社会资本以及企业社会责任的履行有利于获取外部资源,从而增强企业的风险承担(Wang 等,2019;Zhao 和 Zhang,2019)^[30,42]。本文强调的国有股权参股则属于股权结构的范畴。

国有股权参股民营企业,是指一部分国有企业持有民营企业的股份,但是持有份额在50%以下,这部分企业被称为国有股权参股企业,是混合所有制经济改革的一种实现形式。针对国有股权参股的研究,许多学者也都进行了一系列的探索和研究。Zhou 等(2017)^[43]以2002—2007年间中国制造企业为研究样本,通过研究发现在企业的所有权结构中,如果存在小部分国有股权,是有利于企业技术创新的,原因在于在发展中国家,政府对企业的行为产生重要影响,而国有股权利用其和政府的特殊关系可以帮助企业获取更多的创新资源。Boubakri 等(2013)^[4]通过关注两种类型的所有者:作为剩余所有者的政府和外国股东,首次提供了风险承担行为与私有化企业所有者身份之间联系的证据。国有机构投资者作为较特别的股东,其持股会增强公司风险承担水平,而且相比于非独立机构投资者,独立机构投资者持股更会提高公司风险承担水平(朱玉杰和倪晓然,2014)^[44],并且随着机构投资者持股比例的提升,公司风险承担水平也会提高(王振山和石大林,2014)^[45]。更有进一步的研究发现,国有股权参股有助于减少股权成本(Attig 等,2008)^[46]和提高企业的现金价值(Attig 等,2013)^[47],并且针对不同地区的实证研究都基本支持国有股权参股的积极作用(Gutiérrez 等,2003;Attig 等,2009;Santos 等,2015)^[48-50]。

在企业经营发展过程中,多数的企业家都曾面临过因自身企业资质欠缺无法取得银行等金融机构授信的情形。社会各类企业通过引入优质大型国企央企股份来增加企业经济的案例已非常普遍,这也充分说明民营企业中的国有股权确实能够为其发展获取更多的优势条件。首先,国有股权参股增加了民营企业用于投资活动的各项资源。由于受资源短缺、资金不足、贷款困难等多方面因素的影响,近来民营企业的风险承担意愿下降,民营投资下降显著(刘晓霞等,2020)^[51],2017年以来同比下降25.4%。尤其是在当前政策不确定性的影响下企业出于抵御预期风险的目的,面临投资机会时会更谨慎,选择延迟或者削减投资支出,因而也就更需要资源方面的支持(Julio 和 Yook,2012)^[52]。其中资源不足所体现的现金持有量不足和较强的融资约束是大多数民营企业面临的困境,而这确实会显著地影响上市公司决策者对风险项目的选择,从而显著地影响企业风险承担水平(John 等,2008)^[53]。企业管理者进行风险投资决策时必定要考虑企业的现金持有量和财务状况。Acemoglu 和 Zilibotti(1997)^[54]认为所有风险投资项目都需要相对应的资金持有量支持,而风险越高的项目在前期对资金的要求也就越高。因而尽管一般而言风险性越高的投资能够带来的预期收益也越高,但其面临的失败概率也就越大。从这个角度来看,企业也需要足够的现金持有量来应对可能发生的投资失败事件。所以现金持有量不足的企业,其高管团队进行风险投资决策时,会采取较为稳健的策略,也就是说他们会选取低风险的投资项目。而国有股权参股恰好可以增加民营企业可投入各项活动的资源(如银行贷款、政府补助、税收优惠、产权保护等)(Gomez-Mejia 等,2011)^[55]。例如,政府补贴作为地方政府对上市公司的一项无偿的资金转移,是企业所需资源的重要组成部分,再加上税收优惠节省的现金支出,以及银行贷款对企业带来的资金,会对企业的资金持有量产生较大积极影响。此外,企业资源还能通过影响企业家的自信心而影响企业的风险承担水平。政府补贴、税收优惠、银行贷款以及产权保护,均能显著提高企业家的信心指数。余明桂等(2013)^[56]用中国上市公司的数据、Baker 和 Wurgle(2012)^[57]用美国上市公司的数据进行实证研究,均验证了企业家越自信,对风险的项目态度会越积极,并更多地承担高风险项目,最终显著提高了企业的风险承担水平。从这个角度来讲,国有股权带来的一系列资源效应还可以通过提高管理者的自信心来进一步提高企业风险承担水平。

其次,国有股权参股可以通过发挥外部监督作用来缓解代理问题以提高企业的风险承担水平(Sakaki 和 Jory,2019)^[58]。国有股参与公司内部治理的方式更多地体现在对公司高层行为的监督,为防止企业内部利益冲突,除国有股东本身直接对参股民营企业进行监督外,国有股权的“隐形政治关联”还引入政府监督。并且当公司国有股权比例增大时政府更愿意付出成本来加强公司治理结构及对经理的监督(Muniandy 等,2016)^[59]。与此同时,当作为国有股股东的国资委、地方国资委、大型国有企业以及其他政府机构加强对于公司管理层的监督力度时,管理层也会有更强的激励去合理运用公司的资源进行寻利以保持公

司的业绩,从而显著提高企业的风险承担水平。

最后,国有股权对于民营企业来说是一种重要的声誉机制,因为国有股权可以依靠其与政府的体制关联为民营企业的发展提供声誉担保。企业可以凭借这种声誉担保在资本市场上以更优惠的条件获得外部资金(Diamond,1991)^[60],以提高自身的风险承担水平。一方面,国有性质股东的声誉机制会给企业带来一定的“政治背书”(余汉等,2017)^[61]。国有股权参股不仅向外界投资者传递出“政府愿意与企业共担风险”的积极信号,提高外部投资者投资意愿、塑造企业的良好形象,还能使企业获取政府更多创新支持和政策变动信息,为民营企业提供更多制度保障,从而提高了民营企业风险承担水平。另一方面,声誉作为企业重要的无形资产,其资产属性能够帮助企业获得商品溢价,当面临外部环境的不利冲击时,能对成本增加的负面预期起到缓冲作用(Fombrun,2000)^[62],这就意味着当市场对成本产生不利反应时,声誉机制的缓冲作用可以减少市场对企业造成的不利影响,从而提高企业承担风险的能力。

从上述分析可以看出,国有股权参股民营企业,缓解了民营企业的融资约束,加强了企业的外部监督,并且发挥了声誉机制的作用,从不同方面提高了民营企业承担风险的水平。基于以上分析,本文提出假设1:

H1:国有股权参股提高了民营企业的风险承担水平。

民营企业所处环境政策不确定性不同的作用比较。政策不确定性对企业风险承担的影响体现在以下几个方面:首先,当政策不确定性增高时,企业投资时面临的经营环境将变得更加复杂,项目的预期回报率不确定性加大,企业管理者对于预期的收益将会抱有悲观的态度(黄虹等,2021)^[63]。因此企业管理者面对投资项目时,为了避免回报率不确定性增加的风险,将暂时延迟投资,尤其面对风险较大的项目时,企业管理者会更加倾向于暂缓投资,因此企业的风险承担能力便会降低。其次,银行融资和股东投资是企业获取经营资金的两个主要途径,但对于投资者来说,当政策不确定性增高时投资者将会对预期回报失去信心,从而导致对企业要求更高的回报或者减少投资甚至取消投资。对于银行来说,当政策不确定性增高时,银行的借贷政策将会更加严厉,企业的信用等级会下降,从而导致企业来自银行的资金减少(顾海峰和朱紫荆,2022)^[64]。因此从银行融资和股东投资两方面来说,当不确定性增高时,企业的银行融资和股东投资都将会减少,企业的融资难度将会加大,从而加剧企业的融资约束。为了投资收益稳定的企业将会暂停对风险较大项目的投资,从而导致企业的风险承担能力降低。

国有股权参股能缓解政策不确定性对民营企业的负面影响,这也体现在两个方面,首先,当政策不确定性增高,企业管理者对预期收益悲观时,国有股权的参与会给企业带来投资所需的资源,增强管理者的安全感。其次,面对银行借贷政策的严厉,国有股权带来的声誉机制将会在此时发挥巨大的作用。因此当民营企业所处环境的政策不确定性越高时,国有股权参股的缓解作用就越强,此时其对民营企业风险承担水平的提高作用也更为显著。基于以上分析,本文提出假设2:

H2:相比于低政策不确定性,当民营企业所处环境的政策不确定性高时,国有股权参股更能提高其风险承担水平。

参股国有股权来源地不同的作用比较。国有股权参股对民营企业的作用,还受到参股国有股权来源地的影响。首先,当参股国有股权与民营企业来源于相同地区时,两者之间的时空距离较小,从而降低了两者的交流沟通成本与信息获取成本。一方面,交流成本的降低会提高交流的频率,参股股东与民营企业的联系也会相对紧密,从而加强了监督力度。公司的股东会通过合适的方式监督和制衡高层管理者对资金的利用情况,监督力度的加强有利于确保企业投资的良性运作,提高企业风险承担。另一方面,信息获取成本的降低弱化了两者的信息不对称程度。国有股权作为民营企业的一部分,不仅通过参股企业参与市场经营,同时也是市场的监督者与管理者,是企业积极与国家行政机关建立的一套沟通机制,也是企业与各级政府之间形成的一种在制度环境有待完善的情况下正式(或非正式)的特殊关联(余汉等,2017)^[61]。因此,当参股国有股权来源于本地时,便可以低成本的与当地政府进行政策及市场信息方面的交流,把握市场最新动向,提前进行决策或者防范各种风险,从而提高承担风险的水平。

其次,在地方政府追求自身经济增长的目标下,不同地区的市场是相互分割的(陆铭和陈钊,2009)^[65]。各地政府均会表现出对本地企业的地区偏爱,更多地将资源倾斜给能带来就业、税收的本地企

业。在以经济建设为中心工作方针的指引下,中国建立了一套有效引导经济增长的管理机制,因而各级政府均将经济发展置于工作任务列表的重中之重,想方设法地推动本地经济增长(马亮,2013;周黎安等,2015)^[66-67]。这些经济增长目标成为相应时期各级政府经济政策制定和实施的重要指引,影响着众多资源的分配和利用,其对本地企业关于未来的经营决策便有一定的影响。正如前面所指出的,企业风险承担反映了企业追逐高额利润且愿意为其承担风险的倾向,因此必然会受到企业对未来经济及政策预期的影响。当地政府的资源分配机制所提供的充足的生产资源支撑意味着企业未来的预期利润增加,风险也往往可控,从而能够提高企业应对风险的能力。基于以上分析,本文提出假设3:

H3:相比于异地国有股权,本地国有股权参股更能提高民营企业的风险承担水平。

三、研究设计

(一) 研究样本选择

1. 民营企业数据。本文选取我国2014年度到2019年度沪深A股民营上市公司作为研究样本。同时,按照以下标准选择研究样本:(1)删除金融保险业上市企业;(2)删除缺乏股权结构、风险承担等计算条件的企业;(3)删除第一大非国有股东持股数小于国有股东持股数的上市公司;(4)删除ST类企业及其他数据缺失的样本,最终得到了6400个有效样本。上市公司风险承担数据、高级管理人员信息及主要财务数据均来自CSMAR数据库,为消除异常值的影响,本文对所有连续变量在上下1%位置进行了缩尾处理。

2. 国有股权参股数据。本文首先通过CSMAR数据库获取民营企业前十大股东名称以及持股数据,然后通过查阅公司年报、天眼查、中原证券等网站手工收集了前十大股东的其他数据,包括股东是否属于国有股权、参股国有股权来源地等相关数据。

(二) 变量定义

1. 被解释变量。企业风险承担水平(*Risktaking*)。本文选择标准差指标(*Risktaking1*)和极差指标(*Risktaking2*)分别衡量企业风险承担水平(*Risktaking*),具体定义如下:

①企业风险承担水平(*Risktaking1*)。参考现有文献(刘晓霞等,2020;黄亮雄等,2021)^{[51][26]},本文采用经行业和年度均值调整后的总资产收益率(*ROA*)的波动性(*Risktaking1*)衡量企业风险承担水平。采用企业盈利的波动性作为衡量风险承担水平的指标,即 $\Delta(ROA_i)$ 。 ROA_i 为企业*i*在相应年度的息税前利润(*EBIT*)除以年末总资产。计算波动性时,先对企业每一年 ROA 减去年度行业平均值得到 Adj_ROA ,以缓解行业和周期的影响(John等,2008;余明桂等,2013)^[53,56]。具体采用公式(1)的计算方法,以每三年(t 年至 $t+2$ 年)作为一个观测时段,分别滚动计算经行业调整后的 Adj_ROA 的标准差,将结果乘以100得到*Risktaking1*,并取对数。

$$Risktaking1_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{i=1}^T \left(Adj_ROA_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T Adj_ROA_{i,t} \right)^2} \quad | \quad T = 3 \quad (1)$$

其中, $Adj_ROA_{i,t} = EBIT_{i,t}/ASSET_{i,t} - (1/X) \sum_{i=1}^X EBIT_{i,t}/ASSET_{i,t}$, X 代表某行业的企业总数量。

②企业风险承担水平(*Risktaking2*)。为使结论更加可靠,再次选取在观测时段(3年)内,经行业和年度均值调整后 ROA 最大值与最小值之间的差额(*Risktaking1*)作为衡量企业风险承担水平的指标。 Adj_ROA 的定义同上,具体采用公式(2)的计算方法,以每三年(t 年至 $t+2$ 年)作为一个观测时段,分别滚动计算经行业调整后的 Adj_ROA 的极差,将结果乘以100得到*Risktaking2*,并取对数。

$$Risktaking2_{i,t} = Max(Adj_ROA_{i,t}) - Min(Adj_ROA_{i,t}) \quad (2)$$

2. 解释变量。国有股权参股(*State*)。本文分别使用民营企业是否存在国有股权参股(*State1*)、国有股权参股比例(*State2*)作为解释变量。两个解释变量的具体定义为:(1)当民营企业股东中包含有国有股东时,则视为存在国有股权参股,*State1*取值为1,否则取值为0;(2)国有股权参股比例(*State2*)的定义为,民营企业的股权中,国有股权持股比例的总和。

3. 分组变量。为检验本文的假设2和假设3,本文设置了两个分组变量,包括民营企业所处环境的政策不确定性高低(*PU*)以及参股国有股权是否来源于本地(*Local*)。两个分组变量的具体定义为:(1)本文使用 Baker 等(2016)^[68]构建的中国政策不确定性指数(以下统称为“政策不确定性”)来衡量民营企业所处环境的经济政策不确定性,当样本期间宏观经济政策不确定性指数大于均值时,视为是政策不确定性高的一组,其他的自动列为政策不确定性低的一组;(2)当参股的国有股权中异地国有股权或中央股权持股比例低于本地国有股权持股比例时,视为参股国有股权来源于本地的一组,其他视为参股国有股权来源于异地的一组。其中,剔除参股国有股权来源于中央下辖机构或部门的数据。

4. 控制变量。参考李溪等(2018)^[69]、罗宏和秦际栋(2019)^[1]的研究,本文选取了如下的变量作为控制变量。企业规模(*Size*)、财务杠杆(*Lev*)、盈利能力(*Roa*)、总资产周转率(*Oper*)、成长性(*Growth*)、上市年限(*Age*)、董事会规模(*BoardSize*)、董事会独立性(*Indep*)、两职合一(*Dual*)、股权集中度(*Top10*),此外,本文还在回归中设置了行业(*Ind*)和年份(*Year*)的虚拟变量。

(三) 实证模型

1. 模型设定。“国有股权参股”可以作为混合所有制改革下的一项政策实施用来评估其对试点企业能力特征、经营行为等产生的影响。梳理以前的文献容易得知,双重差分模型(*DID*)在政策评估领域已经被众多学者广泛应用,并证实了其评估政策效果的有效性。同时 *DID* 模型作为政策效应评估的广泛应用方法,能够较大程度地克服内生性的干扰,因此,本文采用 *DID* 模型(1)考察国有股权参股对民营企业风险承担水平的影响。

$$Risktaking_{it} = \beta_0 + \beta_1 Treat_{it} + \beta_2 Post_{it} + \beta_3 (Treat_{it} \times Post_{it}) + \beta_4 Control_{it} + Ind + Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中,*Risktaking_{it}*是*i*企业在第*t*年的风险承担水平,若个体是试点企业,属于实验组,即 *State1* = 1,则令 *Treat_{it}* = 1,若不是,即 *State1* = 0,则令 *Treat_{it}* = 0;若时间在政策实施后,则令 *Post_{it}* = 1,若在政策实施前,则令 *Post_{it}* = 0,*Control_{it}*代表若干控制变量,具体定义如表1所示。*Ind*和*Year*分别表示行业和年份固定效应, ε 表示随机扰动项。2015年9月24日,国务院下发的《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》中提出“鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业”。自此之后,国有股权参股民营企业的现象更加普遍,因此将2015年作为政策实施前后的节点。此外,为了检验假设2和假设3,本文采用模型(2)分组考察国有股权参股对民营企业风险承担水平的影响。

$$Risktaking_{it} = \beta_0 + \beta_1 StateK_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Roa_{it} + \beta_5 Oper_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Boardsize_{it} + \beta_9 Indep_{it} + \beta_{10} Dual_{it} + \beta_{11} Top10_{it} + Ind + Year + \varepsilon_{it}, K = 1 \text{ 或 } 2 \quad (4)$$

其中,当 *K* = 1时,*State1_{it}*表示*i*企业在第*t*年是否有国有股权参股,当 *K* = 2时,*State2_{it}*表示*i*企业在第*t*年的国有股权参股比例,其他变量定义同上。

表1 控制变量的具体定义

变量符号	变量含义	具体定义
<i>Size</i>	企业规模	年末资产总额的自然对数值
<i>Lev</i>	财务杠杆	年末负债总额/年末资产总额
<i>Roa</i>	盈利能力	年息税前利润/年末资产总额
<i>Oper</i>	总资产周转率	年营业收入净额/年平均资产总额
<i>Growth</i>	成长性	(本年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入
<i>Age</i>	上市年限	上市年限(IPO 所属年份距离会计期间年份年数)的自然对数值
<i>Boardsize</i>	董事会规模	董事会人数的自然对数值
<i>Indep</i>	董事会独立性	独立董事占董事会人数的比重(小数)
<i>Dual</i>	两职合一	若董事长与总理由同一人担任,取值为1,否则取值为0
<i>Top10</i>	股权集中度	前十大股东持股比例之和(小数)
<i>Year</i>	年度	虚拟变量,依据样本所在年份设定
<i>Ind</i>	行业	虚拟变量,根据中国证券监督管理委员会《上市公司行业分类指引》(2012年修订)定义,其中,制造业细化到二级分类

2. DID 适用性检验。利用双重差分法进行政策评价需要满足两个重要的假设前提:第一,实验组选择是随机的。第二,实验组和控制组被解释变量的变化是同趋势的。即如果没有政策冲击,实验组和控制组的 *Risktaking* 变化趋势是一致的。为满足以上前提,本文进行了如下检验:

DID 假设前提一:国有股权参股的民营企业是否随机。本文对分组随机性的检验参考郑新业等(2011)^[70]的研究采用 Logit 模型,选取政策实施结点之前的数据,以 *Treat* 为被解释变量,检验风险承担 (*Risktaking1*、*Risktaking2*)、盈利能力 (*Roa*)、经营能力 (*Oper*) 等因素是否会影响试点企业的选择,回归结果见表2。

从回归结果来看,风险承担、盈利能力以及经营能力均对参股企业的选择没有显著影响,从而验证了样本的分组随机性假设。

DID 假设前提二:实验组和控制组的 *Risktaking* 变化是否同趋势。同趋势假设允许控制组和实验组的 *Risktaking* 存在系统性差异,但只要两组 *Risktaking* 数据在实验期前的变化趋势是一致的,即可认为被选择的控制组是合适的。为了使检验结果更加稳健,本文运用定量的方法来检验结果的有效性。具体思路为,以模型(1)中被解释变量的差分 $\Delta \ln Risktaking$ 作为被解释变量,并以虚拟变量 *Treat* 作为解释变量进行回归。考察实验组与控制组的 *Risktaking* 变化趋势是否存在系统性差异。主要回归结果见表3。

表2 二元选择模型回归结果

变量	<i>Treat</i>	<i>Treat</i>	<i>Treat</i>	<i>Treat</i>
<i>Risktaking1</i>	0.103 (1.15)			
<i>Risktaking2</i>		0.105 (1.17)		
<i>Roa</i>			0.099 (0.06)	
<i>Oper</i>				-0.098 (-0.47)
<i>Cons</i>	-12.959*** (-5.46)	-13.050*** (-5.47)	12.553*** (-5.34)	-12.553*** (-5.34)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind&Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	2829	2829	2829	2829
<i>R</i> ²	0.0551	0.0551	0.0543	0.0543

注:括号内为 *z* 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 统计水平下显著

表3 共同趋势检验

变量	$\Delta \ln Risktaking1$	$\Delta \ln Risktaking1$	$\Delta \ln Risktaking2$	$\Delta \ln Risktaking2$
<i>Treat</i>	-0.074 (-1.05)	-0.092 (-1.28)	-0.015 (-0.33)	-0.024 (-0.51)
<i>Size</i>		0.025 (0.97)		0.005 (0.30)
<i>Lev</i>		0.173 (1.20)		0.132 (1.39)
<i>Roa</i>		-0.944** (-1.97)		-0.399 (-1.20)
<i>Oper</i>		-0.041 (-0.66)		-0.002 (-0.06)
<i>Growth</i>		-0.024 (-0.70)		0.015 (0.66)
<i>Age</i>		0.051 (0.98)		0.032 (0.98)
<i>Boardsize</i>		0.053 (0.35)		-0.070 (-0.73)
<i>Indep</i>		0.254 (0.48)		-0.251 (-0.75)
<i>Dual</i>		0.056 (1.30)		0.012 (0.43)
<i>Top10</i>		-0.001 (-0.01)		0.022 (0.20)
<i>Cons</i>	-0.299* (-1.91)	-1.196* (-1.76)	-0.287*** (-2.72)	-0.291 (-0.66)
<i>Ind&Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	2582	2582	3801	3801
<i>R</i> ²	0.0972	0.1038	0.0931	0.0957

注:括号内为 *t* 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 统计水平下显著

从回归结果可以看出, $Treat$ 与 $\Delta \ln Risktaking$ 没有显著的相关性, 并且在加入控制变量后结果仍然稳健。表示政策实施前, 实验组和控制组的 $Risktaking$ 增长趋势没有明显差异, 符合共同趋势假设。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表4报告了主要变量的描述性统计结果:

表4 主要变量的描述性统计结果

变量	观察值	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>Risktaking1</i>	6400	0.649	0.621	-1.650	3.352	0.914
<i>Risktaking2</i>	6400	1.495	1.476	-0.778	4.168	0.908
<i>Did</i>	6400	0.057	0	0	1	0.231
<i>State1</i>	6400	0.094	0	0	1	0.292
<i>State2</i>	6400	0.005	0	0	0.374	0.028
<i>Size</i>	6400	21.747	21.658	19.677	24.976	1.050
<i>Lev</i>	6400	0.365	0.345	0.050	0.843	0.188
<i>Roa</i>	6400	0.051	0.047	-0.105	0.193	0.047
<i>Oper</i>	6400	0.633	0.550	0.073	2.469	0.395
<i>Growth</i>	6400	0.288	0.165	-0.546	4.429	0.619
<i>Age</i>	6400	2.228	2.303	1.099	3.296	0.588
<i>Boardsize</i>	6400	2.081	2.197	1.609	2.485	0.185
<i>Indep</i>	6400	0.378	0.364	0.333	0.571	0.053
<i>Dual</i>	6400	0.416	0	0	1	0.493
<i>Top10</i>	6400	0.608	0.623	0.235	0.990	0.152

从表4可以看出, 通过标准差指标 (*Risktaking1*) 来衡量企业风险承担水平时, 其最大值为3.352, 最小值为-1.650, 均值为0.649, 中位数为0.621, 通过极差指标 (*Risktaking2*) 来衡量企业风险承担水平时, 其最大值为4.168, 最小值为-0.778, 均值为1.495, 中位数为1.476, 这说明不同民营企业的风险承担水平具有较大差异。是否存在国有股权参股 (*State1*) 的均值为0.094, 即有接近10%的民营企业存在国有股权参股, 表明国有股权参股民营企业并非个例, 已经成为普遍存在的现象。国有股权参股比例 (*State2*) 的最大值已达到0.374, 说明部分国有股东已经在民营企业中成为重要的参股股东。

(二) 基本回归分析

表5报告了国有股权参股与民营企业风险承担水平的回归结果。其中, 第(1)(3)列为没有加入控制变量的结果, 第(2)列和第(4)列为加入了控制变量的结果。可以看出加入控制变量之前, 主要解释变量 *DID* 的估计系数均在5%的水平上显著为正, 加入控制变量之后, 主要解释变量 *DID* 的估计系数均在1%的水平上显著为正, 说明相对于没有国有股权参股的民营企业, 国有股权参股显著提高了民营企业的风险承担水平, 充分验证了本文提出的假设1。同时, 表5的研究结论是对国有股权参股影响企业的业绩(陈建林, 2015; 郝阳和龚六堂, 2017)^[7,24]、创新(罗宏和秦际栋, 2019)^[1]及现金持有水平(韦浪等, 2020; Harford, 2008)^[3,71]等文献的补充, 这些文献分别用资产收益率 *ROA* 衡量业绩、企业研发支出占营业收入的百分比衡量创新水平以及现金占总资产的比重来衡量现金持有水平, 得出国有股权参股显著提高民营企业或家族企业的绩效水平、创新水平与现金持有水平的结论, 而本文的结论进一步深化了国有股权参股能对企业产生积极效应的认识。

表5 国有股权参股与民营企业风险承担水平:基本回归

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Risktaking1</i>	<i>Risktaking1</i>	<i>Risktaking2</i>	<i>Risktaking2</i>
<i>Treat × Post</i>	0.158 ** (2.25)	0.183 *** (2.64)	0.151 ** (2.18)	0.176 *** (2.56)
<i>Size</i>		-0.137 *** (-8.66)		-0.136 *** (-8.62)
<i>Lev</i>		0.280 *** (3.32)		0.277 *** (3.30)
<i>Roa</i>		-0.009 (-0.03)		0.022 (0.08)
<i>Oper</i>		-0.135 *** (-3.64)		-0.134 *** (-3.61)
<i>Growth</i>		0.031 * (1.85)		0.031 * (1.85)
<i>Age</i>		0.317 *** (10.27)		0.317 *** (10.28)
<i>Boardsize</i>		0.050 (0.55)		0.043 (0.48)
<i>Indep</i>		0.166 (0.54)		0.150 (0.49)
<i>Dual</i>		0.013 (0.51)		0.010 (0.39)
<i>Top10</i>		0.115 (1.13)		0.118 (1.16)
<i>Constant</i>	1.130 *** (9.34)	3.034 *** (7.33)	1.987 *** (16.43)	3.891 *** (9.42)
<i>Ind & Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	6400	6400	6400	6400
<i>R²</i>	0.1069	0.1409	0.1074	0.1412

注:括号内为 *t* 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 统计水平下显著

(三) 分组回归分析

1. 政策不确定性高低的分组检验。表6报告了民营企业所处环境的政策不确定性高低不同时,国有股权参股对民营企业风险承担水平提高作用的差异。高政策不确定下 *State1* (是否存在国有股权参股) 在第(2)列和第(6)列的回归系数在1%的水平上显著为正,低政策不确定性下 *State1* 在第(1)列和第(5)列的回归系数不显著。同时,高政策不确定性下 *State2* (国有股权参股比例) 在第(4)列和第(8)列的回归系数均在1%的水平上显著为正,低政策不确定下 *State2* 在第(3)列和第(7)列的回归系数在5%的水平上显著为正。显然,表6的回归结果证实,相比于低政策不确定性,当民营企业所处环境的政策不确定性高时,国有股权参股更能提高其风险承担水平。这与本文提出的假设2保持一致。

2. 国有股权来源地不同的分组检验。表7报告了国有股权来源地不同时,其参股对民营企业风险承担水平的影响差异。当国有股权来源于异地时,*State2* (国有股权参股比例) 在第(1)列和第(3)列的回归系数不显著,当国有股权来源于本地时,*State2* (国有股权参股比例) 在第(2)列和第(4)列的回归系数在1%的水平上显著为正。两者比较发现,在不同分组中国有股权参股的系数都为正,表明任何来源地的国有股权参股都能提高民营企业的风险承担水平,但本地国有股权参股的显著性大于异地国有股权参股,说明本地的国有股权参股更能提高民营企业的风险承担水平。显然,表7的回归结果证实,相比于异地国有股权,本地国有股权参股对民营企业风险承担水平的提高作用更为显著,充分验证了本文的假设3。

表6 民营企业所处环境政策不确定性的分组检验

	Risktaking1				Risktaking2			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	低政策 不确定性	高政策 不确定性	低政策 不确定性	高政策 不确定性	低政策 不确定性	高政策 不确定性	低政策 不确定性	高政策 不确定性
State1	0.074 (1.38)	0.163*** (3.47)			0.075 (1.40)	0.158*** (3.38)		
State2			1.142** (2.04)	3.341*** (6.87)			1.131** (2.03)	3.261*** (6.75)
Size	-0.214*** (-11.83)	-0.086*** (-4.79)	-0.213*** (-11.77)	-0.082*** (-4.58)	-0.213*** (-11.80)	-0.086*** (-4.79)	-0.211*** (-11.74)	-0.081*** (-4.59)
Lev	0.345*** (3.38)	0.091 (0.88)	0.336*** (3.29)	0.070 (0.68)	0.342*** (3.37)	0.081 (0.79)	0.334*** (3.28)	0.060 (0.59)
Roa	1.529*** (4.15)	-2.482*** (-6.52)	1.532*** (4.16)	-2.474*** (-6.54)	1.532*** (4.18)	-2.465*** (-6.52)	1.535*** (4.19)	-2.458*** (-6.53)
Oper	-0.074* (-1.75)	-0.183*** (-4.32)	-0.072* (-1.70)	-0.182*** (-4.29)	-0.076* (-1.81)	-0.181*** (-4.27)	-0.074* (-1.76)	-0.179*** (-4.25)
Growth	0.011 (0.48)	0.094*** (3.91)	0.013 (0.53)	0.094*** (3.92)	0.011 (0.46)	0.093*** (3.90)	0.012 (0.51)	0.093*** (3.91)
Age	0.221*** (5.19)	0.244*** (7.54)	0.221*** (5.19)	0.244*** (7.58)	0.216*** (5.09)	0.245*** (7.60)	0.216*** (5.10)	0.245*** (7.65)
Boardsize	0.071 (0.66)	-0.003 (-0.03)	0.068 (0.64)	-0.003 (-0.03)	0.070 (0.66)	-0.006 (-0.06)	0.068 (0.64)	-0.006 (-0.06)
Indep	0.324 (0.90)	-0.046 (-0.13)	0.317 (0.88)	-0.044 (-0.12)	0.308 (0.86)	-0.055 (-0.15)	0.301 (0.84)	-0.052 (-0.14)
Dual	0.001 (0.05)	0.030 (1.05)	0.001 (0.04)	0.030 (1.03)	0.001 (0.003)	0.027 (0.92)	0.001 (0.03)	0.026 (0.91)
Top10	0.081 (0.69)	0.111 (0.92)	0.062 (0.53)	0.085 (0.71)	0.080 (0.69)	0.117 (0.98)	0.062 (0.53)	0.092 (0.77)
Costant	4.789*** (9.92)	2.415*** (5.08)	4.771*** (9.91)	2.331*** (4.94)	5.634*** (11.72)	3.263*** (6.91)	5.614*** (11.71)	3.182*** (6.79)
Ind & Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2843	3557	2843	3557	2843	3557	2843	3557
R ²	0.1367	0.2491	0.1374	0.2565	0.1384	0.2475	0.1390	0.2547

注:括号内为t值;*、**、***分别表示在10%、5%和1%统计水平下显著

表7 国有股权来源地不同的分组检验

	Risktaking1		Risktaking2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	异地	本地	异地	本地
State2	0.874 (0.87)	1.881*** (2.87)	0.827 (0.83)	1.798*** (2.76)
Size	-0.158** (-2.39)	-0.067 (-1.05)	-0.158** (-2.41)	-0.065 (-1.03)
Lev	0.235 (0.63)	0.631 (1.63)	0.193 (0.52)	0.639* (1.66)
Roa	-0.302 (-0.20)	0.856 (0.59)	-0.447 (-0.30)	0.970 (0.67)
Oper	-0.189 (-1.14)	-0.429*** (-2.60)	-0.182 (-1.10)	-0.435*** (-2.65)
Growth	-0.047 (-0.73)	0.058 (0.92)	-0.045 (-0.71)	0.057 (0.92)
Age	0.419*** (3.57)	0.486*** (4.25)	0.424*** (3.63)	0.478*** (4.20)

(续表7)

	Risktaking1		Risktaking2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	异地	本地	异地	本地
<i>Boardsize</i>	0.136 (0.42)	-0.093 (-0.25)	0.126 (0.39)	-0.116 (-0.32)
<i>Indep</i>	-0.151 (-0.12)	1.577 (1.08)	-0.200 (-0.16)	1.433 (0.98)
<i>Dual</i>	0.070 (0.71)	0.166 (1.48)	0.066 (0.67)	0.157 (1.41)
<i>Top10</i>	0.434 (1.00)	-0.724 (-1.57)	0.477 (0.10)	-0.709 (-1.55)
<i>Constant</i>	2.243 (1.26)	2.229 (1.37)	3.163* (1.78)	3.191** (1.98)
<i>Ind & Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	332	271	332	271
<i>R</i> ²	0.2561	0.3992	0.2591	0.3952

注:括号内为*t*值;*、**、***分别表示在10%、5%和1%统计水平下显著

(四) 稳健性检验

1. 替换解释变量。本文国有股权参股比例(State2)是民营企业中国有股权持股比例的总和。考虑到较低比例国有股权的存在可能起不到实际作用,因此参考黄亮雄等(2021)^[26]的做法,将国有股权持股比例总和替换为最大国有股权的持股比例(State3),并将其代入模型重新回归,结果如表8所示,稳健性检验结果与前述结论保持一致。

2. 滞后一期处理。考虑到国有股权为民营企业带来的资源效应等一系列影响需要时间,因此,本文将解释变量滞后一期来考察国有股权参股对风险承担水平的影响,共得到样本4195个,具体回归结果如表9所示,并与上文结论保持一致。

3. 更改回归模型。本文改用模型(2)对基本假设进行再检验。实证结果表明,更改回归模型后,本文主要结论依然成立,具体回归结果如表10所示。

4. 倾向得分匹配(PSM)。为了进一步检验内生性中的自选择问题,本文对控制组(无国有股权参股的样本组)和处理组(有国有股权参股的样本组)进行了倾向得分匹配。具体来说,我们采用State1作为因变量,模型(1)中所有控制变量作为解释变量进行logit回归并计算出倾向得分值。其次,由于控制组样本数(5797)远大于处理组样本数(603),我们根据倾向得分值在处理组和控制组之间进行一对一匹配,最后将匹配的样本代入模型(1)重新回归,其结果如表11所示,进一步支持了本文的结论。

表8 替换解释变量

	(1)	(2)
	<i>Risktaking1</i>	<i>Risktaking2</i>
<i>State3</i>	2.593*** (6.85)	2.538*** (6.74)
<i>Size</i>	-0.134*** (-10.14)	-0.134*** (-10.14)
<i>Lev</i>	0.166** (2.20)	0.159** (2.13)
<i>Roa</i>	-0.825*** (-2.88)	-0.814*** (-2.97)
<i>Oper</i>	-0.135*** (-4.33)	-0.135*** (-4.34)
<i>Growth</i>	0.048*** (2.74)	0.048*** (2.73)
<i>Age</i>	0.269*** (10.28)	0.268*** (10.29)
<i>Boardsize</i>	0.041 (0.53)	0.038 (0.50)
<i>Indep</i>	0.212 (0.79)	0.198 (0.74)
<i>Dual</i>	0.011 (0.51)	0.009 (0.41)
<i>Top10</i>	0.088 (1.00)	0.091 (1.05)
<i>Constant</i>	3.161*** (9.05)	4.014*** (11.56)
<i>Ind & Year</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	6400	6400
<i>R</i> ²	0.1471	0.1473

注:括号内为*t*值;*、**、***分别表示在10%、5%和1%统计水平下显著

表9 滞后一期

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Risktaking1</i>	<i>Risktaking1</i>	<i>Risktaking2</i>	<i>Risktaking2</i>
<i>State1</i>	0.152 *** (3.24)		0.146 *** (3.14)	
<i>State2</i>		1.531 *** (3.00)		1.473 *** (2.91)
<i>Size</i>	-0.102 *** (-6.16)	-0.098 *** (-5.94)	-0.101 *** (-6.14)	-0.097 *** (-5.93)
<i>Lev</i>	0.083 (0.89)	0.070 (0.75)	0.071 (0.77)	0.059 (0.63)
<i>Roa</i>	-1.591 *** (-4.70)	-1.595 *** (-4.71)	-1.585 *** (-4.71)	-1.589 *** (-4.72)
<i>Oper</i>	-0.145 *** (-3.71)	-0.144 *** (-3.70)	-0.144 *** (-3.70)	-0.143 *** (-3.70)
<i>Growth</i>	0.073 *** (3.30)	0.077 *** (3.47)	0.073 *** (3.30)	0.076 *** (3.46)
<i>Age</i>	0.192 *** (5.36)	0.194 *** (5.39)	0.194 *** (5.43)	0.195 *** (5.47)
<i>Boardsize</i>	0.030 (0.31)	0.033 (0.34)	0.023 (0.24)	0.026 (0.27)
<i>Indep</i>	-0.066 (-0.20)	-0.083 (-0.25)	-0.097 (-0.29)	-0.113 (0.89)
<i>Dual</i>	0.036 (1.31)	0.037 (1.35)	0.035 (1.30)	0.036 (1.33)
<i>Top10</i>	0.035 (0.33)	0.021 (0.19)	0.044 (0.41)	0.030 (0.28)
<i>Constant</i>	2.403 *** (5.51)	3.324 *** (5.34)	3.259 *** (7.52)	3.183 *** (7.37)
<i>Ind & Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	4195	4195	4195	4195
<i>R²</i>	0.1726	0.1723	0.1731	0.1729

注:括号内为 *t* 值; *、**、***分别表示在10%、5%和1%统计水平下显著

表10 更改回归模型

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Risktaking1</i>	<i>Risktaking1</i>	<i>Risktaking2</i>	<i>Risktaking2</i>
<i>State1</i>	0.134 *** (3.63)		0.131 *** (3.58)	
<i>State2</i>		2.730 *** (7.13)		2.672 *** (7.02)
<i>Size</i>	-0.138 *** (-10.34)	-0.135 *** (-10.17)	-0.137 *** (-10.33)	-0.134 *** (-10.16)
<i>Lev</i>	0.181 ** (2.40)	0.164 ** (2.17)	0.174 ** (2.32)	0.157 ** (2.10)
<i>Roa</i>	-0.834 *** (-3.02)	-0.823 *** (-2.98)	-0.822 *** (-2.99)	-0.811 *** (-2.96)
<i>Oper</i>	-0.137 *** (-4.36)	-0.134 *** (-4.28)	-0.136 *** (-4.37)	-0.133 *** (-4.29)
<i>Growth</i>	0.046 *** (2.63)	0.047 *** (2.66)	0.046 *** (2.62)	0.046 *** (2.64)

(续表10)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Risktaking1</i>	<i>Risktaking1</i>	<i>Risktaking2</i>	<i>Risktaking2</i>
<i>Age</i>	0.269*** (10.26)	0.269*** (10.27)	0.268*** (10.27)	0.267*** (10.28)
<i>Boardsize</i>	0.044 (0.56)	0.038 (0.50)	0.041 (0.53)	0.036 (0.47)
<i>Indep</i>	0.219 (0.81)	0.214 (0.79)	0.205 (0.76)	0.200 (0.75)
<i>Dual</i>	0.012 (0.55)	0.012 (0.53)	0.010 (0.45)	0.009 (0.43)
<i>Top10</i>	0.115 (1.31)	0.080 (0.91)	0.118 (1.36)	0.084 (0.96)
<i>Constant</i>	3.217*** (9.17)	3.175*** (9.09)	4.070*** (11.67)	4.028*** (11.61)
<i>Ind & Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	6400	6400	6400	6400
<i>R²</i>	0.1426	0.1476	0.1430	0.1479

注:括号内为 *t* 值; *、**、*** 分别表示在10%、5%和1%统计水平下显著

表11 倾向得分匹配

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Risktaking1</i>	<i>Risktaking1</i>	<i>Risktaking2</i>	<i>Risktaking2</i>
<i>Treat × Post</i>	0.218** (2.42)	0.238*** (2.70)	0.211** (2.37)	0.231*** (2.64)
<i>Size</i>		-0.153*** (-5.49)		-0.152*** (-5.47)
<i>Lev</i>		0.236 (1.44)		0.229 (1.40)
<i>Roa</i>		0.306 (0.53)		0.334 (0.58)
<i>Oper</i>		-0.212*** (-3.09)		-0.213*** (-3.12)
<i>Growth</i>		0.042 (1.51)		0.041 (1.47)
<i>Age</i>		0.404*** (7.43)		0.406*** (7.50)
<i>Boardsize</i>		-0.088 (-0.52)		-0.104 (-0.62)
<i>Indep</i>		0.326 (0.52)		0.239 (0.38)
<i>Dual</i>		0.054 (1.15)		0.053 (1.14)
<i>Top10</i>		0.019 (0.10)		0.030 (0.16)
<i>Constant</i>	1.429*** (7.00)	3.834*** (5.12)	2.291*** (11.27)	4.728*** (6.35)
<i>Ind & Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1616	1616	1616	1616
<i>R²</i>	0.1483	0.2065	0.1483	0.2067

注:括号内为 *t* 值; *、**、*** 分别表示在10%、5%和1%统计水平下显著

五、结论与启示

(一) 研究结论

随着混合所有制改革不断推进,民营企业在经济结构转型升级过程中出现了种种问题,社会各界给予了越来越多的关注,国有股权参股民营企业的混合所有制形式,是否有助于推动民营企业的持续健康发展亟待进一步证实。本文以民营企业的风险承担水平为切入口,使用2014年度到2019年度沪深A股民营上市公司为样本,实证检验了国有股权参股对民营企业风险承担水平的影响。研究发现:①国有股权参股能显著提高民营企业的风险承担水平;②从民营企业所处环境的政策不确定性来看,当政策不确定性越高时,国有股权参股越能提高民营企业的风险承担水平;③从国有股权的来源地看,当国有股权来源于本地时,更能提高民营企业风险承担水平。本文对深入理解国有股权参股民营企业的经济后果及其作用机制具有一定的理论意义与现实价值。

(二) 启示与建议

国有股权参股非国有企业的混合所有制改革有助于改善民营企业的风险承担水平。民营企业引入国有股权,获得了各级政府的资源支持与政策保护,从而为民营企业的长期发展提供了保障。在多数情况下,只要有国有股权参与的民营企业便可以获得这种保障,而目前有国有股权参股的民营企业所占比例只有10%左右,这意味着目前政府依然需要加快制度建设的步伐,从根源上解决民营企业面临的资源匮乏与制度困境。其次,在保证民营控股的情况下,国有股权比例应该维持在相对更高的位置,要注重参股的“形”“实”并重,这样才能发挥国有股权的优势,更好地助力民营企业发展。同时,为避免国有股权在给企业带来资源效应的同时引起公司治理的恶化,政府需要建立更完善的市场制度,不断优化经营环境,减少企业在获取资源过程中对政治联系的依赖。

外部环境的政策不确定性是影响企业风险承担水平的重要因素。本文研究发现,国有股权参股在高政策不确定性环境中更能提高民营企业的风险承担水平。要想提高企业的风险承担水平,就要把宏观环境因素对微观企业的影响结果考虑进去。首先,政府在推进混合所有制改革中,要重视政策调整带来的不确定性,当外部环境的政策不确定性高时,需要加快制度建设的步伐,要加快混合所有制改革下国有股权参股民营企业的进度,不仅要保证覆盖度,还要保证其参与度。其次,当环境的政策不确定性低时,要加强对民营企业的政策扶持与资源供给,保障其可持续发展。

参股国有股权的来源地在一定程度上会影响民营企业的风险承担水平。研究结果表明,任何来源地的国有股权参股都能提高民营企业的风险承担水平,但本地国有股权参股的提高作用更强。这意味着在推进混合所有制改革的进程中在保证国有股权参股民营企业的同时应优先鼓励其参股当地的民营企业。在地方经济增长目标的驱动下,当地政府在资源配置及出台政策时偏向本地企业的现象不可避免,因此在混合所有制改革中便可以结合这一点来展开,鼓励国有股权参股当地的民营企业,不仅可以降低交流成本,而且可以推动地区经济增长。同时需要进一步优化地方经济增长目标的设定与管理,使地方政府在主导资源分配的过程中必须有其成果,以增强对民营企业高质量发展的推动效应。

参考文献:

- [1] 罗宏,秦际栋. 国有股权参股对家族企业创新投入的影响[J]. 中国工业经济,2019(7):174-192.
- [2] 周琳. 民企引入新股东不应“扣帽子”[N]. 经济日报,2018-09-26(9).
- [3] 韦浪,宋浩. 国有股权参股对民营企业现金持有的影响研究[J]. 财经科学,2020(9):28-39.
- [4] BOUBAKRI N, COSSET J C, SAFFAR W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: evidence from privatization[J]. Journal of Financial Economics,2013,108(3):641-658.
- [5] 李慧聪,孙亚会,李一珊. 国有股权参股对家族企业创新效率影响机制与路径研究[J]. 科技进步与对策,2021(13):

- 90-99.
- [6] 宋增基,冯莉茗,谭兴民. 国有股权、民营企业家参股与企业融资便利性——来自中国民营控股上市公司的经验证据[J]. 金融研究,2014(12):133-147.
- [7] 陈建林. 家族所有权与非控股国有股权对企业绩效的交互效应研究——互补效应还是替代效应[J]. 中国工业经济,2015(12):99-114.
- [8] ADHIKARI A, DERASHID C, ZHANG H. Public policy, political connections, and effective tax rates: longitudinal evidence from Malaysia[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2006, 25(5):574-595.
- [9] MCLEAN R D, ZHAO M. The business cycle, investor sentiment, and costly external finance[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(3):1377-1409.
- [10] JENS C E. Political uncertainty and investment: causal evidence from US gubernatorial elections[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 124(3):563-579.
- [11] FARAG H, MALLIN C. The influence of CEO demographic characteristics on corporate risk-taking: evidence from Chinese IPOs[J]. *The European Journal of Finance*, 2018, 24(16):1528-1551.
- [12] 顾海峰,翟淋源. 高管薪酬粘性、风险承担与企业投资效率——管理者权力与融资约束的调节作用[J]. 证券市场导报,2021(1):33-43.
- [13] 胡国柳,胡珺. 董事高管责任保险与企业风险承担:理论路径与经验证据[J]. 会计研究,2017(5):40-46.
- [14] 杜善重,马连福. 连锁股东对企业风险承担的影响研究[J]. 管理学报,2022(1):27-35.
- [15] 周泽将,胡刘芬,马静,等. 商誉与企业风险承担[J]. 会计研究,2019(7):21-26.
- [16] FACCIO M, MARCHICA M T, MURA R. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 39:193-209.
- [17] LUMPKIN G T, DESS G G. Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance[J]. *Academy of Management Review*, 1996, 21(1):135-172.
- [18] 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[J]. 财贸经济,2017(12):111-126.
- [19] 李明敏,李秉祥,惠祥. 国有股权参股对民营企业过度投资的治理效应[J]. 商业研究,2017(12):42-47.
- [20] 桑凌,李飞. 参股股东产权属性对民营企业创新投入的影响[J]. 财经问题研究,2021(8):72-82.
- [21] WANG R, MA S, XU X, et al. Heterogeneous shareholders' participation, COVID-19 impact, and innovation decisions of state-owned firms: evidence from China[J]. *Sustainability*, 2021, 13(8):4406.
- [22] TANG Y, WU J, FU J. Does state-owned capital participation promote innovation in family businesses? [C]. *International Conference on Management Science and Engineering Management*. Springer, Cham, 2021:686-698.
- [23] MAIMUNAH S, WINARNINGSIH S, FARIDA I. How does state equity participation contribute to performance of state-owned enterprises in Indonesia? [J]. *Cuadernos de Economía*, 2022, 45(127):32-43.
- [24] 郝阳,龚六堂. 国有、民营混合参股与公司绩效改进[J]. 经济研究,2017(3):122-135.
- [25] NGUYEN T T H, WONG W K. Do state ownership and business environment explain corporate cash holdings? Empirical evidence from an emerging country[J]. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 2021, 17(1):1-33.
- [26] 黄亮雄,马明辉,王贤彬. 经济增长目标影响了企业风险承担吗?——基于市场和政府双重视角的考察[J]. 财经研究,2021(1):62-76,93.
- [27] OTIENO E A. Influence of macro environment and top management demographics on the relationship between enterprise risk management and performance of Kenyan state owned corporations[D]. Nairobi: University of Nairobi, 2020.
- [28] 张尧,路继业,姬东骅. 产业政策能否促进企业风险承担? [J]. 会计研究,2019(7):3-11.
- [29] ZHU Q, CHEN X H, HOU Y. Executive equity incentives affect corporate risk-taking behavior: evidence from microdata of listed companies[J]. *Journal of Industrial Engineering and Engineering Management*, 2019, 33(3):24-34.
- [30] WANG J L, LI Y T, WU W. Corporate social responsibility and risk taking: based on the perspective of resource dependence

- theory[J]. *Forecasting*, 2019, 38(3): 45-51.
- [31] HABIB A, HASAN M M. Firm life cycle, corporate risk-taking and investor sentiment[J]. *Accounting & Finance*, 2017, 57(2): 465-497.
- [32] BRUTON G D, PENG M W, AHLSTROM D, et al. State-owned enterprises around the world as hybrid organizations[J]. *Academy of Management Perspectives*, 2015, 29(1): 92-114.
- [33] GROSSI G, PAPPENFUß U, TREMBLAY M S. Corporate governance and accountability of state-owned enterprises: relevance for science and society and interdisciplinary research perspectives[J]. *International Journal of Public Sector Management*, 2015, 28(4/5): 274-285.
- [34] REDDY K S, XIE E, HUANG Y. Cross-border acquisitions by state-owned and private enterprises: a perspective from emerging economies[J]. *Journal of Policy Modeling*, 2016, 38(6): 1147-1170.
- [35] 梁上坤, 陈冬华. 银行贷款决策中的私人效用攫取——基于业务招待费的实证研究[J]. *金融研究*, 2017(4): 112-127.
- [36] 赵璨, 阴晓江, 曹伟. 隐性资本成本、银行贷款与资本使用效率——基于企业寻租视角的分析[J]. *商业研究*, 2019(11): 141-152.
- [37] 朱磊, 陈曦, 王春燕. 国有企业混合所有制改革对企业创新的影响[J]. *经济管理*, 2019(11): 72-91.
- [38] YU M, LI W, PAN H. Privatization, property rights protection and corporate risk-taking[J]. *Economic Research Journal*, 2013, 9: 112-124.
- [39] 连玉君, 苏治. 融资约束、不确定性与上市公司投资效率[J]. *管理评论*, 2009(1): 19-26.
- [40] 张敏, 童丽静, 许浩然. 社会网络与企业风险承担——基于我国上市公司的经验数据[J]. *管理世界*, 2015(11): 161-175.
- [41] PELTOMÄKI J, SWIDLER S, VÄHÄMAA S. Age, gender, and risk-taking: evidence from the S&P 1500 executives and firm riskiness[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2015, 18(3): 121-139.
- [42] ZHAO L J, ZHANG D L. CEO social capital and enterprise risk taking: based on the theoretical perspective of principal-agent and resource acquisition[J]. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 2019, 41(2): 80-92.
- [43] ZHOU K Z, GAO G Y, ZHAO H. State ownership and firm innovation in China: an integrated view of institutional and efficiency logics[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2017, 62(2): 375-404.
- [44] 朱玉杰, 倪晓然. 机构投资者持股与企业风险承担[J]. *投资研究*, 2014(8): 85-98.
- [45] 王振山, 石大林. 股权结构与公司风险承担间的动态关系——基于动态内生性的经验研究[J]. *金融经济研究*, 2014(3): 44-56.
- [46] ATTIG N, GUEDHAMI O, MISHRA D. Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14(5): 721-737.
- [47] ATTIG N, EL GHOUL S, GUEDHAMI O, et al. The governance role of multiple large shareholders: evidence from the valuation of cash holdings[J]. *Journal of Management & Governance*, 2013, 17(2): 419-451.
- [48] GUTIÉRREZ M, TRIBÓ J A. Multiple large shareholders in corporate control: evidence for Spain[EB/OL]. (2014-10-30) [2021-12-05]. <https://www.researchgate.net/publication/267397546>.
- [49] ATTIG N, EL GHOUL S, GUEDHAMI O. Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia[J]. *Journal of Financial Research*, 2009, 32(4): 395-422.
- [50] SANTOS M S, MOREIRA A C, VIEIRA E S. Governance with complex structures: evidence from western european countries[J]. *Journal of Business Economics and Management*, 2015, 16(3): 542-557.
- [51] 刘晓霞, 刘梦, 杨琳. 关系亲疏与民营企业风险承担水平[J]. *科研管理*, 2020(11): 268-278.
- [52] JULIO B, YOOK Y. Political uncertainty and corporate investment cycles[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(1): 45-83.
- [53] JOHN K, LITOV L, YEUNG B. Corporate governance and risk-taking[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1679-1728.
- [54] ACEMOGLU D, ZILIBOTTI F. Was Prometheus unbound by chance? Risk, diversification, and growth[J]. *Journal of Political Economy*, 1997, 105(4): 709-751.

- [55] GOMEZ-MEJIA L R, CRUZ C, BERRONE P, et al. The bind that ties: socioemotional wealth preservation in family firms[J]. *Academy of Management Annals*, 2011, 5(1): 653-707.
- [56] 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.
- [57] BAKER M, WURGLER J. Comovement and predictability relationships between bonds and the cross-section of stocks[J]. *The Review of Asset Pricing Studies*, 2012, 2(1): 57-87.
- [58] SAKAKI H, JORY S R. Institutional investors' ownership stability and firms' innovation[J]. *Journal of Business Research*, 2019, 103: 10-22.
- [59] MUNIANDY P, TANEWSKI G, JOHL S K. Institutional investors in Australia: do they play a homogenous monitoring role? [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2016, 40: 266-288.
- [60] DIAMOND D W. Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt[J]. *Journal of Political Economy*, 1991, 99(4): 689-721.
- [61] 余汉,杨中仑,宋增基. 国有股权能够为民营企业带来好处吗? ——基于中国上市公司的实证研究[J]. *财经研究*, 2017(4): 109-119.
- [62] FOMBRUN C J, GARDBERG N A, BARNETT M L. Opportunity platforms and safety nets: corporate citizenship and reputational risk[J]. *Business and Society Review*, 2000, 105(1): 85-106.
- [63] 黄虹,卢佳豪,黄静. 经济政策不确定性对企业投资的影响——基于投资者情绪的中介效应[J]. *中国软科学*, 2021(4): 120-128.
- [64] 顾海峰,朱紫荆. 货币政策不确定性会影响银行资本配置效率吗? ——基于中国A股上市银行的证据[J]. *证券市场导报*, 2022(1): 31-41.
- [65] 陆铭,陈钊. 分割市场的经济增长——为什么经济开放可能加剧地方保护? [J]. *经济研究*, 2009(3): 42-52.
- [66] 马亮. 官员晋升激励与政府绩效目标设置——中国省级面板数据的实证研究[J]. *公共管理学报*, 2013(2): 28-39, 138.
- [67] 周黎安,刘冲,厉行,等. “层层加码”与官员激励[J]. *世界经济文汇*, 2015(1): 1-15.
- [68] BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J. Measuring economic policy uncertainty[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4): 21633.
- [69] 李溪,郑馨,张建琦. 制造企业的业绩困境会促进创新吗——基于期望落差维度拓展的分析[J]. *中国工业经济*, 2018(8): 174-192.
- [70] 郑新业,王晗,赵益卓. “省直管县”能促进经济增长吗? ——双重差分方法[J]. *管理世界*, 2011(8): 34-44, 65.
- [71] HARFORD J, MANSI S A, MAXWELL W F. Corporate governance and firm cash holdings in the US [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(3): 535-555.



(责任编辑 郭宝才 王 权)