

非国有股东治理与企业风险承担水平

——来自国有企业混合所有制改革的经验证据

洪金明, 刘 晗, 王 宁

(中国财政科学研究院, 北京 100142)

[摘 要]以 A 股国有上市企业为样本, 考察非国有股东治理对企业风险承担水平的影响。研究发现, 非国有股东治理能够显著提升国有企业的风险承担水平, 这种影响在 2013 年底国有企业混合所有制改革强化之后更加明显, 在地方国有企业和竞争性国有企业中更加突出。进一步研究发现, 非国有股东治理对企业风险承担水平的影响机制在于提高高管薪酬和降低代理成本, 提高股权混合制衡度和超额委派董事均能提高企业风险承担水平。研究结论从企业风险承担的视角证实了混合所有制改革的效果, 为进一步推进混合所有制改革提供了经验证据和借鉴。

[关键词]非国有股东治理; 企业风险承担水平; 地方国有企业; 竞争性国有企业; 混合所有制改革

[中图分类号]F276 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2023)02-0087-10

一、引言

经典的财务理论认为企业应选择预期净现值为正的投资项目, 以实现企业价值最大化。然而, 现实世界却充满不确定性, 净现值的估计和净现值法则的运用与企业的风险承担密切相关^[1]。不同的企业承担风险意愿会对投资项目风险的选择产生较大的差异, 从而产生不同的决策行为。风险承担水平较高的企业更倾向于选择风险高但净现值为正的投资项目^[2-3], 体现了为追求高额利润而付出代价的倾向。从微观角度讲, 企业进行风险承担时需要投入较高的资本, 从事更多的创新活动, 提升企业绩效和促进企业成长^[4-5]; 从宏观角度讲, 企业风险承担能够推动社会技术进步, 加快社会资本积累, 提高社会生产率, 成为经济持续增长的动力^[6]。

作为一种重要的风险决策倾向, 企业风险承担很容易受到公司治理和高管特征的影响。例如, 大股东的多元化会使得企业选择高风险的项目来提高公司业绩^[7], 国有股东持股会降低企业的风险承担水平^[5]; 国有企业民营化会显著提高企业的风险承担水平^[2]。董事会的多样性会使得公司在投资项目的选择上趋于谨慎, 规模小的董事会会给予管理层较大激励而承担更多的风险^[8]。女性高管在制定投资决策时往往会选择风险较低的项目^[7], 而过度自信的高管则会做出高风险、高收益的投资决策^[2]。在这些影响因素中, 股权结构最为根本, 决定了企业内部的权力归属^[9-10], 会形成不同的治理机制。

2013 年十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出了“积极发展混合所有制经济”的要求, 党的十九大报告进一步指出“深化国有企业改革, 发展混合所有制经济”。国有企业在混合所有制改革过程中通过让渡一部分股权引入非国有股东, 并赋予他们更多的决策权和话语权^[11-12]。股权结构是公司治理的主要决定因素^[13], 董事会治理是公司治理的重要内容, 提高非国有股东的股权比例和在董事会中的“话语权”^[14]可以发挥其对国有企业内部人的监督与制衡作用。招商局集团、中国联通等典型示范通过引入非公资本、实施员工持股等方式以混促改, 优化国有股权比例和公司治理结构, 进而激发了企业活力, 提高了企业绩效。大样本的实证研究结果表明, 混合所有制改革能够显著提高企业内控质量和会计信息质量^[15]、改善高管业绩薪酬敏感性^[16]、提升投资效率和企业创新^[17-18]、增加现金持有^[19]、抑制企业金融化^[20]、提升企业业绩和全要素生产率^[21]、优化股利分配^[22]。混合所有制改革并不是简单的股权融合, 而是引入非国有股东参

[收稿日期]2022-08-22

[基金项目]教育部人文社会科学研究一般项目(19YJA790083); 中国财政科学研究院 2022 年招标课题

[作者简介]洪金明(1981—), 男, 江苏泰州人, 中国财政科学研究院副研究员, 从事会计理论研究, E-mail: hjming2006@163.com; 刘晗(1996—), 女, 河南开封人, 中国财政科学研究院博士研究生, 从事会计理论研究, E-mail: liuhansnow@163.com; 王宁(1998—), 女, 河南郑州人, 中国财政科学研究院硕士研究生, 从事会计理论研究, E-mail: 1533033754@qq.com。

与公司治理,从而对国有企业的经营与投资决策产生实质性影响,因此非国有股东参与治理能否提高企业风险承担水平值得关注。

基于此,本文以A股国有上市企业为样本,实证考察非国有股东治理对企业风险承担水平的影响以及在不同国有企业行政层级和行业竞争程度情况下的差异性,并进一步分析非国有股东治理对企业风险承担水平的影响机制等。本研究的可能贡献在于:第一,丰富了国有企业混合所有制改革的经济后果研究。本文研究国有企业引入的非国有股东与企业风险承担水平之间的关系,探讨了国有企业混合所有制改革的效果以及非国有股东参与治理的影响,有助于增强对国有企业混改深度和广度的认识。第二,丰富了企业风险承担的影响因素研究。本文探究国企混改引入的非国有股东对企业风险承担水平的影响机制以及具体表现,细化了国企混改对企业财务决策的影响。

二、理论分析与研究假设

(一)非国有股东治理对企业风险承担水平的影响

企业风险承担反映的是企业管理者在投资决策过程中对风险偏好的程度。风险承担水平越高的企业越倾向于选择风险性的投资项目,越愿意选择那些风险高但净现值为正的投资机会^[5,2];而风险规避倾向强的企业则会偏好保守的投资策略,更可能放弃那些净现值为正但风险高的投资项目^[6]。这是因为企业风险承担隐含着一定的风险,甚至会导致企业破产^[1]。然而,没有哪个企业在竞争的市场环境中不承担风险就能获得成功。相对于风险规避决策而言,企业尽管需要面临一定的风险,但能获得净现值为正投资项目带来的高收益,是促进企业成长和绩效提升的重要因素,有助于实现企业价值和股东财富最大化^[5]。高管作为企业投资决策的主体,对企业风险承担水平有着重要影响。就国有企业而言,由于存在“内部人控制”现象且缺乏有效的激励机制,高管更倾向于选择比较稳健的投资策略^[6],企业的风险承担会在一定程度上有所抑制。一方面,国有企业因承担着社保、就业、维稳等政策性责任,难以识别高管的努力程度,所以国企股东倾向于采取“一刀切”的行政级别工资制^[16],弱化国企高管的薪酬激励作用,通过在职消费和权力寻租等方式予以补偿,从而降低企业风险承担水平。另一方面,国有企业更偏好稳健的经营原则,对风险的容忍度相对较低,一旦出现经营风险很可能导致高管的更换。尽量避免可能投资失败的高风险项目成为国企高管的理性选择^[23],这样可以降低企业的风险承担水平。

从监督和激励机制来看,非国有股东能够发挥的治理效应有助于提高企业风险承担水平。国有企业通过混合所有制改革向非国有股东让渡一定的股权,允许其向企业委派代表自己利益的董事、监事和高管,有效地解决了“所有者缺位”等问题^[24],健全了管理层的激励和监督机制^[16]。因此,管理者的经营目标与股东利益趋于一致,对企业价值提升的意愿进一步增强,不再排斥高风险、高收益的投资项目,从而提高了企业风险承担水平。第一,非国有股东进入国有企业后能够缓解“一股独大”的问题,并获得相应的投票权,能够制衡和监督国有控股股东,抑制控股股东的机会主义行为,提高企业对长期收益的追求,从而能够容忍高风险、高收益的重大经营决策。李春玲等研究发现,非国有股东治理能显著提升国企的创新投入^[11]。第二,非国有股东的逐利天性使得其具有强烈的动机去监督管理层。一方面,非国有股东会积极完善企业激励约束机制,提高高管业绩与薪酬的敏感性,他们有动机选择高风险、高收益的投资项目,以反映其努力程度。余明桂等研究发现,最终控制人由国有变为非国有之后,企业风险承担水平得到显著的提高^[2]。另一方面,非国有股东委派的董事、监事和高管能够对国有企业的内部人实施有效的监督,防范企业的资金被恶意侵占,从而确保相关资源能够用于高风险、高收益的投资项目。李春玲等研究指出,混合所有制改革能够促使企业将资金用于研发投资^[11]。

从资源提供的角度来看,国有企业的优势和非国有股东的能力能够提高企业风险承担水平。Almeida等指出,企业风险承担具有很强的资源依赖性^[25]。如果缺乏足够的配套资源,有些项目的投资意愿可能会受到抑制,也可能出现投资失败的情况。一方面,国有企业在资金、客户、土地等方面拥有资源优势。国有企业尽管参与了混合所有制改革,但仍与政府保持一定的联系。我国政府以各种形式掌握着大量的社会资源,如政府补贴、税收优惠、融资支持、土地划拨等^[26]。混改后的国有企业在投资项目审批、资金获取、技术支持等方面保持着优势,为非国有股东高风险的投资偏好提供了一定的资源支持。另一方面,非国有股东在技术、人力等方面给企业带来了异质性资源,为企业风险承担提供了非财务性保障^[27]。非国有股东的逐利天性使其在生产管理、市

场营销等方面拥有较大的优势,能够为国有企业有效率的内部管理、市场谈判等提供非金融支持。非国有股东委派的董事、监事和高管往往具有很强的专业性,为企业从事高风险、高收益的投资项目提供了机会,这些投资项目一旦通过可行性认证等程序之后就成为董事会的决策事项,而且很容易获得董事的支持。总之,引入非国有股东进行混合所有制改革的国有企业仍具有一定的资源优势,而非国有股东将会发挥一定的治理作用,强化国企高管的薪酬和离职对业绩的敏感性^[28],抑制高管的在职消费和权力寻租等行为,使得企业高管有能力和意愿从事高风险的投资项目,以提升企业价值。据此,本文提出第一个假设。

H1:非国有股东参与治理能够显著提升企业风险承担水平。

(二)非国有股东治理、国有企业类型与企业风险承担水平

非国有股东的治理动机和能力会受到国有企业所处行政级别的影响,不同层级政府的管控会导致治理环境存在差异,从而影响企业的风险承担水平^[29]。对于中央政府监管的中央国有企业而言,它们通常有着更大的规模,业务内容也相对更加复杂多样,而且往往具有更多的利益关联方,因此在混合所有制改革推进过程中可能会受到有关利益集团给予的压力,非国有股东难以拥有较强的话语权。此外,中央国有企业需要承担更多就业、福利以及稳定等方面的非经营性社会责任,因此有着更高的战略地位,同时政府对其管控得更加严格,非国有股东面临更高的进入门槛,即使进入也较难发挥自身的监督和制衡作用。对于地方政府监管的地方国有企业而言,企业规模、业务复杂度和政府干预的程度相对较低,非国有股东参与治理的程度会更高,更容易对企业高风险的投资项目产生影响。马勇等研究发现,委派董事参与公司并购决策对并购绩效的提升作用在地方国企中更加显著^[30]。据此,本文提出第二个假设。

H2:与中央国有企业相比,非国有股东参与治理对企业风险承担水平的提升作用在地方国有企业中更为显著。

非国有股东的治理动机和能力受到国有企业所处行业竞争程度的影响,不同行业的竞争程度会导致政府控制力存在差异,从而影响企业的风险承担水平。根据所提供产品类别的差异,国有企业可分为竞争性企业和非竞争性企业^[31]。竞争性国有企业主要以市场为导向,以企业经济效益最大化为主要目标^[32]。竞争性国有企业面临的市场压力较大,有动力引入非国有股东参与治理。混改后,竞争性国有企业的会计信息质量得到提高,内部控制建设得到加强^[32]。非国有股东会通过契约对高管进行激励和监管,出于盈利的目的而少放弃高风险、高收益的投资项目。非竞争性国有企业主要包括特定功能类和公共服务类企业,往往追求的是社会效益。非竞争性国有企业常常会对社会资本设置一定的壁垒,非国有资本难以进入,即便能够进入也不能改变企业的经营目标,难以对企业的投资项目产生较大的影响。更为重要的是,非竞争性国有企业往往能够给非国有股东带来丰厚的垄断回报,由此非国有股东会失去参与公司治理的能力,从而无法监督高管在投资项目选择方面做出的决策。据此,本文提出第三个假设。

H3:与非竞争性国有企业相比,非国有股东参与治理对企业风险承担水平的提升作用在竞争性国有企业中更为显著。

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

我国将国有企业作为混改的对象,因此本文以国有企业作为研究样本。鉴于股权分置改革于2007年基本完成,此前国有股难以流通,非国有股东较难进入,因此本文选取的样本期间为2007—2021年。考虑到风险承担水平采用企业 $t-2$ 年至 $t+2$ 年ROA的标准差来衡量,会存在4年的样本损失,因此本文最终的样本区间为2009—2019年。本文选择样本时从实际控制人角度进行判断,仅选取沪深A股国有上市公司进行研究,并在此基础上进行如下处理:(1)金融类企业与一般企业在资产构成、风险特征等方面都存在显著差异,故予以剔除;(2)剔除ST、*ST等异常状态样本;(3)剔除相关财务数据、治理数据缺失的样本。经筛选,本文最终得到7305个观测值。同时,本文对主要连续变量进行1%分位的缩尾处理。

本文有关财务数据主要来自Wind、CSMAR数据库,股东持股数据来自Resset数据库,并手工进行整理。由于多数企业仅公布前十大股东信息,因此本文选择前十大股东作为代表,并按其性质分为国有和非国有两种。参考蔡贵龙等的研究^[16],委派人员以公司董事、监事以及高管是否在非国有企业任职为依据进行判断。

(二)模型设置和变量选取

为验证非国有股东治理与企业风险承担水平的关系,借鉴余明桂等、蔡贵龙等的研究^[2,16],本文构建如下模型:

$$RiskT_{it} = \beta_0 + \beta_1 NonSOE_{it} + \beta_2 Roa_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Top1_{it} + \beta_7 Dual_{it} + \beta_8 Age_{it} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

1. 被解释变量:企业风险承担水平(*RiskT*)。现有文献常用业绩表现如盈利波动性^[6-7]、股票收益波动性^[4]来衡量,也有学者以资本性支出、研发支出以及并购频率等财务决策方面的风险承担行为对其进行衡量。由于风险承担水平越高,企业的业绩波动越显著,且相对决策行为而言,采用业绩波动指数来衡量企业的风险承担水平比较全面客观,相关数据也较容易获取,另股票收益容易受到资本市场多方面因素的影响,因此借鉴 John 等的研究^[6],本文采用公司近五年(*t-2*年至*t+2*年)总资产收益率(*ROA*)的标准差来衡量。为避免行业因素的影响,本文先对 *ROA* 利用行业平均水平进行调整得到 *AdjRoa*,公式(2)中 *X* 为样本企业所处行业的企业数量。具体公式如下:

$$AdjRoa = \frac{EBIT}{Asset} - \frac{1}{X} \sum \frac{EBIT}{Asset} \quad (2)$$

$$RiskT = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left(AdjRoa_{it} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T AdjRoa_{it} \right)^2} \quad (T = 5) \quad (3)$$

2. 解释变量:非国有股东治理。现有研究主要从股权结构层面和治理结构层面进行衡量^[16,11]。在股权结构层面,本文分别采用前十大非国有股东持股之和(*Equity_NonSOE*)和第一大非国有股东持股比例(*Equity_NonSOE1*)来衡量;在治理结构层面,本文分别采用非国有股东委派的董事占董事会的比例(*D_NonSOE*)和非国有股东委派的董监高与公司董监管的比例(*DJG_NonSOE*)来衡量。

3. 控制变量:参考余明桂等、蔡贵龙等的研究^[2,16],本文控制了 *Roa*、*Size*、*Lev*、*Growth*、*Top1*、*Dual*、*Age* 等变量,同时控制了 *Ind*、*Year* 固定效应。

变量的具体定义见表1。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
企业风险承担水平	<i>RiskT</i>	盈利波动性,5年(-2,2) <i>ROA</i> 的标准差
非国有股东治理	<i>Equity_NonSOE</i>	前十大非国有股东持股比例之和
	<i>Equity_NonSOE1</i>	第一大非国有股东持股比例
	<i>D_NonSOE</i>	非国有股东委派的董事占董事会的比例
	<i>DJG_NonSOE</i>	非国有股东委派的董监高与公司董监管的比例
企业绩效	<i>Roa</i>	息税前利润/期末总资产
企业规模	<i>Size</i>	期末总资产的自然对数
资产负债率	<i>Lev</i>	期末总负债与总资产的比值
企业成长性	<i>Growth</i>	主营业务收入增长率
第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
董事长和总经理是否两职合一	<i>Dual</i>	哑变量,董事长和总经理两职合一时, <i>Dual</i> = 1,否则为0
企业年龄	<i>Age</i>	企业成立年限加1后取对数
行业	<i>Ind</i>	虚拟变量,按证监会行业分类标准进行划分
年度	<i>Year</i>	虚拟变量

四、实证检验及分析

(一)描述性统计分析

表2是主要变量的描述性统计结果。在Panel A中,风险承担水平(*RiskT*)的均值为0.029,最大值为0.177,最小值为0.010,表明不同国有企业的风险承担水平存在较大差距。在股权结构方面,第一大国股股东持股比例(*Top1*)的均值为0.387,最大值为0.761,而第一大非国有股东持股比例(*Equity_NonSOE1*)的均值为0.044,前十大非国有股东持股比例之和(*Equity_NonSOE*)的均值为0.072,这

与马新啸等的研究结果总体上比较接近^[33],表明非国有股东持股与国有股东之间仍存在较大差异。在治理结构方面,非国有股东委派的董事占比(*D_NonSOE*)的均值仅为0.039,非国有股东委派的董监高占比(*DJG_NonSOE*)的均值为0.029,远低于非国有股东持股比例的均值,说明国有企业中仍存在较为严重的“同股不同权”现象,非国有股东参加公司治理的权利没有得到有效保障。

Panel B列示了企业风险承担水平在是否委派董事和董监高样本中的情况。委派董事的样本约占21.90%,委派董监高的样本约占24.96%,说明非国有股东委派董事、董监高在国有企业中较为普遍。与未委派董事、董监高的样本相比,委派董事、董监高的样本中企业风险承担水平的均值、25%分位数、50%分位数和75%分位数均相对更高,这在一定程度上说明非国有股东委派董事、董监高能够提高企业风险承担水平。

(二) 回归结果分析

1. 非国有股东治理与企业风险承担水平的主效应检验

表 3 报告了非国有股东治理与企业风险承担水平的检验结果。从股权结构看,列(1)中前十大非国有股东持股比例之和 (*Equity_NonSOE*) 以及列(2)中第一大非国有股东持股比例 (*Equity_NonSOE1*) 的回归系数均在 1% 水平上显著为正,说明非国有股东持股越多,企业的风险承担水平越高,意味着提高非国有股东的股权能够提高企业风险承担水平。从治理结构看,列(3)中非国有股东委派的董事占比 (*D_NonSOE*) 以及列(4)中非国有股东委派的董监高占比 (*DJG_NonSOE*) 的回归系数均在 1% 水平上显著为正,说明非国有股东委派的高管越多,企业风险承担水平越高。综上,非国有股东参与治理的程度越高,企业风险承担水平越高,假设 1 得到支持。

上述结果表明,股权结构的混合所有制改革能够显著提高企业风险承担水平。与股权混合相比,向国企提名和委派董事、监事等高管代表是真正改善了国有企业治理能力^[34],真正起到了国有企业混改的目的。为此,本文重点考察治理结构对企业风险承担水平的影响。

2. 非国有股东治理对企业风险承担水平影响的异质性检验

本文根据国有企业实际控制人的层级将研究样本分为中央国有企业和地方国有企业,并分别检验非国有股东治理对企业风险承担水平的影响,结果见表 4。在中央国有企业样本中,非国有股东委派的董事占比 (*D_NonSOE*) 和董监高占比 (*DJG_NonSOE*) 的回归系数均不显著;在地方国有企业样本中,*D_NonSOE* 和 *DJG_NonSOE* 的回归系数均在 1% 水平上显著为正,并且通过了组间系数差异检验,说明与中央国有企业相比,非国有股东治理更能提高地方国有企业的风险承担水平,原因在于地方国有企业受到政府干预的程度低,非国有股东更容易参与公司治理,进而影响企业的投资决策,假设 2 得到支持。

为考察不同竞争程度下非国有股东治理对企业风险承担水平的影响,借鉴蔡庆丰等的研究^[26],本文将石油和天然气开采业、石油加工、炼焦及核燃料加工业、烟草制品业、电力、燃气及水的生产供应业、邮政和电信及其他信息传输业、铁路、水上及航空运输业等定义为非竞争性行业,其他行业则属于竞争性行业,回归结果见表 5。

表 2 主要变量的描述性统计结果

Panel A 全样本								
变量	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
<i>RiskT</i>	7305	0.029	0.031	0.010	0.019	0.037	0.001	0.177
<i>Equity_NonSOE</i>	7305	0.072	0.087	0.015	0.034	0.093	0.002	0.364
<i>Equity_NonSOE1</i>	7305	0.044	0.064	0.006	0.015	0.048	0.001	0.300
<i>D_NonSOE</i>	7305	0.039	0.087	0	0	0	0	0.444
<i>DJG_NonSOE</i>	7305	0.029	0.065	0	0	0	0	0.353
<i>Roa</i>	7305	0.032	0.050	0.010	0.029	0.055	-0.159	0.180
<i>Size</i>	7305	22.58	1.33	21.65	22.43	23.43	19.98	26.25
<i>Lev</i>	7305	0.507	0.202	0.357	0.515	0.662	0.075	0.938
<i>Growth</i>	7305	0.143	0.403	-0.038	0.080	0.223	-0.520	2.680
<i>Top1</i>	7305	0.387	0.152	0.266	0.374	0.501	0.113	0.761
<i>Dual</i>	7305	0.100	0.301	0	0	0	0	1
<i>Age</i>	7305	2.900	0.315	2.708	2.944	3.135	1.792	3.497
Panel B 分样本								
未委派董事	5705	0.029	0.030	0.009	0.019	0.036	0.001	0.177
委派董事	1600	0.030	0.031	0.011	0.020	0.037	0.001	0.177
未委派董监高	5482	0.029	0.031	0.009	0.018	0.037	0.001	0.177
委派董监高	1823	0.030	0.031	0.011	0.020	0.038	0.001	0.177

表 3 非国有股东治理与企业风险承担水平的回归结果

变量	股权结构		治理结构	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Equity_NonSOE</i>	0.028 *** (3.64)			
<i>Equity_NonSOE1</i>		0.029 *** (2.88)		
<i>D_NonSOE</i>			0.020 *** (2.90)	
<i>DJG_NonSOE</i>				0.032 *** (3.38)
<i>Roa</i>	-0.120 *** (-6.99)	-0.119 *** (-6.93)	-0.122 *** (-7.05)	-0.123 *** (-7.07)
<i>Size</i>	-0.004 *** (-5.60)	-0.004 *** (-5.67)	-0.004 *** (-5.49)	-0.004 *** (-5.42)
<i>Lev</i>	0.001 (0.20)	0.001 (0.17)	0.000 (0.06)	0.000 (0.07)
<i>Growth</i>	0.001 (0.92)	0.001 (1.05)	0.001 (1.11)	0.001 (1.14)
<i>Top1</i>	-0.000 (-0.09)	-0.002 (-0.53)	-0.003 (-0.70)	-0.003 (-0.62)
<i>Dual</i>	-0.001 (-0.39)	-0.001 (-0.38)	-0.001 (-0.44)	-0.001 (-0.41)
<i>Age</i>	0.005 ** (2.16)	0.005 ** (1.98)	0.005 ** (2.22)	0.006 ** (2.39)
<i>Constant</i>	0.110 *** (6.97)	0.114 *** (7.31)	0.111 *** (7.03)	0.109 *** (6.84)
<i>Ind</i>		控制	控制	控制
<i>Year</i>		控制	控制	控制
<i>N</i>	7305	7305	7305	7305
<i>Adj_R²</i>	0.168	0.166	0.166	0.167

注: * 表示 $p < 0.1$, ** 表示 $p < 0.05$, *** 表示 $p < 0.01$, 在公司层面进行聚类处理。下同。

表 4 不同行政层级下非国有股东治理与企业风险承担水平

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	中央国企	地方国企	中央国企	地方国企
<i>D_NonSOE</i>	0.013 (0.99)	0.024*** (3.01)		
<i>DJG_NonSOE</i>			0.022 (1.23)	0.036*** (3.36)
<i>Roa</i>	-0.136*** (-4.88)	-0.100*** (-4.78)	-0.137*** (-4.91)	-0.100*** (-4.78)
<i>Size</i>	-0.004*** (-2.67)	-0.004*** (-5.96)	-0.004*** (-2.65)	-0.004*** (-5.88)
<i>Lev</i>	0.011 (1.29)	-0.001 (-0.22)	0.011 (1.30)	-0.001 (-0.22)
<i>Growth</i>	-0.002 (-0.81)	0.003* (1.78)	-0.002 (-0.80)	0.003* (1.80)
<i>Top1</i>	0.001 (0.20)	-0.001 (-0.50)	0.001 (0.24)	-0.001 (-0.52)
<i>Dual</i>	0.007 (1.62)	0.006** (2.19)	0.007* (1.73)	0.007** (2.30)
<i>Age</i>	-0.136*** (-4.88)	-0.100*** (-4.78)	-0.137*** (-4.91)	-0.100*** (-4.78)
<i>Constant</i>	0.125*** (3.59)	0.117*** (7.11)	0.122*** (3.49)	0.115*** (6.96)
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
组间系数差异检验	4.84***		4.80***	
N	2118	5187	2118	5187
Adj_R ²	0.204	0.178	0.204	0.179

在非竞争性国有企业样本中,非国有股东委派的董事占比(*D_NonSOE*)和董监高占比(*DJG_NonSOE*)的回归系数均不显著;在竞争性国有企业样本中,*D_NonSOE*和*DJG_NonSOE*的回归系数均在1%水平上显著为正,并且通过了组间系数差异检验,说明非国有股东参与治理提高了竞争性国有企业风险承担水平,原因可能是竞争性国有企业面临较大的市场压力,引入非国有股东参与治理能够提高其盈利水平,假设3得到支持。

(三) 稳健性检验

1. 重新定义企业风险承担水平

为提高研究结论的可靠性,参考Boubakti等、苏坤等的研究^[5,35],本文更换被解释变量衡量方式进行稳健性检验,将风险承担*RiskT*的衡量指标由总资产收益率5年(*t-2*年至*t+2*年)的标准差更换为总资产收益率

同时段的极差,并重新进行回归,结果见表6。结果显示,股权结构指标和治理结构指标的系数均在1%水平上显著为正,说明非国有股东治理能够提高企业风险承担水平,假设1仍然成立。

2. 考虑非国有股东持股对高管委派的影响

《中华人民共和国公司法》规定,单独或者合计持有公司3%以上股份的股东,具有提名董事资格人选的权利。事实上,可能存在非国有股东持股比例不到3%也委派了董事的情况,从而影响研究结果的可靠性^[16]。为此,本文只保留非国有股东持股超过3%的样本进行稳健性检验,结果见表7。结果表明,非国有股东委派的董事占比(*D_NonSOE*)和董监高占比(*DJG_NonSOE*)的回归系数分别在5%和1%水平上显著为正,说明在考虑非国有股东持股比例后,研究结论仍然成立。

3. 工具变量法

非国有股东治理与企业风险承担水平之间可能存在反向因果关系,即企业本身风险承担水平越高,非国有

表 5 不同竞争程度下非国有股东治理与企业风险承担水平

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	非竞争性国企	竞争性国企	非竞争性国企	竞争性国企
<i>D_NonSOE</i>	-0.004 (-0.28)	0.021*** (2.82)		
<i>DJG_NonSOE</i>			-0.006 (-0.29)	0.033*** (3.20)
<i>Roa</i>	-0.092* (-1.98)	-0.117*** (-6.41)	-0.091* (-1.97)	-0.118*** (-6.42)
<i>Size</i>	-0.000 (-0.23)	-0.004*** (-6.28)	-0.000 (-0.24)	-0.004*** (-6.18)
<i>Lev</i>	0.012 (1.54)	0.000 (0.06)	0.013 (1.56)	0.000 (0.09)
<i>Growth</i>	-0.000 (-0.01)	0.002 (1.16)	-0.000 (-0.02)	0.002 (1.17)
<i>Top1</i>	0.012 (1.40)	-0.006 (-1.20)	0.012 (1.38)	-0.006 (-1.15)
<i>Dual</i>	0.009* (1.73)	-0.002 (-1.02)	0.009* (1.74)	-0.002 (-0.99)
<i>Age</i>	0.005 (0.84)	0.006** (2.42)	0.005 (0.82)	0.007** (2.56)
<i>Constant</i>	0.037 (1.03)	0.127*** (7.35)	0.037 (1.04)	0.125*** (7.16)
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
组间系数差异检验	4.89***		4.83***	
N	966	6339	966	6339
Adj_R ²	0.219	0.168	0.219	0.169

表 6 重新定义企业风险承担水平的稳健性检验

变量	股权结构		治理结构	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Equity_NonSOE</i>	0.066*** (3.62)			
<i>Equity_NonSOE1</i>		0.070*** (2.90)		
<i>D_NonSOE</i>			0.051*** (2.97)	
<i>DJG_NonSOE</i>				0.080*** (3.42)
<i>Constant</i>	0.264*** (6.82)	0.273*** (7.15)	0.265*** (6.87)	0.259*** (6.68)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
N	7305	7305	7305	7305
Adj_R ²	0.164	0.163	0.163	0.164

注:控制变量的回归结果未列示,备索。下同。

股东对企业越有信心,也就越有动力参与公司治理。借鉴 Fan 等的研究^[36],本文选择地区财政盈余(*Fiscal*)作为非国有股东治理的工具变量。一方面,地区财政盈余越多,当地政府对企业的干预越少,推进混合所有制改革的力度越大,非国有股东越容易参与公司治理。另一方面,地区财政盈余反映的是政府经济实力,而风险承担水平属于企业的财务行为,前者对后者的影响路径较长、影响程度较弱。表 8 列示了工具变量法的检验结果。列(1)和列(2)是对 *D_NonSOE* 采用工具变量法进行检验,在第一阶段,*Fiscal* 的回归系数显著为正,说明地方财政盈余越多,非国有股东委派的董事占比越高,满足相关性要求。在第二阶段,*D_NonSOE* 的回归系数显著为正,说明非国有股东委派的董事占比越高,企业风险承担水平越高。列(3)和列(4)是对 *DJG_NonSOE* 采用工具变量法进行检验,回归结果与 *D_NonSOE* 的较为相似。因此,在控制内生性问题后,非国有股东治理能够提高企业风险承担水平的结论仍然成立。

4. 倾向得分匹配法

考虑到可能存在的样本选择偏误问题,借鉴曹丰等的研究^[20],本文将样本按是否委派董事(董监高)分为两组,根据所属行业、规模、盈利能力、省区市进行 1:1 最近邻匹配,并用匹配后的样本重新进行回归。在表 9 中,*D_NonSOE* 和 *DJG_NonSOE* 的回归系数分别在 10% 和 1% 水平上显著为正,平衡性检验结果表明除了 *Top1* 外,其余变量在匹配后的标准化偏误均小于 10%,说明在解决样本选择偏误问题后,所得结论仍与前文保持一致。

(四)进一步分析

1. 非国有股东治理对企业风险承担水平的影响机制

混合所有制改革前,因存在内部人控制等问题,国有企业高管对风险性投资项目缺乏一定的积极性,主要基于几个方面的考虑:第一,风险性投资项目需要消耗一定的资源,影响高管对诸如现金等资源的支配权;第二,高管选择风险高但净现值为正的投资项目所带来的收益并不能提高自身薪酬等;第三,风险高但净现值为正的投资项目可能会出现失败的情况,进而影响国有企业高管的职业声誉。事实上,企业风险承担能够促进企业业绩增长和价值提升,混合所有制改革引入的非国有股东能够激励和监督高管,从而提升企业风险承担水平。

一方面,非国有股东的引入使得国有企业的产权更加明晰,有助于对高管进行激励,而业绩型薪酬契约在实现高管最大化报酬的同时能提高公司业绩和最大化股东财富^[16]。企业风险承担水平的提高有利于促进经营业绩的增长,在业绩型薪酬契约下能够改善高管的薪酬,从而会增强其主动承担风险的意愿。蔡贵龙等研究指出,委派高管能够提高国企高管的薪酬业绩敏感性^[16]。另一方面,非国有股东的引入有助于缓解国有企业所有者缺位问题,发挥股东对高管的监督作用,从而进一步完善公司的治理结构。委派的高管能够参与经营决策,抑制低效率投资和不当开支等自利行为;委派的董事监事能够对高管的决策进行监督,了解更多经营管理信息,提高决策信息的透明度。所以,非国有股东能够发挥治理和监督作用,抑制高管的在职消费等机会主义行为,从而降低企业的代理成本。

我国上市公司高管薪酬体系中货币性薪酬占据主导地位^[16],考虑到金额最高的前三名高管是公司的核心高管,对投资项目的决策起着关键作用,是薪酬激励的主要对象^[27],所以参考蔡贵龙等的研究^[16],本文采用上市公司前三名高管薪酬的均值取对数来衡量高管薪酬(*Pay*)。根据会计核算的要求,公司发生的办公费、业务招

表 7 考虑非国有股东持股比例影响的稳健性检验

变量	(1)	(2)
<i>D_NonSOE</i>	0.017 ** (2.31)	
<i>DJG_NonSOE</i>		0.028 *** (2.72)
<i>Constant</i>	0.116 *** (5.88)	0.113 *** (5.69)
<i>Controls</i>	控制	控制
N	3942	3942
Adj_R ²	0.168	0.170

表 8 工具变量法检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	第一阶段 <i>D_NonSOE</i>	第二阶段 <i>RiskT</i>	第一阶段 <i>DJG_NonSOE</i>	第二阶段 <i>RiskT</i>
<i>D_NonSOE</i>		0.169 *** (3.27)		
<i>DJG_NonSOE</i>				0.270 *** (3.17)
<i>Fiscal</i>	0.008 *** (7.15)		0.005 *** (6.02)	
<i>Constant</i>	0.281 *** (11.87)	0.074 *** (4.80)	0.246 *** (13.96)	0.055 *** (2.61)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
N	7305	7305	7305	7305
Adj_R ²	0.113	0.012	0.134	—

表 9 倾向得分匹配法检验结果

变量	(1)	(2)
<i>D_NonSOE</i>	0.009 * (1.65)	
<i>DJG_NonSOE</i>		0.028 *** (4.04)
<i>Constant</i>	0.110 *** (8.26)	0.093 *** (7.33)
<i>Controls</i>	控制	控制
N	2614	2896
Adj_R ²	0.133	0.130

待费和差旅费等行政费用计入管理费用科目,包括高管在职消费、不当开支等自利行为^[27,37]。借鉴钟海燕等的研究^[37],本文采用公司管理费用与主营业务收入之比衡量代理成本,在模型(1)的基础上分别替换被解释变量,具体回归结果见表10。在列(1)和列(2)中,被解释变量为高管薪酬(*Pay*),*D_NonSOE*和*DJG_NonSOE*的回归系数均在1%水平上显著为正,说明委派董事和董监高能够提高高管薪酬,从而产生了有效的激励效应。在列(3)和列(4)中,*D_NonSOE*和*DJG_NonSOE*的回归系数分别在10%和5%水平上显著为负,说明委派董事和董监高降低了企业的代理成本,从而产生了有效的监督效应。

2. 非国有股东治理与企业风险承担的具体表现

张敏等研究指出,企业风险承担的具体方式主要表现在投资和融资两个方面^[3]。在投资方面,投资风险是用于衡量企业风险承担水平的最主要方式,与短期战术性投资相比,长期战略性投资的风险更高^[38]。王菁华等研究指出,研发支出会增加企业对未来回报的不确定性,较多的研发支出意味着企业要承担较高的风险^[1]。在融资方面,债务融资的风险相对较高,所以财务谨慎性越强的公司往往债务融资越低。风险承担水平越高的公司往往会发生更多的债务融资、更高的资产负债率。参考张敏等、宋建波等的相关研究^[3,38],本文将模型(1)中被解释变量企业风险承担水平(*RiskT*)分别替换为研发投入($\Delta R\&D$)和财务杠杆(ΔLev)。其中,研发投入($\Delta R\&D$)采用本期研发投入与上期研发投入之差再除以总资产衡量,财务杠杆(ΔLev)为本期资产负债率与上期资产负债率的差额。 $\Delta R\&D$ 越大意味着企业的研发投资越多, ΔLev 越大意味着企业的债务融资越多,回归结果见表11。当被解释变量为研发投入($\Delta R\&D$)时,*D_NonSOE*和*DJG_NonSOE*的回归系数分别在1%和10%水平上显著为正,说明提高非国有股东委派的董事占比和董监高占比能够增加企业的研发投入。当被解释变量为财务杠杆(ΔLev)时,*D_NonSOE*和*DJG_NonSOE*的回归系数均在1%水平上显著为正,说明提高非国有股东委派的董事占比和董监高占比能够提高企业的债务融资比例。上述研究结果表明,非国有股东治理从研发投入和财务杠杆两个方面提升了企业的风险承担水平。

3. 非国有股东治理影响企业风险承担水平的动态效应

非国有股东通过混合所有制改革被引入国有企业能够改善公司治理结构,有效监督和激励高管,从而提升企业风险承担水平。2013年通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》为不断深入的国有企业混合所有制改革提供了制度合法性^[10],非国有股东参与公司治理的积极性得以提高。为此,本文考察国企混改加强后非国有股东治理对企业风险承担水平的动态影响。参考马新啸等的研究^[33],当研究样本在2014年及以后时,表明国有企业混合所有制改革进行了更高强度的推进,本文定义这一期间 $HUNGAI = 1$,其他期间 $HUNGAI = 0$,并对模型(1)进行回归,结果见表12。不论是 $HUNGAI = 0$ 还是 $HUNGAI = 1$,*D_NonSOE*和*DJG_NonSOE*的回归系数均在1%水平上显著为正,但相比较而言,在国企混改强度加大后*D_NonSOE*和*DJG_NonSOE*的回归系数均有所提高,并且通过了组间系数差异检验,说明国有企业混合所有制改革进一步强化后,非国有股东参与国企治理可以显著提升企业风险承担水平,这进一步支持了本文的研究假设。

表 10 非国有股东治理与企业风险承担水平的影响机制

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>	<i>Mfee</i>	<i>Mfee</i>
<i>D_NonSOE</i>	0.683 *** (4.93)		-0.049 * (-1.92)	
<i>DJG_NonSOE</i>		0.939 *** (4.96)		-0.075 ** (-2.19)
Constant	7.772 *** (23.50)	7.730 *** (23.30)	0.570 *** (11.25)	0.575 *** (11.30)
Controls	控制	控制	控制	控制
N	7290	7290	7305	7305
Adj_R ²	0.475	0.475	0.042	0.042

表 11 非国有股东治理与企业风险承担的具体表现

变量	$\Delta R\&D$		ΔLev	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>D_NonSOE</i>	0.003 *** (2.82)		0.054 *** (5.37)	
<i>DJG_NonSOE</i>		0.003 * (1.78)		0.067 *** (4.81)
Constant	0.003 (1.37)	0.004 (1.48)	0.042 ** (2.07)	0.041 ** (2.00)
Controls	控制	控制	控制	控制
N	3906	3906	5766	5766
Adj_R ²	0.164	0.163	0.103	0.102

表 12 非国有股东治理对企业风险承担水平的动态影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$HUNGAI = 0$	$HUNGAI = 1$	$HUNGAI = 0$	$HUNGAI = 1$
<i>D_NonSOE</i>	0.022 *** (3.50)	0.028 *** (3.55)		
<i>DJG_NonSOE</i>			0.030 *** (3.60)	0.032 *** (4.66)
Constant	0.078 *** (6.18)	0.127 *** (12.06)	0.077 *** (6.06)	0.124 *** (11.75)
Controls	控制	控制	控制	控制
组间系数差异检验		4.13 ***		4.13 ***
N	3078	4227	3078	4227
Adj_R ²	0.135	0.214	0.135	0.216

4. 股权混合制衡度和超额委派董事对企业风险承担水平的影响

为深入考察股权结构和治理结构的影响,本文分别从股权混合制衡度和超额委派董事两个方面进行探讨。第一,在国有企业“一股独大”的情况下,不同性质的股权相互融合形成制衡股东能够激励大股东积极监督管理层^[39]。第二,董事会是股东行使权益的首要途径,其成员构成会影响股东权益,一旦非国有股东超额委派董事能争取到更多的话语权,就会产生更明显的治理效应。为此,参考马连福等的研究^[39],本文将前十大股东中非国有股比例与国有股比例之差定义为股权制衡度(*Restri*),其数值越大表明股权制衡度越高。根据冯慧群等的研究^[40],

当非国有股东委派董事占比大于非国有股东持股比例时,表示超额委派董事,设置变量 *Overboard* 并取值为 1,反之则表示未超额委派董事,取值为 0,并采用模型(1)进行回归。表 13 报告了相关回归结果,在列(1)中,股权制衡度(*Restri*)的回归系数在 1% 水平上显著为正,说明非国有股东的股权制衡度越高,企业风险承担水平越高;列(2)和列(3)分别为超额委派董事样本和未超额委派董事样本的回归结果,在超额委派董事的样本中 *D_NonSOE* 的回归系数更高,并且通过了组间系数差异检验,说明超额委派董事能够提升企业风险承担水平。

表 13 股权混合制衡度和超额委派董事对企业风险承担水平的影响

变量	(1)	(2)	(3)
	股权制衡	<i>Overboard</i> = 1	<i>Overboard</i> = 0
<i>Restri</i>	0.007 *** (3.38)		
<i>D_NonSOE</i>		0.058 *** (6.91)	0.021 *** (2.71)
<i>Constant</i>	0.113 *** (14.22)	0.124 *** (6.63)	0.108 *** (12.30)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制
组间系数差异检验		2.96 ***	
N	7305	1025	6280
Adj_R ²	0.164	0.176	0.180

五、研究结论与启示

随着混合所有制改革的不断推进,如何更好地发挥非国有股东治理助力国有企业长远发展的作用,成为政府、企业、投资者共同关注的热点。本文以 2009—2019 年 A 股国有上市企业为样本,从企业风险承担的视角考察了非国有股东治理的效果。研究发现,非国有股东持有股权与委派董事均能提高企业风险承担水平;非国有股东治理对企业风险承担水平的影响在 2013 年国有企业混合所有制改革强化之后更为明显,并且在地方国有企业和竞争性国有企业中更为显著。进一步分析发现,非国有股东治理对企业风险承担水平的影响机制在于提高高管薪酬和降低代理成本,具体表现为加大研发投入和增加债务融资,而且提高股权混合制衡度和超额委派董事均能提高企业风险承担水平。

本研究具有三个方面的启示:第一,持续推进混合所有制改革,合理配置非公资本的比例。通过对外引入外部投资者、对内推行员工持股计划等方式引入多元异质股东,充分保障非国有资本的合法权益,在实现资源优势互补的同时发挥混合主体的制衡作用,降低国有企业的代理成本与监督成本,从而促进国企风险承担水平提高。第二,确保非国有股东参与治理的权益,发挥非公有资本的优势。在非国有股东所投入资源具有较大优势的情况下,混改国企应当允许非国有股东委派人员参与治理,使非国有股东对混改国企的经营决策拥有实际话语权,放大非公资本的制衡效应。实现国有股东与非国有股东在治理层面的深度融合,真正发挥不同所有制资本的互补优势,进而改善公司治理,提升企业风险承担水平。第三,混合所有制改革宜分步分类实施,适时推进中央和非竞争性行业的国有企业改革。目前非国有股东治理在地方国有企业和竞争性行业中能够提升企业风险承担水平,未来可将混合所有制改革的重心聚焦于中央国有企业和非竞争性国有企业,提高非国有股东在公司治理中的影响力,有效发挥非国有股东的制衡作用,不断激活国有企业的市场活力和竞争能力。

参考文献:

[1]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.
 [2]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.
 [3]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证据[J]. 管理世界,2015(11):161-175.
 [4]Bargeron L L, Lehn K M, Zutter C J. Sarbanes-oxley and corporate risk-taking[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 49(1):34-52.
 [5]Boubakri N, Cosset J, Saffar W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization[J]. Journal of Finance and Economics, 2013, 108(3):641-658.
 [6]John K, Lubomir L, Bernard Y. Corporate governance and risk-taking[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(4):1679-1728.

- [7] Faccio M, Marchica M, Mura R. CEO gender, corporate risk-taking and the efficiency of capital allocation[J]. *The Journal of Corporate Finance*, 2016(39):193-209.
- [8] Wang C J. Board size and firm risk-taking[J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2012, 38(4):519-542.
- [9] Jensen M C. Takeovers: Their causes and consequences[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 1998, 2(1):21-48.
- [10] 祁怀锦, 于瑶, 刘艳霞. 混合股权制衡度与真实盈余管理行为[J]. *审计与经济研究*, 2020(5):63-74.
- [11] 李春玲, 袁润森, 孙熠. 非国有股东治理与国企创新投入[J]. *预测*, 2021(1):38-44.
- [12] 李济含, 刘淑莲. 混合所有制、非国有大股东治理与国有企业并购效率[J]. *审计与经济研究*, 2021(4):69-79.
- [13] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. *Journal of Finance*, 1997(52):737-783.
- [14] 逯东, 黄丹, 杨丹. 国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率[J]. *管理世界*, 2019(6):119-141.
- [15] 梁上坤, 徐灿宇, 司映雪. 混合所有制程度与公司违规行为[J]. *经济管理*, 2020(8):138-154.
- [16] 蔡贵龙, 柳建华, 马新啸. 非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J]. *管理世界*, 2018(5):137-149.
- [17] 许晨曦, 金宇超, 杜珂. 国有企业混合所有制改革提高了企业投资效率吗[J]. *北京师范大学学报(社会科学版)*, 2020(3):148-160.
- [18] 李文贵, 余明桂. 民营化企业的股权结构与企业创新[J]. *管理世界*, 2015(4):112-125.
- [19] 杨兴全, 尹兴强. 国企混改如何影响公司现金持有? [J]. *管理世界*, 2018(11):93-107.
- [20] 曹丰, 谷孝颖. 非国有股东治理能够抑制国有企业金融化吗[J]. *经济管理*, 2021(1):54-71.
- [21] 吴万宗, 宗大伟. 何种混合所有制结构效率更高——中国工业企业数据的实证检验与分析[J]. *现代财经(天津财经大学学报)*, 2016(3):15-25+35.
- [22] 陈艳利, 姜艳峰. 非国有股东治理与股利平稳性——基于竞争性国有控股上市公司的经验证据[J]. *中南财经政法大学学报*, 2020(2):37-47.
- [23] 李小荣, 张瑞君. 股权激励影响风险承担:代理成本还是风险规避[J]. *会计研究*, 2014(1):57-63.
- [24] 李维安, 王守志, 王世权. 大股东股权竞争与监事会治理——基于中国上市公司的实证分析[J]. *经济社会体制比较*, 2006(3):61-66.
- [25] Almeida H, Campello M. Financial constraints, asset tangibility and corporate investment[J]. *Review of Financial Studies*, 2007(20):1429-1460.
- [26] 蔡庆丰, 田霖. 产业政策与企业跨行业并购:市场导向还是政策套利[J]. *中国工业经济*, 2019(1):81-99.
- [27] 何瑛, 郭家荣, 陈文晖. 混改情境中非控股股东参与治理如何影响企业风险承担[J]. *上海财经大学学报*, 2022(2):78-93.
- [28] 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.
- [29] 刘启亮, 罗乐, 何威风, 等. 产权性质、制度环境与内部控制[J]. *会计研究*, 2012(3):52-61+95.
- [30] 马勇, 王满, 彭博. 非国有股东委派董事对国企并购绩效的影响研究[J]. *现代财经(天津财经大学学报)*, 2020(5):20-40.
- [31] 杨瑞龙, 周业安. 论利益相关者合作逻辑下的企业共同治理机制[J]. *中国工业经济*, 1998(1):38-45.
- [32] 黄琮宇, 罗依茹. 非国有股东治理与国有企业会计信息可比性[J]. *证券市场导报*, 2021(9):49-58.
- [33] 马新啸, 汤泰劫, 郑国坚. 非国有股东治理与国有企业的税收规避和纳税贡献[J]. *管理世界*, 2021(6):128-141.
- [34] 张继德, 刘素含. 从中国联通混合所有制改革看战略投资者的选择[J]. *会计研究*, 2018(7):28-34.
- [35] 苏坤. 国有金字塔层级对公司风险承担的影响——基于政府控制级别差异的分析[J]. *中国工业经济*, 2016(6):127-143.
- [36] Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Institutions and organizational structure: The case of state-owned corporate pyramids[J]. *Journal of Law Economics and Organization*, 2013, 29(6):1217-1252.
- [37] 钟海燕, 冉茂盛, 文守逊. 政府干预、内部人控制与公司投资[J]. *管理世界*, 2010(7):98-108.
- [38] 宋建波, 文雯, 王德宏. 海归高管能促进企业风险承担吗[J]. *财贸经济*, 2021(12):111-126.
- [39] 马连福, 王丽丽, 张琦. 混合所有制的优序选择:市场的逻辑[J]. *中国工业经济*, 2015(7):5-20.
- [40] 冯慧群, 郭娜. 国有股东超额委派董事能否提高会计信息质量[J]. *会计研究*, 2021(5):15-31.

[责任编辑:王丽爱]

Governance of Non-state-owned Shareholders and Risk-taking Level of Enterprises: Empirical Evidence from the Reform of Mixed Ownership of State-owned Enterprises

HONG Jinming, LIU Han, WANG Ning

(Chinese Academy of Fiscal Sciences, Beijing 100142, China)

Abstract: Our study empirically examines the impact of non-state-owned shareholder governance on the level of enterprise risk taking by taking A share state-owned listed enterprises as a sample. The study finds that non-state-owned shareholder governance can significantly improve the risk-taking level of state-owned enterprises, which is more obvious after the strengthening of the mixed ownership reform of state-owned enterprises at the end of 2013, and more prominent in local state-owned enterprises and competitive state-owned enterprises. Further research shows that the impact mechanism of non-state-owned shareholder governance on the level of enterprise risk-taking is to increase executive compensation and reduce agency costs. Further evidence shows that improving the mixed equity balance and over appointing directors can improve the level of enterprise risk-taking. The results not only confirm the effect of the mixed ownership reform from the perspective of enterprise risk-taking, but also provide empirical evidence and relevant suggestions for further promoting the mixed ownership reform.

Key Words: governance of non-state-owned large shareholder; enterprise risk-taking level; local state-owned enterprises; competitive state-owned enterprises; mixed ownership reform