

# 重大风险预期、企业投资与对冲机制

陈东, 陈爱贞, 刘志彪

**[摘要]** 中共中央统战部等5部门最新一轮全国范围内私营企业抽样调查中企业家对各类风险预期的数据真实反映了个体的主观判断。本文用该数据实证检验了重大风险预期对企业投资的影响。研究表明:企业家的重大风险预期上升不仅会对企业投资规模产生显著抑制效应,而且会恶化企业投资结构,对研发投资的抑制效应最强,对扩张性投资抑制效应次之,而对非实体投资抑制效应最弱。相较于重大经济风险预期,自然灾害、公共卫生、社会矛盾等重大社会风险预期对企业投资的负面冲击更大。对冲机制研究表明,政府民生保障、企业危机处理能力和企业家管理能力可以通过改善企业对风险发生及其冲击影响的预期来降低重大风险预期对企业投资的抑制效应,减轻对研发投资的负面冲击,有助于抑制企业投资结构恶化,相比而言,对重大社会风险抑制效应的对冲作用更大。随着全球重大社会风险凸显,亟需重视重大社会风险防范。本文不但对提前了解企业重大风险预期并进行积极预期干预以稳定企业投资有重要的事前预警作用,而且能为重大社会风险发生后的预期修正和对冲其抑制企业投资的事后修复工作提供重要的政策启示。

**[关键词]** 风险预期; 私营企业; 经济风险; 社会风险; 投资

**[中图分类号]**F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2021)02-0174-19

## 一、引言

近年来,全球“黑天鹅”“灰犀牛”事件频发,英国“脱欧”、澳大利亚山林大火、中美经贸摩擦、海湾难民危机、全球性重大突发公共卫生事件等,多种经济社会风险因素交织作用,给全球发展带来了重大的不确定性,而在国家和地区间经济社会联系紧密的当下,区域性的风险会向全球快速传播。国际货币基金组织(IMF)2020年1月发布的《世界经济展望》指出,地缘政治紧张局势、社会动荡、经贸摩擦等风险突出,都给全球经济带来重大影响,预计2020年经济增幅降至3.3%,而6月将这一预期数字大幅下降至-4.9%,创20世纪30年代大萧条以来全球最糟糕的经济衰退预期。2020年10月,IMF将全年增速预计调整为-4.4%,相比6月略有回升,其原因主要是受中国经济复苏力度强于预期的影响。但IMF认为,全球经济从危机深渊中恢复将是一个艰难的过程,漫长而充满不

**[收稿日期]** 2020-07-03

**[基金项目]** 国家自然科学基金面上项目“并购与创新:基于中国装备制造业理论与实证研究”(批准号71573219);国家社会科学基金重大项目“中国产业创新发展战略研究”(批准号15ZDC013);教育部人文社会科学研究青年基金项目“党组织嵌入对投资‘脱虚向实’的影响——基于中国民营企业理论与实证研究”(批准号18YJC790009)。

**[作者简介]** 陈东,安徽工业大学商学院教授,南京大学长江产业经济研究院博士后,经济学博士;陈爱贞,厦门大学经济学院教授,博士生导师,经济学博士;刘志彪,南京大学长江产业经济研究院教授,博士生导师,经济学博士。通讯作者:陈爱贞,电子邮箱:azchen@xmu.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

确定性。中国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期,结构性、体制性、周期性问题相互交织,“三期叠加”影响持续深化,经济下行压力加大。稳增长需要稳投资。最早始于 Marschak(1949)、Arrow(1968),发展于 Bernanke(1983)、Pindyck(1993)、Dixit and Pindyck(1994)的实物期权理论研究表明,由于投资会产生沉没成本,企业会根据预期收益来决定是否或何时投资。因此,在面临国内外新的复杂形势下,不确定性风险预期将如何影响中国企业投资决策,是关乎经济社会稳定发展的重大问题。

改革开放以来,民营企业已成为推动经济社会发展的重要力量,但近年来开始出现投资增速下降和“脱实向虚”的趋势,影响民间投资高质量发展。相比其他所有制经济,多数民营企业有“抗风险能力弱”的规模劣势,但也有“船小好掉头”的灵活优势,对外部环境反应灵敏。受国内外风险持续增加和国内营商环境建设还存在一些不完善等多重因素影响,民营企业生存压力不断增大,很多企业的供应链、产业链、资金链都面临重构性变化,对广大民营企业的生产经营和市场预期带来诸多不利影响,特别是对投资信心带来较大负面冲击。在此情况下,中国政府出台了一系列法律和政策,以筑牢民营企业风险防火墙,提振民营企业投资信心<sup>①</sup>。但从现实看,成效还有一定的提升空间,尤其是当前全球重大经济社会突发事件频发,对民营企业家的发展信心带来了更大的冲击。为此,需要深入剖析外部重大风险预期对民营企业投资的影响。

现有研究主要侧重于市场风险和政策不确定性方面的影响,而从近年来的全球现实看,自然灾害、公共卫生、社会矛盾等外部重大社会风险逐渐凸显。Bloom(2009)在分析不确定性冲击影响时强调社会重大冲击带来了不确定性增大,可以说影响企业预期的信息并不仅仅局限于政策不稳定性、地方政府债务、宏观经济波动等经济层面的风险,随着全球社会重大冲击增多,社会层面的风险也成为影响企业决策的重要因素。如在对外直接投资和区位选择决策中,目的地的政治稳定、法律法规水平、社会治安等是企业预期的重要信息集,显著影响企业投资决策(Julio and Yook, 2012; García-Canal and Guillén, 2008)。从中国内部发展看,正如李建伟和王伟进(2019)指出的,中国经济社会正经历深刻转型,经济风险可能向社会领域传导。目前鲜有关于重大社会风险预期对企业投资影响的研究,正如徐业坤等(2013)所强调的,国内对宏观不确定因素的研究普遍缺乏微观基础,这使得相关政策措施缺乏强有力的实践支撑。

① 2005年2月,国务院推出《关于鼓励支持和引导个体私营等非公经济发展的若干意见》(简称“非公经济36条”),放开了一部分垄断领域。2010年5月,国务院发布《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》(简称“新36条”),进一步放开了投资限制。2012年4月,国务院发布《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》,为小微企业发展量身定做了29条政策支持。近年来,政策从国务院层面开始转向党中央和国务院联合层面,民营企业的战略地位进一步上升,并根据新形势新发展新要求,重点转向加强产权保护、优化营商环境、激发和保护企业家精神。党中央和国务院先后联合发布《关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》(2016年11月)、《关于营造企业家健康成长环境弘扬优秀企业家精神更好发挥企业家作用的意见》(2017年9月)、《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》(2019年12月)、《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》(2020年4月)、《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》(2020年5月)。如此密集地联合发布文件,表明政府对民营经济发展的高度重视。另外,支持民营经济发展政策层面开始向法治层面转换。2019年10月,《优化营商环境条例》出台,填补了中国专门优化营商环境的立法空白,为破解民营企业投资各类堵点难点提供了法制保障,具有里程碑式的意义。2020年初以来,以中小微企业为主体的民营企业面临很大生存压力,从中央到地方密集出台了一系列帮扶组合政策,如实施援企稳岗、减免部分税费、免收所有收费公路通行费、降低用能成本、发放贴息贷款等,增强了民营企业的发展信心。



从现实影响看,重大社会风险相较于重大经济风险,其预期冲击更为重大和深远。一方面,经济风险的规律性较强,在应对上也有较为成熟的经验和理论指导,而重大社会风险具有突发性、偶然性和全球传播性强的特性(Baker and Bloom,2013),甚至是历史上首次出现,难以预期,且一旦发生在短期内可能直接造成企业经营停滞,长期会对社会带来深远的、多层次的影响,由于应对实践经验缺乏,社会风险预期对企业投资可能会带来更大冲击。另一方面,社会风险的心理冲击更大、更深。正如 Slovic et al.(2000)研究发现的,个人一般倾向于高估那些与大灾难相关的风险,而低估那些与不引人注目但更致命的灾难相关的风险;多数企业长年面临市场的波动,相比于经济风险,会对一些社会风险更敏感,容易有更负面预期。为此,本文基于2018年最新一期全国私营企业抽样调查数据,把重大风险区分为经济风险和社会风险,并对比分析这两种预期对企业投资规模以及投资结构的影响。

本文可能的贡献主要有:①重大风险预期指标精细化。预期是企业家个体主观判断,具有较强的异质性,不同于多数文献用宏观数据或者价格、收益波动等来体现市场或者政策不确定性带来的风险预期,该数据库提供了企业家对9种外部重大风险预期的等级评价,这不但可以体现异质性企业的风险预期,而且针对具体风险的预期可以为决策的精准实施提供数据支撑。②突出重大社会风险预期的影响。传统的风险预期指标主要侧重经济风险预期,对社会风险预期的关注度不够,定量研究不足。本文研究获得了新的实证结果,发现企业家的风险预期上升会对企业投资规模产生显著的抑制效应,同时也会恶化企业投资结构;当前社会风险预期对民营企业投资的抑制效应大于经济风险预期。这不但丰富了企业投资理论和相关的风险预期理论,还为缓解风险预期对企业投资的影响开拓了新的视角。③探寻有效的对冲机制。本文从政府、企业和企业家三个层面,探索对冲风险预期抑制投资的作用机制,有助于突破现有着力于“事后处理”而不是“事前预警”的政策思路,不但能防患于未然以稳定经济发展,还能对一些危机发生后的长期投资信心修复提供补救措施。

## 二、研究假设

### 1. 风险预期形成机制

Willett(1901)指出,风险的本质和核心是不确定性,发生和影响都是不确定的,但其是一种不以人的意志而改变的客观存在。Friedman and Savage(1948)把风险引入决策分析,指出个体或企业基于主观判断风险程度,不同程度的风险对应不同的选择。可以说,正是由于风险的不确定性,面对可能存在的经济社会风险,企业会预期其变成现实的概率和可能带来的冲击,并基于此来决定是否投资或什么时候投资。一方面,预期形成与企业获得的信息有重要关系(李拉亚,1994;Coibion et al.,2018),企业会根据获得的各种信息预期潜在风险变成现实的概率,以及风险一旦发生可能带来的各种影响,进而决定投资决策<sup>①</sup>;同时,还会根据过往的预期与现实的差距,以及获取的新的信息来不断对风险预期进行纠偏,例如 Coibion et al.(2018)对新西兰企业总经理关于宏观经济预期数据的分析发现,企业是根据获得的新信息以贝叶斯模式不断更新对未来的宏观经济形势的预期,进而改变投资决策。而企业所能获得的信息并不完备,企业只能在信息不完备条件下进行有限理性预期(Barro,1976),不同类型的企业所能获得的信息量和信息质量可能是不同的,这使得其做出的预期可能不同。Coibion et al.(2018)发现行业特性、企业年龄和规模、竞争者数量和是否进入国际市场

① 实物期权、经理人风险厌恶等各种理论探讨了外部风险或不确定性对企业投资决策的影响,尽管视角不同,但基本逻辑都可归结为,预期不同情况发生的概率以及不同情况下的收益,由此算出收益期望值进而来决定投资决策。

等都会影响企业的信息获取以及预期。Chen et al.(2018)研究表明,小企业面临的信息摩擦(Information Frictions)比大企业严重,使得小企业对微观层面的商业环境的预期对投资影响更大;Morikawa(2016)对日本制造业季度调查数据分析发现,小企业面临的不确定性更大。类似地,在转型期的中国,政府掌握着土地、政策等关键资源,拥有广泛的自由裁量权,与国有企业相比,民营企业在许多方面依然处于弱势地位,其在获取信息方面存在劣势,会影响其对风险的预测(徐业坤等,2013)。另一方面,预期带有一定的主观判断,以及信息的获取和预期的形成与企业治理结构也相关。虽然Mankiw and Reis(2002)的粘性信息模型表明,获取信息有固定成本,使得市场主体很少更新信息集;Mackowiak and Wiederholt(2009)的嘈杂信息模型表明,市场主体持续更新信息集,但永远无法观察到真实状态;Coibion and Gorodnichenko(2015)用美国专业预测人员的调查数据分析也验证了信息刚性程度很高,信息的更新需要至少6个月时间,且只能吸收不到1/2的新信息;而要突破这些局限、让企业更关注信息更新往往是很困难的(Coibion et al.,2018)。可见,即使市场主体是完全理性的,也受限于信息摩擦,这实际上说明个体预测误差较大,治理结构完善的公司往往会通过多个渠道获取信息,并由管理层集中讨论表决,因此企业对风险的预期实际上是一个团体信息汇集后的结果;中国多数民营企业一股独大,投资决策主要由出资人拍板,而中国民营企业家多是草根出身,获取信息的渠道相对有限,获得的信息质量也相对较低,使得民营企业对风险预测可能会有较大误差。

## 2. 重大风险预期对民营企业投资的影响

大量实证研究表明,经济社会重大冲击带来了不确定性的增加,短期会减少投资、就业和生产率,中期会带来超调,增大经济波动(Bloom,2009;Morikawa,2018)。尤其是股票、房地产和期货等市场,很好地诠释了市场预期对投资决策的影响(Kellogg,2014;Coibion and Gorodnichenko,2015)。投资的预期收益是影响企业投资的重要因素,而其大小主要取决于企业对潜在风险变成现实的概率以及可能带来影响大小的预期,当企业预期经济社会重大风险发生的概率比较大,而且可能带来较大的影响进而波及企业利润时,企业可能对投资采取观望的态度(Cummins et al.,2006)。相比于其他较为常见的市场或政策不确定性带来的经济风险,外部重大社会风险发生的概率相对较小,然而一旦发生,其带来的冲击影响要大得多,往往会在政府债务、房地产价值、大面积失业、通货膨胀等方面带来国家经济安全问题,甚至会扰乱社会生活,不但造成产业链断裂,企业停工停产,而且还对市场需求造成极大冲击。尤其是近年来,全球重大风险事件频发,多种经济社会风险因素交织作用,给全球经济社会发展带来的不确定性在增加,导致全球对外部重大风险发生的概率和影响效应的预期逐渐增大。

面对同样的潜在风险,不同企业的风险预期可能不同。不同于国有企业与政府的天然关系,民营企业相对来说直接信息获取渠道比较少,而且民营企业一旦因为风险发生带来经营问题,不容易获得各种资源,破产压力比较大,承受风险的能力相对较小,因此,民营企业对重大风险的预期一般更敏感,预期更悲观。即使有相同的重大风险预期,不同企业的风险偏好往往也不同。不同于国有企业面临预算软约束,而且其目标函数除了利润,还有各种社会责任等,则即使重大风险预期上升其不一定会减少投资,对民营企业而言,多数企业面临较强的融资约束,融资的成本也较高,一旦投资后经济社会风险发生,不但投资的沉没成本会对企业经营带来沉重的负担,而且民营企业还容易面临被抽贷、催贷的压力,资金链条极其脆弱;此外,多数民营企业经历了创业的艰辛,由此往往比较保守,一旦风险预期增大,多数都采取投资观望的态度。

重大风险预期不但会影响投资规模,还会影响投资结构。基于中国“脱实向虚”较为严重的现

象,如何遏制实体投资与非实体投资失衡发展,是经济高质量发展的关键;同时,基于中国产业发展面临“高增长与低创新长期并存”的现实,党的十八大报告明确提出实施创新驱动发展战略,由此,促进企业在实体投资中从过于追求规模或范围扩张性投资转向研发投资,是经济高质量发展的重要基础。扩张性投资特别是收购兼并和投资新产业,面临新的生产领域和市场需求不确定性风险,沉没成本大,因此,这类投资对环境风险较为敏感,受到环境预期恶化的负面影响较大,这也是“三期叠加”下民营企业固定资产投资持续下滑的主要原因。研发投资一旦创新成功,将有助于增强企业产品的异质性,提升企业竞争力和对抗市场需求波动的能力,但其资金回报周期长,研发失败的风险较大,为此,有条件进行发明创新的大型集团和较容易获取长期贷款来支持长周期创新的企业,面临风险预期会有动力通过研发创新来增强竞争力;然而,对大多数民营企业来说,融资约束较大、创新能力较弱,当预期经济社会风险增大,更倾向于进行研发周期短且容易获得授予的低质量创新(顾夏铭等,2018)。如果经济社会风险持续较长时期,融资环境进一步恶化和面临的市场竞争更加激烈,民营企业研发投资将受到较大冲击。非实体投资主要是投机性投资,资金注重短、平、快,受环境预期恶化的负面影响相对较小;甚至会由于“蓄水池”动机和“替代”动机,民营企业在不确定性升高时不敢投资于实体产业,而是更多持有金融资产(聂辉华等,2020),这也是近年来“脱实向虚”的重要原因。为此,本文提出:

假说 1a:重大风险预期上升会抑制民营企业投资。

假说 1b:相比于非实体投资,重大风险预期上升对民营企业研发投资和扩张性投资的抑制效应更大。

重大经济社会风险主要表现在其一旦发生,就会直接对宏观经济产生影响和扰乱社会生活,进而对企业投融资产生冲击。中国作为全球第二大经济体和第一大制造业大国,经济韧性比较强,通过积极的财政政策和货币政策,辅之以强大的政府调控能力,抗击重大经济风险带来冲击的能力相对较强;各个地方政府的政策不确定性虽然有区别,但主要集中在如何营造更优的营商环境上,其主要目标是为了当地的经济发展和社会稳定,一般不会有特别大的冲击风险。相比于重大经济风险,重大社会风险对整个转型期国内社会的冲击则是不容忽视的。重大社会风险的含义比较广泛,包括重大社会生态风险、公共卫生风险、社会矛盾风险等各类风险。例如,社会风险中的社会矛盾冲突,按其风险大小可以分为“常态社会风险”“社会危机”“社会动荡”由低到高的三个层级,必须将社会矛盾冲突的层级严格地控制在常态社会风险层级的社会矛盾冲突之内,严格防范社会危机和社会动荡层级社会矛盾冲突的发生(吴忠明,2020)。对于中国这样一个 14 亿人口的大国,重大社会风险发生的概率无处不在,而且一些社会风险具有全球传播性强的特性,局部的风险转换成社会危机的概率较大。由此,企业对社会危机一般更敏感,容易高估其发生的概率。

一些重大的安全、环保等事故也时有发生,有的是局域性的,有的影响范围很大,如一些奶制品等食品安全问题,对民众心理产生极大的影响。此外,相比于经济危机,社会危机往往会有社会放大(Social Amplification)效应,即社会、心理和制度机制之间的相互作用可能会放大对社会危机影响后果的预期,进而影响企业的反应。一些学者研究发现,尽管恐怖袭击一旦发生其带来的危害很小,但市场对恐怖袭击等社会风险高度敏感(Garvey and Mullins,2008)。Oh and Oetzel(2011)对欧盟跨国公司的数据分析也发现,相比于自然灾害,个体对恐怖袭击和技术灾难反应更大。也就是说,个人和企业对社会风险发生后的后果预期一般更不乐观,这也使得企业对投资利润的预期值往往更小。

此外,由于 2013 年以来“三期叠加”,中国经济由高速增长转向中低速,民营企业投资对经济风险预期就开始有所反应,根据国家统计局网站数据,2013 年以来民间固定资产投资增速逐年下降,



2015年后民间投资增长明显失速,2016年较上一年断崖式下滑近7个百分点,其中2016年1—8月下月滑至2.1%;2017年和2018年民间投资增速有所回暖,可见,在前几年经济风险预期等带来固定资产投资下滑后,民营企业对经济风险预期的反应开始有所减缓<sup>①</sup>。不同的是,经济从高速转向中低速增长后,社会的一些矛盾开始凸显,当社会矛盾一直积累但没有得到释放,企业对社会风险就会变得敏感;尤其是这几年生态环境恶化问题引起了全社会关注,部分地区出现了乱关停等环保“一刀切”行为,增加了企业“悲观”情绪。基于以上分析,本文提出:

假说2:经济增长从高速转向中低速一段时间后,相对于重大经济风险预期,重大社会风险预期上升对民营企业的投资抑制效应可能更大。

在金融市场,由于金融风险直接影响的是投资品收益,因此,投资者只能基于风险预期通过金融品结构调整来对冲风险;不同的是,在产品市场,政府与企业、企业家可以在降低市场需求冲击和企业经营冲击、化危为机等方面有所作为,从而通过影响风险概率和风险后收益的预期,来对冲风险对企业投资的影响,削弱风险预期对企业投资的抑制效应。

面对潜在风险,社会和企业对冲能力不同,会带来不同的投资决策。正如上文所分析的,除了潜在风险变成现实的概率预期,风险对市场需求和企业经营的冲击大小也会直接影响企业投资的盈利预期,进而影响企业投资决策。中国国内消费需求受制于相对较低的可支配收入和民生保障,尤其是教育、医疗和住房等领域压力较大,一旦出现不确定性风险,民众就会防御性地降低消费,消费需求会快速萎缩。传统意义上政府的主要角色是对困难企业进行各类补贴(Bian and Zhao,2020)、减免各种税费(甘犁等,2019)、融资支持(黄俊威和龚光明,2019)、产业政策支持(巫岑等,2019),这些经济措施主要是基于事后资助或事前规划,并不意味着较高的经济社会服务能力和公信力。当前中国社会主要矛盾已经发生转变(刘晔,2018),政府的角色需要转向服务型,如减少贫困(李晓嘉等,2019)、推动居民消费(柯善咨和尹靖华,2016)、缩小城乡差距(陈工和何鹏飞,2016),推动社会治理从矛盾应对向矛盾预防转型(王伟进和焦长权,2019)。关注民生的服务型政府,一方面,往往更有能力事前对可能发生的风险进行有效干预和应对,从源头上降低风险发生概率甚至阻止风险发生,进而传导到社会对风险发生概率的预期,有助于减少民众防御性的需求下降;另一方面,一旦风险发生,更有能力及时采取有效措施以减少经济成本和社会危害,降低风险发生的负面影响,减缓风险对市场需求的冲击<sup>②</sup>。因此,政府民生保障等服务能力会直接影响企业对经济社会危机发生概率和可能造成危害的预期,从而降低风险预期对企业投资的抑制效应。

风险承担是企业应对竞争的重要战略适应行为(郭蓉和文巧甜,2019),其应对风险的能力也直接决定了企业对冲风险预期的能力。根据权变理论,企业是一个依赖于外界物质交换的小系统,需要随时根据环境变化来进行动态调整,达到主观与客观、目标与手段的统一(文东华等,2009)。面临各种潜在风险,企业如果应对及时得当,风险往往可以成为企业发展的契机所在(Hillson,2002)。为此,那些注重风险管理的企业,规避风险和应对风险的能力相对较强,即使重大经济社会风险发生,由于有预判和应对准备,资金链和供应链、客户关系相对比较稳定,且往往能根据风险发生的情况更快调整发展模式和管理、市场,因而受到的经营冲击往往相对小一些,因此,相较于风险管理能力比较弱的企业,重大风险预期对其投资决策的负面影响相对较小。

① 一是固定资产投资在连续下滑居于较低水平后,风险预期影响的边际效应趋减;二是固定资产投资连续下滑后,企业即使只是维持既有的生产规模或者继续减少生产规模,有时也需要增加一些新增投资以维持正常运营;三是经济增速下降维持一段时间后,企业悲观情绪有所释放,对风险预期的反应有所下降。

② 现实中,自然灾害、社会冲突等大的风险发生后,民生保障比较好的地方消费需求受影响往往比较小。

高阶理论(Upper Echelons Theory)认为,管理者对相关信息的解释受知识结构、人生经历和价值体系的影响,这些因素反映了其对决策次序的偏好和对某一特定的战略方案的态度(Hambrick and Mason,1984)。基于企业信息收集和企业管理能力对重大风险进行预期,投资的危与机往往是并存的,机会是否会多于危险,以及能否转危为机,往往受企业重大决策者的管理能力影响,进而影响企业的投资决策。中国民营企业大部分是家族式企业,无论是重大决策还是日常管理,很多都是出资人亲力亲为,其管理能力对企业绩效有重要影响(许年行等,2019)。因此,在应对外部风险的过程中,有比较多经营经验的管理能力比较强的企业家,不但对风险发生概率的预期较准确,且化解危机的能力较强,挑战魄力较大,因而,企业家管理能力是对冲风险预期的投资决策负面效应的重要因素。基于上文分析,本文提出:

假说3:政府民生保障、企业危机处理能力和企业家管理能力可以对冲重大风险预期对企业投资的抑制效应。

综上,本文的研究机制如图1所示。

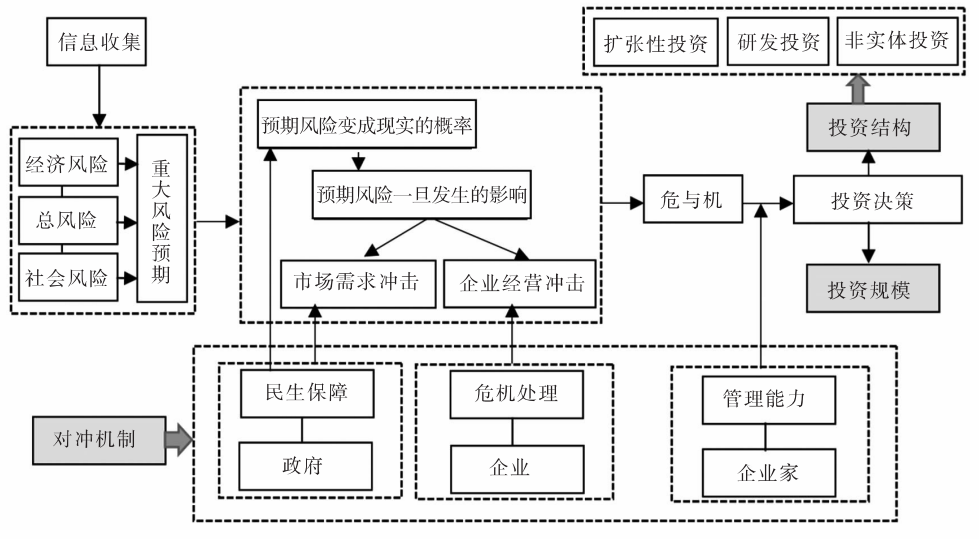


图1 重大风险预期对企业投资决策的影响机制

### 三、模型构建

#### 1. 数据

本文数据来自2018年第十三次全国私营企业抽样调查<sup>①</sup>。该调查是由中共中央统战部、国家市场监督管理总局、中华全国工商业联合会、中国社会科学院、中国民营经济研究会组成课题组,依托各省(区、市)市场监管局和工商联的力量完成的,是目前国家层面专门针对私营企业的连续性官方权威调查数据,样本中包含全国私营企业总体情况。本次调查实际有7473户。

#### 2. 关键指标

由于预期具体指标测量的困难(Bachmann and Elstner,2015),现有文献对其赋值存在一些不

<sup>①</sup> 中国私营企业调查每两年进行一次,目前已分别于1993年、1995年、1997年、2000年、2002年、2004年、2006年、2008年、2010年、2012年、2014年、2016进行了12次,2018年开展第13次调查。

足:一是数据测度主要是宏观指标,具体类别风险涉及少;二是数据来源主要是客观指标,企业家预期的异质性考虑少;三是主要考虑的是经济环境的不确定性,鲜有对社会风险进行度量。本文将总风险预期分成两个维度:重大经济风险预期和重大社会风险预期。关于投资指标衡量,调查问卷给出了8类细分项,本文进行了归类。核心解释变量和被解释变量指标说明见表1。

表1 重大风险预期和企业投资的维度指标

一级指标	二级指标	三级指标	指标解释及赋值
重大风险预期	重大经济风险预期	经济陷入低迷 工人大规模失业 物价大幅上涨 房地产“泡沫”破裂 局部金融危机爆发 地方政府债务破产	根据原调查数据,将重大风险预期分为5个档次,其中1为预期发生相应风险的概率最小,5为预期发生相应风险的概率最大。并将相应的赋值求和,以此来衡量重大总风险预期和重大分类风险预期。
	重大社会风险预期	生态环境严重恶化 社会矛盾激化 战争或恐怖主义引发灾难	
企业投资	扩张性投资	扩大原有产品生产规模 投向新的实体经济领域 用于收购、兼并	对于新增投资的总规模,调查问卷给出了具体的数据,为避免0数值的影响,本文对所有数据进行加1后取自然对数,同时对投资倾向二值赋值,有投资取值为1,无投资取值为0。对于分类投资,调查问卷没有给出相应的规模,本文在实证中进行二值赋值,有相应投资的取值为1,没有相应投资的取值为0。
	研发投资	新产品研发 技术创新、工艺改造	
	非实体投资	投资房地产 投向股市、期货 民间借贷	

### 3. 模型估计

本文旨在考察民营企业重大风险预期对企业投资的影响,设定回归模型为:

$$Invest_{ijk} = \beta_0 + \beta_1 \times Risk_{ijk} + \delta \times CV + \mu_j + \mu_k + \varepsilon_{ijk} \quad (1)$$

其中,下标*i*、*j*、*k*分别表示企业、行业、省区, $\varepsilon$ 表示随机扰动项。被解释变量企业投资 *Invest* 主要包含投资规模(*Ln\_inv*)、投资倾向(*If\_inv*)、扩张性投资(*If\_inv1*)、研发投资(*If\_inv2*)、非实体投资(*If\_inv3*)。核心解释变量为风险预期 *Risk*,总共有三个指标:重大总风险预期 *Risk\_a*、重大经济风险预期 *Risk\_e*、重大社会风险预期 *Risk\_s*。 $\mu_j$ 和 $\mu_k$ 分别为企业所在行业(*Indus*)、所在省份(*Province*)的固定效应,以控制行业、省份差异对企业投资的影响。*CV*是控制变量集,第一类控制变量是企业主要出资人的特征,包括:性别(*Man*),如果为男性取1,否则取0;年龄(*Age*),取出生以来的实际年龄;教育程度(*Educ*),依次是初中及以下、高中(职高/中专/技校)、大专、本科(含双学士)、硕士、博士,用离散数1—6表示;是否创始人(*Found*),如果企业家是企业的创始人,取1,否则取0。第二类是企业特征变量,包括:企业规模(*Size*),采用年均雇佣人数(单位:千人)表示;销售利润率(*ROS*),反映企业经营业绩,以净利润额除以销售额表示;资产负债率(*Lev*),采用总负债与总资产的比值;企业年龄(*Age\_firm*),企业的实际存续年龄衡量;人力资本(*Hum\_cap*),取企业本科以上学历员工和总员工的比值。

本文对原始数据做了如下处理:对有极端值的连续性变量进行上下1%的缩尾处理;对核心指



标缺失的企业进行剔除。据此,最后保留了 3782 个企业。统计信息显示,企业投资和重大风险预期变量存在显著的数值变异性,满足统计分析。相关系数矩阵结果缓解了对自变量间多重共线性的担心:一方面,各控制变量之间的相关系数均低于 0.4 的多重共线性阈值;另一方面,控制变量都和解释变量之间存在程度不同的相关性,说明选取的指标有很强的代表性<sup>①</sup>。

#### 四、基本结果与分析

##### 1. 重大风险预期对企业总投资的影响

表 2 为对总投资的回归结果。因为有一定比例企业没有投资,采用 Tobit 回归。可以看出,重大总风险预期和重大社会风险预期的回归系数为负,均通过了 1%水平上的显著性检验。重大经济风险预期的回归系数为负,均通过了 10%水平上的显著性检验。这说明所有的重大风险预期的上升均对企业投资规模和投资倾向产生较强的抑制作用,假说 1a 得到了检验。为比较重大经济风险预期和重大社会风险预期对投资的影响效应大小,本文利用 *z-score* 方法对风险指标进行标准化处理后进行回归,并进行平均边际效应检验。从大小和显著性看,重大社会风险预期的抑制作用要强于重大经济风险预期的抑制作用,假说 2 得到检验。

表 2 重大风险预期对总投资的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Tobit			Logit		
	<i>Ln_inv</i>	<i>Ln_inv</i>	<i>Ln_inv</i>	<i>If_inv</i>	<i>If_inv</i>	<i>If_inv</i>
<i>Risk_a</i>	-0.0618*** (-3.1040)			-0.0194*** (-3.0830)		
<i>Risk_e</i>		-0.0520* (-1.8685)			-0.0166* (-1.8885)	
<i>Risk_s</i>			-0.2336*** (-4.5436)			-0.0726*** (-4.4322)
N	3782	3782	3782	3782	3782	3782
Pse-R <sup>2</sup>	0.0889	0.0884	0.0900	0.1720	0.1708	0.1743

注:括号内为 t 值或 z 值,\*p<0.1,\*\*p<0.05,\*\*\*p<0.01。详细的计量检验结果见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。以下各表同。

##### 2. 重大风险预期对企业投资结构的影响

表 3 检验了重大风险预期对不同类型投资的影响,采用 Logit 回归。可以看出,重大风险预期对扩张性投资和研发投资作用的显著性要高于非实体投资。对扩张性投资,重大总风险预期和重大社会风险预期的作用通过了显著性检验,重大经济风险预期的作用没有通过显著性检验,主要的原因可能有:一是 2013 年以来,“三期叠加”影响下经济下行压力持续加大,民营企业固定资产投资持续下降后,对经济风险的反应趋降;二是其作用效应还与企业和企业家抗风险能力相关,这将在下文进一步分析。对研发投资的作用,重大风险预期三类指标全部通过显著性检验。受影响最小的是非实体投资,全部没有通过显著性检验。假说 1b 得到检验。另外,本文继续用标准化后重大风险预期指标进行计量检验,并比较边际效应大小,结果显示,重大社会风险预期的抑制效应也大于重大经济风险预期的抑制效应。假说 2 进一步得到检验。

<sup>①</sup> 完整的统计信息详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

表 3 重大风险预期对投资结构的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>If_inv1</i>	<i>If_inv1</i>	<i>If_inv1</i>	<i>If_inv2</i>	<i>If_inv2</i>	<i>If_inv2</i>	<i>If_inv3</i>	<i>If_inv3</i>	<i>If_inv3</i>
<i>Risk_a</i>	-0.0168** (-2.4363)			-0.0256*** (-3.2930)			-0.0032 (-0.1744)		
<i>Risk_e</i>		-0.0131 (-1.3651)			-0.0283*** (-2.6263)			0.0146 (0.5577)	
<i>Risk_s</i>			-0.0674*** (-3.7392)			-0.0731*** (-3.6026)			-0.0724 (-1.4654)
N	3745	3745	3745	3745	3745	3745	3376	3376	3376
Pse-R <sup>2</sup>	0.1255	0.1245	0.1276	0.2364	0.2353	0.2370	0.2289	0.2292	0.2316

3. 稳健性检验

(1)解决样本选择偏差问题。本文引入倾向得分匹配(PSM)方法,根据企业家的重大总风险预期值是否大于或等于企业所在省份—行业的风险中值,将全部企业样本划分为“高风险预期”和“低风险预期”两组。在此基础上,将前面所涉及的控制变量作为协变量匹配变量进行核匹配,平衡性检验结果显示匹配变量选取符合 PSM 前提要求。表 4 汇报了不同重大风险分类影响企业投资的平均处理效应 ATT。从总投资规模和投资倾向看,平均处理效应均显著为负。从投资结构看,扩张性投资和研发投资的系数均显著为负,非实体投资系数不显著。从系数大小及显著性看,重大社会风险预期的作用要强于重大经济风险预期。这些与前面的实证结果基本吻合。

表 4 全样本平均处理效应

	<i>Ln_inv</i>	<i>If_inv</i>	<i>If_inv1</i>	<i>If_inv2</i>	<i>If_inv3</i>
<i>ATT-Risk_a</i>	-0.2058** (-2.0800)	-0.0381** (-2.4700)	-0.0237* (-1.7400)	-0.0319** (-2.4400)	-0.0004 (-0.0900)
<i>ATT-Risk_e</i>	-0.1787* (-1.8000)	-0.0339** (-2.2000)	-0.0285** (-2.0900)	-0.0244* (-1.8700)	0.0007 (0.1400)
<i>ATT-Risk_s</i>	-0.3005*** (-3.0300)	-0.0493*** (-3.1700)	-0.0376*** (-2.7400)	-0.0432** (-3.3000)	-0.0028 (-0.5600)

(2)内生性问题。考虑到 2013 年以来“三期叠加”,民营企业对风险预期可能在逐渐消化,此外,企业会根据过往的预期与现实的差距以及新获得的信息来不断纠偏风险预期 (Coibion et al., 2018),设计重大风险预期演变趋势多重工具变量:一是绝对水平,分别对 2018 年和 2016 年调查数据计算地区—行业中值(黄玖立和李坤望,2013;魏下海等,2015),并计算 2018 年和 2016 年的差值;二是相对水平,首先计算企业 2018 年重大风险预期值与所在地区—行业的 2016 年重大风险预期中值的差值,再减去前面算出的演变趋势的绝对水平。在方法上,对总投资规模采取 IV-Tobit,其他用 IV-Probit。表 5 表明,所有系数全部显著为负,进一步验证了假说 1a。从表 6 结果看,重大风险预期对扩张性投资和研发投资的作用系数均显著为负,对非实体投资的作用未通过显著性检验,进一步验证了假说 1b。为进一步比较影响效应大小,对 2016 年和 2018 年企业和地区—行业重大风险预期值进行标准化处理后检验,同样可以验证假说 1 和假说 2。

(3)被解释变量的滞后效应检验。验证重大风险预期的未来投资和招聘计划可避免反向因果关系,本文用调查问卷第二部分第 22 题 C 问题“预计下一企业的新增投资额”作为被解释变量进行稳健性检验。选取四个选项:无投资、投资减少、投资不变、投资增加,依次进行相应的赋值:0、1、2、

表 5 重大风险预期对总投资的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	IV-Tobit			IV-Probit		
	<i>Ln_inv</i>	<i>Ln_inv</i>	<i>Ln_inv</i>	<i>If_inv</i>	<i>If_inv</i>	<i>If_inv</i>
<i>Risk_a</i>	-0.0769*** (-3.7297)			-0.0142*** (-3.7289)		
<i>Risk_e</i>		-0.0760*** (-2.6306)			-0.0144*** (-2.6846)	
<i>Risk_s</i>			-0.2471*** (-4.6204)			-0.0444*** (-4.4946)
N	3769	3769	3769	3769	3769	3769
Wald 卡方值	813.8299	809.0966	819.2113	668.3022	663.3017	672.5564
Anderson-Rubin 检验	14.97 (0.0006)	6.96 (0.0308)	22.82 (0.0000)	14.50 (0.0007)	7.29 (0.0262)	21.27 (0.0000)

表 6 重大风险预期对投资结构的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	IV-Probit								
	<i>If_inv1</i>	<i>If_inv1</i>	<i>If_inv1</i>	<i>If_inv2</i>	<i>If_inv2</i>	<i>If_inv2</i>	<i>If_inv3</i>	<i>If_inv3</i>	<i>If_inv3</i>
<i>Risk_a</i>	-0.0118*** (-2.9108)			-0.0152*** (-3.3766)			-0.0038 (-0.4187)		
<i>Risk_e</i>		-0.0107* (-1.8856)			-0.0171*** (-2.7310)			0.0028 (0.2178)	
<i>Risk_s</i>			-0.0401*** (-3.7900)			-0.0411*** (-3.5176)			-0.0387 (-1.6424)
N	3732	3732	3732	3732	3732	3732	3366	3366	3366
Wald 卡方值	435.1485	431.0717	439.0810	672.4600	669.9721	672.9503	142.2084	141.8959	143.2704
Anderson-Rubin 检验	10.82 (0.0045)	3.55 (0.0596)	19.11 (0.0001)	11.46 (0.0032)	8.11 (0.0174)	12.41 (0.0020)	0.20 (0.9046)	2.28 (0.3201)	2.68 (0.1018)

3, 以 *L\_inv* 代表。本文还利用未来招聘情况进一步稳健性检验。第二部分第 16 题 A 问题“在接下来的半年内是否计划招聘新员工?”共有三个选项:不会、不好说、会,依次进行相应的赋值:0、1、2,以 *L\_rec* 代表。结果显示,不同的重大风险预期对未来投资和招聘的回归系数均显著为负,假说 1a 得到了验证。

### 五、重大风险预期上升抑制企业投资的对冲机制分析

为验证对冲机制,设计回归方程(2), $Me_{ijk}$ 为调节变量,分别取政府民生保障  $Inv\_live_{ik}$ 、企业危机处理能力  $Ability\_cri_{jk}$ 和企业家管理能力  $Ability\_entre_{jk}$ ,其他定义与式(1)一致。

$$Invest_{ijk} = \beta_0 + \beta_1 \times Risk_{ijk} + \beta_2 \times Me_{ijk} + \beta_3 \times Risk_{ijk} \times Me_{ijk} + \delta \times CV + \mu_j + \mu_k + \varepsilon_{ijk} \quad (2)$$

#### 1. 政府民生保障的对冲机制

$Inv\_live_{ik}$ 以财政支出中民生支出占比衡量,民生支出包括教育支出、医疗卫生与计划生育支出、住房保障支出、社会保障和就业支出,相关数据来源于历年《中国财政年鉴》。表 7 显示,交互项



的系数均显著为正,说明政府民生保障的增强,能有效对冲重大风险预期对企业投资的负面影响。假说 3 相应部分得到检验。

表 7 民生保障对重大风险预期影响总投资的对冲作用

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Ln_inv</i>	<i>Ln_inv</i>	<i>Ln_inv</i>	<i>If_inv</i>	<i>If_inv</i>	<i>If_inv</i>
<i>Risk_a</i>	-0.7235*** (-3.6137)			-0.2127*** (-3.3447)		
<i>Risk_a</i> × <i>Inv_live</i>	1.5873*** (3.3237)			0.4642*** (3.0565)		
<i>Risk_e</i>		-0.8241*** (-2.9595)			-0.2518*** (-2.8610)	
<i>Risk_e</i> × <i>Inv_live</i>		1.8540*** (2.7869)			0.5656*** (2.6860)	
<i>Risk_s</i>			-2.0652*** (-3.9061)			-0.5721*** (-3.3662)
<i>Risk_s</i> × <i>Inv_live</i>			4.3889*** (3.4859)			1.1989*** (2.9584)
<i>Inv_live</i>	-27.4396 (-0.5484)	-20.2125 (-0.4041)	-25.6504 (-0.5168)	-7.0078 (-0.4576)	-5.0829 (-0.3331)	-6.1220 (-0.4006)
N	3782	3782	3782	3782	3782	3782
Pse- R <sup>2</sup>	0.0899	0.0891	0.0911	0.1740	0.1723	0.1761

表 8 进一步分析民生保障在不同重大风险预期对企业投资结构影响中的对冲作用。可以看出,民生保障对重大风险预期影响研发投资的对冲作用最大,均通过了显著性检验;其次是扩张性投资,通过或接近经济学上显著性检验;影响最小的非实体投资,全部没有通过显著性检验。其可能的原因在于,非实体投资更多是一种短期资本运作,重大风险产生的不确定性有时可以提供有“机”可乘的机会,因此民生保障的对冲作用不显著。对研发投资的对冲作用最显著,其主要原因在于,研发投资是长期的高风险投入,社会或市场一旦发生危机,研发投资可能就变成沉淀成本,因此民生保障能起到较好的对冲作用。

近年来,面对各种重大外部风险冲击,中国各级政府采取了多种手段来解决企业困难,特别是对中小微企业的普惠型减税降费、融资支持等手段,放水养鱼,推动“六保”,落实“六稳”,让企业负担大大减轻,在一定程度上维护了产业链的稳定,有利于降低企业家对风险发生概率的预期,起到了较大的对冲作用,但企业投资信心还需要消费需求托底。当前,世界各国有内向化发展的趋势,基于全球价值链分工体系的国际循环模式可能会让位于国内或邻近区域分工合作模式,这对于长期以出口导向模式深度嵌入全球价值链分工体系的中国是一个巨大的挑战。为此,能否发挥好国内超大规模市场的优势,以国内经济大循环为基础构建国内国际双循环体系,将是未来提升企业投资收益预期的关键。然而,虽然中国的国内市场规模潜力很大,但作为发展中国家,一方面,民众面临的教育、医疗、住房等民生方面的压力大,有效需求被抑制;另一方面,市场分割较为严重,特别是不同地区在教育、医疗、社保等方面的民生保障标准不一,甚至差别巨大,阻碍了人力资源等要素的自由流动,因此,关键是如何加大保障和改善民生,减轻民众的后顾之忧,以有效释放社会蛰伏的消费潜能,同时,又能促进一体化市场形成,让中国经济内循环系统更加顺畅,从而改善企业家对投资收益的预期。

表 8 民生保障对重大风险预期影响投资结构对冲作用

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>If_inv1</i>	<i>If_inv1</i>	<i>If_inv1</i>	<i>If_inv2</i>	<i>If_inv2</i>	<i>If_inv2</i>	<i>If_inv3</i>	<i>If_inv3</i>	<i>If_inv3</i>
<i>Risk_a</i>	-0.1437** (-2.0246)			-0.2051** (-2.5199)			-0.0511 (-0.2646)		
<i>Risk_ax</i>	0.3050* (1.7972)			0.4311** (2.2166)			0.1146 (0.2490)		
<i>Inv_live</i>									
<i>Risk_e</i>		-0.1780* (-1.8111)			-0.2324** (-2.0728)			0.0039 (0.0146)	
<i>Risk_ex</i>		0.3965* (1.6858)			0.4906* (1.8293)			0.0256 (0.0398)	
<i>Inv_live</i>									
<i>Risk_s</i>			-0.3561* (-1.8657)			-0.5826*** (-2.6679)			-0.4072 (-0.7704)
<i>Risk_sx</i>			0.6940 (1.5210)			1.2226** (2.3477)			0.8004 (0.6373)
<i>Inv_live</i>									
<i>Inv_live</i>	-11.9573 (-0.6700)	-11.1427 (-0.6259)	-10.7954 (-0.6079)	-0.2107 (-0.0120)	2.3653 (0.1353)	-0.1652 (-0.0095)	59.8340 (0.9857)	61.9844 (1.0246)	52.1098 (0.8602)
N	3745	3745	3745	3745	3745	3745	3376	3376	3376
Pse-R <sup>2</sup>	0.1264	0.1252	0.1282	0.2378	0.2362	0.2386	0.2289	0.2292	0.2321

## 2. 企业危机处理能力的对冲机制

企业危机处理能力  $Ability\_cri_{ijk}$ , 根据调查问卷中第四部分第 33 题“与同行企业相比, 贵企业危机处理能力”, 剔除不好说和缺失值的选项, 对“较低、居中、较高”3 个答案分别赋值为 1、2、3<sup>①</sup>。从表 9 可以看出, 无论是对投资总量, 还是对投资倾向, 企业危机处理能力的调节作用都通过 1% 水平上的正向显著性检验, 表明既对提升投资总量有显著的对冲作用, 也对阻止投资倾向下降有显著抑制作用, 假说 3 的相应部分得到检验。另外, 本文还分析了企业危机处理能力对重大风险预期影响投资结构的对冲作用<sup>②</sup>, 对重大风险预期影响扩张性投资和研发投资的正向调节均通过了显著性检验, 同样对影响非实体投资的对冲作用不显著。相比于政府民生保障对冲作用, 企业危机处理能力的对冲作用显著性有所提高。

从风险类型看, 经济风险相对来说较为专业单一, 准确预期相对容易, 应对策略也较为成熟, 但重大社会风险的类型多样, 领域广泛, 有的是伴随着社会生活发展而出现的完全新生的事物, 准确预期相对较难; 同时在应对上既没有既往的经验可循, 也难以用单一领域知识来科学应对。对以中小规模为主的中国民营企业来说, 更需要内部各部门共同配合, 通过提高企业的结构分化程度和正式化程度来推动企业的危机处理能力。为此, 需要增强董事会、监事会、股东大会的分立与独立, 形成基于现代企业治理结构的风险管理内部控制机制, 以集体的智慧和科学的决策程序来提升缓冲重大风险负面冲击的能力。同时, 基于重大社会风险的突发性, 及其冲击效应的快速扩散和对心灵的远期影响, 需要正式化的内部运行机制, 以保障在突发事件发生时候企业仍能正常高效运转, 从而

① 这个评分的一大优势就是改变了传统的对企业能力的直接赋值, 而是以企业相对行业中其他企业进行等级赋值。由于能力是一个相对的概念, 很难进行直接量化, 如果让企业出资人直接对企业的危机处理能力评价, 因为没有参考系, 可能会出现无法填写或主观性过强的弊端。

② 计量检验结果详见《中国工业经济》网站 (<http://ciejournal.ajcass.org>) 附件。

降低社会风险对企业正常运营冲击的预期。然而,目前很多中国民营企业的治理体系或者结构还不健全,或者程序还不科学,发挥不了应有的风险防范作用,这会降低企业对一旦发生风险投资收益的预期。如根据2016年的中国私营企业抽样调查数据显示,有股东会、董事会和监事会的占比分别为54.37%、42.64%、25.54%,其中企业数占比最高的股东会,仅略高于半数;设立对企业日常监督的监事会的企业数占比仅在1/4左右。根据本文所使用的数据统计显示,民营企业内部的重要规章制度,民营企业的覆盖率并不高,有组织规章制度的企业数占比最高,为64%,有企业业务管理制度的企业数占比最低,为24.5%,可见,中国民营企业在应对重大经济社会风险的危机处理能力上还有较大的提升空间,通过提升企业危机处理能力以增加投资收益预期值更显紧迫。

表9 企业危机处理能力对重大风险预期影响总投资的对冲作用

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Ln_inv</i>	<i>Ln_inv</i>	<i>Ln_inv</i>	<i>If_inv</i>	<i>If_inv</i>	<i>If_inv</i>
<i>Risk_a</i>	-0.2897*** (-3.9019)			-0.0973*** (-3.9778)		
<i>Risk_a</i> × <i>Ability_cri</i>	0.1065*** (3.3394)			0.0364*** (3.4491)		
<i>Risk_e</i>		-0.3149*** (-3.0452)			-0.1123*** (-3.2942)	
<i>Risk_e</i> × <i>Ability_cri</i>		0.1237*** (2.7762)			0.0449*** (3.0397)	
<i>Risk_s</i>			-0.8800*** (-4.4625)			-0.2693*** (-4.1633)
<i>Risk_s</i> × <i>Ability_cri</i>			0.2984*** (3.5278)			0.0917*** (3.2879)
<i>Ability_cri</i>	-1.3119 (-1.6097)	-0.8812 (-1.0636)	-0.7095 (-1.1716)	-0.5053* (-1.8848)	-0.4070 (-1.4898)	-0.2297 (-1.1580)
N	3583	3583	3583	3583	3583	3583
Pse- R <sup>2</sup>	0.0929	0.0921	0.0940	0.1812	0.1797	0.1830

### 3. 企业家管理能力的对冲机制

关于企业家管理能力  $Ability_{entre_{ijk}}$  的指标选取,根据调查问卷第三部分第28题“您在开办私营企业前的主要经历”,涉及在不同市场主体中的经历,包括“国有集体企业、其他私营经济企业、外资和港澳台企业、个体工商户”等4个选项,对其进行赋值,有一项经历赋值1,并进行累加。<sup>①</sup>表10显示,无论是对投资规模,还是对投资倾向,企业家管理能力的对冲作用都为正,且全部达到或接近显著性检验,说明企业家在其他市场主体工作经历越多,越有助于对各类风险的准确预测和提前有效应对准备,也越有助于增强投资信心和应对能力,降低重大风险预期的负面效应。重大风险预期标准化后结果显示,企业家管理能力对重大社会风险预期的对冲作用显著性和边际效应均要略弱于对重大经济风险预期的对冲作用<sup>②</sup>。其可能的原因在于,企业家管理能力越强,一般越会掌控企业

① 很多企业家在创业前都有在其他市场主体工作的经历,这也为其以后的创业积累了丰富的知识、经验和资源基础,经历越多,资源积累就会相对更丰富,知识面相对来说就会更宽广,管理能力也会得到更多的提升,在应对重大风险预期可能的冲击时就会更加沉着而不慌乱。

② 标准化后结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。



的重大决策和日常管理,使得职业经理人的作用被弱化;企业家经历了创业过程,积累了比较多的经验知识,应对、处理经济风险的能力相对较强,由此其管理能力的提升有助于减弱风险预期对投资的不利影响;但社会风险涉及的知识面更广,形式更多样化,发生与影响的不确定性更大,单靠企业家个人的能力可能无法胜任,由此其管理能力对社会风险发生的概率和收益的预期的影响相对较弱。总体来看,假说3的相应部分得到检验。

表 10 企业家管理能力对重大风险预期影响总投资的对冲作用

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Ln_inv</i>	<i>Ln_inv</i>	<i>Ln_inv</i>	<i>If_inv</i>	<i>If_inv</i>	<i>If_inv</i>
<i>Risk_a</i>	-0.1134*** (-3.3083)			-0.0361*** (-3.2858)		
<i>Risk_a</i> × <i>Ability_entre</i>	0.0485* (1.8239)			0.0155* (1.8416)		
<i>Risk_e</i>		-0.1219** (-2.5213)			-0.0385** (-2.5027)	
<i>Risk_e</i> × <i>Ability_entre</i>		0.0659* (1.7417)			0.0206* (1.7229)	
<i>Risk_s</i>			-0.3488*** (-3.9292)			-0.1117*** (-3.8868)
<i>Risk_s</i> × <i>Ability_entre</i>			0.1069 (1.5685)			0.0359* (1.6542)
<i>Ability_entre</i>	-0.6016 (-0.8688)	-0.5826 (-0.8195)	-0.1223 (-0.2415)	-0.1888 (-0.8646)	-0.1729 (-0.7748)	-0.0502 (-0.3103)
N	3782	3782	3782	3782	3782	3782
Pse-R <sup>2</sup>	0.0904	0.0898	0.0913	0.1755	0.1741	0.1776

从中国民营企业内部管理结构看,大多数民营企业是家族式企业,在重大决策上仍由企业家本人掌握,日常管理甚至都由企业家亲力亲为。根据2016年的全国私营企业抽样调查数据,主要出资人本人与家族成员的净资产额占比达83.82%;在重大决策中,由企业家本人决定的企业数占比达53.94%;在日常管理中,由企业家本人负责的企业数占比达65.15%;而在2014年的抽样调查数据中,这三个指标数值分别为78.78%、47.75%和59.08%,表明中国民营企业的所有权和经营权有进一步回归企业家的趋势。中国的老一代民营企业家实践经验丰富,但重大经济社会风险涉及的领域越来越复杂,对企业家本人的知识范围和更新速度都提出了很高要求。此外,新生代民营企业家的崛起正在改变传统的企业家队伍,这些年轻企业家的学历较高,大部分都有海外求学经历,思维活跃、知识储备丰富、国际化视野宽广;但由于很多人在年龄较小时就去了国外,对国内社会和营商环境并不太了解,而且很多由于没有从基层岗位历练,对企业的实际情况了解浮于表面。因此,面对各种重大经济社会风险趋增,中国民营企业家还需从多渠道来提升管理能力,从而通过提升应对风险的能力来降低风险预期对投资的不利影响。

## 六、结论与启示

### 1. 结论

利用2018年最新一轮全国私营企业抽样调查数据,本文实证检验了重大风险预期对企业投资

的影响,研究表明:①企业家的重大风险预期对企业的投资规模和结构有负面冲击;风险预期会降低投资规模、恶化投资结构,其中对研发投资的抑制效应最大,其次是对扩大规模、收购兼并等扩张性投资的负面冲击作用,而对包括房地产、股市期货、民间借贷等非实体投资基本没有显著性影响。②区分重大经济风险预期和重大社会风险预期,两种预期对投资规模和投资倾向都有抑制效应,相对来说,重大社会风险预期的抑制效应更大;两种预期都会恶化企业的投资结构,重大经济风险预期主要对研发投资有显著的负面冲击,而重大社会风险预期则对扩张性投资、研发投资和非实体投资均有显著性的抑制作用。③政府民生保障、企业危机处理能力和企业家管理能力对重大风险预期的投资抑制效应均有对冲作用,对重大社会风险预期的对冲作用大于重大经济风险预期,对研发投资和扩张性投资的对冲作用大于非实体投资。

本研究提供了对冲外部重大风险预期的投资抑制效应以稳定民营企业投资规模和防止企业投资结构恶化的证据,深化了对企业家重大风险意识作用的认识。长期以来,在“稳投资”对策上,主要关注企业的具体需要,如融资难、融资贵问题,“玻璃门”“旋转门”“卷帘门”等市场准入问题,优化营商环境问题,而对企业家对外部重大风险预期的关注不够,在精准施策上还存在改进空间。

## 2. 启示

(1)为民营企业对各类风险的理性预期提供良好的外部条件,培育企业不断更新信息以对风险预期进行纠偏的机制。研究表明,随着国内外各种重大风险不断凸显,企业获得较为充分的信息进行理性预期,做好防范和对冲措施,是保障社会投资稳定进而经济平稳发展的关键。对民营企业来说,信息获取和信息质量是制约其理性预期的重要因素,因此,优化营商环境除了要加强法治、简政放权,实现信息透明共享、沟通顺畅,应该成为其核心内容。尤其在数字经济和物联网快速发展的当下,各行业协会可以着力于构建产业链上下游打通的信息平台,并汇集各类服务部门和风投、咨询、中介等专业服务机构,为企业进行信息收集、交流和更新从而理性预期提供强力支撑。

(2)高度重视外部重大风险预期恶化对投资规模和结构的冲击,尤其要注意重大社会风险预期的影响。本文研究发现,重大风险预期会显著影响企业投资的规模和结构,会助推“脱实向虚”的趋势。此外,重大社会风险预期对民营企业投资信心的影响比重大经济风险预期影响更大,尤其对研发投资负面影响比较大,因此,提升民营企业家的投资信心,除了改善重大经济风险预期,亟需改善重大社会风险预期,相比而言,重大社会风险的冲击往往范围更广、影响更深远,不仅仅企业经营会受到冲击,每一个社会成员都难以独善其身;既有即期冲击,也会产生远期影响;既有现实冲击,更有心灵影响,因此企业对社会风险带来冲击的预期往往更大。因此,在应对重大社会风险预期的影响效应上,要将视野放得更宽更远,不仅仅聚焦企业的发展困境,也要关注社会成员的生存状态。此外,可以针对一些重要领域的研发设立风险基金,一旦风险发生,可为企业研发后续投资和成果转化提供相应支持,从而改善企业预期,提升企业研发的信心,遏制“脱实向虚”的趋势。

(3)注重培育各种重大风险预期的对冲机制,降低重大风险预期对企业投资的负面冲击。重大风险预期除了来自国际社会,还来自国内。随着中国社会的主要矛盾逐渐转向民生领域,教育、医疗、社会保障和住房保障等压力已经成为影响社会和谐的主要因素,社会风险的潜在影响越来越大。为此,政府亟需转变角色,简政放权,从经济建设角色转型为民生服务角色,加厚社会“安全垫”,增强社会“安全感”以增强社会抗风险能力,从而提升企业投资信心。此外,本文研究也表明,企业危机处理能力和企业家管理能力都在一定程度上可以抵消重大风险预期恶化对投资的负向冲击作用,因此,从企业自身来说,应该要着力完善企业治理结构,从战略高度未雨绸缪,提升转“危”为“机”的能力;同时,企业家要利用工作平台和各种可能的机会,加强学习和知识更新,提高自身的业

务素质,提升能力和自信,同时要加大对企业家后备接班人的培训,让其在实践中锻炼和加速成长。从政府来说,一方面要做好对企业家的各种服务,构建“亲”“清”新型政商关系;另一方面要提升应急处理能力,为企业提供各种专业服务,以提升其抗风险的能力。因此,从企业和企业家层面来说,除了增强风险意识,提升抗风险能力从而降低风险影响,是对冲风险预期对投资抑制效应的关键。

(4)对于重大风险发生后企业投资信心的提振,需要注重改善企业预期。政府对企业的税费减免、补助,以及对个人的民生保障,不但能帮助企业和个人渡过难关,还有助于改善企业的预期,增强其长期持续投资的信心,也有助于提升个人的消费信心和能力,进而传导到企业的生产。本文使用的调查数据是对未来五年的重大风险预期,可见重大风险预期影响的时间周期较长,则当良好的经济社会环境使得企业长期形成了较低的风险预期,短期发生的风险对其后期预期的影响一般也较小,因此,维持稳定的良好的经济社会环境和政策的稳定是保障企业投资信心的关键。尤其在当前全球各种经济社会风险趋增的背景下,对内改善营商环境和保障社会稳定发展,对外持续改善国际合作关系,是降低企业风险预期和提升投资收益预期的重要基础。

#### [参考文献]

- [1]陈工,何鹏飞. 民生财政支出分权与中国城乡收入差距[J]. 财贸研究, 2016,(2):95-103.
- [2]甘犁,秦芳,吴雨. 小微企业增值税起征点提高实施效果评估——来自中国小微企业调查(CMES)数据的分析[J]. 管理世界, 2019,(11):80-88.
- [3]顾夏铭,陈勇民,潘士远. 经济政策不确定性与创新——基于我国上市公司的实证分析[J]. 经济研究, 2018,(2):109-123.
- [4]郭蓉,文巧甜. 双重业绩反馈、内外部治理机制与战略风险承担[J]. 经济管理, 2019,(8):91-112.
- [5]黄玖立,李坤望. 吃喝、腐败与企业订单[J]. 经济研究, 2013,(6):71-84.
- [6]黄俊威,龚光明. 融资融券制度与公司资本结构动态调整——基于“准自然实验”的经验证据[J]. 管理世界, 2019,(10):64-81.
- [7]柯善咨,尹靖华. 民生目标下政府的支出竞争和福利效应[J]. 统计研究, 2016,(7):11-18.
- [8]李建伟,王伟进. 我国经济社会转型与社会治理创新[J]. 经济纵横, 2019,(12):33-50.
- [9]李拉亚. 预期与不确定性的关系分析[J]. 经济研究, 1994,(9):12-19.
- [10]李晓嘉,蒋承,胡澍漪. 民生性财政支出对我国家庭多维贫困的影响研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2019,(11):160-177.
- [11]刘晔. 加快建立以民生福祉为中心的现代财政制度[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2018,(3):15-22.
- [12]聂辉华,阮睿,沈吉. 企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置[J]. 世界经济, 2020,(6):77-98.
- [13]王伟进,焦长权. 从矛盾应对走向矛盾预防——从财政支出看我国社会治理的演变趋势[J]. 财政研究, 2019,(9):62-77.
- [14]魏下海,董志强,金钊. 腐败与企业生命力:寻租和抽租影响开工率的经验研究[J]. 世界经济, 2015,(1):105-125.
- [15]文东华,潘飞,陈世敏. 环境不确定性、二元管理控制系统与企业业绩实证研究——基于权变理论的视角[J]. 管理世界, 2009,(10):102-114.
- [16]巫岑,黎文飞,唐清泉. 产业政策与企业资本结构调整速度[J]. 金融研究, 2019,(4):92-110.
- [17]吴忠民. 转型期社会矛盾冲突的三个层级及主要影响因素[J]. 社会科学, 2020,(1):85-101.
- [18]徐业坤,钱先航,李维安. 政治不确定性、政治关联与民营企业投资——来自市委书记更替的证据[J]. 管理世界, 2013,(5):116-130.
- [19]许年行,谢蓉蓉,吴世农. 中国式家族企业管理:治理模式、领导模式与公司绩效[J]. 经济研究, 2019,(12):165-181.
- [20]Arrow, K. J. The Economics of Moral Hazard: Further Comment[J]. American Economic Review, 1968,58(3):190



- 537-539.
- [21]Bachmann, R., and S. Elstner. Firm Optimism and Pessimism [J]. *European Economic Review*, 2015,(79): 297-325.
- [22]Baker, S. R., and N. Bloom. Does Uncertainty Reduce Growth? Using Disasters as Natural Experiments[R]. NBER Working Paper, 2013.
- [23]Barro, R. J. Rational Expectations and the Role of Monetary Policy [J]. *Journal of Monetary Economics*, 1976, 2(1):1-32.
- [24]Bermanke, B. S. Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1983, 98(1):85-106.
- [25]Bian, J., and X. Zhao. Tax or Subsidy? An Analysis of Environmental Policies in Supply Chains with Retail Competition[J]. *European Journal of Operational Research*, 2020,283(3):901-914.
- [26]Bloom, N. The Impact of Uncertainty Shocks[J]. *Econometrica*, 2009,77(3):623-685.
- [27]Chen, C., T. Senga, C. Sun, and H. Zhang. Expectation Formation and Firm Activities: New Evidence from a Business Outlook Survey In Japan[R]. RIETI Discussion Paper Series, 2018.
- [28]Coibion, O., and Y. Gorodnichenko. Information Rigidity and the Expectations Formation Process: A Simple Framework and New Facts[J]. *American Economic Review*, 2015,105(8):2644-2678.
- [29]Coibion, O., Y. Gorodnichenko, and S. Kumar. How Do Firms form Their Expectations? New Survey Evidence[J]. *American Economic Review*, 2018,108(9):2671-2713.
- [30]Cummins, J. G., K. Hassett, and S. Oliner. Investment Behavior, Observable Expectations and Internal Funds[J]. *American Economic Review*, 2006,96(3):796-810.
- [31]Dixit, A. K., and R. S. Pindyck. *Investment under Uncertainty*[M]. Princeton: Princeton University Press, 1994.
- [32]Friedman, M., and L. Savage. The Utility Analysis of Choices Involving Risk[J]. *Journal of Political Economy*, 1948,56(4):279-279.
- [33]García -Canal, E., and M. F. Guillén. Risk and the Strategy of Foreign Location Choice in Regulated Industries[J]. *Strategic Management Journal*, 2008,29(10):1097-1115.
- [34]Garvey, J., and M. Mullins. Contemporary Terrorism: Risk Perception in the London Options Market [J]. *Risk Analysis*, 2008,28(1):151-160.
- [35]Hambrick, D. C., and P. Mason. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers[J]. *Academy of Management Review*, 1984,9(2):193-206.
- [36]Hillson, D. Extending the Risk Process to Manage Opportunities [J]. *International Journal of Project Management*, 2002,20(3):235-240.
- [37]Julio, B., and Y. Yook. Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles [J]. *Journal of Finance*, 2012, 67(1):45-83.
- [38]Kellogg, R. The Effect of Uncertainty on Investment: Evidence from Texas Oil Drilling [J]. *American Economic Review*, 2014,104(6):1698-1734.
- [39]Mackowiak, B., and M. Wiederholt. Optimal Sticky Prices Under Rational Inattention [J]. *American Economic Review*, 2009,99(3):769-803.
- [40]Mankiw, N. G., and R. Reis. Sticky Information Versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2002,117(4):1295-1328.
- [41]Marschak, J. Role of Liquidity under Complete and Incomplete Information [J]. *American Economic Review*, 1949,39(3):182-195.
- [42]Morikawa, M. Business Uncertainty and Investment: Evidence from Japanese Companies [J]. *Journal of Macroeconomics*, 2016,(49):224-236.

- [43]Morikawa, M. Measuring Firm Level Uncertainty: New Evidence from a Business Outlook Survey [R]. Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI), 2018.
- [44]Oh, C. H., and J. Oetzel. Multinationals' Response to Major Disasters: How Does Subsidiary Investment Vary in Response to the Type of Disaster and the Quality of Country Governance [J]. Strategic Management Journal, 2011,32(6):658-681.
- [45]Pindyck, R. S. A Note on Competitive Investment under Uncertainty [J]. American Economic Review, 1993,83(1):273-277.
- [46]Slovic, P., J. Monahan, and D. Macgregor. Violence Risk Assessment and Risk Communication: The Effects of Using Actual Cases, Providing Instruction, and Employing Probability Versus Frequency Formats[J]. Law and Human Behavior, 2000,24(3):271-296.
- [47]Willett, A. H. The Economic Theory of Risk and Insurance[M]. London: PS King and Son, 1901.

## Major Risk Expectation, Enterprise Investment and Hedging Mechanisms

CHEN Dong<sup>1,2</sup>, CHEN Ai-zhen<sup>3</sup>, LIU Zhi-biao<sup>2</sup>

- (1. School of Business, Anhui University of Technology, Maanshan 243032, China;
2. Yangtze IDEI, Nanjing University, Nanjing 210090, China;
3. School of Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

**Abstract:** The latest survey data of nationwide private enterprises (2018) conducted by five Departments including the CPC Central Committee has various kinds of data about entrepreneurs' risk expectations, which can truly reflect individuals' subjective judgments. This paper uses the survey data to empirically test the impact of major risk expectation on enterprise investment. We find that high risk expectations of entrepreneurs not only have a major inhibitory effect on the scale of enterprise's investment, but also deteriorate enterprise's investment structure, with the strongest inhibitory effect on R&D investment, followed by expansionary investment, and the weakest inhibitory effect on non-entirety investment. Compared with major economic risk expectations, major expectations of social risks such as natural disasters, public health, and social conflicts are expected to have a greater negative impact on enterprise investment. The hedging mechanism test shows that the government's livelihood guarantee, the enterprise's crisis management ability and the entrepreneur's management ability can reduce the inhibiting effect of the major risk expectation on the enterprise investment by improving the entrepreneurs' expectation on the occurrence probability and impact of the risk, which can especially alleviate the negative impact on R&D investment, and help to inhibit the deterioration of enterprise's investment structure; In comparison, the hedging effect on the major social risk suppression effect is greater. Thus, as the global major social risks tend to be serious, it is urgent to pay attention to the prevention of major social risks. This study not only plays an important role of early warning in understanding the major risk expectation of enterprises in advance and then carrying out active anticipatory intervention to stabilize the investment of enterprises, but also provides important policy support for the revision of expectations after the occurrence of major social risks and the post-repair work of reducing the inhibitory effect on enterprises investment

**Key Words:** risk expectation; private enterprise; economic risk; social risk; investment

**JEL Classification:** O31 D22 I23

[责任编辑:章毅]