

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

苏 坤

[摘要] 金字塔股权结构是当前公司治理领域的研究前沿与热点问题,现有金字塔股权结构问题的研究过多地关注民营金字塔股权结构,而忽视了占中国证券市场主体的国有金字塔股权结构问题。在转型经济的中国普遍存在着政府干预企业尤其是国有企业的现象。在继续深化国有企业改革与政府不断放权的背景下,本文以中国沪、深两市A股国有控股非金融类上市公司为研究对象,通过手工搜集国有金字塔层级数据量化政府放权程度,研究了国有金字塔层级如何影响企业风险承担,以及这种影响在不同政府控制级别的公司间所存在的差异。研究结果表明,国有金字塔层级的延长降低了政府干预程度,有助于提高企业决策权和经营活力,提升国有企业风险承担水平;而且,与中央政府控制企业相比,地方政府尤其是市、县级政府控制企业国有金字塔层级对公司风险承担的促进作用显著更大。同时,本研究还发现,随着国有金字塔层级的延长,政府干预程度降低,企业价值相对较高,提高公司风险承担有利于增加企业价值,在国有金字塔层级与企业价值间的关系中,风险承担发挥着显著的中介作用。本研究表明中国国有企业改制第二条路径具有积极的实施效果,对进一步推动国有企业改革、提高企业活力和风险承担具有重要的启示意义。

[关键词] 风险承担; 金字塔层级; 企业价值; 国有企业

[中图分类号]F272.9 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2016)06-0127-17

一、问题提出

中国社会主义的性质决定了以公有制为主体的经济体制基础,国有经济在中国经济发展中扮演着至关重要的角色。而国有经济的效率问题一直是理论界与实务界关注的焦点问题^[1]。在国有经济体制中,由于政府扮演着“裁判员”与“运动员”的双重角色,政府目标与企业的目标并不一致,政府对经济的干预还比较严重,它们很容易将自身应承担的社会责任转嫁到企业特别是国有企业,从而造成了国有产权的低效率^[2,3]。因此,在中国转型经济的发展过程中,国有企业改革一直是经济体制改革的重心。国有企业改革的关键是降低政府干预,实现企业决策的市场化与专业化,其实现路

[收稿日期] 2016-03-07

[基金项目] 国家自然科学基金青年项目“股权激励、管理层权力与公司风险担当”(批准号 71402141);教育部人文社会科学研究青年基金项目“管理层股权激励、风险承担与资本配置效率”(批准号 14YJC790103);中国博士后科学基金项目“我国公司风险承担动因与影响效应研究”(批准号 2015M582705)。

[作者简介] 苏坤(1984—),男,河南民权人,西北工业大学管理学院副教授,管理学博士。电子邮箱:suk711@126.com。感谢匿名评审专家和编辑部的意见,文责自负。

径一般有两个:私有化与放权。

对于第一条路径,中国实行的是以“抓大放小”为原则的快速民营化改革,而目前国内已有的国有企业改制效果的文献也大都是围绕该条路径进行的^[3,4]。然而,以公有制为主体的社会主义性质决定了不可能通过大规模的产权转让实现民营化(尤其是在关系国计民生的关键领域),这时就需要采取其他的分权手段实现改制的目标。在确保国有控股的情况下,Fan et al.^[5]发现金字塔式股权结构的建立使得政府与企业间形成了一个隔离带,恰恰是政府对所控制公司分权(减轻干预)为目的的组织结构安排,政府与公司之间的代理链层级越长,干预的可能性就越低,国有金字塔层级是衡量降低政府干预程度的有效度量方式,也是在没有转让公司所有权的情况下降低政府干预的可信机制。后续的研究也表明降低政府干预是国有金字塔结构产生的重要原因^[6]。自20世纪90年代以来,中国政府大量采取了类似的金字塔股权结构(将优质资产注入新成立的子公司,在保持国有控股的基础上逐渐脱离政府的控制与干涉)来降低政府干预^[6-8],以有效推进国有企业改革,这也就形成了如上所述的国有企业改制的第二条路径,而目前国内较少有文献对该条路径改制的实施效果进行评价。

政府政治的目标是以“稳”为核心,企业的目标是以“利”为核心,在政府干预比较严重的情况下国有企业则同时肩负上述双重目标。随着国有企业改制的推进和国有金字塔层级的隔离,国有企业“稳”的动机将逐渐降低,而“利”的动机则将大为提高,进而将按照市场规则勇于担当风险,敢于追求风险较高但收益也相对较高的投资机会,提升企业风险承担水平。同时,不同政府控制级别的企业政府干预程度具有很大的差异,国有金字塔层级对公司风险承担的影响在不同政府控制级别的公司又具有怎样的差异呢?进一步地,风险承担对于企业长期价值的提升具有重要意义,投资者能否意识到政府的分权行为,赋予金字塔层级较多的国有企业更高的企业价值呢?基于此,本文以中国国有金字塔独特的形成制度背景为基础,以中国国有控股上市公司样本为研究对象,剖析国有金字塔层级对企业风险承担的影响,并揭示这种影响在不同政府控制级别的公司间所具有的差异。进一步地,在探究国有金字塔层级与企业价值关系的基础上,进而探讨公司风险承担在国有金字塔层级与企业价值之间起到何种效应。研究发现,国有金字塔层级的增加降低了政府干预,显著提高了公司风险承担,并且国有金字塔层级的风险承担促进效应在地方政府尤其是市、县级政府控制的企业更为显著。同时,国有金字塔层级的延长有利于增加企业价值,在国有金字塔层级与企业价值之间的关系中公司风险承担具有显著的中介效应。

本文的贡献主要体现在以下几个方面:第一,首次从公司风险承担的视角系统检验了国有企业改制第二条路径(放权)的实施效果,丰富了国有企业改制效果评价的研究。已有国有企业改制效果的研究大都是围绕第一条路径(私有化)来研究的^[3,4],而本文则是从政府放权是否有利于提高公司风险承担水平的视角直接检验了国有企业改制第二条路径的实施效果,有利于对目前国有企业改制的效果进行评价。第二,从金字塔层级的视角丰富了公司风险承担影响因素的研究。已有关于股权结构与公司风险承担关系的文献主要是从管理层股权^[9]与大股东直接持股^[10]以及终极股东控制权与现金流权分离的视角^[11]进行研究的,而本文则基于国有金字塔结构的产生背景从国有金字塔层级的视角为公司风险承担的影响因素提供了新的解释,并进一步检验了这种影响在不同政府控制级别的公司所具有的差异。第三,丰富了金字塔层级及其经济后果的研究。关于金字塔层级现有研究虽有所涉及,但主要是基于代理理论探讨私有企业中金字塔层级的形成原因与经济后果,而对国有金字塔结构的探讨相对较少。而国有企业金字塔层级的形成具有独特的制度因素,且国有企业是类似中国这样的转型经济国家里资本市场的主体(这与西方发达国家的资本市场背景具有很大

的不同)^[5,6],而本文则聚焦转型经济制度背景下中国国有企业中的金字塔层级,并验证前人较少涉及的其对公司风险承担的影响,丰富了金字塔层级经济后果的研究。第四,为国有金字塔层级对企业价值的影响路径提供了新的观点。已有研究表明政府放权(国有金字塔层级的延长)有利于企业绩效和价值的提升^[12],本文进一步发现国有金字塔层级的延长提高了公司风险承担,而公司风险承担对国有金字塔层级与企业价值之间的关系具有显著的中介效应。这表明风险承担是国有金字塔层级影响公司价值的重要渠道,为中国进一步推进国有企业改制、提高公司风险承担水平提供了理论依据。本论文的后续结构安排如下:第二部分是理论分析与研究假设;第三部分为本文研究设计,第四部分是本文的实证检验结果与分析,第五部分是研究结论。

二、理论分析与研究假设

金字塔股权结构是指控股股东通过一系列多层级的中间实体(公司)来间接控制上市公司的一类组织结构类型,在中国乃至世界范围内都非常普遍^[6]。La Porta et al.^[13]的研究表明投资者保护程度是金字塔结构存在的重要原因,在投资者保护较弱的国家,金字塔股权结构更为普遍。在中国,国有与民营金字塔层级的形成具有巨大的差异,以往研究较多地关注民营金字塔结构,而对国有金字塔结构的研究相对较少^[7]。民营金字塔结构的形成主要有“内部资本市场假说”(缓解融资约束)和“掏空学说”两种理论解释,这也被众多的实证研究所证实^[14,15]。而国有金字塔结构的形成是政府放权减轻政治干预、加强企业市场化经营提高公司效率的组织结构安排(“分权学说”)^[6]。当国家产权保护水平不高时,金字塔结构作为法律保护的替代机制能够使企业免受政府的行政干预,相关证据也表明制度环境越好、政府负担越轻,地方政府追求长期发展的动机越强,国有企业的金字塔层级就越多^①。国有金字塔结构在形成原因上具有很大的特殊性,在类似中国这样的转型经济国家也非常普遍^[5,6]。因而国有金字塔层级对公司风险承担的影响也主要通过减轻政府干预的机制发生作用。

在政府干预对公司风险承担的影响方面:政治观认为政府干预的原因在于政府目标与企业目标的差异性,政府干预的目的在于政府将其所应承担的部分社会职能施加于所控制企业以实现其相应的政府社会或政治目标,如解决就业问题、维护社会稳定、解决财政困难(税收)以及社会公益等政府应承担的社会职能^[16]。政府政治目标的嵌入决定了国有企业本质上蕴含着较强的风险规避特征^[17],具有较低的风险承担水平,这是由于过高的风险承担不利于国有企业政治目标和社会稳定功能的实现。同时,在转型经济的制度背景下,国有企业高管的职位往往是政府行政任命的,具有相应的行政级别,对于国有企业高管的考核也掺杂着多种政治因素^[18],其薪酬水平受到严格的限制,与企业效益关系不大,这就降低了管理层的风险偏好^[19]。而从企业高管自身讲,减轻政府干预增大了企业高管层的自主决策权,基于权力制衡视角提出的“行为决策理论”认为管理者自主权越大,越有助于从事高风险承担的项目^[19,20],这也被国内实证研究所证实^②。随着政府干预的降低,对政治目标的追求趋于降低,而对经济目标的追求将逐渐增大,也将选择更为积极的投资策略也即更多高风险但预期净现值为正的投资机会^[21]。再加上国有企业高管具有强烈的政治晋升动机^[22],其倾向于讨

① 关于两类金字塔结构的形成差异以及理论解说在 Fan et al.^[5,6]的论文中进行了详细的解释和验证,后续的学者也进一步进行了补充与验证。

② 关于管理层自主权与公司风险承担间的关系存在着两种截然相反的理论学说:“行为决策理论”(管理层自主权越大,风险承担水平越高)与“代理人风险规避假说”(为降低自身财富所面临的风险,倾向于降低风险承担)。近年来的实证研究表明中国企业更符合行为决策理论关于“管理层自主权与公司风险承担关系”的推论^[19,20]。

好政府官员,帮助政府实现政治目标,具有强烈的“不求有功,但求无过”动机,而风险承担项目一旦失败将严重危害其政治晋升,因而在严重的政府干预情境下,国有企业高管的风险承担动机不足。政府干预越严重,上述现象就越明显,整体而言政府干预降低了国有企业的风险承担水平,政府干预越强,国有企业的风险承担水平越低。

如前所述,国有金字塔多层级结构是在公有制经济背景下贯彻政府对国有企业放权改制的组织结构安排,是降低政府干预的重要途径,有利于提高企业决策自主权和效率^[5,9]。金字塔层级使得上市公司与政府相隔离,远离各级政府的控制,能够为政府干预带来障碍,是实现政府分权的一种可靠方式^[6],以致于 Fan et al.^[6]认为国有金字塔产生的原因即是为避免政府的政治干预。国有金字塔层级的延长导致较高的政府控制与信息传递成本,增加了政府与国有企业间的信息不对称程度,影响着政府对国有企业干预的便利程度,政府对国有上市公司的干预成本也就相对较高^[23],而政府对直接控制公司的干预成本则相对较低,因而国有金字塔层级先天具有降低政府干预的特点,能够降低政府干预的动机^[8]。金字塔组织结构也是政府做出不干预的一种承诺,这是因为复杂的金字塔组织结构使得政府获取公司日常运营相关的及时充分信息的成本更高^[24]。处于金字塔底层公司的信息必须经过中间代理链层级才能传到顶层政府控制者手中,而由于中间代理链层级的无效性以及它们与顶层控制者的利益冲突势必会阻碍信息未必能够按照政府控制者的需求来及时传递^[25]。已有研究也表明金字塔结构内的信息传递成本能够降低政府干预的动机^[26]。Fama and Jensen^[27]认为在公有制下增加政府与代理人间的层级是实现政府下放决策权的手段,有利于实现企业决策权与专有知识的结合。因而,国有金字塔层级的延长有助于降低政府干预的概率和程度,进而促进公司的市场化运营。而政府干预程度的降低则有利于国有企业政治目标的剥离,提高国有企业管理层行为的“受益”与“受损”效应,从而有助于促进企业(管理层)按照市场化规则来勇于担当风险,提高企业活力,敢于追求风险较高但收益也相对较高的投资机会,提升国有企业的风险承担水平。因而,作为度量政府分权程度的国有金字塔层级越长,政府干预程度就越弱,进而促进公司风险承担水平的提高。在此基础上提出:

假设 1:国有金字塔层级与公司风险承担正相关。

国有上市公司按照实际控制人的不同又可以分为中央政府控制与地方政府控制(包括省级、市级、县级等)的上市公司。在当前中国行政分权体制下,各级政府的“财权”与“事权”具有很大的差异,进而导致各级政府对所控制公司的干预程度不同^[28]。20 世纪 90 年代的财税体制改革(分税制改革)导致更多的税收收益流向中央政府,而同时地方政府越来越直接面临着更多的社会事务、公共支出并没有减少,进而导致了地方政府的财政困难^[29]。而相邻级别地方政府的财政关系往往由上级政府决定,当省级政府财政困难时,将向市级政府转移财政压力,同样市级政府也会将财政压力转移给更基层的政府^[30]。也就是说,通常而言政府行政级别越低,所面临的财政困难往往就越严重,干预所控制企业的动机也就越强。Wang and Xiao^[31]也发现地方政府为了短期目标更可能干预所控制企业,干预程度也往往更大。刘行和李小荣^[32]从税收负担视角的研究也表明地方政府相对中央政府对国有企业的干预更强。由于低层级政府对所控制企业的干预程度更大,而国有金字塔层级能够有效地降低政府干预,因而在低层级政府所控制的企业更需要金字塔结构的设立来减轻干预,金字塔层级所能发挥的作用也相对更大。国有金字塔层级能够促进公司风险承担,在低层级政府所控制的企业,国有金字塔层级的延长对公司风险承担的促进作用也就相对更大。在此基础上提出:

假设 2:与中央政府控制企业相比,低层级政府控制的企业国有金字塔层级对公司风险承担的促进作用相对更大。

三、研究设计

1. 变量设计

(1) 公司风险承担。在前人研究基础上^[33], 采用如下三种方法衡量公司风险承担: ①采用资产收益率的波动性来衡量风险承担水平($CRT1$)(经行业和年度均值调整后, 细分制造业)。首先, 采用如下模型(1)计算行业(细分制造业)和年度均值调整后的资产收益率:

$$AdjROA_{ijt} = \frac{EBIT_{ijt}}{A_{ijt}} - \frac{1}{n_{jt}} \left(\sum_{k=1}^{n_{jt}} \frac{EBIT_{ikt}}{A_{ikt}} \right) \quad (1)$$

其次, 以5年作为一个观测时段($T=5$), 采用滚动计算的方式计算该时段内经行业和年度均值调整后的资产收益率的标准差。计算公式如模型(2)所示:

$$CRT1_{it} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left(AdjROA_{ijt} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T AdjROA_{ijt} \right)^2} \quad (2)$$

其中, $AdjROA_{ijt}$ 表示经行业和年度均值调整后的资产收益率(细分制造业), $EBIT$ 表示息税前利润, A 表示期初资产总额, 下标 i, j 和 t 分别表示公司、行业和年度, n 表示在第 t 年度 j 行业中的公司数。②采用经行业(细分制造业)和年度均值调整后的净资产收益率的波动性来衡量公司风险承担($CRT2$)。其计算方法与第一种计算方法相同(只需将资产收益率指标替换为净资产收益率)。③采用在一个观测时段($T=5$)内, 资产收益率最大值与最小值的差额来衡量公司风险承担($CRT3$), 计算公式如模型(3)所示。

$$CRT3_{it} = \text{Max}(ROA_{ijt}, ROA_{ijt+1}, \dots, ROA_{ijt+T}) - \text{Min}(ROA_{ijt}, ROA_{ijt+1}, \dots, ROA_{ijt+T}) \quad (3)$$

(2) 国有金字塔层级与政府控制级别。国有金字塔层级(LAY)是指国有上市公司到最终控制人之间的代理链长度(层级)。参照章卫东等^[8]研究, 如果最终控制人直接控制上市公司, 则金字塔层级为1, 然后依次类推。如果金字塔结构有多个代理链条, 则选择代理链层级最长的链条为代表。金字塔层级越高, 政府对国有上市公司的干预程度就越低。政府控制级别是指国有上市公司最终控制人的行政级别, 本文根据最终控制人行政级别的不同将国有企业划分为中央级政府控制、省级政府控制和市、县级(及以下)政府控制三种类型。以中央级政府控制为参照, 设置省级政府控制($LOCAL1$)和市、县级(及以下)政府控制($LOCAL2$)两个虚拟变量, 当国有上市公司分别属于上述政府控制类型时, 相应虚拟变量取值为1, 否则为0。国有金字塔层级以及政府控制级别数据手工搜集于上市公司年报中披露的公司与最终控制人之间的产权及控制关系方框图。

(3) 企业价值。学术界对于公司价值的衡量通常采用两类指标: 会计类指标和市场类指标。会计类指标通常包括资产收益率(ROA)、净资产收益率(ROE)等, 但这类指标在衡量公司价值时存在着很大局限, 基于如下原因本文没有采纳会计类指标: 会计类指标仅能反映公司的当期业绩, 是公司财务数据的历史信息, 不能反映公司未来的价值^[34]。而从研究公司风险承担的内涵看, 公司风险承担更为注重的是公司的长期价值, 且风险承担的短期成本往往相对较高, 风险承担的经济价值短期内并不明显。因此会计类短期指标与公司风险承担的内涵相悖, 并不适合对于公司风险承担经济后果问题的研究。而市场类指标则能克服上述缺陷, 反映投资者对上市公司的评估, 体现的是公司的未来价值和长期价值, 市场类指标真正体现了企业价值的内涵, 与公司风险承担的内涵相一致。因此, 借鉴国内外学者的普遍做法, 本文使用托宾 Q 值度量企业价值($Tobin's Q$)。托宾 Q 值等于股权市值与净债务市值之和除以期末资产总额, 其中在计算股权市值时对于非流通股市值的计算采用

其面值来替代。由于公司风险承担是以 5 年为一个观测阶段来计算的,本文在检验公司风险承担的经济后果时,借鉴李文贵和余明桂^[17]的研究,企业价值(*Tobin's Q*)也采用相应观测阶段内的平均值来衡量。

(4)控制变量。借鉴前人的研究^[33],选取以下控制变量。①公司规模(*Size*)。使用资产总额的自然对数表示公司规模。②资本结构(*Lev*)。使用期末总负债与总资产的比值衡量企业资本结构。③盈利能力(*ROA*)。使用息税前利润与年末资产总额的比值(资产收益率)来衡量企业盈利能力。④成长性(*Growth*)。使用主营业务收入增长率来衡量企业成长性。⑤上市年限(*Age*)。使用上市年限加 1 后的自然对数值来衡量上市年限长短。此外,由于公司风险承担指标的计算已经过行业调整,本文在回归时还控制了年度差异(使用虚拟变量表示)。将各变量汇总如表 1 所示。

表 1 变量定义明细		
变量名称	变量含义	计算方式
<i>CRT1</i>	公司风险承担	经行业和年度均值调整后的资产收益率的波动性(细分制造业)
<i>CRT2</i>	公司风险承担	经行业和年度均值调整后的净资产收益率的波动性(细分制造业)
<i>CRT3</i>	公司风险承担	观测阶段内经行业和年度均值调整后资产收益率最大值与最小值之差
<i>LAY</i>	国有金字塔层级	最终控制人到上市公司之间的代理链长度
<i>LOCAL1</i>	省级政府控制	当公司最终为省级政府控制时,该虚拟变量取 1,否则为 0
<i>LOCAL2</i>	地市级政府控制	当公司最终为市、县及以下级政府控制时,该虚拟变量取 1,否则为 0
<i>Tobin's Q</i>	企业价值	(总负债+流通股市值+每股净资产×非流通股股数)/总资产
<i>Size</i>	公司规模	资产总额的自然对数
<i>Lev</i>	资本结构	总负债/总资产
<i>ROA</i>	盈利能力	2×净利润/(总资产期初余额+总资产期末余额)
<i>Growth</i>	成长性	(本期主营业务收入-上期主营业务收入)/上期主营业务收入
<i>Age</i>	上市年限	上市年限加 1 后的自然对数值来衡量
<i>YEAR_k</i>	年度虚拟变量	当公司属于年度 <i>k</i> 时,该虚拟变量取 1,否则为 0

资料来源:作者整理。

2. 样本与数据来源

本文以中国上海证券交易所和深圳证券交易所两市 2004—2012 年 A 股国有控制上市公司为初始样本,并根据以下标准进行筛选。①剔除金融、保险类行业的上市公司;②剔除在样本期间被 ST、PT 的上市公司样本;③剔除资料不全或缺少相关数据资料的样本。根据前文分析,本文是以 5 年为一个观测时段,采用年度滚动的方式计算公司风险承担,因此本文对于样本的筛选也是以 5 年为一个观测时段进行样本筛选。经过上述筛选程序,共得到 3631 个样本观测值。根据中国证监会 2001 年颁布和实施的《上市公司行业分类指引》,中国上市公司共分为 13 个大类行业,其中由于制造业样本数量较多,本文对制造业进一步按二级代码分类标准细分为 10 个小类(其中 C2:木材、家具业不包括在本文的样本分布内)。由于样本不包含金融、保险类公司,因此最终是按照 20 个行业(制造业按二级代码分类)分类的样本。表 2 列示了本文所最终使用样本的具体行业分布和观测时段分布情况。从表 2 可以看出国有控制企业在关系国家国民经济命脉的重要行业,如石油、化学、塑胶、塑料业,金属、非金属业,以及机械、设备、仪表业等重要行业中分布较广。对所有连续变量进行

了上下 1% 的 Winsorize 处理以消除相关极端值的不利影响。所用的金字塔层级数据手工搜集整理于沪、深证券交易所披露的上市公司年报,其他相关财务数据主要来源于国泰安信息技术有限公司开发的中国股票市场数据库(CSMAR)等。数据分析主要通过采用 Stata11.0 软件来计算分析。

表 2 每个观测时段的样本公司行业及年度分布

行业	观测时段					
	2004—2008	2005—2009	2006—2010	2007—2011	2008—2012	比例(%)
农、林、牧、渔业	13	16	15	14	15	2.010
采掘业	23	26	22	22	32	3.443
食品、饮料	35	36	30	25	27	4.214
纺织、服装、皮毛	19	20	21	20	18	2.699
造纸、印刷	14	15	11	8	7	1.515
石油、化学、塑胶、塑料	90	88	82	78	82	11.567
电子	24	25	25	21	28	3.387
金属、非金属	79	81	78	70	77	10.603
机械、设备、仪表	101	110	104	100	108	14.404
医药、生物制品	45	51	48	46	44	6.445
其他制造业	1	1				0.055
电力、煤气及水的生产供应业	37	40	40	40	54	5.811
建筑业	11	13	13	14	19	1.928
交通运输、仓储业	28	28	27	28	41	4.186
信息技术业	32	37	34	33	31	4.599
批发和零售贸易	66	66	63	60	58	8.620
房地产业	50	53	42	42	40	6.252
社会服务业	21	21	22	20	23	2.947
传播与文化产业	11	11	10	9	12	1.460
综合类	28	29	26	30	27	3.856
合计	728	767	713	680	743	100.000

资料来源:作者计算整理。

3. 研究模型

采用如下模型运用多元回归分析法来检验本文所提假设:

$$CRT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 LAY_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 YEAR + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中, CRT 表示公司风险承担, 本文依次采用 $CRT1$ 、 $CRT2$ 和 $CRT3$ 三种公司风险承担衡量方式; 在上述模型中, α_0 表示截距项, β 表示回归系数, ε 表示误差项, i 表示公司, t 表示时段。模型(4)中, 如果 β_1 的系数显著为正, 表明国有金字塔层级提高了公司风险承担, 则假设 1 成立; 为了检验假设 2, 在上述模型基础上, 进一步引入国有金字塔层级与政府控制级别的交乘项, 如果交乘项的系数为正, 则表明低层级政府控制企业金字塔层级对公司风险承担的促进作用相对更强。

四、实证研究结果与分析

1. 描述性统计分析

描述性统计分析结果如表 3 所示。可以看出, 公司风险承担的均值与标准差相差较大, 说明不

同国有控股公司间风险承担具有较大的差异。国有金字塔层级最长为 8 层，最短为 1 层，均值为 2.443。在各级政府控制企业中，省级政府控制企业占 31.6%，市、县级政府控制企业占 38.7%。资产负债率平均为 50.4%，公司盈利水平资产收益率均值仅为 2.8%，盈利能力相对较低。成长状况主营业务收入增长率平均为 21%，说明中国上市公司成长性较好。

表 3		描述性统计结果			
变量	观测量	均值	标准差	最小值	最大值
CRT1	3631	0.143	0.274	0.011	1.075
CRT2	3631	0.295	0.411	0.030	1.575
CRT3	3631	0.325	0.589	0.027	2.215
LAY	3631	2.443	0.794	1.000	8.000
LOCAL1	3631	0.316	0.465	0.000	1.000
LOCAL2	3631	0.387	0.487	0.000	1.000
Tobin's Q	3631	1.315	0.555	0.829	3.553
Size	3631	21.564	0.962	19.679	23.870
Lev	3631	0.504	0.173	0.114	0.833
ROA	3631	0.028	0.055	-0.171	0.151
Growth	3631	0.210	0.336	-0.493	1.528
Age	3631	2.129	0.460	0.820	2.777

资料来源：作者计算整理。

为了更清晰地描述金字塔层级在不同政府控制级别的样本分布情况，本文进一步按照政府控制级别分类进行描述，如表 4 所示。总体来看，金字塔层级为 2 层的占总样本的比例为 58.221%，金字塔层级为 3 层的占总样本的比例为 28.091%，国有金字塔层级整体以 2 层或 3 层为主。6 层及以上的金字塔层级占总样本的比例相对较小。细分不同政府控制级别的样本来看，2 层的国有金字塔层级样本中，市、县级政府控制样本明显高于省级政府控制样本，而省级政府控制样本明显高于中央政府控制样本；但在 3 层的国有金字塔层级样本中，市、县级政府控制样本却明显低于省级政府控制样本，而省级政府控制样本同样明显低于中央政府控制样本；在 3 层以上的国有金字塔层级样本中也呈现出大体类似于 3 层金字塔层级样本中的分布状态；同时，从国有金字塔层级的样本均值在各类型政府控制级别的分布看，中央政府控制样本金字塔层级均值为 2.856，省级政府控制样本金字塔层级均值为 2.413，市、县级政府控制样本金字塔层级均值最小，为 2.149。整体而言，政府控制级别越高，金字塔层级越长，而政府控制级别越低，金字塔层级就越短；金字塔层级在各政府控制级别的分布状况与高层级政府干预相对较轻、低层级政府干预情况更为严重的现实相符。

表 4		金字塔层级分布							
LAY	1	2	3	4	5	6	7 及以上	均值	百分比(%)
中央政府控制	20	387	463	162	39	6	3	2.856	29.744
省级政府控制	2	760	308	64	10	1	1	2.413	31.562
市、县级政府控制	143	967	249	34	12			2.149	38.694
总体	165	2114	1020	260	61	7	4	2.443	100.000
百分比(%)	4.544	58.221	28.091	7.161	1.680	0.193	0.110		

资料来源：作者计算整理。

2. 相关性检验

本文所涉及变量的 Pearson 相关性检验结果见表 5。表示公司风险承担的三个指标均与国有金字塔层级显著正相关,说明国有金字塔层级的延长提升了公司风险承担水平,初步验证了假设 1。企业价值与国有金字塔层级显著正相关,国有金字塔层级的延长也有利于企业价值的增加。企业价值与表示公司风险承担的三个指标均显著正相关,风险承担水平的提高有利于提升企业价值。上述模型所涉及各自变量之间相关性系数绝对值整体较小,呈现弱相关关系,说明多重共线性问题并不显著。

表 5 各变量 Pearson 相关性检验表

	<i>CRT1</i>	<i>CRT2</i>	<i>CRT3</i>	<i>LAY</i>	<i>LOCAL1</i>	<i>LOCAL2</i>	<i>Tobin's Q</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>ROA</i>	<i>Growth</i>	<i>Age</i>
<i>CRT1</i>	1.000											
<i>CRT2</i>	0.883***	1.000										
<i>CRT3</i>	0.998***	0.889***	1.000									
<i>LAY</i>	0.062***	0.034**	0.060***	1.000								
<i>LOCAL1</i>	-0.005	0.013	-0.006	-0.026	1.000							
<i>LOCAL2</i>	0.051***	0.044***	0.050***	-0.294***	-0.540***	1.000						
<i>Tobin's Q</i>	0.037**	0.066***	0.046***	0.075***	-0.012	-0.082***	1.000					
<i>Size</i>	0.013	0.020	0.013	-0.044***	0.149***	-0.136***	-0.166***	1.000				
<i>Lev</i>	0.084***	0.155***	0.081***	-0.026	-0.000	0.063***	-0.210***	0.312***	1.000			
<i>ROA</i>	-0.089***	-0.133***	-0.090***	-0.009	0.075***	-0.094***	0.236***	0.200***	-0.342***	1.000		
<i>Growth</i>	-0.021	-0.015	-0.017	0.010	0.043**	-0.061***	0.071***	0.156***	0.075***	0.301***	1.000	
<i>Age</i>	0.142***	0.138***	0.144***	0.027	0.028*	0.011	0.120***	0.117***	0.093***	-0.083***	-0.115***	1.000

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%水平显著;相关连续变量进行了上下 1%的缩尾。

资料来源:作者计算整理。

3. 国有金字塔层级与公司风险承担关系的回归分析结果

基于模型(4)通过多元回归分析检验国有金字塔层级对公司风险承担的影响,检验结果如表 6 所示。其中,第(1)、(2)列的被解释变量为 *CRT1*,第(3)、(4)列的被解释变量为 *CRT2*,第(5)、(6)列的被解释变量为 *CRT3*。奇数列未加入控制变量进行回归分析,偶数列是加入控制变量后的结果。

从表 6 第(1)列和第(2)列可以看出,国有金字塔层级(*LAY*)对公司风险承担 *CRT1* 的回归系数分别为 0.021 和 0.020,且均在 1%的水平上显著。从表 6 第(3)列和第(4)列可以看出,国有金字塔层级(*LAY*)对公司风险承担 *CRT2* 的回归系数分别为 0.018 和 0.015,且分别在 5%和 10%的水平上显著。从表 6 第(5)列和第(6)列可以看出,国有金字塔层级(*LAY*)对公司风险承担 *CRT3* 的回归系数分别为 0.044 和 0.040,且均在 1%的水平上显著。上述检验结果均表明国有金字塔层级(*LAY*)与公司风险承担显著正相关,说明国有金字塔层级的延长降低了政府干预程度,有助于企业(管理层)按照市场化规则勇于担当风险,提高企业决策权和经营活力,敢于追求风险较高但收益也相对较高的投资机会,提升国有企业风险承担水平,验证了假设 1。

在控制变量的影响方面,公司规模对企业风险承担的影响不显著,资本结构的影响显著为正,高负债水平的企业倾向于冒风险;盈利能力与公司风险承担显著负相关,盈利越差的企业风险承担水平越高,越期望通过风险承担行为改善企业盈利状况。成长性的影响并不显著,上市年限与公司

表 6 国有金字塔层级与公司风险承担关系的回归分析结果

	CRT1		CRT2		CRT3	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数项	0.091*** (6.184)	-0.053 (-0.482)	0.252*** (11.427)	0.124 (0.763)	0.216*** (6.832)	-0.090 (-0.383)
LAY	0.021*** (3.732)	0.020*** (3.440)	0.018** (2.063)	0.015* (1.744)	0.044*** (3.617)	0.040*** (3.300)
Size		-0.003 (-0.490)		-0.010 (-1.294)		-0.005 (-0.468)
Lev		0.081*** (2.627)		0.280*** (6.120)		0.156** (2.361)
ROA		-0.329*** (-3.332)		-0.687*** (-4.703)		-0.757*** (-3.575)
Growth		0.008 (0.567)		0.018 (0.826)		0.026 (0.825)
Age		0.074*** (7.240)		0.094*** (6.225)		0.159*** (7.272)
Adj-R ²	0.004	0.031	0.001	0.052	0.003	0.031
F 值	13.930***	12.570***	4.250**	20.900***	13.080***	12.780***
观测量	3631	3631	3631	3631	3631	3631

注：括号内表示 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著；相关变量进行了上下 1%缩尾。
资料来源：作者计算整理。

风险承担显著正相关。

4. 国有金字塔层级、政府控制级别与公司风险承担关系的回归分析结果

在模型(4)的基础上进一步引入国有金字塔层级与政府控制级别的交乘项,通过多元回归分析检验国有金字塔层级对公司风险承担的影响在不同政府控制级别的公司所具有的差异,检验结果如表 7 所示。其中,第(1)、(2)列的被解释变量为 CRT1,第(3)、(4)列的被解释变量为 CRT2,第(5)、(6)列的被解释变量为 CRT3。奇数列没有加入相关控制变量进行回归分析,偶数列是加入控制变量之后的回归分析结果。

从表 7 第(1)列和第(2)列可以看出,在控制其他变量的基础上,国有金字塔层级(LAY)与公司风险承担 CRT1 仍然显著正相关,而国有金字塔层级与省级政府控制交乘项(LAYLOCAL1),市、县级政府控制交乘项(LAYLOCAL2)的回归系数分别为 0.012(0.010)和 0.027(0.024)(括号内表示第 2 列的系数),且均至少在 5%的水平上显著。从表 7 第(3)列和第(4)列可以看出,国有金字塔层级(LAY) 与公司风险承担 CRT2 仍然显著正相关, 而国有金字塔层级与省级政府控制交乘项(LAYLOCAL1),市、县级政府控制交乘项(LAYLOCAL2)的回归系数分别为 0.022(0.019)和 0.037(0.030)(括号内表示第(4)列的系数),且均在 1%的水平上显著。从表 7 第(5)列和第(6)列可以看出,国有金字塔层级(LAY)与公司风险承担 CRT3 仍然显著正相关,而国有金字塔层级与省级政府控制交乘项 (LAYLOCAL1), 市、县级政府控制交乘项 (LAYLOCAL2) 的回归系数分别为 0.024

表7 国有金字塔层级、政府控制级别与公司风险承担关系的回归分析结果

	CRT1		CRT2		CRT3	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数项	0.056*** (3.555)	-0.136 (-1.227)	0.203*** (8.559)	0.045 (0.273)	0.144*** (4.236)	-0.263 (-1.107)
LAY	0.023*** (3.926)	0.021*** (3.639)	0.018** (2.107)	0.015* (1.745)	0.047*** (3.810)	0.043*** (3.498)
LAYLOCAL1	0.012*** (2.713)	0.010** (2.289)	0.022*** (3.403)	0.019*** (3.025)	0.024** (2.574)	0.020** (2.157)
LAYLOCAL2	0.027*** (5.987)	0.024*** (5.339)	0.037*** (5.399)	0.030*** (4.375)	0.057*** (5.782)	0.050*** (5.144)
Size		0.000 (0.064)		-0.008 (-0.970)		0.001 (0.072)
Lev		0.066** (2.148)		0.263*** (5.753)		0.126* (1.898)
ROA		-0.330*** (-3.356)		-0.691*** (-4.745)		-0.760*** (-3.597)
Growth		0.010 (0.665)		0.019 (0.895)		0.029 (0.921)
Age		0.072*** (7.033)		0.091*** (6.005)		0.155*** (7.073)
Adj-R ²	0.013	0.038	0.009	0.057	0.012	0.038
F 值	16.640***	12.930***	11.460***	19.210***	15.550***	12.940***
观测量	3631	3631	3631	3631	3631	3631

注：括号内表示t值；*、**、***分别表示在10%、5%和1%水平上显著；相关变量进行了上下1%缩尾。

资料来源：作者计算整理。

(0.020)和0.057(0.050)(括号内表示第6列的系数),且均至少在5%的水平上显著。同时,从各列的情况看,国有金字塔层级与市、县级政府控制交乘项的系数均远大于国有金字塔层级与省级政府控制交乘项的系数。上述检验结果均表明与中央级政府控制企业相比,低层级政府尤其是市、县级政府控制企业国有金字塔层级对公司风险承担的促进作用相对更强,验证了假设2。

五、进一步的检验

1. 国有金字塔层级与企业价值的关系及风险承担的中介效应

由于形成机制的差异,与民营金字塔结构主要面临代理成本所不同的是,国有金字塔结构还面临着严重的政治成本^[6]。政治成本的存在导致了两类金字塔结构的差异。如前所述,政府干预将政府的社会或政治目标内嵌于国有企业,必然损害企业的经营效率^[2]。政府干预导致严重的政治成本,政府官员也会借助自身权力侵占国有企业资产或帮助其解决社会问题,或促使国有企业承担其个人消费,上述政治成本的存在损害了国有企业的经营绩效^[35]。政府干预的存在也会导致国有企业生产效率与创新效率的双重效率损失,且创新效率损失大于生产效率损失^[36],而创新则对企业价值的提高有至关重要的作用。同时,政府干预的存在也会导致企业投资效率的降低,而金字塔层级的延长

有助于抑制政府干预导致的国有企业过度投资,提高投资效率^[37]。因而,由于上述现象的存在,投资者必然赋予政府干预严重的企业较低的价值。而金字塔多层级结构的出现增加了政府行政干预的难度与成本,随着国有金字塔层级的延长,减轻了政府干预程度,降低了政府干预的政治成本,释放了国有企业的活力和经营自主权,也提高了公司管理者的职业化程度与生产经营效率^[6]。Zhang et al.^[7]的研究也表明随着国有金字塔层级的延长,政府干预程度降低,有利于降低公司的税收负担,也有利于企业价值的提升。如前所述,国有金字塔层级的延长,有利于增强国有企业活力,提升企业风险承担水平,而风险承担有利于促使企业投资更多高风险高收益的项目,对于企业价值的增加具有显著提升作用^[17]。因而,政府干预的存在导致了企业政治成本的产生,降低了国有企业的价值,而国有金字塔层级的出现则降低了政府干预程度(政治成本),进而提升企业价值。对此,本文将构建如下模型(5)来检验国有金字塔层级的价值促进效应,如果该模型中的系数显著为正,则表明国有金字塔层级提高了企业价值:

$$Tobin's\ Q_{it} = \alpha_0 + \beta_1 LAY_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 YEAR + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

同时,风险与收益紧密相连,也是形成较高资本回报率的重要路径。公司风险承担水平越高,越能够减轻由于代理问题所导致的放弃高风险但净现值为正投资项目的现象,充分利用更多的投资机会,提高资本配置效率^[9],风险承担对于公司的长期价值增加与成功具有至关重要的意义。风险承担水平越高,越能够提高企业的生产效率,为公司获得更高的资本回报,能够加快企业的资本积累并促进技术进步,使企业的生产率维持在一个较高的水平,实现较快的企业成长和长期发展^[33]。John et al.^[33]也发现高风险承担水平能够带来公司资产和销售收入的快速增长。Nguyen^[38]也发现风险承担行为能够帮助企业获得更多的竞争优势,而竞争优势也有利于企业价值的提升。因而公司风险承担也具有显著的价值提升效应^[17]。而国有金字塔层级、风险承担与企业价值又存在着怎样的内在联系呢?投资者对于政府干预较低(国有金字塔层级较长)的企业赋予更高价值的路径是什么?是否是因为感知到减轻政府干预会带来企业活力的增加与企业风险承担水平的提高呢?结合前述研究,分析可见国有金字塔层级降低了政府干预程度,正向影响公司风险承担,而公司风险承担水平的提高会提升企业价值,因此公司风险承担对国有金字塔层级与企业价值之间的关系具有中介作用。也就是说国有金字塔层级正向影响公司风险承担,而公司风险承担正向影响企业价值,公司风险承担是国有金字塔层级影响企业价值的一个中介路径。在此,本文进一步借鉴 Baron and Kenny^[39]关于中介效应的检验方法,在模型(5)的基础上,进一步引入公司风险承担(*CRT*),构建模型(6)用来检验公司风险承担对国有金字塔层级与企业价值间的关系是否具有中介作用:

$$Tobin's\ Q_{it} = \alpha_0 + \beta_1 LAY_{it} + \beta_2 CRT_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 YEAR + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

上述分析的检验结果如表8所示。第(1)和(2)列是基于模型(5)来检验国有金字塔层级对企业价值的影响。第(1)列没有加入控制变量,第(2)列加入了相关控制变量。从这两列可以看出,国有金字塔层级(*LAY*)对企业价值(*Tobin's Q*)的回归系数分别为0.052和0.030,且均在1%的水平上显著,说明国有金字塔层级的延长降低了政府干预程度,减轻了政治成本的影响,提升了企业价值,国有金字塔层级与企业价值显著正相关。

在上述研究基础上,运用模型(6)检验公司风险承担对国有金字塔层级与企业价值关系的中介效应。借鉴 Baron and Kenny^[39]关于中介效应的检验方法进行验证:①表6的检验结果表明国有金字塔层级对公司风险承担具有显著的影响,国有金字塔层级显著提升了企业风险承担水平。②表8的第(1)和(2)列也表明国有金字塔层级显著正向影响企业价值。③在模型(5)中进一步引入公司风险

表 8 国有金字塔层级与企业价值关系及风险承担中介效应检验结果

	Tobin's Q							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
常数项	1.187*** (39.930)	3.904*** (24.981)	1.181*** (39.535)	3.906*** (25.006)	1.165*** (38.589)	3.897*** (24.973)	1.178*** (39.419)	3.906*** (25.008)
LAY	0.052*** (4.530)	0.030*** (3.702)	0.051*** (4.401)	0.029*** (3.585)	0.051*** (4.405)	0.029*** (3.605)	0.051*** (4.373)	0.029*** (3.577)
CRT1			0.066** (1.980)	0.047** (1.979)				
CRT2					0.086*** (3.837)	0.056*** (3.504)		
CRT3							0.040** (2.538)	0.025** (2.217)
Size		-0.139*** (-18.280)		-0.138*** (-18.271)		-0.138*** (-18.229)		-0.138*** (-18.273)
Lev		-0.295*** (-6.690)		-0.299*** (-6.772)		-0.311*** (-7.020)		-0.299*** (-6.775)
ROA		1.908*** (13.534)		1.924*** (13.628)		1.947*** (13.787)		1.927*** (13.649)
Growth		0.020 (0.973)		0.020 (0.955)		0.019 (0.927)		0.020 (0.943)
Age		0.092*** (6.324)		0.089*** (6.045)		0.087*** (5.940)		0.088*** (6.016)
Adj-R ²	0.005	0.516	0.006	0.517	0.009	0.518	0.007	0.517
F 值	20.520***	388.140***	12.230***	353.490***	17.660***	355.070***	13.500***	353.680***
观测量	3631	3631	3631	3631	3631	3631	3631	3631
Z 值			1.749**	1.716**	1.817**	1.562*	2.078**	1.840**

注：括号内表示 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著；相关变量进行了上下 1%缩尾。

资料来源：作者计算整理。

承担(变量 $CRT1$ 、 $CRT2$ 和 $CRT3$)，如模型(6)所示，多元回归分析结果如表 8 第(3)一(8)列所示，其中奇数列没有加入控制变量，偶数列加入了相关控制变量。

将表 8 中第(3)、(5)和(7)列与第(1)列相对比可以看出，引入公司风险承担后，国有金字塔层级(LAY)仍然与企业价值显著正相关，且回归系数相对较小，而反映公司风险承担的三个指标($CRT1$ 、 $CRT2$ 和 $CRT3$)的回归系数分别为 0.066、0.086 和 0.040，且显著性水平分别达到 5%、1%和 5%，表明提高风险承担水平有利于增加企业价值，模型的拟合优度 Adj-R² 提高。将表 8 中第(4)、(6)和(8)列与第(2)列相比，在引入公司风险承担后，国有金字塔层级(LAY)仍然与企业价值显著正相关，且回归系数相对较小，而反映公司风险承担的三个指标($CRT1$ 、 $CRT2$ 和 $CRT3$)的回归系数分别为 0.047、0.056 和 0.025，且分别在 5%、1%和 5%的水平上显著，表明提高风险承担水平有利于增加企业价值，模型的拟合优度 Adj-R² 提高。综合来看，表 8 中第(3)一(8)列的检验结果表明公司风险承担在国有金字塔层级与企业价值关系中具有部分中介效应。最后，Sobel 检验结果表明第(3)一(8)列中的 Z 值均显著，表明公司风险承担的中介效应是显著的。综上所述，国有金字塔层级正向影

响公司风险承担,而公司风险承担正向影响企业价值,且在国有金字塔层级与企业价值间的关系中风险承担具有显著的中介作用。

在控制变量方面,公司规模与企业价值显著负相关,规模较大的公司企业价值相对较低;资本结构与企业价值显著负相关,负债资金的使用并不能提高企业价值;盈利能力与企业价值显著正相关,成长性的影响不显著。而上市年限对企业价值具有显著的正向影响。

2. 稳健性检验

本文采用如下方法进行稳健性检验,以进一步验证研究结论的可靠性。

(1)内生性测试。由于国有金字塔层级、公司风险承担与企业价值可能受某些遗漏变量的影响,导致内生性问题,进一步采用两阶段最小二乘工具变量法控制潜在的内生性问题。借鉴 Zhang et al.^[7]的研究,本文采用行业平均的金字塔层级作为工具变量(行业平均的金字塔层级与公司金字塔层级正相关,而与公司风险承担的关系较弱)。在第一阶段,估计国有金字塔层级与行业平均金字塔层级以及其他控制变量的模型,第一阶段的回归结果均显示公司金字塔层级与行业平均金字塔层级显著正相关。使用第一阶段国有金字塔层级的拟合值作为第二阶段的自变量,第二阶段的回归结果基本保持不变。采用两阶段最小二乘工具变量法的稳健性检验回归结果表明本文的研究结论仍然成立。

(2)扩大变量缩尾程度。尽管所有连续变量在上述检验过程中都已进行上下 1% 的 Winsorize 处理,但变量间最大、最小值间仍差异较大,为进一步降低极端值的不利影响,本文将连续变量的缩尾程度扩大到上下 5% 进行稳健性检验。采用扩大缩尾程度后的稳健性检验回归分析结果表明本文的研究结论仍然成立。

(3)变量替换法。为控制不同变量测度方式对实证结果所产生的影响,对控制变量进行替换来进行稳健性检验。具体包括:①公司规模(Size)的替代,采用营业收入的自然对数替代期末资产总额的自然对数;②资本结构(Lev)的替代,采用长期负债与总资产的比率代替总负债比率衡量资本结构;③盈利能力的替代,以净资产收益率(ROE)代替资产收益率(ROA)衡量公司盈利能力;④成长性(Growth)的替代,采用总资产增长率替代主营业务收入增长率衡量公司成长性;其他变量不被替换。采用变量替换法后的稳健性检验回归分析结果表明本文的研究结论保持不变。

限于篇幅,以上检验结果均未列示,有兴趣者可向作者索取。

六、结论与启示

风险承担越高表明企业具有更高的冒险创新精神和经营活力,对于一个企业的成功和长期发展至关重要。由于历史的原因和国有企业的产权本质,转型经济背景下中国国有企业的经营活力与风险承担受到政府干预的束缚。同时,政府干预对企业绩效和价值产生了不利的影响^[6],但政府干预影响企业价值的中间路径尚需进一步探究。基于此,以中国国有企业改革的第二条路径——政府放权为背景,以中国沪、深两市国有控股上市公司的 3631 个样本观察值为研究对象,系统研究了政府放权的重要手段——国有金字塔层级如何影响公司风险承担以及上述影响在不同政府控制级别公司间的差异,进一步地,公司风险承担在国有金字塔层级(政府放权)与企业价值间扮演着何种角色。研究表明:①国有金字塔层级的延长降低了政府干预程度,有助于企业(管理层)按照市场化的规则勇于担当风险,提高企业决策权和经营活力,提升了国有企业风险承担水平。②由于地方政府对所控制企业的干预更强,与中央政府控制企业相比,地方政府尤其是市、县级政府控制企业国有金字塔层级对公司风险承担的促进作用显著更大。③国有金字塔层级的延长减轻了政府干预

政治成本的影响,提升了企业价值,国有金字塔层级与企业价值正相关。^④提高公司风险承担有利于增加企业价值,且在国有金字塔层级与企业价值间的关系中风险承担发挥着显著的中介作用,风险承担是降低政府干预能够提升企业价值的重要路径与来源。本文的研究结果进一步支撑了 Fan et al.^[6]以及 Zhang et al.^[7]关于金字塔层级是中国公有制转型经济制度背景下政府对国有企业放权减少行政干预重要手段的推测与判断。

本文的研究检验了中国转型经济制度背景下国有企业改制第二条路径的实施效果,有利于对国有企业改制(政府放权)的效果进行评价,并检验了不同政府控制级别的公司政府放权效果的差异,揭示了国有金字塔层级(政府放权)对企业价值的中间影响路径,为中国通过政府放权的方式进一步深化国有企业改革、提高企业经营活力和风险承担水平以及提升企业价值均具有重要的启示意义。结合本文的研究结论,给出如下政策启示:①金字塔层级是政府对国有企业放权减轻行政干预的重要手段,减轻政府的干预有利于增强国有企业的经营活力和风险承担水平,实现决策的科学化。当前,中国经济体制改革的重要任务仍然是进一步深化社会主义市场经济体制改革,降低政府干预尤其是对国有企业的行政干预。而产权改革无疑是降低政府干预的关键,在不能通过大规模的产权转让来实现民营化的背景下,通过增加政府与国有企业间的金字塔代理链层级,建立更为市场化的股权结构无疑是更为现实的路径。因此,要进一步推进国有企业的市场化改革,降低政府干预,必须减少政府对国有企业的直接控制,增加政府干预的成本,进一步建立政府与国有企业之间的金字塔多层级机制。②政府的财政压力和过多的社会职能是其干预企业的根源,低层级政府尤其是市、县级政府的干预程度相对更大,要彻底解决过多的政府干预企业问题,还必须清晰界定政府的“责”、“权”问题,保证政府尤其是地方政府的财权,做到财权、事权相匹配,需要进一步明晰政府职能,避免政府履行过多的社会职能,从根源上解决政府干预企业的动机问题。同时,要特别注意地方政府尤其是市、县级政府的干预问题,更加注重对他们所控制企业金字塔结构作用的发挥。③公司风险承担是影响企业价值的重要路径,改革中应深刻认识企业风险承担所具有的重要作用与现实意义,注重对国有控制公司管理层企业家精神的培育,调动他们的经营积极性,采取措施推动国有控制公司勇于担当风险、提升企业经营活力,有效识别并重视对风险承担项目(高风险但预期净现值为正项目)的投资,降低在投资决策中风险规避的程度,进而促进企业价值的提升。

本文的研究还存在如下方面的局限性:①本文从政府干预的视角使用金字塔层级衡量政府放权的程度,衡量指标相对较为单一,若能从更多的方面采取衡量政府放权的多维度指标将更能增强本文研究结论的可靠性。②本文仅从政府控制的内部特征进行研究,没有考虑外部宏观经营环境以及不同地区制度环境差异的影响。在不同外部制度环境的地区,研究结论将产生怎样的差异?这将是未来研究需要进一步探讨的方向。③公司风险承担的内涵非常广泛,衡量指标也多种多样(如某一项风险承担行为、生存的可能性、失败的容忍度等),本文仅采用文献中常见的公司收益的波动性来衡量,衡量指标相对单一,尚待从多个视角采取更多的衡量风险承担指标进行深入研究。

[参考文献]

- [1]刘瑞明. 中国的国有企业效率:一个文献综述[J]. 世界经济, 2013, (11):136-160.
- [2]Alchian, A. Some Economics of Property Rights[J]. Politico, 1965, 30(4):816-829.
- [3]白重恩,路江涌,陶志刚. 国有企业改制效果的实证研究[J]. 经济研究, 2006, (8):4-13.
- [4]胡一帆,宋敏,郑红亮. 所有制结构改革对中国企业绩效的影响[J]. 中国社会科学, 2006, (4):50-64.
- [5]Fan, J. P. H., T. J. Wong, and T. Zhang. The Emergence of Corporate Pyramids in China [R]. The Chinese University of Hong Kong Working Paper, 2005.

- [6]Fan, J. P. H., T. J. Wong, and T. Zhang. Institutions and Organizational Structure: The Case of State-owned Corporate Pyramids[J]. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 2013,29(6):1217-1252.
- [7]Zhang, M., Lijun M., B. Zhang, and Z. H. Yi. Pyramidal Structure, Political Intervention and Firms' Tax Burden: Evidence from China's Local SOEs[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016,36(1):15-25.
- [8]章卫东,张江凯,成志策,徐翔. 政府干预下的资产注入、金字塔股权结构与公司绩效——来自我国地方国有控股上市公司资产注入的经验证据[J]. *会计研究*, 2015,(3):42-49.
- [9]苏坤. 管理层股权激励、风险承担与资本配置效率[J]. *管理科学*, 2015,28(3):14-25.
- [10]Boubakri, N., J. C. Cosset, and W. Saffar. The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-taking: Evidence from Privatization[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013,108(3):641-658.
- [11]Su, K., L. Li, and R. Wan. Ultimate Ownership, Risk-taking and Firm Value: Evidence from China[R]. *Asia Pacific Business Review*(online), 2016.
- [12]朱松. 最终控制人特征、政府控制与公司价值[J]. *中大管理研究*, 2006,(1):98-119.
- [13]La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. Corporate Ownership around the World[J]. *The Journal of Finance*, 1999,54(2):471-517.
- [14]李维安,韩忠雪. 民营企业金字塔结构与产品市场竞争[J]. *中国工业经济*, 2013,(1):77-89.
- [15]Almedida, H., and D. Wolfenzon. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Group[J]. *Journal of Finance*, 2006,61(6):2637-2680.
- [16]Lin, J. Y., and Z. Li. Policy Burden, Privatization and Soft Budget Constraint [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2008,36(1):90-102.
- [17]李文贵,余明桂. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J].*中国工业经济*, 2012,(12):115-127.
- [18]Chen, G., M. Firth, and L. Xu. Does the Type of Ownership Control Matter? Evidence from China's Listed Companies[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2009,33(1):171-181.
- [19]张三保,张志学. 区域制度差异、CEO 管理自主权与企业风险承担——中国 30 省高技术产业的证据[J]. *管理世界*, 2012,(4):101-114.
- [20]李海霞,王振山. CEO 权力与公司风险承担——基于投资者保护的调节效应研究[J]. *经济管理*, 2015,(8):76-87.
- [21]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.
- [22]Chang, E. C., and M. L. Wong. Governance with Multiple Objectives: Evidence from Top Executive Turnover in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2009,15(2):230-244.
- [23]张瑞君,李小荣. 金字塔结构、业绩波动与信用风险[J]. *会计研究*, 2012,(3):62-71.
- [24]Prat, A. The Wrong Kind of Transparency[J]. *The American Economic Review*, 2005,95(3):862-877.
- [25]Baker, G., G. Robert, and J. M. Kevin. Informal Authority in Organizations [J]. *The Journal of Law, Economics, & Organization*, 1999,15(1):56-73.
- [26]Rajan, R. G., and J. Wulf. The Flattening Firm: Evidence on The Changing Nature of Firm Hierarchies from Panel Data[J]. *The Review of Economics and Statistics*, 2006,88(4):759-773.
- [27]Fama, E. F., and M. C. Jenson. Separation of Ownership and Control [J]. *The Journal of Law and Economics*, 1983,(26):301-325.
- [28]Su, K., R. Wan, and T. Feng. Government Control Structure and Allocation of Credit: Evidence from Government-owned Companies in China[J]. *Investment Analysts Journal*, 2015,44(2):151-170.
- [29]尹希果,陈刚,潘杨. 分税制改革、地方政府干预与金融发展效率[J]. *财经研究*, 2006,(10):92-101.
- [30]刘骏,刘峰. 财政集权、政府控制与企业税负[J].*会计研究*, 2014,(1):21-27.
- [31]Wang, K., and X. Xiao. Ultimate Government Control Structures and Firm Value: Evidence from Chinese Listed Companies[J]. *China Journal of Accounting Research*, 2009,2(1):101-122.

- [32]刘行,李小荣. 金字塔结构、税收负担与企业价值:基于地方国有企业的证据[J]. 管理世界, 2012,(8):91-105.
- [33]John, K., L. Litov, and B. Yeung. Corporate Governance and Risk-taking [J]. Journal of Finance, 2008,63 (4):1979-1728.
- [34]魏熙晔,张前程. 最优股权结构与公司价值——理论模型与来自中国的经验证据[J]. 当代经济科学, 2014,(3): 92-103.
- [35]Shleifer, A., and R. W. Vishny. Politicians and Firms[J]. Quarterly Journal of Economics, 1994,109(4):995-1025.
- [36]吴延兵. 国有企业双重效率损失研究[J]. 经济研究, 2012,(3):15-27.
- [37]Chen, S., Z. Sun, S. Tang, and D. Wu. Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2011,17(2):259-271.
- [38]Nguyen, P. Corporate Governance and Risk-taking: Evidence from Japanese Firms [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2011,19(1):278-297.
- [39]Baron, R. M., and D. A. Kenny. The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations[J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1986,51(6): 1173-1182.

The Effect of State Pyramidal Layers on Corporate Risk Taking ——Based on the Difference of Government Control Levels

SU Kun

(School of Management of Northwestern Polytechnical University)

Abstract: Pyramid ownership structure is the research frontier and hot topics in the field of corporate governance. Existing research on pyramid ownership structure are mainly related to private pyramid ownership structure, while ignoring the state-owned pyramid structure which is the main body of China's securities market. In the transition economies of China, the phenomenon that governments intervene in enterprises, especially in state-owned enterprises is very common. In the background of continue to deepen state-owned enterprises reform and decentralization of government, this paper use a firm-level dataset of Chinese listed state owned companies, measuring government intervene by state pyramidal layers collected through manually data, this paper studies how state pyramidal layers affect corporate risk taking, and the difference of the above effect under different government control ranks. The results show that the extension of layers of state pyramidal structure can reduce the government intervention and improve the decision-making rights and operating vitality, and enhance the corporate risk taking level. Compared to central government controlled companies, the promoting effect of state pyramidal layers on corporate risk taking in local governments, especially city or county government controlled companies is significantly larger. At the same time, with the extension of the layers of state pyramidal structure, the government intervention is reduced and the firm value is relatively high. While the improvement of corporate risk taking is conducive to enhance firm value, corporate risk taking plays a significant mediating role between the layers of state pyramidal structure and firm value. The study suggests that the second path of the reform of state owned companies has a positive implication effect. This paper also has important implications for further promoting of the reform of state owned companies, enhancing the company vitality and risk taking level.

Key Words: risk taking; layers of pyramid structure; firm value; state-owned enterprise

JEL Classification: G02 G11 G32

[责任编辑:马丽梅]