

# 混改情境中非控股股东参与治理如何影响企业风险承担?

何 瑛<sup>1</sup>, 郭家荣<sup>1</sup>, 陈文晖<sup>2</sup>

(1. 北京邮电大学 经济管理学院, 北京 100876; 2. 北京服装学院 商学院, 北京 100029)

**摘要:** 坚持以“混”促“改”为方向的所有制改革是新一轮国企改革成功的关键, 混改过程中如何发挥异质性非控股股东的治理效应成为当下的重要议题。文章以2007—2018年沪深A股国有上市公司为样本, 从股权治理、高层治理和网络治理三个维度构建指数, 以衡量非控股股东参与治理程度, 探究混改背景下非控股股东治理机制影响企业风险承担的客观表现、作用机理和价值效应。研究发现: 非控股股东参与治理有利于提高国有企业的风险承担水平, 且三个单维度均对风险承担具有提升作用; 作用机理方面, 非控股股东通过抑制管理者自利行为和完善薪酬激励机制对企业风险承担产生积极影响; 在进一步研究中验证了企业风险承担在提升企业价值过程中发挥的中介效应, 以及在国有资本参股民营企业混改情境中国有非控股股东对民营企业过高风险承担水平的正面治理作用。文章的研究结论对国企改革的纵深推进具有重要的借鉴意义。

**关键词:** 混合所有制改革; 异质性非控股股东; 风险承担; 治理机制

**中图分类号:** F275; F271 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2022)02-0078-16

## 一、引言

混合所有制改革作为我国经济体制改革和国有企业改革的重要抓手和中心环节, 始终是党中央关注的重要议题。改革开放至今, 混合所有制改革已取得实质性进展, 截至2020年底, 竞争行业和领域中参与混合所有制改革的央企占比超过70%, 地方国企占比达到54%, 电力、军工、电信等重点领域亦稳步推进。学者指出混合所有制改革应遵循分权控制理论, 通过引入异质性股东形成股东之间利益抗衡的竞争关系, 以有效避免控股股东和管理层的决策失误。换言之, 混合所有制改革可理解为异质性产权的非控股股东与控股股东相互制衡和权力博弈的过程。已有研究发现引入异质性股东有利于在国有企业内部形成有效制衡的多元股权结构, 降低代理冲突, 改善低效的内部治理机制(郝云宏和汪茜, 2015), 最终在公司治理等方面发挥积极作用, 如降低政策性负担、提高投资效率(向东和余玉苗, 2020)和公司绩效(郝阳和龚六堂, 2017)、抑制高管腐败(张任之, 2019)等。然而也有研究认为形式上的“混”并不能实现非国有资

收稿日期: 2021-11-02

基金项目: 国家社会科学基金重点项目“双向混合所有制改革中非控股股东治理机制对资本配置效率的影响研究”(20AGL015); 教育部人文社科基金项目“高管职业经历与企业创新研究: 作用机理、影响因素与价值效应”(19YJA630025)。

作者简介: 何 瑛(1973—), 女, 新疆乌鲁木齐人, 北京邮电大学经济管理学院教授、博士生导师;

郭家荣(1997—), 女, 辽宁抚顺人, 北京邮电大学经济管理学院硕士研究生;

陈文晖(1969—), 男, 陕西渭南人, 北京服装学院商学院教授。

本与国有资本的异质性资源融合,外部股东面临的“玻璃门”使其难以真正改善国企治理效率,只有调动和提高非控股股东参与治理的积极性与话语权,才能有效实现混改的政策效果(蔡贵龙等,2018)。因此混改情境中非控股股东治理效应的指标设计不能仅停留在股权结构层面,还应考虑非控股股东是否通过派驻董事或委派高管进入高层治理层面,以参与企业经营决策的制定,以及是否在股东关系网络中发挥网络权力以获得更多决策权(马连福和杜博,2019)。然而,从股权治理、高层治理和网络治理三个维度综合考量的非控股股东治理机制能否有效发挥治理效应仍处在理论探讨阶段,因此基于大样本实证检验非控股股东治理机制如何影响混合所有制改革的政策效果是当下国企改革实践对公司治理领域研究的迫切需求。

党中央多次强调混合所有制改革的重要目标是做强做优做大国有资本、培育具有全球竞争力的世界一流企业,风险承担是企业持续创新、保持竞争优势的基本驱动力,对企业可持续发展起到至关重要的作用(Low, 2009)。较高的企业风险承担水平不仅能提升企业价值,也能加快整个社会的技术进步和资本积累,实现宏观经济长期增长(Nguyen, 2011)。因此,探索如何合理提高企业风险承担水平对提升国有企业竞争力和促进国民经济增长有重要意义。风险承担是企业追逐高额投资回报的意向,是反映管理层与股东利益兼容程度的重要投资决策,体现为企业在投资决策过程中对高风险但净现值大于零的投资项目的选择(余明桂等,2013)。不同类型企业和决策者的风险偏好倾向具有明显差异,已有研究发现国有企业的风险承担水平明显低于民营企业,“所有者缺位”“内部人控制”“高管行政化”治理等制度缺陷导致国有企业缺乏对管理者有效的监督激励机制,存在严重的委托代理问题。在管理层权力盛行的情况下,面对收益滞后期长、短期成本及风险波动性较高的风险承担活动,经理人为谋求私利和稳定的职业发展,往往表现出强烈的风险规避倾向,抑制国有企业风险承担水平。过往研究证明非国有股东的引入可实现“所有者归位”的治理效果,一方面制衡控股股东的利益侵占行为,另一方面弥补国有股东对管理层的监督不足,进而缓解代理问题(张任之,2019),内部治理水平的提高无疑将作用于企业风险承担。鉴于此,本文研究国企混改情境中非控股股东治理机制对企业风险承担的影响,检验异质性非控股股东在混合所有制改革中的治理效果、作用机理和价值效应。

本文的主要研究贡献为:(1)拓展了非控股股东治理的研究框架,并依据此框架创新了量化方式。本文从非正式制度的视角将网络治理引入研究框架,从“股权治理、高层治理、网络治理”三个维度构建指数,全面诠释混改情境中非控股股东的治理效应。(2)结合混合所有制改革的特殊情境丰富了企业风险承担的相关研究,并验证了非控股股东影响国有企业风险承担的作用路径。现有研究虽详尽分析了公司内外部治理因素对风险承担的影响,但基于中国特定情境展开的研究较少。本文基于中国转型经济下的混合所有制改革背景为企业风险承担的影响因素提供了新的解释,并通过监督和激励视角的两条作用机理首次深入检验了非控股股东参与治理影响风险承担的内在渠道。(3)从企业风险承担的视角为“双向混改”的政策效果提供了新的经验证据。现有混改研究大多从“国有企业引入非国有资本”的视角展开,本文在此基础上进一步对比分析了国有性质非控股股东参与治理对民营企业风险承担的影响,检验了国有资本通过混改帮助民营经济稳定发展的政策实施效果。

## 二、文献综述

### (一)非控股股东参与治理的经济后果

我国上市公司股权结构呈现高度集中甚至“一股独大”的现状,随着资本市场日渐成熟以及监管政策的相继推出,非控股股东的话语权得到更多保障。有研究发现非控股股东在监督和

制衡的效果上比独立董事更具有效性,但其治理效果是否始终呈现积极作用仍有争议。有研究发现,非控股股东可通过退出威胁向资本市场传递不良治理信息(姜付秀等,2015),迫使控股股东减少私利行为,也可通过积极参与股东大会和董事会投票决策发挥“用手投票”的治理作用,阻止内部人价值减损行为。也有学者发现控股股东与非控股股东之间可能存在利益输送的“合谋性”掏空行为,加剧对中小股东的利益掠夺(Fang等,2018);以及存在非控股股东“过度监督”的情况,而不利于企业创新与价值实现(朱冰等,2018)。非控股股东治理效果的主要争议在于不同制度背景下股权结构和股东权利分配的差异,而混合所有制改革的实质即为异质性产权的非控股股东与控股股东相互制衡的问题,也是非控股股东参与治理问题在我国混合所有制改革特殊情境中的具体表现。

聚焦“国有企业引入非国有股东”的混改情境,国有企业因金字塔控股结构链条下多层委托代理关系导致“所有者缺位”和“内部人控制”现象,加之政府干预带来的政策性负担,现存严重的委托代理问题。已有研究表明,非国有股东能够通过股权制衡缓解国有控股股东“一股独大”所导致的对中小股东的利益侵害行为(郝云宏和汪茜,2015);但也有研究指出,只有非国有股东持股比例增加至合理区间,才能发挥积极作用(马连福等,2015)。有学者强调仅通过简单的股权混合并不能保障股东话语权,非国有股东必须委派人员进入董事会与管理层,参与高层治理才能有效改善经营和治理效率(逯东等,2019)。基于对国有控股股东和管理层的监督制衡,非国有股东参与治理的经济后果可从经营、投资和融资三方面总结。经营方面,非国有股东参与治理对会计信息披露质量(曾诗韵等,2017)、现金持有(杨兴全和尹兴强,2018)、盈余管理(祁怀锦等,2020)等财务行为发挥一定程度的正面治理作用。也有研究从内外部治理水平的角度发现非国有股东能够提高内部控制质量(刘运国等,2016)和外部审计质量。投资方面,研究发现非国有股东参与治理能够有效抑制控股股东和管理层的风险规避倾向,促进国企风险承担(王美英等,2020)和创新行为;此外,对经理人监督制约的增强会减少国有企业的非效率投资、提高投资效率(向东和余玉苗,2020)和并购绩效(逯东等,2019),最终提高国有企业的绩效表现(郝阳和龚六堂,2017)。融资方面,非国有股东能够有效缓解国企过度负债的问题,也能通过股权激励降低高管融资决策中的防御行为。聚焦“国有资本参股非国有企业”的混改情境,较少文献从该视角研究国有非控股股东的治理效应和经济后果,且现有文献研究结论不一。有研究发现国有股权的政治属性和资源效应能缓解民营企业的融资约束,降低现金持有水平,抑制过度投资,促进企业创新投入和绩效提升(郝阳和龚六堂,2017),呈现积极的治理效果。但也有学者发现国有股权会加剧民营企业内部的委托代理问题,且国有股权比例若超出合理区间,将引发政府过度干预的负面影响。因此,国有股东参与民营企业的治理效果值得进一步研究。

## (二) 企业风险承担的影响因素

企业风险承担研究可从企业内部和外部治理机制两个维度展开。(1)内部治理视角。现有研究主要从管理者、股东和董事会三个层面进行研究。首先,管理者层面。虽然管理者是企业风险投资的直接决策主体,与企业风险承担水平密切相关,但管理者出于对职业声誉和未来发展的考虑,具有明显的风险规避倾向。企业因此会采取多种高管激励机制以促进管理者的风险选择,诸多文献发现管理层的货币薪酬激励、股权激励和晋升激励(Chu等,2020)均能够缓解股东和管理层的代理问题,激励管理层选择高风险但净现值为正的投资项目。此外,学者们对管理层特征与企业风险承担的关系进行了大量讨论,已有学者实证检验了过度自信的管理者倾向于选择积极的投资决策,同时管理者年龄、性别、社会资本和职业经历等个人特征也是影响企业风险承担的重要因素。其次,股东层面。相关文献主要从股权性质和股权结构两方面研

究股东与风险承担的关系。在股东性质方面,有研究发现国有股权对企业风险承担水平有明显的抑制作用;而民营股权可以抑制国有股权伴随的政府干预,并改善监督和激励机制,促进企业在投资决策中承担更多风险(余明桂等,2013);外资股东、机构投资者和家族股东等异质性股东因其利益目标和治理能力不同等原因对企业风险承担呈现不同的效果。在股权结构方面,企业风险承担水平难以达到股东期望的最优水平,具有控制权的大股东有能力和动机对管理层进行监督和约束(Mishra, 2011),促进企业风险承担行为。然而,也有研究认为大股东出于攫取控制权私利的目的选择低风险投资项目,以保留企业资源(John等,2008)。基于控股股东对风险承担影响效果的争议,学者将关注点转向多个大股东股权结构的研究:Faccio等(2011)研究发现大股东持股分散程度越高,越有可能选择风险更高的投资项目;王美英等(2020)实证表明多个大股东的治理结构能够加强对控股股东和管理层的监督制衡,非控股大股东的持股比例和多样性越高,越能提高企业的风险承担水平。最后,董事会层面。已有研究发现董事会规模、独立董事比例、董事政治关联程度和董事来源等特征都与企业风险承担行为密切相关。

(2)外部治理视角。相关研究主要聚焦经济、制度和资源因素。首先,经济因素。当宏观经济处于衰退时期,在投资者情绪低迷的同时伴随着信贷政策的紧缩,使得企业面临较高的外部融资成本,促使企业采取保守投资策略。其次,制度因素。良好的投资者保护能抑制管理层自利行为而增加更积极的风险投资决策,提升企业风险承担水平。文化和宗教等非正式制度也会通过影响管理者决策偏好、企业外部环境和国家制度而对风险承担产生作用。最后,资源因素。风险承担作为资源消耗型活动,对社会资源具有较强的依赖性。当企业嵌入社会网络时,能够更便捷和低成本地获取社会资源,进而支撑企业增加更多风险投资项目(张敏等,2015)。

综上所述,现有文献基于监督和合谋两种假说对非控股股东参与治理的作用机理和经济后果展开了丰富的研究,但在不同制度背景下所有权结构、股东性质及股东权利存在差异时,非控股股东的治理效果仍待验证,因此,在混合所有制改革背景下研究非控股股东的治理效果尚有空间。此外,现有混改研究大多从股权治理和高层治理维度实证检验异质性非控股股东在经营、投资和融资等方面的治理效果,忽略了股东关系网络结构中非控股股东的网络位置所带来的决策权支撑。风险承担的现有文献虽已从公司内外部治理机制展开充分的影响效应分析,包含直接制定投资决策的管理层、发挥监督制约作用的股东和董事会以及外部治理因素,但鲜有结合混合所有制改革这一情境的细化研究。因此,本文在混合所有制改革情境中研究异质性非控股股东治理机制对企业风险承担的影响效果、作用机理及价值效应,以期为推进国企改革提供经验借鉴。

### 三、理论分析与研究假设

#### (一)非控股股东治理机制与企业风险承担

从非控股股东发挥的制衡效应来看,企业风险承担是反映管理层与股东利益兼容程度的重要经营决策,深受二者风险承担意愿的影响。当缺少有效的监督制衡时,控股股东和管理层有动机占用和转移公司资源来追求个人私利,选择相对安全、资金投入量小的投资决策以保留现金流和资源,掩盖其自利行为,而出现风险承担代理问题(John等,2008; Mishra, 2011)。混合所有制改革背景下国有企业通过引入持股比例较高、掌握实质性话语权的异质性非控股股东进行权力博弈,监督并干预控股股东和管理层制定公司决策的过程,最终可反映至企业风险承担。其制衡效应可从以下三个层面实现:(1)股权治理层面。基于我国上市公司股权集中的现状,控股股东凭借其控制权优势攫取私利的事件层出不穷。作为被利益损害的主要对象,非控

股股东有强烈的监督动机和独立性参与治理,例如,通过申请召开临时股东大会并“用手投票”来约束控股股东的利益侵占行为,减少股东通过控制经理人而作出风险规避性投资决策。另外,引入的非控股股东与国有控股股东具有异质性特征,成长于不同运作体制和行为认知框架中的经济行为主体必然有动态的博弈过程,较难形成合谋攫取私利的控制权联盟,更能发挥对控股股东的权力牵制作用。(2)高层治理层面。非控股股东通过委派董事或高管能够掌握更多公司经营信息,拥有实质性的话语权并发挥决策指导职能,使董事会或管理层形成多个利益团体相互制衡、分享决策权的格局,抑制控股股东“一言堂”行为。此外,非控股股东通过参与高层治理也有利于建立与管理层意见交换的沟通途径,增强股东之间、股东与管理者之间对风险承担的共同认识,提高管理层风险承担意愿。(3)网络治理层面。除了由股权结构决定的投票权和委派权外,非控股股东也可通过股东网络结构衍生的网络权力发挥治理效应、影响公司决策。公司股东并非完全理性和独立的个体,而是处于复杂的股东关系网络之中并受到其网络位置和其他节点股东的影响。不同网络位置的非控股股东拥有不同的信息资源基础和资源获取途径,越靠近核心位置的股东对外部社会资本和信息资源越具有强大的获取能力和控制力,并能凭借这种优势在决策行为和决策空间方面对包括控股股东在内的其他股东施加约束(马连福和杜博,2019)。此外,混合所有制改革背景下非控股股东的异质性背景决定其拥有的资源获取渠道和种类与原企业股东存在明显差异,进而在融入国有企业的股东网络时,这种差异性和稀缺性或许能在网络位置的作用基础上进一步强化非控股股东的网络权力。

从非控股股东发挥的资源效应来看,资源依赖理论指出,没有组织能够自给自足生存所需的所有资源,必须与其所依赖环境中的各种因素进行互动来维持生存。混合所有制改革背景下异质性非控股股东参与治理则是国有企业通过引入其他组织关系取长补短、获取资源的具体实践,其实质不仅是财务资本主导下股权结构中持股比例的动态调整,更是出资股东将依附或承载于股东身份的异质性资源互补和整合到对应企业的过程。企业的风险承担行为是高度依赖资源供给的消耗性活动,不仅取决于制衡效应下对管理层和控股股东风险规避倾向的约束,同时也受到企业资源供给能力的明显制约(张敏等,2015)。而外部股东能够在技术、人力和社会资源等方面给企业带来提升竞争优势和价值创造能力的异质性资源,进而为企业风险承担的战略选择和实施效果提供重要的非财务性支持。国有股东和非国有股东因股权性质和身份背景的显著差异进一步放大上述股东资源的异质性和优势互补性(郝阳和龚六堂,2017),民营和外资股东在无形资产和组织能力等要素资源方面占有显著优势,能为国有企业带来更具效率和灵活度的经营管理方式和人力技术资源、市场谈判信息等非金融资源,以及企业家精神、员工积极性等能够活化国有企业管理体系的文化资源。其资本逐利性促使异质性非控股股东更重视提升企业的生产经营效率和盈利能力(刘运国等,2016),有利于企业价值创造和内部资源积累,进而为企业风险承担提供一定的资源支持。综上所述,混合所有制改革背景下非控股股东参与治理能通过发挥制衡效应和资源效应促进国有企业风险承担水平。基于此,本文提出如下假设:

假设1:非控股股东参与治理度越高,国有企业的风险承担水平越高。

(二)非控股股东治理机制提高企业风险承担水平的作用机理

国有企业所有者监督缺位的先天产权缺陷引发了严重的内部人控制问题,加之国企高管官僚式的管理制度、行政级别薪酬与公司业绩之间因果关系的弱化以及国企对社会责任的兼顾(蔡贵龙等,2018)等诸多原因,造成国有企业的第二类委托代理问题较为严重。换言之,国有企业缺乏有效的监督和激励机制,导致风险承担代理问题的出现。一方面,风险性投资项目对

现金流和其他资源的占用限制了管理层私人利益的可获取上限,大量资金投入及较高不确定性使得管理层自利行为更易暴露,因而管理层倾向于牺牲股东利益而选择低风险的保守决策;另一方面,风险承担的价值效应在短期内难以实现且成本相对较高,风险投资失败不免对管理层的职业声誉带来负面影响,加之国有企业管理层行政任命制度下“不求无功、但求无过”的经营理念导致其并无动力承担风险投资,种种原因致使管理层更愿意选择相对安全的投资决策来规避风险,以维持在职期间的“平静”生活。然而,非控股股东究竟是通过何种作用机理缓解上述风险承担代理问题、提高国有企业的风险承担水平的呢?本文认为可以从监督作用和激励作用两方面展开分析。

从监督作用的视角来看,混合所有制改革通过引入权责对称、具有话语权的非控股股东能够弥补国有控股股东的监督缺位,可实现“所有者回归”的效果,抑制管理层自利行为。首先,非控股股东参与治理可发挥股东角色的监督作用,优化国有企业内部治理结构并明确各方面的职责权限,制定强约束力的执行规则。其次,非控股股东通过委派高管参与管理层内部的决策过程,缓解控制权与经营权分离所导致的信息不对称问题,担任非控股股东发言人的高管实际参与到企业经营过程的决策制定和执行流程之中,以预防和阻止管理者为谋取个人私利而进行的低效率投资和不当开支等自利行为。最后,非控股股东通过委派董事、监事加强对高管的监督,董事会和监事会构成多元产权化有助于非控股股东了解更多经营管理信息,增强股东与管理层之间的信息透明度。当非控股股东参与治理、实现各个层面对管理层决策的监督作用时,能够有效抑制管理者自利行为,降低管理者在职消费、不当开支等隐性收入的可能性,促使其缓解风险规避倾向,选择通过积极承担风险、增加投资以提升企业业绩这一方式来获得补偿和奖励,从而国有企业风险承担水平得以提升。基于此,本文提出如下假设:

假设2:非控股股东参与治理能抑制管理层自利行为,进而提高国有企业的风险承担水平。

从激励作用的视角来看,完善企业的激励机制是缓解委托代理问题的有效途径,而针对管理层的报酬激励正是解决第一类代理问题的常用手段。非控股股东参与治理可发挥监督作用以限制隐性报酬的获取,亦可通过完善国有企业的高管薪酬激励机制来发挥显性报酬的激励作用。非国有股东参与治理使得国有企业的产权主体更为清晰和多元化,产权主体的明晰有利于管理层激励机制的改善(马连福等,2015),通过委派董事和高管也可提升管理层的薪酬业绩敏感性,减少国企高管在风险规避导向下对创新研发活动的抑制作用。薪酬激励通常伴随着薪酬-业绩契约,将约定的高水平薪酬与企业当年及未来的经营业绩挂钩。一方面,风险投资项目的投资收益回报周期更长,有利于管理层获得延期兑现的薪酬或任期考核时的优良业绩评价;另一方面,二者的勾稽关系使管理层薪酬业绩敏感性增强,促使管理层更加努力地提高企业业绩,而风险承担水平的提升有利于大幅度提高绩效,进而管理层主动承担风险的意愿会增强。因此,非控股股东参与治理一定程度上有利于完善国企高管薪酬激励制度,薪酬与业绩绑定的激励契约抑制了委托代理问题下管理层的风险规避倾向,进而提高企业风险承担水平。基于此,本文提出如下假设:

假设3:非控股股东参与治理能提高薪酬激励水平,进而提高国有企业风险承担水平。

## 四、研究设计

### (一)研究模型与变量定义

本文主要研究混合所有制改革背景下非控股股东治理机制对企业风险承担的影响,构建如下OLS回归模型以验证假设1:

$$RiskTaking = \alpha_0 + \alpha_1 Gov + \alpha_2 Controls + \varepsilon \quad (1)$$

1. 解释变量: 非控股股东治理参与度指数 (Private Non-controlling Shareholders Governance Participation Index,  $Gov$ )。参考曾诗韵等 (2017)、马连福和杜博 (2019) 等人的研究, 本文从股权治理、高层治理和网络治理三个维度手工搜集数据, 计算上市国企前十大股东中异质性非控股股东的股权制衡度 ( $Gov\_EB$ )、委派董事比例 ( $Gov\_MR$ )、委派董监高比例 ( $Gov\_SR$ )、度数中心度 ( $Gov\_De$ )、中介中心度 ( $Gov\_Be$ ) 和接近中心度 ( $Gov\_Cl$ )。使用因子分析法对这六个指标进行降维处理以解决数据间的共线性问题, 并提取特征值大于1的公共因子, 以其方差贡献率为权重加总获得综合得分, 即为非控股股东治理参与度指数 ( $Gov$ )。各指标计算方法如下: (1) 股权制衡度 ( $Gov\_EB$ ) 作为股权治理参与度的代理变量, 以前十大股东中民营和外资性质的非控股股东持股比例之和与国有股东持股比例的比值来衡量。(2) 委派董事比例 ( $Gov\_MR$ ) 和委派董监高比例 ( $Gov\_SR$ ) 作为高层治理参与度的代理变量,  $Gov\_MR$  以前十大股东中民营和外资性质的非控股股东委派董事人数与董事会总人数的比值来衡量,  $Gov\_SR$  以非控股股东委派董监高人数与董事会、监事会和管理层人数总和的比值来衡量。(3) 度数中心度 ( $Gov\_De$ )、中介中心度 ( $Gov\_Be$ ) 和接近中心度 ( $Gov\_Cl$ ) 作为网络治理参与度的三个代理变量, 分别反映非控股股东在股东网络中的信息获取能力、信息控制能力以及不被其他股东信息影响的能力, 具体计算方法如式 (2)–(4), 其中,  $i$  为上市国企前十大股东中民资或外资性质的非控股股东,  $j$  和  $k$  为前十大股东中除  $i$  之外的民营或外资股东,  $n$  为不同年份样本中上市国企的前十大股东总数;  $X_{ij}$  表示股东  $i$  与其他股东  $j$  的股东关系, 当  $i$  与  $j$  持股同一家国企时取值1, 否则为0;  $g_{jk}$  为股东  $j$  和股东  $k$  相连需经过的捷径数,  $g_{jk(i)}$  为股东  $i$  在捷径中存在的数量;  $d_{ij}$  为股东  $i$  与其他股东  $j$  之间的距离。另外, 式 (2) 和式 (3) 中通过除以  $(n-1)$  和  $(n-1)(n-2)$  来消除不同网络规模的差异影响。最后, 对分年度计算所得的度数中心度 ( $Gov\_De$ )、中介中心度 ( $Gov\_Be$ ) 和接近中心度 ( $Gov\_Cl$ ) 取加权平均值以衡量非控股股东网络治理参与度。

$$Gov\_De = \frac{\sum_j X_{ij}}{n-1} (i \neq j) \quad (2)$$

$$Gov\_Be = \frac{\sum_{j < k} \frac{g_{jk(i)}}{g_{jk}}}{(n-1)(n-2)} \quad (3)$$

$$Gov\_Cl = \frac{n-1}{\sum_j d_{ij}} (i \neq j) \quad (4)$$

2. 被解释变量: 企业风险承担水平 ( $RiskTaking$ )。现有文献衡量企业风险承担水平的指标主要使用盈利波动性、股票回报率波动性、研发投入和资产负债率等。本文借鉴张敏等 (2015) 的研究, 以五年 ( $t-2$  年到  $t+2$  年) 为一个观测时长, 使用经行业调整后的股票回报率 ( $Stk\_Return$ ) 来衡量企业风险承担水平, 股票回报率波动程度越大, 代表企业风险承担水平越高。具体计算方法如式 (5)–(7) 所示, 用企业每年度的股票回报率减去企业所在行业股票回报率的年度均值完成行业调整, 并滚动计算得到调整后股票回报率 ( $Adj\_Stk\_Return$ ) 的标准差  $Risk1$  和极差  $Risk2$  (用于稳健性检验) 作为企业风险承担水平的代理变量, 其中  $Stk\_Return$  是上市公司考虑现金红利再投资的年个股回报率。

$$Adj\_Stk\_Return_{i,t} = Stk\_Return_{i,t} - \frac{1}{X} \sum_{k=1}^X Stk\_Return_{i,t} \quad (5)$$

$$Risk1_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left( Adj\_Stk\_Return_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T Adj\_Stk\_Return_{i,t} \right)^2} \quad (6)$$

$$Risk2_{i,t} = Max(Adj\_Stk\_Return_{i,t}) - Min(Adj\_Stk\_Return_{i,t}) \quad (7)$$



3. 控制变量。本文参考何瑛等(2019)、王美英等(2020)对企业风险承担的研究,从企业特征、董事会、股东和宏观经济环境四方面设置了如下控制变量:企业特征层面选取企业规模(*Size*)、企业年龄(*Age*)、资产负债率(*Lev*)、企业成长性(*Growth*)、资本性支出(*Cap*)和固定资产比例(*PPE*);董事会层面控制董事会规模(*Board*)、独立董事比例(*Ind*)、总经理与董事长是否两职合一(*Duality*);股东层面选择了股权集中度(*TOP1*);宏观经济环境层面以地区人均GDP水平(*GDP*)为代表。此外,本文还设置了行业(*Industry*)和年份(*Year*)虚拟变量以控制行业和年度固定效应,行业分类采用证监会2012年版本的上市公司分类标准。

为验证假设2和假设3,在回归模型(1)的基础上进一步构建以下OLS回归模型(8)和模型(9)来检验中介效应:

$$mediators = \alpha_0 + \alpha_1 Gov + \alpha_2 Controls + \varepsilon \quad (8)$$

$$RiskTaking = \alpha_0 + \alpha_1 Gov + \alpha_2 mediators + \alpha_3 Controls + \varepsilon \quad (9)$$

在回归模型(1)的基础上添加了*mediators*代表本文的中介变量,依次为管理费用率(*Exp*)、总资产周转率(*Tur*)和前三名高管薪酬均值的自然对数(*LnMsa*),其余变量与模型(1)保持一致。其中,管理费用率(*Exp*)和资产周转率(*Tur*)用以衡量管理层自利行为。管理费用囊括办公费、业务招待费和差旅费等诸多企业为组织和管理活动而发生的行政费用,往往被视为最模糊、外延最广泛的收支项目。因此,管理费用率适合度量管理层隐藏在管理费用中的在职消费、不当开支等自利行为。而总资产周转率从产出的角度直接度量了企业总体代理效率以反映管理层在代理经营过程中是否存在低效率决策和懒政等消极情况。管理费用率越高、总资产周转率越低,说明管理层自利行为越严重。另外,参考蔡贵龙等(2018)的做法,本文以企业披露的前三名高管薪酬均值的自然对数(*LnMsa*)来衡量薪酬激励水平,该值越大,说明薪酬激励程度越高。变量定义见表1。

表1 变量名称及定义

变量种类	变量名称	变量符号	变量定义
解释变量	非控股股东治理参与度指数	<i>Gov</i>	采用因子分析法提取特征根大于1的公共因子并以方差贡献率为权重加总
被解释变量	企业风险承担水平1	<i>Risk1</i>	经行业调整后的企业股票回报率波动性——标准差
	企业风险承担水平2 (稳健性检验)	<i>Risk2</i>	经行业调整后的企业股票回报率波动性——极差
中介变量	管理费用率	<i>Exp</i>	管理费用与营业收入的比值
	总资产周转率	<i>Tur</i>	营业收入与平均资产总额的比值
	薪酬激励水平	<i>LnMsa</i>	前三名高管薪酬的均值取自然对数
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	期末总资产的自然对数
	企业年龄	<i>Age</i>	观测年份与成立年份的差值
	资产负债率	<i>Lev</i>	期末总负债与期末总资产的比值
	企业成长性	<i>Growth</i>	销售收入增长率
	资本性支出	<i>Cap</i>	资本支出与期末总资产的比值
	固定资产比例	<i>PPE</i>	期末固定资产与期末总资产的比值
	独立董事比例	<i>Ind</i>	独立董事人数占董事会总人数的比例
	两职合一	<i>Duality</i>	总经理兼任董事长取1,否则取0
	董事会规模	<i>Board</i>	董事会总人数
	股权集中度	<i>TOP1</i>	第一大股东持股比例
	地区经济发展水平	<i>GDP</i>	公司总部地址所在省份人均GDP的自然对数
	年度	<i>Year</i>	年度虚拟变量
	行业	<i>Industry</i>	行业虚拟变量



## (二) 样本选择与数据来源

由于风险承担水平计算需要 $t-2$ 至 $t+2$ 五年的观测期,本文选择2007—2018年沪深A股上市国有企业为研究样本。初始样本按照以下标准进行处理:(1)剔除金融行业的企业样本;(2)剔除ST、\*ST、PT和不明交易状态的企业样本;(3)剔除相关数据缺失的样本,最终获取包含1122家上市国企的9996个观测值,属于非平衡面板数据。本文通过手工收集上市国有企业前十大股东性质、持股比例和人员委派情况以获得非控股股东相关数据,其余数据皆下载自CSMAR数据库。本文使用Stata15.1软件进行数据分析,并对所有回归结果进行公司层面聚类调整(cluster)以强化结果稳健性,所有连续变量均在1%和99%分位上缩尾处理以避免极端值的影响。

本文在手工收集整理上市企业披露的前十大股东性质、持股比例和人员委派情况时,参考郝阳和龚六堂(2017)的做法进行以下处理:(1)股东性质的确定:结合现有数据库的股东性质、上市公司年报中“股东数量和持股情况”披露的前十大股东“持股性质”及网络检索信息的交叉比对,综合确定前十大股东性质。(2)股东持股比例的重新计算:鉴于上市企业前十大股东中的一部分与大股东可能存在一致行动人、亲属关系或控股关系等复杂股东关系,本文基于CSMAR数据库中“中国上市公司股权关系数据库”披露的各种股东关系对股东持股量进行合并,以此得到重新定义各“股东集团”的持股量后,再进行排序以形成新的“前十大股东”以确定“控股”和“非控股”地位。(3)委派人员的确认:结合CSMAR中“高管个人资料文件”和上市公司年报对高管背景的披露,综合判断是否为该上市公司非控股股东委派:如果非控股股东为自然人股东,则将该自然人在上市公司担任董事(监事)视为该股东委派一名;如果非控股股东为法人股东,则以上市公司董事(监事)是否在该法人股东单位任职为判断标准,若有所任职,即认为该法人股东进行委派。(4)非控股股东的定义:广义非控股股东指除控股股东外的其余股东,鉴于本文重在检验混合所有制改革的政策效果,非控股股东具有“异质性产权”特点,因而非控股股东特指国有企业前十大股东中民营和外资性质的股东。

## (三) 主要变量的描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果,企业风险承担水平( $Risk1$ )的均值为0.3866,最小值为0.0709,最大值为1.5635,相差22倍之多,且均值和标准差也有一定差距,说明我国国有企业之间的风险承担水平存在较大差距且整体水平较低,与张敏等(2015)的研究结果基本一致。非控股股东治理参与度指数( $Gov$ )通过因子分析法计算所得的值呈现正负分布,其符号仅表示相对的参与治理程度高低,不具有实际经济含义,也不影响后续研究过程。可见, $Gov$ 最小值为-0.7324,与最大值4.6805相差甚多,且中位数明显低于平均值,说明我国非控股股东在国有企业参与治理的整体程度不深且企业间差距明显。再进一步观察治理参与度指数的分维度指标,可发现类似结果,股权制衡度均值为0.2510,即前十大股东中民资和外资非控股股东持股比例之和接近国有股权的四分之一,对国有股权的制衡度有待提升;从均值上来看,非控股股东高层委派人员占比不足2%,说明高层治理参与程度总体水平较低,网络治理维度呈现同样结果。其余变量均处于正常范围内,没有极端情况出现。

在构建非控股股东治理参与度指数时,特征值大于1的两个主因子的累计方差贡献率达74.21%,说明指数构建具有一定的合理性。此外,通过旋转后主因子对各变量的解释结果可以发现,因子分析法提取出来的两个主因子将六个指标降维至两个维度,对应到理论分析中的正式制度与非正式制度,股权治理指标( $Gov_{EB}$ )和高层治理指标( $Gov_{SR}$ 、 $Gov_{MR}$ )在因子1上的负载最高,代表“正式制度”层面,而 $Gov_{De}$ 、 $Gov_{Be}$ 和 $Gov_{Cl}$ 三个网络治理指标在因子2上负载更高,即为“非正式制度”层面,数据结果与理论分析较为一致,进一步证明指数构建的合理性。

表2 主要变量的描述性统计

变量名	样本量	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
企业风险承担水平1( <i>Risk1</i> )	9 996	0.3866	0.2531	0.3239	0.0709	1.5635
企业风险承担水平2( <i>Risk2</i> )	9 996	0.9648	0.6357	0.8066	0.1713	3.8821
非控股股东治理参与度指数( <i>Gov</i> )	9 996	0.0000	0.5247	-0.1710	-0.7324	4.6805
股权制衡度( <i>Gov_EB</i> )	9 996	0.2510	0.3027	0.1287	0.0093	1.5482
委派董监高比例( <i>Gov_SR</i> )	9 996	0.0178	0.0509	0.0000	0.0000	0.2727
委派董事比例( <i>Gov_MR</i> )	9 996	0.0125	0.0350	0.0000	0.0000	0.1905
度数中心度( <i>Gov_De</i> )	9 996	0.0064	0.0134	0.0021	0.0004	0.0964
中介中心度( <i>Gov_Be</i> )	9 996	0.0066	0.0227	0.0007	0.0000	0.1808
接近中心度( <i>Gov_Cl</i> )	9 996	0.2710	0.0621	0.2756	0.0007	0.3932
管理费用率( <i>Exp</i> )	9 996	0.0764	0.0562	0.0637	0.0078	0.3547
总资产周转率( <i>Tur</i> )	9 996	0.7231	0.5218	0.5959	0.0796	2.8228
薪酬激励水平( <i>LnMsa</i> )	9 996	13.0703	0.7401	13.0786	11.1515	15.0753
企业规模( <i>Size</i> )	9 996	22.5721	1.3551	22.3945	19.9763	26.5101
企业年龄( <i>Age</i> )	9 996	16.8135	5.2077	17.0000	3.0000	51.0000
资产负债率( <i>Lev</i> )	9 996	0.5204	0.1943	0.5326	0.0901	0.9293
固定资产比例( <i>PPE</i> )	9 996	0.2747	0.1964	0.2367	0.0023	0.7871
企业成长性( <i>Growth</i> )	9 996	0.1612	0.4156	0.0960	-0.5094	2.7763
资本性支出( <i>Cap</i> )	9 996	0.0484	0.0471	0.0341	0.0002	0.2281
董事会规模( <i>Board</i> )	9 996	9.3635	1.9086	9.0000	3.0000	18.0000
两职合一( <i>Duality</i> )	9 996	0.0960	0.2947	0.0000	0.0000	1.0000
独立董事比例( <i>Ind</i> )	9 996	0.3672	0.0524	0.3333	0.3000	0.5714
股权集中度( <i>TOP1</i> )	9 996	0.3848	0.1530	0.3778	0.1016	0.7695
地区经济发展水平( <i>GDP</i> )	9 996	10.7829	0.5867	10.7721	9.4636	11.9388

注:所有连续变量在其分布1%及99%分位上进行了缩尾(winsor2)调整。

## 五、实证检验

### (一)非控股股东治理机制与企业风险承担

表3列(1)呈现了非控股股东参与治理与企业风险承担水平之间的回归结果,可见非控股股东治理参与度指数(*Gov*)的系数为0.0239,与风险承担水平(*Risk1*)在1%的水平上显著正相关,即证明民营性质和外资性质的非控股股东进入国有企业后,综合股权、高管和股东网络三大层面的治理效应,显著提高了国有企业的风险承担水平,假设1得以验证。控制变量的回归结果也基本符合预期,企业规模(*Size*)和成长性(*Growth*)显著为正,企业年龄(*Age*)的影响不显著但为正,说明企业规模越大、盈利能力越强、经营年限越长,越具有承担风险和抵消风险投资失败后消极影响的能力,进而具有更高的风险承担水平;固定资产比例(*PPE*)与企业风险承担显著负相关,说明固定资产对资金的占用一定程度上限制了企业对风险性项目的投资水平;资产负债率(*Lev*)和资本性支出(*Cap*)系数为正,表明负债和资本支出水平高的企业风险承担水平可能更高,控制变量的回归结果与张敏等(2015)的研究发现基本一致。

### (二)非控股股东股权治理、高层治理和网络治理与企业风险承担

本文所使用的解释变量非控股股东治理参与度指数由股权制衡度(*Gov\_EB*)、委派董事比例(*Gov\_MR*)、委派董监高比例(*Gov\_SR*)、度数中心度(*Gov\_De*)、中介中心度(*Gov\_Be*)和接

近中心度 ( $Gov\_Cl$ ) 六个指标构成, 综合了股权治理、高层治理和网络治理三个维度的影响效果, 然而各个维度单独的治理效果仍待进一步检验。现从三个维度分指标再次进行六次OLS回归检验, 以佐证所构建指数的合理性和有效性。六个指标与企业风险承担的回归结果见表3, 列(2)–(5)和列(7)显示,  $Gov\_EB$ 、 $Gov\_SR$ 、 $Gov\_MR$ 、 $Gov\_De$ 和 $Gov\_Cl$ 与企业风险承担的回归系数显著为正, 分别在1%、10%、5%、5%和1%的水平上显著, 证明了三个维度都发挥了有效的正面治理作用。列(6)的中介中心度 ( $Gov\_Be$ ) 系数并不显著但为正, 说明加入国有企业的非控股股东在信息传递的控制和异质性信息资源的获取能力上仍待提升, 因其股东身份的异质性可能与国有股东仍存在一定的磨合期, 但并未严重影响网络治理层面整体的有效性。

表3 非控股股东治理机制与企业风险承担: 主假设检验

	主假设	单维度指标回归					
	(1) Risk1	(2) Risk1	(3) Risk1	(4) Risk1	(5) Risk1	(6) Risk1	(7) Risk1
$Gov$	0.0239*** (3.2779)						
$Gov\_EB$		0.0416*** (2.8141)					
$Gov\_SR$			0.1466* (1.7500)				
$Gov\_MR$				0.2378** (1.9765)			
$Gov\_De$					0.4152** (2.2137)		
$Gov\_Be$						0.1034 (1.0530)	
$Gov\_Cl$							0.2022*** (3.3774)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	0.2198* (1.8042)	0.1698 (1.4207)	0.1600 (1.3446)	0.1574 (1.3233)	0.1858 (1.5334)	0.1671 (1.3868)	0.1907 (1.5971)
观测数	9 996	9 996	9 996	9 996	9 996	9 996	9 996
Adj-R <sup>2</sup>	0.2190	0.2189	0.2178	0.2180	0.2174	0.2171	0.2186

注: (1)\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著; (2)括号内的数值为t值; (3)OLS回归结果经过公司层面 cluster调整。下同。

### (三) 非控股股东治理机制提高企业风险承担水平的作用机理

为检验假设2和假设3, 即非控股股东参与治理通过抑制管理者自利行为、提高薪酬激励水平两条作用机理来促进企业风险承担水平。本文采用中介检验三步法: 第一步, 验证非控股股东参与治理显著提高企业风险承担水平, 这一直接效应已在假设1的回归结果中得以证实[见表3第(1)列]; 第二步, 验证非控股股东参与治理对中介渠道是否存在显著的抑制(促进)作用; 第三步, 将中介变量添加为控制变量进行回归。检验结果显示, 非控股股东治理参与度指数 ( $Gov$ ) 与管理费用率 ( $Exp$ ) 在10%的水平上显著负相关, 总资产周转率 ( $Tur$ ) 在5%的水平上显著正相关, 说明非控股股东参与治理能够显著降低管理费用率、提高总资产周转率, 通过了第二步检验。 $Exp$ 的系数显著为负、 $Tur$ 的系数显著为正且 $Gov$ 均显著为正, 通过了第三步检验。另外, 管理费用率和总资产周转率的Sobel检验显示, 中介效应占比分别为1.2788%和4.4373%, 证明非控股股东参与治理能够发挥监督约束作用, 抑制管理者通过管理费用的隐蔽性享受在职

消费、不当开支等自利行为,使其履行职责作出有利于企业发展的风险投资决策,进而提高企业风险承担水平。同理,检验了高管薪酬激励( $LnMsa$ )发挥的中介效应,其Sobel检验 $z$ 值为2.795且在1%水平上显著,中介效应占比为6.1456%,证明非控股股东参与治理通过提高国有企业的薪酬激励水平构建了良好的激励机制来提升管理层职业化程度和经营效率,进而对国企风险承担有促进作用。

#### (四) 稳健性检验<sup>①</sup>

1. 倾向得分匹配法(PSM)。本文采用倾向得分匹配法(PSM)削弱样本选择偏差问题。首先,分行业、分年度以解释变量 $Gov$ 的中位数为标准将样本分为处理组(非控股股东治理参与度高)和控制组(非控股股东治理参与度低)。其次,选择公司治理层面的控制变量为协变量以估计倾向得分。最后,进行有放回的一对一近邻匹配。对匹配后样本重新回归,解释变量 $Gov$ 的系数为0.0223且在1%水平上显著,说明非控股股东参与治理显著提高企业风险承担水平,假设1的结论具有稳健性。

2. Heckman两阶段模型。为解决样本选择偏差造成的内生性问题,本文采用Heckman两阶段模型继续稳健性检验。在第一阶段的Probit回归中以非控股股东治理参与度指数( $Gov$ )的中位数为界定标准设置新的被解释变量 $Gov\_H$ 来衡量非控股股东参与治理的积极性,当 $Gov$ 大于中位数时, $Gov\_H$ 为1,代表该样本公司非控股股东治理参与度高,否则为0。并借鉴何瑛等(2019)和王美英等(2020)等人的方法,以同年度、同行业中其他非控股股东治理参与度高的公司所占比例( $OtherGov$ )为外生工具变量。以 $OtherGov$ 作为第一阶段回归的解释变量,回归后计算逆米尔斯比率(IMR),在第二阶段的OLS回归中将IMR作为控制变量代入,回归结果显示 $OtherGov$ 与 $Gov\_H$ 在1%的水平上显著正相关,证明原模型不存在严重的样本选择偏差。

3. 其他稳健性检验。为进一步检验假设1研究结果的稳健性,本文还采用了固定效应模型、更换非控股股东治理参与度指数和企业风险承担水平的衡量方式等检验方法。(1)固定效应模型。本文同时控制时间固定效应和公司固定效应以缓解遗漏变量的内生性问题,回归结果显示非控股股东治理参与度指数( $Gov$ )在1%的水平上与风险承担水平( $Risk1$ )正相关,结果与前文一致。(2)更换解释变量和被解释变量的计算方法。首先,在构建非控股股东治理参与度指数时,改用前十大股东中民资或外资第一大非控股股东持股比例与国有第一大股东持股比例的比值来衡量股权制衡度( $Gov\_EB$ ),委派董事比例( $Gov\_MR$ )和委派董监高比例( $Gov\_SR$ )的计算方式与上文保持一致,度数中心度( $Gov\_De$ )、中介中心度( $Gov\_Be$ )和接近中心度( $Gov\_Cl$ )计算后取简单平均来衡量网络治理参与度,继而重新使用因子分析法得到非控股股东治理参与度指数( $Gov0$ ), $Gov0$ 与 $Risk1$ 在1%水平上显著正相关,表明结论具有稳健性。其次,将被解释变量更换为股票回报率波动性的极差( $Risk2$ )后, $Gov$ 依然在1%的显著性水平上与企业风险承担正相关。最后,考虑到以股票回报率衡量的风险承担指标更偏重于结果层面,故而此处将 $Risk1$ 替换为从行为层面衡量的研发支出水平( $R\&D$ ), $R\&D = \ln(\text{本期研发支出} - \text{上期研发支出})$ ,以衡量非控股股东参与治理后国有企业投资行为的变化,结果显示非控股股东治理参与度指数( $Gov$ )与研发支出( $R\&D$ )的系数为正且在5%的水平上显著,说明非控股股东参与治理程度越高,研发支出增长越快,从行为层面验证了非控股股东参与治理对企业风险承担水平的提升作用。

<sup>①</sup>限于篇幅,稳健性检验实证结果未列示,备索。

## 六、进一步研究

### (一) 非控股股东治理机制、企业风险承担与企业价值

由于形成机制、经营目标和管理方式的差异,国有企业存在的政治成本和委托代理成本严重损害了企业价值。而非控股股东治理机制的建立能够一定程度上缓解政府干预、降低代理成本,有利于提升企业价值。首先,异质性非控股股东的逐利天性使其发挥对企业经营目标的纯化作用,激发国有企业的活力和经营自主权,降低政治成本;其次,非控股股东为维护自身利益对国有控股股东有强烈的监督制衡动机和能力,可抑制其为获取控制权私利的侵占企业资源行为;最后,异质性非控股股东实现了国有企业的“所有者归位”,能够改善监督激励机制以提高管理层的职业化程度和经营效率。综上所述,本文认为非控股股东治理机制能够提升国有企业的企业价值。同时,风险与收益相伴相生是企业经营的基本逻辑之一,承担风险可推动企业选择更多净现值为正的投资项目以获得收益,而收益的长期积累必然带来企业价值的提升,可见企业风险承担是提升企业价值的重要途径之一。因此,下文将采用中介效应检验非控股股东参与治理能否通过促进企业风险承担这一渠道提高企业价值。

对于企业价值的代理变量选择,本文参考过往学者的研究,选择能衡量企业未来长期价值且与风险承担的长期效用内涵保持一致的市场类指标,使用托宾Q值作为企业价值(*Tobin's Q*)的代理变量,具体计算方式如下:托宾Q值=(总负债+流通股市值+每股净资产×非流通股股数)/总资产。另外,考虑到企业风险承担水平(*Risk1*)在t-2到t+2五年观测期内滚动计算,因此*Tobin's Q*取托宾Q值在五年观测期内的平均值,其他变量与前文一致。回归结果显示(备索),*Gov*的系数三次回归依次为0.1801、0.0244和0.1614,且均在1%的水平上显著,说明非控股股东参与治理既对国企企业价值有直接提升效应,也能通过企业风险承担水平这个中介渠道作用于企业价值。Sobel检验z值为5.849,且在1%水平上显著,中介效应占比为14.9655%,表明企业风险承担的确发挥了部分中介效应。

### (二) 国有资本参股民营企业的混改情境中非控股股东治理机制与企业风险承担

国企改革三年行动的正式启动,标志着混合所有制改革已取得实质性进展并进入全面深化阶段。截至2020年底,中央企业在充分竞争行业和领域累计对外参股超过6000户,国有资本投资额已超4000亿元。深圳国资参股民营零售巨头苏宁、中国国家铁路集团“牵手”海南银行、上海国资战略入股民生证券等系列案例表明,混改已由早期的国有企业引入适量民间资本转为双向推进,“引进来”与“走出去”并进的混改进程或成未来新趋势。而当前关于混合所有制改革的研究大多聚焦国有企业引入非国有资本的混改方向,仅有少数研究从公司绩效、企业创新、盈余调整和过度投资等方面探讨了国有资本参股民营企业的财务行为及经济后果,难以全面诠释混合所有制改革的政策效果,可见,在第一类混合所有制改革的研究基础上拓展研究第二类混改情境,无疑是国企改革纵深推进对公司治理领域研究的迫切的现实需求。

本部分使用2007—2018年沪深A股上市民营企业为研究样本,同样剔除金融行业、ST、\*ST、PT及缺失样本,最后获得包含1684家公司的9867个观测值。此处非控股股东定义为前十大股东中的国有性质股东,而控股股东则为民营股东,非控股股东治理参与度指数的计算方式与前文一致,回归模型中同时使用了上文稳健性检验中的替换变量(*Gov0*)和(*Risk2*)以佐证结论的可靠性,其余变量保持不变。回归结果显示(备索),非控股股东参与度指数(*Gov*)和(*Gov0*)的系数分别为-0.0239、-0.0583、-0.0249和-0.0606且均在1%水平上显著,说明国有股东参与治理降低了民营企业的风险承担水平。这与前文非控股股东参与治理能够提升国有企



业风险承担水平的研究结果相悖,本文认为该结果与国有企业、民营企业的产权性质和企业内部治理问题的差异有关。

已有研究证明民营企业的风险承担水平明显高于国有企业,二者之间具有显著差异(Boubakri等,2013)。鉴于风险投资的不确定性,选择更多高风险的投资项目将增加现金流的不确定性和收益的波动性,有可能加剧财务困境而导致企业过度承担风险,而这种风险需要全体股东来承担。由于我国资本市场规范性欠缺和融资渠道单一等限制,民营企业的股权结构往往呈现以个人或家族控股“一股独大”的现状,且管理层大多由控股股东直接指派或兼任,形成身份重合且利益趋同的治理现状,更易导致第二类代理问题的出现。当民营企业承担过高风险时,控股股东往往利用控制权地位攫取控制权私利,非控股股东却只能获得与所承担高风险不符的低收益,因此非控股股东出于规避损失的自我防御,有强烈的意愿通过积极参与治理来减少风险投资决策的盲目选择,阻止企业过度承担风险。在国有资本参股民营企业的具体情境中,国有性质的非控股股东除了上述为平衡收益和风险的自我防御动机外,对控股股东具有更强的约束能力。一方面,国有股权与民营股权的产权异质性使国有性质的非控股股东很难与民营控股股东形成控制权联盟,更具监督制衡的独立性;另一方面,其所伴随的政府属性能够进一步发挥震慑效应,强化对民营控股股东私利行为的遏制作用。国有股权因其政治属性对遵守规章制度和法律法规具有高度自觉性,参股后能够协同民营企业建立更为规范的内部治理机制,进而有效监督制衡民营控股股东的利益侵占行为。综上所述,研究结论同样合理。

## 七、主要结论与建议

本文以2007—2018年沪深A股上市国有企业和民营企业为研究样本,从股权治理、高层治理和网络治理三个维度构建非控股股东治理参与度指数,实证检验混合所有制改革背景下非控股股东治理机制对国有企业风险承担水平的影响效果及作用机理。研究发现:(1)非控股股东治理参与度越高,国有企业的风险承担水平越高。其中,股权治理、高层治理和网络治理单维度对企业风险承担水平均有显著的提升作用。(2)作用机理方面,国有企业第一类代理问题较为严重,非控股股东参与治理能够发挥监督作用和激励作用,促使管理层专注其经营管理职责,即通过抑制管理者自利行为和提高薪酬激励水平两条作用渠道促进国有企业风险承担。(3)经济后果方面,非控股股东治理机制可通过促进企业风险承担实现国有企业价值的提升。(4)“双向混改”情境对比分析发现,在“国有资本参股民营企业”的混改情境中,非控股股东参与治理度越高,对民营企业风险承担的抑制作用越明显。其原因可能是民营企业存在较为严重的第二类代理问题,非控股股东为规避控股股东掏空而带来的损失而通过积极参与治理抑制企业过度承担风险,其国有性质可进一步发挥震慑和规范作用来抑制控股股东利益侵占行为。

本文的研究结论不仅丰富了非控股股东治理和企业风险承担领域的研究,在推进混合所有制改革进程、完善国有企业内部治理机制方面也具有一定的参考价值。一方面,要重视异质性非控股股东这一特殊利益主体在国企混改中发挥的积极治理作用。引入持股比例较高且负责任的非国有资本,调动不同性质资本间的合作积极性,合理利用其参与治理的意愿和能力,改善国企内部管理体系商业化不足的现状,激活企业运营活力和决策效率。只有将混改国企的“掌权之手”从政府交给市场,将行政主导型治理结构优化为利益相关者治理结构,才能从根本上缓解国有企业所有者虚位运行和内部人控制等问题。另一方面,切实保障异质性非控股股东的各项权利,实现不同所有制经济的有效融合。对非控股股东的引入和混合,不能仅局限在股东层面的股权制衡,更应充分挖掘其治理能力、拓宽治理范围,例如,非控股股东参与高层治

理对企业经营决策的监督干预,在股东网络中通过信息资源获取与控制而衍生的网络权力,只有实现内部治理维度和治理人员多元化,才能建立权责透明、协调运转、有效制衡的治理机制。因此,国有企业应兼顾正式和非正式制度层面对非控股股东话语权的保障,实现参股“形式”和参与治理“实质”双重并重,全面、充分地发挥异质性非控股股东的治理效果。

#### 主要参考文献:

- [1] 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).
- [2] 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).
- [3] 郝云宏,汪茜.混合所有制企业股权制衡机制研究——基于“鄂武商控制权之争”的案例解析[J].中国工业经济,2015,(3).
- [4] 何瑛,于文蕾,杨棉之.CEO复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J].中国工业经济,2019,(9).
- [5] 姜付秀,马云飙,王运通.退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?[J].管理世界,2015,(5).
- [6] 刘运国,郑巧,蔡贵龙.非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J].会计研究,2016,(11).
- [7] 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).
- [8] 马连福,杜博.股东网络对控股股东私利行为的影响研究[J].管理学报,2019,(5).
- [9] 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).
- [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).
- [11] 王美英,陈宋生,曾昌礼,等.混合所有制背景下多个大股东与风险承担研究[J].会计研究,2020,(2).
- [12] 向东,余玉苗.国有企业引入非国有资本对投资效率的影响[J].经济管理,2020,(1).
- [13] 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).
- [14] 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).
- [15] 曾诗韵,蔡贵龙,程敏英.非国有股东能改善会计信息质量吗?——来自竞争性国有上市公司的经验证据[J].会计与经济研究,2017,(4).
- [16] 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).
- [17] 张任之.非国有股东治理能够抑制国有企业高管腐败吗?[J].经济与管理研究,2019,(8).
- [18] 朱冰,张晓亮,郑晓佳.多个大股东与企业创新[J].管理世界,2018,(7).
- [19] 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.
- [20] Chu Y Q, Liu M, Ma T, et al. Executive compensation and corporate risk-taking: Evidence from private loan contracts[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 64: 101683.
- [21] Faccio M, Marchica M T, Mura R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking[J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24(11): 3601–3641.
- [22] Fang Y L, Hu M, Yang Q S. Do executives benefit from shareholder disputes? Evidence from multiple large shareholders in Chinese listed firms[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 51: 275–315.
- [23] John K, Litov L, Yeung B. Corporate governance and risk-taking[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1679–1728.
- [24] Low A. Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(3): 470–490.
- [25] Mishra D R. Multiple large shareholders and corporate risk taking: Evidence from east Asia[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2011, 19(6): 507–528.
- [26] Nguyen P. Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2011, 19(3): 278–297.



## How does Non-controlling Shareholders' Participation in Governance Affect Corporate Risk-taking in the Context of Mixed-ownership Reform?

He Ying<sup>1</sup>, Guo Jiarong<sup>1</sup>, Chen Wenhui<sup>2</sup>

(1. School of Economics and Management, Beijing University of Posts and Telecommunications, Beijing 100876, China; 2. School of Business, Beijing Institute of Fashion Technology, Beijing 100029, China)

**Summary:** As an important pillar of the economy on socialism with Chinese characteristics, the operation and survival of SOEs is closely related to the stable operation and structural layout of the national economy. The mixed-ownership reform in the direction of promoting “reform” by “mixing” is the key to the success of SOEs’ reform. Consequently, how to efficiently exert the governance effect of heterogeneous non-controlling shareholders is becoming to invite popular attentions of scholars and practitioners.

Based on the manually collected dataset of the top ten shareholders of China’s A-share listed SOEs and POEs from 2007 to 2018, this paper constructs an index from the three dimensions of “equity governance” “top-level governance” and “network governance” to measure the degree of non-controlling shareholders’ participation in governance, and explores the objective performance, conduction path and value effect of the governance mechanism of non-controlling shareholders on corporate risk-taking under the background of the mixed-ownership reform. The empirical results show that non-controlling shareholders’ participation in governance is conducive to improving the risk-taking level of SOEs. Simultaneously, this paper verifies that “equity governance” “top-level governance” and “network governance” all have the promotion effect on corporate risk-taking. In terms of role mechanism, non-controlling shareholders play a supervisory and incentive role by restraining managers’ self-interest behavior and perfecting the executive pay incentive mechanism, and then have a positive impact on corporate risk-taking. In the further research, this paper verifies that corporate risk-taking plays a significant mediating role in the process of non-controlling shareholder governance mechanism to enhance firm value. In the mixed reform situation of state-owned equity participating in private enterprises, it is found that non-controlling shareholders’ participation in governance can inhibit the excessive risk-taking level of private enterprises, and play a positive governance effect to a certain extent. This study enriches the literature in the fields of mixed-ownership reform, non-controlling shareholder governance and corporate risk-taking, and has important reference significance and implications for the in-depth promotion of SOEs’ reform.

**Key words:** mixed-ownership reform; heterogeneous non-controlling shareholders; corporate risk-taking; governance mechanism

(责任编辑: 王西民)