

# 金融类企业ERM水平对企业价值的影响

王谦<sup>1</sup>, 刘春<sup>1</sup>(副教授), 罗智超<sup>2</sup>(高级工程师), 管河山<sup>1</sup>(副教授)

(1.南华大学经济管理学院, 湖南衡阳 421001; 2.厦门大学王亚南经济研究院, 厦门 361005)

**【摘要】**企业全面风险管理ERM目前在世界上逐渐被广泛接受和认可,但如何构造量化ERM的指标目前尚未形成统一的标准。文章从战略、经营、合规、报告、财务和社会责任6个目标层采集了ERM指标的数据,在此基础上构建了三个ERM指数,并分别研究其对企业价值的影响。研究发现:①ERM指数与企业价值之间是一种对数关联性,而非简单的线性关系,特别是包含社会责任目标的ERM3指数与企业价值之间是一种负相关的对数关系,与以往研究呈现出不同的特点。②金融企业设立专门从事风险管理的职位CRO能有效管理企业内外部风险,有助于提升企业价值。

**【关键词】**ERM; 企业价值; 金融企业; 社会责任目标

## 一、引言

自2008年次贷危机以来,金融风险已经成为各国政府与公众所共同面临的非常严重的非自然类灾难。伴随着经济全球化、金融自由化的发展以及层出不穷的金融创新,风险环境日趋复杂化和多元化。如何应对企业风险

并避免其再次发生,已经成为社会各界所面临的重要课题,由此也对风险管理的范围和执行模式提出了更高的要求。那究竟如何才能能在风险无处不在的世界中取得一席之地?目前,在已被国际社会普遍接受和认可的企业全面风险管理也许能提供一个可行的答案。

理念,应对变化。第一,实施差旅管理系统将改变传统差旅管理的行为方式,要对差旅管理过程进行标准化,会对差旅管理的权利重新分配,这需要管理者从理念上接受,并在实践上推进。第二,差旅管理系统使用过程中,差旅管理的内容将发生变化,促使管理者改变管理行为,以效率、服务、成本来评价差旅行为。第三,差旅管理在交易电子化后,对差旅供应商的管理和对差旅人员行为的分析将成为差旅管理的重点。第四,差旅管理实施后,差旅服务的规模经济效应增强,企业要顺应外部差旅服务市场的专业化运作来改善自身的管理。

**3. 实施商旅管理系统的环节。**集合社会大量差旅供应和需求资源的商旅管理系统是一个互联网平台,差旅企业根据自身业务需要加入其中,能获取社会化的差旅供应资源和专业化的差旅服务。一般不需要差旅企业开发和运营,通过与商旅管理公司合作使用该平台,结合自身差旅需要管理即可。商旅企业实施商旅管理系统包括如下环节:①识别自身差旅管理的需求;②差旅企业初步确定差旅管理政策;③与商旅管理公司进行谈判;④小范围进行商旅管理业务上线的试点;⑤分析总结试点结果与目标的差距;⑥解决试点业务发现的问题,优化业务流程;⑦在企业内部全面完成商旅管理的切换;⑧不断与商旅管理公司沟通完善商旅管理政策和标准。

## 四、结语

本文分析了传统商旅管理中存在的问题,对运用商旅管理系统后的差旅管理进行了相应的对比分析,虽然商旅管理系统能有效地改善差旅服务资源的配置,提高差旅服务市场的效率,但实施过程中仍存在社会化的问题,差旅企业需进行业务流程重组以适应这种商旅管理模式。

本文虽然在策略层面提出实施商旅管理系统的建议,但全文停留在浅层次理论分析的基础上,也未做具体的实证研究。随着商旅市场的发展,今后可在商旅管理系统的应用环境、过程、效果等方面深入地进行理论和实证研究。

## 主要参考文献

徐瑾,刘悦.浅析基于社会化合作的企业差旅集中管理[J].改革与战略,2008(11).

姜世金,张美娟,师彪,栗利香.基于互联网的财务管理创新[J].财会月刊,2008(1).

赵澄.互联网金融创新模式的可持续性分析——以“余额宝”为例[J].财会月刊,2014(5).

**【基金项目】**广西教育厅科研项目“基于财务共享服务的民营企业网络报销机制研究”(项目编号:YB2014609)

不论是过去采用消极转嫁的保险、依靠个人从业经验等被动消极和主观判断相结合的传统风险管理(Traditional Risk Management, TRM)还是时下流行的通过设置专门管控风险的关键职位或部门的全面风险管理(Enterprise Risk Management, ERM),其存在的有效性和合理性一直广受关注和争议。对此,国内外学者也持不同态度。单就21世纪发生的金融风暴事件来说,有的将此次危机归咎于金融机构传统风险管理的失败(Fraser & Simkins, 2010),也有人将责任顺延给了全面风险管理,因为在危机中遭受重挫的核心金融机构内部出现了ERM正取代TRM的趋势(Hampton, 2009)。国内有关机构目前在ERM实施上尚处于初步阶段,国内学者这方面的实证跟国外相比偏少,但基本认可了ERM对公司价值具有显著的正面影响。因此,即使风险管理的表现还要受到许多具体因素的影响如行业差异和实施程度差异,但风险管理对于企业价值的提升和企业绩效的改善得到了大部分学者的认可。

目前,我国多数中小企业仍然面临着风险识别方法不完善、企业内部系统协调性较差(刘春等, 2014)、风险处理能力弱、风险管理效益不明显等问题。金融类企业由于其自身特殊的行业性质,使得其在风险管理上更为谨慎,已逐步建立风险管理的体系,成为风险管理实施程度最高的行业(王稳等, 2013)。由于我国缺乏像美国那样可对上市公司所面临的风险进行权威评级的标准普尔评级机构,也没有现成的ERM指标可以援用。因此如何构建一个涵盖范围广,准确性高又可行性强,适合大多数企业应用的ERM指数成为了我们亟须解决的问题。本文在综合《COSO内部控制框架》和美国标准普尔的评级方法及已有研究的基础上,分别构造了包含战略、经营、报告、合规四大目标和含战略、经营、报告、合规、财务五大目标以及含战略、经营、报告、合规、财务和社会责任六大目标基础上的ERM指数用以探究基于多目标下的三种ERM指数对企业价值的影响,并深入探讨导致这种差异的原因所在,以期为以后的研究提供借鉴。

## 二、企业全面风险管理概述

在近十年的研究中,国内外关于ERM对企业绩效或企业价值的影响研究取得了一定的成果。如Don Pagach & Richard Warr(2010)以企业聘用首席风险官CRO作为企业实施ERM的标志;Hoyt和Liebenberg(2010, 2011)的研究中,将是否实施ERM作为0-1的虚拟变量,来研究其对托宾Q值的影响,并且都证明了ERM对企业价值的显著提升作用。国内也有少量这方面的研究,如王稳,王东等(2013)对ERM有效性问题进行了实证研究,得出ERM对公司价值具有显著的积极影响。

企业风险管理围绕着重于企业经营和发展的核心目标,以整体的视角来进行整体化风险管理的方式,这相对于

传统风险管理方式是一大进步。同时,企业之所以实施企业风险管理,其原因是多方面的,如为规范企业的内部控制制度,减少企业价值的波动性,增强企业部门和员工之间的协作能力,践行企业的社会责任,树立企业的良好社会形象以及强化企业内部信息系统的透明度等等。但企业实施ERM的本质仍在于希望通过ERM一系列措施,减少企业风险所造成的预期损失,增强企业收益的可能性,以达到企业价值增值的目的。由ERM的相关职位和部门的设立预期,我们初步假设,企业风险管理对企业价值的提升是具有显著影响的,但ERM指数对企业价值的影响还受多方面因素的干扰。由于国内企业进行风险管理的起步较晚以及上市企业在年报披露中格式不规范、统计口径的大相径庭等导致研究数据缺失的现象严重,中小企业的统计数据更是难以收集。因此,国内关于ERM的研究主要集中在基于《企业全面风险管理框架》下的规范框架设计和《中央企业全面风险管理指引》(2006)的解读和应用方面(王谦等, 2015)。而国内目前对ERM方面的实证研究等较少,因此本文以金融类企业ERM对企业价值的影响为着手点进行相关研究。

## 三、研究设计

**1. 研究样本与数据来源。**前文已提及虽然风险管理在国内实施案例较少,但金融类企业由于其行业特殊性和政策监管约束较多,目前已普遍设立了相关的风险管理职位或部门来识别、控制和预测风险事件。因此,本文以我国在2014年在市的43个金融类企业为研究样本,采集了样本公司2008~2013年共六年的年报和社会责任报告的相关数据。样本数据主要来源于巨潮资讯网和国泰君安数据库。

本文的研究对象为上市金融企业,但本文暂不考虑截面效应的具体数值,运用面板数据的目的仅在于观察总数据样本下的各解释变量对企业价值的影响。需指出的是,本文所采集的2014年金融企业样本为43个,而各企业的上市时间各不相同,所以采集样本量不完全相同,因此最终汇总的个体数量不是258个(43×6)而是233个。

**2. 研究假设。**风险是有成本的,而且这种成本会导致企业价值的降低和生产效率的下降,而这与企业目标相背离,所以有必要进行风险管理(林子靖, 2014)。有研究发现,积极进行风险管理的公司大都认同风险管理和经营最优化可以增加20%~30%或更多的企业价值。同时,风险管理不仅使得个别公司增值,而且通过降低资本费用和减少商业活动的不确定性来支持经济的全面增长(George Alaias, 1998)。良好的风险管理体制和风险意识有助于企业未雨绸缪,这也使得其在风险管控和预测上快人一步,有助于减少风险不确定性和引起的损失。虽然也有研究认为风险管理只在特定的条件下才会显示其有效性或无显著效果,如Stulz(2003), Tony K. Quon(2012)

的观点。但结合目前国内外大多数大型企业的风险管理实践活动来看,风险管理措施的实施对企业的持续发展是具有深远影响的。同时,在对风险管理水平指数与企业价值进行线性关系验证的过程中,通过两者的散点图我们发现两者之间并不存在明显的线性关系,然而在两者对数化以后,两者关系变得十分明显。因此,我们初步假定多目标下的ERM指数与企业价值之间是一种对数关联性关系,而非简单的线性关系。由此我们提出假设:

H:企业风险管理ERM对企业价值具有影响。

#### 四、变量界定与模型设定

##### (一)变量界定

1. 因变量——托宾Q值。国内外关于风险管理的实证研究中,托宾Q值一直作为衡量企业价值的重要指标(Michael K. McShane, 2013, Tony K. Quon, 2012, 王稳, 2013)。本文同样也采用托宾Q值来量化企业价值。

托宾Q值的计算公式:

$$\text{托宾Q值} = \frac{\text{股权价值} + \text{负债账面价值}}{\text{总资产}} \quad (1)$$

其中,股权价值=流通股本×股价+非流通股本×每股净资产。

2. 自变量——ERM指数。在COSO框架和前人研究基础上,我们将构建基于多目标(四目标、五目标、六目标)下的ERM指数来研究其对企业价值的是否有积极贡献,并根据其实证结果而做出相应的分析和解释。ERM指数仅仅是作为对上市公司采取全面风险管理策略后期实施水平的一个量化评价,其评分高,并不代表其已经全面贯彻执行了企业全面风险管理的每一步骤和程序,也不表示它已经形成了完整全面的ERM管理体系。它只能说明相比其他企业而言,该企业在按照企业全面风险管理评价框架下的一个或几个目标的践行程度较好,其实施的ERM更为系统和全面。

Don Pagach & Richard Warr(2010), Hoyt & Liebenberg (2006, 2008, 2010, 2011)以及王稳(2013)都以企业是否聘用了首席风险官CRO作为企业实施ERM的标志,来研究其对企业价值的正面影响。虽研究思路简单易懂,数据处理方便,但也存在过于抽象化和简化,无法准确而全面的刻画企业在ERM上的实施程度的缺点。因此本文采取构建更为全面、具体的基于多目标下的ERM指数。本文ERM指数是在参考美国标准普尔评级下的ERM指数构造方法和已有研究的基础上,充分考虑目标完整性划分上,扩展补充加入了企业财务目标和企业社会责任履行目标。由于在《COSO内部控制框架》中提及的战略目标(Stratgy)、经营目标(Operation)和报告目标(Reporting)、合规目标(Compliance)以及财务目标(Finance)的构建在前人研究中已有详细的介绍和说明(林子

靖, 2014),本文在借鉴已有研究的基础上,再增添企业的社会责任目标作为其实行ERM的第六大目标。因此本文在此不再重述前五大目标的构建原理,而重点阐述社会责任目标的构建方法。

有研究指出,企业可持续发展的重要内容之一就是重视企业社会责任。企业积极承担起社会责任有利于缓和企业发展壮大过程中所产生的一系列社会问题,同时也有助于企业树立良好的企业形象,提高企业商誉和无形资产,从而吸引消费者达到间接影响企业的经营活动顺利进行的目的。在考察与企业社会责任息息相关的利益相关者中,发现股东、政府和社会公众的相关责任对企业的持续经营和企业商誉以及市场表现有着举足轻重的影响,因此暂且只考虑这三者影响,由此构造社会责任目标(Corporate Social Responsibility, CSR)如公式(2):

$$\text{CSR} = \text{EPS} + \text{TAX} + \text{CD} \quad (2)$$

其中, EPS为每股收益; TAX为税收比率,其计算方法是所支付的税费占主营业务收入之比; CD为企业有无社会捐赠此类行为,有即为1,无则为0。

同时本文给出六大目标之间的相关性系数表,以考察六大目标之间是否存在着明显的共线性:

表1 各目标的Pearson相关系数矩阵

	N	Mean	Std. Error	战略目标	经营目标	报告目标	合规目标	财务目标	社会责任目标
战略目标	233	0.423	0.041	1					
经营目标	233	0.135	0.008	-0.015	1				
报告目标	233	0.340	0.016	0.043	-0.109	1			
合规目标	233	0.041	0.011	-0.029	-0.082	0.059	1		
财务目标	233	-1.956	8.706	0.168*	0.042	-0.126	-0.132*	1	
社会责任目标	233	0.839	0.166	-0.07	0.023	-0.006	0.201**	0.022	1

注:\*指双尾检验时在显著性水平0.05显著;\*\*指双尾检验时在显著性水平0.01显著,下同。

由表1可知,本文用于构建ERM指数的六个目标之间都不存在明显的线性关系,即各目标变量之间不存在多重共线性的问题。本文通过计算得出财务目标与已有的四大目标的相关系数绝对值的平均数为0.117,而社会责任目标与前五大目标的相关系数绝对值的平均数为仅0.0644,这说明第五、六个目标的加入对构建新的ERM指数所提供的信息量是已有的四大目标所不具有的,即构建新的ERM指数是有实际意义的。基于已有研究,有基于四目标(战略目标、经营目标、报告目标、合规目标,用ERM1来表示)、五目标(ERM1+财务目标,用ERM2来表示)下构建的ERM指数,本文在综合已有文献和现实研究需要的基础下提出了基于六大目标(ERM2+社会责任目标,用ERM3来表示)下的ERM指数。最终构建基于多目标下的ERM指数如公式(3):

$$\begin{aligned}
 ERM1 &= \sum_{k=1}^2 s tr_k + \sum_{k=1}^2 ope_k + \sum_{k=1}^2 rep_k + \sum_{k=1}^2 com_k \\
 ERM2 &= \sum_{k=1}^2 s tr_k + \sum_{k=1}^2 ope_k + \sum_{k=1}^2 rep_k + \sum_{k=1}^2 com_k + \sum_{k=1}^2 fin_k \\
 ERM3 &= \sum_{k=1}^2 s tr_k + \sum_{k=1}^2 ope_k + \sum_{k=1}^2 rep_k + \sum_{k=1}^2 com_k + \sum_{k=1}^2 fin_k \\
 &+ csr
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

其中,以上公式中的str指战略目标,ope指经营目标,rep指报告目标,com指经营目标,fin指财务目标,csr指财务目标。

3. 控制变量。除考虑ERM指数外,还要研究众多其他因素对企业价值的影响。如Mark S. Beasley(2005)将独立董事数目、CRO、ERM管理期望、公司规模、是否是全球四大审计机构审计、公司所属行业类型等指标引入以探讨两者之间的关系。本文选取了具有共性且影响较为显著的企业规模(FS)、财务杠杆(DE)、CRO以及两职分离指标(SEP)作为控制变量进行分析,具体的控制变量定义如下:

(1)企业规模(FS),用公司总资产的自然对数来表示。

(2)财务杠杆比率(DE),即等于公司总资产/总负债。

(3)首席风险官(CRO),本文以上市的金融企业在研究年限是否设立的CRO为代理变量来考察其与企业价值的关系,设立即为1,否则为0。

(4)董事会主席和总经理两职分离与否(SEP),本文从国泰安上市公司股东研究数据库中获取了金融企业公司董事长和总经理姓名的统计表,我们将同一年度下同一企业的董事长和总经理姓名一致的确定为没有实行两职分离,此时SEP为

1;而姓名不一致的确定为实施了两职分离,此时SEP为0。

(二)模型设计

本文所使用的数据为面板数据,因此本文设立了以下研究模型,具体如公式(4):

$$\begin{aligned}
 Q_{it} &= \alpha_1 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 FS_{it} + \beta_3 DE_{it} + \beta_4 CRO_{it} + \beta_5 SEP_{it} + \varepsilon_{it} \\
 \ln Q_{it} &= \alpha_1 + \beta_1 \ln X_{it} + \beta_2 FS_{it} + \beta_3 DE_{it} + \beta_4 CRO_{it} + \beta_5 SEP_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

其中,i为截面,即代表第i个企业,t为年份,取值为2008~2013年, $\alpha_i$ 为截距项, $\beta$ 为系数项, $X_{it}$ 由前文假设分别加入ERM1、ERM2和ERM3各自回归,同理,对数模型中 $\ln X_{it}$ 也是分别加入不同目标下的ERM指数各自回归。

五、实证结果及分析

(一)描述性统计

为了更详细的描述所有变量的基本统计特征,表2为个体样本下的描述性统计值报告。

表2 变量的描述性统计结果

	N	Minimum	Maximum	Mean		Std.Deviation
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic
ERM1	233	-1.260 6	3.233 6	0.938 2	0.046 3	0.706 3
lnERM1	213	-4.875 8	1.173 6	-0.185 3	0.060 6	0.884 7
ERM2	233	-0.725 4	3.835 1	1.735 5	0.049 4	0.753 6
lnERM2	229	-2.228 5	1.344 2	0.457 4	0.036 4	0.551 3
ERM3	233	-1 780.60	718.583 6	-0.178 3	8.714 7	133.024 3
lnERM3	225	-3.486 5	6.577 3	0.995 9	0.076 4	1.145 5
FS	233	15.769 5	30.571 1	25.637 6	0.193 0	2.946 3
DE	231	0.025 9	0.968 2	0.743 8	0.014 3	0.217 6
CRO	227	0.000 0	1.000 0	0.930 0	0.018 0	0.264 0
SEP	220	0.000 0	1.000 0	0.040 0	0.013 0	0.199 0
Q	233	0.025 9	15.691 8	1.370 9	0.086 2	1.315 4
lnQ	233	-3.651 9	2.753 1	0.159 4	0.033 3	0.507 9

表3 各变量的Pearson相关系数矩阵

	ERM1	lnERM1	ERM2	lnERM2	ERM3	lnERM3	FS	DE	CRO	SEP	Q	lnQ
ERM1	1											
lnERM1	0.848**	1										
ERM2	0.954**	0.800**	1									
lnERM2	0.869**	0.829**	0.923**	1								
ERM3	0.087	0.063	0.104	0.06	1							
lnERM3	0.371**	0.254**	0.391**	0.371**	0.578**	1						
FS	0.068	0.089	0.262**	0.194**	0.015	-0.03	1					
DE	0.089	0.09	0.339**	0.257**	0.076	0.142*	0.759**	1				
CRO	0	0.059	0.036	0.011	0.114	-0.379**	0.352**	0.108	1			
SEP	0.016	0.065	-0.054	-0.049	-0.045	0.150*	-0.285**	-0.267**	-0.125	1		
Q	0.058	-0.014	-0.022	-0.005	0.02	-0.066	-0.345**	-0.268**	0.046	0.316**	1	
lnQ	0.063	-0.004	0.014	0.067	0.043	-0.325**	-0.223**	-0.181**	0.300**	0.001	0.770**	1

注:lnERM1为ERM1指数的自然对数值。根据文献王稳、王东(2013)以及谢荷锋、彭华训(2014)的研究,本文也假定ERM与企业价值Q之间可能也存在非线性关系。同时指出CRO的样本量多于其他值的原因是金融企业相关公告较容易收集,并且在未上市之前,企业可能早已设立这一职位来管理风险。

同时,将其相关系数矩阵报告如表3,可知除了企业规模FS与企业的财务杠杆比率DE的相关系数数值较大且显著外,其他变量之间基本上不存在明显的线性关系。同时,对应假设中的ERM与企业价值的散点图情况,我们初步假定多目标下的ERM指数与企业价值之间是存在着并不显著的线性关系。与以往的国内研究有较大出入,究其原因可能是因两者之间本来就不存在线性关系,因此在设立模型时需考虑ERM指数的对数值,同时考察自变量ERM和因变量Q在取对数时的模型回归结果,具体见公式(4)。

(二)回归结果分析

表4 多目标下的ERM指数与企业价值的回归结果

变量	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
常数项	3.483 0*** (0.000 0)	0.775 0** (0.012 0)	3.484 0*** (0.000 0)	0.839 0*** (0.005 0)	3.527 0*** (0.000 0)	1.227 0*** (0.000 0)
ERM1	0.079 0 (0.455 0)					
lnERM1		0.027 0 (0.438 0)				
ERM2			0.069 0 (0.510 0)			
lnERM2				0.107 0** (0.035 0)		
ERM3					0.000 1 (0.851 0)	
lnERM3						-0.106 0*** (0.000 0)
FS	-0.149 0*** (0.001 0)	-0.076 0*** (0.000 0)	-0.149 0*** (0.001 0)	-0.077 0*** (0.000 0)	-0.147 0*** (0.001 0)	-0.078 0*** (0.000 0)
DE	0.567 0 (0.293 0)	0.532 0** (0.012 0)	0.511 0 (0.352 0)	0.422 0** (0.037 0)	0.568 0 (0.297 0)	0.563 0*** (0.004 0)
CRO	1.131 0*** (0.001 0)	0.966 0*** (0.000 0)	1.129 0*** (0.001 0)	0.964 0*** (0.000 0)	1.115 0*** (0.001 0)	0.618 0*** (0.000 0)
SEP	1.906 0*** (0.000 0)	0.233 0 (0.155 0)	1.909 0*** (0.000 0)	0.097 0 (0.515 0)	1.922 0*** (0.000 0)	0.345 0** (0.025 0)
R <sup>2</sup>	0.211 0	0.263 0	0.211 0	0.266 0	0.209 0	0.288 0
ΔR <sup>2</sup>	0.192 0	0.243 0	0.191 0	0.248 0	0.190 0	0.270 0
F	11.021 0*** (0.000 0)	13.355 0*** (0.000 0)	10.990 0*** (0.000 0)	14.709 0*** (0.000 0)	10.888 0*** (0.000 0)	16.096 0*** (0.000 0)
N	212	193	212	209	212	205

注:①为便于比较,模型1、3、5分别为多目标下的ERM1,ERM2,ERM3指数与企业价值Q的一般回归模型;而模型2、4、6分别为多目标下的lnERM1,lnERM2,lnERM3指数与企业价值lnQ的对数回归模型。②\*代表显著性水平,\*\*\*对应1%,\*\*对应5%,\*对应10%的显著性水平。

表4报告了模型(4)和(5)的估计结果。

需指出的是,本文收集了相关文献中所提及的十个控制变量,但因个数较多,不利于模型自由度和回归结果,因此本文在数据预处理过程中对所有可能的控制变量进行了主成分分析以达到降维又不过分影响模型效率的目的,具体变量有企业高管数目、股权结构(第一大股东占比及其平方值)、是否为四大会计师事务所审计、独立董事占比、企业风险β指数等,但最终主成分分析结果显示KMO测度值=0.675,Bartlett's Test of Sphericity值的显著性概率=0.000,满足小于α=0.05的条件,拒绝原假设,表明较适合做主成分分析。同时,四大控制变量在系统默认的特征根大于1下提取的,其对总体方差的解释能力为74.12%。除了已纳入模型之外的其他控制变量对企业价值的影响十分有限,或是某些变量可能与已确定的控制变量有较强的相关性等,最终四个控制变量纳入模型。

由表4可知,模型1、3、5都表现出ERM指数对企业价值Q的正向影响关系,但这种关系在显著性水平α=0.05时并不显著,而相比较而言,在对数回归模型中,基于多目标维度下所构造的lnERM指数可能与企业价值lnQ是一种对数关联性。由模型2、4、6可以发现:随着目标维度的差异导致的lnERM指数构造的不同,lnERM指数对lnQ的影响还需结合具体的目标维度来进行分析,如lnERM1和lnERM2与lnQ的回归方程中表现的是正相关的弹性关系。

ERM指数的回归系数符号存在差异可能是目标维度的不同所导致的。多一个目标维度,尤其是在新增的风险管理目标数据特征与原有目标明显不同的情况下,其原有的数据结构和序列特征将会被打破,而更多地体现的是一种内部目标之间综合能力的较量。回顾前文可知,社会责任目标与战略目标和报告目标在进行相关系数检验时表现出的是负相关关系。这也可能成为影响其呈现负相关的原因之一。

其二,一般情况下要求企业履行社会责任,无论这种社会责任是对其利益相关者中的任何一方,都要求企业付出或多或少的成本和费用,这与企业风险管理的短期止损目标也是相违背的,也就是说从短期和局部来看,社会责任的履行将不利于企业价值的提升,但从长期来看,企业社会责任的履行是利人利己的双赢互惠行为,其社会回报要以长远和整体的眼光来看待,也可能以无形的企业价值来体现。另外,在本文中采用的度量企业价值的托宾Q值可能并不能完美诠释企业价值这一变量。托宾Q值是股权价值和负债账面价值的和与企

业总资产的比值,而从企业价值的概念出发,企业价值是指在统筹管理企业所具备的各种有形和无形资产下,所表现出来的企业营运状态是否良好、效率和效益能否并重、是否拥有可持续发展的综合指标。

显而易见,该指标并没有将企业的无形资产和企业未来的增长能力等重要指标囊括在内,因此也只能就企业目前的账面且有形的资产进行统计。而对于更多地关注企业形象、名誉等无形资产和未来社会回报的社会责任目标而言,托宾Q值关注的是眼前利益和有形资产,在关注焦点上的不一致导致两者在进行回归分析时出现负相关也是可以理解的。

其三,需注意的是,我国企业全面风险管理的普及性较低,仅在金融行业较为明显,而且每个公司具体的实施ERM的程度和要求又千差万别,很多企业很有可能虽设置了相关职位和部门来管理企业所面临的内外部风险,但其权利和决策中心对风险的重视态度并不会随着职位和部门的设立而迅速改变。或者,ERM部门的管理者并不是企业核心管理层的一分子(这意味着其更少的话语权和决策权),同时国外有研究显示,CEO和CFO等核心高管对ERM部门的工作没有太大的需求和热情等原因都可能导致企业ERM部门和职位的虚设和无作为。因此单纯的以企业在我们所研究的目标(战略目标、经营目标等)上是否有所表现来作为判定其ERM实施的好坏具有一定局限性。如何以更为准确的量化指标来评价企业ERM实施程度,并抓出真正在实质上影响ERM指数和企业价值的因素所在将是我们后期的研究目标所在。

其他控制变量在模型回归中的效果较好,尤其是企业规模FS和是否设立CRO在模型的拟合回归过程中表现稳健良好;代表两职分离的变量SEP和企业财务杠杆比率变量次之。这说明,金融类企业设立专门从事风险管理的职位CRO能改善企业的市场表现。但由于我国金融企业特殊的企业性质和管理模式,国内较为不发达和不完善的市场环境,导致我国公司跟国外相比具有“小公司效应”,即公司规模与企业价值是一种显著的负相关关系。本文两职是否分离变量SEP在对数模型回归系数为正且显著,这说明公司进行所有权与经营权的分离对提升企业价值的影响有一定的积极作用。另外,由于公司资本结构的差异,公司利用债权人提供的资金从事生产经营活动能力的区别,导致我国金融企业出现了公司财务杠杆比率越高,反而在一定程度上有利于企业价值的提升的现象。

同时需指出的是,上市公司提供的年报数据和社会责任报告数据可能存在一定的企业报表数据口径不同、内容不规范的现象,且即使在监管部门要求企业披露社会责任报告的2008年以后,金融企业还存在着现实中社会责任履行情况与报告存在较大差距的现象。

## 六、结论

目前国内在企业风险管理方面的实证偏少,对如何构建更为准确有效的ERM指数也处于探索阶段。本文搜集了43个上市金融企业的相关数据,创造性地构造了基于多目标下的ERM指数,并分别讨论了各指数在一般线性回归和对数化非线性回归下与企业价值的关系。实证结果表明:

其一,本文引进的社会责任目标所构建的ERM3指数不仅与其他目标没有明显的线性相关性,且包含了其他目标所未包含的信息量及解释能力,这说明在构建ERM指数时引入社会责任目标的合理性和有效性。另外,引入社会责任目标的ERM指数与企业价值之间体现的是一种负向的非线性关系,本文从目标层次的数据结构、利益着眼点和各企业实施ERM的程度差异等方面对其进行了较为详实的解释。

其二,以往研究都强调ERM指数对企业价值存在着重要影响,但并没有指出具体为何种影响关系,本文基于对数回归模型得出多目标维度下所构造的ERM指数与企业价值之间是一种对数关联性,这与以往单纯线性关系的研究结果明显更进一步,同时还发现在不同的目标维度下的影响方向和程度有所不同。由于ERM指数构造原理上的差异,这也在一定程度上解释了以往研究中出现ERM指数对企业价值影响的结论各异的原因。

其三,金融类企业设立专门从事风险管理的CRO能有效管理企业所面临的风险,即在积极避免潜在风险损失的同时,主动选择那些能带来收益的风险,改善企业的市场表现,从而提升企业价值。

### 主要参考文献

- 王稳,王东.基于公司价值视角的企业风险管理有效性检验[J].中国地质大学学报(社会科学版),2013(5).
- 林子靖.我国非金融企业ERM评价及其对企业价值影响研究[D].厦门:厦门大学,2014.
- 刘春,王谦,管河山.系统协调度模型的稳健性研究[J].南华大学学报(社会科学版),2014(5).
- Gordon, L. A., Loeb, M. P., Tseng, C. Y.. Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2009(4).
- Hoyt, R. E., Liebenberg, A. P.. The value of enterprise risk management[J]. Journal of Risk and Insurance, 2011(4).
- 【基金项目】教育部人文社科青年项目“海量金融时间序列数据平稳性检验方法研究”(项目编号:13YJC-ZH044);湖南省科研创新立项课题“大数据时代金融时间序列长记忆性检验方法研究”(项目编号:CX2014B397)