

# 实体企业持股金融机构 是否提升了风险承担水平

黄光明<sup>1</sup>(博士), 刘放<sup>2,3</sup>(博士)

**【摘要】**以2005~2016年非金融类A股上市公司为研究样本,重点研究实体企业持股金融机构如何影响实体企业风险承担行为。研究发现:实体企业持股金融机构的产融结合模式能显著提升其风险承担水平;产融结合的风险承担促进作用在国有与非国有两类企业中均显著,但在非国有企业中更显著。进一步检验还发现:产融结合有助于缓解非国有实体企业融资约束进而促进实体企业风险承担水平的提升,在国有企业则主要通过资本逐利性的增强以提升其风险承担水平。该研究从“融资约束”和“资本逐利性”渠道揭示实体企业持股金融机构的风险传导机制,可为监管层制定科学的监管政策提供理论参考。

**【关键词】**产融结合; 风险承担; 融资约束; 金融监管; 风险传导机制

**【中图分类号】**F832.5;F272.5 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2018)18-0059-8

## 一、引言

20世纪八十年代,各国中央银行对所在国逐步放松金融管制,产业资本和金融资本相互融合逐步形成一种全新的经济发展模式。我国作为新兴市场经济国家的代表,由于历史原因,在产业资本与金融资本相互融合方面的发展一度较为缓慢。为了控制金融风险,我国政府早期对实体企业与金融机构之间的相互融合(也称为“产融结合”)持消极态度。但从国外经验来看,产融结合可以助推实体企业做大做强并实现企业竞争力的有效提升。因此在步入21世纪后,面对经济结构转型的巨大压力,我国政府对产融结合的态度逐渐从起初的消极应对转变为积极支持。2010年12月23日,国务院国资委首次明确对央企产融结合行为表示支持,这说明我国政府对产融结合的态度已经发生了根本性变化。金融资本与产业资本在性质和运作规律等方面具有较大的差异:产业资本的投资项目一般周期相对较长、收益相

对比较稳定;而金融资本的投资周期往往较短、收益不确定。两者融合后可以形成资本的内部交易、降低交易成本,但是这也使得监管层更加难以从整体上把控风险。可以看出,实务界对产融结合的风险存在很多担忧。

回顾已有文献可以发现,国内外学者对产融结合的研究主要聚焦在动因和经济后果两个方面。其中,动因方面的研究主要是从融资约束、信息效应和人才与技术支持等方面展开。Alexander<sup>[1]</sup>分析认为产融结合可以通过资本供给为经济比较落后的地区解决资本不足问题,并且可以为资本市场欠发达地区的企业,通过提供信息资源缓解企业和银行间的信息不对称问题,进而有利于企业进入金融圈并获得人才和技术支持<sup>[2][3]</sup>。国内文献则发现产融结合的动机主要是为了降低交易成本、优化资源配置和提高市场竞争力<sup>[4][5][6]</sup>;也有文献认为国有与非国有这两类产权性质不同企业的产融结合动因存在显著差异,表现为国有企业是受政府干预驱动,而非国

**【基金项目】**湖北金融发展与金融安全研究中心2018年重点课题“利率市场化对我国实体企业投资结构选择影响研究”(项目编号:2018Z002);武汉市人民政府博士资助经费资助项目(2018~2020年度)

有企业则更多是受市场机制驱动<sup>[7]</sup>。

关于产融结合经济后果的研究主要集中于产融结合如何影响企业业绩及其作用机制等方面。李革森<sup>[8]</sup>研究发现产融结合并没有显著提升企业业绩；张庆亮、孙景同<sup>[9]</sup>研究认为产融结合甚至有损于公司业绩；而蔺元<sup>[10]</sup>发现产融结合有助于提升企业业绩。针对这两类不同的研究发现，不同文献分别从经营行为视角进行了解释：李维安、马超<sup>[6]</sup>研究认为产融结合因加剧了企业过度投资而导致投资效率下降；姚德权等<sup>[11]</sup>研究发现产融结合的风险因素显著降低了企业运营效率；邓楠<sup>[12]</sup>在马克思主义政治经济学框架下研究发现，产融结合仅仅是结构性缓解了融资约束。

通过上述文献回顾可以发现，目前关于产融结合的研究尚未触及产融结合的风险传导机制，该领域研究的空白为我们提供了研究机会。因此，本文重点考察实体企业持股金融机构如何影响实体企业风险承担行为及其作用机制。研究发现：实体企业持股金融机构的产融结合模式显著提升了其风险承担水平，分组检验发现该结果在非国有企业中更显著。进一步检验还显示：产融结合有助于缓解实体企业融资约束进而促进实体企业的风险承担水平提升，该研究从“融资约束”渠道揭示了实体企业持股金融机构的风险传导机制，有助于为监管层制定科学的监管政策提供经验证据。

本文的创新之处在于：第一，基于风险承担视角揭示了产融结合的风险传导机制，拓展并深化了产融结合的经济后果研究。第二，有助于进一步拓展并深化风险承担影响因素的研究。第三，研究发现融资约束是产融结合影响企业风险承担的主要作用渠道，揭示了产融结合的内部资源配置功能，为未来政府引导和支持产融结合发展提供了理论支持。

## 二、理论分析与研究假设

在完美市场环境的前提假设下，风险承担行为与公司价值是没有关系的。然而，在现实世界中由于不存在没有风险而只有收益的项目<sup>[13]</sup>，因此风险承担是企业的经营过程中为了追求更高的收益而为之付出代价的可能性，在企业的投资决策中则主要表现为管理层愿意并会事实选择高收益高风险的项目<sup>[14]</sup>。企业风险承担水平可以在一定程度上反映企业的经营情况及未来存在的风险，在企业发展过程中有着非常重要的作用<sup>[15][16]</sup>，对股东财富、企业

绩效以及自身资本的积累等方面均具有显著的促进作用<sup>[17][18]</sup>。

鉴于企业风险承担对企业价值创造所产生的重要作用，实务界和理论界众多学者对企业风险承担给予了广泛关注。综合已有研究成果可以发现，目前关于企业风险承担影响因素的研究主要集中在管理层激励、管理层特征以及外部制度环境等层面。现代公司制度下经营权与所有权的分离使得管理层与股东之间对风险的偏好存在差异，当不存在激励条件时，管理层因无法获得高风险承担行为的风险溢价，而往往倾向于选择谨慎的经营行为，因此大量文献发现对管理层进行股票期权激励对企业风险承担具有显著促进作用<sup>[19][20][21]</sup>。学者们进一步研究发现，即使对管理层实施相同的激励方法，不同企业风险承担的激励效果也会存在差异，于是开始从管理层个人特征层面探究其对企业风险承担的影响，研究发现过度自信的管理者、具有海外经历的高管有着更高的风险承担水平<sup>[22][23]</sup>。

随着学者们对企业风险承担水平研究的不断深入，逐渐发现仅仅从公司层面或者管理层视角考察企业风险承担影响因素是不够的，于是开始从外部制度环境视角考察企业风险承担的决定因素。任何企业经营都是在一定的政治经济环境下进行的，作为企业经营决策的输出结果，企业风险承担水平也深受外部制度环境影响。例如李文贵、余明桂<sup>[24]</sup>研究发现，市场化进程会显著影响地区企业风险承担水平。企业风险承担本质上是企业风险型投资的选择，更高的风险承担水平意味着需要投资回报率更高且风险也更高的项目，因此企业面临的外部融资摩擦是其能否快速进行风险投资决策的关键因素。在没有充足外部资源支持的情况下，回报率较高的投资项目也可能因资源约束而导致投资失败<sup>[25][26]</sup>。张敏等<sup>[27]</sup>研究社会关系网络对企业风险承担的影响时，就认为社会网络主要通过企业债务融资能力的提升而提高了其风险承担水平。刘行等<sup>[28]</sup>在基于抵押资产价值变化视角研究房价波动对企业风险承担水平的影响时，认为抵押资产价值上升会使企业的融资能力提高，管理层有充足的资金投入高风险高收入的项目，从而提高企业风险承担水平。

实体企业持股金融机构实现了产业资本与金融资本的相互融合，可以充分发挥金融资本的资金供给优势并对实体企业进行支持，缓解实体企业融资约束以促进投资更高风险的项目。如李维安、马超<sup>[6]</sup>

研究发现,实体企业持股金融机构缓解了融资约束与投资不足,但加剧了企业的过度投资,也证实了产融结合的资本供给效应。万良勇等<sup>[29]</sup>发现实体企业参股银行有助于缓解其融资约束,并且证明产融结合具有资本获取效应。综上所述,产融结合后企业不仅可以获得人才与技术方面的支持,而且可以通过资源获取的优势,在一定程度上缓解企业的融资约束问题,从而提升企业风险承担水平。基于此,提出本文的研究假设1:

H1:产融结合显著促进了实体企业风险承担水平的提升。

相比非国有企业,我国国有企业因承担了大量的政策性和社会性负担而普遍存在预算软约束,政府通常会通过银行贷款对国有企业进行补贴,致使这两类企业在面临外部融资约束时存在显著差异<sup>[30][31]</sup>。正是因为国有企业与政府之间的天然联系,政府对国有企业存在一些政策上的倾斜与支持,致使国有企业无论在银行贷款融资方面还是在权益融资方面均具有明显优势,从而表现为非国有企业面临更为严重的融资约束。根据H1的分析,若产融结合主要通过缓解融资约束促进实体企业风险承担水平提升,那么对于融资约束程度更大的非国有企业而言,产融结合对其风险承担水平提升的促进效应更显著。基于以上分析,提出本文的假设2:

H2:产融结合对非国有企业风险承担水平提升的促进作用更显著。

### 三、研究数据与检验方法

#### (一)数据选取

本文财务数据均来源于国泰安信息技术公司开发的CSMAR数据库,样本涵盖了2005~2016年的非金融类A股上市公司,在进行多元回归之前删除了如下样本:一是借鉴已有文献并考虑金融类企业的特殊性,删除了金融类上市公司;二是删除因变量和自变量等信息披露不全的样本;三是删除了所有权属性不明确的样本。最终共获得了24120个样本年度观测值。根据已有文献研究经验,为避免异常值的影响,分别对连续变量进行了上下1%的Winsorize处理。

#### (二)模型设定和变量定义

为验证本文研究假设,本文设定如下回归模型进行检验:

$$\text{Risk}=\alpha+\beta_1\text{HoldingFC}+\beta_2\text{Lnsize}+\beta_3\text{Lev}+$$

$$\beta_4\text{Roa}+\beta_5\text{Ocf}+\beta_6\text{PPE}+\beta_7\text{Board}+\beta_8\text{Ind}+\sum\text{Industry}+\sum\text{Year}+\varepsilon$$

其中,在上述模型中,Risk是本文主要关注的企业风险承担指标,使用股票日交易数据计算的Beta系数来度量企业风险承担水平。HoldingFC为解释变量,若企业参股非上市金融机构,则将HoldingFC定义为1,否则定义为0。根据李文贵和余明桂<sup>[24]</sup>、李青原和刘习顺<sup>[32]</sup>的研究成果,分别控制了公司资产规模(Lnsize)、资产负债率(Lev)、经营净现金流比例(Ocf)、资产收益率(Roa)、可抵押资产净值(PPE)、董事会规模(Board)、独立董事比例(Ind);同时控制了行业效应与年度效应。上述变量的具体定义见表1。

表1 主要变量名称及定义

	符号	变量描述
被解释变量	Risk	企业风险承担指标,使用股票日交易数据计算的贝塔系数(Beta)来衡量企业风险的大小
解释变量	HoldingFC	产融结合,若产业资本参股非上市金融机构,则取值为1,否则为0
调节变量	KZ指数	融资约束KZ指数: KZ=-1.001909×Ocf/Size+3.139193×Lev-39.3678×Div/Size-1.314759×Cash/Size+0.2826389×Tobin Q,其中Ocf、Div和Cash分别为经营性净现金流、股利和现金持有水平,然后均用期初总资产标准化,Lev和Tobin Q分别表示资产负债率和托宾Q值
	HHI指数	基于营业收入计算的赫芬达指数,表示企业产品市场竞争程度
控制变量	SOE	企业所有权属性,当为国有企业时取值为1,否则取值为0
	Lnsize	公司资产规模,为企业总资产的自然对数
	Lev	资产负债率,为企业总负债除以总资产
	Roa	资产收益率,等于公司当年净利润除以期末总资产
	Ocf	经营净现金流比例,等于当期现金流量净额除以期末总资产
	PPE	可抵押资产净值,等于固定资产净值与期末总资产比
	Board	董事会规模,等于当年董事会人数的自然对数
	Ind	独立董事比例,等于独立董事人数除以董事会总人数

### 四、实证结果与分析

#### (一)描述性统计

表2列示了主要变量的描述性统计结果。其中

第一行报告了关键因变量风险承担的统计分布结果,可以发现企业风险承担水平的平均值为1.144,最小值为0.347,中位数为1.163,最大值为1.815,表明不同公司风险承担水平存在较大差异,为考察不同公司风险承担水平差异的影响因素提供了机会。第二行则报告了关键自变量产融结合变量的统计结果,可以发现 HoldingFC 均值为0.180,表明样本期间内约有18%的企业持股金融机构,这意味着每年约有500~600家企业处于产融结合状态,成为资本市场十分重要的一种经济现象。其他调节变量和控制变量统计分布与已有文献相比,并没有明显差异,表明本文的样本筛选和变量计算具有可靠性。

表2 主要变量描述性统计

变量	N	Mean	Std.Dev.	Min	Median	Max
Risk	24120	1.144	0.293	0.347	1.163	1.815
HoldingFC	24120	0.180	0.384	0.000	0.000	1.000
KZ	23443	1.318	1.256	-2.450	1.454	5.874
SOE	24120	0.468	0.499	0.000	0.000	1.000
Mpay	24063	13.914	0.813	11.695	13.947	15.954
Lnsiz	24120	21.813	1.312	18.768	21.658	26.718
Lev	24120	0.465	0.238	0.048	0.459	1.492
Roa	24120	0.034	0.064	-0.284	0.034	0.219
Ocf	24120	0.043	0.079	-0.221	0.043	0.271
PPE	24120	0.244	0.177	0.002	0.209	0.750
Board	24120	2.167	0.203	1.609	2.197	2.708
Ind	24120	0.368	0.052	0.286	0.333	0.571

## (二)多元回归和结果分析

表3列示了研究假设1的检验结果。检验结果显示:产融结合(HoldingFC)系数为0.041,并且在1%的水平上显著,这说明相对于没有进行产融结合的公司,进行产融结合的公司风险承担水平平均高出4.1%,具有显著的统计意义,支持了研究假设1,表明产融结合对企业风险承担水平的提升具有显著的促进作用。以上检验仅验证了产融结合显著促进了企业风险承担水平的提升,但究竟是何种机制促进了企业风险承担水平的提升还需要进行进一步的拓展性检验。

表4则列示了不同产权性质企业的产融结合行为如何影响其风险承担行为。从检验结果来看,HoldingFC系数在国有企业与非国有企业样本组分别在5%和1%的统计水平上显著为正;从系数大小来看,非国有企业组明显更大,这说明产融结合对国有企业与非国有企业风险承担水平的提升同时具有

表3 产融结合与企业风险承担

变量	Coef.	t-Stat
HoldingFC	0.041***	9.96
Lnsiz	0.024***	14.20
Lev	-0.128***	-14.15
Roa	-0.326***	-9.41
Cfo	-0.150***	-6.46
Tang	-0.042***	-3.75
Ind	-0.081**	-2.38
Board	0.000	0.02
_cons	0.763***	19.16
N	24120	
行业效应	控制	
年度效应	控制	
Adj. R <sup>2</sup>	0.358	
F Value	328.34	

注:被解释变量为企业风险承担(Risk);表中数据分别为各自变量的回归系数和T值;\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的统计水平上显著。下同。

促进作用,部分支持了假设2。但产融结合促进这两类企业风险承担水平提升的作用机制是否存在差异,还需要进一步进行横截面检验。

## (三)进一步检验

已有文献研究发现,产融结合不仅能够缓解实体企业融资约束,而且在金融资本的驱使下强化了实体经济的资本逐利性,因此在考察产融结合促进这两类企业风险承担水平提升的具体作用机制时,本文拟从融资约束、产品市场竞争和企业行政级别三个方面进行横截面检验:

第一,借鉴Kaplan和Zingales<sup>[33]</sup>、黎文靖和李茫茫<sup>[7]</sup>的研究,使用KZ指数计算的融资约束指标与产融结合系数进行交乘,用于考察不同融资约束程度下产融结合对企业风险承担水平的促进作用是否存在差异,检验结果如表5所示。检验结果显示:交互项系数在第(1)列和第(3)列中在5%的水平上显著为正,在第(2)列中不显著,产融结合对风险承担水平提升的促进作用在非国有企业中主要通过融资约束机制实现,而在国有企业样本组则不支持这一结论。该结果与我国制度背景是一致的,与非国有企业相比,国有企业无论是处于货币市场还是资本市场中均具有明显的优势,因此产融结合并不会通过融资约束机制对国有企业风险承担行为产生影响。

第二,虽然表5从融资约束视角考察了产融结

表4 产权属性、产融结合与企业风险承担

变量	(1)	(2)
	国企	非国企
HoldingFC	0.037** (2.37)	0.045*** (6.89)
Lnsiz	0.009 (0.81)	0.033*** (13.06)
Lev	-0.071 (-1.64)	-0.145*** (-12.56)
Roa	-0.142 (-0.81)	-0.367*** (-7.91)
Ocf	-0.228*** (-5.00)	-0.107*** (-3.40)
PPE	-0.098*** (-3.62)	0.020 (1.17)
Ind	-0.181 (-1.65)	-0.093* (-1.85)
Board	-0.005 (-0.18)	-0.033** (-2.35)
_cons	1.330*** (4.30)	0.631*** (9.79)
N	11294	12826
行业效应	控制	控制
年度效应	控制	控制
Adj. R <sup>2</sup>	0.086	0.424
F Value	27.65	231.25

合促进非国有企业风险承担行为的机制,但依然无法解释产融结合促进国有企业风险承担行为的具体作用机制。根据李文贵、余明桂<sup>[24]</sup>的研究成果,政府干预的存在使得我国国有企业的逐利性更弱,风险承担水平也普遍更低<sup>[34]</sup>,特别是位于垄断领域的企业和行政级别更高的企业<sup>[35]</sup>。为此,本文分别从产品市场竞争和国有企业行政级别视角来考察产融结合是否通过提升资本逐利性进而促进风险承担行为。检验结果分别报告于表6和表7,其中产品市场竞争使用基于营业收入计算的赫芬达尔指数来表示,该值越大表示产品市场竞争程度越小。根据表6的列示结果可以看到,产融结合与产品市场竞争交互项系数仅在第(2)列中显著为正(系数为0.426、T值为4.94,在1%的统计水平上显著为正),这说明产融结合显著促进了垄断行业中的国有企业进行更高风险的投资。

根据表7列示的结果可以发现,HoldingFC系数均为正,但仅在第(1)列和第(2)列中具有显著的统计意义,这说明产融结合主要促进了实际控制人行政级别更高的中央和省属国有企业风险承担水平提

表5 融资约束、产融结合与企业风险承担

变量	(1)	(2)	(3)
	全样本	国企	非国企
HoldingFC	0.027*** (3.92)	0.019** (1.97)	0.025*** (2.63)
KZ	-0.006** (-2.45)	-0.003 (-0.67)	-0.005* (-1.75)
HoldingFC×KZ	0.010** (2.48)	0.008 (1.38)	0.015** (2.57)
Lnsiz	0.021*** (11.49)	0.009*** (3.91)	0.030*** (10.95)
Lev	-0.093*** (-7.05)	-0.107*** (-5.16)	-0.114*** (-6.60)
Roa	-0.303*** (-8.61)	-0.211*** (-4.01)	-0.341*** (-7.15)
Ocf	-0.170*** (-7.15)	-0.240*** (-6.90)	-0.119*** (-3.68)
PPE	-0.041*** (-3.69)	-0.082*** (-5.49)	0.017 (0.97)
Ind	-0.092*** (-2.74)	-0.046 (-1.01)	-0.116** (-2.32)
Board	0.000 (0.04)	0.018 (1.50)	-0.034** (-2.44)
_cons	0.821*** (19.85)	1.031*** (18.86)	0.689*** (10.18)
N	23443	11064	12379
行业效应	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制
Adj. R <sup>2</sup>	0.371	0.299	0.443
F Value	322.12	113.37	230.19

升,结合表6的结果可以得出,产融结合主要促进了垄断行业和行政级别更高的国有企业的风险承担水平提高。而根据已有文献也得出了该类国有企业具有更低的资本逐利性的结论,说明产融结合主要通过提升国有企业的逐利性来促进风险承担水平的提升。

#### (四) 稳健性检验

1. 使用产融结合替代变量检验。前文运用是否进行产融结合的虚拟变量进行了一系列的检验,这可能无法有效刻画不同企业产融结合程度的差异,因此本文使用实体企业参股金融机构数量作为产融结合的度量方式重新进行稳健性检验,结果由表8进行报告。从表8可以看到,HoldingFC\_N系数在第(1)列和第(2)列中均为正,在10%的统计水平上显著,且非国有企业组明显大于国有企业组,与表4检验结果是一致的。

2. 样本倾向性匹配(PSM)后的检验。企业是否

表6 产品市场竞争、产融结合与企业风险承担

变量	(1)	(2)	(3)
	全样本	国企	非国企
HoldingFC	0.037*** (5.53)	-0.014 (-1.40)	0.038*** (3.70)
HHI	-0.296*** (-4.71)	-0.183* (-1.96)	-0.395*** (-4.81)
HoldingFC× HHI	0.147 (0.57)	0.426*** (4.94)	0.113 (0.88)
Lnsiz	0.024*** (14.24)	0.071*** (15.25)	0.033*** (13.09)
Lev	-0.128*** (-14.20)	-0.186*** (-9.96)	-0.146*** (-12.64)
Roa	-0.329*** (-9.49)	-0.307*** (-6.88)	-0.369*** (-7.97)
Ocf	-0.148*** (-6.36)	-0.027 (-0.85)	-0.105*** (-3.31)
PPE	-0.042*** (-3.79)	-0.057*** (-2.62)	0.020 (1.16)
Ind	-0.080** (-2.37)	0.024 (0.39)	-0.093* (-1.84)
Board	0.001 (0.08)	0.043** (2.18)	-0.032** (-2.28)
_cons	0.788*** (19.65)	-0.310*** (-2.82)	0.663*** (10.24)
N	24120	11294	12826
行业效应	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制
Adj. R <sup>2</sup>	0.358	0.249	0.425
F Value	313.82	236.91	221.36

选择产融结合不仅可能受到其风险承担水平的影响,而且这两类企业在特征方面也可能存在差异。而这些差异可能就解释了企业风险承担水平的差异,因此推断:验证“产融结合如何促进风险承担水平提升”这一研究结论可能是伪回归。因此,本文再次进行多元回归分析,对产融结合样本进行了倾向性得分匹配(PSM)。具体来说:本文选用了公司规模、资本结构、资产收益率、经营活动净现金流、有形资产净值、第一大股东持股比例、股权集中度作为配对标准,并且控制了行业和年度,使用0.001的半径进行配对,匹配后的检验结果在表9中进行报告。检验结果显示:HoldingFC系数在第(1)行和第(2)行中为正,且在5%的统计水平上显著,这说明控制样本自选择和潜在内生性后产融结合对这两类企业风险承担行为的促进作用依然存在,证明本文研究结论具有稳健性。

表7 实际控制人行政级别、产融结合与企业风险承担

变量	(1)	(2)	(3)
	中央企业	省属国企	市属国企
HoldingFC	0.031*** (5.94)	0.042*** (6.04)	0.031 (1.15)
Lnsiz	0.012*** (5.20)	0.032*** (12.03)	0.014 (1.21)
Lev	-0.125*** (-8.69)	-0.148*** (-12.17)	-0.107* (-1.92)
Roa	-0.242*** (-4.64)	-0.383*** (-7.82)	-0.143 (-0.77)
Ocf	-0.224*** (-6.59)	-0.097*** (-2.95)	-0.324** (-2.37)
PPE	-0.083*** (-5.56)	0.020 (1.12)	0.172*** (2.70)
Ind	-0.045 (-0.98)	-0.076 (-1.44)	-0.428* (-1.85)
Board	0.018 (1.49)	-0.025* (-1.69)	-0.089 (-1.58)
_cons	0.982*** (18.46)	0.624*** (9.17)	1.222*** (3.81)
N	11294	11635	703
行业效应	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制
Adj. R <sup>2</sup>	0.292	0.426	0.419
F Value	117.49	211.35	15.06

## 五、研究结论和政策建议

处于经济转型阶段的中国,提高实体企业风险承担水平是实现其竞争力提升的关键所在。产业资本与金融资本在不同方面具有各自的优势,并且还存在明显的优势互补。虽然已有大量文献关注了产融结合具体动机及其经济后果,但忽视了产融结合的风险传导机制,而该问题的揭示无疑对当前严控金融风险具有重要意义。因此,本文利用2005~2016年非金融类A股上市公司为研究样本,重点研究了实体企业持股金融机构是如何影响实体企业风险承担行为的。研究发现:实体企业持股金融机构的产融结合模式显著促进其风险承担水平提升;分组检验发现,虽然产融结合的风险承担促进作用在国有与非国有两类企业均显著,但在非国有企业中更显著。进一步检验还显示:产融结合有助于缓解非国有实体企业融资约束,进而促进实体企业的风险承担水平提升,在国有企业则主要通过资本逐利性的增强以促进其风险承担水平提升。

表 8 产权性质、产融结合与企业风险承担

变量	(1)	(2)
	国企	非国企
HoldingFC_N	0.016* (2.00)	0.026* (5.83)
Lnsiz	0.009 (0.85)	0.032*** (12.80)
Lev	-0.072 (-1.67)	-0.144*** (-12.44)
Roa	-0.146 (-0.84)	-0.364*** (-7.84)
Ocf	-0.228*** (-4.96)	-0.107*** (-3.40)
PPE	-0.097*** (-3.67)	0.021 (1.27)
Ind	-0.187 (-1.70)	-0.101** (-2.00)
Board	-0.004 (-0.15)	-0.033** (-2.41)
_cons	1.328*** (4.31)	0.646*** (10.04)
N	11294	12826
行业效应	控制	控制
年度效应	控制	控制
Adj. R <sup>2</sup>	0.291	0.424
F Value	116.93	231.22

本文从“融资约束”和“资本逐利性”渠道揭示了实体企业持股金融机构的风险传导机制,有助于为监管层识别产融结合风险并制定科学的监管政策提供理论参考。具体来说:第一,政府监管层要主动识别国有企业与非国有企业这两类企业产融结合风险传导机制存在的差异,有针对性地制定出更加科学合理的风险防范措施,防止金融风险向实体经济传播。第二,对实体企业持股金融机构应制定严格的准入标准和必要的信息披露标准,从源头上把控金融风险。

当然,本文也存在以下不足:本文虽然使用了是否选择产融结合的虚拟变量和实体企业持股金融机构家数的数值型变量来度量产融结合,但均无法准确描述产融结合程度;本文对产融结合促进国有企业风险承担行为的机理仅验证了资本逐利性机制,且由于难以直接证明而仅仅提供了间接证据。

主要参考文献:

[1] Alexander G.. Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays [M]. Cambridge:

表 9 产权性质、产融结合与企业风险承担

变量	(1)	(2)
	国企	非国企
HoldingFC	0.038** (2.47)	0.044** (6.73)
Lnsiz	0.009 (0.83)	0.031*** (12.41)
Lev	-0.067 (-1.59)	-0.142*** (-12.22)
Roa	-0.134 (-0.76)	-0.349*** (-7.53)
Ocf	-0.231*** (-5.08)	-0.108*** (-3.42)
PPE	-0.094*** (-3.60)	0.022 (1.32)
Ind	-0.180 (-1.61)	-0.102** (-2.03)
Board	-0.006 (-0.19)	-0.037*** (-2.69)
_cons	1.324*** (4.30)	0.673*** (10.40)
N	11159	12698
行业效应	控制	控制
年度效应	控制	控制
Adj. R <sup>2</sup>	0.295	0.425
F Value	120.61	241.14

Harvard University Press, 1962: 102~123.

[2] Putnam R. D.. The Prosperous Community: Social Capital and Public Life [J]. The American Prospect, 1993(13): 35~42.

[3] Mitsuaki O.. Cross Shareholdings in Japan: A New Unified Perspective of the Economic System [M]. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2002: 143~159.

[4] 徐晟. 产融结合: 我国市场经济中要素优化的途径选择 [J]. 上海金融, 1997(11): 13~16.

[5] 余鹏翼. 产融结合的制度变迁及制度安排 [J]. 经济动态, 2002(6): 31~34.

[6] 李维安, 马超. “实业+金融”的产融结合模式与企业投资效率——基于中国上市公司控股金融机构的研究 [J]. 金融研究, 2014(11): 109~126.

[7] 黎文靖, 李茫茫. 实体+金融: 融资约束、政策迎合还是市场竞争?——基于不同产权性质视角的经验证据 [J]. 金融研究, 2017(8): 100~106.

[8] 李革森. 我国产融结合的绩效检验——来自证券市场的证据 [J]. 开放导报, 2004(2): 101~103.

- [9] 张庆亮,孙景同.我国产融结合有效性的企业绩效分析[J].中国工业经济,2007(7):96~102.
- [10] 蔺元.我国上市公司产融结合效果分析:基于参股非上市金融机构视角的实证研究[J].南开管理评论,2010(5):153~160.
- [11] 姚德权,王帅,罗长青,黄学军.产融结合型上市公司运营效率评价的实证研究[J].中国软科学,2011(3):140~148.
- [12] 邓楠.我国上市公司产融结合实证研究——基于产业资本参股金融机构的视角[J].科学经济社会,2017(4):52~60.
- [13] Nakano M., Nguyen P.. Board Size and Corporate Risk Taking: Further Evidence from Japan[J]. Corporate Governance: An International Review, 2012(20):369~387.
- [14] 王菁华,茅宁.企业风险承担研究述评及展望[J].外国经济与管理,2015(12):44~58.
- [15] Sniezek J. A.. Risk Taking: a Managerial Perspective[J]. Administrative Science Quarterly, 1998(43):726~728.
- [16] 毛其淋,许家云.政府补贴、异质性与企业风险承担[J].经济学,2016(4):1533~1562.
- [17] Fiegenbaum A., Thomas H.. Attitudes Toward Risk and the Risk-Return Paradox: Prospect Theory Explanations[J]. Academy of Management Journal, 1988(31):85~106.
- [18] Hilary G., Hui W.. Does Religion Matter in Corporate Decision Making in America?[J]. Journal of Financial Economics, 2009(93):455~473.
- [19] Shivaram R., Terry S.. Empirical Evidence on the Relation between Stock Option Compensation and Risk Taking[J]. Journal of Accounting and Economics, 2002(33):145~171.
- [20] Wright P., Kroll M., Krug J. A., Pettus, M.. Influences of Top Management Team Incentives on Firm Risk Taking[J]. Strategic Management Journal, 2007(28):81~89.
- [21] 王栋,吴德胜.股权激励与风险承担——来自中国上市公司的证据[J].南开管理评论,2016(3):157~167.
- [22] 余明桂,李文贵,潘洪波.管理者过度自信与企业风险承担[J].金融研究,2013(1):149~163.
- [23] 宋建波,文雯,王德宏.海归高管能促进企业风险承担吗?[J].财贸经济,2017(12):111~126.
- [24] 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.
- [25] 李延喜,杜瑞,高锐,李宁.上市公司投资支出与融资约束敏感性研究[J].管理科学,2007(11):82~88.
- [26] 卢馨,郑阳飞,李建明.融资约束对企业R&D投资的影响研究——来自中国高新技术上市公司的经验证据[J].会计研究,2013(5):51~58.
- [27] 张敏,刘颀,张雯.关联贷款与商业银行的薪酬契约——基于我国商业银行的经验证据[J].金融研究,2012(5):108~122.
- [28] 刘行,建蕾,梁娟.房价波动、抵押资产价值与企业风险承担[J].金融研究,2016(3):107~123.
- [29] 万良勇,廖明情,胡璟.产融结合与企业融资约束——基于上市公司参股银行的实证研究[J].南开管理评论,2015(2):64~72.
- [30] 林毅夫,李志贇.政策性负担、道德风险与预算软约束[J].经济研究,2004(2):17~27.
- [31] 沈红波,廖冠民,曹军.金融发展、产权性质与上市公司担保融资[J].中国工业经济,2011(6):120~129.
- [32] 李青原,刘习顺.监督型基金持股降低了企业风险承担吗?——基于投资组合的视角[J].证券市场导报,2016(12):67~75.
- [33] Kaplan S. N., Zingales L.. Do Investment-cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints[J]. Quarterly Journal of Economics, 1997(112):169~215.
- [34] 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):641~658.
- [35] 逯东,孙岩,周玮,杨丹.地方政府政绩诉求、政府控制权与公司价值研究[J].经济研究,2014(1):56~69.
- 作者单位:**1.武汉市都市产业投资发展有限责任公司,武汉430019; 2.武汉市武昌区国有资产监督管理委员会,武汉430060; 3.湖北金融发展与金融安全研究中心,武汉430205