

# 产融结合对企业风险承担的影响

周卉(副教授)

**【摘要】**以上市公司为研究对象,探讨产融结合策略对企业风险承担行为的影响。研究发现:产融结合企业承担的风险多于非产融结合企业,且产融结合企业能获得更多的长期借款。中介效应模型回归结果证实债务融资是影响产融结合与企业风险承担之间关系的中介变量。通过提供给企业更多的债务融资,产融结合将导致企业承担更多的风险。进一步研究发现,产融结合促使企业承担更多风险的现象在金融市场化水平较低地区、成长性和竞争性行业以及业内地位较低的企业中更加明显。持股金融机构的产融结合策略为企业的风险承担行为提供了客观条件,因此提高了企业的风险承担水平。

**【关键词】**产融结合; 风险承担; 债务融资; 行业环境; 业内地位

**【中图分类号】**F275      **【文献标识码】**A      **【文章编号】**1004-0994(2019)12-0036-8

## 一、引言

产融结合型上市公司是指为了实现战略目的而进入金融领域的实体企业。目前已有许多实业企业通过参股金融机构,形成产融结合实体,其中既包括华润集团这样通过参股金融机构获得协同效应并提高绩效的企业集团,也包括如德隆系这样的在产融结合的道路上出现问题的企业。国内学术界的实证研究重点关注了产融结合前后的企业绩效对比情况,由此分析了产融结合的运营效率<sup>[1-3]</sup>;或是通过检验产融结合对企业的融资约束<sup>[4]</sup>、投资效率<sup>[5]</sup>和成长性<sup>[6]</sup>有何影响,从而探讨产融结合的经济后果。

企业承担一定的风险有利于获得更高水平的回报,从而促进业绩增长并增强核心竞争力,且能进一步促进技术进步和宏观经济发展<sup>[7]</sup>。那么企业风险承担行为是否会受到产融结合的影响呢?持有金融机构股权的产融结合企业能与金融机构之间建立一条非正式的信息渠道;同时委派人员进入金融机构决策层,以打造金融关系圈,由此提高企业获取资金

的便利性,使企业在现阶段能获得足够的资金支持,以接受那些高风险、高收益的项目。产融结合能够合理调配企业现金资源,从而为那些存在不确定性并需要阶段性融资的风险项目提供资金。并且,通过产融结合建立的股权关联将弱化金融机构原本可以对企业风险行为所发挥的制约作用。

考虑到尚未有文献进一步探讨产融结合对企业风险承担的影响,本文将检验参股金融机构的产融结合策略是否会影响企业风险承担,并探讨其具体影响机制。实证研究构建了中介效应模型以检验产融结合影响企业风险承担的机制,研究发现:参股金融机构后,因金融机构向企业提供更多信贷资金而导致企业承担更多的风险,并且这种作用对于金融市场化水平较低地区、成长性和竞争性行业以及业内地位较低的企业更明显。本文的贡献在于:首次探讨了产融结合对企业风险承担的影响,且证实了其影响机制,由此拓宽了产融结合的研究领域,并丰富了有关产融结合经济后果的研究成果。从一个新的角度探讨了企业风险影响因素,即企业策略(如产融

**【基金项目】**广东省哲学社会科学“十三五规划”学科共建项目(项目编号:GD17XYJ35);广东高校省级重点平台和重大科研项目之青年创新人才类项目(项目编号:2016WQNCX170);北京师范大学珠海分校教师科研能力促进计划

结合)为企业的风险承担创造客观性的条件,从而影响企业风险承担水平。

## 二、文献评述与理论假设

### (一)文献评述

现有文献主要从社会、企业和管理者个人层面探讨了各种要素对企业风险承担行为的影响。从社会层面来看,市场环境的不确定性将降低民营企业的风险承担水平<sup>[8]</sup>。Bonfiglioli<sup>[9]</sup>认为完善的投资者保护机制使得管理层规避风险的动机降低,而Acharya等<sup>[10]</sup>发现较好的债权人保护机制将削弱企业的风险承担水平。外部市场上投资者情绪的增强则将提高企业风险承担水平<sup>[11]</sup>。从企业层面来看,公司内部治理机制会影响其风险承担水平。管理层激励能增强管理者承担风险的意愿,由此提高企业的风险承担水平<sup>[7]</sup>。陈闯等<sup>[12]</sup>则发现管理者持股比例的提高将会抑制企业风险行为。股权性质和结构也影响企业风险承担。李文贵、余明桂<sup>[13]</sup>发现国有企业的风险承担水平普遍低于民营企业。Bauguess等<sup>[14]</sup>则发现单一股权结构公司具有较低的风险承担水平。从管理者个人层面来看,作为企业决策的制定者和最终执行者,管理者个人特征也会影响企业风险承担。其中,管理者能力<sup>[15]</sup>、年龄<sup>[16]</sup>、性别<sup>[17]</sup>与风险承担负相关,管理者过度自信<sup>[18]</sup>、决策自主权<sup>[19]</sup>和教育程度<sup>[16]</sup>等则与企业风险承担正相关。

已有研究主要探讨了企业外部宏观因素、企业内部微观因素以及管理者个人特征对企业及其管理者承担风险的主观意愿的影响,却较少探讨企业的自身战略如何为企业的风险承担行为创造客观性的条件,通过提高企业的资源获取能力来影响其风险承担水平。

### (二)假设提出

**1. 产融结合与企业风险承担。**持股金融机构可能影响企业的风险承担,原因是:

在资金来源充足的情况下,理论上企业应接受所有净现值为正的投资项目,而在资金获取能力有限的情况下,企业不得不放弃净现值为正但风险较高的项目。但是,持股金融机构的企业能通过股权联系,在其自身与金融机构之间建立非正式的信息沟通渠道,使得金融机构的事前信息搜集成本、审核成本和磋商成本降低。在信贷合约缔结后,还能进行持续的信息沟通,从而降低金融机构的事后监督成本。并且,若企业持有金融机构的股权份额达到一定标

准,就可以委派人员任职于金融机构的董事会,从而对金融机构的信贷资源配置决策造成直接影响,有可能获得更多的信贷资金<sup>[4]</sup>。总之,通过上述信息效应和关联效应,产融结合使得企业能更为便利地获取更多的信贷资金,因此只要项目预期净现值为正,即使是风险较高的项目,企业也有充足的资金为其提供支持。持股金融机构之后,企业持续获取资源的能力能得到有效提高。只要企业一直持有金融机构股份,除在当期能够以优惠条件获得更多资金之外,企业还可以对未来获取资金的便利性进行合理的预期,由此能更好地做出投资战略部署。包括某些在当前情况下看来将存在较大的未来不确定性、需提供阶段性融资的项目(例如实务期权类型的项目),企业也会予以投资,从而提高其风险承担水平。

关于信贷资金对于企业风险的影响,过去文献从“资产替代”和“制约作用”两个方面进行了分析。从“资产替代”角度来看,由于有限责任制的存在,企业股东和管理者会将信贷资金投资于高风险、高收益项目<sup>[20]</sup>。若项目获得成功,则大部分收益归股东所有,只需要向债权人支付较低和固定水平的债务成本。若项目失败,股东只需承担有限责任。因此,企业能通过投资风险性项目将财富从债权人转移给股东<sup>[21]</sup>,这说明企业通过产融结合获得更多信贷资金时,股东—债权人的利益冲突使得股东有动机提高企业风险承担水平。郭瑾等<sup>[22]</sup>证实了企业信贷资金与风险承担水平之间的显著正相关关系。从“制约作用”来看,由于债权人的保守性,银行等金融机构会对企业的负债率、利润率等提出要求,因此将在一定程度上限制企业的风险承担行为。产融结合(特别是持股份额较多)的企业,通过委派人员任职金融机构董事会,影响其重大决策,从而弱化了金融机构对企业风险承担行为的约束作用。综上,提出假设:

**假设1:**产融结合能为企业提供更多的信贷资金,且信贷资金是产融结合促使企业承担更多风险的作用机制。

**2. 金融市场化水平的调节作用。**我国不同地区之间的金融市场化水平差异较大,可能对产融结合与企业风险承担之间的关系造成一定影响。企业与金融机构之间的信息不对称在金融市场化水平较低的地区更严重,且此类地区金融资源总量远远低于金融市场化水平较高的地区<sup>[23]</sup>。这使得企业面临更高的融资成本,因此企业通过持有金融机构股权而建立的非正式、持续性的信息沟通渠道在金融市场

化水平较低的地区显得尤其重要。因此,企业通过产融结合降低信息不对称,从而提高资金获取的便利性以支持企业风险性投资项目的现象在金融市场化水平较低的地区更为明显。

市场化水平较高的地区具有更为完善的法律制度和更少的政府干预,企业获取的金融资源多通过正式的制度进行分配<sup>[24]</sup>。因此,在市场化水平较高的地区,企业通过持股金融机构建立股权关联进入金融关系圈,并委派人员进入金融机构决策层以直接影响其信贷配置决策,或间接从关系圈中的其他金融机构获得资金以支持其高风险项目运作的难度更大。只有市场化水平较低地区的制度环境才能为非正式的股权关系提供生存的土壤<sup>[25]</sup>。这使得市场化水平较低地区金融机构的重要决策更容易受到关系网络的影响,并且其在正式的贷款契约中对持有其股份的产融结合企业更难以发挥监督制约作用。综上,提出假设:

假设2:相比金融市场化水平较高的地区,产融结合促使企业承担更多风险的现象在金融市场化水平较低的地区更明显。

**3. 行业成长性和竞争性的调节作用。**从行业竞争性分析:竞争行业中的企业只能作为价格的接受者获得较低的利润,因此投资时很难依靠内源融资,进而对外源融资产生了较高需求。在竞争激烈的环境中,企业需要不断地寻求突破机会,包括那些发展潜力较大、不确定性较高、预期收益也较高的项目,但在缺乏外源融资的情况下,企业却不得不放弃这样的项目。此外,考虑到商业机密在行业竞争中的重要性,企业在披露研发信息时会比较谨慎,由此加剧了企业与金融机构间的信息不对称。而持股金融机构的企业则可以通过非正式的信息沟通渠道向金融机构委派决策层人员,提高资金获取的便利性。使得企业在面临不确定性较多的高收益项目时,能获得足够的资金支持。而垄断性行业企业的市场份额和定价能力较高,其自身已经能产生稳定的利润和内源融资<sup>[26]</sup>,因此更倾向于采取稳健的投资策略;即使能通过产融结合更加便利地获得资金,也并没有很强的动机将其投资于风险性项目。

从行业成长性分析:在高成长行业中,企业面临许多发展机会,未来盈利空间较大。为了在未来市场中占据一定份额,企业需采取占优投资战略,把握发展先机。因此,成长行业企业需要大量资金,以支持产品研发投资和资本性支出。随着科技的进步,研发

产品和购买的先进设备有可能贬值,由此造成未来效益的不确定性。这些因素都提高了企业的融资门槛。但通过持股金融机构获得的信息效应和关联效应,企业能为不确定性较高的研发项目或资本性支出项目提供充裕的资金支持,从而有能力承担更高的风险。总之,高成长行业中,企业可选择的投资项目较多,利用产融结合提供的资金来支持高风险高收益项目的可能性较大。而在低成长行业中,由于企业可以选择的投资项目较少,并缺乏有潜力的项目,即使能通过产融结合获得充足的资金,也并没有扩大风险投资的动机。综上,提出假设:

假设3:相比非成长性行业,产融结合促使企业承担更多风险的现象在成长行业更明显。

假设4:相比非竞争性行业,产融结合促使企业承担更多风险的现象在竞争行业更明显。

**4. 企业所处地位的调节作用。**为追赶行业领导者,业内地位较低的企业往往具有扩张冲动,在投资决策时更偏好风险性项目。但由于信息不对称,该类企业往往无法获得足够的资金支持。在持股金融机构之后,业内地位较低的企业将更努力地加强与金融机构之间的信息沟通,并更积极地委派人员进入金融机构决策层,即此类企业将更有效地利用产融结合带来的股权关联,从而为其风险性投资项目融入资金。由此,提出假设:

假设5:相比业内地位较高企业,产融结合促使企业承担更多风险的现象在业内地位较低的企业中更明显。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源

本文以2004~2014年的A股上市公司为研究对象,实证研究中计算风险承担变量需采取滞后两年的数据,因此2014年上市公司数据是本文可获取的最新样本数据。对样本进行如下筛选后得到17217个公司样本:①删除数据缺失的样本;②因本文主要考察产融结合对非金融类实业企业的影响,故删除金融企业样本;③保留仅发行A股的样本。上市企业持有非上市金融机构的数据来自万德数据库,公司财务和治理、股票收益率和行业数据来自于锐思和国泰安数据库。金融市场化指数来自于《中国分省份市场化指数报告(2016)》。

#### (二)模型与变量

1. 产融结合与企业风险承担。构建(1)式检验

产融结合策略对企业风险承担的影响。被解释变量为企业风险承担水平RISK,参考张敏等<sup>[25]</sup>的做法,以RETSD(股票收益率波动性)衡量,即以经行业股票收益率均值调整后的企业股票年收益率在前后2年内(从第t-2年到t+2年)的标准差衡量。为保证结果的稳健性,还以ZSCORE(财务预警指标Z指数)作为企业风险承担指标,其值越大则风险越小。FINANCE为产融结合哑变量,若上市企业持有金融机构股权份额大于5%,则FINANCE=1,否则为0。可能影响风险承担的基本面控制变量包括:SIZE(资产规模的自然对数)、LEV(资产负债率)、SALEG(销售额增长率)、STATE(产权性质哑变量,若企业属于国有企业,则STATE=1,否则为0)、AGE(企业上市年限加1,再取自然对数);并控制了年度(YEAR)和行业(INDUSTRY)哑变量。

$$RISK_{i,t} = b_0 + b_1 FINANCE_{i,t} + b_2 SIZE_{i,t} + b_3 LEV_{i,t} + b_4 SALEG_{i,t} + b_5 STATE_{i,t} + b_6 AGE_{i,t} + b_7 YEAR + b_8 INDUSTRY + \varepsilon \quad (1)$$

2. 产融结合影响企业风险承担的作用机制之一——债务融资。为检验产融结合影响企业风险承担的作用机制,构建中介效应模型,由(1)式、(2)式、(3)式三个回归方程组成,参考Baron、Kenny<sup>[28]</sup>的研究,采取逐步检验法(Causal steps approach):第一步,以(1)式为基本回归模型,在(1)式中就因变量(企业风险承担RISK)对基本自变量(产融结合FINANCE)进行回归。第二步,在(2)式中就中介变量(企业借款LOAN)对基本自变量(产融结合FINANCE)进行回归。中介变量企业借款即(2)式的因变量,以两种方式衡量:LLOAN(长期借款,即长期借款占年末总资产比值)和TLOAN(借款总额,即长期借款与短期借款之和占年末总资产比值)。(2)式的控制变量为可能影响企业借款的基本面变量,包括SIZE、SALEG、STATE、AGE以及ROA。第三步,在(3)式中就因变量(企业风险承担RISK)对基本自变量(产融结合FINANCE)和中介变量(企业借款LOAN)同时进行回归,控制变量是在(1)式基础上去除了LEV,因为LEV与LOAN存在共线性。

$$LOAN_{i,t} = b_0 + b_1 FINANCE_{i,t} + b_2 SIZE_{i,t} + b_3 SALEG_{i,t} + b_4 STATE_{i,t} + b_5 AGE_{i,t} + b_6 ROA_{i,t} + b_7 YEAR + b_8 INDUSTRY + \varepsilon \quad (2)$$

$$RISK_{i,t} = b_0 + b_1 FINANCE_{i,t} + b_2 LOAN_{i,t} + b_3 SIZE_{i,t} + b_4 SALEG_{i,t} + b_5 STATE_{i,t} + b_6 AGE_{i,t} + b_7 YEAR + b_8 INDUSTRY + \varepsilon \quad (3)$$

## 四、实证结果

### (一)统计描述

表1报告主要变量的描述性统计结果,对连续变量进行了1%的缩尾处理以消除极端值影响。FINANCE的均值为0.107,即样本期间内平均有10.7%的上市企业持有超过5%的非上市金融企业的股权份额。风险承担变量RETSD和ZSCORE的标准差较大,说明不同企业的风险承担行为差异较大。表2比较了产融结合与非产融结合企业的情况。相较于非产融结合企业,产融结合企业的股票收益率波动性更大且Z指数更低(承担更多风险),长期借款和借款总额均值差异显著更多,初步证实假设1。

表1 主要变量的统计描述与定义

变量	定义	中位数	均值	标准差	最小值	最大值
RETSD	股票收益率波动性	0.566	0.741	0.632	0.001	15.465
ZSCORE	Z指数	3.053	5.397	7.401	-3.507	46.393
FINANCE	产融结合哑变量	0	0.107	0.309	0	1
LLOAN	长期借款/资产总额	0.054	0.088	0.098	0	0.452
TLOAN	(短期借款+长期借款)/资产总额	0.228	0.241	0.142	0.002	0.665

表2 产融结合与非产融结合企业的统计描述

变量	产融结合企业	非产融结合企业	均值差异
	均值(1)	均值(2)	(1)-(2)
RETSD	0.733	0.635	0.098***
ZSCORE	3.687	6.321	-2.634***
LLOAN	0.101	0.088	0.013***
TLOAN	0.270	0.234	0.036***

### (二)回归结果

表3报告了(1)式的结果。模型的被解释变量分别为RETSD和ZSCORE。列(1)中产融结合变量FINANCE的系数在1%的水平上显著为正,即产融结合企业股票收益的波动性较之非产融结合企业更高。列(2)中FINANCE的系数显著为负,说明产融结合企业的Z指数较之非产融结合企业更低,即前者承担的风险更高。总之,表3结果说明产融结合企业承担的风险多于非产融结合企业。

那么,产融结合对企业风险承担的影响机制是否与债务融资有关?表4的Panel A报告了(2)式

表3 产融结合与企业风险承担

变量	(1)因变量为 RETSD	(2)因变量为 ZSCORE
FINANCE	0.138*** (7.74)	-0.822*** (-4.53)
SIZE	-0.104*** (-26.37)	-1.036*** (-25.46)
LEV	0.004*** (17.86)	-0.177*** (-88.32)
SALEG	0.068*** (9.63)	0.476*** (6.53)
STATE	0.073*** (7.20)	-1.058*** (-10.43)
AGE	-0.056*** (-8.85)	-0.129** (-2.02)
R <sup>2</sup>	6.0%	41.6%

注:括号内为t值。\*、\*\*和\*\*\*代表10%、5%和1%的显著性水平。各模型均控制了年度变量和行业变量。常数项的系数未报告。下同。

的回归结果,就中介变量(LOAN)对基本自变量(FINANCE)进行回归。模型的被解释变量分别为长期借款和借款总额。列(1)中FINANCE的系数在10%的水平上显著为正,说明总体而言企业持股金融机构能在一定程度上带来长期借款水平的提高。列(2)中FINANCE的系数在1%的水平上显著为正,说明产融结合企业相比非产融结合企业能获得更多的长短期借款。Panel B报告了(3)式中因变量(企业风险承担RISK,分别由RETSD和ZSCORE衡量)对基本自变量(产融结合FINANCE)和中介变量(企业长期借款LLOAN和借款总额TLOAN)的回归结果。因变量为RETSD时,LLOAN和TLOAN的系数均显著为正,说明长期借款和借款总额越多,企业的股票收益波动性越大。因变量为ZSCORE时,LLOAN和TLOAN的系数均显著为负,说明长期借款和借款总额与企业的Z指数成反比,即借款越多,企业承担风险越高。此外,FINANCE的系数仍然显著,但FINANCE(RISK=RETSD时)的系数值均小于表3,FINANCE(RISK=ZSCORE时)的系数值为负的程度亦小于表3。因此,表4的结果证实了中介效应的存在,即债务融资是调节产融结合与企业风险承担的中介变量。

总之,表3和表4的结果共同表明,通过产融结合建立的信息沟通和资源获取渠道能为企业提供更多的债务融资,从而为其风险项目提供充足的、持续的资金支持。同时,产融结合还能削弱债务对企业风险承担的约束作用。因此,产融结合将导致企业承担

更多的风险,由此证实了假设1。

表4 产融结合影响风险承担的机制——债务融资的作用

Panel A				
变量	(1)因变量为 LLOAN	(2)因变量为 TLOAN		
FINANCE	0.005* (1.89)	0.026*** (4.67)		
SIZE	0.006*** (7.43)	0.006*** (6.78)		
SALEG	0.009*** (8.41)	0.011*** (4.92)		
STATE	0.025*** (11.24)	0.023*** (8.76)		
AGE	0.001*** (8.67)	0.000 (1.25)		
ROA	-0.002*** (-22.41)	-0.007*** (-29.36)		
R <sup>2</sup>	7.1%	12.8%		
Panel B				
变量	因变量为 RETSD		因变量为 ZSCORE	
	(1)LOAN=LLOAN	(2)LOAN=TLOAN	(3)LOAN=LLOAN	(4)LOAN=TLOAN
FINANCE	0.124*** (6.56)	0.131*** (6.78)	-0.654*** (-5.78)	-0.247*** (-4.33)
LOAN	0.341*** (4.76)	0.389*** (9.21)	-9.873*** (-21.30)	-9.997*** (-24.56)
SIZE	-0.099*** (-17.64)	-0.098*** (-18.75)	-0.582*** (-15.27)	-0.543*** (-19.18)
SALEG	0.066*** (6.90)	0.067*** (7.25)	0.325*** (4.67)	0.316*** (5.68)
STATE	0.087*** (5.87)	0.085*** (6.29)	-0.674*** (-8.26)	-0.433*** (-8.59)
AGE	-0.064*** (-7.38)	-0.072*** (-7.95)	-0.933*** (-15.66)	-0.640*** (-13.91)
R <sup>2</sup>	5.3%	5.6%	14.7%	30.7%

为检验假设2,在(1)式中加入哑变量MARKET和交乘项FINANCE×MARKET。当企业所在地区的金融市场化指数小于中位数时,MARKET=1,即市场化水平较低,否则为0。由表5可见,列(1)中FINANCE的系数仍显著为正;列(2)中FINANCE的系数仍显著为负。列(1)中FINANCE×MARKET的系数显著为正,列(2)中FINANCE×MARKET的系数显著为负。这说明在金融市场化水平较低的地区,企业与金融机构之间建立的股权联系更易发挥作用,对企业风险承担水平的促进作用更明显,由此证实了假设2。

为检验假设3和假设4,以托宾Q衡量行业成长

表 5 产融结合与企业风险承担——市场化水平的调节作用

变量	(1)因变量为 RETSD	(2)因变量为 ZSCORE
FINANCE	0.056*** (3.56)	-0.678* (-1.68)
FINANCE× MARKET	0.297*** (14.55)	-1.006*** (-3.11)
MARKET	-0.036*** (-4.82)	0.604*** (2.75)
SIZE	-0.003 (-1.51)	-0.323*** (-14.07)
LEV	0.001*** (11.18)	-0.138*** (-75.82)
SALEG	0.090*** (13.50)	0.245*** (3.46)
STATE	-0.116*** (-14.47)	-2.05*** (-24.39)
AGE	-0.083*** (-14.54)	-0.454*** (-7.44)
R <sup>2</sup>	7.90%	39.46%

性,把托宾Q均值高于本年所有行业中位数的行业归为成长性行业(哑变量GROWTH=1),其余为非成长性行业(GROWTH=0);以赫芬达尔指数(HHI)衡量行业竞争性,把赫芬达尔指数低于本年所有行业中位数的行业归为竞争行业(哑变量COMPETE=1),其余为非竞争行业(COMPETE=0)。在(1)式基础上分别加入哑变量GROWTH和交乘项FINANCE×GROWTH,以及哑变量COMPETE和交乘项FINANCE×COMPETE。由表6可见,列(1)和列(2)中,FINANCE的系数仍显著为正;列(3)和列(4)中FINANCE的系数仍显著为负。列(1)中FINANCE×GROWTH的系数显著为正,列(3)中FINANCE×GROWTH的系数显著为负,表明产融结合促使企业承担更多风险的现象在成长性行业更明显。产融结合形成的信息效应和关联效应,能为成长行业企业不确定性较高的投资项目提供资金支持,从而使其有能力承担更高的风险。FINANCE×COMPETE的系数在列(2)中显著为正,在列(4)中显著为负,说明竞争性行业中的产融结合企业比其他行业的产融结合企业承担更多的风险。

为检验假设5,将资产规模低于同行业本年中位数的企业划分为业内地位较低组(哑变量POS=1),其余为地位较高组(POS=0)。在(1)式加入哑变量POS和FINANCE×POS。表7的列(1)中FINANCE×POS的系数显著为正,列(2)中FINANCE×POS的

表 6 产融结合与企业风险承担——行业成长性和竞争性的调节作用

变量	(1)因变量为 RETSD	(2)因变量为 RETSD	(3)因变量为 ZSCORE	(4)因变量为 ZSCORE
FINANCE	0.045*** (3.76)	0.041*** (3.54)	-0.525* (-1.64)	-0.632** (-2.26)
FINANCE× GROWTH	0.114*** (4.75)	-	-0.585* (-1.79)	-
GROWTH	-0.003 (-0.04)	-	1.217*** (10.89)	-
FINANCE× COMPETE	-	0.052* (1.68)	-	-1.489*** (-3.24)
COMPETE	-	0.144*** (14.19)	-	1.209*** (10.16)
SIZE	-	-0.101*** (-25.12)	-0.996*** (-22.32)	-0.176*** (-4.43)
LEV	0.004*** (22.45)	0.003*** (17.73)	-0.195*** (-90.79)	-0.203*** (-85.37)
SALEG	0.068*** (9.62)	0.065*** (9.12)	0.484*** (6.05)	0.477*** (5.32)
STATE	0.101*** (10.19)	0.068*** (6.66)	-1.12*** (-10.21)	-1.566*** (-13.23)
AGE	-0.013*** (-15.25)	-0.057*** (-8.90)	-0.013 (-1.44)	-0.429*** (-10.16)
R <sup>2</sup>	6.72%	7.10%	42.7%	40.90%

系数显著为负。结果说明,为追赶行业领导者的脚步,业内地位较低的企业将更有效地利用产融结合建立的股权关联,为其风险性投资项目提供资金支持。因此,业内地位较低的产融结合企业比业内地位较高的产融结合企业承担更多的风险。

表 7 产融结合与风险承担——业内地位的调节作用

变量	(1)因变量为 RETSD	(2)因变量为 ZSCORE
FINANCE	0.044*** (3.72)	-0.746*** (-3.83)
FINANCE×POS	0.100*** (3.73)	-0.788* (-1.69)
POS	-0.065*** (-6.26)	2.58*** (17.55)
SIZE	-0.059*** (-9.10)	-0.440*** (-8.35)
LEV	0.000*** (17.99)	-0.178*** (-89.61)
SALEG	0.064*** (8.77)	0.482*** (6.67)
STATE	0.073*** (7.16)	-1.06*** (-10.57)
AGE	-0.046*** (-7.40)	-0.125** (-1.97)
R <sup>2</sup>	5.9%	42.2%

### (三)稳健性检验

1. 倾向得分匹配。在检验产融结合的影响时,可能存在内生性问题,从而影响OLS回归的结论。因此,本文首先采取倾向得分匹配法,比较处理组样本(产融结合公司)和控制组样本(与处理组在各个维度上匹配的非产融结合公司)风险承担水平的差异,分以下三个步骤进行:

第一步,基于LOGIT回归模型计算各样本公司的倾向得分值。若企业实施了产融结合,则被解释变量FINANCE=1,否则为0。参考过往文献,选取以下财务和公司治理变量作为LOGIT模型的解释变量:SIZE(企业资产规模取对数)、LEV(资产负债率)、Q(托宾Q)、CAPEX(固定资产投资与总资产之比)、STATE(产权性质哑变量,若企业属于国企,则STATE=1,否则为0)、ROA(资产收益率)、AM(资产期限结构,即固定资产净值与总资产之比)。回归模型见(4)式。实证结果(限于篇幅未报告)显示,SIZE、LEV、STATE和AM的系数显著为正,ROA的系数显著为负,说明规模较大、负债率较高、固定资产比重较大、业绩较差的企业,以及国企更有可能实施产融结合。

$$\Pr(\text{FINANCE}_{i,t}=1)=b_0+b_1\text{SIZE}_{i,t-1}+b_2\text{LEV}_{i,t-1}+b_2\text{Q}_{i,t-1}+b_2\text{CAPEX}_{i,t-1}+b_2\text{STATE}_{i,t-1}+b_2\text{ROA}_{i,t-1}+b_2\text{AM}_{i,t-1}+\varepsilon \quad (4)$$

第二步,根据LOGIT回归结果,计算每一个样本公司的倾向得分,并为每一个产融结合的样本公司选择一个在本年度内倾向得分最接近的样本公司进行了匹配。结果(限于篇幅未报告)显示,测试组公司和控制组公司在可观察到的各个维度的公司财务和公司治理变量上均无显著差异,由此说明匹配效果较好。

第三步,按最近邻匹配法来匹配处理组样本和控制组样本,从而检验产融结合对企业风险承担的影响。表8显示,处理组的RETS D值高于匹配的控制组,匹配后ATT的值为0.054,且在1%的水平上显著。这说明产融结合企业的股票收益率波动性显著高于非产融结合企业。处理组的ZSCORE值显著低于匹配的控制组,匹配后ATT的值为-1.854,且在5%的水平上显著。这说明产融结合企业的Z指数显著低于非产融结合企业。表8的结果说明相对于非产融结合企业,产融结合企业承担了更多的风险,由此证实了OLS回归结果的稳健性。

2. 两阶段回归。产融结合与企业风险承担之间

产融结合对企业风险承担的影响  
(倾向得分匹配法)

表 8

变量	处理组	控制组	ATT	T 值
RETS D	0.733	0.679	0.054***	2.61
ZSCORE	3.687	5.541	-1.854**	-1.93

可能存在样本自选择问题,可能是由于企业当期承担了较高的风险,才需要通过持股金融机构来寻求信贷资金支持。而t-2期的产融结合对t期的风险承担来说则可以作为外生变量,由此本文进行两阶段回归(2SLS),结果(未报告)与表3大致相同,即产融结合企业的风险承担水平显著较高。

### 五、结语

本文以上市公司为研究对象,探讨产融结合策略对企业风险承担行为的影响效果及影响机制。实证研究发现:①产融结合企业承担的风险多于非产融结合企业。②产融结合企业相比非产融结合企业能获得更多的长期借款和短期借款。③产融结合对企业风险承担的影响机制与债务融资有关,债务融资是调节产融结合与企业风险承担之间关系的中介变量。产融结合虽然提供给企业更多的债务融资,但也将导致企业承担更多的风险。④产融结合促使企业承担更多风险的现象在金融市场化水平较低地区、成长性和竞争性行业以及业内地位较低的企业中更明显。

本文的研究结论丰富了有关产融结合的经济后果以及企业风险承担影响因素的研究成果,并有一定的现实意义:对企业而言,通过持股金融机构进行产融结合能为企业的风险承担提供客观条件,有助于提高其风险承担水平。对投资者而言,应结合企业所处地区、行业及业内地位等信息来分析企业产融结合策略的经济后果,并据此对投资风险做出判断。但产融结合导致企业的风险水平提高,这对于企业的投资回报和未来价值最终有何影响,以及这种影响对不同地区、不同行业、不同地位的企业是否有所不同,还需进行进一步研究。

#### 主要参考文献:

- [1] Stiroh K. J., Rumble A.. The Dark Side of Diversification: The Case of US Financial Holding Companies [J]. Journal of Banking & Finance, 2006(8):2131~2161.

- [2] 孙源. 我国企业集团产融结合的有效性研究[D]. 成都:西南财经大学,2012.
- [3] 杜传忠,王飞,蒋伊菲. 中国工业上市公司产融结合的动因及效率分析——基于参股上市金融机构的视角[J]. 经济与管理研究,2014(4):84~90.
- [4] 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.
- [5] 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.
- [6] 马红,王元月. 金融环境、产融结合与我国企业成长[J]. 财经科学,2017(1):59~71.
- [7] 解维敏,唐清泉. 公司治理与风险承担——来自中国上市公司的经验证据[J]. 财经问题研究,2013(1):91~97.
- [8] Caggese A.. Entrepreneurial Risk, Investment and Innovation [ J ]. Journal of Financial Economics, 2012(2):287~307.
- [9] Bonfiglioli A.. Investor Protection and Income Inequality: Risk Sharing vs Risk Taking[J]. Journal of Development Economics,2012(1):92~104.
- [10] Acharya Y., Amihud Y., Litov L.. Creditor Rights and Corporate Risk-taking [ J ]. Journal of Financial Economics,2011(1):150~166.
- [11] Habib A., Hasan M.. Firm Life Cycle, Corporate Risk Taking and Investor Sentiment [ J ]. Accounting & Finance,2015(2):465~497.
- [12] 陈闯,吴晓晖,卫芳. 团队异质性、管理层持股与企业风险行为[J]. 管理科学学报,2016(5):1~13.
- [13] 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.
- [14] Bauguess S. W., Slovin M. B., Sushka M. E.. Large Shareholder Diversification Corporate Risk Taking and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights [ J ]. Journal of Banking and Finance,2012(36):1244~125.
- [15] 何威风,刘巍,黄凯莉. 管理者能力与企业风险承担[J]. 中国软科学,2016(5):107~118.
- [16] 吕文栋,刘巍,何威风. 管理者异质性与企业风险承担[J]. 中国软科学,2015(12):120~133.
- [17] Faccio M., Marchica M., Mura R.. CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation [ J ]. Journal of Corporate Finance,2016(39):193~209.
- [18] 余明桂,李文贵,潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究,2013(1):149~163.
- [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] Jensen M. C., Meckling W. H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [ J ]. Journal of Financial Economics,1976(4):305~360.
- [21] 陈德球,肖泽忠,董志勇. 家族控制权结构与银行信贷合约:寻租还是效率?[J]. 管理世界,2013(9):130~143.
- [22] 郭瑾,刘志远,彭涛. 银行贷款对企业风险承担的影响:推动还是抑制?[J]. 会计研究,2017(2):42~48.
- [23] Rajan R. G., Zingales L.. Financial Dependence and Growth [ J ]. American Economic Review, 1998(3):559~586.
- [24] 沈红波,寇宏,张川. 金融发展、融资约束与企业投资的实证研究[J]. 中国工业经济,2010(6):55~64.
- [25] 张敏,童丽静,许浩然. 社会网络与企业风险承担[J]. 管理世界,2015(11):161~175.
- [26] 韩忠雪,周婷婷. 产品市场竞争、融资约束与公司现金持有:基于中国制造业上市公司的实证分析[J]. 南开管理评论,2011(4):149~160.
- [27] Barclay J., Smith C. W.. The Maturity Structure of Corporate Debt [ J ]. Journal of Finance, 1995(2):609~631.
- [28] Baron R. M., Kenny D. A.. The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Concept Strategic and Statistical Considerations [ J ]. Journal of Personality & Social Psychology,1986(51):1173~1182.

作者单位:北京师范大学珠海分校国际商学部,珠海519085