

产融结合与企业风险承担

□ 李天钰 辛 宇 徐莉萍 朱俏俏^①

摘 要：随着金融业的开放与发展，中国越来越多的实业企业在主业之外拓展金融业务，投身于产融结合的实践中。从国际经验来看，实业企业借力金融资本有助于提高资本配置效率，是企业做大做强、实现跨越式发展的重要途径。使用手工搜集的中国 A 股非金融上市公司持股金融机构情况的数据，本文全面系统地考察了 1999~2016 年实业企业产融结合对风险承担的影响。研究结果发现，产融结合会显著提高实业类上市公司的风险承担水平。并且不同类型产融结合对企业风险承担的影响存在异质性。只有“牌照获取类产融结合”（持股银行、证券公司、保险公司）和“内部资本市场类产融结合”（持股财务公司）才对风险承担有显著影响。进一步研究发现，在宗教文化传统越强的地区，实业企业进行产融结合对提高风险承担水平的作用越弱；而如果行业竞争越激烈或者公司成长性越高，实业企业产融结合对提高风险承担水平的作用越明显。本文是对产融结合领域研究成果的极大补充和丰富，从全新的角度揭示了产融结合这一重要的企业战略决策对企业产生的影响。

关键词：产融结合；风险承担；宗教文化传统；行业竞争；公司成长性

一、引言

在中国，实业企业出于各种目的投资于各种类型的金融机构，即形成“产融结合”的现象。当前产融结合在中国正方兴未艾，包括中国石油、中国移动、国家电网、联想、海尔、恒大、阿里巴巴、腾讯等在内的许多大型国有及民营企业都不同程

^① 李天钰、辛宇（E-mail: mnsxy@mail.sysu.edu.cn）、徐莉萍，中山大学现代会计与财务研究中心/管理学院；朱俏俏，澳大利亚国立大学商业与经济学院。本文受国家自然科学基金面上项目“违规监管与债务契约”（71772188）、国家自然科学基金面上项目“资源丧失视角下的独立董事强制辞职研究”（71672198）以及国家留学基金（201606380089）资助。

度地涉入了金融业,“实业+金融”的模式成为热潮。从理论上,多元化一直以来都是战略管理领域最核心的问题之一。企业会出于获得规模经济、节约交易成本、获取协同效应、降低现金收入不确定性和经营风险、提高市场地位和竞争优势等目的实施多元化战略。多元化的实质是企业将经营延伸到新的领域,表现为企业运作的基本领域数量增加。由于产融结合使非金融企业进入了与主业有截然不同经营模式和运营规律的金融行业,因此从企业战略的角度看,产融结合也可以被视为一种“特殊”的多元化。由产融结合而形成的企业多元化有可能给企业带来持续的竞争优势,这成为了当前中国企业战略管理实践的重要创新。此外,深化供给侧结构性改革并振兴实体经济是当前经济发展的主要任务。如果产业部门与金融部门连接、贯通,形成一种互相支持、互利共赢的有机整体,这无疑更有利于金融行业支持实体经济的振兴和发展。因此对产融结合现象的深入考察有着明确的现实价值和理论意义。^①

目前学术界已经从产融结合的动因和经济后果等角度对此现象进行了考察。然而现有文献对产融结合到底是“利大于弊”还是“弊大于利”并没有一致的结论,有文献指出产融结合可以给企业带来融资便利(Lu et al., 2012; 曾海舰和林灵, 2015; 万良勇等, 2015),提高了企业的投资效率(李维安和马超, 2014),并提升了企业的经营绩效(谭小芳等, 2016; 黄昌富和徐亚琴, 2016; 庞明和王梦鸽, 2016;

易兰广, 2016; 王爱东和李果, 2017)。然而张庆亮和孙景同(2007)、蔺元(2010)以及 Xu 和 Xin(2017)等的实证研究却发现上市公司进行产融结合以后经营业绩有恶化现象。这些互相矛盾的结果说明学术界对产融结合经济后果的研究依然不够深入,产融结合对企业最终绩效真实影响的过程仍然是一个“黑箱”。现有研究还没有考察产融结合对企业风险承担的影响。从微观层面看,风险承担是企业为了获利而产生的必然决策结果,通过风险承担来获取利润也是企业经营的基本逻辑(王菁华和茅宁, 2015)。因此,对产融结合如何影响企业风险承担的研究可以为我们打开“黑箱”提供直接的借鉴。本文重点研究了企业在进行产融结合后是否会直接改变其风险承担水平以及不同的调节因素对此关系的影响。

本研究是沿着以下思路展开的:我们认为,企业要表现出风险承担,意愿、能力和行为三个因素缺一不可。本文使用的 ROA 波动指标可以很好地刻画不同风险程度的经营行为造成的公司整体风险的差异(John et al., 2008; Hilary & Hui, 2009; Boubakri et al., 2013),因此是企业风险承担行为的体现。但企业最终是否表现出风险承担行为,是受风险承担的意愿和能力交互影响的。本文的主检验表明产融结合可能对企业融资情况产生影响,这会改变企业进行风险承担的能力,并最终提高企业的风险承担水平。但是能力的发挥也需要结合意愿,

① 总的来看,西方学者关于西方情境下非金融企业持股金融机构情况的研究相对较少, Xu 和 Xin(2017)的文章对产融结合的外文文献进行过总结,发现虽然工商企业与银行和其他金融机构的相互持股由来已久,大量国外文献研究了德国和日本的全能银行制的原因及经济后果,但是研究工商企业持有银行及其他金融机构的动机和经济后果方面的文献并不多见。这与国内的产融结合研究热潮形成鲜明对比。

两者共同决定最终的行为。因此本文又选取了宗教传统、行业竞争和企业成长性三个已经被现有文献证明可以对企业承担风险意愿产生重要影响的因素作为调节变量,分别从宏观、中观、微观三个维度探讨了不同状态下的产融结合对风险承担的不同影响。多维度调节作用的考察有助于学术界和实业界更加全面、系统地了解产融结合与企业风险承担之间的关系。

本文利用手工搜集的中国 A 股非金融上市公司持股金融机构的数据,考察了 1999~2016 年实业企业持股金融机构对风险承担的影响,结果发现产融结合会显著提高实业类上市公司的风险承担水平。进一步将产融结合划分为“牌照获取类产融结合”(持股银行、证券公司、保险公司)、“内部资本市场类产融结合”(持股财务公司)和“经营类产融结合”(持股上述四类以外的其他金融机构)三类,结果表明只有“牌照获取类产融结合”和“内部资本市场类产融结合”才对风险承担有显著影响。本文进一步研究发现,在宗教文化传统越强的地区,实业企业进行产融结合后提高风险承担水平的作用越弱;而行业竞争越激烈或者公司成长性越高,实业企业进行产融结合对提高风险承担水平的作用越明显。

本研究具有一定的理论意义和实践价值。第一,从理论上讲,产融结合是一种特殊的多元化战略,因此本研究为企业多元化战略的相关理论提供了基于中国情境下的特殊经验证据。第二,本文拓展了对企业产融结合的相关研究,现有研究还没有系统考察产融结合对企业风险承担的影响,本文则丰富和补充了这方面的相关文献。第三,本文丰富了对企业风险承担的影响因素,现有文献大多从公司层面的股权结构、股权性质、治理结构等角度探讨风险承担的影响因素,而本文则表明产融结合这一重要战略决策也会影响到企业的风险承担水平。第四,董保宝(2014)认为企业冒适度的风险会提高企业的绩效,而规避风险和过度承担风险都会导致企业绩效的降低。本文发现实业企业进行产融结合后会提高自身的风险承担水平,但对不同的企业来说,由于产融结合提高企业风险承担的程度和范围不同,这最终导致产融结合对企业绩效有不同的影响。本研究从理论上加深了学术界对产融结合的了解,使我们可以更进一步地打开产融结合对企业绩效影响过程的“黑箱”。第五,非金融企业投资于金融机构所带来的风险是当前监管层重点关注的问题,本文则从企业风险选择的层面更深入地挖掘了产融结合可能带来的经济后果及影响,为监管层提供了关于产融结合风险层面的经验证据。

论文接下来的结构安排如下:第二部分对相关文献和理论进行回顾分析并提出研究假设,第三部分是数据来源及研究设计,第四部分是实证结果分析,第五部分是稳健性检验,第六部分给出研究结论。

二、文献回顾及假设提出

(一) 企业风险承担的影响因素

Acemoglu 和 Zilibotti (1997) 指出在资本储备不足的国家,由于投资品种受到限制而导致风险无法很好地被分散,企业家较少地投资于有风险的项目,这进一步使资本积累减慢,形成恶性循环。因此,企业适度承担风险对企业

发展和经济增长有重要作用 (Baumol et al., 2007; Boubakri et al., 2013)。企业的风险承担体现了企业对在预期收益和未来现金流方面具有不确定性的投资项目的分析和选择 (Wright et al., 1996)。通常来说, 企业具有高水平的风险承担意味着企业愿意投资于高风险项目 (John et al., 2008; Boubakri et al., 2013)。

现有研究表明, 企业的风险承担水平受外部宏观因素、公司层面因素以及管理层个体层面因素多个方面的影响。首先, 企业的风险承担水平会受到宏观外部因素的影响。John 等 (2008) 认为, 企业内部人会为了保护自己的私人利益, 选择保守的投资策略, 放弃那些可以提升公司价值但有风险的项目, 外部的投资者保护制度可以抑制企业内部人的私人利益, 提高企业的风险承担水平。Boubakri 等 (2013) 的跨国研究表明, 新近私有化的企业显著提高了其风险承担水平, 且此关系在治理环境更好的国家更明显。不过在更强的债权人保护环境下, 企业会因为违反债务契约而受到严厉的惩罚, 为了降低经营风险企业会选择相对“安全”的投资项目。有经验证据表明严格的债务契约保护了债权人的利益, 但会抑制企业的投资 (Chava & Roberts, 2008; Nini et al., 2009)。Paligorova (2010) 的研究也发现, 在股东权益保护较好的国家企业的风险承担水平更高, 但是在债权人权益保护较好的国家企业的风险承担水平更低。Acharya 和 Subramanian (2009) 指出, 在债权人保护力度更强的国家技术创新产业的杠杆率相对较低且增长速度更慢。Acharya 等 (2011) 进一步指出在债权人保护力度更强时, 企业更愿意进行能够降低自身现金

流风险的多元化并购, 并降低自身的杠杆。除了正式制度外, 文化层面的因素作为非正式制度的重要组成部分也会对企业风险承担产生重要影响。Hilary 和 Hui (2009) 的研究发现, 位于美国宗教氛围更浓厚的地区的企业风险承担水平更低, 长期发展速度更慢。Li 等 (2013) 证明文化会通过影响管理层决策过程以及一个国家的正式制度环境进而影响企业风险承担水平, 个人主义价值观与风险承担水平正相关, 规避不确定性和和谐的价值观与风险承担水平负相关。在制度和文化以外, 企业所面临的外部经济环境也会影响企业风险承担。货币政策的改变会通过利率渠道、信贷渠道以及预期引导效应影响企业风险承担水平 (胡育蓉等, 2014; 李雪和冯政, 2015; 周彬蕊等, 2017)。刘行等 (2016) 的实证证据表明房价上涨会带来抵押资产价值上升, 这时管理层为了规避风险, 会继续将抵押资产价值增加所带来的资源配置到那些风险较小但短期内可以获得高额利润的行业 (例如房地产行业), 从而降低企业的风险承担水平。毛其淋和许家云 (2016) 研究发现政府补贴在总体上并未明显提高企业的风险承担水平, 不同额度的政府补贴对企业风险承担的影响存在显著的异质性, 即只有适度的补贴提高了企业风险承担水平, 而高额度政府补贴却使企业降低了风险承担水平。

其次, 从公司层面看, 公司股权结构、公司治理安排、股权性质等方面的因素也会影响企业的风险承担水平。Wright 等 (1996) 发现机构投资者会提高企业的风险承担水平。朱玉杰和倪晓然 (2014) 认为中国资本市场上的机构投资者都是着眼于短期利益的“短期机会主

义者”，它们在参与公司治理的过程中限制了被持股企业投资于净现值为正却有一定风险的项目，降低了被持股企业的风险承担水平。Pali-gorova (2010) 发现在公司股东持有单一企业大量股份时会倾向于保守的投资策略，但如果公司大股东同时持有多家企业的大量股份则会对企业风险承担产生正面影响，他们同时发现由家族持股的企业会随着家族持股比例的增加降低风险承担水平。Mishra (2011) 进一步发现相比于具有单一大股东的企业，具有多个大股东的企业的风险承担水平更高，企业的单一控制性股东会为了自己的私人利益使企业实行更保守的投资策略。Faccio 等 (2011) 则从股东的角度发现投资分散化的大股东所控制的企业会选择进行更有风险的投资，这说明在公司大股东的投资比较集中时，大股东是风险厌恶的，不希望企业承担过多风险。Bargeron 等 (2010) 检验了美国 Sarbanes-Oxley 法案的颁布对企业风险承担水平的影响，发现法案中为了增强公司治理而设定的条款抑制了企业的风险承担。Jiraporn 等 (2015) 发现有效的公司治理会抑制企业的风险承担。Cheng (2008) 和 Wang (2012) 认为董事会规模增大会降低董事会的决策效率，董事会成员为达成一致而互相妥协导致企业会更多地投资于低风险的项目，企业的风险承担水平降低。在中国，企业所有权性质也会影响企业风险承担水平，国有企业相比于民营企业具有显著更低的风险承担水平 (李文贵和余明桂, 2012; Boubakri et al., 2013)，而国有企业在民营化后风险承担水平显著提高 (余明桂等, 2013a)。

最后，企业管理层是企业决策的重要制定

者，管理者的不同个人特质会导致其对待风险有不同的态度，最终影响企业风险承担。一般来说在公司进行财务决策时，女性高管更倾向于进行风险规避 (Powell & Ansic, 1997; Watson & McNaughton, 2007; Borghans et al., 2009; 祝继高等, 2012)，使公司风险承担水平下降 (Faccio et al., 2016)。Li 和 Tang (2010) 利用对 2790 位中国 CEO 的问卷调查数据研究发现 CEO 的自大程度与企业风险承担正相关。类似地，Baker 和 Wurgler (2011) 以及余明桂等 (2013b) 的研究表明管理者越自信，其对自身能力的评价越高，对投资项目成功率的预期也会越高，这将促使管理者选择更积极的投资策略，最终显著提高企业的风险承担水平。吕文栋等 (2015) 发现企业风险承担中存在管理者效应，公司管理团队年龄大，则企业风险承担较小；管理团队男性比例高、受教育程度高以及规模大则使企业风险承担较大。何威风等 (2016) 发现管理者能力与企业风险承担负相关，这是因为能力越强的管理者在与股东的利益冲突中，占用现金流而回避风险性项目的方式会更多，而且能力强的管理者会意识到自身的人力资本难以像股东那样进行多元化投资来分散风险，自利的动机会促使他们降低公司投资风险而避免自己的利益受损。Roussanov 和 Savor (2014) 检验了婚姻状态是否会对公司 CEO 产生影响，发现单身的 CEO 比已婚的 CEO 更追求激进的投资策略，公司因此表现出更高的风险承担水平。设置合理的激励机制是使管理层的行为符合股东的利益并合理承担风险的重要方法。Chen 和 Steiner (1999) 认为管理层持股对企业风险承担有正面影响。Rajgopal 和

Shevlin (2002) 发现给公司管理层授予股权激励可以有效缓解与风险有关的激励问题, 提高企业风险承担水平。Coles 等 (2006) 进一步指出如果管理层的报酬跟股价波动相关, 那么管理层会愿意承担更高的风险。Low (2009) 基于 20 世纪 90 年代中期美国特拉华州对反并购保护增加这一外生事件, 发现风险厌恶的公司管理层在外部收购威胁降低后减少了公司的风险行为, 但如果公司给管理层设定基于股权的薪酬合约且规定管理层的薪酬与公司股价波动相关, 则公司风险承担能力降低的现象被弱化。Chintrakarn 等 (2015) 将 CEO 薪酬占公司薪酬最高五位高管 (包含 CEO) 的薪酬总额的比例作为 CEO 权力大小的度量, 发现随着 CEO 权力的增加其风险承担意愿先下降后上升。张瑞君等 (2013) 的研究表明货币薪酬激励的增加能提升高管承担风险的水平。胡国柳和胡珺 (2017) 以及文雯 (2017) 发现, 管理层出于私人利益和职业生涯关注等考虑, 往往会为了避免投资失败放弃一些净现值为正但风险性较高的投资项目, 而董事高管责任保险作为一种外部治理机制, 能够降低代理成本, 解除高管人员在正常履职中因疏忽行为引发诉讼的后顾之忧, 有助于吸引高水平的管理者并让保险公司对公司施加有效监督, 提升企业的风险承担水平。

(二) 产融结合与企业风险承担

现有研究表明中国企业持股金融机构可以帮助缓解其融资约束 (Lu et al., 2012; 解维敏, 2013; Zhu et al., 2014; 万良勇等, 2015; 曾海舰和林灵, 2015)。首先, 如果实业企业对金融机构持股达到一定比例, 就可以对金融机

构产生直接影响 (如任命高管、派驻董事等), 让金融机构为自己服务 (李维安和马超, 2014; 万良勇等, 2015)。其次, 产融结合有助于缓解企业和金融市场之间的信息不对称。当企业持股金融机构后, 可以更便利地向目标金融机构传递自己的信息, 使金融机构能够及时、准确地了解企业运营状况。而且降低信息不对称并不一定仅发生在企业和被投资金融机构之间。因为市场上的金融机构互相之间也会有沟通联系, 企业同样有机会向市场上的其他未被投资的金融机构传递自身“经营好、风险低”的信号 (Zhu et al., 2014; 万良勇等, 2015)。这样金融机构会降低对企业索取的风险溢价, 也降低了金融机构因为企业可能存在的代理问题而产生的监督成本, 最终企业面临的融资成本下降, 融资能力更强。最后, 实业企业持股金融机构有助于实业企业获取关于金融机构放款的标准和程序等决策信息, 提升了企业应对金融机构监督的技巧, 在申请融资时能做到有的放矢地准备, 提高了获得融资的可能性。

一般来说, 风险承担反映了企业在投资决策过程中对投资项目的选择, 更高的风险承担水平意味着企业在投资决策中更少放弃具有正净现值的风险性项目 (John et al., 2008; Faccio et al., 2011; 李文贵和余明桂, 2012)。因此, 企业的融资情况与企业的风险承担息息相关。McLean 和 Zhao (2014) 发现商业周期会显著影响企业的外部融资成本, 经济衰退造成企业外部融资困难, 抑制了企业投资, 使企业行为趋于保守。Bruno 和 Shin (2014) 的研究则发现, 全球银行体系使金融环境可以产生跨国境的溢出效应, 全球流动性的存在为企业创

造了良好的外部融资环境,企业愿意承担更多的风险性投资。高风险的投资项目往往需要大量的持续投入且有失败的可能。对于融资约束程度较高的企业,资金的限制使公司无法投资于多个项目来充分分散风险,投资一旦失败会给公司带来巨大损失,因此公司会避免投资于高风险项目。随着融资约束的缓解,管理层将有更充足的资金投入那些高风险但对公司来说是价值增加的投资项目上,提升了企业的风险承担水平(刘行等,2016; Zhai et al., 2017)。因此在企业进行产融结合后,企业的融资能力有了很大的提升,企业会投资于那些原本由于融资约束限制不得不放弃的正净现值投资项目,企业的风险承担水平会有显著提升。不仅是缓解融资约束,Zhai等(2017)指出,企业在构建银企关联后(高管关联或者银行持股企业),对未来融资情况预期更乐观,会更敢于投资高风险的项目。类似地,当实业企业持股金融机构后,只要实业企业不退出就会一直与金融机构保持联系。实业企业与金融机构之间形成的稳定关系对企业来说是未来融资能力的保证,这鼓励了企业投资于有风险的项目。一些间接的实证证据也从侧面说明了产融结合会使企业做出更多的风险承担行为。例如,黄小琳等(2015)发现持股金融机构使企业负债率上升;Liu和Jiang(2016)发现企业在与银行建立股权联系后,显著提升了自身的创新投入和创新产出。

从另一个角度看,尽管企业会出于追逐金融行业超额利润的动机而参股金融机构(蔺元,2010;王红建等,2016),这时企业产融结合可以被视为多元化战略的一部分,可以分散自身

实业经营的风险,但是金融行业具有的高杠杆率、金融工具创新等方面的特征使其成为高风险行业。非金融类的上市公司进行产融结合增加了公司风险资产的比重,这部分风险资产的价格波动会被反映在非金融类上市公司的资产负债表上,因此出现了金融风险向企业经营的传导过程,一旦金融市场出现动荡,难免会影响企业实体层面的经营,引起公司风险上升。而且对于非金融企业来说,进入金融业这一陌生的行业对企业的管理能力提出了很大的挑战,如果不能形成有效协调管理,会显著提高企业面临的危险。据此本文提出研究假设1。

假设1:实业企业进行产融结合后风险承担水平显著提高。

(三) 地区宗教传统、产融结合与风险承担

非正式制度是不成文的但又被社会所认可的行为规范,可以通过影响人的意识和思维从而改变其行为。作为非正式制度的重要组成部分,学术界越来越关注宗教文化在经济活动中可能产生的作用。现有研究表明,宗教传统不仅对经济发展有着重要的意义(马克斯·韦伯,2007;Barro & McCleary,2003),也会在企业经营层面,例如企业社会责任(Brammer et al.,2007)、公司治理(陈冬华等,2013)、公司股价崩溃风险(Callen & Fang,2015)、管理层的保守主义行为(Baxamusa & Jalal,2016)、企业创新(Adhikari & Agrawal,2016)等多方面产生重要影响。

现有研究表明受不同宗教传统环境影响的行为主体对风险会持有不同的态度。Dyrenge等(2012)认为诚实和风险规避是宗教的两个重要社会规范。Kumar等(2011)认为一个人的宗

教背景会影响他对赌博和投机行为的态度,通常而言新教将赌博视作一种有罪的活动,天主教则对赌博行为有较高的容忍度。他们利用美国不同地区天主教和新教信徒的比例检验了由于宗教差异产生的对赌博的不同偏好以及风险感知差异所造成的经济后果,发现在天主教徒更集中的地区机构持有更多的彩票型 (Lottery-type) 投资组合,企业非管理人员被授予了更多的股票期权,公司 IPO 首日的股票回报率更高,负彩票型股票的溢价更高。上述研究表明受不同的宗教传统环境影响的行为主体对风险会持有不同的态度。进一步地,宗教传统同样也会改变企业的风险承担水平。Hilary 和 Hui (2009) 的研究表明,风险厌恶的人更愿意信仰宗教,因此在美国宗教氛围越浓厚地区的企业中风险厌恶的雇员比例越高,导致企业自身风险厌恶程度越高、风险承担水平越低。Chen 等 (2014) 以及 Adhikari 和 Agrawal (2016) 都利用天主教对新教教徒人数比例作为地区赌博偏好的代理变量,发现赌博偏好越高的地区 (即天主教徒比例越高的地区),企业越愿意从事研发等创新活动。Shu 等 (2012) 针对共同基金的研究也表明天主教徒比例高、新教徒比例低的地区的共同基金会有更高的风险承担能力,基金回报波动更大。针对中国资本市场的研究也发现受传统宗教影响较大的地区的上市公司表现出更低的风险承担水平。王菁华等 (2017) 认为宗教传统会降低个体的风险倾向和机会主义行为,进而影响到企业文化,使企业决策更加保守,企业风险承担水平更低。何鑫萍等 (2017) 则认为以佛教为代表的中国传统宗教强调对风险的关注,并通过内在修行和禁欲思想

等方式的影响使公司经理人更保守、风险规避倾向更强。

综上所述,不同地区的宗教文化传统这一外部非正式制度因素会对企业的风险承担水平产生显著影响。实业企业持股金融机构与风险承担水平之间的关系也很可能受到地区宗教文化传统的影响。如果一个地区宗教文化传统较强,在其影响下人的行为和企业的文化更倾向于风险规避,那么哪怕产融结合使实业企业的融资约束得到缓解、企业资金充足,实业企业可能依然没有扩大对高风险、正净现值项目投资的意愿,企业的风险承担水平也就不会相应提升。据此本文提出研究假设 2。

假设 2: 宗教传统越强的地区,实业企业进行产融结合对提高风险承担水平的作用越弱。

(四) 行业竞争、产融结合与企业风险承担

行业竞争程度会改变产融结合与企业风险承担之间的关系。首先,在充满竞争的行业中,一个成功的企业要想获取或保持竞争优势需要进行更多的风险承担活动 (Covin & Slevin, 1989)。市场竞争实现了优胜劣汰,为了应对竞争,进行风险承担、培育竞争优势成为企业应对巨大行业竞争压力的重要手段。

其次,行业竞争还可以缓解由于代理问题导致的管理层降低风险承担的问题。公司管理层会出于自身利益和职业生涯稳定性的考虑而选择规避风险,放弃投资风险高的正净现值项目。通常来说公司需要设置合理的激励机制使管理者与股东对风险的态度趋于一致,实现管理者回避风险与企业风险承担之间的平衡。产品市场竞争作为一种有效的外部治理机制对管理层的自利行为有治理作用。行业竞争为管理

层的业绩表现提供了比较的基础 (Nalebuff & Stiglitz, 1983), 使管理层的能力和表现更容易被外界了解, 这时外界可以更方便地对管理层进行监督, 降低了管理层因为代理问题放弃投资机会的可能性。陈信元等 (2013) 发现行业竞争显著增加了管理层的投资灵活性, 并且有助于提高公司的投资效率。此外, 充分的市场竞争增加了企业破产清算或被兼并的风险, 这让管理层面临更大的失去工作的风险, 也会暴露管理层能力的不足。因此管理层为了避免被解职以及长期声誉受损, 其投资决策将会趋于符合股东价值最大化的目标, 风险厌恶的偏好受到抑制 (Schmidt, 1997)。而且对公司股东来说, 一旦公司破产清算其会遭受巨大损失, 因而高度的行业竞争也增强了股东对管理层机会主义行为的监督。

最后, 行业竞争也会直接影响公司为管理层制定的激励机制。Karuna (2007) 发现在行业竞争程度增加时, 公司会给予管理层更强的激励。更强的激励会直接增加管理层的风险承担行为 (Chen & Steiner, 1999; Rajgopal & Shevlin, 2002; Chintrakarn et al., 2015; 张瑞君等, 2013)。此外 Li 和 Tang (2010) 发现缺乏市场竞争的行业更简单, 规则更明确, 管理层被赋予更少的自主权 (managerial discretion); 与此相对应, 在激烈竞争的行业内, 公司管理层有更多的自主权。行业竞争可以通过改变管理层自主权强化 CEO 自大与企业风险承担之间的正向关系。

上述研究提示了行业竞争可以通过直接影响企业投资行为、提供有效的外部治理、改变公司激励制度等渠道影响产融结合与企业风险

承担之间的关系。在提出假设 1 时本文指出, 企业进行产融结合后不仅有了更加便利的融资渠道, 也会提高自身对未来的融资情况的乐观预期, 削弱了企业在融资约束情况下避免高风险投资的现象。在进行产融结合后, 如果企业同时面临激烈的行业竞争, 那么企业为应对竞争而冒险的动机就更强, 进而更愿意利用产融结合这一优势来培育或巩固自己的竞争优势, 因此产融结合与企业风险承担水平之间的正向关系会更明显。此外行业竞争可以改善公司治理和激励机制, 原本由于代理问题或激励不足导致的企业风险承担被抑制的现象在一定程度上得到缓解。基于此可以推断, 行业竞争越激烈, 产融结合提高企业风险承担水平的作用会随着公司内部抑制风险承担的因素被弱化而得到增强。综上所述, 本文提出研究假设 3。

假设 3: 行业竞争越激烈, 实业企业进行产融结合对提高风险承担水平的作用越明显。

(五) 企业成长性、产融结合与风险承担

企业成长性也会对产融结合与企业风险承担之间的关系产生影响。Wright 等 (1996) 指出企业选择进行风险承担与否与企业的成长机会密切相关, 如果企业的成长机会不佳那么选择增加风险承担就是不理性的。Schoder (2013) 发现, 在经济环境恶化时, 相比于融资约束, 投资机会的匮乏是抑制企业投资的更重要的原因。这时企业缺乏正净现值的投资项目, 即使银行贷款意愿很强, 企业资金充裕, 企业依然没有动力扩大投资 (于泽等, 2015)。因此企业在进行产融结合后, 理性的管理层依然会权衡风险承担的收益和成本。在成长速度快的情况下企业进行风险承担是更优选择。高成长

性意味着企业面临更多的发展机会,此时产融结合给企业创造的优良资源条件会促使企业抓住机遇增加风险投资或创新活动,提升企业价值;相应地,如果企业的成长性较低、缺乏良好的投资机会,那么哪怕企业进行了产融结合,理性的管理层也会选择谨慎投资。据此,本文提出研究假设 4。

假设 4: 成长性越高,实业企业进行产融结合对提高风险承担水平的作用越明显。

三、数据来源及研究设计

(一) 产融结合的定义与数据来源

我们从上市公司年报中手工整理了 1999~2015 年全部 A 股非金融类上市公司持股金融机构的情况,持股的对象包括银行、证券公司、保险公司、财务公司、基金公司、信托公司、担保公司、期货公司、融资租赁公司、小贷公司等。利用该数据,本文系统研究了上市公司进行不同类型的产融结合对其风险承担水平的影响。

银行、证券公司和保险公司是受到监管最为严格的三类金融机构,同时也是中国资本市场上最重要的三类金融机构。在中国,金融业务的开展需要相应的许可证,即通常所说的“金融牌照”,而上述三类金融机构的牌照资格格外引人注目。企业持股这三类金融机构达到一定比例通常可以间接获取相应牌照,因此本文把非金融类上市公司持股银行、证券公司和保险公司称为“牌照获取类产融结合”。当前财务公司是一类特殊的金融机构。中国的财务公司通常是在企业集团内部集资组建的,其任务

是为本集团成员企业提供资金支持,可以被认为是企业集团的内部银行(王超恩等,2016),因此本文将财务公司单独列出,称为“内部资本市场类产融结合”。除了上述四类金融机构外,非金融类上市公司还有可能持股信托公司、担保公司、期货公司、基金公司、租赁公司、典当行以及小贷公司等,因为这些金融机构的种类多,企业对每一类金融机构持股的情况都相对较少,而且企业选择进入这些行业通常是为了企业转型、获取新的收入来源等,因此本文将持股这部分金融机构称为“经营类产融结合”。

具体来说,本文将持有金融机构股权比例在 5% 以上的情况定义为产融结合,来考察产融结合对企业风险承担的影响。持股金融机构比例达到 5% 是一个重要的“临界点”,特别对银行、证券、保险这些被严格监管的金融机构而言,实业企业要想持股达到 5% 以上必须向有关监管部门申请批准。例如《中华人民共和国商业银行法》规定,“任何单位和个人购买商业银行股份总额百分之五以上的,应当事先经国务院银行业监督管理机构批准”;证监会则以 5% 的持股比例以及控制权为界限,将证券公司股东分为两类,证券公司申请变更持有 5% 以上股权的股东、实际控制人需要中国证监会进行核准;《保险公司股权管理办法》规定,“股东转让保险公司的股权,受让方出资或者持股比例达到保险公司注册资本 5% 以上的,保险公司应当向银保监会提出书面申请”。因此非金融企业对金融机构持股比例超过 5% 就可被认为是金融机构的主要股东。而且从实际情况来看,非金融企业持股金融机构比例超过 5% 后通常就可

以直接对企业施加重要影响。例如力帆股份(601777)持有重庆银行9.47%的股份,并向重庆银行派驻了董事。所以本文将持股金融机构比例高于5%设定为产融结合有一定的现实意义。与此相反,现实情况中有的实业企业会出于财务投资的目的持股一些金融机构,这时企业对金融机构的持股比例通常较低,导致这类产融结合很难对企业经营产生实质性的影响。将对金融机构持股比例是否超过5%作为企业是否进行产融结合的度量,可以排除样本中财务投资性质的产融结合的干扰,更适合用于对产融结合经济后果的考察。

基于此,本文按照非金融类上市公司“是否持有金融机构股份高于5%”构建产融结合虚拟变量D_FIN,取值为1表示非金融类上市公司持股某一类型金融机构比例高于5%,否则为0。相应地,对进行“牌照获取类产融结合(银行、证券、保险)”、“内部资本市场类产融结合(财务公司)”和“经营类产融结合(除上述四类金融机构外其他)”的持股比例是否在5%以上分别设置五个虚拟变量D_FINB、D_FINS、D_FINI、D_FINC、D_FINOTHER。

(二) 模型选择与变量定义

本文参照John等(2008)、Faccio等(2011)、李文贵和余明桂(2012)以及余明桂等(2013b)的研究方法构建模型(1)检验上市公司产融结合对企业风险承担水平的影响。

$$\text{RiskT}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{D_FIN}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{GROWTH}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{AGE}_{it} + \beta_7 \text{TOP1}_{it} + \beta_8 \text{GOV}_{it} + \sum \text{YEAR} + \sum \text{FIRM} + \varepsilon \quad (1)$$

其中, RiskT_{it}表示企业i在第t年的风险承

担水平。参考现有研究的做法(John et al., 2008; Faccio et al., 2011; 余明桂等, 2013a, 2013b), 本文采用企业盈利指标(ROA=(利润总额+财务费用)÷资产总额, 原始数据来自CS-MAR数据库)在一段时期的波动性来衡量企业的风险承担水平。为了剔除行业异质性带来的计量噪声, 本文先对企业每一年的ROA进行行业均值调整, 然后计算企业在三年的时间区间内经行业调整的ROA的标准差。具体计算过程见式(2)。ADJ_ROA是经过行业均值调整的企业盈利指标。

由于企业风险承担衡量的是企业在未来一段时间内的盈利波动情况, 因此如果样本中存在企业退出产融结合或者反复进入/退出产融结合的情况, 无疑会让产融结合与风险承担之间的关系变得模糊, 难以确定产融结合对企业风险承担的真实影响。为了避免这一问题, 本文把样本限定在样本期间内从未进行过产融结合的公司以及前期未做产融结合后期进行产融结合且不退出的企业, 这在一定程度上具有类似双重差分的效果。Xu和Xin(2017)的研究也采用了类似的样本选择方法。为了尽量避免内生性, 本文还控制了年度固定效应和公司个体固定效应, 以减少遗漏变量的影响。

模型(1)中, D_FIN是持股金融机构比例是否在5%以上的虚拟变量。除了D_FIN外, 本文还利用模型(1)对不同类型的产融结合(“牌照获取类产融结合”、“内部资本市场类产融结合”、“经营类产融结合”)与企业风险承担之间的关系进行考察。其他控制变量的定义见表1。

$$\text{RiskT}_i = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N (\text{ADJ_ROA} - \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N \text{ADJ_ROA})^2} \mid N=3 \quad (2)$$

表 1 主要变量定义

变量名称	变量定义
RiskT	企业风险承担水平，根据式（2）计算得到
D_FIN	“企业是否进行产融结合”虚拟变量，若在某一年度企业对金融机构持股比例超过 5% 则设为 1，否则为 0
D_FINB	“企业是否进行银行类产融结合”虚拟变量，若在某一年度企业对银行持股比例超过 5% 则设为 1，否则为 0
D_FINS	“企业是否进行证券公司类产融结合”虚拟变量，若在某一年度企业对证券公司持股比例超过 5% 则设为 1，否则为 0
D_FINI	“企业是否进行保险公司类产融结合”虚拟变量，若在某一年度企业对保险公司持股比例超过 5% 则设为 1，否则为 0
D_FINC	“企业是否进行财务公司类产融结合”虚拟变量，若在某一年度企业对财务公司持股比例超过 5% 则设为 1，否则为 0
D_FINOTHER	“企业是否进行其他类产融结合”虚拟变量，若在某一年度企业对包括信托、担保、期货、基金、租赁、典当、小贷等在内的其他金融机构持股比例超过 5% 则设为 1，否则为 0
SIZE	企业总资产的自然对数
LEV	企业资产负债率
GROWTH	企业主营业务收入增长率
ROA	总资产收益率
AGE	公司的上市年限
TOP1	公司第一大股东持股比例
GOV	企业性质虚拟变量，若企业为国有企业，则为 1，否则为 0
RELIGION	地区宗教传统变量，根据国家宗教事务局统计的“宗教活动场所基本信息”，确定各省佛、道教宗教活动场所数量之和，再除以各省面积
BUDD	地区佛教传统变量，各省佛教宗教活动场所数量除以各省面积
TAO	地区道教传统变量，各省道教宗教活动场所数量除以各省面积
HHI	行业竞争程度，行业内不同企业营业收入的赫芬达尔指数

本文在模型（1）的基础上加入产融结合虚拟变量 D_FIN 与地区宗教传统（RELIGION）的交乘项，构建模型（3）来检验假设 2。从历史上看，中国宗教的主体是道教和佛教。道教是中国原生的宗教形式。佛教于两汉之际经由

西域传入中国，开启了“西佛东渐”的过程。长期以来中国基本以儒家思想为国家正统指导思想。宋代以后儒、释、道三家思想相互影响，儒家吸收释家及道家思想演化出理学和心学，佛教更是逐渐与中国本土文化思想融合演化成

以禅宗、天台宗等为代表的中国佛教,是谓“三教合一”。本研究中的宗教主要限定于以佛、道教为代表的中国传统宗教。根据宗教市场理论,宗教的需求是稳定的,供给是决定宗教市场的关键力量。宗教活动单位是宗教信徒进行宗教活动、举行宗教仪式的公共空间,是宗教消费的主要供给场所。因此宗教活动单位的数量和密度可以用来衡量宗教供给,并进一步反映地区的宗教氛围。国家宗教事务局从2014年开始对宗教活动场所(主要是佛、道教)进行登记、公示工作,此工作于2015年基本完成,后续仅有少量补充。经过登记的宗教活动场所可以在国家宗教事务局“宗教活动场所基本信息”^①网页上查询。截至目前,我国有经登记的佛教活动场所33951个,道教活动场所8325个。经过长期演化,不同地区的宗教文化传统已经呈现一定的差异性。本文利用该数据库公布的各省经登记的佛教和道教活动场所数量与该省面积之比来衡量不同省份的宗教文化强度。模型(3)中RELIGION表示各省佛、道教活动场所数量之和与该省面积之比。此外,本文还运用各省佛教活动场所数量与该省面积之比BUDD,以及各省道教活动场所数量与该省面积之比TAO分别与企业的产融结合虚拟变量做交乘项。

$$\text{RiskT}_{it} = \alpha + \beta_1 D_FIN_{it} + \beta_2 D_FIN_{it} \times \text{RELIGION}_{it} + \beta_3 \text{RELIGION}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{GROWTH}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{AGE}_{it} + \beta_9 \text{TOP1}_{it} + \beta_{10} \text{GOV}_{it} + \sum \text{YEAR} + \sum \text{FIRM} + \varepsilon \quad (3)$$

为了检验假设3和假设4,本文分别构建了

模型(4)和模型(5)。模型(4)采用行业内不同企业营业收入的赫芬达尔指数(HHI)来衡量行业竞争程度,构建企业产融结合与行业竞争的交乘项,考察不同行业竞争环境下产融结合对企业风险承担的不同影响。模型(5)采用上市公司营业收入增长率(GROWTH)来衡量企业成长性,构建企业产融结合与企业成长性的交乘项,考察企业成长性存在差异的情况下,企业产融结合对风险承担的不同影响。

$$\text{RiskT}_{it} = \alpha + \beta_1 D_FIN_{it} + \beta_2 D_FIN_{it} \times \text{HHI}_{it} + \beta_3 \text{HHI}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{GROWTH}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{AGE}_{it} + \beta_9 \text{TOP1}_{it} + \beta_{10} \text{GOV}_{it} + \sum \text{YEAR} + \sum \text{FIRM} + \varepsilon \quad (4)$$

$$\text{RiskT}_{it} = \alpha + \beta_1 D_FIN_{it} + \beta_2 D_FIN_{it} \times \text{GROWTH}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{GROWTH}_{it} + \beta_6 \text{ROA}_{it} + \beta_7 \text{AGE}_{it} + \beta_8 \text{TOP1}_{it} + \beta_9 \text{GOV}_{it} + \sum \text{YEAR} + \sum \text{FIRM} + \varepsilon \quad (5)$$

(三) 变量处理及描述性分析

除手工搜集的产融结合数据以及来自国家宗教事务局的宗教环境数据外,以上回归分析所使用的其他数据来自CSMAR数据库。在回归分析之前,本文对主要连续变量进行了上下各1%的缩尾处理。本文的样本区间为1999~2016年^②,在进行样本筛选时还遵循了以下原则:①剔除金融类上市公司;②剔除资产负债率大于1或小于0的样本;③剔除相关数据缺失的样本。最终得到11599个公司年度观测样本,主要变量的描述性统计见表2。主要变量的Pearson相关系数见表3。

① 详细信息参见国家宗教事务局网站, <http://www.sara.gov.cn/old/csjobxx/index.htm>。

② 由于计算风险承担以三年为一个周期滚动计算,因此在回归分析时自变量的数据只用到2014年。

表 2 主要变量描述性统计

变量	数目	平均值	中位数	标准差	最大值	最小值
RiskT	11599	0.1307	0.0264	0.4503	2.8678	0.0001
D_FIN	11599	0.1725	0	0.3778	1	0
D_FINB	11599	0.0364	0	0.1872	1	0
D_FINS	11599	0.0202	0	0.1406	1	0
D_FINI	11599	0.0134	0	0.1174	1	0
D_FINC	11599	0.0523	0	0.2227	1	0
D_FINOTHER	11599	0.0837	0	0.2770	1	0
SIZE	11599	21.6595	21.4549	1.2876	26.2297	18.8370
LEV	11599	0.4442	0.4532	0.2094	0.9995	0.0503
GROWTH	11599	0.3624	0.1375	4.5256	305.0554	-0.9673
ROA	11599	0.0463	0.0456	0.0567	0.2101	-0.2875
AGE	11599	1.9092	2.0794	0.7267	3.2189	0
TOP1	11599	37.8638	36.1175	15.9361	89.4086	3.6211
GOV	11599	0.4987	0	0.5000	1	0
HHI	11599	0.0455	0.0371	0.0398	0.5984	0.0127

四、实证结果分析

表 4 报告了产融结合对企业风险承担的影响。第 (1) 列表明企业产融结合与风险承担显著正相关。产融结合有助于降低企业的融资约束，而且与金融机构之间稳定的联系会增强企业对未来融资的乐观预期，因此企业有更多的资源投入到风险较高但净现值为正的投资项目中去，总体上产融结合提高了企业的风险承担水平。此外，企业进入金融行业后，金融部门的风险有可能传递到企业实体经营层面，引起公司风险上升。研究假设 1 得到验证。表 4 的第 (2)~(4) 列展示了实业企业进行“牌照获取类产融结合”对企业风险承担的影响，结果

表明企业不论是进行银行、证券还是保险类产融结合，均会提高企业的风险承担水平。表 4 第 (5) 列的结果表明实业企业进行“内部资本市场类产融结合”，即投资设立财务公司，也有类似的结果。但如果实业企业进行“经营类产融结合”，则不会提高风险承担水平。

可以从产融结合对企业投资效率影响的角度理解不同类型产融结合与企业风险承担之间关系的异质性。现有研究认为，产融结合可以降低企业的投资不足，但具体到不同的产融结合类型可能对企业过度投资有不同的影响（李维安和马超，2014；曲进和高升好，2015），有的研究表明企业在持股银行后，银行会加强对企业的监督，进而降低企业的过度投资（童盼和陆正飞，2005；翟胜宝等，2014）。

表 3 主要变量的 Pearson 相关系数

	RiskT	D_FIN	D_FINB	D_FINS	D_FINI	D_FINC	D_FINOTHER	SIZE	LEV	GROWTH	ROA	AGE	TOP1	GOV	HHI
RiskT	1														
D_FIN	-0.066***	1													
D_FINB	-0.037***	0.426***	1												
D_FINS	-0.014	0.314***	0.093***	1											
D_FINI	-0.021**	0.261***	0.106***	0.181***	1										
D_FINC	-0.040***	0.515***	0.068***	0.027***	0.127***	1									
D_FINOTHER	-0.042***	0.662***	0.099***	-0.001	0.036***	0.035***	1								
SIZE	-0.113***	0.404***	0.168***	0.097***	0.131***	0.445***	0.165***	1							
LEV	0.014	0.163***	0.075***	0.025***	0.048***	0.153***	0.093***	0.375***	1						
GROWTH	-0.007	-0.014	-0.006	-0.005	-0.003	-0.003	-0.014	0.020**	0.040***	1					
ROA	-0.094***	0.041***	0.033***	0.023***	-0.009	0.005	0.039***	0.143***	-0.239***	0.038***	1				
AGE	-0.025***	0.190***	0.079***	0.108***	0.078***	0.122***	0.099***	0.227***	0.383***	0.027***	-0.107***	1			
TOP1	-0.056***	0.046***	-0.011	0.028***	0.023***	0.139***	-0.044***	0.252***	0.070***	0.037***	0.084***	-0.071***	1		
GOV	-0.018**	0.110***	-0.007	0.112***	0.044***	0.187***	-0.020**	0.301***	0.272***	-0.023**	-0.044***	0.332***	0.257***	1	
HHI	0.084***	-0.017*	-0.016*	0.041***	0.009	0.015*	-0.048***	0.014	0.032**	0.001	0.003	-0.001	0.081***	0.113***	1

从投资不足的角度看,抑制投资不足使企业更少地放弃风险较高但净现值为正的项目,符合假设 1 的逻辑。如果不同类型的产融结合均可以降低投资不足,那么不论实业企业进行三类中哪种类型的产融结合都应该提高自身的风险承担水平。从过度投资角度看,由于不同类型的金融机构受到的监管严格程度是不同的,可能使不同类型的产融结合对过度投资产生不同影响。正如前文提到的,在中国持股银行、证券公司、保险公司的比例在 5% 以上需要相应监管部门审批,且三者本身作为市场上最重要的三类金融机构受到相关部门的严格监管。而财务公司往往需要依附于企业集团设立,且取得财务公司的牌照需要银监会审批,并不是每家上市公司都能投资于财务公司。因此如果企业进行“牌照获取类产融结合”或者“内部资

本市场类产融结合”可能并不会增加企业的过度投资。相反,如果企业仅仅是为了分享金融行业的高额利润,那么企业选择投资于其他类型的金融机构更符合实际。相对宽松的管制使实业企业进行“经营类产融结合”更方便,由此形成的投资替代作用更强,所以“经营类产融结合”对过度投资的降低作用更明显。因为过度投资会使企业大量资金被用于净现值小于零或收益率低于资本成本的项目,这会降低企业的运行效率,企业陷入流动性短缺困境的可能性增大,表现为企业的风险承担水平提高(夏子航等,2015)。实业企业如果进行“经营类产融结合”并因此降低了过度投资的话,会反过来降低企业的风险承担水平。两种效应互相抵消,最终结果表现为表 4 中“经营类产融结合”并未提高或降低企业的风险承担水平。

表 4 产融结合对企业风险承担的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	产融结合	牌照获取类 产融结合			内部资本市场 类产融结合	经营类产融结合
	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT
D_FIN	0.0585 ** (0.025)					
D_FINB		0.1234 *** (0.026)				
D_FINS			0.1311 ** (0.059)			
D_FINI				0.0947 ** (0.041)		
D_FINC					0.0902 ** (0.036)	

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	产融结合	牌照获取类 产融结合			内部资本市场 类产融结合	经营类产融结合
	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT
D_FINOTHER						0.0468 (0.032)
SIZE	-0.0093 (0.018)	-0.0140 (0.021)	-0.0146 (0.023)	-0.0153 (0.023)	-0.0128 (0.021)	-0.0154 (0.021)
LEV	0.0737 (0.063)	0.0528 (0.076)	0.0484 (0.079)	0.0497 (0.080)	0.0308 (0.074)	0.0776 (0.069)
GROWTH	-0.0028 *** (0.001)	-0.0028 *** (0.001)	-0.0029 *** (0.001)	-0.0028 *** (0.001)	-0.0027 *** (0.001)	-0.0030 *** (0.001)
ROA	-0.4673 *** (0.129)	-0.4834 *** (0.150)	-0.4621 *** (0.153)	-0.4580 *** (0.152)	-0.4726 *** (0.145)	-0.4307 *** (0.138)
AGE	-0.1098 *** (0.032)	-0.1312 *** (0.038)	-0.1198 *** (0.040)	-0.1243 *** (0.040)	-0.1097 *** (0.036)	-0.1229 *** (0.035)
TOP1	-0.0017 (0.001)	-0.0016 (0.001)	-0.0019 (0.002)	-0.0021 (0.002)	-0.0018 (0.001)	-0.0017 (0.001)
GOV	-0.0241 (0.035)	-0.0248 (0.038)	-0.0216 (0.040)	-0.0252 (0.040)	-0.0238 (0.039)	-0.0233 (0.036)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	0.4785 (0.377)	0.6033 (0.428)	0.6118 (0.456)	0.6449 (0.457)	0.5733 (0.429)	0.6116 (0.427)
Observations	11599	8888	8322	8288	9284	10081
R-squared	0.128	0.142	0.149	0.148	0.135	0.140
Number of stk	1647	1332	1259	1260	1358	1482

注：括号内是稳健标准误；***、**、* 分别代表回归系数在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著。

表 5 列示了不同的调节因素对产融结合与风险承担之间关系的影响。由于表 4 的结果表明只有“牌照获取类产融结合”和“内部资本市场类产融结合”才会显著提高企业的风险承

担水平，因此在后续对调节作用的研究中只考察这两类的产融结合，将这两类产融结合合并构建一个新的产融结合变量 D_FINF，具体研究方法与研究设计部分一致。

表 5 的第 (1) ~ (3) 列是地区宗教文化传统的调节作用。由于固定效应模型无法估计不随时间变化的变量, 因此与地区宗教文化传统有关的三个变量 RELIGION、BUDD、TAO 在回归时会被省略。地区宗教文化传统与企业产融结合交乘项显著为负, 说明在地区宗教文化传统越强的地区, 产融结合与企业风险承担水平的正向关系越弱。研究假设 2 得到验证。表 5 第 (2) 列佛教文化传统的交乘项要比第 (3) 列道教文化传统的交乘项更大, 说明相比于道教, 佛教思想对中国人的影响可能更大, 这一点从国家宗教局统计的注册宗教点数量可以看到, 佛教活动点的数量远远多于道教活动

点的数量。

表 5 的第 (4) ~ (5) 列分别列示了企业所处的行业竞争程度 (HHI) 和企业成长性与产融结合交乘项的回归结果。第 (4) 列中, 行业竞争程度与产融结合交乘项显著为负, 说明市场环境越垄断 (HHI 越高), 实业企业进行产融结合后提高风险承担水平的作用越弱; 行业竞争越激烈, 实业企业进行产融结合后提高风险承担水平的作用越明显。研究假设 3 得到验证。第 (5) 列中, 企业成长性与产融结合交乘项显著为正, 表明成长性越高的实业企业进行产融结合对风险承担水平的提升促进作用越明显。研究假设 4 得到验证。

表 5 地区宗教传统、行业竞争程度和公司成长性对产融结合影响风险承担的调节作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT
D_FINF	0.1276 *** (0.025)	0.1320 *** (0.024)	0.1159 *** (0.025)	0.1639 *** (0.035)	0.0967 *** (0.026)
D_FINF×RELIGION	-0.0028 ** (0.001)				
D_FINF×BUDD		-0.0040 ** (0.002)			
D_FINF×TAO			-0.0078 * (0.005)		
D_FINF×HHI				-1.5659 *** (0.464)	
HHI				0.4817 ** (0.203)	
D_FINF×GROWTH					0.0028 ** (0.001)
SIZE	-0.0093 (0.019)	-0.0094 (0.019)	-0.0092 (0.019)	-0.0104 (0.019)	-0.0093 (0.019)
LEV	0.0428 (0.068)	0.0428 (0.068)	0.0432 (0.068)	0.0518 (0.069)	0.0448 (0.069)

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT
GROWTH	-0.0027 *** (0.001)	-0.0027 *** (0.001)	-0.0027 *** (0.001)	-0.0027 *** (0.001)	-0.0029 *** (0.001)
ROA	-0.4833 *** (0.138)	-0.4832 *** (0.138)	-0.4839 *** (0.138)	-0.4884 *** (0.138)	-0.4857 *** (0.138)
AGE	-0.1140 *** (0.034)	-0.1141 *** (0.034)	-0.1140 *** (0.034)	-0.1108 *** (0.034)	-0.1150 *** (0.034)
TOP1	-0.0017 (0.001)	-0.0017 (0.001)	-0.0017 (0.001)	-0.0016 (0.001)	-0.0017 (0.001)
GOV	-0.0332 (0.036)	-0.0332 (0.036)	-0.0332 (0.036)	-0.0333 (0.036)	-0.0331 (0.036)
年度	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	0.5077 (0.384)	0.5093 (0.384)	0.5040 (0.384)	0.4918 (0.385)	0.5063 (0.384)
Observations	10190	10190	10190	10190	10190
R-squared	0.128	0.128	0.128	0.129	0.128
Number of stk	1462	1462	1462	1462	1462

注：括号内是稳健标准误；***、**、* 分别代表回归系数在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著。

五、稳健性检验

（一）企业风险承担水平的替代指标

除了用企业在三年的时间区间内经行业调整的 ROA 的标准差来度量企业风险承担水平外，也有文献用四年或五年的标准差来度量企业的风险承担水平。本文也分别计算了企业在四年或五年的时间区间内经行业调整的 ROA 的标准差（RiskT2、RiskT3）作为风险承担的替代指标来进行稳健性检验。回归结果见表 6 和表 7，本文研究结论不发生变化。

（二）删除与汉族文化地区差异大的省份样本

在考察地区宗教文化传统的调节作用时，本文删除了新疆维吾尔自治区、西藏自治区、青海省、宁夏回族自治区四个少数民族聚集且与汉族地区文化、宗教信仰差异巨大的省份的上市公司。得到的回归结果见表 8，结论不发生变化。

（三）内生性问题

产融结合可以提高企业的风险承担水平，但从另一个角度来看，具有高风险承担特质的企业可能更倾向于进入金融这一高风险行业。本文的结果可能受到选择性偏误（selection bias）

表 6 产融结合对以四年为时间区间计算的风险承担的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	产融结合	牌照获取类 产融结合			内部资本市场 类产融结合	经营类产融结合
	RiskT2	RiskT2	RiskT2	RiskT2	RiskT2	RiskT2
D_FIN	0.0769 ** (0.036)					
D_FINB		0.1564 *** (0.031)				
D_FINS			0.2022 *** (0.039)			
D_FINI				0.1597 *** (0.038)		
D_FINC					0.1219 ** (0.048)	
D_FINOTHER						0.0626 (0.051)
SIZE	0.0322 (0.024)	0.0211 (0.028)	0.0222 (0.029)	0.0198 (0.029)	0.0231 (0.027)	0.0249 (0.027)
LEV	0.0473 (0.076)	0.0292 (0.090)	0.0292 (0.093)	0.0401 (0.095)	0.0441 (0.088)	0.0521 (0.085)
GROWTH	-0.0044 *** (0.001)	-0.0044 *** (0.001)	-0.0044 *** (0.002)	-0.0044 *** (0.002)	-0.0042 *** (0.001)	-0.0046 *** (0.001)
ROA	-0.3923 *** (0.141)	-0.3694 ** (0.156)	-0.3567 ** (0.158)	-0.3439 ** (0.159)	-0.3637 ** (0.151)	-0.3571 ** (0.151)
AGE	-0.1472 *** (0.041)	-0.1714 *** (0.047)	-0.1582 *** (0.049)	-0.1644 *** (0.049)	-0.1481 *** (0.045)	-0.1458 *** (0.044)
TOP1	-0.0025 * (0.001)	-0.0029 (0.002)	-0.0034 * (0.002)	-0.0034 * (0.002)	-0.0029 (0.002)	-0.0025 (0.002)
GOV	0.0039 (0.045)	-0.0041 (0.048)	-0.0033 (0.050)	-0.0068 (0.050)	-0.0041 (0.049)	-0.0056 (0.047)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	产融结合	牌照获取类 产融结合			内部资本市场 类产融结合	经营类产融结合
	RiskT2	RiskT2	RiskT2	RiskT2	RiskT2	RiskT2
Constant	-0.3043 (0.500)	-0.0087 (0.561)	-0.0252 (0.588)	0.0338 (0.592)	-0.0844 (0.555)	-0.1477 (0.560)
Observations	9220	7418	7042	6962	7670	7975
R-squared	0.132	0.147	0.152	0.151	0.139	0.146
Number of stk	1482	1268	1217	1211	1285	1341

注：括号内是稳健标准误；***、**、* 分别代表回归系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

表 7 产融结合对以五年为时间区间计算的风险承担的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	产融结合	牌照获取类 产融结合			内部资本市场 类产融结合	经营类产融结合
	RiskT3	RiskT3	RiskT3	RiskT3	RiskT3	RiskT3
D_FIN	0.0829 ** (0.040)					
D_FINB		0.1691 *** (0.034)				
D_FINS			0.2189 *** (0.044)			
D_FINI				0.1819 *** (0.039)		
D_FINC					0.1342 ** (0.054)	
D_FINOTHER						0.0571 (0.059)
SIZE	0.0667 ** (0.029)	0.0635 * (0.034)	0.0645 * (0.037)	0.0577 (0.037)	0.0584 * (0.034)	0.0570 * (0.034)
LEV	0.0731 (0.089)	0.0391 (0.108)	0.0396 (0.113)	0.0315 (0.112)	-0.0035 (0.104)	0.0623 (0.099)
GROWTH	-0.0047 *** (0.002)	-0.0047 *** (0.002)	-0.0047 *** (0.002)	-0.0047 *** (0.002)	-0.0045 *** (0.001)	-0.0049 *** (0.002)

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	产融结合	牌照获取类 产融结合			内部资本市场 类产融结合	经营类产融结合
	RiskT3	RiskT3	RiskT3	RiskT3	RiskT3	RiskT3
ROA	-0.2089 (0.141)	-0.2194 (0.157)	-0.2057 (0.160)	-0.2157 (0.160)	-0.2602* (0.152)	-0.1912 (0.151)
AGE	-0.1540*** (0.050)	-0.1883*** (0.058)	-0.1718*** (0.061)	-0.1916*** (0.061)	-0.1601*** (0.056)	-0.1735*** (0.054)
TOP1	-0.0031* (0.002)	-0.0039* (0.002)	-0.0046** (0.002)	-0.0044** (0.002)	-0.0034* (0.002)	-0.0034* (0.002)
GOV	0.0308 (0.050)	0.0082 (0.052)	0.0171 (0.056)	0.0150 (0.055)	0.0241 (0.054)	0.0133 (0.051)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	-0.8306 (0.605)	-0.6356 (0.690)	-0.6308 (0.736)	-0.4699 (0.740)	-0.5821 (0.683)	-0.5469 (0.685)
Observations	8199	6234	5854	5787	6555	6995
R-squared	0.136	0.152	0.158	0.155	0.142	0.148
Number of stk	1447	1174	1115	1111	1202	1292

注：括号内是稳健标准误；***、**、* 分别代表回归系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

表 8 剔除部分省份后产融结合对企业风险承担的影响

变量	(1)	(2)	(3)
	RiskT	RiskT	RiskT
D_FINF	0.1318*** (0.025)	0.1362*** (0.025)	0.1197*** (0.026)
D_FINF×RELIGION	-0.0028** (0.001)		
D_FINF×BUDD		-0.0041** (0.002)	
D_FINF×TAO			-0.0077* (0.005)
SIZE	-0.0125 (0.019)	-0.0125 (0.019)	-0.0123 (0.019)

续表

变量	(1)	(2)	(3)
	RiskT	RiskT	RiskT
LEV	0.0465 (0.070)	0.0464 (0.070)	0.0469 (0.070)
GROWTH	-0.0028 *** (0.001)	-0.0028 *** (0.001)	-0.0028 *** (0.001)
ROA	-0.4779 *** (0.143)	-0.4778 *** (0.143)	-0.4784 *** (0.143)
AGE	-0.1144 *** (0.035)	-0.1145 *** (0.035)	-0.1144 *** (0.035)
TOP1	-0.0018 (0.001)	-0.0018 (0.001)	-0.0018 (0.001)
GOV	-0.0299 (0.037)	-0.0299 (0.037)	-0.0299 (0.037)
年度	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制
Constant	0.5752 (0.396)	0.5768 (0.396)	0.5720 (0.396)
Observations	9964	9964	9964
R-squared	0.131	0.131	0.130
Number of stk	1435	1435	1435

注：括号内是稳健标准误；***、**、* 分别代表回归系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

的影响。为了消除样本选择偏误的影响，本文采用 Heckman 两阶段模型进行了重新检验。

在第一阶段使用 Probit 方法估计模型 (6)，得到逆米尔斯比 (Inverse Mill's Ratio, IMR)，然后将 IMR 加入到第二阶段的模型 (7) 中。Heckman 两阶段模型的回归结果分别见表 9 和表 10。特别地，Lennox 等 (2012) 指出 Heckman 两阶段模型的第一阶段模型需要有“排除性约束” (exclusion restrictions) 变量，我们采用同年同行业中其他公司进行产融结合的比例 (OTHERD_FIN) 作为排除性约束变量。表 10

的结果表明在控制产融结合的选择偏差后，产融结合与企业风险承担依然显著正相关，且主要体现为“牌照获取类产融结合”和“内部资本市场类产融结合”会提高企业的风险承担水平，而“经营类产融结合”未表现出此现象。

$$D_FIN_{it} = \delta_0 + \delta_1 SIZE_{it-1} + \delta_2 LEV_{it-1} + \delta_3 ROA_{it} + \delta_4 CASH_A_{it-1} + \delta_5 GROW_{it} + \delta_6 AGE_{it} + \delta_7 OTHERD_FIN_{it} + \sum YEAR + \varepsilon \quad (6)$$

$$RiskT_{it} = \alpha + \beta_1 D_FIN_{it} + \beta_2 IMR + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \beta_8 TOP1_{it} + \beta_9 GOV_{it} + \sum YEAR + \sum FIRM + \varepsilon \quad (7)$$

表 9 Heckman 两阶段模型第一阶段估计结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	X_DFIN	X_DFINB	X_DFINS	X_DFINI	X_DFINC	X_DFINOTHER
SIZE (L)	0.3434 *** (0.010)	0.1690 *** (0.014)	0.2383 *** (0.018)	0.2207 *** (0.019)	0.6475 *** (0.018)	0.1462 *** (0.011)
LEV (L)	-0.1470 ** (0.062)	0.1612 * (0.093)	-0.9178 *** (0.116)	-0.4227 *** (0.124)	-0.6854 *** (0.118)	0.2013 *** (0.074)
ROA	0.1241 (0.200)	0.8072 *** (0.310)	0.3519 (0.359)	-0.3014 (0.393)	-1.2652 *** (0.378)	0.5420 ** (0.246)
CASH_A (L)	-0.3841 *** (0.095)	-0.2332 (0.144)	-0.8855 *** (0.207)	0.2571 (0.190)	-0.3531 * (0.185)	-0.2296 ** (0.112)
GROWTH	0.0017 (0.001)	-0.0152 (0.016)	-0.0034 (0.012)	0.0005 (0.003)	0.0034 (0.002)	0.0013 (0.001)
AGE	0.2005 *** (0.019)	0.1338 *** (0.029)	0.7114 *** (0.056)	0.3995 *** (0.046)	0.2089 *** (0.038)	0.1014 *** (0.022)
OTHERD_FIN	0.4833 ** (0.191)	2.9933 *** (0.449)	0.8045 (0.697)	1.4280 (0.937)	0.0969 (0.579)	2.4346 *** (0.297)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	-8.4779 *** (0.214)	-5.6929 *** (0.304)	-7.5134 *** (0.401)	-7.2796 *** (0.408)	-15.8903 *** (0.393)	-5.0147 *** (0.244)
Observations	20, 016	20, 016	20, 016	20, 016	20, 016	20, 016

注：(L) 代表变量向前滞后一期；括号内是稳健标准误；***、**、* 分别代表回归系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

表 10 Heckman 两阶段模型第二阶段估计结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	产融结合	牌照获取类 产融结合			内部资本市场 类产融结合	经营类产融结合
	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT
X_DFIN	0.0559 ** (0.025)					
IMR1	-0.1892 *** (0.067)					

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	产融结合	牌照获取类 产融结合			内部资本市场 类产融结合	经营类产融结合
	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT
X_DFINB		0.1221 *** (0.027)				
IMR2		-0.0073 (0.080)				
X_DFINS			0.1263 ** (0.059)			
IMR3			-0.0703 (0.059)			
X_DFINI				0.0905 ** (0.041)		
IMR4				-0.1949 *** (0.070)		
X_DFINC					0.0861 ** (0.036)	
IMR5					-0.0977 *** (0.032)	
X_DFINOTHER						0.0452 (0.032)
IMR6						-0.1682 (0.103)
SIZE	-0.0489 ** (0.020)	-0.0121 (0.021)	-0.0245 (0.024)	-0.0439 * (0.023)	-0.0566 *** (0.021)	-0.0294 (0.022)
LEV	0.0857 (0.063)	0.0504 (0.075)	0.0780 (0.081)	0.1132 (0.078)	0.0750 (0.074)	0.0556 (0.070)
GROWTH	-0.0021 ** (0.001)	-0.0028 * (0.002)	-0.0024 ** (0.001)	-0.0024 ** (0.001)	-0.0020 ** (0.001)	-0.0028 *** (0.001)
ROA	-0.4223 *** (0.125)	-0.4875 *** (0.167)	-0.4386 *** (0.150)	-0.3212 ** (0.154)	-0.2707 * (0.143)	-0.5066 *** (0.153)
AGE	-0.1637 *** (0.035)	-0.1343 *** (0.040)	-0.1799 *** (0.063)	-0.1996 *** (0.050)	-0.1466 *** (0.037)	-0.1515 *** (0.038)
TOP1	-0.0018 (0.001)	-0.0017 (0.001)	-0.0021 (0.002)	-0.0023 (0.002)	-0.0019 (0.001)	-0.0018 (0.001)

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	产融结合	牌照获取类 产融结合			内部资本市场 类产融结合	经营类产融结合
	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT	RiskT
GOV	-0.0248 (0.035)	-0.0222 (0.038)	-0.0195 (0.040)	-0.0206 (0.040)	-0.0227 (0.039)	-0.0229 (0.036)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	1.6804*** (0.477)	0.5886 (0.490)	1.0632* (0.580)	1.8242*** (0.575)	1.7946*** (0.486)	1.3011** (0.589)
Observations	11597	8886	8320	8286	9282	10079
Number of stk	1647	1332	1259	1260	1358	1482
R-squared	0.128	0.142	0.149	0.148	0.136	0.141

注：括号内是稳健标准误；***、**、* 分别代表回归系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

除 Heckman 两阶段检验以外，本文为了进一步解决由于风险承担更高的企业会选择产融结合导致的逆向因果问题，根据本文所使用的样本，对从未进行产融结合的企业以及进行产融结合企业的非产融结合年度二者之间的风险承担水平的均值差异进行了检验，结果见表 11。其中“差异 t 值”表示相应样本风险承担均值与

未进行产融结合公司风险承担均值差异的 t 值。结果表明，产融结合公司的非产融结合年度的风险承担能力并不比从未进行产融结合公司的更高，相反，对于银行类和财务公司类产融结合公司的非产融结合年度，其风险承担水平反而更低。说明并不是更高风险承担水平的企业选择投资于金融行业，逆向因果问题并不严重。

表 11 未进行产融结合公司与产融结合公司非产融结合年度的风险承担均值差异检验

样本	未进行产融 结合公司	产融结合公 司的非产融 结合年度	银行类产融 结合公司的 非产融结合 年度	证券类产融 结合公司的 非产融结合 年度	保险类产融 结合公司的 非产融结合 年度	财务公司类 产融结合公 司的非产融 结合年度	其他类产融 结合公司的 非产融结合 年度
风险承担均值	0.1467	0.1287	0.0784	0.1445	0.1181	0.1054	0.1310
差异 t 值		1.3795	3.0543	0.0466	0.7297	2.1230	1.0274
样本量	8000	1598	461	104	149	634	1089

六、研究结论

产融结合是我国资本市场上的重要现象。实业企业通过持股的方式与金融机构建立起联系，有助于实业企业分散经营风险、开拓新的成长机会、获取投资收益、满足融资需要、实现整体协同价值提升等。本文利用手工搜集的中国 A 股非金融上市公司持股金融机构情况的数据，分析了 1999~2016 年实业类上市公司产融结合与企业风险承担的关系，并检验了可能的调节因素的影响。研究发现产融结合确实显著提高实业类上市公司的风险承担水平。从产融结合的类型来看，如果将持股银行、证券公司、保险公司视为“牌照获取类产融结合”，将持股财务公司视为“内部资本市场类产融结合”，将持股上述四类以外的其他金融机构视为“经营类产融结合”，那么只有“牌照获取类产融结合”和“内部资本市场类产融结合”才对风险承担有显著的正面促进作用。从投资不足的角度看，降低投资不足会让企业更少地放弃风险较高但净现值为正的项目，因此风险承担水平应该相应上升；从过度投资的角度看，过度投资会使企业大量资金被用于净现值小于零或收益率低于资本成本的项目，这会降低企业的运行效率，企业陷入困境的可能性增大，企业所表现出的风险承担水平应当相应增加（夏子航等，2015）。现有研究表明不同类型的产融结合均会降低企业的投资不足，因此“牌照获取类产融结合”、“内部资本市场类产融结合”以及“经营类产融结合”三类产融结合均应提高企业的风险承担水平；但相对而言，“经营类

产融结合”更有可能降低企业的过度投资，这反而会降低企业的风险承担水平，两种效应互相抵消的结果表现为“经营类产融结合”实际上并未提高或降低企业风险承担水平。通过引入交乘项的回归分析，本文还发现在宗教文化传统越强的地区，实业企业产融结合对提高风险承担水平的作用越弱；而如果行业竞争越激烈或者公司成长性越高，实业企业产融结合对提高风险承担水平的作用越明显。

本文不仅拓展了与企业风险承担和产融结合相关的学术研究，也有助于打开产融结合对企业经营绩效影响过程的“黑箱”。董保宝（2014）的研究发现企业风险承担和企业绩效之间存在倒 U 形关系。沿着“产融结合—风险承担—企业绩效”的思路，实业企业在进行产融结合后会提高其风险承担水平，但由于风险承担和企业绩效之间倒 U 形关系的存在，产融结合最终对企业绩效的影响是不确定的。不同的产融结合样本、不同的样本时间区间都可能对产融结合与企业绩效之间的关系产生影响，这或许是目前对产融结合如何影响企业绩效的研究结论存在较大差异的原因。本研究有助于上市公司更加客观地理解产融结合、制定更为合理的产融结合决策，也能帮助投资者更加正确地评估各类产融结合上市公司。对监管部门来说，非金融企业投资金融机构的情况已经成为当前金融监管的重点之一，本研究从侧面验证了产融结合可能带来的风险，为监管部门制定监管政策提供了理论支持。

本文也存在一定的缺陷。首先，本文所考察的产融结合企业样本仅仅局限在非金融类的上市公司，因此本文的研究结论也局限在上市

公司。这对中国产融结合整体情况的刻画无疑是不全面的。实际上在中国,产融结合很多时候是企业集团的行为,同时众多金融机构的股东也并不一定是上市公司。这导致本文的研究结论可能是有偏差的,不能对中国产融结合的整体情况给出直接判断。其次,对产融结合发挥作用的内在机制的考察还不充分。这主要是由本文所搜集的产融结合数据的限制所致。虽然本文手工整理了中国非金融类上市公司持股金融机构情况的数据,较其他研究样本更加细致、全面,但本文实际上缺乏实业企业与金融机构之间详细的资金往来情况数据,因此不能直接验证本文在假设部分提出的产融关系可以为实业企业提供资金便利。

(接受编辑: Sali Li

收稿日期: 2018 年 2 月 23 日

接受日期: 2018 年 5 月 9 日)

参考文献

[1] 陈冬华、胡晓莉、梁上坤、新夫:《宗教传统与公司治理》,《经济研究》,2013 年第 9 期。

[2] 陈信元、靳庆鲁、肖土盛、张国昌:《行业竞争,管理层投资决策与公司增长/清算期权价值》,《经济学》(季刊),2013 年第 1 期。

[3] 董保宝:《风险需要平衡吗:新企业风险承担与绩效倒 U 型关系及创业能力的中介作用》,《管理世界》,2014 年第 1 期。

[4] 何威风、刘巍、黄凯莉:《管理者能力与企业风险承担》,《中国软科学》,2016 年第 5 期。

[5] 何鑫萍、戴亦一、翁若宇:《传统宗教,市场化进程与企业风险承担》,《山西财经大学学报》,2017 年第 3 期。

[6] 胡国柳、胡珺:《董事高管责任保险与企业风险承担:理论路径与经验证据》,《会计研究》,2017 年第 5 期。

[7] 胡育蓉、朱恩涛、龚金泉:《货币政策立场如何影响企业风险承担——传导机制与实证检验》,《经济科学》,2014 年第 1 期。

[8] 黄昌富、徐亚琴:《产融结合,投资效率与企业经营绩效——基于制造业上市公司面板数据的实证研究》,《现代财经》,2016 年第 9 期。

[9] 黄小琳、朱松、陈关亨:《持股金融机构对企业负债融资与债务结构的影响——基于上市公司的实证研究》,《金融研究》,2015 年第 12 期。

[10] 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》,《金融研究》,2014 年第 11 期。

[11] 李文贵、余明桂:《所有权性质,市场化进程与企业风险承担》,《中国工业经济》,2012 年第 12 期。

[12] 李雪、冯政:《宽松货币政策下我国企业的风险承担》,《财经科学》,2015 年第 9 期。

[13] 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》,《南开管理评论》,2010 年第 5 期。

[14] 刘行、建蕾、梁娟:《房价波动,抵押资产价值与企业风险承担》,《金融研究》,2016 年第 3 期。

[15] 吕文栋、刘巍、何威风:《管理者异质性与企业风险承担》,《中国软科学》,2015 年第 12 期。

[16] 马克斯·韦伯:《新教伦理与资本主义精神》,陈平译,陕西师范大学出版社,2007 年版。

[17] 毛其淋、许家云:《政府补贴,异质性与企业风险承担》,《经济学》(季刊),2016 年第 4 期。

[18] 庞明、王梦鸽:《基于产融结合的我国能源企业绩效研究》,《经济问题》,2016 年第 9 期。

[19] 曲进、高升好:《银行与企业关联提升抑或降低了企业投资效率?》,《数量经济技术经济研究》,2015

年第1期。

[20] 谭小芳、郭蕾、胡媛媛：《国有上市公司产融结合的有效性研究》，《宏观经济研究》，2016年第10期。

[21] 童盼、陆正飞：《负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据》，《经济研究》，2005年第5期。

[22] 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》，《南开管理评论》，2015年第2期。

[23] 王爱东、李果：《不同行业视角下产融结合效率的实证分析》，《统计与决策》，2017年第9期。

[24] 王超恩、张瑞君、徐鑫：《集团财务公司效率与企业创新》，《管理科学》，2016年第1期。

[25] 王红建、李茫茫、汤泰劼：《实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响》，《中国工业经济》，2016年第11期。

[26] 王菁华、茅宁：《企业风险承担研究述评及展望》，《外国经济与管理》，2015年第12期。

[27] 王菁华、茅宁、王杉：《宗教传统会促进企业风险承担吗？——基于组织成熟度的调节作用检验》，《商业经济与管理》，2017年第9期。

[28] 文雯：《董事高管责任保险与企业风险承担》，《山西财经大学学报》，2017年第8期。

[29] 夏子航、马忠、陈登彪：《债务分布与企业风险承担——基于投资效率的中介效应检验》，《南开管理评论》，2015年第6期。

[30] 解维敏：《参股保险业与企业融资约束的关系研究——基于我国上市公司的实证研究》，《保险研究》，2013年第5期。

[31] 易兰广：《基于 Malmquist 指数的中国企业集团产融结合效率评价》，《云南财经大学学报》，2016年第4期。

[32] 于泽、陆怡舟、王闻达：《货币政策执行模

式，金融错配与我国企业投资约束》，《管理世界》，2015年第9期。

[33] 余明桂、李文贵、潘红波：《民营化，产权保护与企业风险承担》，《经济研究》，2013年第9期。

[34] 余明桂、李文贵、潘红波：《管理者过度自信与企业风险承担》，《金融研究》，2013年第1期。

[35] 曾海舰、林灵：《企业如何获取融资便利？——来自上市公司持股非上市银行的经验证据》，《经济学》（季刊），2015年第4期。

[36] 翟胜宝、易早琴、郑洁、唐玮、曹学勤：《银企关系与企业投资效率——基于我国民营上市公司的经验证据》，《会计研究》，2014年第4期。

[37] 张庆亮、孙景同：《我国产融结合有效性的企业绩效分析》，《中国工业经济》，2007年第7期。

[38] 张瑞君、李小荣、许年行：《货币薪酬能激励高管承担风险吗》，《经济理论与经济管理》，2013年第8期。

[39] 周彬蕊、刘锡良、张琳：《货币政策冲击、金融市场化改革与企业风险承担》，《世界经济》，2017年第10期。

[40] 朱玉杰、倪骁然：《机构投资者持股与企业风险承担》，《投资研究》，2014年第8期。

[41] 祝继高、叶康涛、严冬：《女性董事的风险规避与企业投资行为研究——基于金融危机的视角》，《财贸经济》，2012年第4期。

[42] Acemoglu, D., & Zilibotti, F. 1997. Was Prometheus unbound by chance? Risk, diversification, and growth. *Journal of Political Economy*, 105 (4), 709-751.

[43] Acharya, V., Amihud, Y., & Litov, L. 2011. Creditor rights and corporate risk - taking. *Journal of Financial Economics*, 102 (1), 150-166.

[44] Acharya, V., & Subramanian, K. V. 2009. Bankruptcy codes and innovation. *The Review of Financial Studies*, 22 (12), 4949-4988.

- [45] Adhikari, B. K. , & Agrawal, A. 2016. Religion, gambling attitudes and corporate innovation. *Journal of Corporate Finance*, 37, 229–248.
- [46] Baker, M. , & Wurgler, J. 2011. *Behavioral corporate finance: An updated survey*. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1918663>.
- [47] Barger, L. , Lehn, K. M. , & Zutter, C. J. 2010. Sarbanes–Oxley and corporate risk-taking. *Journal of Accounting and Economics*, 49 (1), 34–52.
- [48] Barro, R. J. , & McCleary, R. M. 2003. Religion and economic growth across countries. *American Sociological Review*, 68 (5), 760–781.
- [49] Baumol, W. J. , Litan, R. E. , & Schramm, C. J. 2007. *Good capitalism, bad capitalism, and the economics of growth and prosperity*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=985843> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.985843>.
- [50] Baxamusa, M. , & Jalal, A. 2016. CEO's religious affiliation and managerial conservatism. *Financial Management*, 45 (1), 67–104.
- [51] Borghans, L. , Heckman, J. , Golsteyn, B. H. , & Meijers, H. 2009. Gender differences in risk aversion and ambiguity aversion. *Journal of the European Economic Association*, 7 (2–3), 649–658.
- [52] Boubakri, N. , Cosset, J. C. , & Saffar, W. 2013. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization. *Journal of Financial Economics*, 108 (3), 641–658.
- [53] Brammer, S. , Williams, G. , & Zinkin, J. 2007. Religion and attitudes to corporate social responsibility in a large cross-country sample. *Journal of Business Ethics*, 71 (3), 229–243.
- [54] Bruno, V. , & Shin, H. S. 2014. Globalization of corporate risk taking. *Journal of International Business Studies*, 45 (7), 800–820.
- [55] Callen, J. L. , & Fang, X. 2015. Religion and stock price crash risk. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 50 (1–2), 169–195.
- [56] Chava, S. , & Roberts, M. R. 2008. How does financing impact investment? The role of debt covenants. *The Journal of Finance*, 63 (5), 2085–2121.
- [57] Chen, C. R. , & Steiner, T. L. 1999. Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *Financial Review*, 34 (1), 119–136.
- [58] Chen, Y. , Podolski, E. J. , Rhee, S. G. , & Veeraraghavan, M. 2014. Local gambling preferences and corporate innovative success. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49 (1), 77–106.
- [59] Cheng, S. 2008. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of financial economics*, 87 (1), 157–176.
- [60] Chintrakarn, P. , Jiraporn, P. , & Tong, S. 2015. How do powerful CEOs view corporate risk-taking? Evidence from the CEO pay slice (CPS). *Applied Economics Letters*, 22 (2), 104–109.
- [61] Coles, J. L. , Daniel, N. D. , & Naveen, L. 2006. Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79 (2), 431–468.
- [62] Covin, J. G. , & Slevin, D. P. 1989. Strategic management of small firms in hostile and benign environments. *Strategic Management Journal*, 10 (1), 75–87.
- [63] Dyreng, S. D. , Mayew, W. J. , & Williams, C. D. 2012. Religious social norms and corporate financial reporting. *Social Science Electronic Publishing*, 39 (7–8), 845–875.

- [64] Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. 2016. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209.
- [65] Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. 2011. Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *The Review of Financial Studies*, 24 (11), 3601-3641.
- [66] Hilary, G., & Hui, K. W. 2009. Does religion matter in corporate decision making in America? *Journal of Financial Economics*, 93 (3), 455-473.
- [67] Jiraporn, P., Chatjuthamard, P., Tong, S., & Kim Y. S. 2015. Does corporate governance influence corporate risk-taking? Evidence from the Institutional Shareholders Services (ISS). *Finance Research Letters*, 13, 105-112.
- [68] John, K., Litov, L., & Yeung, B. 2008. Corporate governance and risk-taking. *The Journal of Finance*, 63 (4), 1679-1728.
- [69] Karuna, C. 2007. Industry product market competition and managerial incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 43 (2), 275-297.
- [70] Kumar, A., Page, J. K., & Spalt, O. G. 2011. Religious beliefs, gambling attitudes, and financial market outcomes. *Journal of Financial Economics*, 102 (3), 671-708.
- [71] Lennox, C. S., Francis, J. R., & Wang, Z. 2012. Selection models in accounting research. *The Accounting Review*, 87 (2), 589-616.
- [72] Li, J., & Tang, Y. I. 2010. CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion. *Academy of Management Journal*, 53 (1), 45-68.
- [73] Li, K., Griffin, D., Yue, H., & Zhao, L. 2013. How does culture influence corporate risk-taking? *Journal of Corporate Finance*, 23, 1-22.
- [74] Liu, X., & Jiang, S. 2016. Bank equity connections, intellectual property protection and enterprise innovation—A bank ownership perspective. *China Journal of Accounting Research*, 9 (3), 207-233.
- [75] Low, A. 2009. Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 92 (3), 470-490.
- [76] Lu, Z., Zhu, J., & Zhang, W. 2012. Bank discrimination, holding bank ownership, and economic consequences: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 36 (2), 341-354.
- [77] McLean, R. D., & Zhao, M. 2014. The business cycle, investor sentiment, and costly external finance. *The Journal of Finance*, 69 (3), 1377-1409.
- [78] Mishra, D. R. 2011. Multiple large shareholders and corporate risk taking: Evidence from East Asia. *Corporate Governance: An International Review*, 19 (6), 507-528.
- [79] Nalebuff, B. J., & Stiglitz, J. E. 1983. Information, competition, and markets. *The American Economic Review*, 73 (2), 278-283.
- [80] Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. 2009. Creditor control rights and firm investment policy. *Journal of Financial Economics*, 92 (3), 400-420.
- [81] Paligorova, T. 2010. Corporate risk taking and ownership structure. *Bank of Canada Working Paper*.
- [82] Powell, M., & Ansic, D. 1997. Gender differences in risk behaviour in financial decision-making: An experimental analysis. *Journal of Economic Psychology*, 18 (6), 605-628.
- [83] Rajgopal, S., & Shevlin, T. 2002. Empirical evidence on the relation between stock option compensation

and risk taking. *Journal of Accounting and Economics*, 33 (2), 145–171.

[84] Roussanov, N., & Savor, P. 2014. Marriage and managers' attitudes to risk. *Management Science*, 60 (10), 2496–2508.

[85] Schmidt, K. M. 1997. Managerial incentives and product market competition. *The Review of Economic Studies*, 64 (2), 191–213.

[86] Schoder, C. 2013. Credit vs. demand constraints: The determinants of US firm-level investment over the business cycles from 1977 to 2011. *The North American Journal of Economics and Finance*, 26, 1–27.

[87] Shu, T., Sulaeman, J., & Yeung, P. E. 2012. Local religious beliefs and mutual fund risk-taking behaviors. *Management Science*, 58 (10), 1779–1796.

[88] Wang, C. J. 2012. Board size and firm risk-taking. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38 (4), 519–542.

[89] Watson, J., & McNaughton, M. 2007. Gender

differences in risk aversion and expected retirement benefits.

Financial Analysts Journal, 63 (4), 52–62.

[90] Wright, P., Ferris, S. P., Sarin, A., & Awasthi, V. 1996. Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking. *Academy of Management Journal*, 39 (2), 441–458.

[91] Xu, L., & Xin, Y. 2017. Thorny roses: The motivations and economic consequences of holding equity stakes in financial institutions for China's listed nonfinancial firms. *China Journal of Accounting Research*, 10 (2), 105–125.

[92] Zhai, S., Xie, L., & Zhang, S. 2017. Bank connections and corporate risk-taking: Evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 24 (1–2), 183–194.

[93] Zhu, S., Chen, G., & Du, W. 2014. Shareholdings in financial institutions, financing constraints, and cash reserves. *China Accounting and Finance Review*, 3 (16), 1–66.