

党组织参与治理对 上市公司风险承担的影响

李明辉 程海艳*

摘要: 本文利用我国 A 股非金融类上市公司 2009—2017 年数据,以“双向进入”和“交叉任职”两个指标衡量党组织参与公司治理的情况,进而检验其对上市公司风险承担的影响。结果表明,“双向进入”和“交叉任职”均会显著抑制企业风险承担,但上述抑制作用仅存在于企业风险承担水平较高之时;当企业风险承担处于较低水平时,党组织治理并不会抑制企业适当提高其风险承担。研究还发现,无论是在国有企业还是非国有企业中,党组织参与治理都对风险承担具有抑制作用,“交叉任职”在非国有企业中的作用甚至强于国有企业。本文提供了政治治理对企业风险承担影响的经验证据,并有助于从风险承担行为的角度进一步理解和认识党组织参与治理的后果。

关键词: 政治治理; 风险承担; 双向进入; 交叉任职

一、引言

风险承担水平反映了企业对市场机会或超额收益的偏好程度,是企业在面对未来收益不确定性时的一种选择。一般认为,较高的企业风险承担水平意味着管理层较少放弃净现值为正的风险性投资机会,因而有助于提高股东财富(李文贵、余明桂,2012);企业风险承担水平过低,表明管理层可能为了自身私利而放弃了那些能提高公司价值的项目,因而是代理成本的一种体现。一些文献发现,适度的风险承担有助于推动企业创新(Kraiczy et al., 2015)、提升企业资源配置效率(Boubakri et al., 2013)、促进社会经济可持续增长(John et al., 2008)。然而,凡事皆有度。过高的风险承担水平也意味着企业在资本化投资、研发创新方面支出过高(Bargeron et al., 2010),而将过多资金投向高风险项目容易给企业带来高度不确定的后果,引发财务困境,并会损害企业未来经营绩效和公司价值。尤其是在金融危机或经济下行期,过高的风险承担水平不仅会威胁企业的稳定发展,而且可能给资本市场和社会经济发展埋下隐患(Minton et al., 2014)。从代理的角度,过高的风险承担会损害债

* 李明辉,南京大学商学院,邮政编码: 210093,电子信箱: xdlmh@163.com; 程海艳,南京大学商学院,邮政编码: 210093,贵州财经大学会计学院,邮政编码: 550025,电子信箱: chy.in2008@163.com。

本文是江苏高校哲学社会科学研究重点项目“企业党建对上市公司财务、会计行为的影响”(项目批准号: 2017ZDIXM069)、国家自然科学基金青年项目“审计师对客户税收激进度的反应”(项目批准号: 71602047)的阶段性成果。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

权人利益(Jensen and Meckling, 1976) ,自由现金流过度投资问题还是管理层与投资者之间代理问题的反映(Richardson, 2006) ,并可能成为控股股东侵占企业现金流的手段(俞红海等 2010) 。因此,过度的风险承担同样不利于企业成长,甚至有害于企业价值(董保宝, 2014) 。

党组织参与公司治理是中国特色现代企业制度的重要组成部分。党组织参与治理不仅是一种形式上的要求,而且会对公司生产经营活动产生重大影响,尤其是党组织成员通过“双向进入、交叉任职”方式参与公司治理,将通过董事会等治理机制、决策机制直接影响公司的生产经营决策,包括企业投资等战略的制定和实施、相关风险管理和内部控制制度的建立与维持,等等。风险承担决策是公司重要的战略决策,直接关系到公司目标的实现和经营绩效的高低,且很大程度上会受到董事会、高管层的影响。那么,党组织参与治理究竟是促进公司承担更多的风险,还是会抑制公司的风险承担呢? 据我们的检索,尚未发现有公开文献对此加以研究。因此,本文利用 2009—2017 年我国沪深 A 股非金融类上市公司数据,实证考察党组织通过“双向进入、交叉任职”方式参与治理对企业风险承担的影响。

本文从如下方面进一步推进了现有文献:(1) 从风险承担的视角提供了党组织参与公司治理后果的经验证据,这一研究不仅可以进一步从风险承担的角度拓展党组织参与治理与企业行为之间关系的研究,而且有助于更全面、客观地评价党组织参与治理制度。(2) 已有关于公司治理对企业风险承担影响的文献多侧重于董事会、管理层激励等制度,较少涉及政治治理。本文从党组织参与治理的角度研究政治治理对上市公司风险承担的影响,可以为理解公司风险承担的影响因素提供新的视角。(3) 已有文献往往将较低的风险承担看作代理成本的体现,但风险承担并非绝对的好或坏,而是有一个度的问题,过低的风险承担可能意味着代理问题,但过高的风险承担不仅可能给企业带来巨大损失,并且也可能与代理问题相联系。本文在检验党组织参与治理对企业风险承担的影响后,进一步考察了不同风险承担水平下党组织参与治理的作用,并发现,党组织参与治理对企业风险承担的抑制作用仅存在于企业风险承担水平较高情况下。这一发现有助于更全面、客观地理解企业风险承担行为以及党组织参与治理在其中的作用。

二、文献回顾

(一) 相关文献综述

与本文相关的文献包括如下方面:

1. 管理层的风险偏好

企业风险承担很大程度上与管理层的风险偏好有关。对于管理层风险偏好,现有文献存在两种不同观点:一种观点认为,管理者具有风险规避的动机。为了保持自身声誉、对外昭示其优秀的管理能力、降低被解雇的风险,管理层会倾向选择那些风险低、成功率高的投资项目,而放弃净现值为正的高风险项目,以保持较高的投资成功率,这将导致企业风险承担水平较低(John et al., 2008; Kempf et al., 2009) 。在这一观点下,较低的企业风险承担水平意味着较高的代理成本,风险回避策略虽有助于保持管理者的个人地位及财富的稳定性,但却会降低公司价值(Wright et al., 1996) 。另一种观点则认为,在两权分离情况下,管

理层具有扩张企业规模、构建经理帝国的动机,他们有动力进行过度投资从而加剧企业风险(Jensen, 1986)。尤其当股权较为分散时,股东与管理层之间的利益分歧更为严重,缺乏有效监督的管理层容易低估投资项目的风险性和不确定性,偏离理性投资轨道,从而导致过度投资(Faccio et al., 2011)。在现金流权和控制权分离的情况下,控股股东也会为了私利而促使企业进行过度投资,导致公司承担巨大风险(俞红海等, 2010)。根据这一观点,过高的风险承担反映了管理层和大股东的代理问题。由此可见,同样是基于代理理论,相关文献对于管理层究竟是偏好风险还是厌恶风险,存在截然不同的观点。管理层对风险的偏好既与其经济动因有关,也与其个人特质有关,一些文献研究了管理层过度自信(余明桂等, 2013a)等特征对企业风险承担水平的影响。

2. 公司治理与企业风险承担

与管理层风险偏好的不同理论相对应,对于公司治理与企业风险承担之间关系,亦存在两种不同观点:一种观点认为,有效的公司治理能够抑制管理层的短视行为,促使公司提高风险承担水平(John et al., 2008; 解维敏、唐清泉, 2013; 宋建波等, 2018),尤其是正确的股权激励(李小荣、张瑞君, 2014)和晋升激励(Kini and Williams, 2012; 张洪辉、章琳一, 2016)等治理机制一定程度上可以提高管理层的风险偏好,促使其实施更多的风险性投资;另一种观点认为,既然过高的风险承担意味着代理问题并可能造成企业重大损失,那么,能够抑制代理问题的治理机制,如法律制度、管理层激励、独立董事等,将会抑制企业承担过高的风险(Bargeron et al., 2010; Cohen et al., 2013)。值得指出的是,有文献发现股权激励等治理机制与企业风险承担水平呈非线性关系(李小荣、张瑞君, 2014),这或许意味着企业风险可能未必越高越好。

3. 政府干预与企业风险承担

一些文献研究了政府干预对企业风险承担的影响,并发现政府干预会降低企业风险承担水平。其原因在于政府不希望企业承担过高风险,因为这不利于国有企业政治目标和社会稳定功能的实现(李文贵、余明桂, 2012),而国有企业中的政治晋升激励也会弱化激励考核与企业效益的联系,从而降低管理层的风险偏好(Boubakri et al., 2013)。

4. 党组织参与治理的后果

一些学者研究了党组织参与治理的后果,且多数文献发现,党组织参与治理一定程度上能提高公司治理水平,包括提高董事会治理效率(马连福等, 2012)、有助于保护国有资产利益(陈仕华、卢昌崇, 2014)、促进企业社会责任的履行(王舒扬等, 2019),等等。但是,也有文献发现党组织参与治理会导致冗余雇员等代理问题(马连福等, 2013)。

(二) 对相关文献的总结与评价

从以上分析可以看出,企业风险承担是利是弊、有效的公司治理机制究竟是促进还是抑制企业风险承担,现有文献存在不同观点,实证结果亦很不一致。但现有文献主要从投资者保护制度、股权激励、董事会特征等角度考察相关治理机制对风险承担的作用,而较少从政治治理的角度研究。事实上,作为我国公司治理的鲜明特征之一,党组织通过“双向进入、交叉任职”等制度参与公司治理,将对企业生产经营决策产生重要影响,并可能影响企业的风险承担水平。因此,本文可以为企业风险承担相关研究提供新的视角,并从企业风险承担的角度进一步加深对党组织参与治理后果的了解。

三、理论分析及假说提出

(一) 企业风险承担: 利乎 弊乎?

由上分析可见,对于企业风险承担究竟是利是弊,存在截然不同的观点:一种观点认为,较低的风险承担水平是管理层为追求自身私利而不愿意承担风险所导致的,是代理问题的体现,不利于企业价值的实现;而较高的风险承担水平有助于企业把握投资机会、获取超额利润,并有助于提高企业绩效和价值(Wright et al., 1996; John et al., 2008; Habib and Hasan, 2017; 李文贵、余明桂, 2012)。基于此观点,公司治理机制的完善将会抑制管理层的风险规避行为、提高企业风险承担水平(解维敏、唐清泉, 2013; 宋建波等, 2018)。另一种观点则认为,过高的风险承担是由管理层自利行为和不恰当的激励机制所导致的,过高的风险承担往往意味着管理层或大股东存在过度投资行为,这不仅是管理层追求建立“经理王国”等代理问题的体现(Jensen, 1986; 俞红海等, 2010),而且会损害投资者和债权人的利益(Jensen and Meckling, 1976),并对公司未来业绩具有负面影响(Habib and Hasan, 2017),严重时会导致企业发生经营危机甚至破产的可能性。还有观点认为,适度而不是过度的风险承担更有助于提高公司价值。如董保宝(2014)调查发现,新企业的风险承担与绩效呈倒U型关系,这表明,过度规避风险和过度承担风险都会导致企业绩效降低,企业应当对风险加以平衡。

对此,我们认为,一方面企业风险承担的利弊要结合具体环境来判断,风险承担水平并非简单的越高越好。在公司治理机制较完善的情况下,企业在风险偏好内进行能提高公司价值的风险性投资,对公司和投资者都是有利的,此时,企业风险承担具有正面性;但是,若缺乏有效的公司治理机制,过多的高风险投资可能成为管理层盲目扩大规模、大股东侵占公司资源的手段,并将损害企业价值。除公司治理外,企业风险承担的利弊还要结合企业所处的宏观环境来判断。在经济下行背景下,企业所面临的投融资政策环境不确定性增加,企业大量投资于高风险项目可能会使其陷入盲目扩张和决策失败的困境;而选择较稳健的投资策略、保持相对稳健的风险承担水平,则有助于企业规避需求不确定所带来的风险、降低经营风险。Minton等(2014)发现,金融危机发生前财务专长独立董事促使美国银行提高风险承担水平,但在金融危机发生后,上述促进作用却对银行绩效造成了负面影响。风险承担对公司未来经营绩效的影响还与企业生命周期有关,Habib和Hasan(2017)发现,在进入期和衰退期,过高的风险承担水平将对公司未来绩效产生负面影响。因此,并非在所有情形下,高风险承担都是有利的。另一方面企业风险承担有一个度的问题。企业风险承担必须与其风险偏好、风险容忍度相适应,并且应当有健全的内部控制及风险管理机制做支撑。企业将过多资源投资于高风险领域和项目,虽然可能会带来较高收益,但也意味着投资失败的可能性和未来业绩的不确定性大大增加;管理层采取较为保守的投资策略,虽然企业可能会损失掉一些价值增长机会,但也可以避免异常的损失。无数的案例表明,经风险调整的稳定的收益要比波动剧烈的收益更为可靠。在用代理理论分析企业的风险承担行为时,需要注意,代理成本不仅包括股权代理成本,而且包括债权代理成本,因此,企业的风险承担决策,不仅应考虑股东财富,还要考虑债权人利益,过度的风险承担会提高企业的债务违约风险,这也会降低公司价值(Jensen and Meckling, 1976; Kuang and Qin, 2013)。Kuang和Qin(2013)发现,当管理层的个人财富与公司风险相关联时,为了获取更高的个人财富,管理层

会选择那些可能提高财务报告与业绩波动性的投资策略,这将提高公司未来的违约风险。值得注意的是,Palmer和Wiseman(1999)指出,管理层风险承担与组织风险承担是两个不同的概念,管理层风险是管理层在资源分配上采用更为积极的战略选择所导致的不确定性,组织风险则是组织在收入方面的不确定性,且收入不确定性总体上会对企业产生负面影响。现有文献中所度量的企业风险承担主要是组织风险,这意味着,过高的风险承担可能对企业是不利的。综上,应当辩证地看待企业的风险承担行为。尽管过低的风险承担可能意味着管理层存在偷懒等代理问题,但过高的企业风险承担更意味着企业经营的重大不确定性,并且也存在代理问题,尤其在经济新常态、对管理层缺乏有效约束的环境下,过高的企业风险承担水平更多的是一种负面行为。适度的风险承担,可能更有助于提高公司价值。

(二) 党组织参与治理对企业风险承担水平的影响

党组织参与治理将从如下方面影响企业风险承担水平:

1. 政绩观。党和政府不太愿意辖区内企业承担过高风险,以免在不利情况下遭受重大损失,影响企业和社会的稳定。党组织成员参与董事会、监事会,担任高级管理人员甚至担任董事长等关键职位时,一方面他们有义务促进企业稳健经营、避免承担过高的风险,以促进党和政府相关政治、社会目标的实现;另一方面他们也有动力促使企业保持稳定。因为,就“双向进入、交叉任职”的国有企业领导而言,激励机制并不只限于薪酬等货币性经济激励,政治激励也很重要。作为党管理的干部,他们会追求政治上的激励,如职位晋升、党内荣誉等。在某种程度上,政治激励对国有企业领导的影响可能远远超过显性的货币激励。而在“党管干部”制度下,党的组织部门对国有企业领导人的考核并不只关注经济绩效,而是会综合考虑社会稳定等方面的绩效,因此,过高的风险承担并不利于其个人政治目标的实现。当政治激励部分地取代货币激励后,薪酬对企业风险承担的正向激励效应将会降低。因此,“双向进入、交叉任职”的国有企业领导对政治目标的追求会降低其通过提高风险承担来实现经济激励的动机。在非国有企业中,对于那些参与公司治理的党组织成员而言,尽管他们缺少国有企业中的政治晋升动机,但仍有义务保证企业稳定、降低企业经营的不确定性,以免造成企业和社会动荡,否则,他们将会受到上级党组织的批评,并可能会对企业获取相关荣誉和资源产生负面影响。因此,无论是国有企业还是非国有企业,党组织参与治理都会降低企业风险承担的动机。

2. 抑制管理层由于过度风险承担行为而带来的在职消费等好处,从而降低风险承担的动力。过度投资有助于管理层建造“经理帝国”、扩大其在职消费的范围。党组织参与治理,将在一定程度上限制管理层在职消费,尤其是近年来,“八项规定”等一系列措施的实施极大地抑制了党员干部在职消费的行为。党组织参与治理的企业能更及时、完整地了解企业上级党组织相关政策、精神,也面临着更严格的监督检查,故在落实相关政策方面更为到位,管理层通过投资于高风险项目来提高在职消费的动机被进一步削弱。

3. 提高风险承担的成本。较高的法律责任和实施成本是抑制公司风险承受的重要原因(Bargeron et al., 2010)。党组织参与治理将会提高国有企业领导投资失败的声誉成本。因为此时投资失败的影响将不再仅限于企业内部,对相关领导的党内声誉也会有所影响。兼具企业董事、监事、高级管理人员和党员干部身份的国有企业领导因不当投资造成国有资产损失或其他严重不良后果时,不仅会遭受相关的责任追究处理(包括重大决策终身责任追究)

究) ,而且会影响其政治前途。出于规避责任的动机,“双向进入、交叉任职”的党组织成员主观上不愿意承担风险或为他人的冒险行为买单,因而总体倾向于风险规避。对非国有企业而言,党组织参与治理时,相关企业领导也会考虑冒险经营带来的不利后果,尽管他们一般不存在政治晋升的机会,但党内评价对其依然有重要影响,重大经营失败会使其失去担任人大代表、政协委员以及工商联等人民团体中职位的机会。

4. 企业战略、风险偏好及重大投资经营决策程序。党组织成员通过“双向进入、交叉任职”进入公司董事会,将通过促进企业确定合理的风险偏好、建立良好的企业文化、加强企业内部控制与风险管理制度建设等手段来推动企业将风险承担维持在合理的水平以内。党组织参与治理还会通过决策程序来影响风险承担水平:一方面其增加了管理层、董事会与党委之间的沟通和协调成本,提高了高风险投资项目相关议案获得通过的难度,有助于降低管理层进行高风险投资与经营行为的可能性;另一方面党组织参与治理更强调党组织对企业经营行为的集体决策,这将会限制管理层的自由裁量权,并降低管理者个人对企业风险的影响,有助于抑制管理层过度自信等因素导致的过度风险承担行为。

综上,尽管公司治理对企业风险承担的影响存在不同理论,但就党组织参与治理这种特殊治理机制而言,其会通过影响风险承担的收益、成本、企业风险偏好的确定及决策程序等途径抑制企业过度的风险承担。参与治理的党组织成员会利用其对企业决策的参与度和影响力,促使企业选择风险相对较小的投资项目以规避风险,从而降低企业风险承担水平。故提出如下假说:

H1: 其他条件不变,党组织参与治理与上市公司风险承担呈负向关系。

(三) 不同风险承担水平下党组织参与治理的作用

适度的风险承担可能是有利的。当企业风险承担水平较高时,企业经营波动性较大,且过高的风险承担意味着企业可能存在过度投资等非理性行为,这将增加企业破产的可能性,从而影响企业稳定。此时出于维护社会稳定等目的,党组织参与治理会抑制企业继续提高其风险承担水平,以防止企业因过度承担风险而陷于经营危机。党组织虽然注重政治目标,但是,并非完全不考虑经济目标,企业风险承担处于较低水平意味着企业业绩也处于较低水平,此时,管理者如果一味地放弃投资高风险项目,将不利于企业核心竞争力和长期业绩的增长。相反,企业适当投资于一些风险性项目,虽然提高了企业风险承担水平,但并不会给企业造成重大损失,反而意味着管理层过度规避风险的代理问题的缓解,而这种风险承担水平的适度提高将有助于提高公司绩效和价值。在此情况下,参与治理的党组织成员,虽然不一定会促进企业风险承担水平的提高,但也不会进一步抑制企业风险的承担。因此,我们认为,党组织参与治理对企业风险承担的抑制作用更多地体现在风险承担水平较高的企业中,换言之,党组织参与治理会促使企业采取适度的风险承担策略,避免过高或过低承担风险。故提出如下假说:

H2: 党组织参与治理对风险承担水平的抑制作用仅存在于风险承担水平较高的企业中。

四、研究设计

(一) 主要变量

1. 企业风险承担(CRT)的度量。参考现有文献(John et al., 2008; 余明桂等, 2013b; 李小

荣、张瑞君 2014) 本文采用以下两种指标衡量公司风险承担: (1) $CRT1$: 经行业和年度均值调整后的资产收益率(ROA) 的波动性; (2) $CRT2$: 在观测时段(3 年) 内, 经行业和年度均值调整后 ROA 最大值与最小值之间的差额。

2. 党组织参与治理($PARTY$) 的度量。本文用“双向进入”“交叉任职”指标衡量党组织参与治理。根据 2004 年 10 月《中共中央组织部、国务院国资委党委关于加强和改进中央企业党建工作的意见》(中办发 2004 [31] 号) , 本文将“双向进入”($PARCG$) 定义为, 若有党组织成员同时也是董事、监事或高级管理人员, $PARCG$ 取值为 1, 否则取值为 0 “交叉任职”($PARCR$) 定义为, 若党委书记同时担任公司董事长, 或在董事长兼任党委副书记时由副董事长兼任党委书记, $PARCR$ 取值为 1, 否则取值为 0。

(二) 模型设定及估计方法

本文采用模型(1) 考察“双向进入、交叉任职”对公司风险承担的影响。

$$CRT_{it} = \beta_0 + \beta_1 PARTY_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 INDEP_{it} + \beta_9 DUAL_{it} + \beta_{10} TOP5_{it} + \beta_{11} SOE_{it} + YEAR \& IND + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

(1) 式中: 被解释变量 CRT 为企业风险承担水平, 包括 $CRT1$ 和 $CRT2$; $PARTY$ 为解释变量, 包括“双向进入”($PARCG$) 和“交叉任职”($PARCR$)。本文控制了其他可能影响企业风险承担的因素, 包括公司规模($SIZE$)、财务杠杆(LEV)、盈利能力(ROA)、成长性($GROWTH$)、上市年限(AGE)、董事会规模($BOARD$)、董事会独立性($INDEP$)、两职合一($DUAL$)、股权集中度($TOP5$)、产权性质(SOE) 以及年度($YEAR$)、行业(IND)。

其他变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 其他变量定义

变量符号	变量含义	具体定义
$SIZE$	公司规模	年末资产总额的自然对数值
LEV	财务杠杆	年末负债总额/年末资产总额
ROA	盈利能力	年息税前利润/年末资产总额
$GROWTH$	成长性	(本年销售收入-上年销售收入) / 上年销售收入
AGE	上市年限	上市年限(IPO 所属年份距离会计期间年份年数) 的自然对数
$BOARD$	董事会规模	董事会人数的自然对数
$INDEP$	董事会独立性	独立董事占董事会人数的比重(小数)
$DUAL$	两职合一	虚拟变量, 若董事长与总理由同一人担任, 取值为 1, 否则取值为 0
$TOP5$	股权集中度	前五大股东持股比例之和(小数)
SOE	产权性质	虚拟变量, 若为国有控股企业取值为 1, 否则取值为 0
$YEAR$	年度	虚拟变量, 依据样本所在年份设定
IND	行业	虚拟变量, 根据中国证券监督管理委员会《上市公司行业分类指引》(2012 年修订) 定义, 其中, 制造业细化到二级分类

(三) 样本及数据来源

本文以 2007—2017 年度沪深 A 股上市公司作为初始样本。由于计算 ROA 的波动时要求观测期至少连续 3 年, 故实际样本区间为 2009—2017 年。初始样本共有 25 789 个, 在依次剔除金融类公司、当年新上市公司、关键数据缺失样本后, 剩下 17 971 个样本用于检验。

上市公司风险承担数据、高级管理人员信息及主要财务数据均来自国泰安金融数据库($CSMAR$), 党组织参与治理相关信息经查阅公司年报、企业官方网站等方式手工逐条收集

整理。为消除异常值的影响,本文对所有连续变量在上下 1%位置进行了缩尾处理。

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计和差异性分析

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果。可以看出,企业风险承担指标 *CRT1* 均值为 0.046,中位数为 0.020;*CRT2* 均值为 0.100,中位数为 0.056。“双向进入”(*PARCG*) 均值为 0.291,表明约 29.1%的样本存在党组织成员同时兼任董事、监事或高级管理人员“交叉任职”(*PARCR*) 均值为 0.127,表明约 12.7%的样本董事长兼任党委书记,或者董事长兼任党委副书记而副董事长兼任党委书记。

本文按照“双向进入”(*PARCG*)、“交叉任职”(*PARCR*) 分组考察了关键连续变量的组间差异,结果发现,“双向进入”“交叉任职”公司的风险承担水平显著更低,表明党组织参与治理的企业风险承担水平相对更低。^①此外,卡方检验结果表明,无论是“双向进入”还是“交叉任职”,国有企业的实施比例均显著高于非国有企业,这与非国有企业中“双向进入、交叉任职”的强制性较低有关。

表 2		描述性统计				
变量	观察值	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>CRT1</i>	17 971	0.046	0.020	0.000	0.559	0.076
<i>CRT2</i>	17 971	0.100	0.056	0.004	1.140	0.146
<i>PARCG</i>	17 971	0.291	0	0	1	0.454
<i>PARCR</i>	17 971	0.127	0	0	1	0.333
<i>SIZE</i>	17 971	22.110	21.960	19.290	26.000	1.294
<i>LEV</i>	17 971	0.463	0.459	0.056	0.989	0.216
<i>ROA</i>	17 971	0.034	0.032	-0.214	0.195	0.057
<i>GROWTH</i>	17 971	0.219	0.111	-0.608	4.345	0.602
<i>AGE</i>	17 971	2.300	2.485	1.099	3.219	0.619
<i>BOARD</i>	17 971	2.262	2.303	1.792	2.773	0.179
<i>INDEP</i>	17 971	0.372	0.333	0.300	0.571	0.053
<i>DUAL</i>	17 971	0.224	0	0	1	0.417
<i>TOP5</i>	17 971	0.348	0.337	0.016	0.840	0.208
<i>SOE</i>	17 971	0.455	0	0	1	0.498

(二) 相关性分析

相关性分析结果表明,“双向进入”“交叉任职”均与企业风险承担水平呈显著负相关,表明党组织参与治理有助于抑制企业风险承担,这与 H1 一致。从相关系数矩阵还可以看到,控制变量之间相关系数的绝对值均不超过 0.60,此外,在回归分析中,本文计算了各个变量的 VIF(方差膨胀因子),结果发现各变量的 VIF 值均小于 10,说明变量之间不存在严重的多重共线性问题。

(三) 多元回归分析

表 3 报告了党组织参与治理对企业风险承担的影响。可以看出,在控制相关因素后,

^①由于篇幅的限制,本文略去了差异性分析、卡方检验、相关性分析以及稳健性检验表格。此外,除假说 1 检验结果外,控制变量的估计系数未列出。

PARCG、*PARCR* 与 *CRT* 均呈显著负向关系,因此,无论是“双向进入”还是“交叉任职”,都有助于抑制公司承担过高的风险。假说 H1 得到支持。

表 3 党组织参与治理对企业风险承担的影响(假说 1 检验结果)

变量	<i>CRT1</i>		<i>CRT2</i>	
	(1)	(2)	(1)	(2)
	<i>PARCG</i>	<i>PARCR</i>	<i>PARCG</i>	<i>PARCR</i>
<i>PARTY</i>	-0.004 *** (-2.753)	-0.005 *** (-2.722)	-0.010 *** (-2.915)	-0.012 *** (-2.892)
<i>SIZE</i>	-0.012 *** (-11.780)	-0.012 *** (-11.756)	-0.026 *** (-11.056)	-0.026 *** (-11.028)
<i>LEV</i>	0.043 *** (6.156)	0.042 *** (6.134)	0.094 *** (6.085)	0.093 *** (6.062)
<i>ROA</i>	-0.111 *** (-5.689)	-0.111 *** (-5.702)	-0.161 *** (-4.338)	-0.161 *** (-4.353)
<i>GROWTH</i>	0.007 *** (5.108)	0.007 *** (5.143)	0.015 *** (5.234)	0.015 *** (5.274)
<i>AGE</i>	0.011 *** (8.410)	0.011 *** (8.276)	0.026 *** (8.904)	0.025 *** (8.755)
<i>BOARD</i>	0.001 (0.120)	0.000 (0.008)	-0.003 (-0.284)	-0.004 (-0.406)
<i>INDEP</i>	0.038 *** (2.934)	0.038 *** (2.920)	0.079 *** (2.863)	0.079 *** (2.849)
<i>DUAL</i>	0.002 (1.096)	0.002 (1.183)	0.004 (1.081)	0.004 (1.176)
<i>TOP5</i>	-0.007 ** (-2.116)	-0.007 ** (-2.151)	-0.022 *** (-3.434)	-0.023 *** (-3.475)
<i>SOE</i>	-0.005 *** (-3.114)	-0.006 *** (-3.488)	-0.013 *** (-3.264)	-0.014 *** (-3.705)
<i>YEAR&IND</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	0.329 *** (16.124)	0.330 *** (16.167)	0.679 *** (15.052)	0.682 *** (15.090)
N	17 971	17 971	17 971	17 971
<i>R</i> ²	0.257	0.257	0.280	0.280

注:括号内为 *t* 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。标准误经过了公司层面的 cluster 调整。下同。

那么,党组织参与治理是一味地抑制企业风险承担,还是只在风险承担水平较高时发挥抑制作用?我们同时采用如下三种方法检验假说 2:(1) 分组检验。借鉴余明桂等(2013a)的做法,本文按照风险承担水平的年度-行业中位数,将样本分为高风险承担水平和低风险承担水平两个子样本,分别考察不同风险承担水平下党组织参与治理的影响。从表 4 可以看出,党组织参与治理对企业风险承担的抑制作用主要集中体现在风险承担水平较高的子样本中;在风险承担水平较低的子样本中,党组织参与治理并未呈现出稳定的显著负向作用(仅用 *CRT2* 度量风险承担时, *PARCR* 在 10% 水平显著为负)。(2) 面板门限回归模型。本文以风险承担水平(*CRT1*、*CRT2*) 作为门限变量,构建了内生门限回归模型。表 5 报告了门限回归模型的结果,其中 γ 代表门限值大小,回归时根据门限变量大小由低到高排序分为两个区间($CRT \leq \gamma$ 、 $CRT > \gamma$)。可以看出,党组织参与治理对企业风险承担的影响存在门限

效应: 当企业风险承担水平较高时($CRT > \gamma$), 党组织参与治理有助于抑制企业风险承担; 而当企业风险承担水平较低时($CRT \leq \gamma$), 党组织参与治理对企业风险承担反而具有促进作用。(3) 最优风险承担模型。在最优风险承担水平模型下, 当企业超出或低于最优风险水平时的差额部分即为企业过度风险承担或过度风险规避。参考 Barger 等(2010) 等文献的做法, 本文以 $CRT1$ 、 $CRT2$ 为被解释变量, 以公司特征变量(上年息税前利润/总资产 $EBIT_{i,j-1}$ 、市账比 $MTB_{i,j-1}$ 、资产负债率 $DEBT_{i,j-1}$) 和宏观变量(本年上证综合指数年收益率 $SHRETURN_i$ 、GDP 增长率 $GDPGROWTH_i$) 为解释变量, 分行业分年度进行回归, 回归的残差项即企业风险超过或低于最优风险水平的部分。接下来, 以残差项的绝对值作为风险承担变量, 采用模型(1) 回归。从表 6 可以看出, “双向进入、交叉任职”有助于减少企业过度的风险承担和过度的风险规避, 使企业更接近最优风险承担水平, 这进一步表明, 党组织参与治理对企业风险承担的抑制作用仅存在于企业风险承担处于较高水平的情况下。假说 2 得到支持。

表 4 不同风险承担水平下党组织参与治理的影响差异(依照年度-行业中位数分组)

变量	$CRT1$ (低)		$CRT1$ (高)		$CRT2$ (低)		$CRT2$ (高)	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
	$PARCG$	$PARCR$	$PARCG$	$PARCR$	$PARCG$	$PARCR$	$PARCG$	$PARCR$
$PARTY$	-0.002 (-1.125)	-0.002 (-1.079)	-0.005** (-2.422)	-0.007*** (-2.792)	-0.003 (-0.929)	-0.007* (-1.789)	-0.012** (-2.281)	-0.014** (-2.242)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	0.174*** (9.462)	0.175*** (9.463)	0.371*** (12.547)	0.373*** (12.589)	0.347*** (8.899)	0.346*** (8.897)	0.751*** (11.590)	0.755*** (11.623)
N	9 082	9 082	8 889	8 889	9 082	9 082	8 889	8 889
R^2	0.424	0.424	0.217	0.217	0.470	0.470	0.218	0.218

表 5 不同风险承担水平下党组织参与治理的影响差异(门限回归模型)

变 量	(1)	(2)	(1)	(2)
	$CRT1$	$CRT2$	$CRT1$	$CRT2$
$PARCG(CRT > \gamma)$	-0.018*** (-7.094)	-0.033*** (-6.855)		
$PARCG(CRT \leq \gamma)$	0.135*** (28.964)	0.236*** (25.048)		
$PARCR(CRT > \gamma)$			-0.009*** (-2.799)	-0.017*** (-3.004)
$PARCR(CRT \leq \gamma)$			0.407*** (19.554)	0.648*** (19.849)
控制变量	YES	YES	YES	YES
Constant	0.692*** (18.824)	1.289*** (18.658)	0.738*** (19.318)	1.387*** (19.658)
N	11 385	11 385	11 385	11 385
R^2	0.173	0.141	0.106	0.101
Number of Stked	1 265	1 265	1 265	1 265
F 值	176.8	138.7	99.56	95.13

表 6 不同风险承担水平下党组织参与治理的影响差异(最优风险水平模型)

变量	CTR1		CTR2	
	PARCG	PARCR	PARCG	PARCR
PARTY	-0.002** (-2.544)	-0.003*** (-2.873)	-0.003** (-2.313)	-0.004*** (-2.848)
控制变量	YES	YES	YES	YES
Constant	0.179*** (14.493)	0.180*** (14.531)	0.160*** (9.642)	0.161*** (9.654)
N	16 451	16 451	16 451	16 451
R ²	0.115	0.115	0.131	0.131

(四) 进一步检验

1. 不同产权性质下党组织参与治理对风险承担的影响

为了实现党委、政府维护社会稳定的目标,同时也为了降低自身风险,国有企业管理者往往不愿意承担风险(李文贵、余明桂,2012),因此,国有企业具有比非国有企业显著更低的风险承担水平。另一方面,在国有企业和非国有企业中,党组织参与治理的动机和程度亦存在显著差异,总的来说,国有企业党建的强制性更高;而在非国有企业中,党组织是否参与公司治理、参与的程度很大程度上取决于企业主的自觉。上述差异可能意味着党组织参与治理的作用有所差异。为了进一步了解不同产权性质下党组织“双向进入、交叉任职”对企业风险承担水平的影响,本文在模型(1)中加入党组织参与治理指标与产权性质的交乘项($PARTY \times SOE$)后进行回归。从表7可以看出, $PARCG \times SOE$ 的估计系数均不显著,表明党组织“双向进入”的作用在国有企业与非国有企业之间并没有显著差异,但 $PARCR \times SOE$ 的估计系数显著为正,表明国有产权一定程度上会弱化“交叉任职”对风险承担的抑制作用。^①因此,尽管非国有企业中“双向进入、交叉任职”的比例低于国有企业,但“交叉任职”的作用却反而更强。其原因可能在于,在国有企业中,风险承担的动机本身较弱,使得党组织参与治理对风险承担的抑制作用不如非国有企业中明显。

表 7 不同产权性质下党组织参与治理对企业风险承担的影响

变量	CTR1		CTR2	
	(1)	(2)	(1)	(2)
	PARCG	PARCR	PARCG	PARCR
PARTY	-0.005 (-1.353)	-0.011*** (-2.797)	-0.014* (-1.860)	-0.027*** (-3.737)
SOE	-0.006* (-1.786)	-0.006*** (-5.018)	-0.014* (-1.851)	-0.015*** (-6.245)
PARTY×SOE	0.001 (0.470)	0.007* (1.661)	0.005 (1.139)	0.018** (2.324)
控制变量	YES	YES	YES	YES
Constant	0.329*** (5.256)	0.330*** (25.458)	0.678*** (4.833)	0.681*** (27.664)
PARTY+PARTY×SOE=0	-0.004* (-1.84)	-0.004** (-2.14)	-0.008* (-1.71)	-0.008** (-2.60)
N	17 971	17 971	17 971	17 971
R ²	0.257	0.257	0.280	0.280

^①表7中PARTY的估计系数反映的是非国有企业中党组织参与治理的作用,PARTY与PARTY×SOE的估计系数之和反映的是国有企业中党组织参与治理的作用。

2. 不同“双向进入”对企业风险承担的影响

本文进一步考察了不同的“双向进入”方式对风险承担的影响。从表 8 可以看出, 党组织成员“双向进入董事会”(*PARDIR*)、“双向进入高管层”(*PARMAN*) 的估计系数均显著为负, 而“双向进入监事会”(*PARSUP*) 的估计系数为负但不显著, 这意味着党组织“双向进入”对风险承担的负向影响更多地体现在“双向进入”董事会及高管层情况下。这可能与风险承担相关决策机制以及监事会实际作用的发挥相关。从制度设计上来说, 董事会主要负责战略决策的制定, 高管层主要负责经营执行, 因此, 与企业风险承担直接相关的决策制定与执行更多是通过董事会、高管层产生作用, 而专司监督职责的监事会与风险承担的关系相对较小。并且, 实践中, 我国监事会的监督作用有限, 这也使得党组织成员与监事会成员“双向进入”对风险承担的影响并不明显。

表 8 不同的“双向进入”方式对企业风险承担的影响

变量	CRT1			CRT2		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
	<i>PARDIR</i>	<i>PARSUP</i>	<i>PARMAN</i>	<i>PARDIR</i>	<i>PARSUP</i>	<i>PARMAN</i>
<i>PARTY</i>	-0.005 *** (-2.999)	-0.002 (-0.851)	-0.003* (-1.942)	-0.011 *** (-3.201)	-0.003 (-0.701)	-0.010 *** (-2.731)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	0.328 *** (16.084)	0.331 *** (16.214)	0.329 *** (16.136)	0.677 *** (15.004)	0.685 *** (15.144)	0.679 *** (15.043)
N	17 971	17 971	17 971	17 971	17 971	17 971
<i>R</i> ²	0.257	0.257	0.257	0.280	0.279	0.279

(五) 稳健性测试

本文进行了如下稳健性检验。

1. 自选择和内生性问题的考虑。(1) 党组织是否通过“双向进入、交叉任职”方式参与公司治理, 并非完全随机的结果, 而可能与公司特质有关, 因此, 党组织参与治理存在自选择问题。对此, 本文采用倾向得分匹配法(PSM) 加以解决。具体而言, 本文建立了包含公司规模、董事会规模、国有产权、收入增长率、股权集中度的 Logit 模型, 并采用最近距离法依照倾向得分进行 1:1 匹配。PSM 匹配后样本回归结果与主检验结果一致。(2) 一般而言, 党组织参与治理不会随意变化, 不大可能根据企业风险承担来调整党组织参与治理安排, 因此, 存在反向因果关系的可能性并不大, 但有少量公司存在原先有“双向进入、交叉任职”而后面没有的情况。为了尽可能地减少反向因果关系所导致的内生性问题, 本文对解释变量采用滞后一期数据重新进行回归, 结果发现, 党组织参与治理对下一期风险承担有显著抑制作用。(3) Heckman 检验。借鉴现有文献(陈仕华、卢昌崇, 2014; 马连福等, 2013) 的做法, 本文引入母公司是否为非集团公司和终极控制人是否为国务院国有资产管理监督委员会这两个哑变量作为外生工具变量, 根据 Heckman 第一阶段回归结果计算出 Inverse Mills Ratio(IMR), 并将其代入第二阶段模型中进行回归, 结果与主检验一致。

2. 改变企业风险承担水平的度量。(1) 参考 John 等(2008) 的做法, 用五年 ROA 的波动性衡量企业风险承担; (2) 参考张敏等(2015) 的做法, 用三年期经行业和年度均值调整后股票收益率的波动性衡量企业风险承担。以上结果均与主检验一致。

3. 参考马连福等(2012, 2013) 的做法, 用连续变量(党委会与董监高重合人数/董监高规模) 衡量企业党组织成员“双向进入”情况, 结果与主检验一致。

六、结论与讨论

(一) 研究结论

对于企业风险承担行为,现有文献多数将较低的风险承担视为管理层代理行为的体现。然而,过高的风险承担也可能会对企业造成损失,尤其是在缺乏有效的公司治理和风险管理作为保障的情况下,超出企业风险容忍度的风险承担可能会极大提高企业经营失败的概率。因此,适度的风险承担可能要比过高的风险承担更有利于企业发展。无论是对于管理层在缺乏约束情况下为了建造“经理王国”等目的而导致的过高风险承担行为,还是由于管理层不作为而导致的过低风险承担行为,公司治理均是一个重要的因素。党组织参与治理是我国公司治理尤其是国有企业公司治理的重要特征。作为一种重要的公司治理制度安排,党组织参与治理势必会通过对公司重大生产经营决策的批准、执行和监督来影响公司的风险承担水平。但从现有文献来看,关于党组织参与治理对公司风险承担的影响,尚无文献加以研究。

本文利用我国A股非金融类上市公司2009—2017年数据,检验了党组织通过“双向进入、交叉任职”方式参与治理对企业风险承担的影响。结果发现,无论是“双向进入”还是“交叉任职”,都与企业风险承担呈显著负向关系。这表明,党组织参与治理有助于降低企业的风险承担水平。然而,进一步研究发现,党组织参与治理对企业风险承担的抑制作用仅存在于企业风险承担处于较高水平时,这表明,尽管党组织会抑制企业承担过高的风险,但当企业风险承担水平本身较低,风险承担的适度提高不会给企业带来重大损失甚至还有助于缓解管理层代理行为时,党组织并不会抑制企业的风险承担。因此,党组织参与治理有助于避免企业采用过于极端的风险承担决策。研究还发现,无论是国有企业还是非国有企业,“双向进入、交叉任职”都对企业风险承担具有显著抑制作用,就“交叉任职”而言,其在非国有企业中的作用甚至比在国有企业中更为明显。此外,不同的“双向进入”方式对风险承担的作用有所差异,“双向进入”对企业风险承担的抑制作用主要来自党组织成员与董事会、高管层的“双向进入”,而党组织与监事会成员的“双向进入”对公司风险承担没有显著作用。

本文的意义在于,发现了党组织参与治理对公司风险承担具有显著影响的经验证据,并且,党组织参与治理并非一味地抑制公司风险承担,只有在公司风险较高时,采取党组织参与治理才会显著抑制公司的风险承担行为。因此,党组织参与治理有助于避免企业采取极端性的风险承担决策。这些发现有助于评价党组织通过“双向进入、交叉任职”制度参与公司治理对企业决策的影响,从而为客观评价党组织参与治理的作用提供参考。

(二) 政策启示

本文的研究具有如下政策启示:

1. 党组织通过“双向进入、交叉任职”制度参与公司治理,有助于抑制公司的极端性风险承担行为,这对于公司稳健发展具有积极的意义。尽管风险承担水平过低可能是管理层“偷懒”的表现,但风险承担水平过高同样可能会对企业的长期健康发展产生负面影响。党组织参与治理有助于企业的风险承担水平处于相对合理的区间。因此,党组织参与治理对于企业健康发展具有积极的作用,其不仅有助于保持企业正确的政治方向,而且对于企业生产经营具有一定的治理作用,未来应当进一步发挥党组织在企业重大生产经营决策方面的作用。中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过的《国企改革三年行动方案(2020—2022年)》明确提出,加强党对国有企业的全面领导,探索党组织在治理中的作用,加强党建,以高质量党建引领高质量发展。当然,为了更好地发挥党组织的治理作用,需要进一步厘清企业

党组织与董事会、经理层等各个治理主体的权责边界。

2. 一些文献从西方理论出发,认为党组织参与治理可能形成“掠夺之手”或“扶持之手”,从而损害企业的正常发展和市场的公平竞争。本文从风险承担的角度提供了党组织参与治理的积极作用的经验证据。因此,对于党组织参与公司治理这一现象,不应当简单地照搬西方理论,将其作为政府干预企业的手段,“掠夺之手”或“扶持之手”理论均不能完全解释党组织参与治理行为。分析中国的治理问题,要立足于中国的国情。在我国,加强企业党建、发挥党组织的治理作用,是适合我国国情的正确选择,有其积极意义。

3. 本文的研究发现,不仅是国有企业,在非国有企业中,党组织参与治理对于企业的风险承担行为也有积极的作用,这为我国相关部门近年来推动非公有制企业加强党建、发挥党组织在企业中的政治引领作用提供了证据支撑。

4. 本文也发现,党组织“双向进入”的方式不同,其对公司风险承担行为的治理效果也有所差异,在参与高管层、董事会情况下,其治理作用更加明显。因此,未来应当进一步探索党组织参与治理的方式,以更好地发挥党组织的治理作用。

(三) 研究不足与未来研究方向

本文的研究存在如下不足:(1) 尽管本文采用了PSM匹配、Heckman二阶段回归、自变量滞后一期的方法来缓解内生性和自选择问题,但并不能完全排除内生性问题的影响,未来可以通过寻找合适的准自然实验等方法来进一步缓解内生性问题的影响;(2) 党组织参与治理的方式除了“双向进入、交叉任职”外,还包括“三重一大”等制度,由于数据的限制,本文只研究了“双向进入、交叉任职”对企业风险承担的影响,随着企业党建的进一步推进,未来可以进一步从其他角度考察党组织参与治理的后果;(3) 尽管本文发现党组织参与治理对企业风险承担具有显著影响,但其发挥作用的具体路径是什么,还有待进一步的研究。

参考文献:

1. 陈仕华、卢昌崇 2014 《国有企业党组织的治理参与能够有效抑制并购中的“国有资产流失”吗》,《管理世界》第5期。
2. 董保宝 2014 《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》第1期。
3. 李文贵、余明桂 2012 《所有权性质、市场化进程与企业风险承担》,《中国工业经济》第12期。
4. 李小荣、张瑞君 2014 《股权激励影响风险承担: 代理成本还是风险规避》,《会计研究》第1期。
5. 马连福、王元芳、沈小秀 2012 《中国国有企业党组织治理效应研究》,《中国工业经济》第8期。
6. 马连福、王元芳、沈小秀 2013 《国有企业党组织治理、冗余雇员与高管薪酬契约》,《管理世界》第5期。
7. 宋建波、文雯、王德宏、申伟 2018 《管理层权力、内外部监督与企业风险承担》,《经济理论与经济管理》第6期。
8. 王舒扬、吴蕊、高旭东、李晓华 2019 《民营企业党组织治理参与对企业绿色行为的影响》,《经济管理》第8期。
9. 解维敏、唐清泉 2013 《公司治理与风险承担》,《财经问题研究》第1期。
10. 余明桂、李文贵、潘红波 2013a 《管理者过度自信与企业风险承担》,《金融研究》第1期。
11. 余明桂、李文贵、潘红波 2013b 《民营化、产权保护与企业风险承担》,《经济研究》第9期。
12. 俞红海、徐龙炳、陈百助 2010 《终极控股股东控制权与自由现金流过度投资》,《经济研究》第8期。
13. 张洪辉、章琳一 2016 《产权差异、晋升激励与企业风险承担》,《经济管理》第5期。
14. 张敏、董丽静、许浩然 2015 《社会网络与企业风险承担》,《管理世界》第11期。
15. Barger, L.L., K.M. Lehn, and C.J. Zutter. 2010. "Sarbanes-Oxley and Corporate Risk-Taking." *Journal of Accounting and Economics* 49(1): 34-52.
16. Boubakri, N., J.C. Cosset, and W. Saffar. 2013. "The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-Taking: Evidence from Privatization." *Journal of Financial Economics* 108(3): 641-658.
17. Cohen, D.A., A. Dey, and T.Z. Lys. 2013. "Corporate Governance Reform and Executive Incentives: Implications

- for Investments and Risk Taking.” *Contemporary Accounting Research* 30(4) : 1296–1332.
18. Faccio , M. , M.T. Marchica , and R. Mura. 2011. “Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking.” *The Review of Financial Studies* 24(11) : 3601–3641.
 19. Habib , A. , and M. M. Hasan. 2017. “Firm Life Cycle , Corporate Risk – Taking and Investor Sentiment.” *Accounting and Finance* 57(2) : 465–497.
 20. Jensen , M. C. , and W. H. Meckling. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics* 3(4) : 305–360.
 21. Jensen , M. C. 1986. “Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers.” *American Economic Review* 76(2) : 323–329.
 22. John K. , L. Litov , and B. Yeung. 2008. “Corporate Governance and Risk – Taking.” *The Journal of Finance* 63(4) : 1679–1728.
 23. Kempf , A. , S. Ruenzi , and T. Thiele. 2009. “Employment Risk , Compensation Incentives , and Managerial Risk Taking: Evidence from the Mutual Fund Industry.” *Journal of Financial Economics* 92(1) : 92–108.
 24. Kini , O. , and R. Williams. 2012. “Tournament Incentives , Firm Risk , and Corporate Policies.” *Journal of Financial Economics* 103(2) : 350–376.
 25. Kraiczy , N. D. , A. Hack , and F. W. Kellermanns. 2015. “What Makes a Family Firm Innovative? CEO Risk – Taking Propensity and the Organizational Context of Family Firms.” *Journal of Product Innovation Management* 32(3) : 334–348.
 26. Kuang , Y. F. and B. Qin. 2013. “Credit Ratings and CEO Risk – Taking Incentives.” *Contemporary Accounting Research* 30(4) : 1524–1559.
 27. Minton , B. A. , J. P. Taillard , and R. Williamson. 2014. “Financial Expertise of the Board , Risk Taking , and Performance: Evidence from Bank Holding Companies.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 49(2) : 351–380.
 28. Palmer , T. B. , and R. M. Wiseman. 1999. “Decoupling Risk Taking From Income Stream Uncertainty: A Holistic Model of Risk.” *Strategic Management Journal* 20(11) : 1037–1062.
 29. Richardson , S. 2006. “Over-Investment of Free Cash Flow.” *Review of Accounting Studies* 11(2–3) : 159–189.
 30. Wright , P. , St. P. Ferris , A. Sarin , and V. Awasthi. 1996. “Impact of Corporate Insider , Blockholder , and Institutional Equity Ownership on Firm Risk Taking.” *Academy of Management Journal* 39(2) : 441–463.

Influence of the CPC’s Participation in Corporate Governance on Risk-Taking of Listed Companies

Li Minghui¹ and Cheng Haiyan^{1 2}

(1: Nanjing University Business School;

2: School of Accounting , Guizhou University of Finance and Economics)

Abstract: Using the data of Chinese A-share listed nonfinancial companies from 2009 to 2017 , this paper explores the effect of the Communist Party of China (CPC) participating in corporate governance on firms’ risk-taking. The CPC’s participation is measured by two variables: PARCG (two-way entry) and PARCR (cross appointment) . The result supports our hypothesis: the CPC’s participation is negatively related to a firm’s risk-taking; this effect only exists under a high risk-taking level. Conversely , when corporate risk-taking is at a low level , the CPC’s participation will not inhibit companies from appropriately increasing their risk-taking level. Further tests show that the CPC’s participation has a significant negative effect on both state-owned and non-state-owned corporate risk-taking; the effect of “cross appointment” is even stronger in non-state-owned companies. This paper provides empirical evidence for the influence of political governance on corporate risk-taking behavior , which helps us understand the consequence of the CPC’s participation in corporate governance from the perspective of corporate risk-taking.

Keywords: Political Governance , Risk-Taking , Two-Way Entry , Cross Appointment

JEL Classification: G34 , G32 , P48

(责任编辑: 陈永清)