

DOI: 10.13718/j.cnki.xdzk.2023.05.013

财务柔性、高管团队背景特征对企业风险承担水平影响研究

王积田, 张雍

东北农业大学 经济管理学院, 哈尔滨 150006

摘要: 风险承担水平是企业未来获得盈利持续性的重要因素。该文从企业内部财务资源和人力资源视角, 选取 2014—2020 年中国沪深 A 股上市公司数据为研究样本, 分析财务柔性、高管团队背景特征对企业风险承担水平影响关系。研究得出: 财务柔性、高管团队海外背景与金融背景对企业风险承担水平具有正向激励作用; 进一步分析高管团队背景特征的调节效应发现, 高管团队海外背景、金融背景在财务柔性 with 风险承担水平关系间具有正向调节作用, 能够显著增强财务柔性对企业风险承担水平的促进效果, 可以更好地发挥财务柔性储备对风险承担水平的治理效应。

关键词: 财务柔性; 海外背景; 金融背景; 风险承担水平

中图分类号: F406.7

文献标志码: A

文章编号: 1673-9868(2023)05-0134-11

开放科学(资源服务)标识码(OSID):



A Study on the Impact of Financial Flexibility and Background Characteristics of Top Management Team on the Corporate Risk-Taking Level

WANG Jitian, ZHANG Yong

School of Economics and Management, Northeast Agricultural University, Harbin 150006, China

Abstract: The corporate risk-taking level is an important factor for enterprises to achieve profitability sustainability in the future. This paper analyzes the relationship between financial flexibility and background characteristics of top management team on the risk-taking level from the perspective of internal financial resources and human resources. Based on the samples of A-shares listed firms in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2014 to 2020, the study found that: financial flexibility, overseas background and financial background of top management team had positive incentive effect on corporate risk-taking level. Further analyzing the moderating effect of background characteristics of top management team, the result

收稿日期: 2022-07-01

基金项目: 教育部重点课题(DIA180399); 黑龙江省哲学社会科学基金项目(20EDB108).

作者简介: 王积田, 博士研究生, 副教授, 主要从事财务管理理论与实务研究.

found that overseas background and financial background of top management team had positive moderating effect on the relationship between financial flexibility and risk-taking level, which can significantly enhance the promotion effect of financial flexibility on corporate risk-taking level and can better exploit the governance effect of financial flexibility reserves on risk-taking level.

Key words: financial flexibility; overseas background; financial background; risk-taking level

要继续深化企业高质量发展,必须依靠改革激发市场活力,增强发展的新动能,积极扩大有效投资。从宏观角度来看,合理提升各大企业的风险承担水平便成为了促进我国经济稳步发展的有效途径。从微观角度来看,企业风险承担反映了企业在追逐高额利润时为其付出代价的意愿和倾向^[1],较高的风险承担水平不仅会增强创新积极性,还会带来较高的研发投资及较多的资本支出^[2],有助于企业提升未来的绩效水平^[3]。但在实际资本市场中,由于不确定的外部竞争环境,企业受到融资约束问题及双重代理问题所产生的风险规避情绪,使得企业放弃一些高风险但净现值(Net Present Value, NPV)为正的投资项目,导致企业产生较低风险承担水平,错失收益机会。因此,如何合理提升企业风险承担水平,实现企业未来高质量发展,近年来成为学术界与实务界关注的焦点。

对于企业风险承担水平而言,高资本支出意味着受制于财务资源配置和调整^[4]。随着国家“去杠杆”宏观调控政策出台,以及一些大型企业如恒大等出现资金流断裂、资不抵债的问题,财务柔性逐渐引起企业重视。财务柔性通过保持较高资金持有水平和较低负债率,增强了企业现金流调整能力和未来低成本融资能力,对于企业未来资金需求更好满足,使企业能够更好地应对未来不确定性风险,抓住未来有利投资机遇^[5]。但是,企业储备财务柔性的动机是多方面的,具有较高水平的财务柔性储备未必会相应地提高风险承担水平。由于企业中存在委托代理问题,在企业实际经济活动决策中,管理者作为决策的主体往往也会为了追求个人私利而表现出较强的风险厌恶程度,拒绝投资高风险性的项目。另外,财务柔性储备为管理层的自利行为提供了条件^[6],导致管理层可能不会选择高风险、高收益项目。基于此,本文探究财务柔性能否在企业风险承担中发挥资源“蓄水池”作用,为投资项目提供持续且稳定的资源支持,提高企业整体风险承担水平。

风险承担水平除了对于内部财务资源具有较强的依赖性,也在很大程度上受到企业人力资源的影响。由于公司管理者可直接决定企业实施战略,因此在企业进行风险投资项目决策中具有重要作用^[7]。同时,财务柔性代表企业在不确定性环境中的财务应对能力,这项能力是由人来掌握和应用的,尤其是内部的高层管理者作为企业核心人力资源,在财务资源配置的柔性能力发挥过程中更发挥着决定性作用。但仅凭首席执行官(Chief Executive Officer, CEO)个人局限的人力资本无法使企业做出最优决策,难以实现企业价值最优目标,而这一问题可以通过高管团队成员的背景特征来解决^[8]。高层梯队理论提出,背景特征不同会导致管理者产生差异性的认知与行为,最终影响其做出决策。因此,在探究财务柔性与企业风险承担水平间关系的过程中,不能忽视高管团队背景特征对二者间关系产生的重要影响。考虑到企业风险承担由投资活动带来,需要外部信息和资源的获取与处理、内部资源的及时调动和匹配以及一定的金融知识在投资和财务柔性战略实施过程进行全面掌控,这些都需要高管团队成员在投资活动分析和决策中对金融市场具有足够的判断力、风险承担意识以及良好的沟通水平,促进企业在机会出现时及时进行决策,而高管的海外背景、金融背景特征对于自身的风险承担特质以及金融市场判断影响比较强烈。综合分析,本文没有选择从人口特征,即年龄、性别、任期等方面入手,而是从高管团队背景特征中选择对社会资本影响较大的海外背景和金融背景作为关键维度加以探究。

本文以企业风险承担为视角,从企业财务资源和人力资源出发,探究财务柔性储备能否对企业风险承担水平具有提升作用,并在高管团队背景特征中选择海外背景和金融背景,研究企业高管团队背景特征对企业风险承担水平的影响,然后进一步分析高管团队背景特征在财务柔性方面对于企业风险承担水平发挥

的调节效应. 研究结论丰富了有关企业风险承担影响因素的相关讨论, 也为企业加强储备财务柔性认识, 合理配置高管团队提供了依据.

1 假设提出

1.1 财务柔性影响企业风险承担水平的机理分析

财务柔性指企业持有超额现金储备及剩余举债能力, 用来抓住未来可能出现的投资机会或应对不确定事件冲击的能力. 本文从缓解融资约束困境、发挥现金持有竞争效应及缓解投资者风险厌恶情绪 3 个角度, 分析财务柔性 with 风险承担水平间的影响关系.

通过信息不对称理论可知, 由于资本市场不健全, 进行外在投资时将出现外部融资高及渠道不健全的弊端, 企业需要足够的资源作为支撑. 财务柔性能够缓解企业融资约束程度, 增加资本支出, 从而把握投资机会^[9]. 财务柔性高意味着投资现金流敏感性降低, 能有效降低企业的资本调整成本, 促进现金持有价值不断增大, 使企业资源配置效率得到保障, 保证自身的有利位置^[10].

风险承担行为通常伴随着较多资本支出, 通过资源基础理论可知, 企业具有财务柔性时内部资金储备能够为进行项目决策提供有力的支持. 当企业现金持有水平高于行业平均水平时, 企业现金持有竞争效应将会发挥更强的作用, 从而提高管理者的投资积极性, 促进管理层做出 $NPV > 0$ 的风险投资决策意愿. 由于我国资本市场起步较晚、发展不完备, 靠外部融资不能够满足企业投资行为的需要. 在风险与机遇并存的背景下, 财务柔性通过保持较高现金持有水平和较低资产负债率, 可以增强企业现金流调整能力和未来低成本融资能力, 并提高满足未来资金需求的能力^[11], 对企业选择高风险、高收益项目提供实际支持. 因此, 具有较高财务柔性时, 企业风险承担水平会随之提升.

较高的财务柔性储备能够缓解管理层的风险厌恶情绪, 从而提升风险承担水平. 拥有较高的财务柔性储备时, 能够使企业在陷入经营危机时, 利用财务柔性储备所带来的充足内部资金或低负债水平协调外部融资, 更容易寻求低筹资成本和快速的应对措施^[12]. 即使企业风险投资项目失败, 企业内部财务柔性储备仍然能够保证企业的经营活动, 不至于投资失败导致资金链断裂, 在一定范围内使管理层风险厌恶情绪得到缓解^[13], 增加了管理层的信心及风险承担意愿, 使管理者倾向于做出高风险、高收益的投资项目, 促进管理团队做出高风险承担水平决策.

据此, 本文提出假设 H1: 财务柔性对企业风险承担水平有提升作用.

1.2 高管团队背景特征影响企业风险承担水平的机理分析

1.2.1 高管团队海外背景影响企业风险承担水平的机理分析

高阶梯队理论认为高层管理者的可观测特征作为其认知结构和价值观念的代理变量, 能够解释高管的决策和公司行为. 海外背景高管由于其在海外留学或工作背景, 使其在认知能力及行为选择方面与非海外背景高管存在一定差异. 同时, 由于海外环境相较于国内来说更加开放, 如果高管拥有海外工作经验或学习背景, 这种经历将会影响他们的认知能力和行为选择, 最终影响企业风险决策. 受海外个人主义价值观主导的管理者能够更为自主地依靠个人判断进行公司风险决策, 在高管团队中能够更加自信和强势地表达自己的主张和见解, 崇尚个性自由和解放, 在行为决策上更倾向于风险偏好, 更愿意接受新的挑战, 更有能力适应不断变化的环境^[14]. 相反, 集体观念较重的环境下决策则会更为保守并且风险规避的倾向更为明显, 风险承受能力相对较弱. 在企业经营中, 高管团队时常面临不确定性环境下的抉择, 由于存在信息不对称的情况, 高管无法获悉全方位的决策信息, 只能依据已有的认知和价值观进行决策. 因此, 高管团队中具有海外背景能够促进其风险承担水平的提高.

海归高管掌握前沿的科学文化知识和先进的管理经验, 且凭借国际化的社会网络和关系资源, 在与高管团队其他成员沟通中产生思维碰撞有助于企业多元地进行战略决策^[15], 促进高管团队内部风险承担能力增强. 同时, 具有海外背景高管相较于国内高管来看, 往往具有更加积极乐观的心理资本, 这样

的心理资本使他们更愿意乐观地估计那些不确定因素,尤其是在相对艰难的项目上。因此,海外背景高管更加稳定的心理素质能够让整个团队在面对高风险决策时,尽量减少风险厌恶情绪,保持积极的心态进行风险性投资。

据此,本文提出假设 H2a: 高管团队海外背景能够提升企业风险承担水平。

1.2.2 高管团队金融背景影响企业风险承担水平的机理分析

聘请具有金融背景的人员担任高管正是企业获取社会资本的一种途径。近年来,聘请具有银行等金融机构从业背景的人员担任公司高管,已作为一种非正式制度逐渐成为各大企业实现资源配置优化、缓解融资困境的一种手段。因此,本文从缓解融资约束困境、资源配置优化角度来分析高管团队金融背景对风险承担水平的影响机制。

具有金融背景的人员担任高管形成的非正式金融关联,有助于企业与金融机构、监管部门以及外部投资者建立亲密的关系网络,而这种关系网络又会影响到银行等金融机构以及相关部门的决策,帮助企业缓解融资约束问题^[16]。当企业融资约束得到一定程度的缓解后,企业将更偏好于长期贷款,这对公司的代理成本、财务风险以及技术创新等方面都更加有利。并且,当企业中高管团队具有金融背景时,可以利用其个人人力资本拉近与信贷机构的距离,减少信息获取成本,也可以降低信息不对称从而缓解融资约束问题,使企业能够获得更高的贷款额度,更低的贷款成本,更少的限制性条款。因此,高管团队中具有金融背景时能够缓解企业融资约束困境,为企业争取到更多资金支持风险投资项目,提高企业风险承担水平。

金融背景意味着高管在相对风险更高的金融行业具有从业经历。在金融机构等单位任职过的企业管理者具有强大的金融储备知识,丰富的风险管理经验和更加专业的风险应对技能,因此金融背景高管可以更加从容地面对和承受更高水平的风险。金融背景也能帮助高管团队进行更加合理的投资决策,进行资源配置优化,提升企业整体的投资回报水平,进而缓解高管团队内部其他成员的风险厌恶情绪,提升风险承担水平。

据此,本文提出假设 H2b: 高管团队金融背景能够提升企业风险承担水平。

1.3 高管团队背景特征在财务柔性与企业风险承担水平关系中的调节效应机理分析

高管团队作为企业的重要人力资源,其决策能力在企业追求利益的过程中具有十分重要的作用。资源基础理论提出,即使企业间具有相似的物质资源也会对企业风险承担水平产生不同的作用效果,这就需要内部管理者对企业拥有的各项资源及能力进行鉴别、配置和规划,进而为企业创造价值。因此,企业风险承担水平不同不仅受到内部财务状况和人力资源的影响,同时可能是由于高管团队背景特征对财务柔性具备的资源调度能力构建、资源调度能力发挥效果产生不同作用所致。因此,作为企业战略决策的制定者和执行人,高管团队在构建和运用财务柔性进行风险承担行为的过程中起到了关键性作用。

海外背景高管由于海外生活经历,与供应商、生产企业、销售商和消费者等能够建立紧密的联系,帮助企业建立宽广的业务网络^[17],当企业财务柔性储备充足时,海归高管对不确定性高的创新项目投资将更加有底气,能够更好地利用手中所持有的社会资本。具体而言,尽管海归高管风险承担的积极性比本土高管高,但仍会因企业资源匮乏而忽略一些投资项目。企业拥有丰富的财务柔性,一方面可以满足企业在进行投资决策时期的所需资源,为海归高管进行风险投资项目选择提供宽松条件,缓解资源短缺顾虑;另一方面财务柔性能迅速兑换成投资所需的资源,在一定程度上减少其他高管团队成员的风险规避情绪,提高其他同事对于高风险投资项目的接受程度。尤其在企业获取外部资源受限的情况下,丰富的财务柔性储备可以为企业投资净现值大于零的项目提供支持,更有利于具有海外背景高管的风险投资决策得到团队内部支持,提升企业风险承担水平。

当企业财务柔性储备水平较高时,高管团队中具有金融背景的管理者,能够更好地利用财务柔性所储备的现金柔性和负债柔性。首先,结合自己在金融行业的从业经历^[18-19],发挥其咨询功能的优势,改善企

业的财务柔性利用水平。其次,由于在金融机构的从业经历,能够减少由于信息不对称导致的不信任问题,更好地利用到企业所储备的剩余举债能力,从金融机构获得投资资金,进一步加强财务柔性,缓解企业融资约束困境,提升企业风险承担水平。最后,相较于不具有金融背景的高管来看,金融背景高管能够更好地在企业中发挥现金柔性给企业带来的现金持有竞争效应,获得竞争优势,提升整个管理团队的投资积极性,更好地对企业风险承担水平起到提升效果。

据此,本文提出假设 H3a: 高管团队海外背景强化财务柔性对企业风险承担水平的正向影响; H3b: 高管团队金融背景强化财务柔性对企业风险承担水平的正向影响。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

本文选取 2014—2020 年沪深 A 股上市企业数据作为研究样本,探究风险承担水平的影响因素,同时为保证数据的客观性及有效性,在样本选取过程中进行以下处理:

1) 剔除 ST, * ST 类上市企业

2) 剔除金融类企业

3) 因为衡量企业风险承担水平时需要滚动 3 年数据,剔除了在前、后 3 年内数据不连续的上市公司,并且剔除了高管背景数据缺失企业,最终获得 8 350 个观测值。

为了消除异常值对结果的影响,对变量在上、下 1% 水平上进行缩尾处理,且在调节效应检验中对解释变量进行去中心化处理,从而保证实证结果的稳健性。本文数据来源于国泰安数据库和 Wind 数据库,使用 Stata 16.0 软件对数据进行处理与分析。

2.2 变量选择与定义

2.2.1 被解释变量

被解释变量为公司风险承担水平(*Risk*)。采用公司在每一段时间内资产收益率的波动性(即 *ROA* 的滚动标准差)来衡量公司风险承担水平^[20]。由于我国上市公司高管的任期一般是 3 年,所以本文采用 3 年内的 *ROA* 滚动标准差来计算。为减轻行业波动所造成的企业 *ROA* 波动,采用经行业平均 *ROA* 调整后的净资产收益率(*AdjROA*)进行滚动计算,调整后的资产收益率极差(*Risk2*)作为风险承担水平的替换变量,即

$$AdjROA_{it} = \frac{EBIT_{it}}{ASSET_{it}} - \frac{1}{X} \sum_{k=1}^X \frac{EBIT_{it}}{ASSET_{it}} \quad (1)$$

$$Risk = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (AdjROA_{it} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T AdjROA_{it})^2} \quad (2)$$

$$Risk2 = Max(AdjROA_{it}) - Min(AdjROA_{it}) \quad (3)$$

其中: $EBIT_{it}$ 为 i 企业在 t 年度的息税前利润; $ASSET_{it}$ 为 i 企业 t 年末资产, $\frac{EBIT_{it}}{ASSET_{it}}$ 为 i 企业 t 年度的资产收益率(*ROA*), $AdjROA_{it}$ 为 i 企业在 t 年度经行业平均资产收益率调整后的资产收益率, X 表示 i 企业在 t 年度所在行业内的企业总数, T 为资产收益率滚动年限,式(2)中 $T=3$ 。

2.2.2 解释变量

解释变量 1 为财务柔性(*FF*),参考曾爱民等^[5]以现金柔性与负债柔性之和定义财务柔性。企业现金持有率与行业平均水平之差定义为现金柔性(*CF*),负债柔性(*DF*)为企业负债水平与行业平均负债水平之差,企业与所在行业平均值相比不存在剩余举债能力则负债柔性为 0。

解释变量 2 为高管团队背景特征,分为高管团队海外背景(*Sea*)和高管团队金融背景(*Fin*)。采用 0,1 赋值形式来计量高管团队背景特征。企业高管团队中管理者具有金融从业背景设为 1,没有设为 0;企业高管团队中管理者具有海外从业或海外学习背景设为 1,没有设为 0。

2.2.3 控制变量

依据学者们对风险承担水平的研究,参考陈小辉等^[21]、吕文栋等^[22]的研究,选取企业规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、股权集中度(*Top1*)、成长性(*Growth*)、企业年限(*Firmage*)、行业(*Ind*)和年份(*Year*)作为控制变量(表 1)。

表 1 变量说明

变量类别	变量名称	变量符号	变量计算方法
因变量	企业风险承担	<i>Risk</i>	3 年内 ROA 的滚动标准差
自变量	财务柔性	<i>FF</i>	财务柔性 = 现金柔性 + 负债柔性
	现金柔性	<i>CF</i>	现金柔性 = 公司现金持有率 - 行业平均现金持有率
	负债柔性	<i>DF</i>	负债柔性 = Max(0, 行业平均负债率 - 公司负债率)
控制变量	海外背景	<i>Sea</i>	企业高管团队中管理者具有金融从业背景设为 1, 没有设为 0
	金融背景	<i>Fin</i>	企业高管团队中管理者具有海外从业或海外学习背景设为 1, 没有设为 0.
	企业规模	<i>Size</i>	年末总资产取对数
	负债率结构	<i>Lev</i>	年末总负债/年末总资产
	股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股数/总股数
	成长性	<i>Growth</i>	本年营业收入/上一年营业收入 - 1
	企业年限	<i>Firmage</i>	ln(当年年份 - 上市年份 + 1)
	行业	<i>Ind</i>	哑变量, 证监会 2012 年行业分类
	年份	<i>Year</i>	哑变量

根据调节变量的识别原理,在控制年份及行业效应下,为了验证财务柔性、高管团队背景特征与风险承担水平之间的影响效果,构建模型(4)–模型(8),模型中 α_0 为常数项, $\alpha_1\alpha_2\alpha_3$ 为模型待估系数, *Control* 为控制变量(包含表 1 内所有控制变量), ϵ 为随机误差项。

$$Risk = \alpha_0 + \alpha_1 FF + \delta_i control + \epsilon \quad (4)$$

$$Risk = \alpha_0 + \alpha_1 Sea + \delta_i control + \epsilon \quad (5)$$

$$Risk = \alpha_0 + \alpha_1 Fin + \delta_i control + \epsilon \quad (6)$$

$$Risk = \alpha_0 + \alpha_1 FF + \alpha_2 Sea + \alpha_3 FF * Sea + \delta_i control + \epsilon \quad (7)$$

$$Risk = \alpha_0 + \alpha_1 FF + \alpha_2 Fin + \alpha_3 FF * Fin + \delta_i control + \epsilon \quad (8)$$

模型 4–模型 8 分别验证假设 H1, H2a, H2b, H3a 和 H3b。

3 实证分析

3.1 变量的描述性统计与相关性分析

主要变量描述性统计如表 2 所示。从表 2 结果可以看出,企业风险承担均值是 0.030,最小值是 0.002,最大值是 0.180,说明企业承担风险总体水平偏低,且在不同企业间差距较大。财务柔性均值是 0.060,最小值是 -0.200,最大值是 0.640,说明企业财务柔性在不同企业间表现出较强的差异性;从均值来看,我国部分企业已经意识到储备财务柔性对企业发展的重要性,但仍处于较低水平。高管海外背景平均值为 0.65,说明样本企业中有 65%的企业引入了海外背景高管;高管金融背景特征为 0.24,说明样本企业中有 24%的企业引入了金融背景高管。

表 2 全样本描述性统计分析

变量	样本量	平均值	标准差	最大值	最小值
<i>Risk</i>	8 305	0.030	0.030	0.180	0.002
<i>FF</i>	8 305	0.060	0.160	0.640	-0.200
<i>Sea</i>	8 305	0.650	0.480	1	0
<i>Fin</i>	8 305	0.240	0.430	1	0
<i>Size</i>	8 305	22.550	1.240	26.100	19.680
<i>Lev</i>	8 305	0.430	0.190	0.910	0.060
<i>Growth</i>	8 305	0.180	0.420	3.130	-0.590
<i>Firmage</i>	8 305	2.930	0.300	3.470	1.790
<i>Top1</i>	8 305	0.330	0.140	0.750	0.090

3.2 相关性分析

本文对模型中的连续变量进行了 Pearson 相关性分析,初步判断各个变量之间的相互关系及强弱,具体分析结果见表 3. 引入这些控制变量能够增强模型的解释力度,使模型能够更好地说明被解释变量与解释变量之间的关系.

表 3 Pearson 相关性分析

变量	<i>Risk</i>	<i>FF</i>	<i>Sea</i>	<i>Fin</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Growth</i>	<i>Firmage</i>	<i>Top1</i>
<i>Risk</i>	1								
<i>FF</i>	0.002**	1							
<i>Sea</i>	0.020*	-0.028**	1						
<i>Fin</i>	0.032***	-0.001	0.095***	1					
<i>Size</i>	-0.180***	-0.286***	0.097***	0.039***	1				
<i>Lev</i>	-0.048***	-0.609***	0.015	0.019*	0.549***	1			
<i>Growth</i>	-0.038***	-0.050***	0.027**	0.054***	0.050***	0.026**	1		
<i>Firmage</i>	0.006	-0.014	-0.073***	-0.052***	0.119***	0.161***	-0.056***	1	
<i>Top1</i>	-0.118***	0.035***	-0.015	-0.054***	0.231***	0.094***	0.002	-0.018	1

注: *, **, *** 分别表示 $p < 10\%$, $p < 5\%$, $p < 1\%$ 水平差异具有统计学意义. 下同.

3.3 回归结果分析

3.3.1 财务柔性影响风险承担水平的回归结果

模型 4 结果如表 4 列(1)所示. 财务柔性(*FF*)与企业风险承担水平(*Risk*)间的相关系数为 0.030, t 值为 8.09, 通过 $p < 1\%$ 显著性检验, 两者呈显著正相关关系, 说明财务柔性确实对风险承担水平发挥了治理效应, 表明企业进行财务柔性储备确实能够缓解企业融资困境、为企业投资活动提供更多现金及负债支持, 缓解管理者风险规避行为, 提升企业风险承担水平, 与假设 H1 相符.

3.3.2 高管团队背景特征对风险承担水平的影响研究

表 4 列(2)和列(3)为模型 5、模型 6 的回归结果, 以高管团队海外背景及金融背景为自变量, 分别讨论二者对于风险承担水平的影响作用.

从表 4 列(2)可知, 高管海外背景(*Sea*)与企业风险承担水平(*Risk*)间相关系数为 0.002, 通过 $p < 10\%$ 水平测试, 表明高管具有海外背景时, 能够利用自身的社会资本及情绪感染其他高管, 促进高管团队内部提升风险接受度, 进而提升企业整体风险承担水平, 假设 H2a 得到验证. 回归结果表 4 列(3)显示, 高管团队

金融背景与企业风险承担水平之间在 $p < 1\%$ 水平下呈正相关关系,说明具有金融背景高管时,企业整体的风险承担水平得到提升,假设 H2b 得到支持.

表4 高管团队背景特征对企业风险承担的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>
<i>FF</i>	0.030*** (8.09)			0.030*** (8.14)	0.031*** (8.18)
<i>Sea</i>		0.002* (1.76)		0.002* (1.89)	
<i>Fin</i>			0.003*** (2.93)		0.003*** (3.05)
<i>FF * Sea</i>				0.015*** (3.11)	
<i>FF * Fin</i>					0.010** (1.97)
<i>Size</i>	-0.024*** (-20.87)	-0.024*** (-20.51)	-0.024*** (-20.49)	-0.024*** (-21.03)	-0.024*** (-20.94)
<i>Lev</i>	0.074*** (16.29)	0.056*** (14.04)	0.056*** (14.06)	0.074*** (16.29)	0.074*** (16.30)
<i>Growth</i>	-0.001 (-1.46)	-0.001* (-1.73)	-0.001* (-1.74)	-0.001 (-1.46)	-0.001 (-1.46)
<i>Firmage</i>	0.027*** (2.84)	0.026*** (2.79)	0.027*** (2.84)	0.027*** (2.82)	0.027*** (2.91)
<i>Top1</i>	-0.037*** (-5.43)	-0.038*** (-5.55)	-0.038*** (-5.61)	-0.037*** (-5.41)	-0.037*** (-5.44)
<i>Constant</i>	0.499*** (12.49)	0.506*** (12.60)	0.506*** (12.61)	0.504*** (12.63)	0.502*** (12.58)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	8 305	8 305	8 305	8 305	8 305
<i>R²</i>	0.176	0.168	0.169	0.178	0.178
<i>F</i>	48.48	45.9	46.13	45.84	45.83

注:括号内的数值为参数 t 的统计量, *constant* 表示常数项, *Observations* 为样本总数, R^2 为回归方程的组间 R 方, F 为回归方程的 F 值,下同.

3.3.3 高管团队背景特征在财务柔性与企业风险承担水平关系中的调节效应

从表4列(4)、列(5)可知,在模型中加入高管团队背景特征及高管团队背景特征与财务柔性交乘项后,财务柔性(*FF*)系数为0.030,0.031,正向作用在 $p < 1\%$ 水平下通过检验,进一步对于假设 H1 进行了验证.观察高管团队海外背景(*Sea*)与财务柔性(*FF*)交乘项(*Sea * FF*)系数为0.015,即当企业储备财务柔

性并且高管团队内部有海外背景高管时,更能提升企业的风险承担水平,假设 H3a 成立. 列(5)展示假设 H3b 检验结果,从回归结果中可以看到,高管金融背景(Fin)与财务柔性(FF)交乘项($FF * Fin$)系数为 0.010, t 值为 1.97,说明高管金融背景在财务柔性与风险承担水平之间存在正向调节效应,能够更好地发挥财务柔性对风险承担水平的治理效果,对假设 H3b 进行了证明.

4 稳健性检验

为验证上文回归结果,采用替换被解释变量、内生性检验对构建模型进行稳健性检验(表 5).

表 5 财务柔性和高管团队背景特征对企业风险承担稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$Risk2$	$Risk2$	$Risk2$	$Risk2$	$Risk2$
FF	0.070*** (10.09)			0.066*** (8.69)	0.066*** (9.06)
Sea		0.004* (1.86)		0.003* (1.86)	
$FF * Sea$				0.018* (1.73)	
Fin			0.005*** (3.05)		0.004** (2.37)
$FF * Fin$					0.019** (2.00)
$Size$	-0.045*** (-20.82)	-0.044*** (-20.46)	-0.024*** (-21.03)	-0.024*** (-20.49)	-0.024*** (-20.94)
Lev	0.136*** (16.03)	0.101*** (13.72)	0.074*** (16.29)	0.056*** (14.06)	0.074*** (16.30)
$Growth$	-0.001 (-1.17)	-0.002 (-1.44)	-0.001 (-1.46)	-0.001* (-1.74)	-0.001 (-1.46)
$Firmage$	0.051*** (2.91)	0.050*** (2.85)	0.027*** (2.82)	0.027*** (2.84)	0.027*** (2.91)
$Top1$	-0.068*** (-5.34)	-0.070*** (-5.47)	-0.037*** (-5.41)	-0.038*** (-5.61)	-0.037*** (-5.44)
$Constant$	0.919*** (12.36)	0.933*** (12.47)	0.504*** (12.63)	0.506*** (12.61)	0.502*** (12.58)
$Year$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$Observations$	8 305	8 305	8 305	8 305	8 305
R^2	0.176	0.168	0.178	0.169	0.178
F	48.37	45.76	45.84	46.13	45.83

4.1 替换被解释变量

用 3 年内业绩盈余极差 (*Risk2*) 来代替滚动标准差来计量企业风险承担水平, 进行控制行业年度固定效应回归, 研究结果与前文假设以及实证结论一致, 依旧稳健。

4.2 内生性检验

由于企业不同的风险承担水平可能会影响企业内部的财务柔性储备, 进而在模型构建中产生内生性问题, 本文将模型 1 中的财务柔性及控制变量滞后一期。从表 6 中可以看出, 滞后一期的财务柔性 with 风险承担水平之间的相关系数为 0.011, 通过了 $p < 5\%$ 水平检验, 说明在解决了一定的内生性问题后, 企业财务柔性仍与企业风险承担水平之间呈正相关关系。

表 6 财务柔性对企业风险承担稳健性检验结果

变量	<i>Risk</i>	变量	<i>Risk</i>
<i>L. FF</i>	0.011** (2.23)	<i>L. Top1</i>	-0.038*** (-4.24)
<i>L. Size</i>	-0.006*** (-3.71)	<i>Constant</i>	0.101* (1.80)
<i>L. Lev</i>	0.031*** (5.25)	<i>Year</i>	<i>Yes</i>
<i>L. Growth</i>	-0.003*** (-3.34)	<i>Ind</i>	<i>Yes</i>
<i>L. Firmage</i>	0.045*** (3.36)	<i>Observations</i>	6 534
		<i>R²</i>	0.114
		<i>F</i>	23.00

注: *L.* 变量表示滞后一期。

5 研究结论与建议

本文以 2014—2020 年沪深 A 股上市公司数据为研究样本, 进行系列分析后得出如下结论: 随着内部财务柔性增强, 企业风险承担水平会随之提升; 企业高管团队中聘任具有海外背景和金融背景高管时能够使企业的风险承担水平增大; 通过进一步探究发现高管团队海外背景、金融背景特征能够在财务柔性 with 风险承担水平关系中发挥正向调节作用, 提升财务柔性对企业风险承担水平的促进效果。研究结论为上市公司进行财务柔性管理、配备高管团队以及政府如何发挥好主体作用提供了理论支持和实践参考, 为实现企业风险承担水平的提升, 本文提出如下建议:

① 企业需要基于事前、事中、事后原则来构建企业财务柔性管理体系, 从内部提高财务柔性意识、外部拓宽财务柔性储备渠道、内外共促预防财务柔性滥用 3 个方面展开财务柔性管理; ② 对于企业来说, 更好地保持财务柔性、发挥财务柔性的治理效应尤为关键, 因此需要对掌握资源调配能力的人进行优化配置。我国企业现在正面临转型阵痛期, 引入金融背景、海外背景高管能够在一定程度上缓解企业内部对于风险的厌恶情绪, 因此, 在进行高管团队配置的过程中企业应当选择性地引入海外背景或金融背景高管。同时, 也应该考虑到由于其背景不同, 刚进入团队内部可能会产生不适应的情况, 企业需要针对高管个人的不同情况, 提供一些岗位适应以及继续教育机会, 让高管更好地融入团队中, 发挥其最大效用; ③ 政府应发挥主体作用, 助力企业解决部分融资问题, 从样本企业中的海外背景、金融背景高管引入程度可以看出, 仍有没有意识或人才流动性缺乏等问题造成了企业间人才储备存在显著差异。因此, 政府部门需促进人才资源在企业间充分流动, 让人力资源治理效果在企业间充分发挥作用, 更好地提升企业风险承担水平, 保持企业高质量发展。

参考文献:

- [1] LUMPKIN G T, DE G G. Clarifying the Entrepreneurial Orientation Construct and Linking It to Performance. *Academy of Management Review*, 1996, 21(1): 135-172.
- [2] 石琦, 肖淑芳, 吴佳颖. 股票期权及其要素设计与企业创新产出——基于风险承担与业绩激励效应的研究 [J]. *南开管理评论*, 2020, 23(2): 27-38, 62.
- [3] 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.
- [4] 周雪峰, 李珍珠, 王红建. 董事网络位置对企业创新投资的影响——风险承担的遮掩和中介效应 [J]. *研究与发展管理*, 2021, 33(2): 53-66.
- [5] 曾爱民, 张纯, 魏志华. 金融危机冲击、财务柔性储备与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据 [J]. *管理世界*, 2013(4): 107-120.
- [6] JENSEN M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence [J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 76(2): 323-329.
- [7] DITTMANN I, YU K C, ZHANG D. How Important are Risk-Taking Incentives in Executive Compensation? [J]. *Review of Finance*, 2017, 21(5): 1805-1846.
- [8] HAMBRICK D C, MASON P A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers [J]. *The Academy of Management Review*, 1984, 9(2): 193-206.
- [9] OPLER T, PINKOWITZ L, STULZ R, et al. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 52(1): 3-46.
- [10] 姜付秀. 中国上市公司投资行为研究 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2009.
- [11] 殷钱茜, 胡建雄. 财务柔性、自由现金流与投资不足——来自中国上市公司的经验证据 [J]. *河海大学学报(哲学社会科学版)*, 2016, 18(4): 49-57, 91.
- [12] 刘端, 孙洪峰, 李丽丹. 财务柔性是否强化了公司的成本粘性 [J]. *中央财经大学学报*, 2020(8): 61-72.
- [13] 肖明, 李松. 货币政策、财务柔性与投资-现金流敏感性 [J]. *东北大学学报(社会科学版)*, 2016, 18(4): 350-355, 435.
- [14] KREISER P M, MARINO L D, DICKSON P, et al. Cultural Influences on Entrepreneurial Orientation: The Impact of National Culture on Risk Taking and Proactiveness in SMEs [J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2010, 34(5): 959-983.
- [15] 董直让, 余官胜, 吴琦琦. 高管海外背景能否提升海外子公司经营绩效? ——基于上市公司样本的实证研究 [J]. *武汉金融*, 2021(8): 62-70.
- [16] 邓建平, 曾勇. 金融生态环境、银行关联与债务融资——基于我国民营企业的实证研究 [J]. *会计研究*, 2011(12): 33-40, 96.
- [17] DAI Yunhao, KONG Dongmin. Can Executives with Overseas Experience Improve Corporate Investment Efficiency? [J]. *The Journal of World Economy*, 2017, 40(1): 168-192.
- [18] BYRD D T, MIZRUCHI M S. Bankers on the Board and the Debt Ratio of Firms [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2003, 11(1/2): 129-173.
- [19] 邓建平, 曾勇. 金融关联能够缓解民营企业的融资约束 [J]. *金融研究*, 2011(8): 78-92.
- [20] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担 [J]. *经济研究*, 2013, 48(9): 112-124.
- [21] 陈小辉, 张红伟. 数字经济如何影响企业风险承担水平 [J]. *经济管理*, 2021, 43(5): 93-108.
- [22] 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.