

董事长社会知名度与企业风险承担能力

张兆国, 韩晓宇

(华中科技大学 管理学院, 湖北 武汉 430074)

摘要:以我国2008—2018年沪深两市A股类上市公司为研究样本,采用生存分析法模型,考察董事长社会知名度对企业风险承担能力的影响及其机理。通过研究发现,董事长社会知名度越高,企业风险承担能力越强;在董事长社会知名度影响企业风险承担能力中,企业社会网络和政府监管起到了正向调节作用,而股权制衡则没有起到调节作用。这些研究结论对深入认识董事长社会知名度的效用、拓展企业风险承担的研究和提高企业风险承担能力具有一定的启示意义。

关键词:董事长社会知名度;企业风险承担能力;生存分析模型

中图分类号:F272.91 文献标识码:A 文章编号:1005-0566(2020)08-0101-09

Chairman Reputation and Corporate Risk-Taking

ZHANG Zhao-guo, HAN Xiao-yu

(School of Management, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan 430074, China)

Abstract: Using database of Shanghai and Shenzhen A-share listed firms during 2008–2018, we employ the survival analysis model to study the influence of chairman reputation on corporate risk-taking and the mechanism. The results show that the higher the chairman reputation is, the stronger the corporate risk-taking is. In the influence of chairman reputation on corporate risk-taking, the corporate's social network and the government regulation have positive moderating effect, while the equity restriction has no moderating effect. The results are conducive to understand the function of chairman reputation deeply, to expand the research on corporate risk-taking, and to improve corporate risk-taking.

Key words: chairman reputation; corporate risk-taking; survival analysis model

一、引言

企业风险承担能力是指企业稳健经营,防控风险损失,实现可持续发展的能力。在现代市场经济的条件下,面对复杂多变的商业环境,尤其是当今单边贸易主义和新一轮科技革命的挑战,提高企业的风险承担能力无疑对企业乃至社会经济的可持续发展均至关重要^[1-2]。正因如此,企业风险承担能力的影响因素问题便颇受学术界的关注。

在以往相关研究中,由于企业的风险承担能力难以衡量,因此基本上是把企业风险承担水平作为企业风险承担能力的同义词加以研究。企业的风险承担水平反映了企业在投资决策时的风险偏好。在一个完美的市场中,风险偏好的企业就会选择净现值为正的投资项目,以最大化企业价值,而风险规避的企业则可能会放弃风险大且净现值为正的投资项目,从而不利于企业价值最大化^[2-3]。大量研究表明,企业的风险承担水平会

收稿日期:2019-12-01 修回日期:2020-07-20

基金项目:国家自然科学基金青年项目(71702042; 71702194)。

作者简介:张兆国(1955—),男,湖北宜昌人,华中科技大学管理学院会计系教授,博士生导师。

受到诸多因素的影响。例如,管理者背景特征^[4]、股权结构^[5]、管理层激励^[6]、外部治理机制^[7]、社会网络^[8]等因素,都会影响企业的风险选择。这些研究为考察企业风险承担能力的影响因素提供了广泛的经验证据。

但遗憾的是,仍存有如下两个方面的问题需要进一步研究:一是关于企业风险承担水平的衡量问题。以往相关文献主要是采用企业盈利(总资产息税前利润率)的波动性(标准差)来衡量企业的风险承担水平,并基于完美的市场假说认为,企业盈利的波动性越大,企业的风险承担水平就越高,从而就越能最大化企业价值和股东财富^[9]。如果是这样,这种衡量方法就可能难以解释现实问题。现实的市场并非是一个完美的市场,经常会存在这样的现象,即有些风险偏好的企业会因过度负债和扩大投资而陷入危机,如目前在我国的民营上市公司不胜枚举;相反,有些风险管理能力强的企业则通过弹性风险管理等方法稳健经营,却能行稳致远,大量事实也证明了这一点,稳健经营是长寿企业的一个秘诀^[10]。可见,在现实中采用企业盈利的波动性来衡量企业的风险承担水平并不能说明其经济后果的好坏,即其水平高不一定是好的经济后果,而其水平低也不一定是坏的经济后果。这样,就会影响研究结论的说服力和可靠性。所以,需要另辟蹊径,以解决企业风险承担能力的衡量问题,使企业风险承担水平还原为企业风险承担能力。二是鲜有关注董事长的社会知名度如何影响企业的风险承担能力。在我国企业中,董事长有其特殊身份和重要地位,一般是企业的法人代表,由控股股东委派或本身就是控股股东,处于核心领导地位。因此,董事长的社会知名度作为其个人魅力、掌控能力和社会影响力等能力和特质的综合体现,可能会对企业的风险承担能力产生较大的影响。所以,有必要加以实证检验。

本文以我国 2008—2018 年沪深两市 A 股类上市公司为研究样本,在采用生存分析模型衡量企业风险承担能力的基础上,考察董事长社会知名度对企业风险承担能力的影响。其基本思路

是:首先,分析董事长社会知名度是否会影响企业风险承担能力;然后,分析企业社会网络、政府监管和股权制衡等因素在董事长社会知名度影响企业风险承担能力中是否具有调节作用,以揭示董事长社会知名度的作用机理。实证研究结果表明,董事长社会知名度越高,企业风险承担能力越强。进一步分析表明,在董事长社会知名度影响企业风险承担能力中,企业社会网络和政府监管起到了正向调节作用,而股权制衡则没有起到调节作用。

与以往相关文献相比,本文的研究贡献主要表现在以下三个方面:一是以往相关文献主要采用企业盈利的波动性衡量企业的风险承担水平,在一个完美的市场中可能具有解释力,而在现实并非完美的市场中则可能不具有解释力,进而就会影响研究结论的说服力和可靠性。因此,本文采用生存分析模型直接估计企业的风险承担能力将有助弥补这一不足。二是以往相关文献主要基于委托代理分析框架,研究了公司治理、管理者背景特征等因素对企业风险承担水平的影响,而尚未研究董事长社会知名度对企业风险承担能力的影响。因此,本文研究董事长社会知名度对企业风险承担能力的影响,将有助于拓展和深化企业风险承担水平的相关研究,为企业风险承担能力提供新的解释。三是以往相关文献在研究单一因素对企业风险承担水平的影响时,较少深入分析该因素的影响机理。本文在研究董事社会知名度对企业风险承担能力的影响时,考察了企业社会网络、政府监管和股权制衡等因素在这种影响中的调节作用,以揭示其作用机理。因此,本文将有助于从更广阔的视野,为深入研究单一因素影响企业风险承担能力的作用机理提供新的分析思路。

本文下面的结构安排是:第二部分是理论分析与研究假设;第三部分是研究设计;第四部分是数据分析与结果;第五部分是进一步研究;第六部分为稳健性检验;最后一部分是结论与启示。

二、理论分析与研究假设

何谓董事长的社会知名度,从其表象上看,是

大众媒体时代的产物,反映了董事长为大众所熟知的程度^[11],但从其内涵上看,却是董事长能力和特质的综合体现,反映了董事长处事的能力和做人的品质。董事长的社会知名度越大,可能会使董事长具有更强的掌控能力、更好的道德品质、更大的声誉价值以及更广的社会网络和社会影响。可见,在现代信息网络时代,董事长的社会知名度是企业的一种重要战略性资源。

在我国企业中,由于董事长处于核心领导地位,因此其社会知名度作为一种重要的战略性资源便会对企业风险承担能力产生积极的影响作用。第一,从信号传递理论的角度看,董事长的社会知名度是企业信息传递的一种机制。在现代信息网络时代,董事长的社会知名度是董事长在大众媒体上被报道的频率。其频率越高,董事长的社会知名度就越大,进而使董事长受公众关注的程度也就越大。这反映到企业层面上,就会使各利益相关者了解企业信息的机会增多,正面评价企业的倾向增大。所以,从这种意义上看,董事长的知名度是企业信息传递的一种机制,有助于降低信息不对称^[12],改善企业经营环境,使企业获得更多的合法性(各利益相关者的认可和支持)。第二,从社会舆论监督理论的角度看,董事长的社会知名度是董事长自我约束的一种治理。董事长的社会知名度越大,使董事长受媒体和公众关注的程度就越大,从而对董事长所产生的社会舆论压力也就越大。正是因为董事长的社会知名度会引起社会舆论的压力,所以认为董事长的社会知名度是董事长自我约束的一种治理,它有助于抑制董事长的道德风险,促使董事长勤勉尽责^[13-14]。第三,从积极心理学的角度来看,董事长的社会知名度是形成企业品牌资产的一种途径。董事长的社会知名度能使人们对董事长产生钦佩感,形成董事长的个人品牌资产。于是,消费者就会对董事长的个人品牌资产产生丰富的联想,并转移到企业的产品上,以产生偏爱,增强购买意愿,从而使董事长的个人品牌资产转化为企业的品牌资产,以扩大企业的销售规模^[15]。第四,从现代资源理论的角度看,董事长的社会知名度是企业获取

并有效配置资源的一种基础。一方面,董事长凭借其社会知名度可以赢得社会各方面的信任和认可,建立其嵌入性较高的社会网络,以动员和汇聚各种资源^[16]。企业通过嵌入这种网络,就可能获得更多的政治资源、社会资源和商业资源,以增强竞争优势^[17-18]。另一方面,董事长凭借其社会知名度就更有能力统一和协调高管团队的认识和行为,整合企业各种资源,实施企业战略目标,并能根据环境的变化,不断创新,建立起具有竞争优势的价值链和业务体系,使企业各种资源不断转化为有价值的产品,以提高企业绩效。由上述理论分析可见,董事长的社会知名度在改善企业治理、加强企业与外界联系、形成企业品牌资产、增强企业获取和整合资源的能力等方面均有着积极的作用,因此,本文提出如下研究假设:

H₁:董事长的社会知名度可能会提升企业的风险承担能力。

但是,董事长的社会知名度也可能会对企业的风险承担能力产生不利的影响。第一,从政治成本假说的角度看,董事长的社会知名度越大,使企业受媒体和公众关注的程度就越高,进而给政府监管部门带来的监管风险也就越大。为了规避这种政治风险,政府监管部门就会加大对企业的监管力度,查出企业违规或“打擦边球”行为,从而增加企业的政治成本。例如,有研究表明,由于“胡润百富榜”颇受众多媒体报道和公众关注,使不少企业家及企业受到“原罪”质疑和追问,从而承担了较大的政治成本^[19]。这可能就是俗语所说的,“树大招风,人怕出名”。第二,从成本与收益的角度看,董事长凭借其社会知名度所建立的社会连带关系既可能会给企业带来收益,也可能会给企业带来成本。如果董事长的社会连带关系过于广泛和复杂,就需要投入更多的时间、人力和物力来加以维护,从而就可能会导致企业社会网络的维护成本大于其收益,使企业绩效受损^[16]。第三,从寻租理论的角度看,由于董事长的社会知名度越大,越受人们的青睐,甚至是盲目信任,以及越具有掌控能力,因此在缺乏有效约束和监督的情况下,董事长就可能会产生寻租行为,如购买新

闻、在职消费、过度投资等,从而造成企业资源浪费。由上述理论分析可见,董事长的社会知名度也可能会给企业带来较大的政治成本、社会网络维护成本和资源浪费等负面效应。因此,本文提出如下研究假设:

H₂:董事长的社会知名度也可能会降低企业的风险承担能力。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选择我国 2008—2018 年沪深两市 A 股类上市公司为研究样本,并删除如下样本公司:金融行业的企业;数据不足两年的企业;缺失重要变量数据的企业;当年 ST 和退市的企业。筛选之后共获得 1443 个样本公司,9185 条样本数据。本文的数据来自国泰安 CSMAR 数据库、Wind 数据库以及互联网爬虫和手工收集。

(二) 变量解释

(1)企业风险承担能力。企业风险承担能力是企业应对风险的能力。当企业风险承担能力较弱时,就会造成企业亏损甚至退出市场;当企业风险承担能力较强时,就能维持企业正常经营。因此,本文采用生存分析方法来估计企业风险承担能力。

生存分析方法最早产生于生物学研究领域,用于分析某种活动或者个体存续的时间及规律^[20]。随后,被逐步用于社会学、经济学、管理学等研究领域,以分析人口再就业、婚姻持续、经济周期以及企业风险等问题。在风险研究领域,生存分析法是一种重要的分析工具,它不同于其他分析方法,十分强调在时间维度上的起点和终点,通过对不同时点上事件发生概率的估计,能动态地刻画出事件的状态^[20]。

本文采用生存分析法估计企业风险承担能力的总体思路是:第一,构建生存分析数据。首先,确定终点事件,即研究主题所关注的核心事件,本文关注的终点事件是公司退市或 ST;然后,明确样本观察期间,即确定起始时间至结束时间,本文以 2008 年至 2018 年作为生存分析的观察期间。第二,建模分析数据。采用全样本数据构建模型进

行生存分析,估算企业在观察期的风险概率。其具体计算过程见下文中的模型构建。

(2)董事长社会知名度。本文借鉴 Denner (2018)^[21]、吕文栋(2020)^[22]等文献,通过 python 和 Stata 软件,运用互联网爬虫技术,收集董事长在观察期内的新闻检索数量,并以此作为衡量董事长社会知名度的替代变量。

(3)控制变量。本文根据生存分析法的特点,借鉴 He(2010)^[23]、Giovannetti(2011)^[24]、Kristanti(2017)^[25]等文献,所选取的控制变量有资产报酬率、资产增长率、资本购置比率、现金负债比率、营运资金周转率、应收账款周转率、销售现金率、股票表现、企业规模和企业年限等。具体各变量的解析见表 1。

表 1 变量解析

变量名称	变量符号	变量解释
企业风险承担能力	Risk	企业退市风险概率越小表示企业风险承担能力越强
董事长社会知名度	Reputation	互联网新闻媒体报道数量的对数值
资产报酬率	ROA	净利润/总资产
资产增长率	TAG	本年度资产增长额/年初资产总额
资本购置比率	ZG	经营活动现金净流量/资本支出
现金负债比率	CL	经营活动现金净流量/流动负债
营运资金周转率	TZT	360/营运资金周转天数
应收账款周转率	ART	360/应收账款周转天数
销售现金率	SNC	经营现金净含量/营业收入
股票表现	Stock	个股收益与市场收益之差
企业规模	SIZE	企业总资产的对数值
企业年限	AGE	企业成立的年限
行业	Ind	依据中国证监会行业分类标准划分行业

(三) 模型构建

在以往研究中,对事件发生概率的估计,通常是采用发生或不发生的虚拟变量来构建 Logistic 模型,但该模型存有一定的局限性^[26],如限定了具体的形式和分布、忽略了事件发生的动态过程等。因此,本文采用生存分析法构建实证模型。

令 T 表示企业生存期限,为连续随机变量,且 $T \geq 0$ 。企业在 t 时刻退市的风险概率为:

$$\lambda(t) = \lim_{\Delta t \rightarrow 0^+} \frac{P(t \leq T < t + \Delta t) | T \geq t}{\Delta t} \quad (1)$$

又令 $F(t)$ 为 T 的分布函数、 $f(t)$ 为概率密度函数,其生存函数为:

$$S(t) = 1 - F(t) \quad (2)$$

则企业在 t 时刻退市的风险概率就变换为:

$$\lambda(t) = \lim_{\Delta t \rightarrow 0^+} \frac{P(t \leq T < t + \Delta t) | T \geq t}{\Delta t} = \frac{f(t)}{S(t)} \quad (3)$$

于是,得出生存分析 PH 模型:

$$\lambda(t, x) = \lambda_0(t)h(x) \quad (4)$$

在(4)式中, $\lambda_0(t)$ 是基准风险, 只与时间有关, 每个个体的基准风险都相同, 与 $h(x)$ 成正比。

由于不同情景下的基准风险 (λ_0) 的分布不确定, 致使生存分析法中 PH 或 AFT 这类参数模型容易产生预测误差, 所以本文选用了生存分析法中的 Cox PH 模型作为主要的计量工具。Cox PH 模型是在 PH 模型框架下延展出来的半参数模型, 不需要对基准模型的分布设置任何前提假设和限制, 具有更加广泛的适用性, 可以降低因函数形式和分布设定而产生的误差。生存分析模型估计的是单一个体“失败”的概率, 所以 Cox PH 模型估计的是企业面临 ST 或退市的概率。从企业风险承担能力看, 企业面临危机的概率越大, 说明其风险承担能力越低; 反之, 企业风险承担能力则越高。

Cox PH 模型的表达式如(5)式所示:

$$Risk(t, X) = h_0(t) e^{\sum_{i=1}^n \beta_i X_i + Ind} \quad (5)$$

在(5)式中, X 代表董事长社会知名度、资产报酬率、资产增长率、资本购置比率、现金负债比率、营运资金周转率、应收账款周转率、销售现金率、股票表现、企业规模和企业年限等相关变量; Ind 为行业哑变量。具体的回归由 Stata 软件完成。

四、数据分析与结果

(一) 描述性统计

表2为各变量的描述统计结果。由表2可见, 董事长社会知名度的均值、中位数、最大值、最小值和标准差分别为 4.371、4.331、12.180、0 和 1.253, 说明各公司的董事长社会知名度有较大差异。资产报酬率的均值、中位数、最大值、最小值和标准差分别为 0.060、0.059、0.913、-3.834 和

0.082, 说明大部分公司盈利, 也有部分公司亏损。资产增长率的均值、中位数、最大值、最小值和标准差分别为 0.285、0.102、349.011、-0.808 和 3.738, 说明部分公司扩张较快。资本购置比率的均值、中位数、最大值、最小值和标准差分别为 1.328、0.665、37.728、-28.115 和 6.407, 说明公司的资金来源主要是依靠外部融资。现金负债比率的均值、中位数、最大值、最小值和标准差分别为 4.440、0.295、130.718、-9.799 和 17.265, 说明部分公司的现金持有量较大。营运资金周转率的均值、中位数、最大值、最小值和标准差分别为 3.900、1.708、53.686、0.210 和 7.120, 说明各公司营运资金周转率的差距较大。应收账款周转率的均值、中位数、最大值、最小值和标准差分别为 19.778、4.677、530.505、0.804 和 65.523, 说明各公司应收账款周转率的差距较大。销售现金率的均值、中位数、最大值、最小值和标准差分别为 0.079、0.075、0.586、-0.516 和 0.161, 说明各公司销售收入中的现金比较低, 收账风险较大。股票表现的均值、中位数、最大值、最小值和标准差分别为 -0.103、0、1.162、-14.971 和 0.579, 说明各公司的股票收益率较低。

表2 描述统计

变量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	观测值数
Reputation	4.371	4.331	12.180	0.000	1.253	9185
ROA	0.060	0.059	0.913	-3.834	0.082	9185
TAG	0.285	0.102	349.011	-0.808	3.738	9185
ZG	1.328	0.665	37.728	-28.115	6.407	9185
CL	4.440	0.295	130.718	-9.799	17.265	9185
TZT	3.900	1.708	53.686	0.210	7.120	9185
ART	19.778	4.677	530.505	0.804	65.523	9185
SNC	0.079	0.075	0.586	-0.516	0.161	9185
Stock	-0.103	0.000	1.162	-14.971	0.579	9185
SIZE	21.656	21.479	28.509	14.942	1.178	9185
AGE	12.411	12.000	50.000	0.000	5.676	9185

(二) 主回归结果

表3是生存分析模型的分析结果。从主变量看, 在单变量列中, 董事长社会知名度的系数值为 -0.242, 在5%水平上显著负相关, 说明董事长社会知名度越高, 企业风险承担能力越强; 在多变量列中, 董事长社会知名度的系数值为 -0.589, 在1%水平上显著负相关, 说明董事长社会知名度越大, 企业承担风险能力越强。这一研究结论与前

文的研究假设相一致。再从其他变量看,企业资产报酬率的系数值为 -0.801 ,在 1% 水平上显著负相关,说明盈利能力越高的企业,其风险承担能力越高;企业销售现金比率的系数值为 -0.652 ,在 1% 水平上显著负相关,说明收入质量越好的企业,其风险承担能力越强;股票表现的系数值为 -0.393 ,在 1% 水平上显著负相关,说明股票市场表现越好的企业,其风险承担能力越强;资产增长率的系数值为 0.088 ,在 1% 水平上显著正相关,说明扩张速度快的企业,其风险承担能力低;资本购置比率、现金负债比率、营运资金周转率、应收账款周转率、企业规模和企业年限均未表现出显著关系。

表 3 主回归结果

变量	单变量	多变量
Reputation	-0.242^{**}	-0.589^{***}
	(-2.07)	(-3.04)
ROA		-0.801^{***}
		(-2.58)
TAG		0.088^{***}
		(6.18)
ZG		-0.01
		(-0.30)
CL		-0.01
		(-0.47)
TZT		-0.01
		(-0.04)
ART		-0.01
		(-0.31)
SNC		-0.652^{***}
		(-3.66)
Stock		-0.393^{***}
		(-4.17)
SIZE		0.183
		(0.99)
AGE		0.017
		(0.8)
Ind	控制	控制
Wald Chi2	35.45	1852.84
Global Test	0.10	8.32
	(0.757)	(0.996)

注:(1)各变量报告数值为系数值,括号内为对应 Z 值。(2)** 表示在 0.05 显著性水平显著,*** 表示在 0.01 显著性水平显著。

表 4 为上述 COX PH 模型中比例风险假设的检验结果。本文采用 Schoenfeld 残差方法来检验所选择的变量是否满足比例风险假设。从表 4 中各变量的检验结果看,验证了各变量符合比例风险假设。从表 4 中的最后一行 Global Test 看,验证了整体模型也符合比例风险假设。因此,本文所

构建的 COX PH 分析模型是合理的,进而说明上述分析结果是可靠的。

表 4 比例风险假设检验

	单变量			全样本		
	rho	chi2	Prob > chi2	rho	chi2	Prob > chi2
Reputation PHtest	-0.015	0.10	0.757	-0.005	0.00	0.964
ROA PHtest				-0.139	1.97	0.161
TAG PHtest				0.120	1.26	0.262
ZG PHtest				0.006	0.00	0.970
CL PHtest				-0.031	0.02	0.895
TZT PHtest				-0.115	0.21	0.648
ART PHtest				0.028	0.20	0.653
SNC PHtest				0.170	1.13	0.287
Stock PHtest				0.060	0.21	0.648
SIZE PHtest				-0.045	0.25	0.616
AGE PHtest				0.096	1.01	0.316
Ind		控制			控制	
GlobalTest		0.10	0.757		8.32	0.996

注:(1)Global Test 为整体比例风险假设检验,Reputation PHtest、ROA PHtest、TAG PHtest、ZG PHtest、CL PHtest、TZT PHtest、ART PHtest、SNC PHtest、Stock PHtest、SIZE PHtest、AGE PHtest 为各变量比例风险检验结果。(2)由 Prob > chi2 判断,不显著说明可以接受比例风险的假设。

五、进一步研究

上述实证结果表明,董事长社会知名度与企业风险承担能力呈正相关关系。那么,其影响机理又如何呢?因此,本部分将进一步考察企业社会网络、政府监管和股权制衡等因素对董事长社会知名度与企业风险承担能力之间关系的调节作用。

(一)理论分析

(1)企业社会网络。在现代市场经济的条件下,每个企业都有其社会网络,以开展商业活动。企业社会网络具有资源配置效用,是企业获取社会资源的重要渠道^[27]。企业社会网络能够强化董事长社会知名度对社会资源的汇集能力,增加董事长社会知名度调动外部资源的渠道。但是,企业社会网络的嵌入性过强也可能会导致“资源诅咒”问题^[28],弱化董事长社会知名度调节整合资源的效用。因此,企业社会网络在董事长社会知名度影响企业风险承担能力中可能会起到调节作用。

(2)政府监管。根据公共压力理论,政府监管对企业行为具有最显而易见的制度性解释。它对董事长行为具有约束作用,以抑制董事长因社会知名度提升而产生的寻租行为。因此,政府监管

在董事长社会知名度影响企业风险承担能力中可能会起到调节作用。

(3) 股权制衡。股权制衡是指大股东之间的相互制约,是一种治理机制。它不仅有助于抑制管理者的道德风险,而且有助于抑制大股东的隧道效应^[29]。在我国上市公司中,董事长一般都是控股股东委派或本身就是控股股东,因此股权制衡对董事长行为具有一定约束作用,从而在董事长社会知名度影响企业风险承担能力中可能会起到调节作用。

(二) 研究设计

为进一步验证以上因素对董事长社会知名度与企业风险承担能力关系的影响,本文在主回归模型的基础上构建了如下分析模型:

$$Risk(t, X) = h_0(t) e^{\beta_1 Reputation + \beta_2 M + \beta_3 M * Reputation + \sum_{i=1}^{10} \beta_{i+3} X_i + Ind} \quad (6)$$

在式(6)中, M 表示调节变量,分别为企业社会网络(Net)、政府监管(GOV)和股权制衡(DIV); X 为控制变量; Ind 为行业控制变量。

其中,对企业社会网络的衡量,本文借鉴刘健(2016)^[30]的方法,以各公司前十大股东中的共同股东为网络链接,构建企业社会网络,计算其中心度。其计算公式如下:

$$C_i^w = \sum_{v_j \in \Gamma} \tau_{i,j}^L \quad (7)$$

在(7)式中, C_i 表示节点 v_i 的度,也就是说 C_i 和 v_i 两个节点是相互连接的, Γ 表示与节点 v_i 相连接所有节点的集合, $\tau_{i,j}^L$ 表示对应边的权重。

对政府监管的衡量,本文采用监管部门对上市公司的处罚来度量政府监管力度,按照批评、警告、谴责、罚款、没收违法所得、取消营业许可、市场禁入处罚的记录依次赋值为 2 至 8 分,其他赋值为 1 分。

对股权制衡的衡量,本文采用前十大股东持股比例与第一大股东持股比例的比值计算而来。

(三) 实证结果

表 5 为进一步研究的实证结果。由表 5 可见,董事长社会知名度与企业社会网络中心度的交乘项系数为 -0.511,在 1% 水平上显著负相关,说明企业社会网络在董事长社会知名影响企业风险承

担能力中起到了正向调节作用;董事长社会知名度与政府监管的交乘项系数为 -0.246,在 10% 水平上显著负相关,说明政府监管在董事长社会知名影响企业风险承担能力中起到了正向调节作用;董事长社会知名度与股权制衡的部分系数不显著,说明股权制衡对董事长社会知名度影响企业风险承担能力关系的调节作用不显著。

表 5 董事长社会知名度与企业风险承担能力调节作用

变量	企业社会网络	政府监管	股权制衡
Reputation	-0.995 *** (-3.98)	-0.639 ** (-2.45)	-0.382 (-1.61)
Net	0.082 ** (2.28)		
Rep * Net	-0.511 *** (-3.66)		
GOV		0.914 * (1.77)	
Rep * GOV		-0.246 * (-1.67)	
DIV			0.968 *** (2.69)
Rep * DIV			-0.169 * (-1.83)
CONTROL	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制
Wald Chi2	337.76	1067.98	1550.50
Global Test	8.19 (0.998)	20.59 (0.6064)	8.35 (0.998)

注:(1)报告数值为系数值,括号内为对应 Z 值。(2) * 表示在 0.1 显著性水平显著, ** 表示在 0.05 显著性水平显著, *** 表示在 0.01 显著性水平显著。

六、稳健性检验

为验证以上回归结果的稳健性,本文采用以下两种方式进行稳健性检验。

(1) 变换生存分析模型设定。为了进一步检验生存分析结果的稳健性,本文采用威布尔回归和冈伯茨回归模型进行验证。其回归结果由表 6 所示,与前文的分析结果一致。

表 6 稳健性检验一

变量	威布尔回归		冈伯茨回归	
	单变量	全样本	单样本	全样本
Reputation	-0.477 *** (-5.59)	-0.846 *** (-5.04)	-0.323 *** (-2.59)	-0.607 *** (-3.07)
CONTROL		控制		控制

注:(1)威布尔回归和冈伯茨回归是事先确定分布形式的生存分析参数模型。(2) *** 表示在 0.01 显著性水平显著。

(2) 替换风险承担能力实证检验模型。为了进一步检验实证结果的稳健性,本文以公司 ST 或退市事件构建 Logistic 模型进行验证。其回归结

果由表 7 所示,与前文的分析结果一致。

表 7 稳健性检验二

变量	Logistic	
	单变量	全样本
Reputation	-0.459***	-0.671***
	(-4.44)	(-2.92)
ROA		-1.174
		(-1.64)
TAG		0.305***
		(4.00)
ZG		-0.01
		(-0.09)
CL		-0.01
		(-0.12)
TZZ		0.01
		(0.02)
ART		-0.001
		(-0.30)
SNC		-0.708***
		(-2.78)
Stock		-0.401***
		(-3.02)
SIZE		0.197
		(0.91)
AGE		0.016
		(0.75)
Ind	控制	控制
Year	控制	控制
Cons	-0.176	-3.656
	(-0.22)	(-0.91)
LR chi2	104.96	86.63

注:(1)各变量报告数值为系数值,括号内为对应 Z 值。(2)*** 表示在 0.01 显著性水平显著。

七、结论与启示

企业风险承担能力是指企业稳健经营,防范风险损失的能力。面对复杂多变的营商环境,提高企业风险承担能力对企业乃至社会的发展均至关重要。在以往相关研究中,由于采用企业盈利的波动性衡量企业的风险承担水平,因此主要是基于完美的市场假说研究企业风险承担的影响因素问题。本文以我国 A 股类上市公司为研究样本,采用生存分析法模型,考察了董事长社会知名度对企业风险承担能力的影响及其机理。实证结果表明,董事长社会知名度与企业风险承担能力呈正相关关系;在这种关系中,企业社会网络和政府监管起到了正向调节作用,而股权制衡则没有起到调节作用。

上述研究结论具有一定的政策意义。一方面,要保护企业家的合法权益,提高社会知名度,

使企业获得更多的政治资源、社会资源和商业资源,增强竞争优势;另一方面,要完善公司内外治理机制,约束企业家行为,抑制其社会知名度提高所产生的寻租行为,避免对企业产生负面影响。

本文研究的不足主要表现在主变量的衡量方面:一是本文采用生存分析模型来衡量企业风险承担能力可能存在时间限制、终点事件单一等局限性,因此后续研究还可以从企业弹性风险管理水平、企业投资失败承受能力等角度来衡量企业风险承担能力;二是本文采用单个搜索引擎的新闻曝光率来衡量董事长知名度可能缺乏媒体种类的不全面性,因此后续研究还可以从更广泛的角度(如社交媒体关注度等)来衡量董事长知名度。

参考文献:

- [1] 吕文栋,赵杨,韦远. 论弹性风险管理——应对不确定情境的组织管理技术[J]. 管理世界,2019,35(9):116-132.
- [2] 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.
- [3] FAMA E F, MILLER M H. The theory of finance[M]. Dryden Press,1972.
- [4] 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.
- [5] 王美英,陈宋生,曾昌礼,等. 混合所有制背景下多个大股东与风险承担研究[J]. 会计研究,2020(2):117-132.
- [6] 王栋,吴德胜. 股权激励与风险承担——来自中国上市公司的证据[J]. 南开管理评论,2016,19(3):157-167.
- [7] 罗党论,廖俊平,王珏. 地方官员变更与企业风险——基于中国上市公司的经验证据[J]. 经济研究,2016,51(5):130-142.
- [8] 张敏,童丽静,许浩然. 社会网络与企业风险承担——基于我国上市公司的经验证据[J]. 管理世界,2015(11):161-175.
- [9] JOHN K, LITOV L, YEUNG B. Corporate governance and risk-taking[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(4):1679-1728.
- [10] DE G. A. The living company[J]. Harvard Business Review, 1997, 75(2):51.
- [11] HAYWARD M L A, RINDOVA V P, POLLOCK T G. Believing one's own press: The causes and consequences of CEO celebrity[J]. Strategic Management Journal, 2004, 25(7):637-653.

- [12] RANFT A L, ZINKO R, FERRIS G R. Marketing the image of management: The costs and benefits of CEO reputation[J]. *Organizational Dynamics*, 2006, 35(3): 279-290.
- [13] 彭桃英, 汲德雅. 媒体监督、内部控制质量与管理层代理成本[J]. *财经理论与实践*, 2014, 35(2): 61-65.
- [14] 梁上坤. 媒体关注、信息环境与公司费用粘性[J]. *中国工业经济*, 2017(2): 154-173.
- [15] 刘伟, 纪思淼, 齐捧虎. 企业家形象、消费者企业家钦佩感与消费者品牌态度[J]. *外国经济与管理*, 2018, 40(3): 121-136.
- [16] 张祥建, 徐晋, 徐龙炳. 高管精英治理模式能够提升企业绩效吗? ——基于社会连带关系调节效应的研究[J]. *经济研究*, 2015, 50(3): 100-114.
- [17] 王营, 曹廷求. 董事网络增进企业债务融资的作用机理研究[J]. *金融研究*, 2014(7): 189-206.
- [18] 陈运森. 社会网络与企业效率: 基于结构洞位置的证据[J]. *会计研究*, 2015(1): 48-55, 97.
- [19] 唐松, 温德尔, 孙铮. “原罪”嫌疑与民营企业会计信息质量[J]. *管理世界*, 2017(8): 106-122, 187-188.
- [20] DAVID M, YIN B C, MAHESH K P. Survival analysis: a practical approach [M]. Wiley, 2006.
- [21] DENNER N, NICOLA H, THOMAS K. Presentation of CEOs in the media: A framing analysis[J]. *European Journal of Communication*, 2018, 33(3): 271-89.
- [22] 吕文栋, 林琳, 赵杨. 名人 CEO 与企业战略风险承担[J]. *中国软科学*, 2020(1): 112-127.
- [23] HE Q, CHONG T L, ZHANG L J. A competing risks analysis of corporate survival[J]. *Financial Management*, 2010, 39(4): 1697-1718.
- [24] GIOVANNETTIGIORIA, GIORGIO R, MARGHERITA V. Size, innovation and internationalization: a survival analysis of Italian firms[J]. *Applied Economics*, 2011, 43(12): 1511-1520.
- [25] KRISTANTI F T, ALDRIN H. Corporate governance, financial ratios, political risk and financial distress: A survival analysis[J]. *Accounting & Finance Review (AFR)*, 2017, 2(2): 26-34.
- [26] 赵杨, 吕文栋. 公司特质、制度环境与企业风险管理决策——基于 COX 比例风险模型的研究[J]. *山西财经大学学报*, 2014, 36(12): 107-119.
- [27] 杨震宁, 李东红, 范黎波. 身陷“盘丝洞”: 社会网络关系嵌入过度影响了创业过程吗? [J]. *管理世界*, 2013(12): 101-116.
- [28] 李德辉, 范黎波, 杨震宁. 企业网络嵌入可以高枕无忧吗——基于中国上市制造业企业的考察[J]. *南开管理评论*, 2017, 20(1): 67-82.
- [29] 张兆国, 何威风, 闫炳乾. 资本结构与代理成本——来自中国国有控股上市公司和民营上市公司的经验证据[J]. *南开管理评论*, 2008(1): 39-47.
- [30] 刘健, 刘春林. 不确定性下关联股东网络的并购经验与并购绩效研究[J]. *南开管理评论*, 2016, 19(3): 4-17.

(本文责编: 海洋)