

DOI: 10.19361/j.er.2018.05.08

企业风险承担差异： 所有制特性抑或禀赋特征？

刘锡良 周彬蕊 许 坤*

摘要：关于不同所有制企业的风险承担差异，现有研究将非国有企业与国有企业的差异归结于所有制特性，忽视了企业的禀赋特征。本文运用 Blinder-Oaxaca 和 Cotton 法对 A 股不同所有制企业的风险承担差异进行回归，并将其分解为两类：一是由外部市场环境变化和企业禀赋差异共同组成的特征差异，称为可解释部分；二是由所有制企业的不同产权特性组成的系数差异，称为不可解释部分。结果显示，我国不同所有制企业的风险承担差异主要源自禀赋差异。此外，研究还表明，一方面国有企业风险承担水平与其风险承受能力不匹配，另一方面部分禀赋价值尚在非国有企业中被低估。该结果不仅为我国企业价值增长提供了新思路，且对发挥非国有企业潜力和深化国有企业改革具有重要政策意义。

关键词：企业风险承担；所有制特性；禀赋差异；国有企业改革

一、引言

经济结构调整中的中国，正面临经济下行的趋势，未来经济增长的动力来自哪儿？已有研究表明，风险承担是经济长期增长的基础和支撑（Baumol et al., 2007; DeLong and Summers, 1991）。因此，从宏观经济视角了解风险承担的决定因素，有助于确定政策变化改善经济福利的途径，以推动经济可持续增长从而达到更高层次发展水平。

企业作为市场的主要参与主体，其风险承担^①是公司业绩和增长的基本动力（John et al., 2008）。根据现有研究，虽然大量文献已证明所有权和控制权的分离会对企业风险投

* 刘锡良，西南财经大学中国金融研究中心，邮政编码：611130，电子信箱：liuxl@swufe.edu.cn；周彬蕊（通讯作者），四川省政府国有资产监督管理委员会、西南财经大学中国金融研究中心，邮政编码：610072，电子信箱：rczxzbr@126.com；许坤，西南财经大学中国金融研究中心，邮政编码：611130，电子信箱：xuk@swufe.edu.cn。

本文受国家社会科学基金重大项目“防范系统性、区域性金融风险——基于金融适度分权的视角”（项目编号：13&ZD030）、研究阐释党的十九大精神国家社科基金专项（项目编号：18VSJ073）、教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“我国金融安全影响机制研究”（项目编号：17JJD790024）的资助。本文是周彬蕊博士学位论文中的一部分，感谢董青马、张琳、外审专家及答辩委员会等学者对本文的帮助与指点，感谢匿名评审专家们的宝贵修改意见，当然文责自负。

① 风险承担从其含义来讲，是指企业在面对多个收益和现金流充满不确定性的投资项目时，根据自身承担能力选择投资的风险性项目，项目风险性越高，企业风险承担水平则越高（John et al., 2008; Boubakri et al., 2013; 余明桂等，2013）。

资决策产生影响(如企业重组、剥离和兼并),但针对股东身份性质的影响仍是一个有待探索的问题。鉴于此,Boubakri等(2013)、李文贵和余明桂(2012)、余明桂等(2013)根据企业的实际控制人性质研究了不同所有权结构对企业风险承担的影响,研究发现非国有企业风险承担显著高于国有企业风险承担。那么,为什么非国有企业风险承担会高于国有企业?上述学者从政治观和经理人观角度对此做出了理论回答。但现实是否如此,国有企业是否出于政治观等因素的考虑而选择更低的风险投资策略?本文将非国有企业与国有企业间的风险承担差异为出发点,对此给出实际证据。

本文在控制外部市场环境变化的基础上,采用Blinder-Oaxaca和Cotton的回归分解法,以2007-2015年中国A股上市公司为样本,将不同所有制企业的风险承担差异分解为两部分:一是由企业禀赋和外部市场环境所组成的特征差异;二是企业禀赋、外部市场环境之外其他因素所造成的所有制特性差异。试图回答:非国有企业与国有企业间的风险承担差异到底是企业禀赋的不同所引起还是所有制特性因素所导致?研究发现,造成不同所有制企业风险承担的差异原因是企业自身资产规模、现金流等禀赋的不足而非所有制特性。此外,本文还发现非国有企业的部分禀赋作用未得到充分发挥,且国有企业较之非国有企业风险抵抗力水平更低,这说明非国有企业发展的潜力仍待挖掘,国有企业改革的道路还任重道远。

本文在以下两方面丰富了现有文献:第一,不同于已有文献仅从理论上分析非国有企业与国有企业的风险承担差异,本文对此问题给予了实证支持并提供了明确的回答。现有文献视非国有企业与国有企业的风险承担差异为所有制特性,而忽视了对企业禀赋特征的考量,对此,本文运用Blinder-Oaxaca和Cotton分解法对企业风险承担差异进行分解,将禀赋差异和所有制特性相分离,并以实际数据证实上述两者差异的构成,从而弥补了现有文献的不足,为正确理解不同所有制企业的风险承担差异行为提供了新的解释。第二,本文从风险承担视角,进一步验证了国有企业经营的低效率。国有企业通过银企关系、企业可得性比非国有企业拥有了更多的优势资源,然而在最后的研究结果中国有企业风险承担却显著低于非国有企业。这揭示了长期以来,由于国家所有制的存在导致国有企业无法与非国有企业一样实施价值最大化经营战略,所以国有企业的效率产生了损失。这为理解国有企业的效率损失提供了新的经验证据。

二、理论分析

Fama和Miller(1972)指出企业为了实现长期价值最大化会选择净现值(NPV)为正的项目投资机会,但受现实中多重因素的影响(如企业经理人的性别差异、大股东资产组合的多元化配置、实际控制人的性质),企业在投资决策中最终可能出现放弃那些风险高但NPV为正的投资项目的情形(John et al.,2008;Faccio et al.,2011;Boubakri et al.,2013)。因此,根据自身风险承担能力合理选择项目投资将有助于企业价值增长。

一方面,根据政治观,企业的所有制特性会导致非国有企业的风险承担有别于国有企业(余明桂等,2013)。这是因为,国有企业中存在着明显的剩余索取权和剩余控制权不匹配现象。国有企业经理人通过科层组织的安排任命被授予成为全体公民的代理人,加之任期的短期性,导致了国有企业经理人的投资决策行为更多的从上级政府官员偏好出发而非企业长期利益(Fogel et al.,2008)。这样一来,国有企业经理人为了寻求政绩目标常选择投资于收益周期短、风险小的项目,降低了对NPV为正的创新项目的投资偏好,从而不利于企业长

期价值的增长(吴延兵,2012)。Shleifer(1998)进一步证实了当所有权属性为国有时,企业经理人缺乏创新投资意愿。这是因为创新不同于一般的生产项目,其具有不确定性、长期性、风险性的特殊属性:一是,创新是一个长期的过程,虽然不能为企业带来即期收益,却可以实现企业的长期价值增长,并提高企业竞争力(Solow,1957);二是,创新的过程常伴随着更高的失败概率,所以从事创新投资的经理人需要承担更高风险。那么,企业将如何提高自身创新效率?吴延兵(2012)指出,通过实施股权激励使经营者能分享到创新投资所带来的长期利益是提升经营者创新激励的有效方式,但国有企业由于其公有产权属性,这从理论上决定了国有企业无法采取与非国有企业一致的创新激励,即将所有权让渡给企业经营者。因此,非国有企业通过股权激励有效实现了经营者剩余索取权和剩余控制权的对应,从而经营者将增强承担风险高且NPV为正的投资项目意愿,最终非国有企业风险承担水平高于国有企业。

另一方面,根据资源禀赋论,不同所有制企业也将存在差异。企业风险承担是一项资源消耗性活动,若无法获取持续性资源支持,企业将面临较大的资源约束,继而投资失败概率上升,投资效率下降。所以,企业的资源禀赋和资源获取可得性将对企业的风险承担产生重要影响(张敏等,2015)。银行贷款是企业长期投资的主要来源,一般而言银企关系程度、企业禀赋特征都会对企业的融资成本和融资规模产生作用。由于国有企业具有政府的隐性担保和人力资本等潜在优势,可降低银企间信息不对称程度,因此相较于国有企业,非国有企业则需要通过增强信用等级、资产规模、偿债能力、盈利能力等禀赋效应以帮助其缓解融资约束(白俊、连立帅,2012)。鉴于现有研究样本均选自上市企业,非国有企业的资产回报率、盈利能力等禀赋较国有企业一般更强(白俊、连立帅,2012),所以非国有企业风险承担水平更高(李文贵、余明桂,2012;余明桂等,2013)。

通过上述分析,这样就随之产生一个有待确定的问题:非国有企业与国有企业之间的风险承担差异到底是源于所有制特性还是禀赋差异?

三、样本选择与模型设计

(一)数据来源

本文以2007-2015年中国A股非金融类上市公司为研究对象,企业特征数据选自CSMAR数据库,宏观数据源自WIND数据库。在样本选择过程中,我们按照如下步骤进行筛选:(1)通过沪深A股上市公司年报附注中的披露,手工收集上市公司的长期借款数据,包括贷款银行家数、贷款方式等关键变量;(2)剔除研究期间内相关数据缺失的样本;(3)以每三年为一观测期,滚动计算企业的风险承担水平,并剔除每一观测期内上市公司实际控制人发生变更的样本;(4)剔除ST股、PT股。最终本文共获得3149个有效样本,为了保证研究结果的稳健性,我们对连续型财务数据在1%和99%水平上进行缩尾处理。

(二)实证方法与模型设计

由于本文研究目的是分析不同所有制企业的风险承担差异来源,所以我们参考Blinder-Oaxaca和Cotton回归分解模型中的二分法(Blinder,1973;Oaxaca,1973;Cotton,1988;Jann,2008)对不同所有制企业的风险承担差异进行分解。该方法适用于具有不同性质的两个样本,将不同性质两组样本的被解释变量的平均差异分解为特征差异和系数差异两部分:特征差异由解释变量的不同特征值解释,系数差异是两样本间性质的不同所导致的差异。鉴于

此,本文按所有制性质将总样本区分为非国有企业和国有企业,根据 Blinder-Oaxaca 和 Cotton 的方法进行混合 OLS 回归估计,并控制时间和行业效应(Jann,2008)。

首先,估计企业风险承担模型,研究不同所有制企业的风险承担是否存在显著差异。建立模型如下:

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Nstate + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Nstate + \beta_2 X'_{it,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

X 为所有解释变量,包括企业禀赋特征和外部市场环境,外部市场环境控制变量为当期值,企业禀赋特征中的财务特征变量为滞后一期值,以控制可能产生的内生性问题。

其次,进行分组样本回归,使用相同的解释变量分别对非国有企业、国有企业两组样本采用风险承担模型进行估计。

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 X'_{it,t-1} + \varepsilon_{it}, i \in (l, j) \quad (3)$$

式(3)中的 l 表示非国有企业, j 表示国有企业。

最后,对平均风险承担差异进行分解。

$$\overline{Risk_{lt}} - \overline{Risk_{jt}} = \hat{\beta}_l \overline{X'_{lt,t-1}} - \hat{\beta}_j \overline{X'_{jt,t-1}} = \hat{\beta}^* (\overline{X'_{lt,t-1}} - \overline{X'_{jt,t-1}}) + \overline{X'_{lt,t-1}} (\hat{\beta}_l - \hat{\beta}^*) + \overline{X'_{jt,t-1}} (\hat{\beta}^* - \hat{\beta}_j) \quad (4)$$

由于 Blinder-Oaxaca 分解存在“指数”选择问题,当分别选择国有企业组和非国有企业组为权重时会呈现出不一致的分解结果,因此 Cotton(1988)对此问题提出采用两组回归系数的加权平均值作为权重以解决指数选择带来的偏误问题。 $\hat{\beta}^*$ 是根据 Cotton(1988)计算的新权重,等价于

$$\frac{n_l}{n_l + n_j} \hat{\beta}_l + \frac{n_j}{n_l + n_j} \hat{\beta}_j, \hat{\beta}^* (\overline{X'_{lt,t-1}} - \overline{X'_{jt,t-1}}) \text{ 是新的特征差异, } \overline{X'_{lt,t-1}} (\hat{\beta}_l - \hat{\beta}^*) + \overline{X'_{jt,t-1}} (\hat{\beta}^* - \hat{\beta}_j) \text{ 是由回归系数作为解释力的新系数差异,其揭示了特征值无法解释的部分。由此,通过 Blinder-Oaxaca 和 Cotton 的分解,则分别得到相关因素差异对不同所有制企业风险承担总差异的贡献。}$$

(三) 变量选择

1. 被解释变量(风险承担)

根据现有文献,企业的风险承担水平越高表明投资的项目风险越大,未来现金流入面临的不确定性也相继越大,因此,本文选择以企业盈利的波动性(即 σ_{Roa})作为企业风险承担的衡量(John et al.,2008;Acharya et al.,2011;李文贵、余明桂,2012;余明桂等,2013;周彬蕊等,2017),采用每三年为一滚动期经行业调整后的 Roa 标准差($Risk$)。

2. 解释变量

本文目的是研究非国有企业与国有企业风险承担总差异的由来,所以,为了更明确地对比企业禀赋特征因素和所有制特性因素对总差异的贡献,本文特对外部市场环境加以控制。之所以选择加入外部市场环境,是因为企业的生存发展依赖于外部社会环境的稳定,如货币当局政策的调整、宏观经济波动的变化等皆会对企业的风险投资行为产生影响(周彬蕊等,2017;Acharya et al.,2011)。因此,基于企业风险承担差异视角的因素分解,需加入市场环境因素予以控制。

(1) 企业禀赋特征变量

参考已有文献(Faccio et al.,2011;John et al.,2008;李文贵、余明桂,2012;刘阳等,2015;

刘海明、曹廷求,2016)^①,本文在企业禀赋特征方面选择企业年龄(*Age*)^②、资产负债结构(*Lev*)、企业经营现金流(*Percash*)、企业规模(*Size*)、有形资产比率(*Tangible*)^③、成长能力(*Igrowth*)、盈利能力(*Roe*)以及股权集中度(*Fs*)。考虑到中国银行主导型金融结构,企业融资渠道主要源自银行贷款,担保方式的不同对企业融资成本和可得性会具有影响差异(罗荣华等,2014),因此,本文进一步加入企业融资担保方式的禀赋特征。再者,企业最终的风险不仅仅取决于企业本身愿意承担的项目风险,也包括经理人隐藏行动的道德风险,所以根据刘阳等(2015)研究,本文加入关联交易占比(*Rpt*)和大股东占款(*Recua*)两类企业道德风险禀赋特征。此外,现实中存在信息不对称,而信息不对称程度的变化会影响债权债务双方

(2) 市场环境变量

根据我国银行主导型金融结构特征,本文从宏观政策、经济环境和银行业市场环境三个层面加以考察。在宏观政策上,我们选择与银行信贷决策关系紧密的货币政策。由于现阶段我国正处于转轨时期,面临重要结构转轨特征——利率市场化改革,所以我们以价格型货币政策工具为研究对象。根据马骏和纪敏(2016)的研究显示,以贷款基准利率和市场利率银行间质押回购利率为代表的两类价格型政策工具在其利率传导的过程中,贷款基准利率相对更多的发挥了基准价格的作用。鉴于此,本文根据马骏和纪敏(2016)的研究,选择央行贷款基准利率表示货币政策环境(*Rate*)。而企业作为市场主要参与者之一,不同的宏观经济环境会对企业行为产生影响,当宏观经济波动加剧时,企业的风险承担水平也将随之变动(Acharya et al.,2011)。因此,我们还加入宏观经济波动变量(*Macrisk*)。

提到银行业市场环境,一些学者认为,随着银行业竞争水平的增强,银行业对企业贷款利率会有所下调,有助于企业降低融资成本,从而增大风险承担(尹志超等,2015)。本文采用企业贷款银行家数(*Relation*)作为银行业市场环境的衡量。之所以未选择赫芬达尔-赫希曼指数(HHI)(Agostino et al.,2012),这是因为:一方面,我国信贷市场发展水平不足,企业在贷款银行的抉择上更多表现为被动行为,因此贷款银行家数从一定程度上反映了银行业的竞争水平(尹志超等,2015);另一方面,企业贷款银行家数(*Relation*)体现出银企的关系程度(Geršl and Jakubík,2011),当贷款银行数量增加时,企业面临的贷款融资约束也有所下降,继而有利于企业按照市场化经营目标改变风险承担。

(四) 描述性统计

表1汇报了所有变量的全样本描述性统计,表2按照非国有企业、国有企业分组进行描述性统计。结果显示,非国有企业风险承担显著高于国有企业,说明不同所有制企业间风险

①除被解释变量和宏观风险变量之外的所有变量均选取的是企业进入相应观测时段的第一期期末值。

②企业年龄:公司现经营时间与成立时间之差,取对数。

③有形资产比率=1-无形资产净值/总资产,无形资产净值=无形资产+商誉+投资性房地产。

④ $Z = -8.751 + 6.3 \times Roa + 0.761 \times Percash + 1.295 \times \text{Logfixasset} + 0.412 \times Migrowth + 0.015 \times Rearning + 0.105 \times Outstanding - 21.164 \times Stockratio$ 。Z越大,信用越好。Logfixasset是固定资产总额的对数值,Migrowth是主营业务收入增长率,Rearning是留存利率比率,Outstanding是流通股市值负债比,Stockratio是股本账面值/股本市值。

承担确实存在显著差异。首先,从企业部分禀赋特征来看,国有企业在资产规模、债务担保能力、信用状况等“硬”信息禀赋特征方面的均值皆显著高于非国有企业,表明国有企业的“硬”条件优于非国有企业。其次,就银企关系而言,由于国有企业具有政府的隐性担保,所以其具有更强信贷资源优势,不仅表现为与更多银行签订贷款合同且获得更多贷款资金,因此国有企业财务杠杆率显著上升。此外,在企业成长能力、股东权益报酬率等方面,虽然二者差异并不显著,但非国有企业的资产回报率却比国有企业更高^①。值得注意的是,国有企业整体的标准差比非国有企业更大,这说明,总体而言,虽然国有企业比非国有企业的“硬”实力更强,但在面临同样冲击时,国有企业比非国有企业风险抵抗力更弱,其经营效率也低于非国有企业,所以国有企业可能出于稳定政绩等因素的考虑会选择更低水平的风险承担。

表 1 主要变量的描述性统计

变量	变量定义	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Risk</i>	企业风险承担	0.0194	0.0212	0.0002	0.2320
<i>Rate</i>	一年内加权贷款基准利率	0.0615	0.0043	0.0531	0.0717
<i>Macrisk</i>	以 1978 年为基期的 GDP 增长率波动值	0.0079	0.0055	0.0030	0.0272
<i>Nstate</i>	虚拟变量,非国有企业=1,国有企业=0	0.3522	0.4777	0	1
<i>Relation</i>	本年度向企业提供贷款的银行数量	5.1820	4.4679	1	68
<i>Age</i>	企业年龄的自然对数	2.6368	0.3705	1.3863	3.2189
<i>Lev</i>	期末负债总额/期末资产总额	0.5570	0.1623	0.0666	0.9478
<i>Rpt</i>	期末关联交易总额/期末资产总额	0.3386	0.4354	0.0003	3.2829
<i>Recua</i>	期末其他应收款/期末流动资产总额	0.0392	0.0500	0.0009	0.2833
<i>Z</i>	修正后 Altman 的 Z 值	18.1298	4.0281	7.3881	46.5142
<i>Percash</i>	每股经营现金流	0.8784	2.0148	-3.7199	11.4533
<i>Size</i>	期末总资产的自然对数	22.6499	1.2808	20.5610	26.5285
<i>Tangible</i>	期末有形资产总额/期末资产总额	0.9301	0.0750	0.6006	1
<i>Igrowth</i>	营业收入增长率	0.2267	0.3554	-0.3863	2.0789
<i>Roe</i>	股东权益报酬率	0.0952	0.0903	-0.2078	0.3882
<i>Fs</i>	第一大股东持股比例	0.3684	0.1572	0.0880	0.7702
<i>Mortgage</i>	是否有抵押贷款,是为 1,否则为 0	0.1426	0.3497	0	1
<i>Pledge</i>	是否有质押贷款,是为 1,否则为 0	0.0886	0.2842	0	1
<i>Credit</i>	是否有信用贷款,是为 1,否则为 0	0.0937	0.2914	0	1
<i>Guarantee</i>	是否有保证贷款,是为 1,否则为 0	0.1394	0.3464	0	1

表 2 按所有制分类的各变量描述性统计

变量	非国有企业				国有企业				非国有企业与国有企业的均值检验
	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值	
<i>Risk</i>	0.0217	0.0239	0.0004	0.2077	0.0181	0.0193	0.0002	0.2320	0.0036*** (4.6424)
<i>Rate</i>	0.0616	0.0039	0.0531	0.0717	0.0615	0.0046	0.0531	0.0717	0.0001(0.2046)
<i>Macrisk</i>	0.0072	0.0048	0.0030	0.0272	0.0082	0.0058	0.0030	0.0272	-0.0010*** (-4.6829)
<i>Relation</i>	4.6366	4.5146	1	49	5.4784	4.4152	1	68	-0.8418*** (-5.07)
<i>Age</i>	2.5843	0.3983	1.3863	3.2189	2.6654	0.3514	1.3863	3.2189	-0.0811*** (-5.8996)
<i>Lev</i>	0.5035	0.1563	0.0666	0.9478	0.5861	0.1581	0.0925	0.9058	-0.0826*** (-14.0619)
<i>Rpt</i>	0.3080	0.4292	0.0003	3.2829	0.3552	0.4380	0.0003	3.2829	-0.0472*** (-2.9089)

①资产回报率(*Roa*)显示,本文所使用样本中国有企业均值为 0.0373,非国有企业均值为 0.0449,两者的差异 *t* 值为 4.6067,在 1% 水平上显著。

续表 2

按所有制分类的各变量描述性统计

变量	非国有企业				国有企业				非国有企业与国有企业的均值检验
	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值	
<i>Recua</i>	0.0337	0.0457	0.0009	0.2833	0.0422	0.0520	0.0009	0.2833	-0.0085 *** (-4.5487)
<i>Z</i>	17.0973	3.0724	7.3881	35.4609	18.6910	4.3629	7.3881	46.5142	-1.5937 *** (-10.7954)
<i>Percash</i>	0.5755	1.5525	-3.7199	11.4533	1.0431	2.2092	-3.7199	11.4533	-0.4675 *** (-6.2570)
<i>Size</i>	22.0635	0.8851	20.5610	25.4003	22.9687	1.3485	20.5610	26.5285	-0.9051 *** (-20.1198)
<i>Tangible</i>	0.9319	0.0667	0.6006	1	0.9291	0.0791	0.6006	1	0.0028 (1.0051)
<i>Igrowth</i>	0.2266	0.3600	-0.3863	2.0789	0.2268	0.3529	-0.3863	2.0789	-0.0002 (-0.0152)
<i>Roe</i>	0.0957	0.0848	-0.2078	0.3882	0.0949	0.0932	-0.2078	0.3882	0.0008 (0.2446)
<i>Fs</i>	0.3344	0.1471	0.0880	0.7702	0.3869	0.1595	0.0880	0.7702	-0.0526 *** (-9.0765)
<i>Mortgage</i>	0.1326	0.3392	0	1	0.1480	0.3552	0	1	-0.0155 (-1.1871)
<i>Pledge</i>	0.0631	0.2433	0	1	0.1025	0.3033	0	1	-0.0393 *** (-3.7168)
<i>Credit</i>	0.0694	0.2543	0	1	0.1069	0.3090	0	1	-0.0374 *** (-3.4486)
<i>Guarantee</i>	0.1028	0.3038	0	1	0.1593	0.3661	0	1	-0.0565 *** (-4.3856)

注:均值检验项括号内为 t 值。

四、实证结果与分析

(一) 风险承担回归

表 3 结果显示,在控制企业禀赋特征以及外部市场环境两方面因素的作用下,企业所有权属性 ($Nstate$) 仍对风险承担保持显著的正向影响,这与前述表 2 按所有制划分各主要变量描述性统计中 $Risk$ 的结果一致,即非国有企业风险承担显著高于国有企业风险承担。

表 3

企业风险承担回归结果

变量	(1)	(2)	变量	(1)	(2)
	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>		<i>Risk</i>	<i>Risk</i>
<i>Rate</i>		-0.4998 * (0.3010)	<i>Tangible</i>		0.0081 (0.0055)
<i>Macrisk</i>		0.4103 *** (0.0949)	<i>Igrowth</i>		0.0001 (0.0013)
<i>Nstate</i>	0.0028 *** (0.0009)	0.0016 * (0.0009)	<i>Roe</i>		-0.0052 (0.0066)
<i>Relation</i>		0.0002 * (0.0001)	<i>Fs</i>		0.0012 (0.0025)
<i>Age</i>		0.0010 (0.0011)	<i>Mortgage</i>		0.0002 (0.0013)
<i>Lev</i>		-0.0052 (0.0034)	<i>Pledge</i>		-0.0008 (0.0014)
<i>Rpt</i>		0.0039 *** (0.0010)	<i>Credit</i>		0.0033 * (0.0017)
<i>Recua</i>		-0.0064 (0.0071)	<i>Guarantee</i>		0.0008 (0.0013)
<i>Z</i>		0.0004 ** (0.0002)	<i>Constant</i>	0.0397 *** (0.00433)	0.0978 *** (0.103)
<i>Percash</i>		-0.0004 (0.0003)	<i>Industry & Year</i>	YES	YES
<i>Size</i>		-0.0025 *** (0.0004)	Observations	3 149	3 149
			Adj. R^2	0.045	0.063

注:混合回归估计括号中的数字为稳健标准误,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平。

从企业禀赋来看,企业禀赋特征对风险承担举足轻重。表 3 中企业的关联交易占比

(Rpt)、修正后的 Altman 的 Z 值、企业总资产规模($Size$)以及企业是否获得信用贷款($Credit$)均值得关注。 Rpt 衡量了企业的道德风险,随着道德风险的增大,其会刺激经理人冒险动机增强,该变量(Rpt)与企业风险承担在 1% 的水平上表现出显著的正向关系。修正后的 Altman 的 Z 值作为衡量企业信用的量化指标,该值的增加意味着企业违约损失率的降低,一方面有助于企业从银行获取更多信贷支持,另一方面有利于企业降低借贷成本,因此企业风险承担意愿上升。企业的规模效应在 1% 水平上对风险承担产生负向影响,这意味着规模越大,企业越有激励追求稳定的投资策略使其不被破产清算,因此风险承担水平下降(Low, 2009; 张敏等, 2015)。此外,在企业的贷款方式中,企业获得信用贷款可显著提高企业风险承担水平,这与尹志超等(2015)结论相一致。

从外部市场环境来看,表 3 显示货币政策冲击、宏观风险皆对企业的风险承担水平具有显著影响,这表明企业的发展离不开外部社会环境的稳定,纳入外部冲击再探讨风险承担差异的由来更具可靠性和科学性。货币政策($Rate$)与企业风险承担在 10% 的水平上呈显著负相关,证明宽松型货币政策会增大企业风险承担,该结论与周彬蕊等(2017)结论一致。宏观风险($Macrisk$)在 1% 水平上对企业风险承担产生显著正向影响,与 Acharya 等(2011)的实证研究一致,验证了企业的投资决策行为与市场宏观经济走向间的紧密关联。加入企业贷款银行家数($Relation$),企业风险承担随之增加,这主要源自以下两方面原因:一则,银行数量的增加有效降低企业融资约束;二则,银行数量的增加表示信贷市场上银行业竞争水平提高,有利于降低企业借贷成本。所以,最终有利于企业寻求更多风险高但 NPV 为正的投资机会,进而增大企业风险承担。

(二) 风险承担差异

上一部分我们研究了企业所有权属性、外部市场环境和企业禀赋特征对企业风险承担的影响,接下来,为了考察国有和非国有企业的风险承担差异,我们将对这两类企业的风险承担分别进行估计。结果如表 4 所示。

对比两类企业风险承担结果,我们注意到以下几点差异。第一,关联交易占比(Rpt)、总资产规模($Size$)在两类企业均对企业风险承担表现出相一致的影响,但抵押贷款方式在非国有企业的影响却明显有别于国有企业,且差异显著。第二,贷款方式在非国有企业中对企业风险承担的决定具有显著影响,却在国有企业中总体上影响不显著,即使敏感性较强的抵押贷款方式也是在 10% 水平上发挥作用。这表明,整体而言,国有企业因政府隐性担保的存在并未受银行实质性的融资约束,因此贷款方式的不同不会对国有企业融资产生显著性影响,从而国有企业风险承担未发生本质改变。相较之下,非国有企业由于常常在信贷融资中面临较大约束,所以贷款方式的不同更易对此类企业产生根本性改变。结果表明,抵押、质押类贷款使非国有企业降低风险承担,信用、保证类贷款则使非国有企业增大风险承担。这是因为非国有企业样本中 74.5% 来自于高技术型企业^①,高技术型企业常由于从事创新性强、风险性高的项目(Hsu et al., 2014),生产的是无形资产而不具备银行抵押、质押贷款条件,因此高技术型企业的资产状况难以量化,易缺乏有效资金支持,所以不利于该类型企业承担高风险创新型投资项目,但信用、保证贷款因不需要具体的实物资产作为抵押,从而更有利于其

^①根据李文贵和余明桂(2012)及上市公司行业分类指引(2012),本文将制造业、信息技术业、科学研究和技术服务业视为高新技术产业,在非国有企业 1 109 个样本中,共计得到高技术型企业样本量为 826。

创新投资。第三,外部市场环境对不同所有制企业影响不一致。在以国有银行为主的银行业结构中,我国国有企业与银行关系紧密,所以货币政策通过银行体系的传导对国有企业具有显著影响;而非国有企业由于其投资经营更趋市场化,因此非国有风险承担受宏观经济波动影响更为剧烈。

由此我们可以看出,国有企业与非国有企业间风险承担的决定机制既带有“同质化”特点又有“异质化”区别。为了进一步明确两类企业差异的主要来源到底是企业的禀赋特征还是外部市场环境抑或是所有制特性,我们将对两类企业风险承担总差异进行分解。

表 4 风险承担差异回归

变量	非国有企业	国有企业	回归系数差异比较
	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	
<i>Rate</i>	-0.0472 (0.5720)	-0.8187** (0.3344)	0.7715 (0.2443)
<i>Macrisk</i>	0.6367*** (0.2049)	0.3746*** (0.1041)	0.2621 (0.2543)
<i>Relation</i>	0.0001 (0.0001)	0.0002** (0.0001)	-0.0001 (0.3764)
<i>Age</i>	0.0015 (0.0016)	0.0010 (0.0015)	0.0005 (0.8164)
<i>Lev</i>	-0.0062 (0.0071)	-0.00004 (0.0033)	-0.0062 (0.4297)
<i>Rpt</i>	0.0034* (0.0018)	0.0045*** (0.0012)	-0.0011 (0.6001)
<i>Recua</i>	-0.0186 (0.0132)	0.0034 (0.0086)	-0.0894 (0.1636)
<i>Z</i>	0.0006 (0.0005)	0.0004** (0.0002)	0.0002 (0.7851)
<i>Percash</i>	-0.0011 (0.0007)	-0.0003 (0.0003)	-0.0008 (0.2965)
<i>Size</i>	-0.0055*** (0.0011)	-0.0024*** (0.0004)	-0.0031*** (0.0075)
<i>Tangible</i>	-0.0137 (0.0160)	0.0162*** (0.0048)	-0.0299* (0.0717)
<i>Igrowth</i>	0.0032 (0.0028)	-0.0017 (0.0012)	0.0049 (0.1051)
<i>Roe</i>	0.0047 (0.0106)	-0.0081 (0.0084)	0.0128 (0.3454)
<i>Fs</i>	-0.0042 (0.0046)	0.0014 (0.0032)	-0.0056 (0.3133)
<i>Mortgage</i>	-0.0084*** (0.0028)	0.0025* (0.0014)	-0.0109*** (0.0004)
<i>Pledge</i>	-0.0072* (0.0038)	0.0010 (0.0014)	-0.0082** (0.0410)
<i>Credit</i>	0.0172*** (0.0050)	-0.0005 (0.0014)	0.0177*** (0.0007)
<i>Guarantee</i>	0.0051* (0.0027)	-0.0003 (0.0015)	0.0054* (0.0851)
<i>Constant</i>	0.1503*** (0.0429)	0.0948*** (0.2385)	
<i>Industry & Year</i>	YES	YES	YES
Observations	1 109	2 040	
Adj. <i>R</i> ²	0.085	0.067	

注:混合回归估计括号中的数字为稳健标准误,回归系数差异检验项括号内为 *p* 值;回归系数差异检验采用 Chow tests 检验方法,参见 <http://www.stata.com/support/faqs/stat/chow3.html>。***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平。

(三) 平均风险承担差异的分解

表 5 是根据 Blinder-Oaxaca 和 Cotton 分解法得到的相关因素对两类所有制企业风险承担总差异的贡献。分解结果显示,非国有企业与国有企业的平均风险承担总差异为 0.0036,在 1%水平上显著,表示非国有企业风险承担比国有企业高出 19.89%^①的水平,其中 77.78%来自于特征差异,可由相关特征因素解释,其余由特征值不可解释部分引起的差异为 0.0008,占总差异的 22.22%。这说明,两类企业差异 80%源自禀赋差异和外部环境,其余 20%来自所有制特性,包括不同经营目标、激励机制等差异。

表 5 非国有企业、国有企业平均风险承担差异分解

变量	(1)	(2)	(3)
	Overall	Explained	Unexplained
<i>Rate</i>		-0.0001 (0.0001)	0.0475 (0.0409)
<i>Macrisk</i>		-0.0005 *** (0.0002)	0.0021 (0.0018)
<i>Relation</i>		-0.0001 (0.0001)	-0.0009 (0.0010)
<i>Age</i>		-0.0001 (0.0001)	0.0014 (0.0058)
<i>Lev</i>		0.0003 (0.0004)	-0.0034 (0.0044)
<i>Rpt</i>		-0.0002 ** (0.0001)	-0.0004 (0.0007)
<i>Recua</i>		0.0001 (0.0001)	-0.0009 (0.0006)
<i>Z</i>		-0.0008 (0.0005)	0.0027 (0.0100)
<i>Percash</i>		0.0004 * (0.0002)	-0.0007 (0.0007)
<i>Size</i>		0.0040 *** (0.0007)	-0.0705 *** (0.0264)
<i>Tangible</i>		-0.0001 (0.0004)	-0.0279 * (0.0155)
<i>Igrowth</i>		-0.0001 (0.0003)	0.0011 ② (0.0007)
<i>Roe</i>		0.0001 (0.0005)	0.0012 (0.0013)
<i>Fs</i>		0.0001 (0.0002)	-0.0021 (0.0021)
<i>Mortgage</i>		0.0001 (0.0001)	-0.0016 *** (0.0004)
<i>Pledge</i>		0.0001 (0.0001)	-0.0007 ** (0.0004)
<i>Credit</i>		-0.0004 ** (0.0002)	0.0017 *** (0.0005)
<i>Guarantee</i>		-0.0002 (0.0001)	0.0007 * (0.0004)

① $(0.0217 - 0.0181) / 0.0181 = 19.89\%$ 。

② 此时 P 值为 0.107。

续表 5 非国有企业、国有企业平均风险承担差异分解

变量	(1)	(2)	(3)
	Overall	Explained	Unexplained
非国有企业	0.0217 *** (0.0007)		
国有企业	0.0181 *** (0.0004)		
总差异	0.0036 *** (0.0008)		
特征差异	0.0028 *** (0.0008)		
系数差异	0.0008 (0.0010)		
<i>Constant</i>			-0.160 (0.226)
<i>Industry&Year</i>	YES	YES	YES
<i>Observations</i>	3 149	3 149	3 149

注:混合回归估计括号中的数字为稳健标准误,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平。年度和行业虚拟变量的分解系数未列出。+表示有利于非国有企业,-表示有利于国有企业。

具体而言,企业禀赋、外部宏观环境对不同所有制企业的风险承担差异产生了显著影响。结合表 6 各影响因素差异分解结果的占比分析来看,首先,在企业不同禀赋特征方面,企业的关联交易、每股经营现金流、总资产规模和贷款融资方式皆对风险承担总差异做出了贡献。关联交易代表了企业隐藏的道德风险,该差异对总差异的影响力为-5.56%,表明道德风险的发生在国有企业更为严重,国有企业的投资经营效率低于非国有企业。每股经营现金流的系数差异对总差异的解释力为 11.11%,该差异值为正,这意味着非国有企业的风险投资约束更小,所以非国有企业会加大创新投入,提高风险承担。与此形成鲜明对比的是,企业的总资产规模和贷款方式在表 6 中分别表现出显著的反向禀赋差异和系数差异。信用贷款方式中的特征差异解释了总差异的-11.11%,而其系数差异却解释了总差异的 47.22%,这说明,非国有企业外部融资约束更大会导致非国有企业较之国有企业对信用贷款表现出更为显著的敏感性。与此相似,总资产规模由于其特征差异绝对值 0.0665 大于总特征差异值 0.0028 和总差异值 0.0036,且对总差异贡献为 111.11%,所以在非国有企业中,总资产规模未充分体现出该部门的真实风险承担水平,导致资产规模对企业风险承担的影响价值在非国有企业中被低估,同时本文总资产规模系数差异对单变量总差异还表现出了 106.02%的解释力,这揭示了随着企业规模的逐渐增大,企业风险承担在非国有企业中呈现更为快速降低的现象。其次,就外部宏观风险而言,外部宏观风险对两组平均风险承担差异的解释力为 44.44%^①且该值为正,表明非国有企业比国有企业更易受宏观风险波动的影响,但需注意,其特征差异在 1% 水平上可显著缩小两类企业总差异,由此可见,宏观风险波动对国有企业风险承担的边际效应更强。最后,从表 5 整体来看,系数差异对总差异的总影响并不显著(0.0008),因此,系数差异整体上对风险承担总差异不存在解释力度。^②

^①0.0016/0.0036=44.44%。

^②感谢两位匿名审稿人在稳健性检验方面提出的宝贵建议。由于篇幅的限制,正文中未进行详细的解释与说明,感兴趣读者可邮件联系。

表 6 各影响因素差异分解的比重分析

变量	总差异 (T)	单变量总 差异(S)	特征差异			系数差异		
			差异值	%(T)	%(S)	差异值	%(T)	%(S)
Rate	0.0036	0.0474	-0.0001	-2.78	-0.21	0.0475	1319.44	100.21
Macrisk	0.0036	0.0016	-0.0005 ***	-13.89	-31.25	0.0021	58.33	131.25
Relation	0.0036	-0.001	-0.0001	-2.78	10	-0.0009	-25	90
Age	0.0036	0.0013	-0.0001	-2.78	-7.69	0.0014	38.89	107.69
Lev	0.0036	-0.0031	0.0003	8.33	-9.68	-0.0034	-94.44	109.68
Rpt	0.0036	-0.0006	-0.0002 **	-5.56	33.33	-0.0004	-11.11	66.67
Recua	0.0036	-0.0008	0.0001	2.54	-11.33	-0.0009	-25	111.33
Z	0.0036	0.0019	-0.0008	-22.22	-42.11	0.0027	75	142.11
Percash	0.0036	-0.0003	0.0004 *	11.11	-133.33	-0.0007	-19.44	233.33
Size	0.0036	-0.0665	0.004 ***	111.11	-6.02	-0.0705 ***	-1958	106.02
Tangible	0.0036	-0.0279	-0.0001	-0.25	0.03	-0.0279 *	-775	99.97
Igrowth	0.0036	0.0011	-0.0001	-7.97E-05	-0.03	0.0011	30.56	100.03
Roe	0.0036	0.0012	0.0001	3.72E-05	0.01	0.0012	33.33	99.99
Fs	0.0036	-0.002	0.0001	2.78	-5	-0.0021	-58.33	105
Mortgage	0.0036	-0.0015	0.0001	1.96	-4.62	-0.0016 ***	-44.44	104.62
Pledge	0.0036	-0.0005	0.0002	5.56	-40	-0.0007 **	-19.44	140
Credit	0.0036	0.0013	-0.0004 ***	-11.11	-30.77	0.0017 ***	47.22	130.77
Guarantee	0.0036	0.0009	0.0002	5	20.45	0.0007 *	19.44	79.55

注：+表示有利于非国有企业，-表示有利于国有企业。%(T)表示占总差异的比重，%(S)表示占单变量总差异的比重，时间和行业变量的单变量差异未列出。

总而言之，上述分解结果传达给我们两条重要信息：第一，非国有企业所具有的更高风险承担水平主要源于企业禀赋，该差异解释了两类企业总差异的 77.78%，体现出企业禀赋特征对风险承担意愿的决定性作用；第二，从差异分解的内部结构来看，除去外部宏观环境，各企业禀赋特征对风险承担差异的影响皆不一致，且尚有部分禀赋特征（如资产规模）未在企业的风险承担水平中得到充分体现，可能会导致企业风险投资决策产生偏误。

五、结论与政策建议

本文针对不同所有制企业的风险承担差异，采用中国 A 股上市公司 2007-2015 年数据为研究样本，运用 Blinder-Oaxaca 和 Cotton 分解法对两类企业风险承担差异进行回归分解。研究结果发现：第一，非国有企业风险承担显著高于国有企业，两类企业风险承担的总差异主要源于企业禀赋特征而非所有制特性。第二，部分禀赋价值尚在非国有企业中被低估。通过进一步考察风险承担差异中市场环境冲击、禀赋差异与所有制特性三者的构成，并以确切数据刻画彼此间的构成比例，明晰了风险承担差异中各部分的贡献力度，发现了诸如企业资产规模等禀赋的贡献未在风险承担中得到充分体现，其价值在非国有企业中被低估的现象。第三，外部市场环境对不同所有制企业风险承担的影响产生显著差异，且国有企业波动性更强，经营效率更不稳定。

本文的研究结论为正确理解不同所有制企业间的风险承担差异提供了一个有益的视角，对企业的长期发展具有政策意义。首先，促进非国有企业发挥内在潜力，可提升自身可持续发展的动力。本文通过风险承担差异的分解，发现非国有企业内部资产规模等禀赋特征被低估的现象。由此可见，在我国非国有上市企业的长期发展中，并非企业所有的禀赋特征都能成功地转化为长期发展的动力，尚有部分潜力还未完全发挥，因此，对企业的禀赋优

势进行合理评估,将有利于企业实施正确的风险投资决策并提升企业绩效。其次,强化国有企业内在实力,提升国有企业价值。国有企业占据了大量优势资源,但经营效率却低于非国有企业,这不仅挤占了非国有企业的资源,同时也阻碍了非国有企业的发展乃至破坏了整个市场的有序竞争,所以要增强国有企业实力,强化自主创新能力,优化国有资本布局结构,尤其是涉及国家安全、国民经济命脉、国计民生等关键领域,使其做大做强做优以更好地推动经济可持续发展。最后,深化国有企业改革,在竞争性领域发展混合所有制经济。这可以从本文结果来看:一方面国有企业虽然具有更强的“硬”信息优势、资源优势和政策优势,但却没有承担与之能力相匹配的风险水平,阻碍了非国有企业的资源获取,不利于经济的发展;另一方面,虽然禀赋特征是影响风险承担差异的本质原因,但由于非国有企业资源获取的劣势,部分禀赋价值在非国有企业中尚被低估。可想而知,在竞争性领域内发展立足于国有企业吸引民营资本交叉持股和立足于非国有企业吸引国有资本交叉持股的混合所有制经济,将国有企业的资源等优势与非国有企业的高效率相结合,更具有现实意义。

参考文献:

- 1.白俊、连立帅,2012:《信贷资金配置差异:所有制歧视抑或禀赋差异?》,《管理世界》第6期。
- 2.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。
- 3.刘海明、曹廷求,2016:《基于微观主体内生互动视角的货币政策效应研究——来自上市公司担保圈的证据》,《经济研究》第5期。
- 4.刘阳、黄皖璇、罗荣华,2015:《信息不对称与贷款监督——基于共同授信公告的视角》,《经济学(季刊)》第4期。
- 5.罗荣华、黄皖璇、陶启智、吕倩倩,2014:《银根紧缩与银行信贷的监督作用——基于贷款公告反应的视角》,《金融研究》第7期。
- 6.马骏、纪敏,2016:《新货币政策框架下的利率传导机制》,中国金融出版社。
- 7.吴延兵,2012,《国有企业双重效率损失研究》,《经济研究》第3期。
- 8.尹志超、钱龙、吴雨,2015:《银企关系、银行业竞争与中小企业借贷成本》,《金融研究》第1期。
- 9.余明桂、李文贵、潘红波,2013:《民营化、产权保护与企业风险承担》,《经济研究》第9期。
- 10.张玲、曾维火,2004:《基于Z值模型的我国上市公司信用评级研究》,《财经研究》第6期。
- 11.张敏、童丽静、许浩然,2015:《社会网络与企业风险承担——基于我国上市公司的经验证据》,《管理世界》第11期。
- 12.周彬蕊、刘锡良、张琳,2017:《货币政策冲击、金融市场化改革与企业风险承担》,《世界经济》第10期。
- 13.Acharya, V. V., Y. Amihud, and L. Lito. 2011. "Creditor Rights and Corporate Risk-Taking." *Journal of Financial Economics* 102(1): 150-166.
- 14.Agostino, M., F. Gagliardi, and F. Trivieri. 2012. "Bank Competition, Lending Relationships and Firm Default Risk: An Investigation of Italian SMEs." *International Small Business Journal* 30(8): 907-943.
- 15.Baumol, W., R. Litan, and C. Schramm. 2007. *Good Capitalism, Bad Capitalism, and the Economics of Growth and Prosperity*. New Haven, CT: Yale University Press.
- 16.Blinder, A. 1973. "Wage Discrimination: Reduced Form and Structural Estimates." *Journal of Human Resources* 8(4): 436-455.
- 17.Boubakri, N., J. Cosset, and W. Saffar. 2013. "The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-Taking: Evidence from Privatization." *Journal of Finance and Economics* 108(3): 641-658.
- 18.Cotton, J. 1988. "On the Decomposition of Wage Differentials." *The Review of Economics and Statistics* 70(2): 236-243.
- 19.DeLong, J. B., and L. H. Summers. 1991. "Equipment Investment and Economic Growth." *The Quarterly Journal of Economics* 106(2): 445-502.
- 20.Faccio, M., M. Marchica, and R. Mura. 2011. "Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking." *The*

- Review of Financial Studies* 24(11):3601–3641.
- 21.Fama,E.F.,and M.H.Miller.1972.*The Theory of Finance*. Hinsdale: IL Dryden Press.
- 22.Fogel,K.,R.Morck,and B.Yeung.2008.“Big Business Stability and Economic Growth: Is What’s Good for General Motors Good for America?” *Journal of Financial Economics* 89(1): 83–103.
- 23.Geršl,A.,and P.Jakubík.2011.“Relationship Lending,Firms’ Behavior and Credit Risk: Evidence from the Czech Republic.” IES Working Paper,No.22.
- 24.Hsu,Po-Hsuan,X.Tian,and Y.Xu.2014.“Financial Development and Innovation: Cross-Country Evidence.” *Journal of Financial Economics* 112(1):116–135.
- 25.Jann,B.2008.“The Blinder–Oaxaca Decomposition for Linear Regression Models.” *Stata Journal* 8(4):453–479.
- 26.John,K.,L.Litov,and B.Yeung.2008.“Corporate Governance and Risk-Taking.” *The Journal of Finance* 63(4):1679–1728.
- 27.Low,A.2009.“Managerial Risk-Taking Behavior and Equity-Based Compensation.” *Journal of Financial Economics* 92(3):470–490.
- 28.Oaxaca,R.1973.“Male-Female Wage Differentials in Urban Labor Markets.” *International Economic Review* 14(3):693–709.
- 29.Shleifer,A.1998.“State versus Private Ownership.” *Journal of Economic Perspectives* 12(4):133–150.
- 30.Solow,R.M.1957.“Technical Change and the Aggregate Production Function.” *Review of Economics and Statistics* 39(3):312–320.

Differences in Corporate Risk-Taking: Ownership Attributes or Endowment Characteristics?

Liu Xiliang¹,Zhou Binrui^{2,1} and Xu Kun¹

(1:Institute of Chinese Financial Studies, Southwestern University of Finance and Economics;
2:State-owned Assets Supervision and Administration Commission of Sichuan Province)

Abstract: Previous researches on the differences of corporate risk-taking have viewed the differences between non-state-owned enterprises and state-owned enterprises as ownership attributes but neglected the reasonable differences caused by endowments. Therefore, this paper uses the data of A shares listed companies to study the differences in corporate risk-taking with Blinder-Oaxaca and Cotton decomposition method. The differences are decomposed into two parts. One is the character difference which is consisted of external market environments and corporate endowments, which is explained part. The other is coefficient difference caused by different enterprises’ properties, which is unexplained part. The result shows that the main differences between different ownership enterprises are coming from their endowments. In addition, the research also shows other two further results. On the one hand, the state-owned enterprises do not really take their corporate risk-taking as they can do. On the other hand, the value of some endowments have been underestimated in non-state-owned enterprises. Therefore, not only do the above results provide some new ideas for the value growth of enterprises, but they verify some significant policy implications for the potential of non-state-owned enterprises and the reform of state-owned enterprises in China as well.

Keywords: Corporate Risk-Taking, Ownership Attributes, Endowment Differences, SOEs Reform

JEL Classification: D21, G32

(责任编辑:彭爽)