

# 政策不确定性与企业风险承担： 机遇预期效应还是损失规避效应\*

○ 刘志远 王存峰 彭涛 郭瑾

**摘要** 风险承担是经济政策不确定性影响企业行为的一条潜在渠道。基于1995-2014年中国A股上市公司数据,本文实证检验了经济政策不确定性对企业风险承担的影响。研究发现,经济政策不确定性显著提升了企业的风险承担;然而,该影响仅存在于非国有企业,但在国有企业中并不显著;同时,股权集中度显著削弱了经济政策不确定对企业风险承担的正向影响。进一步检验发现,股权集中度的负向调节作用在国有企业与非国有企业中均存在;特别是国有企业,在控制了股权集中因素之后,经济政策不确定性的影响也显著为正。上述结果表明,经济政策不确定性的“机遇预期效应”已在中国企业中发挥主导作用,而“风险承担代理问题”抑制经济政策不确定性的“机遇预期效应”。

**关键词** 经济政策不确定性;企业风险承担;风险承担代理问题;股权结构

\*本文受国家自然科学基金项目(71472096、71702203)、财政部会计名家培养工程项目资助

## 引言

政府的经济政策能否提高企业投资效率、引导投资方向,进而促进经济增长,是衡量经济政策有效性的重要标准。在多样化经济目标导向下,政府经济政策表现出较强的不确定性,对企业行为尤其是企业投资产生重要影响。经典宏观经济理论认为,由于企业投资部分是可逆的,宏观经济不确定性会导致企业减少投资。<sup>[1,2]</sup>大量的经验证据也表明,宏观经济不确定性会通过间接企业现金持有、<sup>[3]</sup>资金需求、<sup>[4]</sup>资产价格<sup>[5]</sup>等影响企业投资。通过企业投资考察宏观经济不确定性对微观企业行为的影响是学术界长期的焦点话题。

风险承担是企业投资决策中的一个重要环节,是指

企业在投资决策中对预期收益水平和预期收益波动程度的选择。目前,在考察企业风险承担的决定因素时,已有文献通常假定企业股东或管理者的风险偏好不会因经济的不确定性而发生改变,从股权性质、管理层激励等公司治理角度解释企业风险承担。例如,国有股权<sup>[6,7]</sup>、女性董事<sup>[8]</sup>或CEO<sup>[9]</sup>显著降低企业的风险承担,管理层激励显著提高企业的风险承担。<sup>[10]</sup>实际上,经济基本面的不确定性会显著改变经济主体的风险偏好,<sup>[5]</sup>还有可能改变企业的投融资环境而影响企业的未来预期。<sup>[11]</sup>因此,如果忽略宏观经济政策的不确定性,仅仅从企业内部因素角度难以充分解释企业风险承担决策的形成机理。

Segal等<sup>[12]</sup>将宏观经济的不确定性分解为好的不确定性和坏的不确定性,发现好的不确定性与资产价格和投资正相关,坏的不确定性与资产价格和投资负相关。因此,经济政策不确定性可能给企业带来损失,但也蕴藏着企业未来发展的机会。<sup>[13]</sup>企业既可以通过规避经济政策不确定性(即降低企业的风险承担水平)减少损失,也可以通过勇于利用经济政策不确定性所带来的机遇(即提高企业的风险承担水平)发展壮大自己。那么,在面临经济政策不确定性的时候,企业如何选择自己的风险承担水平呢?不同性质的企业又会做出怎样不同的选择呢?

本文结合中国独特的制度背景,利用Baker等<sup>[14]</sup>的中国经济政策不确定指数来考察以下两个问题:一是经济政策不确定性如何影响企业风险承担?二是在不同的治理环境中,经济政策不确定性对企业风险承担的影响是否不同?结果发现,经济政策不确定性显著提升企业的风险承担,但上述影响只存在于非国有企业中。股权集中会显著降低经济政策不确定性的正效应。进一步研究发现,股权集中的不利影响在国有企业与非国有企

业中均存在；特别是在国有企业中，在控制了股权集中因素之后，经济政策不确定性的影响也变为显著正效应。

本文的贡献主要在于：第一，从风险承担角度拓展了宏观经济政策与微观企业行为的互动研究。经济政策具有不确定性已成为一种“常态”，但对于经济政策不确定性如何影响企业风险投资决策，目前的研究成果还比较缺乏。本文创新性地关注经济政策不确定性对企业风险承担的影响，使该领域的研究得到拓展。第二，从宏观政策环境的角度考察了企业风险承担的形成原因。企业风险承担研究起始于“风险承担代理问题”，此后沿两条主线展开：一是探讨如何改善管理者的“风险承担代理问题”，如增加薪酬契约、<sup>[15]</sup> 雇佣合约<sup>[16]</sup> 中的风险激励；二是考察是否存在大股东“风险承担代理问题”，即企业风险承担与大股东财富分散化程度的相关性。<sup>[17]</sup> 鲜有文献从宏观政策不确定性角度审视“风险承担代理问题”。本文将管理者与控股股东的“风险承担代理问题”引入经济政策不确定性与企业风险承担的关系研究，并通过产权性质上的差异和股权集中度的调节作用考察了宏观经济环境对企业风险承担的异质性影响，从外在环境和内部治理两个角度说明企业风险承担的形成原因。

## 一、文献回顾与评述

### 1. 政策不确定性

所谓政策不确定性，指经济主体无法确切预知政府是否、何时以及如何改变现行经济政策。<sup>[18]</sup> 通常，政策不确定性程度的变化主要源于两个方面：一是外部冲击所引致的经济衰退，例如金融危机、恐怖袭击、自然灾害以及战争等；<sup>[19]</sup> 二是经济下行期，政策不确定性会内生地自我发生。在经济衰退期，经济政策的不确定性显著增加，因为政策制定者需要做出更多尝试来摆脱经济衰退；而在经济繁荣期，维持经济的发展则不需要对经济政策做出过多的调整。<sup>[20]</sup>

政府的经济政策不确定性体现在货币政策、财政政策、税收政策等多方面。喻坤等<sup>[21]</sup> 证明频繁的货币政策冲击会强化国有企业与非国有企业的融资约束差异，进而使非国有企业的投资效率持续下降。靳庆鲁等<sup>[22]</sup> 也证实了货币政策的变动会对民营企业融资约束和投资效率产生影响。除此之外，政治不确定性是政策不确定性的重要来源之一，因此通过政治选举以及官员变更等政治事件来考察政策不确定性对微观企业的影响同样吸引了学者的广泛关注。例如，Julio 等<sup>[23]</sup> 基于全球范围的政府选举的经验证据，发现政治不确定性会显著减

少企业投资。Jens<sup>[24]</sup> 则发现，政治不确定性的负面影响在选举产生之前就已经存在。在国内，钱先航等、<sup>[25]</sup> 罗党论等<sup>[26]</sup> 发现官员变更会显著增加企业所面临的市场风险。政治不确定性还会显著增加企业的现金持有，<sup>[27]</sup> 或显著减少企业现金持有。<sup>[28]</sup>

政策不确定性对微观企业行为具有重要影响。首先，就资本市场而言，基于一般均衡模型的研究表明，政策不确定性会增加投资者的风险感知，致使资本市场上产生风险溢价。<sup>[20]</sup> 另外，金融资产收益的波动幅度以及彼此之间的关联性也会随着政策不确定的增加而显著提升，并且上述影响在经济衰退时期更加明显。<sup>[20,29]</sup> 其次，就实体企业经营决策行为而言，早期经济理论认为经济不确定性会导致企业减少投资。Bernanke<sup>[1]</sup> 和 Pindyck<sup>[30]</sup> 都认为投资的沉没成本与不可逆性将使得递延投资策略在不确定性条件下具有价值；Keynes<sup>[31]</sup> 则强调隐含风险在企业家评估投资回报过程中的作用，认为宏观经济波动性越大，公司投资项目隐含的风险就越大，公司投资需求也就越低。大量的经验证据也表明，经济政策不确定性对企业投资具有明显的抑制作用，在经济政策不确定性较强时企业倾向于延迟或者减少投资。<sup>[18,23]</sup> 除此之外，政策不确定性对企业经营行为的影响还体现在资产重组、<sup>[27]</sup> 营运资本管理<sup>[28]</sup> 以及企业的税收规避行为上。<sup>[32]</sup>

### 2. 企业风险承担

风险承担反映了企业在经营决策过程中对收益波动性的选择，代表了企业在追逐市场高额利润过程中愿意付出代价的倾向。<sup>[33]</sup> 较高的风险承担水平意味着企业较少放弃高风险、高收益的投资机会。关于风险承担的测量，较多学者采用业绩波动衡量企业的风险承担水平，理由是选择风险较高的投资项目会导致企业盈余或股票收益呈现较大波动性。常用的衡量指标有盈利波动性、<sup>[17]</sup> 股票回报波动性<sup>[34]</sup> 以及盈利的极差。<sup>[6]</sup> 另外，还有学者使用企业并购、研发强度或者负债率等决策行为衡量风险承担。

关于企业风险承担的影响因素，早期文献主要从管理者的个人特征以及企业层面的组织特征角度进行解释。企业管理者由于财富分散化程度较低、<sup>[35]</sup> 出于对人力资本专用性及职业前景的考虑，<sup>[16]</sup> 其风险承担意愿显著低于股东，因此当管理者拥有企业决策权时，企业风险承担会低于最优水平，即产生了“风险承担代理问题”。<sup>[15,36]</sup> 管理者是风险规避的，代理成本的存在使管理层不愿意承担风险。<sup>[10]</sup> 通过管理层激励可以有效降低管理层与股东之间的代理问题，提高管理层与股东之间利益的一

致性,提升风险承担水平。<sup>[37]</sup>

股东是企业决策的主体,股权性质、股权结构、董事会等企业特征因素对风险承担行为具有影响。基于企业民营化的证据表明,企业的国有股权显著降低企业的风险承担水平。<sup>[6-8]</sup>股权结构领域的近期研究发现,当大股东将大量财富集中于单一企业时,其风险承担意愿同样低于外部股东,<sup>[17]</sup>即大股东同样存在“风险承担代理问题”。基于欧美国家证据,小规模董事会可能使企业承担更多的风险。<sup>[38]</sup>对于日本企业,董事会规模增加会提高企业的风险承担水平。<sup>[39]</sup>

最近的文献也开始考察文化、经济、法律、制度等宏观环境因素对企业风险承担的影响。基于全球35个国家企业层面的数据,Li等<sup>[40]</sup>研究发现文化中的个人主义显著提升企业的风险承担水平,但强调规避不确定性和和谐的文化显著负向影响企业的风险承担水平。基于一个跨国的分析,Acharya等<sup>[41]</sup>发现债权人的法律保护显著降低企业的风险承担水平。利用美国各州的113次企业所得税调整,Ljungqvist等<sup>[42]</sup>发现税收增加会减少企业风险承担,而税收削减却没有显著影响。

关于企业风险承担与企业价值的关系,存在两种截然相反的观点。基于传统金融学高风险产生高收益的理论观点,风险承担行为有利于企业增加资本积累,提升技术进步,从而有助于企业绩效的提升。<sup>[43]</sup>根据前景理论和行为金融的分析视角,研究发现企业盈利时倾向于风险规避,亏损时多表现为风险寻求。<sup>[44]</sup>

### 3. 政策不确定性与企业风险承担

尽管经济政策的不确定性对企业投资的影响在理论和经验上都得到了大量论证,但这些研究结论在企业风险承担决策行为方面的适用性却尚未可知。例如,Bernanke<sup>[1]</sup>和Pindyck<sup>[30]</sup>的等待期权模型的核心是投资不可逆性,认为企业在不确定环境下会减少投资水平,但并没有回答企业对投资项目风险高低的选择,所以基于等待期权模型的结论不一定适用于对企业风险承担行为的分析。而Pástor等<sup>[20]</sup>的风险溢价模型尽管已经引入了风险感知,却仅考虑资本市场上的投资者,致使作用途径局限于融资约束与资本成本,忽视了管理者与大股东等直接决策者的风险承担意愿对企业行为的决定作用。

传统文献主要是从管理者特征、<sup>[16]</sup>股东特征<sup>[6-8]</sup>以及管理者和股东之间的代理问题<sup>[10]</sup>等角度考察企业风险承担,未直接考察宏观环境中政策不确定因素的潜在影响。当政策具有较强的不确定时,股东或者管理者的未来预期和风险偏好可能会发生改变。由于经济主体的

风险偏好与未来的经济不确定性相关,因此宏观经济的不确定性可能影响企业的风险承担行为,并且在不同内部治理环境的企业中表现不同。

中国目前的制度环境为研究经济政策不确定性如何影响企业风险承担提供了良好的条件。在转型经济体制下,政府仍然对市场具有较强的干预。由于政府对土地、信贷等核心生产要素具有很大的配置权力,政府的货币、财政、税收、补贴等经济政策对企业的生产经营具有较大影响。<sup>[3]</sup>改革开放以来,“摸着石头过河”的政策制定方式导致政策具有很强的不确定性,且政府的经济政策频繁调整,具有不连续性。<sup>[32]</sup>

## 二、理论分析与研究假设

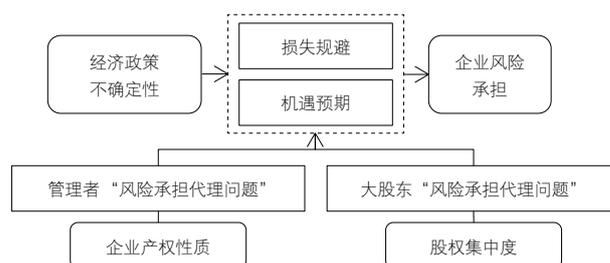


图1 理论分析框架

政策不确定性如何影响企业的风险承担行为,取决于企业对政策不确定性中所蕴含“损失”与“机遇”的权衡,而这种权衡受制于决策者的“风险承担代理问题”。“风险承担代理问题”越严重,企业损失规避动机越强,对机遇的预期也越低,进而影响企业的风险承担水平。根据现有相关文献,管理者与大股东“风险承担代理问题”的影响可以通过产权性质与股权集中度得以反映,因此本文也考察了企业产权性质和股权集中度的调节作用。具体框架见图1。

1.“损失”与“机遇”并存——经济政策不确定性的两面性

首先,经济政策不确定性加大企业未来的融资成本,从而降低企业的风险承担水平。企业的风险承担较高意味着企业主动选择高风险、高收益的投资机会,通常伴随着高资本支出、高创新投入,<sup>[34]</sup>需要更多的资金投入和资金储备。基于债券市场的证据表明,经济政策不确定性会降低企业的信用评级,增加融资成本。<sup>[45]</sup>经济政策的不确定让企业的经营风险增加,这种风险可能导致企业的现金流不稳定,投资者和银行会为承担这种不确定性要求较高的风险溢价,<sup>[20]</sup>进而不利于企业外部融资。因此,经济政策不确定性会给企业经营尤其是融资

造成困难,使企业不敢进行高风险的投资项目。

其次,经济政策不确定性可能提高企业的损失预期,进而抑制企业的风险承担水平。企业愿意承担较高的风险承担水平,原因在于期待通过高风险投资项目获取更高的回报。但在经济政策具有较强不确定性时,企业高风险投资项目产生较大损失的可能性也会加大。经验证据表明,政策不确定性不仅会降低企业投资支出,而且会增加企业所面临的风险。<sup>[20]</sup>来自一般均衡模型的理论分析表明,政治冲击产生的不确定性会导致股票价格下跌。<sup>[29]</sup>基于中国地市级官员变更事件的研究也发现,官员变更产生的政策不确定的确会增加企业所面临的市场风险。<sup>[26]</sup>因此,政策不确定性程度较高时,企业的损失规避动机有可能增强,从而会规避高风险、高收益的投资项目,倾向于选择保守型的投资项目,进而风险承担水平更低。

最后,考虑到管理者的风险厌恶态度,风险厌恶的管理者会主动规避政策不确定性的负面影响,在投资决策中变得更加“谨慎”。<sup>[46]</sup>Panoousi等<sup>[47]</sup>发现,随着个体特异风险的增加,风险厌恶的管理者会减少企业投资。Bekaert等<sup>[5]</sup>也都表明,个体风险厌恶的时序变化在解释资产定价现象时具有重要作用。总之,管理者的风险厌恶程度会因为外部环境的不确定性程度而发生变化。由于政策不确定性会增加企业面临的市场风险,<sup>[20,26]</sup>并在事后对企业经营形成冲击,因此风险厌恶的管理者将降低企业当前的风险承担。由此提出假设:

H1a(损失规避效应):在其他条件相同的情况下,企业风险承担会随着经济政策不确定性的提高而下降

尽管站在损失规避的角度,不确定性会迫使风险厌恶的管理者更不愿意承担风险,但当考虑到投资机会因素时,政策不确定性对企业的风险承担具有推动作用。政府变更政策期间同样会产生诸多投资机会。正如Bernanke所言,<sup>[1]</sup>企业投资决策实际上是等待新信息的价值与递延投资的成本之间权衡的结果。其中,递延投资的成本就包括机会成本。如果当前的投资机会对于企业而言至关重要,而该机会也被竞争对手获悉,那么递延投资或“谨慎”投资将不再是最优选择。也就是说,如果企业要等到政策不确定性基本消除以后再进行投资,此时的机遇就将可能不复存在了。因此,对于发展动力强、机遇意识足的企业而言,政策不确定性强的时候反而是抢抓机遇的好时机,更有利于企业在其他主体犹豫不定的时候加大投资、冲出重围,从而获得较大发展或取得更高收益。

按照经典的资本资产定价模型(CAPM)理论,风

险与收益呈正比,因此事前风险承担应该被鼓励。<sup>[48]</sup>而不确定性构成利润产生的“真实源泉”,<sup>[49]</sup>因此作为以盈利为主要目标的经济组织,追逐风险并从不确定性经济政策中获得收益也会成为企业的一种选项。从企业家的冒险精神看,企业家正是通过识别投资未来不确定性中的机会,把握这些机会创造利润和价值。因此,不确定政策下蕴含商业机会,商业嗅觉敏锐的公司会识别并利用投资机会,从而提高风险承担水平。

投资机会的作用在中国制度背景下尤为重要。在中国当前的转型经济中,政府对经济活动具有较强控制力已被社会普遍认知,因此在经济政策不确定性中谋求机遇很容易成为企业利益相关者之间的一致预期。尤其是,中国经济在过去的几十年中经历了令人瞩目的高速增长,经济高速增长将在社会上产生一种乐观情绪并感染企业的管理者。<sup>[50]</sup>从行为金融的观点看,乐观主义与过度自信将削弱管理者在企业投资、资本预算以及跨国并购中的风险规避行为,提升企业风险承担。<sup>[43]</sup>同理,经济高速增长所产生的乐观情绪也将强化管理者在政策不确定性中寻求高风险机遇的动机。由此提出假设:

H1b(机遇预期效应):在其他条件相同的情况下,企业风险承担将随着经济政策不确定性的提高而上升

## 2. 产权性质的异质性

国有企业与民营企业在行业类别、成长机会以及内部治理结构等方面差异明显,从而造成风险承担水平的不同。近期研究证实,国有企业与民营企业在企业风险承担上差异明显。研究表明,国有企业具有显著更低的风险承担水平,<sup>[51]</sup>民营化<sup>[7]</sup>或延长国有金字塔层级<sup>[52]</sup>均能提升国有企业的风险承担。

国有企业的内部治理机制造成高管对经济政策不确定性的“损失规避效应”更强,“机遇预期效应”更弱。一方面,国有企业高管多数来自行政任命或委派,更看重企业平稳发展以保证各方面利益,从而不愿意在政策不确定较强时承担风险。另一方面,国有企业高管的薪酬没有与市场接轨,缺少股权激励,在政策不确定时期更倾向于观望或者等待,<sup>[53]</sup>更可能减少风险承担水平。王义中等的研究发现,<sup>[4]</sup>宏观经济不确定性程度的增加会削弱外部需求、流动资金需求和长期资金需求对国有企业投资的正向作用,而这种影响在非国有企业中则不显著。宏观经济不确定性会影响到管理者行为,管理者的保守与谨慎行为可能会导致国有企业投资减少。因此,就经济政策不确定性而言,低风险承担意味着国有企业将对经济政策不确定性之中的风险因素更加敏感,在政策不确定性之中寻求获利机遇的可能性更小,通过减少

风险承担规避损失的动机更强。

与此同时,民营企业大多数处于高度竞争的领域,更愿意利用政策不确定时期主动采取高风险战略在市场竞争中获胜,从而政策不确定产生的“机遇预期效应”更明显,“损失规避效应”更弱。Wang等<sup>[54]</sup>也表明经济政策不确定性整体上会抑制企业投资,而民营企业则会缓解负面影响,通过内源融资等手段继续提升投资水平。企业风险承担在产权性质上的差异还源自民营企业在政治和产权保护上的弱势地位。<sup>[55]</sup>尽管市场化改革已经在理论上减少了对非公有制经济的限制,但在实务中却存在着事实上的所有制歧视,包括信贷歧视、管制歧视以及产权保护上的歧视。这些所有制歧视一方面会激励民营企业通过建立与政府之间的政治关系来改善资源获取能力和保护企业产权,另一方面也提升了民营企业在高风险项目中谋求利益的动机和能力。因此,对于民营企业而言,经济政策不确定性中所蕴含的获利机遇将更具吸引力,从而在政策不确定时期具有更高水平的风险承担。由此提出假设:

H2a(损失规避效应):相对于民营企业,政策不确定性导致企业风险承担水平下降的现象在国有企业中更显著

H2b(机遇预期效应):相对于国有企业,政策不确定性导致企业风险承担水平上升的现象在民营企业中更显著

### 3. 股权结构的影响

股权结构影响企业在政策不确定性环境下的风险承担意愿。首先,政策不确定性引发大股东对控制权丧失风险的担忧,从而不愿意在政策不确定时期承担较高风险水平。Paligoro<sup>[56]</sup>认为,大股东对风险承担的影响依赖于风险承担对大股东的成本与收益的权衡。大股东在企业中同时拥有控制权收益和现金流收益,对于高风险的投资项目,大股东只能从中获取现金流收益,却要在控制权和现金流两个方面都承担风险,这使得大股东在高风险投资上的收益与成本存在一定不对称,从而使得大股东出于自身利益的考虑拒绝高风险的投资。<sup>[57]</sup>因此,股权集中度较高的企业倾向于在政策不确定时承担较少风险,表现出损失规避倾向。

其次,经济政策不确定引发大股东对财富缩水的担忧,不愿意在经济政策不确定时期承担较高风险水平。Pástor等<sup>[29]</sup>发现,政策不确定性导致股票价格下降,从而政策不确定性有可能导致持股集中的大股东资产缩水,降低风险承担意愿。另外,股权分散化的研究表明,大股东的股权分散化程度与企业风险承担正相关。<sup>[17,58]</sup>原

因在于,股权分散化降低大股东个人财富所面临的市场风险,因此提升了其风险承担。例如,Faccio等<sup>[17]</sup>基于大股东所持有的欧洲企业组合的研究表明,分散化的大股东所控制的企业比非分散化的大股东所控制的企业更愿意从事高风险的投资,且大股东分散化对企业风险承担的影响在经济上和统计上均具有显著性。

控制权风险和个人财富风险相互叠加的结果是,股权越集中大股东就越不愿意在经济政策不确定较强时承担风险。相反,股权集中度较低的大股东财富更加多元化,有可能在政策不确定性期间加大风险承担。大股东将大量财富集中于所拥有的企业,相对于持有分散化组合的所有者而言,风险厌恶的大股东将更加追求规避风险。<sup>[17]</sup>王振山等的研究表明,<sup>[57]</sup>股权集中度与企业风险承担负相关。政策不确定性会显著增加企业面临的市场风险,<sup>[20]</sup>强化大股东对个人财富风险的担忧。因此,随着股权集中度的提高,厌恶风险的大股东将变得更加谨慎保守,进而对政策不确定性中所蕴含的“风险”更为敏感。在股权集中度较低时,大股东更愿意去追逐可能的投资机会,以较少的股权博取高额回报,在政策不确定时进行高风险投资。由此提出假设:

H3a(损失规避效应):相对于股权集中度较低企业,政策不确定性导致企业风险承担水平下降的现象在股权集中度较高的企业中更显著

H3b(机遇预期效应):相对于股权集中度较高企业,政策不确定性导致企业风险承担上升的现象在股权集中度较低的企业中更显著

## 三、样本选择与研究设计

表1 样本观测的年度分布

年度	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
观测量	311	516	721	826	924	1061	1142	1203	1266	1355	1351
年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	合计	
观测量	1434	1548	1602	1752	2108	2341	2470	2474	2586	28991	

### 1. 样本与数据

本文的取样期间为1995-2014年,初始样本为沪深两市A股上市公司。数据来源包括CSMAR和CCER数据库中的企业数据、国家统计局网站的宏观经济数据以及Baker等<sup>[14]</sup>的中国经济政策不确定月度指数(EPU)。由于金融企业所面临的风险承担问题与非金融企业存在较大差异,<sup>①</sup>因此本文剔除了金融类企业样本,最终获得28991个样本观测。其中年度分布见表1。

### 2. 模型与变量

本文考察经济政策不确定性对企业风险承担的影

响,并根据理论分析提出了三组假设。由于样本数据为面板数据,为剔除企业个体效应的影响,本文主要采用固定效应模型进行回归检验。检验模型设定如下:

$$RiskT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPU_t + \gamma' Control + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$RiskT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPU_t + \beta_2 AFactor_{i,t} + \beta_3 EPU_t \times AFactor_{i,t} + \gamma' Control + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(1)检验假设1和2,模型(2)检验假设3。关于假设2,由于固定效应模型无法检验不随时间变化的企业特征(如产权性质)的影响,因此本文采用分组样本回归来考察企业产权性质的调节作用。

RiskT为企业风险承担水平,参照已有文献<sup>[17,59]</sup>的典型做法,以总资产收益率(ROA)的未来五期滚动标准差衡量,并以未来五期滚动极差作为稳健性检验指标。其中,ROA=息税前收益/总资产。

EPU为政策不确定性,等于中国经济政策不确定月度指数的年度均值/10000。其中,除以10000是为了消除数量级差异。以斯坦福大学和芝加哥大学联合发布的Baker等<sup>[14]</sup>中国经济不确定性指数构建政策不确定的测量指标,<sup>②</sup>目前该指数已成为国内外关于政策不确定性研究的主流测度指标。<sup>[3,18,20]</sup>

表2 变量定义

变量	变量名称	变量描述
<b>因变量:</b>		
RiskT	企业风险承担	年度行业均值调整的ROA的未来五期滚动标准差
RiskT1	企业风险承担	年度行业均值调整的ROA的未来五期滚动极差
<b>自变量:</b>		
EPU	政策不确定性	中国经济政策不确定月度指数的年度均值/10000
<b>股权集中度变量:</b>		
wCR5	CR_5指数	前五大股东持股比例之和
wCR10	CR_10指数	前十大股东持股比例之和
wHH5	Herfindahl_5指数	前五大股东持股比例平方和
wHH10	Herfindahl_10指数	前十大股东持股比例平方和
<b>企业特征变量:</b>		
SOEs	产权性质	国有控股为1,外资控股或民营控股为0
wROA	资产报酬率	资产报酬率的滞后一期值
wLev	资产负债率	资产负债率的滞后一期值
wGrowth	营业增长率	营业收入增长率的滞后一期值
wTobinQ	托宾Q值	托宾Q值的滞后一期值
lnSize	规模	总资产的滞后一期对数值
lnAge	年龄	ln(当前年份-企业成立年份+1)
Industry	行业	CSMAR数据库中的“行业名称A”指标
<b>宏观经济与政策变量:</b>		
lnGDP	国内生产总值	年度国内生产总值的对数值
lnFExp	财政支出总额	年度财政支出总额的对数值
lnM2	货币供应量	年度广义货币供应量M2的对数值
CPI	居民消费价格指数	除以100后的定基年度居民消费价格指数
PPI	工业品出厂价格指数	除以100后的定基年度工业品出厂价格指数

注:参照已有文献做法<sup>[17]</sup>对营业增长率(wGrowth)进行上5%下1%的缩尾处理,对年龄(lnAge)进行上1%的缩尾处理,其他连续型变量的缩尾处理标准均为上下1%

AFactor为股权集中度变量,包括CR\_5指数(wCR5)、CR\_10指数(wCR10)、Herfindahl\_5指数(wHH5)和Herfindahl\_10指数(wHH10)。

Control为控制变量。政策不确定性属于宏观环境因素之一,因此控制变量不仅应包括企业特征因素,而且需要控制其他宏观经济因素的影响。其中,参照Faccio等<sup>[17]</sup>John等<sup>[59]</sup>的做法,企业特征变量包括:资产报酬率(wROA),用于控制企业管理能力的影响;资产负债率(wLev),衡量企业杠杆化程度;托宾Q值(wTobinQ)和营业增长率(wGrowth),衡量企业成长性;规模(lnSize)、年龄(lnAge)和企业产权性质(SOEs)。宏观环境因素包括:财政支出额(lnFExp),用于控制政府财政支出政策的影响;货币供应量(lnM2),用于控制货币政策立场<sup>[60]</sup>的影响;国内生产总值(lnGDP)、居民消费价格指数(CPI)和工业品出厂价格指数(PPI),用于控制经济增长和通货膨胀因素的影响。此外,本文还对行业因素(Industry)进行了控制。具体变量定义和计算见表2。

## 四、实证结果

### 1. 描述性统计

图2为中国经济政策不确定指数的年度变化趋势。中国经济政策不确定性指数自1995年以来整体上呈现上升趋势,同时又表现出较大波动性。其中,政策不确定性指数在2000年、2005年、2010年和2014年相对偏低,而在1995年、2001年、2008年和2012年相对偏高。中国经济政策不确定性的大幅波动,一方面可能源自外部经济环境的冲击,如2008年的金融危机;另一方面也可能是自身政治制度或政策实施的结果,例如周期性中央政府换届以及中央政府的“四万亿”投资计划等。<sup>[61]</sup>

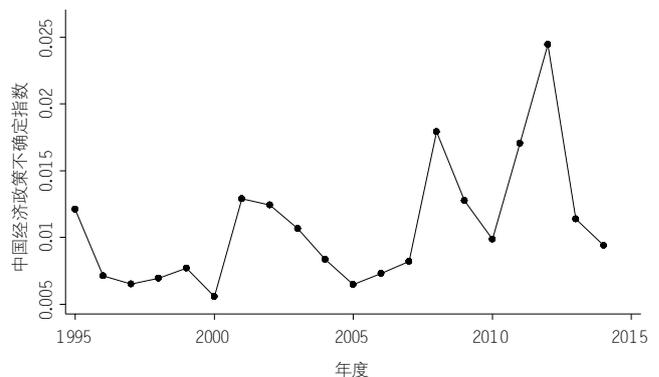


图2 中国经济政策不确定指数的年度变化趋势

表3 变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
RiskT	20983	0.0330	0.0002	0.0035	0.0225	0.1244
RiskT1	20893	0.0787	0.0004	0.0082	0.0546	0.2878
EPU	28629	0.0118	0.0000	0.0056	0.0107	0.0244
wCR5	24191	0.5573	0.0010	0.1882	0.5664	0.9192
wCR10	24191	0.5934	0.0010	0.2174	0.6075	0.9412
wHH5	24191	0.2018	0.0009	0.0137	0.1670	0.6124
wHH10	24191	0.2024	0.0009	0.0146	0.1673	0.6124
SOEs	27918	0.6112	0.0029	0	1	1
wROA	26064	0.0467	0.0003	-0.1271	0.0481	0.1636
wLev	26234	0.4739	0.0015	0.0428	0.4653	1.5929
wGrowth	23793	1.1575	0.0022	0.2381	1.1282	1.9604
wTobinQ	25551	1.9973	0.0104	0.2266	1.5278	10.5752
lnSize	26237	21.3261	0.0074	18.7610	21.1674	25.1952
lnAge	28624	2.3308	0.0034	0	2.4849	3.2189
lnGDP	28629	12.4835	0.0042	11.0208	12.6659	13.3628
lnFExp	28629	10.8476	0.0053	8.8282	11.0444	11.9302
lnM2	28629	12.9633	0.0050	11.0145	13.0714	14.0212
CPI	28629	5.1122	0.0038	3.9690	5.19	6.067
PPI	28629	3.5158	0.0022	2.9260	3.578	4.002
Industry	28629	4.5391	0.0065	2	5	6

注：行业（Industry）代码：1-金融业、2-公用事业、3-房地产业、4-综合、5-商业、6-工业

表3为变量的描述性统计。首先，企业风险承担（RiskT）平均值为0.033，中位数为0.0225，最小值为0.0035，最大值为0.1244，这与国内已有文献的统计结果基本一致。同时，企业风险承担变量的最大值接近均值的4倍、最小值的40倍，表明上市公司的风险承担存在较大的变化与差异。其次，由政策不确定性变量（EPU）可知，经济政策不确定性指数的均值和中位数分别为0.0118和0.0107，最小值为0.0056，最大值为0.0244。再次，股权集中度指标的描述性统计结果表明，中国上市公司大多属于股权集中型企业。最后，尽管国有企业在上市公司中占据多数（61.12%），但非国有企业样本的占比也接近40%，因此有必要考察这两种不同类型企业在经济运行中的差异。

表4 主要变量的相关系数

	RiskT	RiskT1	EPU	wCR5	wCR10	wHH5	wHH10
RiskT1	0.9909 (0.000)	1					
EPU	-0.0943 (0.000)	-0.1146 (0.000)	1				
wCR5	-0.1047 (0.000)	-0.1017 (0.000)	-0.0669 (0.000)	1			
wCR10	-0.1124 (0.000)	-0.1097 (0.000)	-0.0413 (0.000)	0.9758 (0.000)	1		
wHH5	-0.1212 (0.000)	-0.1178 (0.000)	-0.1071 (0.000)	0.7774 (0.000)	0.6996 (0.000)	1	
wHH10	-0.1217 (0.000)	-0.1183 (0.000)	-0.1067 (0.000)	0.7784 (0.000)	0.7021 (0.000)	1.0000 (0.000)	1
SOEs	-0.0810 (0.000)	-0.0779 (0.000)	-0.1791 (0.000)	0.0674 (0.000)	0.0046 (0.481)	0.2483 (0.000)	0.2469 (0.000)

注：（）内为显著性水平（p值）

表4为主要变量之间的相关系数。从表中可以发现，企业风险承担与经济政策不确定性显著负相关，相关系数为-0.0943，表明经济政策不确定性的“损失规避效应”似乎在发挥主导作用。其次，企业风险承担变量（RiskT、RiskT1）之间的相关系数分别达到0.9909，表明两个指标在测度上具有同质性。再次，企业风险承担与股权集中度指标之间的相关系数均显著为负，表明随着股权集中程度的提高，企业风险承担显著下降。显然，该结果与控股股东“风险承担代理问题”理论一致。

## 2. 多元回归结果

表5为多元回归结果。其中，第（1）栏为全样本，第（2）、（3）栏分别为非国有企业和国有企业的分组样本，第（4）-（7）栏为股权集中度调节作用的检验结果。

表5的栏（1）显示了假设H1a和H1b的检验结果。可以发现，经济政策不确定性（EPU）的系数为0.2199，且在1%水平上具有显著性，表明经济政策不确定性与企业风险承担显著正相关。该结果支持了经济政策不确定性的“机遇预期效应”假设，即在中国制度背景下，政策不确定性会显著提升企业的风险承担水平。因此，假设H1b得到验证。

表5的栏（2）和栏（3）依照企业产权性质进行分组，用以检验假设H2a和H2b。经济政策不确定性变量（EPU）系数在非国有企业中为0.5824，且在1%的水平上具有显著性，而在国有企业中却不显著，表明经济政策不确定性对企业风险承担的正向影响主要存在于非国有企业中，而在国有企业中则很微弱。从而，假设H2b的预期得到支持。进一步，在EPU系数差显著性检验中，EPU系数的组间差异为0.4990，且这一差异在1%的水平上具有显著性，同样支持了假设H2b。

表5的（4）-（7）栏引入了股权集中度，用以检验假设H3a和H3b。经济政策不确定性变量（EPU）的系数在控制了股权集中度之后均大幅提升，且都在1%的水平上具有显著性，而股权集中度的主效应与交互效应在所有方程中均显著为负，表明股权集中降低了大股东的风险承担意愿，而由此引发的大股东“风险承担代理问题”则显著削弱了经济政策不确定性的正向效应。显然，该结果意味着在我国上市公司股权结构高度集中情况下，大股东在塑造企业风险承担行为方面发挥着决定性作用。结果表明，股权集中度负向调节政策不确定性对企业风险承担的正向作用，符合假设H3b的预期。

表5中的多元回归结果表明，经济政策不确定性对中国企业风险承担的影响主要表现为“机遇预期效应”；但该效应仅在非国有企业中显著，在国有企业中不显著，

原因可能在于国有企业所面临的管理者“风险承担代理问题”发挥了削弱作用；同时，股权集中度也显著削弱了“机遇预期效应”，意味着大股东“风险承担代理问题”同样发挥着显著不利影响。

表5 多元回归结果

RiskT	股权集中度调节作用						
	全样本	非国有	国有	(1)	(2)	(3)	(4)
EPU	0.2199*** (0.002)	0.5824*** (0.000)	0.0834 (0.288)	0.9727*** (0.000)	1.0483*** (0.000)	0.5585*** (0.000)	0.5602*** (0.000)
wCR5				-0.0207*** (0.000)			
EPU×wCR5				-1.4029*** (0.000)			
wCR10						-0.0176*** (0.000)	
EPU×wCR10						-1.4860*** (0.000)	
wHHS							-0.0216*** (0.000)
EPU×wHHS							-1.7540*** (0.000)
wHH10							-0.0217*** (0.000)
EPU×wHH10							-1.7608*** (0.000)
wROA	-0.0292*** (0.000)	-0.0042 (0.527)	-0.0266*** (0.000)	-0.0263*** (0.000)	-0.0257*** (0.000)	-0.0279*** (0.000)	-0.0279*** (0.000)
wLev	0.0062*** (0.000)	0.0052*** (0.010)	0.0007 (0.629)	0.0059*** (0.000)	0.0061*** (0.000)	0.0056*** (0.000)	0.0056*** (0.000)
wGrowth	-0.0038*** (0.000)	-0.0025*** (0.004)	-0.0032*** (0.000)	-0.0034*** (0.000)	-0.0034*** (0.000)	-0.0035*** (0.000)	-0.0035*** (0.000)
wTobinQ	-0.0001 (0.585)	-0.0006** (0.024)	0.0002 (0.245)	0.0001 (0.362)	0.0002 (0.232)	0.0000 (0.800)	0.0000 (0.791)
lnSize	0.0032*** (0.000)	0.0029*** (0.000)	0.0034*** (0.000)	0.0043*** (0.000)	0.0043*** (0.000)	0.0041*** (0.000)	0.0041*** (0.000)
lnAge	0.0066*** (0.000)	0.0205*** (0.000)	0.0057*** (0.000)	0.0047*** (0.002)	0.0052*** (0.000)	0.0017 (0.260)	0.0017 (0.263)
SOEs	-0.0001 (0.851)	-	-	-0.0001 (0.930)	-0.0002 (0.822)	0.0004 (0.564)	0.0004 (0.566)
lnGDP	0.0182** (0.034)	0.0550*** (0.002)	0.0136 (0.154)	0.0109 (0.204)	0.0142* (0.100)	0.0118 (0.167)	0.0119 (0.167)
lnFExp	-0.0299*** (0.000)	-0.0729*** (0.000)	-0.0236*** (0.000)	-0.0350*** (0.000)	-0.0358*** (0.000)	-0.0308*** (0.000)	-0.0308*** (0.000)
lnM2	0.0139** (0.021)	0.0296*** (0.019)	0.0114* (0.086)	0.0244*** (0.000)	0.0227*** (0.000)	0.0212*** (0.000)	0.0212*** (0.000)
CPI	-0.0188*** (0.000)	-0.0266*** (0.000)	-0.0170*** (0.000)	-0.0221*** (0.000)	-0.0221*** (0.000)	-0.0200*** (0.000)	-0.0200*** (0.000)
PPI	0.0112*** (0.002)	0.0079 (0.261)	0.0114*** (0.006)	0.0130*** (0.000)	0.0125*** (0.001)	0.0112*** (0.002)	0.0112*** (0.002)
_cons	-0.0791** (0.042)	-0.2489*** (0.006)	-0.0702* (0.092)	-0.0682* (0.079)	-0.0793** (0.042)	-0.0816** (0.035)	-0.0818** (0.034)
Industry	控制						
N	16057	4523	11534	16042	16042	16042	16042
R <sup>2</sup>	0.0559	0.1182	0.0178	0.0552	0.0585	0.0499	0.0501
F	46.47	15.84	23.85	60.35	59.65	59.27	59.35
EPU系数差	系数差	0.4990***	-	-	-	-	-
显著性检验	T值	3.9294	-	-	-	-	-
	P值	0.000	-	-	-	-	-

注：( ) 内为显著性水平 p 值；\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01; 回归系数采用固定效应模型估计；\_cons 为常数项，N 为回归样本量，R<sup>2</sup> 为回归方程的组间 R 方，F 为回归方程的 F 值；固定效应模型下的 EPU 系数差的显著性检验利用 Stata 命令 Hausman 计算

### 3. 进一步检验：股权集中度影响的产权性质差异

前面的多元回归结果中，经济政策不确定性的影响在非国有企业中显著，在国有企业中却不显著，意味着国有企业中的管理者“风险承担代理问题”发挥了削弱

作用；而股权集中度的回归结果显示，大股东“风险承担代理问题”同样具有显著削弱作用。那么，大股东“风险承担代理问题”在国有企业中是否存在影响？该影响与非国有企业中的影响有何不同？

表6 大股东“风险承担代理问题”的不利影响在产权性质上的差异

RiskT	非国有企业		国有企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)
EPU	0.5824*** (0.000)	1.4739*** (0.000)	0.0834 (0.288)	0.6019*** (0.001)
wCR5			-0.0087 (0.273)	-0.0244*** (0.000)
EPU×wCR5			-1.7364*** (0.002)	-0.9440*** (0.003)
EPU	0.5824*** (0.000)	1.4848*** (0.000)	0.0834 (0.288)	0.6986*** (0.000)
wCR10			-0.0076 (0.332)	-0.0196*** (0.000)
EPU×wCR10			-1.6643*** (0.003)	-1.0874*** (0.001)
EPU	0.5824*** (0.000)	0.9768*** (0.000)	0.0834 (0.288)	0.3128*** (0.004)
wHHS			-0.0047 (0.669)	-0.0231*** (0.000)
EPU×wHHS			-2.8944*** (0.000)	-1.0229*** (0.004)
EPU	0.5824*** (0.000)	0.9788*** (0.000)	0.0834 (0.288)	0.3142*** (0.004)
wHH10			-0.0049 (0.659)	-0.0231*** (0.000)
EPU×wHH10			-2.9004*** (0.000)	-1.0287*** (0.004)

注：( ) 内为显著性水平 p 值；\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01; 各方程的回归系数均采用固定效应模型估计；各方程的控制变量均同前，限于篇幅原因，此处省略

表 6 检验股权集中度的影响的企业产权性质差异。

首先，所有交互变量的系数均显著为负，表明无论是在非国有企业还是在国有企业，股权集中所引发的大股东“风险承担代理问题”均会显著地削弱经济政策不确定性的正向影响。其次，经济政策不确定性变量 (EPU) 的系数在控制了股权集中因素之后均大幅提升。其中，在非国有企业中，该系数由 0.5824 上升至 1.5 或 1.0 左右，且均在 1% 的水平上具有显著性；而在国有企业中，该系数也由不显著的 0.0834 上升至在 1% 的水平上具有显著性的 0.6 或 0.3 以上。该结果进一步表明大股东“风险承担代理问题”在经济政策不确定性与企业风险承担之间所发挥的削弱作用，尤其是在国有企业中，在控制了大股东“风险承担代理问题”之后，经济政策不确定性的正向效应也凸显出来。

总之，表 6 的结果意味着，大股东“风险承担代理问题”的不利影响在国有企业与非国有企业中均存在；相较于非国有企业，国有企业很可能由于同时面临大股东与

管理者“风险承担代理问题”的双重不利影响，而致使经济政策不确定性产生的“机遇预期效应”不再显著。

## 五、稳健性检验

### 1. 随机效应模型

在上述回归中，本文主要采用固定效应模型进行系数估计。为了验证本文结论在不同估计方法下是否具有稳健性，利用随机效应模型重新进行了系数估计。表7为估计结果，政策不确定性（EPU）系数的符号与显著性均未发生改变。另外，豪斯曼检验的结果也表明固定效应模型更合适。

表7 多元回归的随机效应模型估计结果

RiskT	全样本 非国有 国有 股权集中度						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
EPU	0.1948***	0.5641***	0.0731	0.7411***	0.8018***	0.4043***	0.4059***
wCR5				-0.0134***			
EPU×wCR5				-1.0033***			
wCR10					-0.0124***		
EPU×wCR10					-1.0699***		
wHH5						-0.0180***	
EPU×wHH5						-1.0880***	
wHH10							-0.0181***
EPU×wHH10							-1.0954***
豪斯曼检验	914.45***	445.53***	601.86***	1002.67***	989.01***	981.68***	981.51***

注：\*p<0.1，\*\*p<0.05，\*\*\*p<0.01；控制变量均同前，限于篇幅原因，此处省略

### 2. 企业风险承担的替代变量

参照已有文献的做法，<sup>[17]</sup> 本文采用经行业和年度均值调整的资产报酬率的极差作为企业风险承担的替代变量（RiskT1），用以检验结论的稳健性。表8为检验结果。从表8中可以发现，替换因变量之后，经济政策不确定性的主效应和交互效应不仅没有被削弱，反而进一步加强，因此采用收益率极差作为企业风险承担的替代变量不改变本文结论。

表8 采用收益率极差作为企业风险承担替代变量的检验结果

RiskT1	全样本 非国有 国有 股权集中度						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
EPU	0.3551**	1.0613***	0.1123	1.9045***	2.0854***	1.0691***	1.0732***
wCR5				-0.0502***			
EPU×wCR5				-2.8694***			
wCR10					-0.0432***		
EPU×wCR10					-3.0909***		
wHH5						-0.0519***	
EPU×wHH5						-3.6381***	
wHH10							-0.0521***
EPU×wHH10							-3.6546***

注：\*p<0.1，\*\*p<0.05，\*\*\*p<0.01；系数采用固定效应模型估计；控制变量同前，此处省略

### 3. 经济政策不确定性的替代变量

政治不确定性是经济政策不确定性的一个重要来源。在中国的政治制度中，中国共产党全国代表大会（简称“党代会”）、全国人民代表大会和中国人民政治协商

会议（简称“两会”）是三项重要内容。在此制度背景下，以党代会和两会的换届为基础构建中央政府换届变量（Period），作为经济政策不确定性的稳健性检验变量之一。在本文样本期间内，党代会共举行四次换届，两会同样也是四次换届。在换届年份，中央政府换届变量（Period）赋值为1，其他年份则赋值为0。

除政治不确定性之外，外部经济不稳定也是经济政策不确定性的一个重要原因。<sup>[4]</sup> 特别是当金融危机突然爆发时，随着金融经济的大幅波动，政策调整会成为企业的共同预期。在本文的样本期间，与中国经济政策相关的金融危机主要是1997-1998年的亚洲金融风暴和2007-2008年的全球金融危机。因此，以这两次金融危机为基础，构建金融危机变量（Crisis）作为经济政策不确定性的另一个稳健性检验变量。其中，金融危机爆发年份，该变量赋值为1，其他年份，该变量赋值为0。

表9 宏观经济政策不确定性替代变量的检验结果

	全样本 非国有 国有 股权集中度							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
EPU								
RiskT								
RiskT								
RiskT								
RiskT								
RiskT								
RiskT								
RiskT								
子表A：基于中央政府换届变量的回归结果								
Period	0.0035***	0.0009**	0.0012	0.0004	0.0024*	0.0020	0.0012*	0.0012*
wCR5					-0.0363***			
Period×wCR5					-0.0024			
wCR10						-0.0344***		
Period×wCR10						-0.0019		
wHH5							-0.0400***	
Period×wHH5							-0.0006	
wHH10								-0.0401***
Period×wHH10								-0.0006
N	22727	16057	4523	11534	16042	16042	16042	16042
R <sup>2</sup>	0.8651	0.0555	0.1186	0.0173	0.0543	0.058	0.0502	0.0503
F	4.10E+03	46.07	14.80	23.83	58.36	57.46	57.01	57.08

子表B：基于金融危机变量的回归结果

Crisis	0.0020***	0.0019***	0.0020*	0.0020***	0.0047***	0.0044***	0.0040***	0.0040***
wCR5					-0.0355***			
Crisis×wCR5					-0.0045**			
wCR10						-0.0338***		
Crisis×wCR10						-0.0039*		
wHH5							-0.0375***	
Crisis×wHH5							-0.0095***	
wHH10								-0.0377***
Crisis×wHH10								-0.0096***
N	22727	16057	4523	11534	16042	16042	16042	16042
R <sup>2</sup>	0.8686	0.0538	0.1183	0.0144	0.0532	0.0566	0.0485	0.0486
F	2.70E+03	46.61	14.92	24.57	59.28	58.42	58.54	58.61

注：\*p<0.1，\*\*p<0.05，\*\*\*p<0.01；系数采用固定效应模型估计；N为回归样本量，R<sup>2</sup>为回归方程的组间R方，F为回归方程的F值；控制变量均同前，此处省略

表9是中央政府换届变量和金融危机变量的回归结果。首先，由第（1）栏可知，在政策不确定性（EPU）作为因变量的回归中，中央政府换届变量（Period）和金融危机变量（Crisis）均显著为正，表明中央政府换届

和金融危机会导致经济政策不确定性显著增大，即二者均是经济政策不确定性的重要来源。其次，从子表 A 中第 (2) - (8) 栏的回归结果可以发现，尽管相关变量的部分系数显著性降低，甚至不显著，但系数符号均没有发生改变。最后，从子表 B 中第 (2) - (8) 栏的回归结果可以发现，除产权性质差异不明显外，全部变量的系数均与正文的结果基本一致。总之，本文主要结论不受政策不确定性测量方法的影响。

4. 股权集中度调节效应的联合检验

为进一步检验股权集中度的调节作用，以中位数为基准构建了四个股权集中度虚拟变量（即 dwCR5、dwCR10、dwHH5 和 dwHH10）。其中，大于中位数则赋值为 1，小于中位数则赋值为 0。表 10 为检验结果。首先，从表 10 中可以发现，经济政策不确定性（EPU）的主效应都显著为正，表明在低股权集中度的企业中，经济政策不确定性显著提升企业风险承担。其次，交互变量系数都显著为负，表明提高股权集中度会显著削弱经济政策不确定性的正效应。最后，在交互效应的联合检验中，F 值均不具有显著性，表明经济政策不确定性对企业风险承担的提升作用在高股权集中度的企业中不再显著。综上，表 10 与表 5 的结果基本一致，同样支持了假设 H3b。

表10 股权集中度虚拟变量及其联合显著性的检验结果

RiskT	(1)	(2)	(3)	(4)
EPU	(a) 0.4409***	0.4254***	0.3481***	0.3457***
dwCR5	0.0011			
EPU×dwCR5	(b) -0.5342***			
dwCR10		0.0015		
EPU×dwCR10	(b)	-0.5213***		
dwHH5			-0.0040***	
EPU×dwHH5	(b)		-0.2789***	
dwHH10				-0.0040***
EPU×dwHH10	(b)			-0.2744***
N	16042	16042	16042	16042
R <sup>2</sup>	0.0548	0.0579	0.0615	0.0618
F	48.28	47.38	52.17	52.09
交互效应联合检验 (a+b)	F值 1.10	1.14	0.65	0.70
	(p值) (0.295)	(0.286)	(0.419)	(0.404)

注：\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01；回归系数采用固定效应模型估计；N 为回归样本量，R<sup>2</sup> 为回归方程的组间 R 方，F 为回归方程的 F 值；交互效应联合检验检验 EPU 的主效应与交互效应的联合显著性（即 a+b=0），其中 F 值为联合检验的 F 统计量，p 值为联合检验的显著性水平；控制变量同前表，此处省略

5. 遗漏变量问题

为了排除其他变量对研究结果的干扰，本文在回归模型中主要控制了企业特征变量以及宏观经济与政策变量。其中，宏观层面的经济与政策变量包括国内生产总值（lnGDP）、财政支出额（lnFExp）等，企业组织层面的特征变量包括企业收益能力（wROA）、杠杆化程度（wLev）等。<sup>[17,59]</sup> 近期研究表明，管理者的性别、年龄

等人口分布特征以及过度自信、乐观主义等心理认知偏差同样会影响其风险承担决策行为，<sup>[8,9,62]</sup> 管理者层面的个体特征因素也构成了本文有待控制的可能遗漏变量。

参考余明桂等的研究，<sup>[43]</sup> 本文将管理层的性别比例（TOP\_gender）、平均年龄（TOP\_age）以及人数规模（TOP\_size）等个体特征纳入检验模型的控制变量，以控制因管理者个体特征缺失所导致的遗漏变量问题。表 11 为控制管理者个体效应之后的检验结果。从表 11 中可以发现，主要变量的系数并未因为控制管理者个体效应而发生显著改变。同时还可以发现，在管理者个体特征变量中，性别比例（TOP\_gender）显著为正，表明管理团队中男性比例越高企业风险承担越高，这与已有研究结论一致；而平均年龄（TOP\_age）与团队规模（TOP\_size）并不显著，原因可能在于这两个因素随时间变化不大，因而固定效应模型剔除了它们的影响。

6. 政治关联的可能影响

表11 控制管理者个体效应后的检验结果

	全样本	非国有	国有	股权集中度			
RiskT1	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
EPU	0.2766***	0.5533***	0.1754**	0.9754***	1.0420***	0.6209***	0.6225***
wCR5				-0.0256***			
EPU×wCR5				-1.2746***			
wCR10					-0.0223***		
EPU×wCR10					-1.3654***		
wHH5						-0.0246***	
EPU×wHH5						-1.6603***	
wHH10							-0.0247***
EPU×wHH10							-1.6670***
TOP_age	-0.0001	0.0001	-0.0002*	-0.0001	-0.0001	-0.0001	-0.0001
TOP_size	0	-0.0002	0	0	0	-0.0001	-0.0001
TOP_gender	0.0088***	0.0039	0.0043	0.0095***	0.0095***	0.0077***	0.0077***
N	15415	4430	10985	15401	15401	15401	15401
R <sup>2</sup>	0.0399	0.0502	0.0260	0.0627	0.0619	0.0600	0.0601
F	35.42	12.58	17.31	50.55	49.87	48.28	48.35

注：\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01；系数采用固定效应模型估计，N 为回归样本量，R<sup>2</sup> 为回归方程的组间 R 方，F 为回归方程的 F 值；其他控制变量同前，此处省略

文献研究表明，高管的政治关联影响企业的风险承担水平。<sup>[25]</sup> 当经济政策具有不确定性，高管具有政治关联的企业可能对经济政策不确定性中的风险或者机遇因素更加敏感，从而影响企业的风险承担水平。参考唐松等，<sup>[63]</sup> 将政治关联（PCD）定义为董事长或者总经理是否为政府官员、人大代表或政协委员的虚拟变量，是则取值为 1，否则取值为 0。数据来源为 Wind 数据库披露的高管个人简历信息。采取两种方法控制政治关联的可能影响，一是将政治关联作为控制变量引入回归模型，检验经济政策不确定的回归系数和符号是否发生明显改变；二是将全样本企业按照高管是否具有政治关联分组回归，检验经济政策不确定的回归系数和符号是否发生

明显改变。

表 12 是控制政治关联后的回归结果。第 (1) 列的结果显示, 政治关联显著提升企业的风险承担。第 (2)、(3) 列依照企业产权性质分组, 发现政治关联 (PCD) 只对非国有企业的风险承担产生显著影响, 但对国有企业的风险承担影响不显著。另外, 控制政治关联后, 经济政策不确定性 (EPU) 的回归系数在国有和非国有企业之间仍然具有显著差异。第 (4)、(5) 列按照高管是否具有政治关联进行分组, 经济政策不确定性 (EPU) 对企业承担的影响都显著为正。经济政策不确定性 (EPU) 的回归系数在政治关联样本和非政治关联样本之间的差异不显著。以上结果说明, 政治关联不影响本文的主要结论。

表12 控制政治关联因素影响之后的回归结果

RiskT	全样本	非国有	国有	非政治关联组	政治关联组
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
EPU	0.2820***	0.5698***	0.1500*	0.2564***	0.3279***
PCD	0.0015*	0.0067***	-0.0003		
N	15340	4430	10910	9050	6290
R <sup>2</sup>	0.0432	0.0549	0.0284	0.0645	0.0334
F	38.26	13.82	18.80	31.89	20.93
EPU系数差 显著性检验	系数差:0.4198***		系数差:0.0715		
	T值:6.0015		T值:1.0934		
	P值:0.0000		P值:0.6234		

注: \* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01; 系数采用固定效应模型估计, N 为回归样本量, R<sup>2</sup> 为回归方程的组间 R 方, F 为回归方程的 F 值; 其他控制变量同前, 此处省略。固定效应模型下的 EPU 系数差的显著性检验利用 Stata 命令 Hausman 计算

## 六、研究结论与讨论

基于 Baker 等<sup>[14]</sup> 的中国经济政策不确定指数, 并采用固定效应模型, 本文对经济政策不确定性如何影响企业风险承担进行了实证检验。研究发现, 经济政策不确定性提升了中国企业的风险承担水平; 然而, 该影响仅在非国有企业中显著, 在国有企业中并不显著; 同时, 股权集中显著削弱了经济政策不确定性的正效应。进一步研究发现, 股权集中的削弱作用在国有企业与非国有企业中均具有显著影响; 尤其是在国有企业中, 在控制了股权集中因素之后, 经济政策不确定性对企业风险承担的影响也变得显著为正。上述结果意味着, 在中国制度背景下, 经济政策不确定性的“机遇预期效应”在上市公司中发挥主导作用, 而企业内的“风险承担代理问题”会抑制“机遇预期效应”。特别是在国有企业中, 由于同时面临管理者与大股东“风险承担代理问题”的双重不利影响, 致使经济政策不确定性产生的“机遇预期效应”不再显著。

尽管理论或者经验文献已经对经济政策不确定性如何影响企业投资时机和投资规模进行了大量研究, 但

鲜有关注企业在不确定环境下如何决策风险承担水平。基于中国特殊制度背景, 本文论证了政策不确定性对企业风险承担的影响机理, 发现企业产权性质和股权集中度的调节作用, 拓展了宏观经济政策影响微观企业行为的研究。不同于以往文献从管理者特征或者企业代理问题等视角考察企业风险承担水平的决定因素, 本文将管理者和大股东的“风险承担代理问题”引入经济政策不确定性与企业风险承担的分析框架中, 从更加宏观的视角揭示了企业风险承担的形成原因。

研究结论也具有重要的实践启示: 经济政策不确定性引发企业风险承担水平的提高, 表明政府在执行宏观调控职能时也要关注政策调整对企业经营产生的潜在影响。当政府决定改变现行经济政策时, 要尽可能保持新政策的长期性和稳定性。对企业而言, 经济政策不确定既可能蕴含投资机遇, 也可能增大投资风险。在经济政策不确定环境下, 企业要保持清醒的头脑, 合理研判未来的政策走势。此外, 企业需要完善内部激励和决策机制, 合理利用经济政策不确定下的有利机会, 在激烈的市场竞争中脱颖而出。

## 参考文献

- [1] Bernanke, B. S.. Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 1983, 98(1): 85-106.
- [2] Pindyck, R. S.. Irreversibility, Uncertainty, and Investment. *Journal of Economic Literature*, 1991, 29(3): 1110-1148.
- [3] 李凤羽, 史永东. 经济政策不确定性与企业现金持有策略——基于中国经济政策不确定指数的实证研究. *管理科学学报*, 2016, (6): 157-170.
- [4] 王义中, 宋敏. 宏观经济不确定性、资金需求与公司投资. *经济研究*, 2014, (2): 4-17.
- [5] Bekaert, G., Engstrom, E., Xing, Y.. Risk, Uncertainty, and Asset Prices. *Journal of Financial Economics*, 2009, 91(1): 59-82.
- [6] Boubakri, N., Cosset, J., Saffar, W.. The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-taking: Evidence from Privatization. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(3): 641-658.
- [7] 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, (9): 112-124.
- [8] Khaw, K. L., Liao, J., Tripe, D., Wongchoti, U.. Gender Diversity, State Control, and Corporate Risk-taking: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2016, (39): 141-158.
- [9] Faccio, M., Marchica, M., Mura, R.. CEO Gender, Corporate Risk-taking, and the Efficiency of Capital Allocation. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 39(0): 193-209.
- [10] 李小荣, 张瑞君. 股权激励影响风险承担: 代理成本还是风险规避? *会计研究*, 2014, (1): 57-63.
- [11] Gilchrist, S., Sim, J. W., Zakrajsek, E.. Uncertainty, Financial

- Frictions, and Investment Dynamics. FEDS Working Paper, 2014, April(1): 69.
- [12] Segal, G., Shaliastovich, I., Yaron, A.. Good and Bad Uncertainty: Macroeconomic and Financial Market Implications. *Journal of Financial Economics*, 2015, 117(2): 369-397.
- [13] Giat, Y., Hackman, S. T., Subramanian, A.. Investment under Uncertainty, Heterogeneous Beliefs, and Agency Conflicts. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(4): 1360-1404.
- [14] Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J.. Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4): 1593-1636.
- [15] Brisley, N.. Executive Stock Options: Early Exercise Provisions and Risk-taking Incentives. *The Journal of Finance*, 2006, 61(5): 2487-2509.
- [16] Kempf, A., Ruenzi, S., Thiele, T.. Employment Risk, Compensation Incentives, and Managerial Risk Taking: Evidence from the Mutual Fund Industry. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(1): 92-108.
- [17] Faccio, M., Marchica, M., Mura, R.. Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(11): 3601-3641.
- [18] Gulen, H., Ion, M.. Policy Uncertainty and Corporate Investment. *The Review of Financial Studies*, 2016, 29(3): 523-564.
- [19] Bloom, N.. The Impact of Uncertainty Shocks. *Econometrica*, 2009, 77(3): 623-685.
- [20] Pástor, L., Veronesi, P.. Political Uncertainty and Risk Premia. *Journal of Financial Economics*, 2013, 110(3): 520-545.
- [21] 喻坤, 李治国, 张晓蓉, 徐剑刚. 企业投资效率之谜: 融资约束假说与货币政策冲击. *经济研究*, 2014, (5): 106-120.
- [22] 靳庆鲁, 孔祥, 侯青川. 货币政策、民营企业投资效率与公司期权价值. *经济研究*, 2012, (5): 96-106.
- [23] Julio, B., Yook, Y.. Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles. *The Journal of Finance*, 2012, 67(1): 45-83.
- [24] Jens, C. E.. Political Uncertainty and Investment: Causal Evidence from U.S. Gubernatorial Elections. *Journal of Financial Economics*, 2017, 124(3): 563-579.
- [25] 钱先航, 徐业坤. 官员更替、政治身份与民营上市公司的风险承担. *经济学*, 2014, (4): 1437-1460.
- [26] 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. *经济研究*, 2016, (5): 130-142.
- [27] 姜彭, 王文忠, 雷光勇. 政治冲击、不确定性与企业现金持有. *南开管理评论*, 2015, 18(4): 130-138.
- [28] Xu, N., Chen, Q., Xu, Y., Chan, K. C.. Political Uncertainty and Cash Holdings: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 2016, (40): 276-295.
- [29] Pástor, L., Veronesi, P.. Uncertainty about Government Policy and Stock Prices. *The Journal of Finance*, 2012, 67(4): 1219-1264.
- [30] Pindyck, R. S.. Irreversible Investment, Capacity Choice, and the Value of the Firm. *The American Economic Review*, 1988, 78(5): 969-985.
- [31] Keynes, J. M.. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. 2007 Edition. London: Palgrave Macmillan Press, 1936.
- [32] 陈德球, 陈运森, 董志勇. 政策不确定性、税收征管强度与企业税收规避. *管理世界*, 2016, (5): 151-163.
- [33] Lumpkin, G. T., Dess, G. G.. Clarifying the Entrepreneurial Orientation Construct and Linking It to Performance. *Academy of Management Review*, 1996, 21(1): 135-172.
- [34] Barger, L. L., Lehn, K. M., Zutter, C. J.. Sarbanes-Oxley and Corporate Risk-taking. *Journal of Accounting & Economics*, 2010, 49(1/2): 34-52.
- [35] Wright, P., Ferris, S. P., Sarin, A., Awasthi, V.. Impact of Corporate Insider, Blockholder, and Institutional Equity Ownership on Firm Risk Taking. *The Academy of Management Journal*, 1996, 39(2): 441-463.
- [36] Low, A.. Managerial Risk-taking Behavior and Equity-based Compensation. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(3): 470-490.
- [37] Raviv, A., Sisli-Ciamarra, E.. Executive Compensation, Risk Taking and the State of the Economy. *Journal of Financial Stability*, 2013, 9(1): 55-68.
- [38] Wang, C. J.. Board Size and Firm Risk-taking. *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 2012, 38(4): 519-542.
- [39] Nakano, M., Nguyen, P.. Board Size and Corporate Risk Taking: Further Evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 2012, 20(4): 369-387.
- [40] Li, K., Griffin, D., Yue, H., Zhao, L.. How Does Culture Influence Corporate Risk-taking? *Journal of Corporate Finance*, 2013, 23(0): 1-22.
- [41] Acharya, V. V., Amihud, Y., Litov, L.. Creditor Rights and Corporate Risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(1): 150-166.
- [42] Ljungqvist, A., Zhang, L., Zuo, L.. Sharing Risk with the Government: How Taxes Affect Corporate Risk Taking. *Journal of Accounting Research*, 2017, 55(3): 669-707.
- [43] 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, (1): 149-163.
- [44] Fiegenbaum, A.. Prospect Theory and the Risk-return Association. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1990, 14(2): 187-203.
- [45] Bradley, D., Pantzalis, C., Yuan, X.. Policy Risk, Corporate Political Strategies, and the Cost of Debt. *Journal of Corporate Finance*, 2016, (40): 254-275.
- [46] Kim, H., Kung, H.. The Asset Redeploy Ability Channel: How Uncertainty Affects Corporate Investment. *The Review of Financial Studies*, 2017, 30(1): 245-280.
- [47] Panoousi, V., Papanikolaou, D.. Investment, Idiosyncratic Risk, and Ownership. *The Journal of Finance*, 2012, 67(3): 1113-1148.
- [48] Hoskisson, R. E., Chirico, F., Zyung, J. D., Gambeta, E.. Managerial Risk Taking: A Multitheoretical Review and Future Research Agenda. *Journal of Management*, 2017, 43(1): 137-169.
- [49] Knight, F. H.. *Risk, Uncertainty, and Profit*. 1. Cambridge: The Riverside Press, 1921.
- [50] 花贵如, 刘志远, 许骞. 投资者情绪、管理者乐观主义与企业

- 投资行为. 金融研究, 2011, (9): 178-191.
- [51] 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, (12): 115-127.
- [52] 苏坤. 国有金字塔层级对公司风险承担的影响——基于政府控制级别差异的分析. 中国工业经济, 2016, (6): 127-143.
- [53] 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. 南开管理评论, 2016, 19(3): 157-167.
- [54] Wang, Y., Chen, C. R., Huang, Y. S.. Economic Policy Uncertainty and Corporate Investment: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2014, (26): 227-243.
- [55] 薛爽, 洪昀, 陈昕. 股权性质、政治关系与地方政府拉闸限电——来自有色金属行业的经验证据. 金融研究, 2013, (3): 130-142.
- [56] Paligorova, T.. Corporate Risk Taking and Ownership Structure. *Bank of Canada WorkingPaper*. No.2010-3.
- [57] 王振山, 石大林. 股权结构与公司风险承担间的动态关系——基于动态内生性的经验研究. 金融经济研究, 2014, (3): 44-56.
- [58] Bauguess, S. W., Slovin, M. B., Sushka, M. E.. Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking, and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights. *Journal of Banking & Finance*, 2012, 36(4): 1244-1253.
- [59] John, K., Litov, L., Yeung, B.. Corporate Governance and Risk-taking. *The Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1679-1728.
- [60] 张雪兰, 何德旭. 货币政策立场与银行风险承担——基于中国银行业的实证研究(2000—2010). 经济研究, 2012, (5): 31-44.
- [61] 李凤羽, 杨墨竹. 经济政策不确定性会抑制企业投资吗——基于中国经济政策不确定指数的实证研究. 金融研究, 2015, (4): 115-129.
- [62] Booth, A., Cardona-Sosa, L., Nolen, P.. Gender Differences in Risk Aversion: Do Single-sex Environments Affect Their Development? *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2014, 99(0): 126-154.
- [63] 唐松, 孙铮. 政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效. 管理世界, 2014, (5): 93-105.

## 注释

- ① 现有研究表明, 金融类企业的风险承担问题主要源于储蓄保险导致的风险承担过度问题,<sup>[4]</sup>而非金融类企业的风险承担问题则主要是管理者个人财富低分散化及其对职业生涯的担忧所导致的风险承担不足问题。<sup>[6]</sup>
- ② Baker 等<sup>[14]</sup>构建的指数以香港最大的英文报纸《南华早报》(South China Moring Post)为文本分析对象, 识别出每个月刊发的有关中国经济政策不确定性的文章, 并将每个月识别出的文章数量除以当月《南华早报》刊发文章的总数量, 最终得到月度中国经济政策不确定性指数。该指数不仅在国内外的学术研究中得到广泛引用,<sup>[3,18,20]</sup>而且得到了重要国际机构的认可。例如, 国际货币基金组织在 2012 年 10 月和 2013 年 4 月发布的《世界经济展望》, 关于政策不确定性的专题内容就是引用 Baker 等<sup>[14]</sup>的经济政策不确定性指数。

作者简介 刘志远, 南开大学商学院教授、博士生导师, 研究方向为公司财务、资本市场与会计、管理控制系统; 王存峰, 南开大学商

院博士研究生, 研究方向为公司财务、资本市场与会计; 彭涛(通讯作者), 中山大学国际金融学院特聘副研究员、管理学博士, 研究方向为公司财务、风险投资与公司治理; 郭瑾, 南开大学商学院博士研究生, 研究方向为资本市场与会计

## Economic Policy Uncertainty and Corporate Risk Taking: Opportunities Seeking or Loss Aversion?

Liu Zhiyuan<sup>1</sup>, Wang Cunfeng<sup>1</sup>, Peng Tao<sup>2</sup>, Guo Jin<sup>1</sup>

1. Business School, Nankai University; 2. International School of Business & Finance, Sun Yat-sen University

**Abstract** The risk level that enterprises are willing to take is an important part of corporate strategy decision. It not only concerns the survival and development of enterprises, but also determines the innovation ability and economic growth of the country and region. Thus, it has widely attracted the attention of scholars in recent years. According to the theory of institutional economics, the decision-making behavior of enterprises is affected by institutional environment. Due to the diversification of government goals and the complex and changeable macroeconomic conditions, economic policy uncertainty becomes an environmental feature that enterprises can't avoid. So, in an environment where economic policy is uncertain, how will the corporate risk taking behavior be affected? Does this influence have heterogeneity due to the change of enterprise characteristics? Based on the Baker's China economic policy uncertainty index and a sample of A-share listed non-financial companies from 1995 to 2014, the paper investigates these questions. Results show that the economic policy uncertainty increase the corporate risk taking; but this effect only exists in the non-state-owned enterprises, and it's insignificant in the state-owned enterprises; At the same time, ownership concentration can significantly reduce the positive effects of the economic policy uncertainty. Further studies show that the negative impact of the ownership concentration exist in both the state-owned enterprises and the non-state-owned enterprises; Especially in the state-owned enterprises, after controlling the ownership concentration factors, the influence of the economic policy uncertainty turn into a significant positive effect. These results mean that, with the rise of the private economy, the "opportunities seeking effect of the economic policy uncertainty begin to play a leading role in China's enterprises, but this positive effect is being impaired by the risk-taking agency problems in the enterprises. Especially in the state-owned enterprises, the double negative impairments of the managers and shareholders risk taking agency problems have completely counteracted the opportunities seeking effect of the economic policy uncertainty.

**Key Words** Economic Policy Uncertainty; Corporate Risk Taking; Risk Taking Agency Problem; Ownership Structure